

# 中国人保

## 财险业务优势稳固，寿险接近成熟期

首次覆盖

### 投资亮点

首次覆盖中国人保公司（601319.SH）给予中性评级，目标价 6.10 元，对应 1.36 倍 2020 年 P/B；再次覆盖中国人民保险集团（01339.HK）给予跑赢行业评级，目标价 3.50 港币，对应 0.67 倍 2020 年 P/B。理由如下：

- **财险：市场份额稳固，承保盈利领先同业。**我们预计中国新车销量增速放缓和未来车险改革将对车险保费增速造成压力，同时政策支持将驱动非车险保费长期保持 15% 的较高增速。受益于规模优势（份额稳居第一）、领先的定价能力和服务能力上的优势（理赔队伍和服务网点），我们预计人保财险将长期保持稳定的市占率和盈利水平（长期 ROE 13~14%）。
- **寿险和健康险：起步较晚，规模高增长伴随费用超支问题。**人保寿险 2005 年成立，晚于其他大公司。尽管扩张迅速，但目前人保寿险的规模和业务质量较其他大公司仍有明显差距，我们认为其未来 3 年新单增速将超越行业均值，但伴随快速扩张的费用超支问题仍将持续。人保健康目前仍处于发展初期，贡献的新业务价值和利润十分有限。
- **投资：利率风险敞口小，对银行股权的利润分成较为依赖。**与其他寿险业务为主的上市公司相比，公司的利率风险敞口较小。兴业银行和华夏银行股权利润分成对于公司投资收益较为重要（2019 年贡献全部投资收益的 25%）。我们认为公司投资银行股权是财务投资，追求权益法下较高的投资收益和高股息，市场无须担忧集团寻求对于所投资银行的控股权。

**我们与市场的最大不同？**公司 H 股长期被大幅低估，我们认为长期稳定 10% 以上的 ROE 和逐步提升的分红比例将驱动股息的持续增长，这将最终推动 H 股估值回归合理水平。

**潜在催化剂：**分红比例提升驱动股息持续超预期。

### 盈利预测与估值

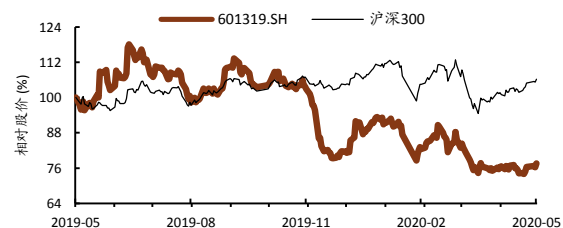
我们预计公司 2020/2021 年 EPS 分别为 0.46 元、0.55 元，CAGR 为 9.34%。中国人保-A/-H 当前分别交易在 1.4x/0.5x 2020e P/B。基于 DDM、SOTP 估值方法，我们给予 A 股目标价 6.1 元和中性评级，对应 1.36 倍 2020 年 P/B 和 5% 下行空间；给予 H 股目标价 3.5 港币和跑赢行业评级，对应 0.67 倍 2020 年 P/B 和 38% 上升空间。

### 风险

新车销量下滑超预期；车险监管力度放松；重大灾害事故超预期。

首次覆盖中性

股票代码	601319.SH	01339.HK
评级	* 中性	* 跑赢行业
最新收盘价	人民币 6.45	港币 2.54
目标价	人民币 6.10	港币 3.50
52 周最高价/最低价	人民币 9.90~6.02	港币 3.41~2.07
总市值(亿)	人民币 2,492	港币 2,727
30 日日均成交额(百万)	人民币 243.62	港币 61.34
发行股数(百万)	44,224	44,224
其中：自由流通股(%)	13	20
30 日日均成交量(百万股)	38.53	24.44
主营行业		保险



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	498,608	555,251	578,364	633,380
增速	4.7%	11.4%	4.2%	9.5%
归属母公司净利润	12,912	22,135	20,553	24,378
增速	-19.8%	71.4%	-7.1%	18.6%
每股净利润	0.29	0.50	0.46	0.55
每股净资产	3.46	4.15	4.47	5.00
每股股利	0.05	0.12	0.11	0.13
每股内含价值	1.79	2.27	2.59	3.02
市盈率	22.1	12.9	13.9	11.7
市净率	1.9	1.6	1.4	1.3
内含价值倍数	3.60	2.84	2.49	2.14
股息收益率	0.7%	1.8%	1.7%	2.0%
平均总资产收益率	1.3%	2.0%	1.8%	2.0%
平均净资产收益率	8.9%	13.2%	10.8%	11.6%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

田昶

分析师

dan3.tian@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080517100002

SFC CE Ref: BKY217

薛源

分析师

yuan.xue@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080519030001

SFC CE Ref: BNF072

王瑶平

分析师

victor.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080517120002

SFC CE Ref: ALE841



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
<b>利润表</b>					<b>内含价值</b>				
保险业务收入	498,608	555,251	578,364	633,380	新业务价值	6,266	7,104	7,778	8,944
已赚保费	455,347	501,508	521,603	568,676	有效业务价值	26,375	33,761	37,171	43,876
投资收益	29,527	36,629	28,194	39,152	寿险内含价值	70,632	89,086	100,793	117,042
其他业务收入	13,723	13,075	14,013	15,260	集团内含价值	79,321	100,518	114,466	133,352
营业收入合计	498,597	551,212	563,810	623,088	<b>成长能力</b>				
净赔付和保户利益	-316,419	-304,836	-377,693	-372,259	保险业务收入	4.7%	11.4%	4.2%	9.5%
提取保险责任准备金	-2,206	-59,742	-2,125	-43,868	已赚保费	4.7%	10.1%	4.0%	9.0%
其他营业支出	-164,717	-170,053	-162,891	-180,610	归属于母公司净利润	-19.8%	71.4%	-7.1%	18.6%
营业支出合计	-483,342	-534,631	-542,710	-596,738	新业务价值	1.1%	13.4%	9.5%	15.0%
营业利润	15,255	16,581	21,101	26,349	<b>关键指标</b>				
联营公司收益	11,803	12,566	13,758	14,875	新业务价值率 (标准保费)	27.9%	26.9%	26.9%	26.9%
利润总额	27,058	29,147	34,858	41,225	财险综合成本率	98.5%	99.2%	97.8%	98.1%
所得税费用	-8,343	2,134	-5,812	-6,773	净投资收益	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%
净利润	18,715	31,281	29,046	34,451	总投资收益率	3.8%	4.4%	3.6%	4.5%
少数股东损益	5,803	9,146	8,493	10,073	寿险偿付能力充足率	244.0%	244.0%	262.2%	266.9%
归属于母公司净利润	12,912	22,135	20,553	24,378	产险偿付能力充足率	275.0%	282.0%	236.0%	232.8%
<b>资产负债表</b>					集团偿付能力充足率				
现金及银行存款	160,254	163,993	178,778	194,336	<b>回报率分析</b>				
债权投资	316,394	333,587	343,595	371,082	总资产收益率	1.3%	2.0%	1.8%	2.0%
股权投资	116,697	150,744	175,920	198,832	净资产收益率	8.9%	13.2%	10.8%	11.6%
其他投资	302,117	329,888	367,897	403,999	寿险内含价值回报率	14.1%	26.1%	13.1%	16.1%
总投资资产	895,462	978,212	1,066,190	1,168,249	集团内含价值回报率				
其他资产	136,173	155,017	112,295	99,358	<b>每股指标</b>				
总资产	1,031,635	1,133,229	1,178,485	1,267,607	每股净利润 (元)	0.29	0.50	0.46	0.55
保险合同负债	559,217	618,959	621,084	664,953	每股净资产 (元)	3.46	4.15	4.47	5.00
投资合同负债	41,808	40,030	42,032	44,133	每股内含价值 (元)	1.79	2.27	2.59	3.02
次级债	57,732	48,780	51,219	53,780	每股股利 (元)	0.05	0.12	0.11	0.13
其他负债	166,577	178,160	194,065	204,872	<b>估值分析</b>				
总负债	825,334	885,929	908,400	967,738	内含价值倍数	3.6	2.8	2.5	2.1
股东权益合计	206,301	247,300	270,085	299,869	市净率	1.9	1.6	1.4	1.3
少数股东权益	53,248	63,848	72,213	78,707	股价/每股股东权益	1.4	1.2	1.1	1.0
归属于母公司的股东权益	153,053	183,452	197,872	221,163	市盈率	22.1	12.9	13.9	11.7
负债和股东权益总计	1,031,635	1,133,229	1,178,485	1,267,607	股息收益率	0.7%	1.8%	1.7%	2.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 公司简介

中国人民保险集团股份有限公司（简称中国人保或人民保险）成立于 1949 年，是中国最大的综合性保险集团公司之一，主要经营财产保险、人身保险、健康保险和资产管理等业务，子公司中国财险是中国最大的财险公司之一，在港股单独上市。财产保险业务由集团的财产保险分部构成，包括人保财险和人保香港；人身保险业务由两个独立的业务分部构成，即人寿保险分部和健康保险分部；健康保险分部为人保健康；资产管理业务由本集团的资产管理分部构成，主要包括人保资产、人保投控、人保资本、人保香港资产等。



## 目录

<b>财险：市场份额稳固，承保盈利能力突出</b>	<b>5</b>
车险增速长期面临压力，非车险是保费的主要增长引擎	5
承保盈利能力领先同业，未来综合成本率有望保持稳定	7
<b>寿险：起步较晚，保费规模高速增长伴随费用超支问题</b>	<b>11</b>
我们预计未来 3 年新单保费增速将超越行业均值	11
业务质量逐步改善，但我们认为费用超支问题将持续	11
<b>健康险：仍在发展初期，预计将受益于中国健康险市场的扩张</b>	<b>14</b>
处于发展初期，贡献的新业务价值和利润十分有限	14
预计未来将受益于中国健康险市场的发展	15
<b>投资：利率风险敞口小，对银行股权的利润分成较为依赖</b>	<b>16</b>
大类资产配置均衡，风格稳健	16
资产负债久期 较为匹配，利率风险敞口小于同业	16
投资业绩稳健	17
投资收益对银行股权的利润分成较为依赖	17
<b>财务预测：预计 2020/21 年净利润同比变动-7.1%/18.6%</b>	<b>19</b>
<b>估值和目标价</b>	<b>21</b>
DDM 估值法	21
分部估值法	24
<b>风险提示</b>	<b>27</b>
<b>附录</b>	<b>28</b>
公司简介	28
财险业务概况	28
寿险和健康险业务概况	29
股权结构	30

## 图表

图表 1：过去三年新车销量放缓	5
图表 2：2019 年行业车险保费仅同比增长 1.8%	5
图表 3：近年来人保财险的车险市占率略有下降	6
图表 4：2019 年行业非车险保费快速增长，增速大幅超过车险	7
图表 5：过去 3 年人保财险的 ROE 高达 14.2%，处于行业较高水平	7
图表 6：过去 3 年人保财险的综合成本率为 98.3%，处于行业较好水平	7
图表 7：2015 年费改以来费改和费用监管同步进行	8
图表 8：海外成熟市场大型财险公司一般有着较好的承保盈利水平	9
图表 9：过去 5 年人保财险的综合成本率均低于行业均值	9
图表 10：2012-2020e 人保财险车险费用率	10
图表 11：2012-2021e 人保财险有效税率	10
图表 12：中国寿险保费深度相对亚洲发达市场较低，未来 10 年内预计可实现追赶	11
图表 13：中性情境下，我们预计 2017-26 年中国寿险保费可实现高达 19%的年复合增速	11
图表 14：2018-2020e 内含价值变动分析	12
图表 15：人保寿险 ROE 近三年呈上升趋势	13
图表 16：2019 年人保寿险新业务价值率相对同业仍有差距	13



