

人保集团 (1339 HK)

被低估的国内领先的大型综合性保险金融集团

❖ **人保财险：国内领先的财产险公司。**2017年，人保财险保费收入同比增长12.6%至3,500亿元人民币，占据了33.1%的市场份额，超过第二和第三大财产险公司市场份额的总和。2018上半年，人保财险综合成本率仅为95.9%，低于同业平均水平（98.0%）。在过去5年中，得益于广泛的销售网络，人保财险的费用率低于上市同业平均水平，为更具竞争力的赔付和利润率留下了更多空间。由于中国和宏观经济前景的不确定性，并考虑到商车费改的影响，我们预测2017至2020年，中国财险保费收入年复合增长率将较过去5年下降3个百分点，至9.6%。

❖ **人保寿险：在业务转型和价值创造方面具有巨大潜力。**人保寿险加快向个险渠道和续期业务转型。2015/16/17年，个险代理人人数分别为14.2/18.9/25.6万人，月人均首年期交保费增至2,700/4,258/4,576元。代理人队伍的扩张和产能的提高导致个险渠道新业务价值的飞跃。2018上半年，个险渠道新业务价值率（基于首年年化保费）同比增长5.3个百分点至34.6%。我们相信人保寿险将继续推进业务转型。我们预测2019年，寿险业务新业务价值将增长4.8%至45.8亿元，内含价值将增长10.1%至742亿元。

❖ **人保健康：在中国6家专业医疗保险公司中保费收入排名第一。**截至2018年9月末，在中国6家专业医疗保险公司中，人保健康以保费收入计的市场份额排名第一。我们认为人口老龄化和商业养老保险需求的增长是健康保险业增长的基石。我们预测健康险业务保费收入将复苏，2019/20年分别达到164/186亿元。

❖ **首次覆盖，给予买入评级。**集团股价相当于0.78/0.71倍2018/19年预测市账率，低于上市同业平均的1.39/1.28倍。我们预测集团财产险业务公允市账率为1.37倍，寿险业务公允内含价值倍数为0.64倍，健康险业务公允内含价值倍数为0.43倍，其他业务公允市账率为0.60倍。根据分部加总法，我们的目标价为3.99港元。首次覆盖，给予买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
总保费收入(人民币百万元)	439,874	476,447	500,519	554,751	600,021
总收入(人民币百万元)	443,323	483,775	502,267	557,180	601,295
净利润(人民币百万元)	14,245	16,099	16,586	19,709	21,742
每股收益(人民币)	0.34	0.38	0.38	0.45	0.49
每股收益变动(%)	(27.11)	13.02	(1.17)	18.82	10.32
市盈率(x)	8.05	7.12	7.20	6.06	5.50
市账率(x)	0.91	0.83	0.78	0.71	0.64
股息率(%)	1.25	1.46	1.44	1.71	1.89
净资产收益率(%)	11.76	12.21	11.41	12.23	12.21

来源：公司，招银国际预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$3.99
潜在升幅	+29.8%
当前股价	HK\$3.07

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuahanbo@cmbi.com.hk

丁文捷，PhD

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	247,038
3月平均流通量(百万港元)	150.6
5周内股价高/低(港元)	4.8/2.99
总股本(百万)	42,424

资料来源：彭博

股东结构

财政部	67.60%
社保基金会	9.79%
H股股东	18.55%
A股股东	4.07%

资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.2%	-5.8%
3-月	-9.7%	-13.8%
6-月	-10.8%	-4.6%

资料来源：彭博

12-月 股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

目录

内容摘要.....	3
公司估值.....	6
财务数据.....	7

内容摘要

国内领先的大型综合性保险金融集团

人保集团是国内领先的大型综合性保险金融集团。人保财险在中国财产险市场排名第一；人保寿险在业务转型和价值创造方面具有巨大潜力；人保健康在中国 6 家专业医疗保险公司中保费收入排名第一。此外，集团在金融科技业务方面亦取得稳健进展。

1) 人保财险：国内领先的财产险公司

2017 年，人保财险保费收入同比增长 12.6% 至 3,500 亿元人民币，占据了 33.1% 的市场份额，超过第二和第三大财产险公司市场份额的总和。在过去 5 年中，得益于广泛的销售网络，人保财险的费用率低于上市同业平均水平，为更具竞争力的赔付和利润率留下了更多空间。2018 上半年，人保财险综合成本率仅为 95.9%，低于同业平均水平（98.0%）。

