

中國財險(2328 HK)

2018年業績遜於預期；車險費用率展望負面

- ❖ **2018年業績遜於預期。**保費收入同比增長11%，至3,888億元人民幣。車險/非車險保費收入分別同比增長3.9%/28.5%，至2,589/1,299億元。綜合成本率同比上升1.3個百分點至98.5%，但仍優於行業。賠付率下降0.3個百分點至62.0%，而費用率上升1.6個百分點至36.5%。疊加由於股市波動造成的總投資收益同比下降6.7%至154億元，淨利潤同比下降21.8%至155億元，遜於一致預期5.3%。
- ❖ **賠付率下降得益於車險理賠效率提升。**車險賠付率同比下降1.7個百分點至57.2%，抵消了企財險及農險由於颱風山竹等自然災害導致的賠付率上升。公司承保質量不斷提高，通過保險科技提高配件、人傷等理賠數據標準化，並通過線上服務提高理賠效率。
- ❖ **費用率同比上升1.6個百分點至36.5%。**其中，由於積極的市場策略、產品研發及科技應用，承保費用率上升2.0個百分點至34.1%；受益於全面預算管理，管理費用率下降0.4個百分點至2.4%。按產品類型，車險費用率同比大幅上升3.6個百分點至41.2%，而大部分非車險種費用率有所下降。這反映了車險行業面臨的宏觀及監管不利因素。
- ❖ **車險費用率展望謹慎。**2018上半年，受車險費用率上升拖累，有效稅率同比上升7.6個百分點至28%。下半年，有效稅率大幅上升至48%，拉高全年有效稅率至34%。銀保監會對於商業車險費率的監管效果尚不明朗。我們預測2019年車險費用率進一步上升0.5個百分點至41.7%。在宏觀減稅的背景之下，我們預測2019年有效稅率有望下降4個百分點至30%。
- ❖ **發行資本補充債券以提高公司償付能力。**董事會建議發行總額人民幣80億元的10年期資本補充債券。2018年末，公司綜合償付能力充足率為278%，高於平安產險（224%，截至2018年末），低於太保產險（308%，截至3Q18）。我們測算，發行資本補充債券將提高公司綜合償付能力充足率14個百分點至289%，並將支持公司業務擴張。
- ❖ **目標價下調至9.19港元，下調至持有評級。**我們下調2019年預測每股帳面值，以反映車險費用率的謹慎展望。公司當前股價對應1.11倍2019年預測市帳率，低於歷史平均。我們的目標價對應1.16倍2019年預測市帳率，潛在升幅4.0%。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
保費收入(百萬元人民幣)	350,314	388,769	425,098	460,591	492,581
承保利潤(百萬元人民幣)	8,705	5,304	5,987	6,507	6,991
淨利潤(百萬元人民幣)	19,807	15,485	17,976	19,588	20,977
每股收益(人民幣)	1.336	0.696	0.808	0.881	0.943
每股收益變動(%)	9.92	-47.88	16.09	8.97	7.09
市盈率(x)	5.68	10.91	9.40	8.62	8.05
市帳率(x)	0.85	1.19	1.11	1.04	0.97
股息率(%)	4.45	3.58	4.16	4.53	4.85
權益收益率(%)	15.69	11.28	12.26	12.45	12.45
資產收益率(%)	3.96	2.88	3.11	3.11	3.09

資料來源：公司，招銀國際預測

持有（下調）

目標價	HK\$9.19
(此前目標價)	HK\$10.34
潛在升幅	+4.0%
當前股價	HK\$8.83

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5597

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬元港幣)	196,404
3月平均流通量(百萬元港幣)	298.24
52周內股價高/低(港元)	10.2/7.3
總股本(百萬元)	6,899.3