图表 17: 2019 年人保寿险银保渠道首年保费占比较高 .....	13
图表 18: 过去五年人保寿险新单保费中期缴保费占比稳步提升 .....	13
图表 19: 2019 年人保寿险的新业务价值保持快速增长 .....	13
图表 20: 人保健康内含价值保持较快的增长 .....	14
图表 21: 2019 年人保健康新业务价值快速增长 .....	14
图表 22: 目前人保健康的新业务价值贡献较小 .....	14
图表 23: 人保健康连续四年盈利，利润贡献仍较小 .....	14
图表 24: 中国健康险市场保持良好发展态势，人保健康基本与市场保持一致，预计未来将受益于市场的持续快速增长 .....	15
图表 25: 2019 年公司的大类资产配置比例均衡 .....	16
图表 26: 由于主营业务为财险，人保集团当前资产负债久期较为匹配 .....	17
图表 27: 当前 A 股其他保险公司（主营业务为寿险）的负债久期较长，受到利率下行冲击的风险较大 .....	17
图表 28: 公司总投资收益率处于行业较高水平 .....	17
图表 29: 截至 2019 年末公司对兴业银行和华夏银行持股情况 .....	18
图表 30: 2019 年兴业银行和华夏银行贡献了全部投资收益的 25% .....	18
图表 31: 利润表 .....	19
图表 32: 资产负债表 .....	20
图表 33: 人保寿险和人保健康的内含价值 .....	20
图表 34: 关键指标 .....	20
图表 35: DDM 估值法-H 股 .....	22
图表 36: 敏感性分析-H 股 .....	22
图表 37: DDM 估值法-A 股 .....	23
图表 38: 敏感性分析-A 股 .....	23
图表 39: 分部估值法-H 股 .....	24
图表 40: 分部估值法-A 股 .....	25
图表 41: 可比公司估值表 .....	26
图表 42: 人保集团 H 股目前交易在 0.5 倍 2020 年 P/B .....	26
图表 43: 人保集团 H 股 2013 年以来平均 P/B 为 1.0 倍 .....	26
图表 44: 人保集团 A 股目前交易在 1.4 倍 2020 年 P/B .....	26
图表 45: 人保集团 A 股 2018 年以来平均 P/B 为 1.8 倍 .....	26
图表 46: 2019 年业务结构 .....	28
图表 47: 人保集团总保费收入 .....	28
图表 48: 人保集团归属母公司净利润 .....	28
图表 49: 过去 4 年人保财险的保费增速在 10~13% .....	28
图表 50: 过去几年人保财险市场份额基本稳定在 33~37% .....	28
图表 51: 2019 年人保财险产品结构 .....	29
图表 52: 2019 年人保财险渠道结构 .....	29
图表 53: 人保寿险的保费和增速情况 .....	29
图表 54: 人保寿险和人保健康险的合计市场份额 .....	29
图表 55: 2019 年人保寿险产品结构 .....	29
图表 56: 2019 年人保寿险渠道结构 .....	29
图表 57: 公司结构（截至 2019 年年末） .....	30



## 财险：市场份额稳固，承保盈利能力突出

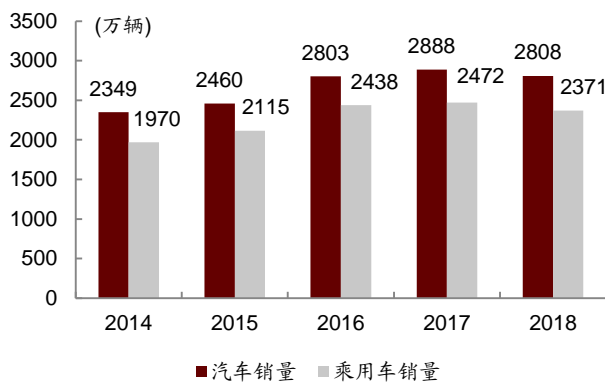
### 车险增速长期面临压力，非车险是保费的主要增长引擎

#### 车险保费增速长期面临压力

自 2016 年以来中国新车销量增速放缓已开始拖累车险保费增速放缓：2019 年行业车险保费同比增长仅 1.8%，相对 2011-2018 年（平均增速 11%）放缓。考虑到新车销量增速的持续放缓和车险综合改革（预计 2020 年内实行），我们认为这一放缓趋势将在未来 3 年持续，人保财险的车险业务亦将面临增长压力。我们预计人保财险的车险保费在 2020~2022 年增速分为 -5%、0%、-5%。

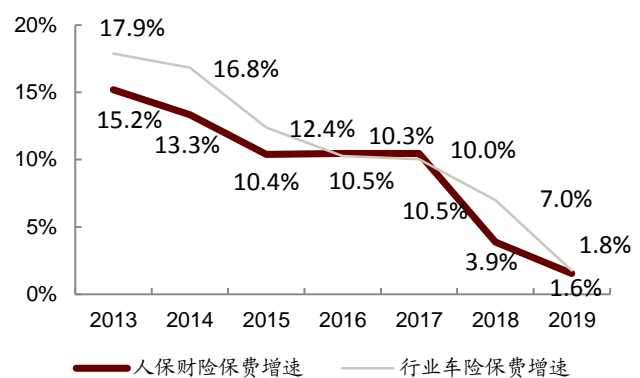
我们预计 2020 年公司车险保费可能会出现 5% 的下降，主要由于车险改革政策（我们预计 2020 年内实施）以及新冠疫情带来的影响。

图表 1：过去三年新车销量放缓



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 2：2019 年行业车险保费仅同比增长 1.8%

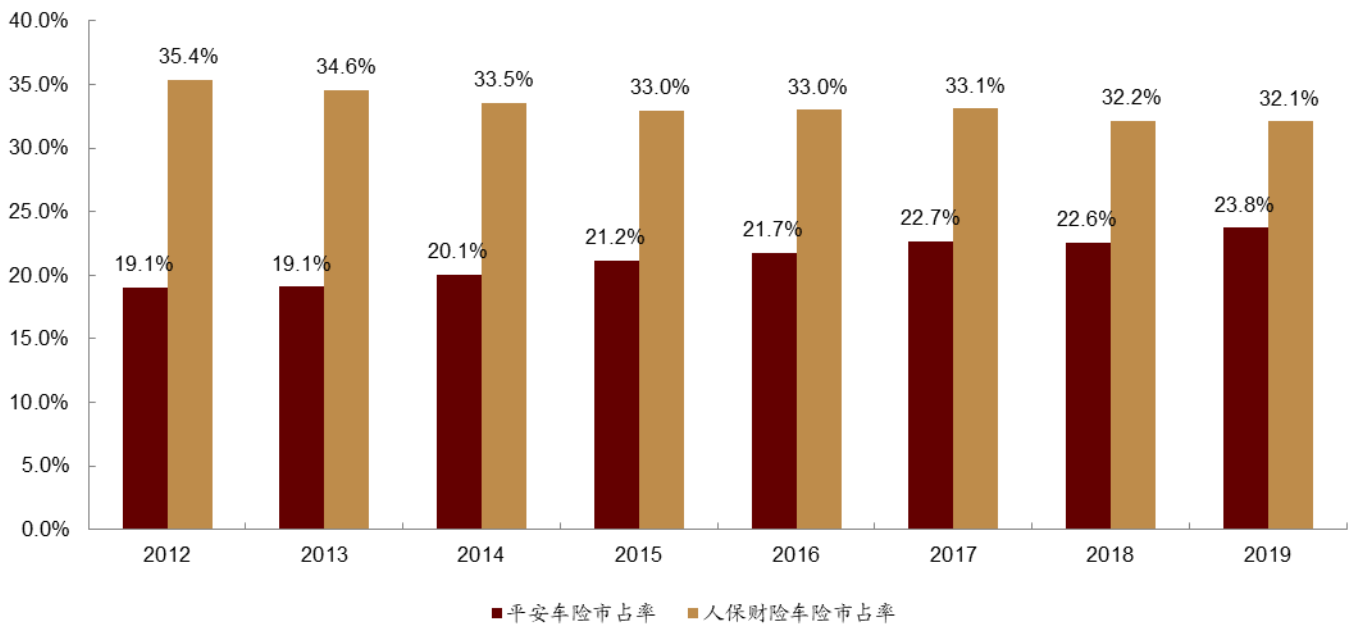


资料来源：公司公告，中金公司研究部





图表 3：近年来人保财险的车险市占率略有下降



资料来源：银保监会，公司公告，中金公司研究部

非车险业务是保费的主要增长引擎，但是承保盈利能力提升有限

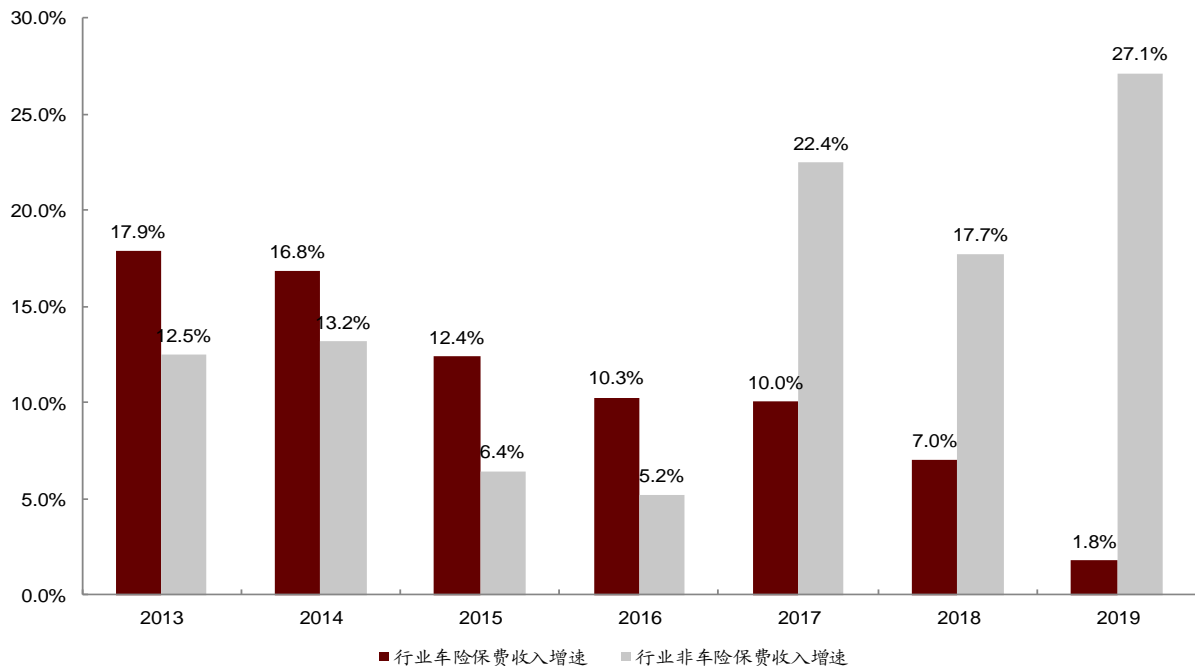
我们认为非车险将是未来财险行业增长的主要来源，这是由于：1）车险行业竞争持续加剧倒逼行业加大非车业务投入；2）国家政策推动。2017 年开始中国非车险保费开始加速，2017 年-2019 年行业非车险保费复合增速为 14.4%，超过车险保费复合增速 11.5 个百分点。我们预计人保财险非车险保费在 2020/2021/2022 年增速为 12.1%/17.6%/17.2%。

- ▶ **农险：**近年来政府对于农险发展重视程度较大提升，2015-2019 年中国农险保费复合增速 15.7%。我们认为中国农险市场的覆盖率/渗透率仍然过低，2015 年中国农险保障水平（单位面积保额/产值）仅为 18%，相对美国的 50%仍有较大差距，未来增长空间较大。2015 年至 2019 年人保财险农险业务的市场份额始终保持在 45%以上，在农险市场中占据主导地位。我们预计政策将驱动公司的农险业务收入在未来 5 年保持两位数增速，同时承保盈利能力温和下降。
- ▶ **意外伤害和健康险：**公司的意外伤害和健康险主要为大病保险。大病保险是在基本医疗保障的基础上，对大病患者发生的高额医疗费用给予的进一步保障。近年来，国家加大对大病保险的财政支持力度和政策支持力度，有利于推动其快速增长。我们预计政策将驱动公司的大病险业务收入长期保持两位数增速，但承保盈利能力较弱。
- ▶ **责任险：**中国政府高度重视在重点行业领域引入责任保险机制，出台了大量涉及推动责任保险运用发展内容的工作文件，责任保险的市场空间广阔。近年来人保在生态环境、食品安全、安全生产、医疗卫生等诸多领域广泛开展业务。我们预计政策将驱动公司的责任险业务收入在未来 5 年保持两位数增速，承保盈利能力较弱。
- ▶ **企财险：**近年来企业数量及资产规模的大幅增长拉动了企业财产保险、责任险等保险产品需求的增加。人保财险拥有丰富的企业财产险保险经验和行业领先的专业技术，我们预计人保企财险业务收入未来长期可以保持高单位数增长，但市场竞争导致该险种承保盈利能力较弱。
- ▶ **信用保证保险：**人保财险的信用保险主要包括短期出口贸易信用保险、小微企业综合保险、短期出口特定合同信用保险等；保证保险主要包括产品质量保证保险、雇员忠诚保证保险、贷款类保证保险等。行业整体近年来贷款类保证保险取得快速增