人保财险的财产险产品包括车险、意外伤害和健康险、农险、责任险、企财险、货运险以及其他保险产品。其中，车险人保财险最重要的保险产品。2018 上半年，车险保费收入为 1,224 亿元人民币，占总保费收入的 59.7%。

自 2017 年以来，非车险业务增速提升。2018 上半年，非车险业务保费收入同比增长 33.6% 至 826 亿元人民币。在非车业务领域，受益于与政府的良好合作关系，人保财险在责任险和农险业务领域具有竞争优势。

2) 人保寿险：在业务转型和价值创造方面具有巨大潜力

人保寿险加快向个险渠道和续期业务转型。2015/16/17 年，个险代理人数量分别为 14.2/18.9/25.6 万人，月人均首年期交保费增至 2,700/4,258/4,576 元。代理人队伍的扩张和产能的提高导致个险渠道新业务价值的飞跃。2018 上半年，个险渠道新业务价值率（基于首年年化保费）同比增长 5.3 个百分点至 34.6%。

3) 人保健康：在中国 6 家专业医疗保险公司中保费收入排名第一

截至 2018 年 9 月末，在中国 6 家专业医疗保险公司中（即人保健康、平安健康、太保安联健康、昆仑健康、复星联合健康、和谐健康），人保健康以保费收入计的市场份额排名第一。人保健康构建了政府委托业务、商业健康保险、健康管理三大业务板块相互促进、协同发展的格局。

财务分析

1) 保费收入

由于中国和宏观经济前景的不确定性，并考虑到商车费改的影响，我们预测 2017 至 2020 年，中国财险保费收入年复合增长率将较过去 5 年下降 3 个百分点，至 9.6%。

我们预计人保寿险将继续推进业务转型。我们预测 2019 年，寿险业务保费收入将恢复至之前的约 1,060 亿元水平，续期保费将拉动 2020 年总保费收入至 1,208 亿。

我们认为人口老龄化和商业养老保险需求的增长是健康保险业增长的基石。我们预测健康险业务保费收入将复苏，2019/20 年分别达到 164/186 亿元。

2) 投资收益

考虑到宏观经济承压，我们预计 2018 至 2020 年，投资收益率将略有下降。我们预测 2018/19/20 年，总投资收益率分别为 5.0%/5.1%/4.9%，净投资收益率分别为 5.3%/5.0%/4.8%。

3) 手续费及佣金支出

为控制费用上升，集团一直积极优化销售渠道。因此，我们预测手续费及佣金支出占保费收入的百分比将从 2018 上半年的 14.6% 逐渐下降至 2019/20 年的 14.3%/14.0%，分别为 793/840 亿元。

4) 净利润及每股收益

综上所述，我们预测 2017 至 2020 年，集团净利润年复合增长率为 10.5%，2018/19/20 年净利润分别达到 166/197/217 亿元，每股收益分别为 0.38/0.45/0.49 元。

5) 内含价值

我们相信人保寿险的新业务价值率将随业务转型而持续改善。我们预测 2018/19/20 年，寿险业务新业务价值率分别为 22.3%/22.8%/23.1%，2019/20 年新业务价值分别增长 4.8%/6.3% 至 45.80/48.71 亿元。随着新业务价值复苏，我们预计人保寿险的内含价值增长将逐渐加速。我们预测 2018/19/20 年，寿险业务内含价值将分别增长 8.8%/10.1%/11.4%，并于 2020 年达到 826 亿元。

我们预测 2018/19/20 年，健康险业务新业务价值率将增至 21.3%/22.3%/22.9%，新业务价值将于 2019 年恢复增速，并于 2020 年达到 7.16 亿元。随着新业务价值复苏，我们预测 2018/19/20 年，健康险业务内含价值将分别增长 6.5%/7.8%/8.9%，并于 2020 年达到 98 亿元。

公司估值

集团股价相当于 0.78/0.71 倍 2018/19 年预测市账率，低于上市同业平均的 1.39/1.28 倍。我们预测集团财产险业务公允市账率为 1.37 倍，寿险业务公允内含价值倍数为 0.64 倍，健康险业务公允内含价值倍数为 0.43 倍，其他业务公允市账率为 0.60 倍。根据分部加总法，我们的目标价为 3.99 港元。首次覆盖，给予买入评级。