資料來源：彭博

股東結構

中國人民保險集團	69.0%
流通股	31.0%

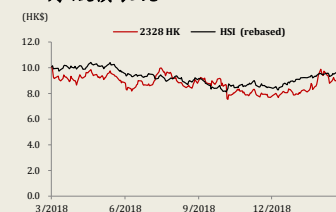
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-5.0%	-6.0%
3-月	16.5%	2.7%
6-月	1.9%	-3.7%

資料來源：彭博

12-月股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.epicc.com.cn

利潤表

年結：12月31日（人民币百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总保费收入	350,314	388,769	425,098	460,591	492,581
车险	249,232	258,904	269,260	281,377	295,446
非车险	101,082	129,865	155,838	179,214	197,135
已赚净保费	309,076	344,124	378,643	411,546	442,119
已发生净赔款	(192,520)	(213,303)	(233,186)	(253,450)	(272,278)
保单获取成本净额	(74,348)	(90,508)	(100,569)	(109,308)	(117,429)
其他承保费用	(24,939)	(26,820)	(29,801)	(32,391)	(34,797)
行政及管理费用	(8,564)	(8,189)	(9,099)	(9,890)	(10,625)
承保利润	8,705	5,304	5,987	6,507	6,991
利息、股息和租金收入	15,382	16,635	17,743	19,398	20,956
其他收入	1,174	138	1,000	1,000	1,000
其他支出	(677)	(320)	(717)	(779)	(837)
财务费用	(1,998)	(2,074)	(2,020)	(1,830)	(1,830)
应占联营公司收益	4,575	4,482	3,688	3,688	3,688
除税前利润	27,161	23,428	25,682	27,985	29,969
所得税	(7,353)	(7,942)	(7,705)	(8,395)	(8,991)
净利润	19,808	15,486	17,977	19,589	20,978
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司股东的净利润	19,807	15,485	17,976	19,588	20,977

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（人民币百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
投资物业	4,976	4,881	5,371	5,837	6,271
固定收益类资产	300,896	305,356	335,986	365,183	392,312
权益类证券和共同基金	64,701	74,102	81,535	88,620	95,204
联营公司投资	41,832	45,301	40,571	44,097	40,571
其他投资资产	3,103	4,582	14,315	15,559	23,517
投资资产合计	415,508	434,222	477,778	519,297	557,874
保险业务应收款，净额	37,845	42,421	46,385	50,258	53,749
分保资产	29,410	28,565	29,923	31,289	32,586
其他资产	41,803	45,411	49,804	54,007	57,905
总资产	524,566	550,619	603,891	654,850	702,114
卖出回购证券款	23,121	27,999	27,999	27,999	27,999
保险合同负债	264,748	275,781	291,581	307,313	321,997
应付债券	23,262	23,420	23,000	23,000	23,000
其他负债	80,321	81,916	101,437	125,801	146,895
总负债	391,452	409,116	444,017	484,114	519,891
归属于母公司股东权益	133,107	141,495	151,865	162,729	174,215
非控制性权益	7	8	8	8	8
总权益	133,114	141,503	159,873	170,737	182,223

資料來源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
同比增长					
总保费收入	13%	11%	9%	8%	7%
车险	10%	4%	4%	4%	5%
非车险	18%	28%	20%	15%	10%
已赚净保费	14%	11%	10%	9%	7%
承保利润	73%	-39%	13%	9%	7%
归属于母公司股东的净利润	10%	-22%	16%	9%	7%
偿付能力（偿二代口径）					
综合偿付能力充足率	278%	275%	283%	280%	279%
核心偿付能力充足率	229%	229%	228%	229%	232%
关键指标					
赔付率	62.3%	62.0%	61.6%	61.6%	61.6%
费用率	34.9%	36.5%	36.8%	36.8%	36.8%
综合成本率	97.2%	98.5%	98.4%	98.4%	98.4%
每股数据					
每股收益（元）	1.34	0.70	0.81	0.88	0.94
每股净资产（元）	8.98	6.36	6.83	7.32	7.83
每股股息（元）	0.34	0.27	0.32	0.34	0.37

資料來源：公司及招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。