长，我们认为保险公司承保该类业务具有先天的不确定性，因为信用风险无法通过大数法则实现有效分散。我们预计公司在未来会严格管控信用保证类业务承保质量，导致该类业务保费增速放缓，业务规模甚至有可能收缩。

图表 4: 2019 年行业非车险保费快速增长，增速大幅超过车险



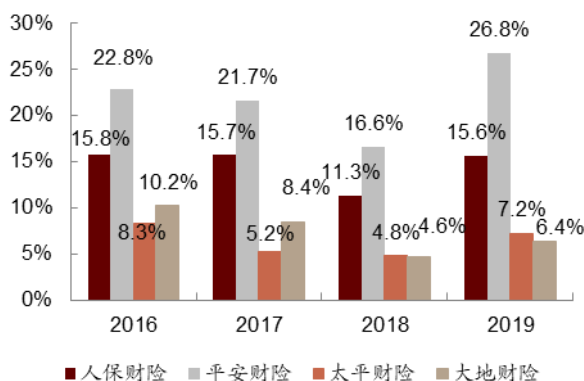
资料来源：银保监会，中金公司研究部

### 承保盈利能力领先同业，未来综合成本率有望保持稳定

#### 规模、定价和服务优势明显，盈利能力领先

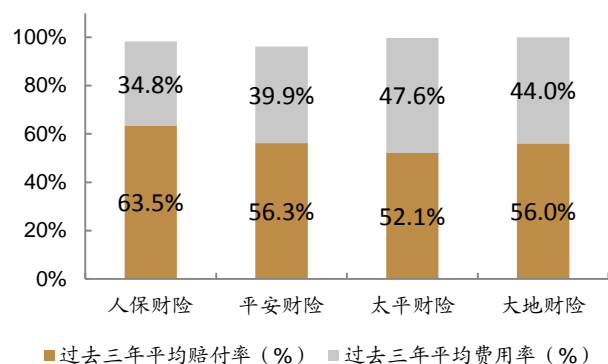
人保财险的盈利能力显著高于同业。人保财险过去 3 年的平均 ROE 高达 14.2%，处于行业较高水平。过去 3 年人保财险的综合成本率为 98.3%，处于行业较优水平（仅次于平安）。我们认为人保财险在经营过程中具有显著的规模效应、成本管控和服务优势。

图表 5: 过去 3 年人保财险的 ROE 高达 14.2%，处于行业较高水平



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 6: 过去 3 年人保财险的综合成本率为 98.3%，处于行业较好水平



资料来源：公司公告，中金公司研究部



我们认为随着手续费上限监管持续执行，未来公司车险业务将长期保持承保盈利

**图表 7: 2015 年费改以来费改和费用监管同步进行**

日期	内容	文件	主要内容	来源
2015/3/15	价格管制放松	深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案	保监会正式宣布车险费改将于2015年6月1日启动，将在6个试点省（市）实施	银保监会
2016/7/6	价格管制放松	关于商业车险条款费率管理制度改革试点全国推广有关问题的通知	2016年7月1日起，将商业车险改革试点推广到全国范围	银保监会
2017/6/9	价格管制放松+费用监管	关于商业车险费率调整及管理等有关问题的通知	1) 按不同省份情况分别下调自主渠道系数和自主核保系数下限分别至0.70-0.75（原来为0.85）和0.70-0.85（原来为0.85）； 2) 严控综合成本率、综合费用率、未决赔款准备金提转差率等指标；防止实际发生值与精算预期值发生重大偏离，防止定价风险和经营风险。	银保监会
2017/7/11	费用监管	关于整治机动车辆保险市场乱象的通知	1) 不得偏离精算定价基础，以低于成本的价格销售车险产品，开展不正当竞争； 2) 不得以直接业务虚挂中介业务等方式套取手续费； 3) 财产保险公司、保险中介机构及个人不得通过返还或赠送现金、预付卡、有价证券、保险产品、购物券、实物或采取积分抵保费、积分兑换商品等方式，给予或者承诺给予投保人、被保险人保险合同约定以外的利益。	银保监会
2018/4/10	价格管制放松	关于开展商业车险自主定价改革试点的通知	在陕西、广西以及青海试点商业车险自主定价，三地险企从此可以自行确定自主系数调整范围，试点为期一年	银保监会
2018/6/1	费用监管	人保、平安、太保、国寿财险提议行业商车手续费行业自律	提议行业设定统一的商业车险手续费上限：旧车20%、新车25%，允许中小公司最多上浮5%，并施行“报行合一”。8月1日开始不同规模保险公司分批实施。	慧择保险网，和讯保险频道
2018/7/9	费用监管	关于商业车险费率监管有关要求的通知	1) 所有财险公司重新报送商业车险审批材料，原有商业车险产品最迟可销售至9月30日； 2) 费率方案必须包括手续费的取值范围和使用规则，明确定义手续费包括向中介和代理人支付的所有费用； 3) 要求各公司分管精算和业务的高管对方案负责，并签署责任声明书，承担法律责任。	银保监会
2018/12/1	费用监管	关于就中国保险行业协会机动车辆保险自律公约（征求意见稿）征求意见的通知	1) 保费增速考核指标不得高于同地区新车销量增速； 2) 要求险企严格执行“报行合一”； 3) 强调不做假账； 4) 鼓励互相监督举报	中国保险行业协会
2019/2/3	费用监管	人保财险等13家地市级机构车险遭叫停	1) 13家财险地市级机构因为没有按照规定使用车险条款费率，被银保监会暂停商业车险业务，涉及人保财险、平安产险、国寿财险、太平财险以及北部湾财险5家险企。 2) 与往常限期三个月整改不同的是，这一次的叫停没有明确时间期限，这意味着只要整改不到位，就有可能一直停下去。	慧保天下
2019/2/21	费用监管	《关于近期车险市场监管有关情况的函》	指出各地银保监会在整治乱象工作中存在“工作开展不平衡、查处力度不一”的问题，致使当地保险公司仍在“观望”。财险部建议继续加大检查处理力度，特别是市场乱象突出但尚未停机构业务的银保监会要“采取切实措施”。	慧保天下

资料来源：银保监会，中保协，慧保天下，慧择保险网，中金公司研究部





图表 8: 海外成熟市场大型财险公司一般有着较好的承保盈利水平

	公司名称	2015	2016	2017	2018	2019
美国	Travelers	88.3%	92.0%	97.9%	96.9%	96.5%
	Selective	92.4%	92.9%	93.3%	95.0%	93.7%
	State Farm	111.3%	118.1%	110.1%	97.0%	101.8%
	All State	94.7%	96.0%	92.7%	92.9%	91.6%
	平均值	96.7%	99.8%	98.7%	95.5%	95.9%
英国	AVIVA	94.6%	95.2%	96.6%	97.2%	97.5%
欧洲	AXA	96.2%	96.5%	96.3%	97.0%	96.4%
	Allianz	94.6%	94.3%	95.2%	94.0%	95.5%
	平均值	95.4%	95.4%	95.8%	95.5%	96.0%
日本	MS&AD Insurance Group	91.6%	92.6%	92.7%	99.4%	94.9%
	Tokio Marine	92.7%	90.4%	92.2%	91.3%	92.1%
	平均值	92.2%	91.5%	92.5%	95.4%	93.5%

资料来源：公司公告，彭博资讯，中金公司研究部

图表 9: 过去 5 年人保财险的综合成本率均低于行业均值

	2015	2016	2017	2018	2019
人保财险车险费用率	35.6%	37.2%	37.6%	41.2%	36.9%
行业平均费用率	38.6%	40.1%	38.5%	40.7%	38.3%
人保财险车险赔付率	60.5%	59.5%	58.9%	57.2%	59.8%
行业平均赔付率	60.7%	59.6%	59.8%	59.4%	61.7%
人保财险车险综合成本率	96.1%	96.7%	96.5%	98.4%	96.7%
行业平均综合成本率	99.2%	99.7%	98.3%	100.13%	100.0%

资料来源：公司公告，银保监会，中金公司研究部

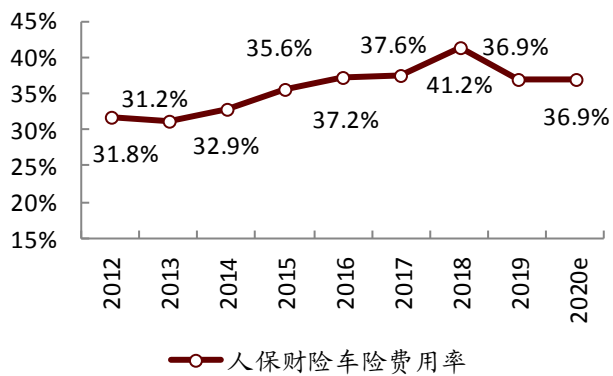
### 2020 年展望：保费增长放缓，承保盈利改善

我们预计财险业务 2020 年利润同比下降 7%，具体来看，

- ▶ 我们预计 2020 年公司车险业务综合成本率有望同比改善 1.5 个百分点至 95.2%，主要得益于 2019 上半年以来持续推进的佣金费用监管措施以及 2020 年一季度车辆使用率相对较低。值得注意的是，我们认为公司 2020 年一季度赔付率大幅下降是不可持续的。同时，我们认为公司或需要进一步强化准备金以应对车险改革可能导致的保险费率下调。
- ▶ 我们预计公司信用险业务保费规模可能会出现下降，主要由于承保更加谨慎，因此信用险承保亏损有望随着保费规模缩小而逐渐减少。但 2020 年新冠疫情间接导致信用风险恶化可能使得综合成本率改善有限。
- ▶ 政府业务（意外伤害及健康险、农业险以及责任险业务）与新冠疫情相关的理赔所带来的不确定性可能会导致投资者产生一定担忧。

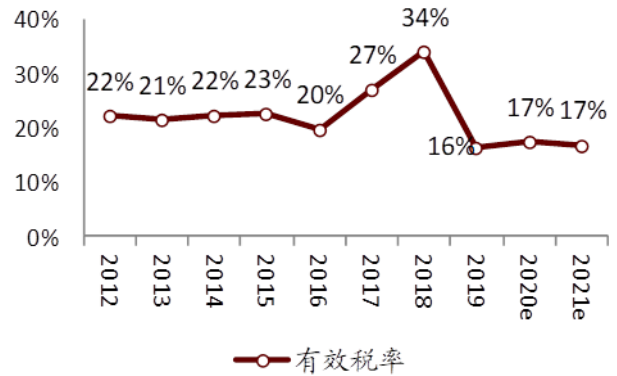


图表 10: 2012-2020e 人保财险车险费用率



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 11: 2012-2021e 人保财险有效税率



资料来源：公司公告，中金公司研究部

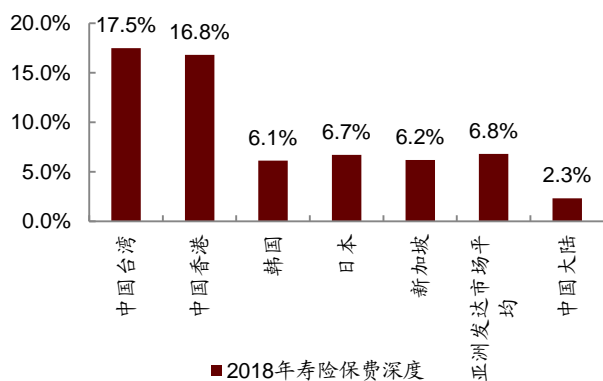


## 寿险：起步较晚，保费规模高速增长伴随费用超支问题

### 我们预计未来3年新单保费增速将超越行业均值

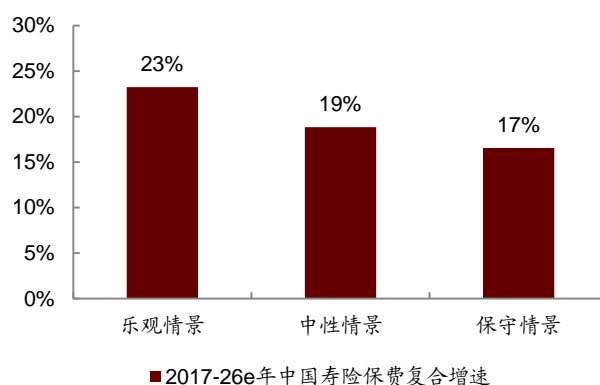
人保寿险 2005 年成立，显著晚于其他大公司。尽管扩张迅速，但是目前公司的规模（保费、代理人）较其他大公司仍有明显差距。近年来，公司持续加大对寿险业务的投入。由于基数较低并且持续的投入，我们认为人保寿险在未来 3 年新单增速将超越行业均值。