主要风险

与保险业务有关的风险

- 发生重大自然灾害或事故
- 销售渠道发生不利变动
- 车险业务面临宏观经济及监管压力
- 精算假设变动

与投资业务有关的风险

- 证券市场波动
- 利率波动
- 投资资产的信用风险

其他风险

- 无法有效推进业务转型、特别是寿险业务转型的风险
- 新业务开拓的风险，例如再保险业务和养老业务
- 2018 年新增资本可能导致短期内净资产收益率和投资收益率下降

公司估值

估值吸引

集团股价相当于 0.78/0.71 倍 2018/19 年预测市账率，低于上市同业平均的 1.39/1.28 倍。

图 1：同业估值比较

公司	股份代号	股价 (港元)	目标价 (Dec-18)	潜在升幅	评级	市账率(x)		PEV(x)		TP/EV (x)		股息率(%)	
						FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E
中国人寿	2628 HK	17.38	21.69	24.8%	BUY	1.27	1.17	0.53	0.49	0.67	0.62	2.4	3.2
中国平安	2318 HK	69.10	-	-	NR	1.97	1.68	-	-	-	-	3.0	3.5
中国太保	2601 HK	25.15	37.48	49.0%	BUY	1.33	1.21	0.63	0.57	0.96	0.87	4.3	5.3
新华保险	1336 HK	27.65	44.94	62.5%	BUY	1.09	0.97	0.44	0.40	0.73	0.66	3.2	3.8
中国太平	966 HK	19.08	34.50	80.8%	BUY	0.97	0.85	0.48	0.43	0.87	0.78	0.9	1.1
中国财险	2328 HK	8.14	10.34	27.0%	BUY	1.08	0.97	-	-	-	-	3.2	3.4
众安在线	6060 HK	26.00	43.67	68.0%	HOLD	2.06	2.11	-	-	-	-	0.0	0.0
行业平均						1.39	1.28						
人保集团	1339 HK	3.07	3.99	29.8%	BUY	0.70	0.62	-	-	-	-	1.4	1.5

来源：彭博，招银国际预测

首次覆盖，给予买入评级。目标价：3.99 港元 (潜在升幅 29.8%)

考虑到集团：

- 在中国财产险市场的领先地位
- 寿险业务转型和价值创造潜力巨大
- 全国领先的专业健康险公司
- 创新驱动发展战略

我们预测集团财产险业务公允市账率为 1.37 倍，寿险业务公允内含价值倍数为 0.64 倍，健康险业务公允内含价值倍数为 0.43 倍，其他业务公允市账率为 0.60 倍。根据分部加总法，我们的目标价为 3.99 港元。首次覆盖，给予买入评级。

图 2：估值摘要

PICCP&C	
2018-2020E average ROE	15.11%
Terminal growth	3.00%
Discount rate	11.92%
Fair PBR (x)	1.36
2018E BVPS (68.98% stake, Rmb)	2.26
Value of PICCP&C (Rmb)	3.07
PICC Life	
2018-2020E average RoEV	10.09%
Terminal growth	3.0%
Discount rate	14.0%
Fair P/EV multiple (x)	0.64
2018E EVPS (80% stake, Rmb)	1.22
Value of PICC Life (Rmb)	0.79
PICC Health	
2018-2020E average RoEV	7.73%
Terminal growth	3.0%
Discount rate	14.0%
Fair P/EV multiple (x)	0.43
2018E EVPS (95.45% stake, Rmb)	0.18
Value of PICC Health (Rmb)	0.08
Others	
Fair PBR (x)	0.60
2018E BVPS (Rmb)	0.32
Value of other businesses (Rmb)	0.19
Total (Rmb)	4.13
Conglomerate discount	15.0%
Target price (Rmb)	3.51
HKDCNY	0.88
Target price (HK\$)	3.99
Current price (HK\$)	3.07
Up/downside	29.82%