图表 12：中国寿险保费深度相对亚洲发达市场较低，未来 10 年内预计可实现追赶



注：保费深度指某国家（地区）保费收入占该国（地区）国内生产总值之比  
资料来源：Sigma，中金公司研究部

图表 13：中性情境下，我们预计 2017-26 年中国寿险保费可实现高达 19% 的年复合增速



资料来源：统计局，银保监会，Sigma，中金宏观组，中金公司研究部

### 业务质量逐步改善，但我们认为费用超支问题将持续

人保寿险的业务质量和其他上市同业仍有差距，新业务价值率低于上市同业（人保 26.9% vs. 上市同业平均 42.8%）。具体来看：1）渠道以银保为主。2019 年人保寿险首年保费中来自个险/银保/团险渠道分别占 37.3%/50.0%/12.7%，渠道结构与同业相比仍有差距；2）新单保费以趸交为主。2019 年人保寿险的新单期缴保费占新单保费比重仅为 36.1%，低于上市同业。

近年来人保寿险加快推进业务转型，着力发展期缴业务和个险渠道业务，业务质量逐步改善。人保寿险个人保险渠道期缴保费规模高速增长，2015-19 年年均复合增长率为 27.6%。人保寿险业务结构显著优化，2017-2019 年新单保费中期缴保费占比分别为 25.0%/31.0%/36.1%，稳步提升。尽管公司业务质量已经有所改善，但我们认为伴随业务规模持续快速扩张，其费用超支问题仍将持续。

2017 年人保寿险内含价值增速大幅落后于同业，主要由于新业务贡献不足，且调整了部分模型假设导致对内含价值较大幅度的负面影响。2018 年人保寿险内含价值增速接近同业平均，但在新业务贡献及营运情况上仍落后于优秀同业。2019 年人保寿险内含价值增长 26.1%，领先同业平均水平。



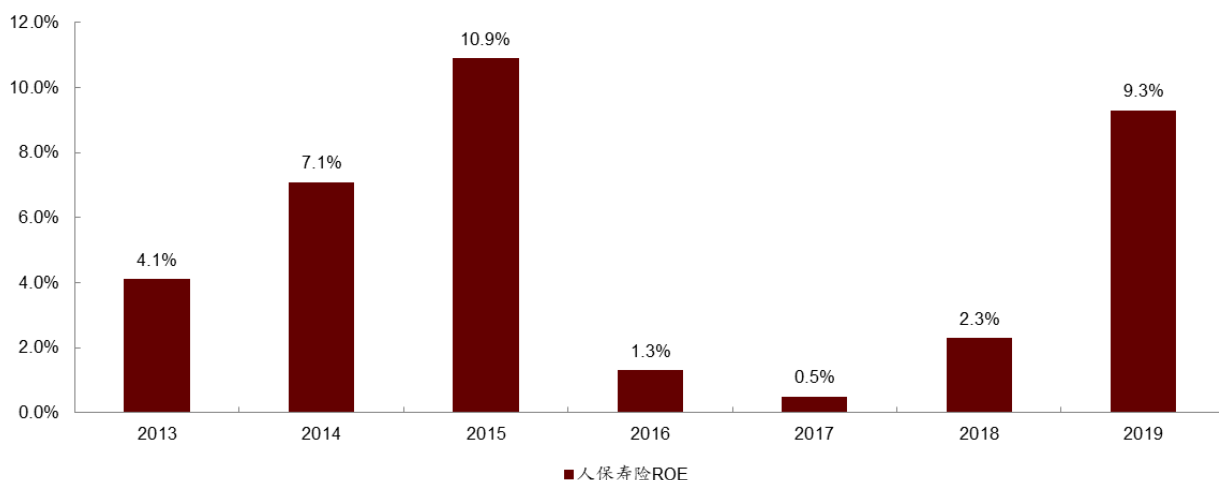
图表 14: 2018-2020e 内含价值变动分析

2018	人保寿险	平安寿险	中国人寿	新华保险	太平寿险	行业平均 (不含人保)
预期回报	8%	9%	8%	9%	8%	9%
新业务价值	10%	19%	7%	8%	14%	12%
- 新业务价值	10%	15%	7%	8%	11%	10%
- 损失分散效应	n. a.	4%	n. a.	n. a.	2%	2%
投资偏差	-5%	-2%	-6%	-4%	-3%	-4%
市场价值调整	3%	1%	1%	n. a.	0%	1%
经营偏差	-1%	3%	0%	2%	0%	1%
假设和模型变动	1%	0%	0%	-2%	0%	0%
分红	0%	-6%	-2%	-1%	-2%	-3%
其他	-2%	0%	0%	0%	0%	0%
内含价值增速	14%	24%	8%	13%	16%	15%
内含价值增速 (剔除分红影响)	14%	30%	10%	14%	18%	18%
2019	人保寿险	平安寿险	中国人寿	新华保险	太平寿险	行业平均 (不含人保)
预期回报	8%	9%	8%	9%	8%	9%
新业务价值	9%	15%	7%	6%	10%	10%
- 新业务价值	9%	12%	7%	6%	8%	9%
- 损失分散效应	0%	2%	n. a.	n. a.	2%	1%
投资偏差	14%	5%	4%	5%	3%	4%
市场价值调整	0%	0%	0%	n. a.	0%	0%
经营偏差	-1%	1%	0%	1%	0%	0%
假设和模型变动	-3%	0%	-1%	-3%	1%	0%
分红	0%	-8%	-1%	-1%	-1%	-4%
其他	-2%	1%	0%	2%	1%	1%
内含价值增速	26%	24%	18%	18%	22%	20%
内含价值增速 (剔除分红影响)	26%	31%	19%	20%	24%	24%
2020e	人保寿险	平安寿险	中国人寿	新华保险	太平寿险	行业平均 (不含人保)
预期回报	8%	9%	8%	9%	8%	9%
新业务价值	8%	12%	7%	5%	7%	9%
- 新业务价值	8%	9%	7%	5%	6%	8%
- 损失分散效应	0%	2%	n. a.	n. a.	2%	1%
投资偏差	-3%	-3%	4%	1%	-3%	0%
市场价值调整	0%	0%	0%	n. a.	0%	0%
经营偏差	-1%	0%	0%	0%	0%	0%
假设和模型变动	0%	0%	-1%	-1%	0%	0%
分红	0%	-7%	-1%	-2%	-1%	-3%
其他	0%	0%	0%	1%	0%	0%
内含价值增速	13%	12%	18%	13%	13%	15%
内含价值增速 (剔除分红影响)	13%	19%	19%	15%	13%	18%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

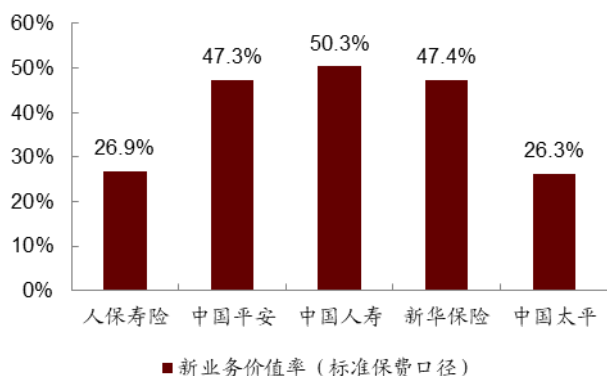


图表 15: 人保寿险 ROE 近三年呈上升趋势



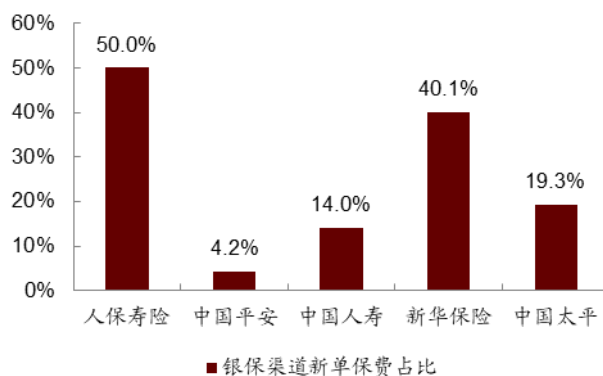
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 16: 2019 年人保寿险新业务价值率相对同业仍有差距



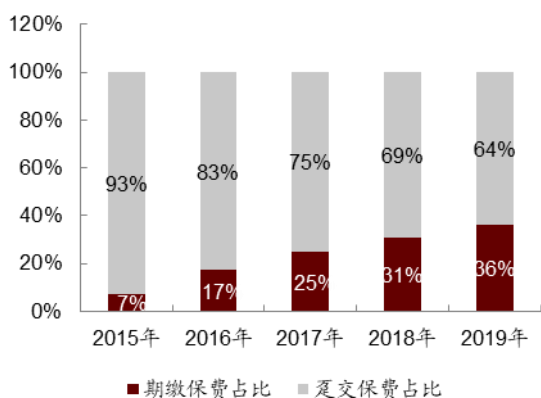
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 17: 2019 年人保寿险银保渠道首年保费占比较高



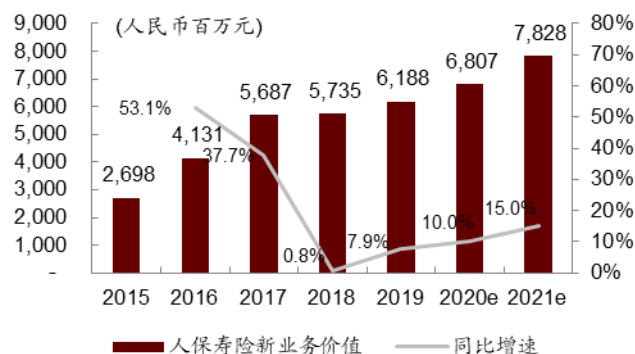
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 18: 过去五年人保寿险新单保费中期缴保费占比稳步提升



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 19: 2019 年人保寿险的新业务价值保持快速增长



资料来源：公司公告，中金公司研究部



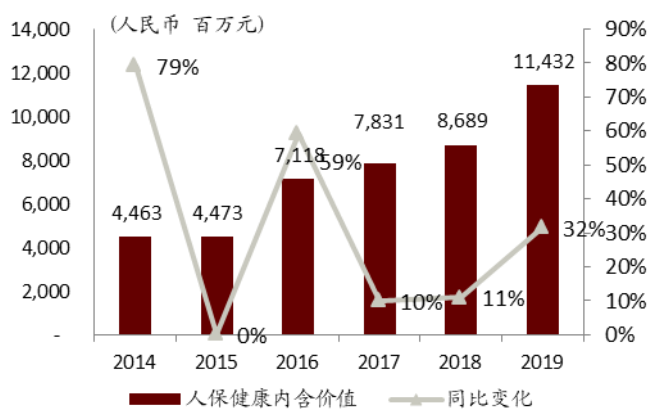


## 健康险：仍在发展初期，预计将受益于中国健康险市场的扩张

### 处于发展初期，贡献的新业务价值和利润十分有限

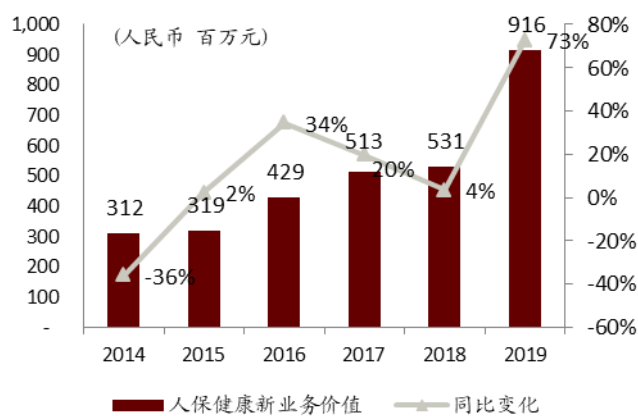
人保健康目前仍处于发展初期，2019 年在健康险市场的市占率约为 3.2%。近年来人保健康的内含价值保持较高增速，2016-2019 年复合增速达 17%。新业务价值方面，2019 年同比增长 73%，较 2018 年 4% 的增速大幅上升，但目前人保健康的新业务价值贡献仍然较小，2019 年仅为入保寿险新业务价值贡献的 14%。人保健康自 2016 年来已连续四年盈利，但目前利润贡献仍较小，2019 年利润占比仅为 0.15%。

图表 20：人保健康内含价值保持较快的增长



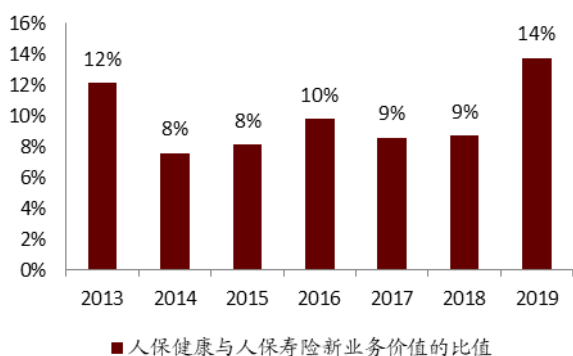
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 21：2019 年人保健康新业务价值快速增长



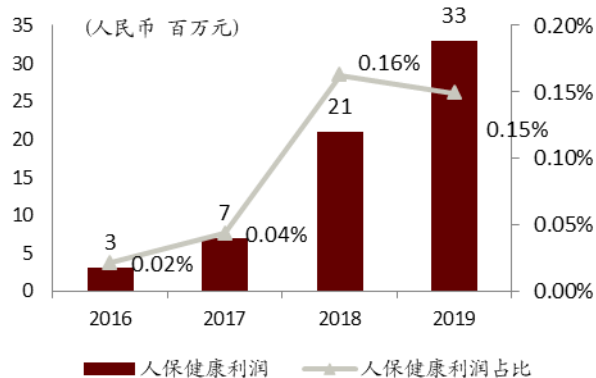
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 22：目前人保健康的新业务价值贡献较小



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 23：人保健康连续四年盈利，利润贡献仍较小



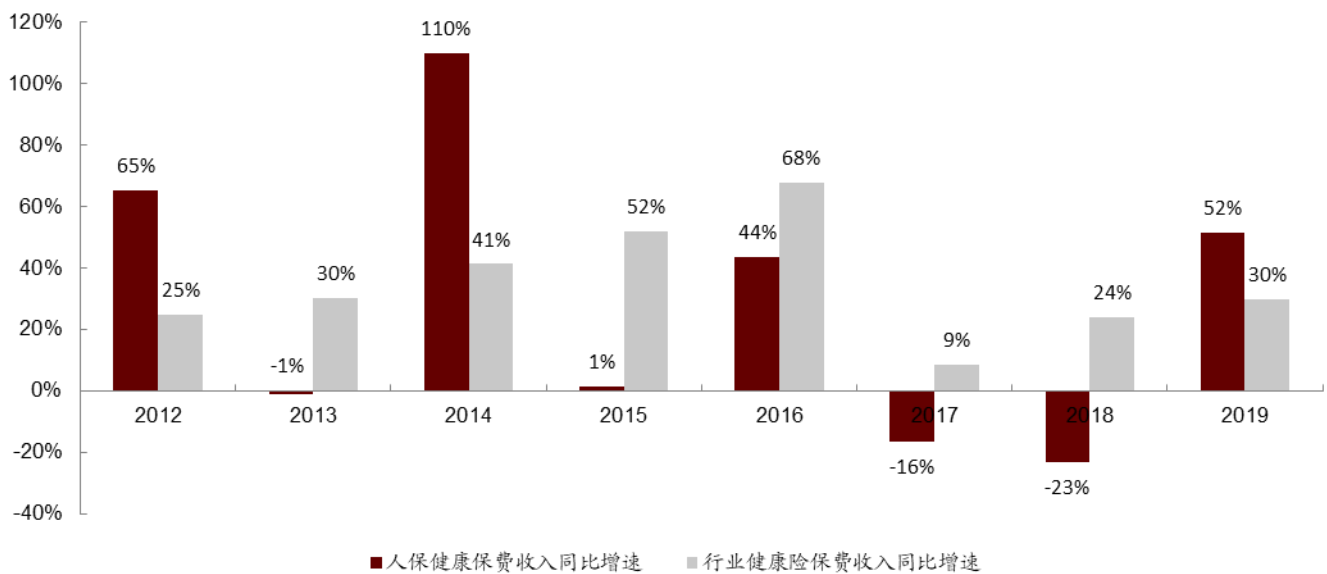
资料来源：公司公告，中金公司研究部



### 预计未来将受益于中国健康险市场的发展

中国的健康险市场在近年来维持较良好的发展态势,2019 年市场规模达 7,066 亿人民币,同比增长 30%。从保费收入的增长速度来看,近年来人保健康的发展落后于健康险行业整体,但总体发展趋势保持一致,2019 年人保健康保费规模增速自 2014 年之后再次跑赢健康险市场整体规模增速。目前中国健康保障仍有较大缺口,中国健康险市场具有广阔的增长空间,我们认为,人保健康未来将受益于中国健康险市场的持续快速增长。

图表 24: 中国健康险市场保持良好发展态势,人保健康基本与市场保持一致,预计未来将受益于市场的持续快速增长



资料来源: 公司公告, 银保监会, 中金公司研究部

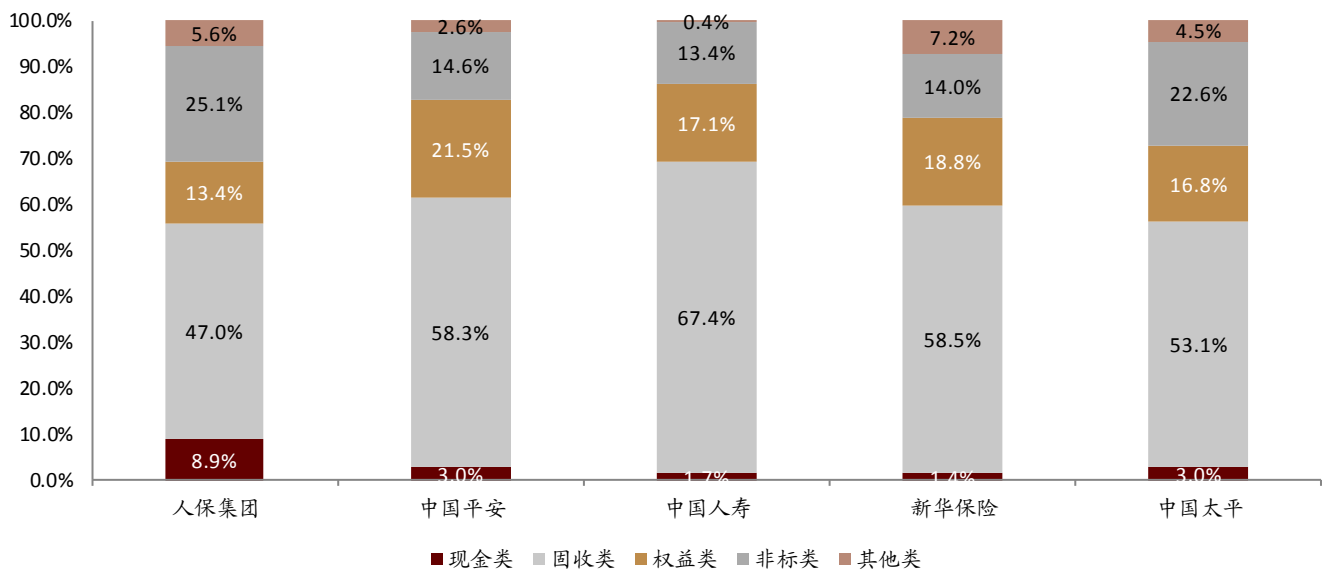


## 投资：利率风险敞口小，对银行股权的利润分成较为依赖

### 大类资产配置均衡，风格稳健

2019 年年底公司总投资资产达到 9,782 亿人民币（包含联营企业投资）。不考虑联营企业投资情况下，其投资现金类、固收类、权益类、非标类、其他类资产分别占总投资资产比例为 8.9%、47.0%、13.4%、25.1%、5.6%。公司的大类资产配置比例均衡，体现了其稳健的投资风格。

图表 25: 2019 年公司的大类资产配置比例均衡



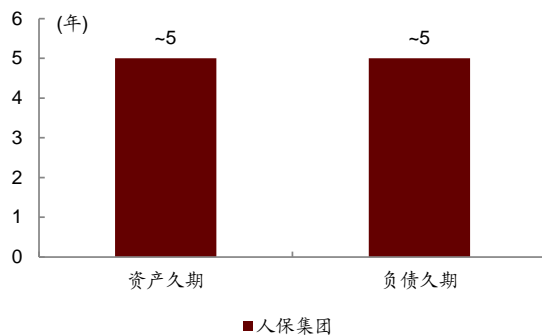
资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 资产负债久期 较为匹配，利率风险敞口小于同业

与 A 股上市同业不同，人保集团的主营业务为财险，因此其资产负债久期较为匹配（估计资产和负债久期均为~5 年）。受益于此，公司的利率风险敞口小于寿险业务为主的公司。我们认为在当前利率下行的背景下，公司资产负债久期 较为匹配的特征使其受到的冲击较小。

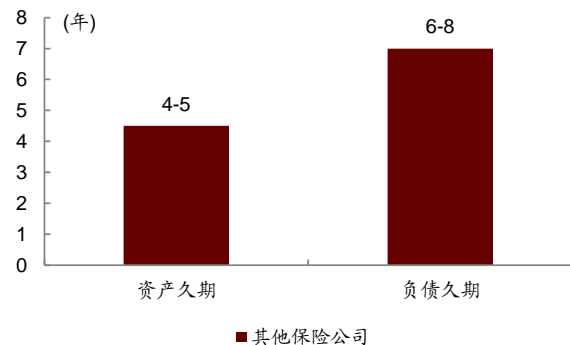


图表 26: 由于主营业务为财险, 人保集团当前资产负债久期较为匹配



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 27: 当前 A 股其他保险公司 (主营业务为寿险) 的负债久期较长, 受到利率下行冲击的风险较大

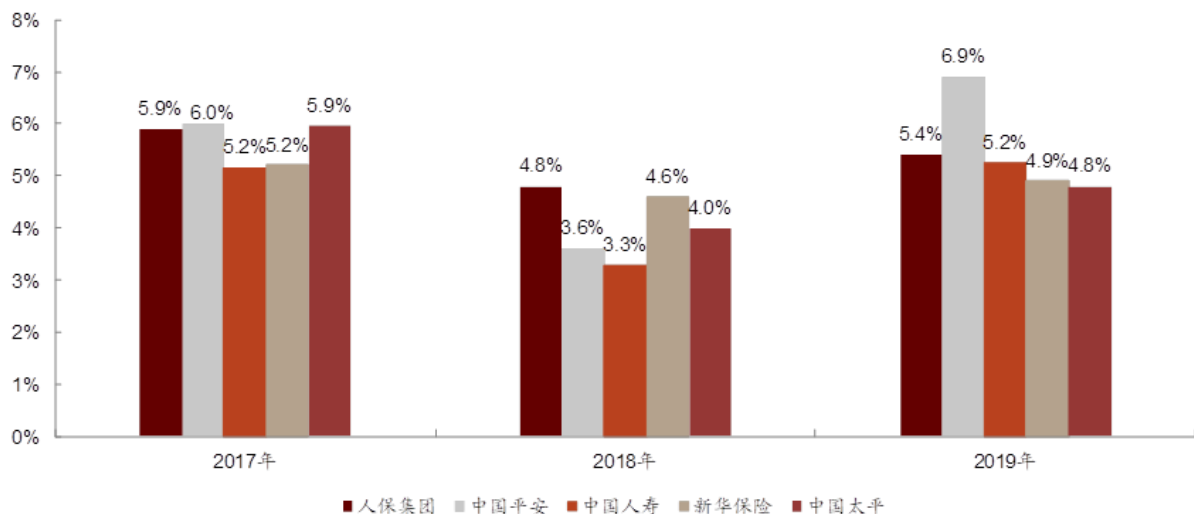


资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

### 投资业绩稳健

专业的资产管理平台、严格的风险管控以及在非保险金融领域的战略布局, 为人保集团提供稳定投资收益。2017 年、2018 年和 2019 年, 人保集团的总投资收益率分别为 5.9%、4.8% 和 5.4%, 在行业中处于较高水平。

图表 28: 公司总投资收益率处于行业较高水平



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

### 投资收益对银行股权的利润分成较为依赖

公司通过权益法记账计入对兴业银行 12.90% 的投资和华夏银行 16.66% 的投资。兴业银行和华夏银行股权的利润分成对于公司投资收益较为重要, 2019 年贡献了全部投资收益的 25%。我们认为公司投资银行股权是财务投资, 追求权益法下较高的投资收益和高股息, 市场无须对公司寻求银行控股权过度担忧。