来源：招银国际预测

财务数据

利润表

截至12月31日止年度（人民币百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总保费收入	439,874	476,447	500,519	554,751	600,021
人保财险	311,160	350,314	391,854	431,158	460,600
人保寿险	105,115	106,238	94,391	107,233	120,804
人保健康	23,020	19,250	14,275	16,360	18,617
分出保费及未到期责任准备金净额变动	(43,004)	(41,470)	(41,718)	(45,913)	(49,095)
已赚净保费	396,870	434,977	458,802	508,837	550,926
投资收益	33,075	36,476	32,253	35,916	36,928
其他收入	13,378	12,322	11,212	12,426	13,440
收入合计	443,323	483,775	502,267	557,180	601,295
给付及赔付净额	(301,753)	(318,841)	(332,800)	(370,187)	(402,718)
手续费及佣金支出	(53,664)	(68,094)	(73,281)	(79,329)	(84,003)
财务费用	(4,333)	(5,569)	(3,333)	(4,989)	(5,569)
其他业务及管理费用	(68,640)	(72,316)	(72,585)	(77,665)	(81,003)
保险业务支出及其他费用合计	(428,390)	(464,820)	(481,999)	(532,170)	(573,293)
应占联营及合营企业损益	10,386	12,674	11,774	12,525	13,406
税前利润	25,319	30,831	32,042	37,535	41,407
所得税	(4,638)	(7,780)	(8,350)	(9,384)	(10,352)
净利润	20,681	23,051	23,692	28,151	31,055
非控制性权益	(6,436)	(6,952)	(7,105)	(8,443)	(9,314)
归属于母公司股东的净利润	14,245	16,099	16,586	19,709	21,742

来源: 公司, 招银国际预测

资产负债表

截至12月31日止年度（人民币百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
固定收益投资	557,836	625,812	654,467	725,379	784,574
公允价值计量的各类基金及股票投资	150,550	115,013	121,863	135,067	146,089
其他投资	96,529	109,895	117,372	130,090	140,706
总投资资产	804,915	850,720	893,703	990,535	1,071,368
其他资产	127,234	137,186	168,945	168,945	168,945
总资产	932,149	987,906	1,062,648	1,159,480	1,240,313
保险合同负债	538,513	557,011	579,279	603,572	629,219
保单持有人的投资合同负债	38,370	45,880	46,582	47,385	48,295
卖出回购金融资产款	33,066	41,226	56,424	79,530	93,619
应付债券	46,084	49,801	68,239	96,182	113,221
其他负债	105,122	107,107	104,054	103,156	102,138
总负债	761,155	801,025	854,578	929,824	986,492
股本	42,424	42,424	44,224	44,224	44,224
储备	83,677	95,109	109,005	124,902	142,698
归属于母公司股东权益	126,101	137,533	153,229	169,126	186,922
非控制性权益	44,893	49,348	54,841	60,530	66,899
总权益	170,994	186,881	208,070	229,656	253,822

来源: 公司, 招银国际预测

主要比率

截至12月31日止年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
新业务价值 (人民币百万元)					
人保寿险	4,131	5,687	4,372	4,580	4,871
人保健康	325	468	487	603	716
内含价值 (人民币百万元)					
人保寿险	57,558	61,909	67,374	74,158	82,585
人保健康	7,118	7,831	8,341	8,993	9,789
同比增速					
总保费收入	13%	8%	5%	11%	8%
人保财险	10%	13%	12%	10%	7%
人保寿险	17%	1%	-11%	14%	13%
人保健康	44%	-16%	-26%	15%	14%
归属于母公司股东的净利润	-27%	13%	3%	19%	10%
新业务价值					
人保寿险	53%	38%	-23%	5%	6%
人保健康	19%	44%	4%	24%	19%
内含价值					
人保寿险	9%	8%	9%	10%	11%
人保健康	59%	10%	7%	8%	9%
综合偿付能力充足率					
人保集团	284%	299%	335%	330%	337%
人保财险	287%	278%	281%	285%	289%
人保寿险	177%	219%	281%	267%	256%
人保健康	215%	396%	536%	494%	462%
主要经营指标					
人保财险综合成本率	98.1%	97.0%	97.2%	97.2%	97.2%
总投资收益率	5.8%	5.9%	5.0%	5.1%	4.9%
净资产收益率	11.8%	12.2%	11.4%	12.2%	12.2%
每股数据 (人民币)					
每股收益	0.34	0.38	0.38	0.45	0.49
每股股息	0.03	0.04	0.04	0.05	0.05
每股净资产	2.97	3.24	3.46	3.82	4.23

来源: 公司, 招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。