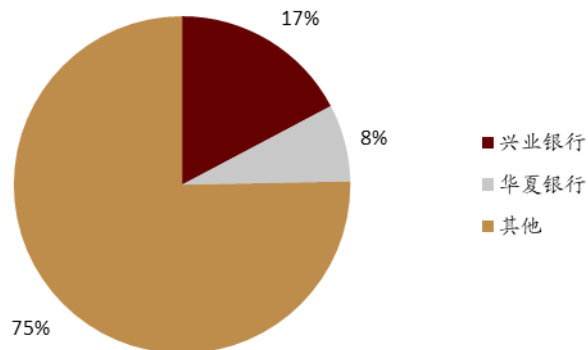


图表 29: 截至 2019 年末公司对兴业银行和华夏银行持股情况

	兴业银行	华夏银行
集团直接持股	0.85%	0.0%
通过财险子公司持股	5.91%	16.66%
通过寿险子公司持股	6.14%	0.0%
<b>合计</b>	<b>12.90%</b>	<b>16.66%</b>

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 30: 2019 年兴业银行和华夏银行贡献了全部投资收益的 25%



资料来源：公司公告，中金公司研究部





## 财务预测：预计 2020/21 年净利润同比变动-7.1%/18.6%

我们预计公司 2020/21 年归母净利润分别达到 205 亿/244 亿元，同比变动-7.1%/18.6%。预计 2020/21 年归母股东权益分别同比增长 7.9%/11.8%。

核心预测假设包括：

- ▶ 预计 2020/21 年财险总保费同比增长 1.7%/7.6%，其中车险保费同比增长-5.0%/0.0%，非车险保费同比增长 12.1%/17.6%。
- ▶ 预计 2020 年财险综合成本率为 97.8%，同比下降 1.4ppt，主要由于预计车险和非车险综合成本率均有所下降。预计 2021 年综合成本率为 98.1%，同比上升 0.3ppt，主要由于预计部分业务赔付率会进一步上升。
- ▶ 预计 2020/21 年寿险新单保费同比变动 7%/12%，总保费同比增长 9%/13%。2020 年新单保费增速较低主要由于受疫情影响代理人展业较难。
- ▶ 预计 2020/21 年人保寿险新业务价值同比增长 10%/15%。预计 2020/21 年人保寿险内含价值同比增长 13%/16%。
- ▶ 分部利润：预计 2020/21 年财险业务利润分别同比变动-7%/7%；预计 2020/21 年寿险业务利润分别同比变动-35%/117%。

图表 31：利润表

人民币百万	2017	2018	2019	2020e	2021e	2020e 同比 增速	2021e 同比 增速
已赚净保费	434,977	455,347	501,508	521,603	568,676	4.0%	9.0%
摊回分保费用	8,803	9,805	9,871	10,516	11,464	6.5%	9.0%
投资收益	36,476	29,527	36,629	28,194	39,152	-23.0%	38.9%
其他收入	3,519	3,918	3,204	3,497	3,796	9.1%	8.5%
<b>收入合计</b>	<b>483,775</b>	<b>498,597</b>	<b>551,212</b>	<b>563,810</b>	<b>623,088</b>	<b>2.3%</b>	<b>10.5%</b>
给付及赔付净额	318,841	318,625	364,578	379,819	416,128	4.2%	9.6%
手续费及佣金支出	68,094	81,728	66,448	65,840	71,392	-0.9%	8.4%
财务费用	5,569	6,555	5,807	5,338	5,372	-8.1%	0.6%
汇兑收益/损失	668	-425	-173	-56	-56	-67.6%	0.0%
其他业务及管理费用	71,648	76,859	97,971	91,768	103,903	-6.3%	13.2%
<b>保险业务支出及其他费用合计</b>	<b>464,820</b>	<b>483,342</b>	<b>534,631</b>	<b>542,710</b>	<b>596,738</b>	<b>1.5%</b>	<b>10.0%</b>
应占联营及合营企业损益总计	11,876	11,803	12,566	13,758	14,875	9.5%	8.1%
税前利润	30,831	27,058	29,147	34,858	41,225	19.6%	18.3%
所得税	-7,780	-8,343	2,134	-5,812	-6,773	-372.4%	16.5%
净利润	23,051	18,715	31,281	29,046	34,451	-7.1%	18.6%
少数股东损益	6,952	5,803	9,146	8,493	10,073	-7.1%	18.6%
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>16,099</b>	<b>12,912</b>	<b>22,135</b>	<b>20,553</b>	<b>24,378</b>	<b>-7.1%</b>	<b>18.6%</b>

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 32: 资产负债表

人民币百万	2017	2018	2019	2020e	2021e	2020e 同比增速	2021e 同比增速
现金及现金等价物	72,819	61,601	76,984	83,925	91,228	9.0%	8.7%
债券类证券	313,261	316,394	333,587	343,595	371,082	3.0%	8.0%
权益类证券、基金及信托	115,013	116,697	150,744	175,920	198,832	16.7%	13.0%
保险业务应收款净额	41,518	44,218	55,809	55,809	55,809	0.0%	0.0%
再保险资产	28,206	27,025	29,509	29,509	29,509	0.0%	0.0%
定期存款	70,706	98,653	87,009	94,853	103,108	9.0%	8.7%
分类为贷款及应收款的投资	157,715	164,512	182,858	192,001	201,601	5.0%	5.0%
于联营及合营企业的投资	97,740	107,492	117,083	122,937	129,084	5.0%	5.0%
其他资产	90,928	95,043	99,646	79,936	87,354	-19.8%	9.3%
<b>总资产</b>	<b>987,906</b>	<b>1,031,635</b>	<b>1,133,229</b>	<b>1,178,485</b>	<b>1,267,607</b>	<b>4.0%</b>	<b>7.6%</b>
卖出回购金融资产款	41,226	54,889	58,263	64,089	67,294	10.0%	5.0%
应付债券	49,801	57,732	48,780	51,219	53,780	5.0%	5.0%
保险合同负债	557,011	559,217	618,959	621,084	664,953	0.3%	7.1%
保单持有人的投资合同负债	45,880	41,808	40,030	42,032	44,133	5.0%	5.0%
其他负债	107,107	111,688	119,897	129,976	137,578	8.4%	5.8%
<b>总负债</b>	<b>801,025</b>	<b>825,334</b>	<b>885,929</b>	<b>908,400</b>	<b>967,738</b>	<b>2.5%</b>	<b>6.5%</b>
<b>归属于母公司股东权益合计</b>	<b>137,533</b>	<b>153,053</b>	<b>183,452</b>	<b>197,872</b>	<b>221,163</b>	<b>7.9%</b>	<b>11.8%</b>
少数股东权益	49,348	53,248	63,848	72,213	78,707	13.1%	9.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 33: 人保寿险和人保健康的内含价值

人保寿险（人民币：百万 元）					人保健康（人民币：百万元）				
	2018	2019	2020e	2021e		2018	2019	2020e	2021e
年初内含价值	61,909	70,632	89,086	100,793	年初内含价值	7,831	8,689	11,432	13,673
新业务贡献	6,093	6,649	7,314	8,411	新业务贡献	531	916	971	1,117
预期回报	4,691	5,574	7,030	7,954	预期回报	601	965	1,270	1,518
投资回报差异	-2,977	10,038	-2,355	301	投资回报差异	-262	826	-16	2
其他经验差异	-631	-516	-464	-418	其他经验差异	133	177	-	-
模型及假设变动	634	-2,023	-	-	模型及假设变动	91	57	-	-
资本变化及市场价值调整	1,980	113	183	-	资本变化及市场价值调整	7	14	16	-
其他	-1,067	-1,382	-	-	其他	-243	-212	-	-
年末内含价值	70,632	89,086	100,793	117,042	年末内含价值	8,689	11,432	13,673	16,310
新业务价值增速	2%	9%	10%	15%	新业务价值增速	4%	73%	6%	15%
内含价值增速	14%	26%	13%	16%	内含价值增速	11%	32%	20%	19%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 34: 关键指标

人保集团	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e
<b>财险业务</b>						
总保费增速	10%	13%	11%	11%	2%	8%
综合成本率	98.1%	97.2%	98.5%	99.2%	97.8%	98.1%
- 赔付率	63.6%	62.3%	62.0%	66.2%	66.3%	67.4%
- 费用率	34.6%	34.9%	36.5%	33.0%	31.6%	30.7%
<b>寿险业务</b>						
总保费增速	17%	1%	-12%	5%	9%	13%
新业务价值增速	53%	38%	1%	8%	10%	15%
内含价值增速	9%	8%	14%	26%	13%	16%
<b>投资能力</b>						
净投资收益率	4.6%	4.4%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%
总投资收益率	4.7%	4.9%	3.8%	4.4%	3.6%	4.5%
<b>盈利能力</b>						
集团净利润增速	-27%	13%	-20%	71%	-7%	19%
- 财险分部净利润增速	-14%	8%	-18%	49%	-7%	7%
- 寿险分部净利润增速	-87%	-66%	373%	369%	-35%	117%
净资产收益率	12%	12%	9%	13%	11%	12%

资料来源：公司公告，中金公司研究部



## 估值和目标价

我们综合考虑 DDM 估值法和 SOTP 估值法,认为人保集团 H 股的公允目标价为 3.50 港元,对应 0.67 倍 2020 年 P/B 和 38%上行空间,给予跑赢行业评级。

我们综合考虑 DDM 估值法和 SOTP 估值法,认为人保集团 A 股的公允目标价为 6.10 元,对应 1.36 倍 2020 年 P/B 和 5%下行空间,给予中性评级。

### DDM 估值法

考虑三阶段 DDM 模型,2020-2022 为快速增长期,2023-2032 为稳定增长期,以及最后永续增长阶段。通过敏感性分析:

- ▶ 我们认为公司 H 股每股合理估值为 3.78 港元,对应 0.73 倍 2020 年 P/B。
- ▶ 我们认为公司 A 股每股合理估值为 4.82 元,对应 1.08 倍 2020 年 P/B。

### 核心假设-H 股

- ▶ 无风险收益率为 1.8%,风险溢价为 6.7%,Beta 为 1.4,权益成本为 11.2%。永续增长率为 2.1%。
- ▶ 2019 年公司派息率为 23%,同比提升了 8 个百分点,2018 年分红率同比提升了 5 个百分点,我们认为公司将继续提升分红率。假设在快速增长阶段的派息率为 30%,在稳定增长阶段的派息率是 40%,在永续增长阶段的派息率为 70%。
- ▶ 在稳定增长阶段的 ROE 为 10%,在永续增长阶段的 ROE 为 7%。

### 核心假设-A 股

- ▶ 无风险收益率为 3.3%,风险溢价为 6.6%,Beta 为 0.8,权益成本为 8.6%。永续增长率为 2.1%。
- ▶ 2019 年公司派息率为 23%,相比 2018 年提升了 8 个百分点,2018 年分红率同比提升了 5 个百分点,我们认为公司将继续提升分红率。在快速增长阶段的派息率为 30%,在稳定增长阶段的派息率是 40%,在永续增长阶段的派息率为 70%。
- ▶ 在稳定增长阶段的 ROE 为 10%,在永续增长阶段的 ROE 为 7%。



图表 35: DDM 估值法-H 股

快速增长阶段（2019-2022e），人民币百万				
	2019	2020e	2021e	2022e
股东权益	183,452	197,872	221,163	245,245
ROE	13.2%	10.8%	11.6%	11.0%
净利润	22,135	20,553	24,378	25,685
派息率	23%	30%	30%	30%
股息	5,130	6,166	7,314	7,706
折现因子		1.00	0.90	0.81
折现后各年股息		6,166	6,578	6,234
<b>阶段1折现后股息合计</b>	<b>18,978</b>			
稳定增长阶段（2023e-32e），人民币百万				
阶段2初始股东权益	245,245			
ROE	10.0%			
派息率	40%			
股东权益增速	6.0%			
<b>阶段2折现后股息合计</b>	<b>61,619</b>			
永续增长阶段，人民币百万				
阶段3初始股东权益	465,548			
可持续ROE	7.0%			
派息率	70%			
永续增长率	2.1%			
退出P/B	0.54			
<b>阶段三现值</b>	<b>63,347</b>			
<b>内在价值</b>	<b>143,944</b>			
<b>每股内在价值，港元</b>	<b>3.78</b>			
对应2020e PB	0.73			
上行/下行空间	49%			

无风险收益率	1.8%
风险溢价	6.7%
Beta	1.40
权益成本	11.2%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 36: 敏感性分析-H 股

每股内在价值（港元）		可持续ROE						
		5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%
权益成本	10.6%	3.6	3.8	3.9	4.1	4.3	4.4	4.6
	10.8%	3.5	3.7	3.8	4.0	4.1	4.3	4.5
	11.0%	3.4	3.6	3.7	3.9	4.0	4.2	4.4
	11.2%	3.4	3.5	3.6	3.8	3.9	4.1	4.2
	11.4%	3.3	3.4	3.5	3.7	3.8	4.0	4.1
	11.6%	3.2	3.3	3.5	3.6	3.7	3.9	4.0
	11.8%	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6	3.8	3.9

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 37: DDM 估值法-A 股

快速增长阶段（2019-2022e），人民币百万		2019	2020e	2021e	2022e
股东权益		183,452	197,872	221,163	245,245
ROE		13.2%	10.8%	11.6%	11.0%
净利润		22,135	20,553	24,378	25,685
派息率		23%	30%	30%	30%
股息		5,130	6,166	7,314	7,706
折现因子			1.00	0.92	0.85
折现后各年股息			6,166	6,736	6,536
<b>阶段1折现后股息合计</b>		<b>19,438</b>			
稳定增长阶段（2023e-32e），人民币百万					
阶段2初始股东权益		245,245			
ROE		10.0%			
派息率		40%			
股东权益增速		6.0%			
<b>阶段2折现后股息合计</b>		<b>73,072</b>			
永续增长阶段，人民币百万					
阶段3初始股东权益		465,548			
可持续 ROE		7.0%			
派息率		70%			
永续增长率		2.1%			
退出 P/B		0.76			
<b>阶段三现值</b>		<b>120,736</b>			
<b>内在价值</b>		<b>213,246</b>			
<b>每股内在价值，人民币</b>		<b>4.82</b>			
对应2020e PB		1.08			
上行/下行空间		-25%			

无风险收益率	3.3%
风险溢价	6.6%
Beta	0.80
权益成本	8.6%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 38: 敏感性分析-A 股

每股内在价值（人民币）		可持续 ROE						
		5.5%	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	8.5%
权益成本	8.0%	4.4	4.7	5.1	5.4	5.7	6.1	6.4
	8.2%	4.3	4.6	4.9	5.2	5.5	5.8	6.1
	8.4%	4.1	4.4	4.7	5.0	5.3	5.6	5.9
	8.6%	4.0	4.3	4.5	4.8	5.1	5.4	5.7
	8.8%	3.9	4.1	4.4	4.7	4.9	5.2	5.4
	9.0%	3.7	4.0	4.2	4.5	4.7	5.0	5.2
	9.2%	3.6	3.9	4.1	4.4	4.6	4.8	5.1

资料来源：公司公告，中金公司研究部





### 分部估值法

基于财险、寿险、健康险、资产管理，我们分别按照 P/B、P/EV、P/EV、P/E 的方式为其估值。我们认为公司的

- ▶ H 股每股合理估值为 3.48 港元，对应 0.67 倍 2020 年 P/B。
- ▶ A 股每股合理估值为 5.81 元，对应 1.30 倍 2020 年 P/B。

### 核心假设-H 股

- ▶ 我们认为公司财险业务质量处于行业较高水平，给予 1.30x 2020e P/B。
- ▶ 我们认为公司寿险和健康险业务质量落后于同业，且计算内含价值的投资收益率假设和风险折现率假设较为激进，给予 0.6x 2020e P/EV。
- ▶ 给予资产管理 5.9x 2020e P/E。
- ▶ 由于公司 H 股流动性较弱且公司核心的财险业务（中国财险）单独上市且流动性更好，给予 35% 的集团层面的估值折价。

### 核心假设-A 股

- ▶ 我们认为公司财险业务质量处于行业领先水平且在 A 股具备稀缺性，给予 1.60x 2020e P/B。
- ▶ 我们认为公司寿险和健康险业务质量落后于同业，且计算内含价值的投资收益率假设和风险折现率假设较为激进，给予 0.8x 2020e P/EV。
- ▶ 给予资产管理 5.9x 2020e P/E。
- ▶ 在 A 股市场不给予集团层面估值折价。

图表 39: 分部估值法-H 股

港股，人民币百万	估值方法	估值基础， 2019	估值倍数	持股比例	折价	每股估值， 港元	估值
- 财险	PB	177,503	1.30	69.0%	0%	158,877	4.17
- 寿险	PEV	89,086	0.6	71.1%	0%	35,943	0.94
- 健康险	PEV	11,432	0.6	69.3%	0%	4,740	0.12
- 资产管理	PE	729	5.9	100.0%	0%	4,283	0.11
- 其他	PB	18,166	6.6	100.0%	0%	120,779	3.17
集团						324,622	5.35
折价/溢价							-35%
集团							3.48
对应2020年P/B							0.67
上涨/下行空间							37%

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 40: 分部估值法-A 股

A股, 人民币百万	估值方法	估值基础, 2019	估值倍数	持股比例	折价	每股估值, 人民币	估值
- 财险	PB	177,503	1.60	69.0%	0%	195,907	4.43
- 寿险	PEV	89,086	0.8	71.1%	0%	50,320	1.14
- 健康险	PEV	11,432	0.8	69.3%	0%	6,636	0.15
- 资产管理	PE	729	5.9	100.0%	0%	4,283	0.10
- 其他	PB	18,166	8.3	100.0%	0%	150,973	3.41
集团						408,119	5.81
折价/溢价							0%
集团							5.81
对应2020年P/B							1.30
上涨/下行空间							-10%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



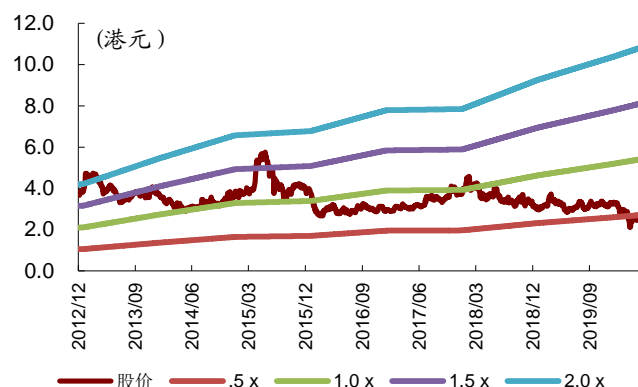
图表 41: 可比公司估值表

公司	货币	评级	市值 百万美元	收盘价 5月8日	目标 价格	目标价 对应P/EV 2020e	上涨 空间	P/EV 2020e	2021e	3年平均 内含价值 回报率	市净率 2020e	2021e	3年平均 净资产 收益率	市盈率 (P/OPAT) 2020e	2021e	股息率 2019a
友邦保险	港币	跑赢行业	107,949	69.7	95.0	2.2	36%	1.63x	1.45x	14.4%	1.4x	1.3x	10.6%	16.9x	15.0x	1.8%
中国平安-H股	港币	跑赢行业	75,049	78.6	101.0	1.2	28%	0.91x	0.79x	16.9%	1.6x	1.4x	17.7%	7.7x	6.8x	2.9%
中国人寿-H股	港币	跑赢行业	14,882	15.6	23.0	0.5	47%	0.36x	0.32x	15.8%	0.9x	0.8x	12.3%	10.4x	7.4x	5.2%
中国太平	港币	跑赢行业	5,879	12.8	21.0	0.4	65%	0.27x	0.24x	10.7%	0.5x	0.5x	10.7%	8.6x	5.0x	2.4%
新华保险-H股	港币	跑赢行业	3,586	27.1	38.0	0.4	40%	0.32x	0.28x	16.4%	0.8x	0.7x	15.2%	7.2x	5.2x	5.8%
人保集团-H股	港币	跑赢行业	2,842	2.5	3.5	0.7	38%	n.a.	n.a.	n.a.	0.5x	0.4x	11.1%	4.5x	4.7x	5.1%
中国财险	港币	跑赢行业	6,404	7.2	11.1	1.2	53%	n.a.	n.a.	n.a.	0.8x	0.7x	13.7%	6.2x	5.7x	7.1%
中国再保险	港币	中性	754	0.9	1.2	0.5	36%	0.34x	0.29x	10.8%	0.4x	0.3x	8.3%	5.8x	4.8x	5.6%
中国平安-A股	人民币	跑赢行业	116,244	73.0	92.0	1.2	26%	0.98x	0.86x	16.9%	1.8x	1.5x	17.7%	8.3x	7.3x	2.8%
人保集团-A股	人民币	中性	33,671	6.5	6.1	1.4	-5%	n.a.	n.a.	n.a.	1.4x	1.3x	10.9%	13.9x	11.7x	1.8%
中国人寿-A股	人民币	跑赢行业	85,560	27.9	36.0	1.0	29%	0.76x	0.66x	15.8%	1.9x	1.7x	12.3%	21.7x	15.3x	2.6%
新华保险-A股	人民币	跑赢行业	13,838	45.1	56.0	0.8	24%	0.61x	0.54x	16.4%	1.6x	1.4x	15.2%	14.0x	10.1x	3.1%
中国行业-H股	美元		108,114			0.6	45%	0.46x	0.41x	14.9%	1.0x	0.9x	14.0%	8.5x	6.1x	4.1%
中国行业-A股	美元		276,761			1.0	26%	0.78x	0.69x	16.4%	1.8x	1.5x	15.1%	14.6x	10.9x	2.8%
香港中国	美元		466,311			1.0	37%	0.73x	0.64x	15.4%	1.3x	1.2x	14.0%	11.8x	9.0x	3.3%

注：表中所列公司（集团）均为中金覆盖，且使用中金预测

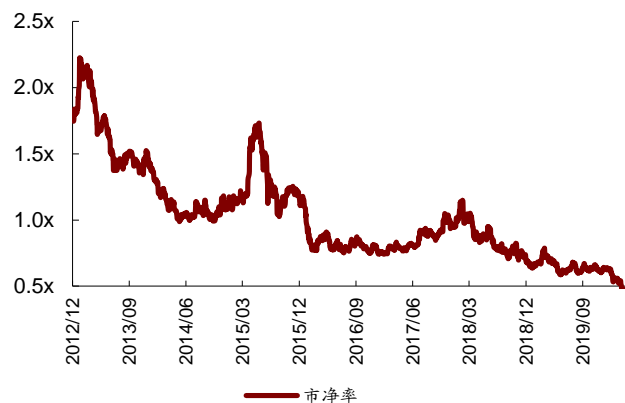
资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 42: 人保集团 H 股目前交易在 0.5 倍 2020 年 P/B



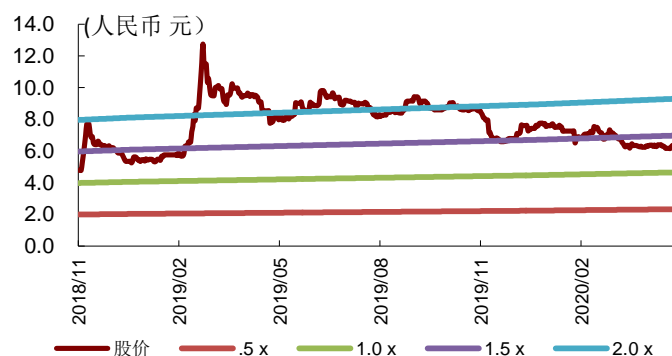
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 43: 人保集团 H 股 2013 年以来平均 P/B 为 1.0 倍



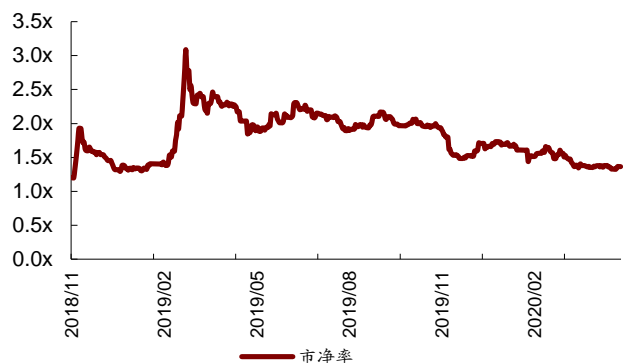
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 44: 人保集团 A 股目前交易在 1.4 倍 2020 年 P/B



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 45: 人保集团 A 股 2018 年以来平均 P/B 为 1.8 倍



资料来源：公司公告，中金公司研究部



## 风险提示

- ▶ 新车销量下滑超预期：车险业务仍是公司最重要的业务（占 18 年保费的 67%），中国新车销量超预期下滑将导致保费增长预期下行。
- ▶ 车险费用的监管力度放松：我们认为车险费用率改善在很大程度上取决于监管的力度。如果车险费用监管力度放松，公司的车险佣金率重新上行将拖累承保盈利。
- ▶ 重大灾害或事故超预期：公司的保险业务（尤其是财险业务）涉及重大灾害或事故的承保。重大灾害或事故频发将会增加公司的保险赔付责任，进而对公司盈利状况产生一定影响，严重时甚至可能影响公司的流动性及偿付能力。



## 附录

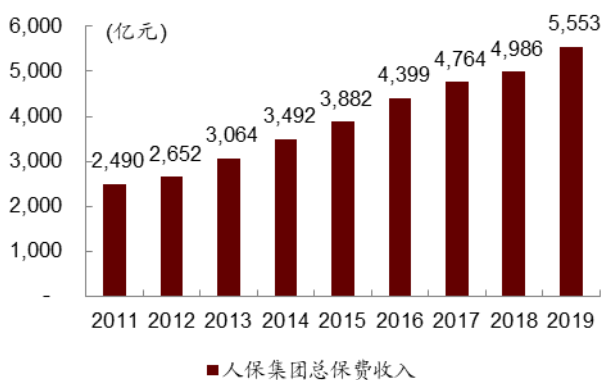
### 公司简介

图表 46: 2019 年业务结构

业务分部	包含业务	占营业收入比重
财产保险	各种财产保险业务	78%
人寿保险	各种人寿保险业务	18%
健康保险	各种健康及医疗保险业务	4%
资产管理	各种资产管理服务	0%

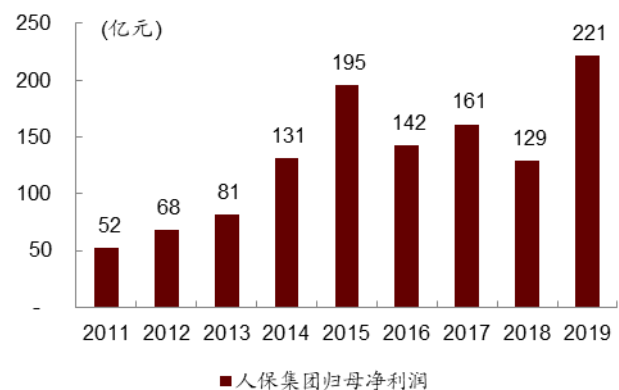
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 47: 人保集团总保费收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

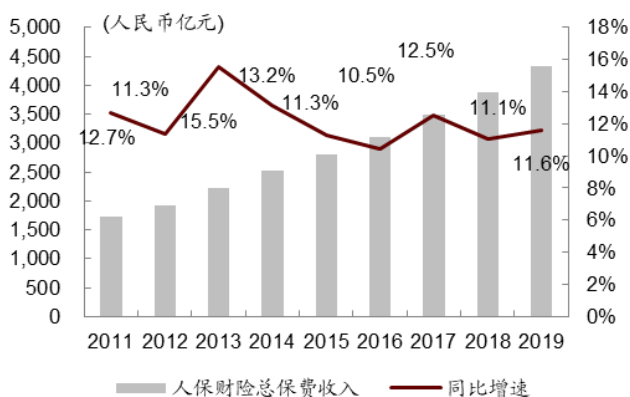
图表 48: 人保集团归属母公司净利润



资料来源：公司公告，中金公司研究部

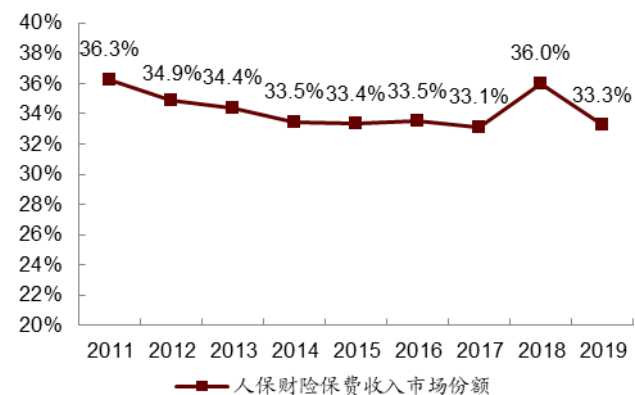
### 财险业务概况

图表 49: 过去 4 年人保财险的保费增速在 10~13%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 50: 过去几年人保财险市场份额基本稳定在 33~37%

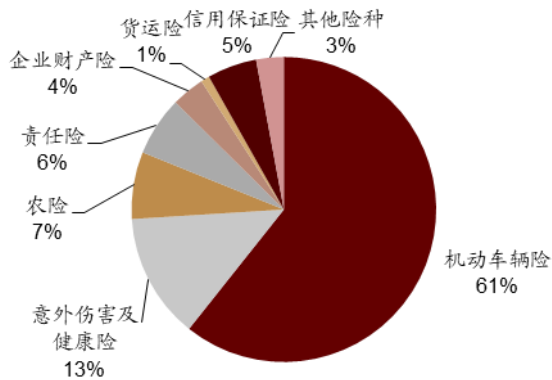


资料来源：公司公告，中金公司研究部



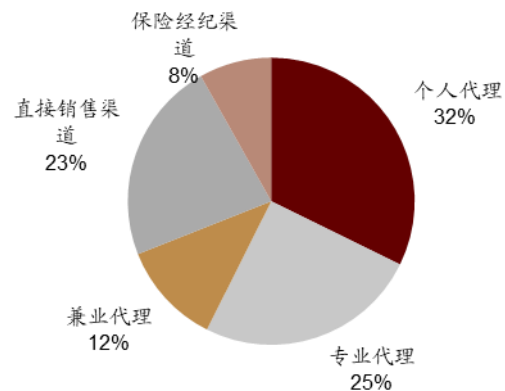


图表 51: 2019 年人保财险产品结构



资料来源：公司公告，中金公司研究部

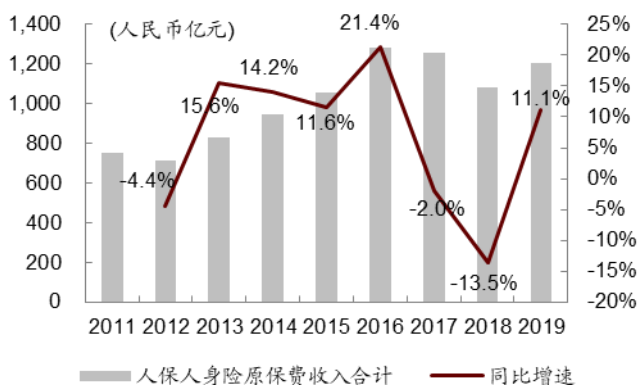
图表 52: 2019 年人保财险渠道结构



资料来源：公司公告，中金公司研究部

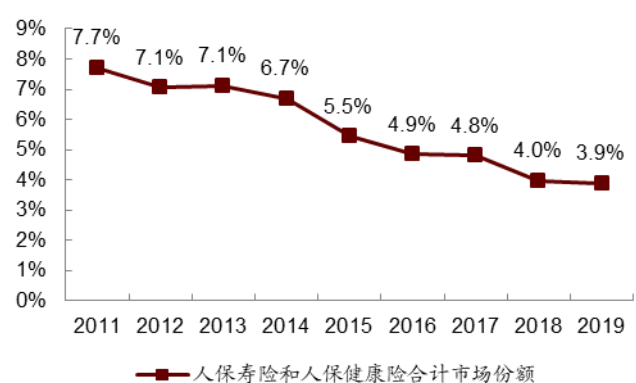
### 寿险和健康险业务概况

图表 53: 人保寿险的保费和增速情况



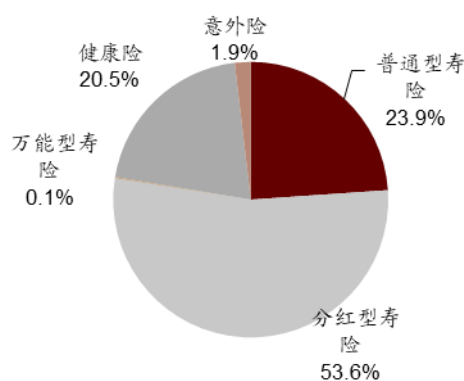
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 54: 人保寿险和人保健康险的合计市场份额



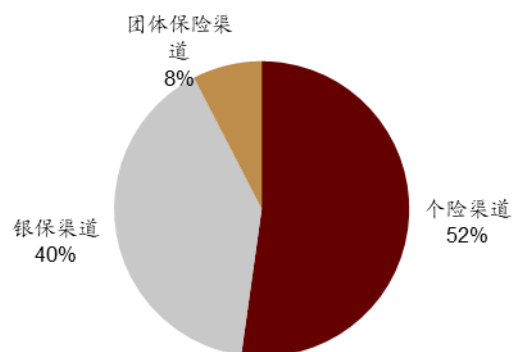
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 55: 2019 年人保寿险产品结构



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 56: 2019 年人保寿险渠道结构



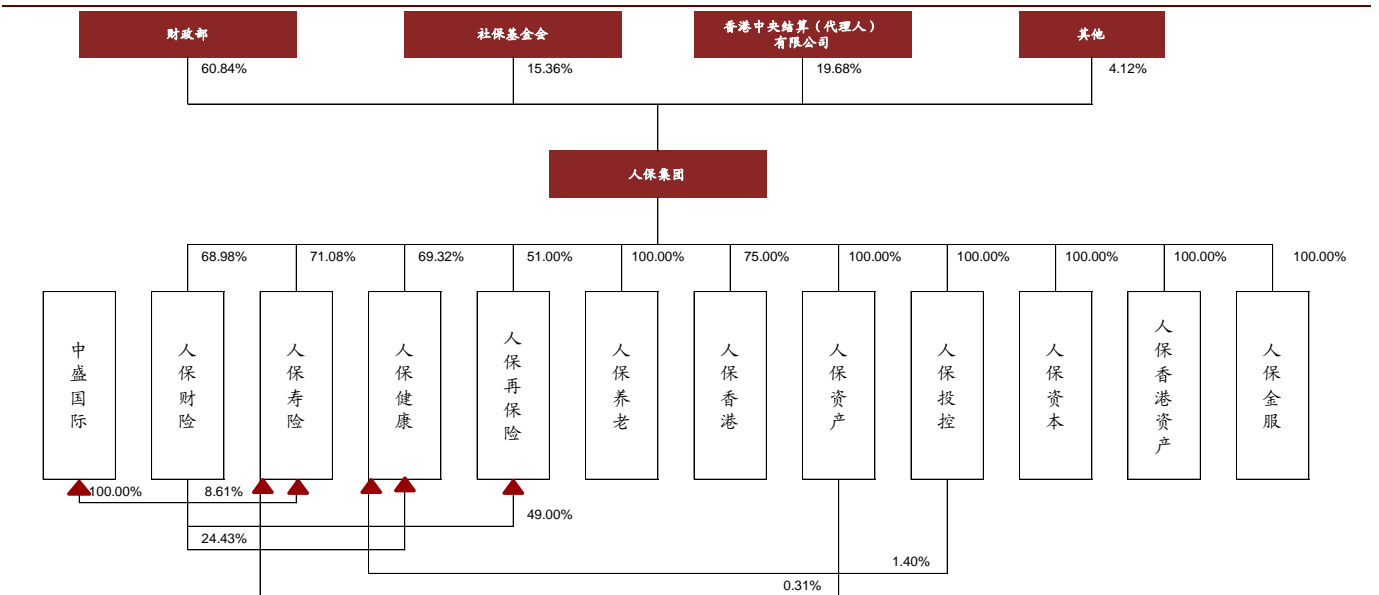
资料来源：公司公告，中金公司研究部



### 股权结构

财政部是公司的控股股东。截至 2019 年底，财政部持有公司 60.84% 的股份，香港中央结算（代理人）有限公司持有公司 19.68% 的股份，社保基金会持有公司股份 15.36%。

图表 57: 公司结构（截至 2019 年年末）



资料来源：公司公告，中金公司研究部



---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624  
编辑：张莹



## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

**CICC US Securities, Inc**

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

**China International Capital Corporation (UK) Limited**

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

**中国国际金融（香港）有限公司**

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

### 上海

**中国国际金融股份有限公司上海分公司**

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

**中国国际金融股份有限公司深圳分公司**

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

