

中國財險(2328 HK)

承保利潤率保持穩健；車險費率有望下降

- ❖ **非車險業務增長強勁。**總保費收入同比增長 14.1%，達 2,050 億元人民幣。車險業務增長 4%，而非車險大幅增長 34%。管理層判斷下半年新車銷售有望回暖。我們調整全年財險增速預測至 5%，總保費增速至 12%。
- ❖ **承保利潤率保持穩健。**綜合成本率同比提升 0.4 個百分點至 95.9%。費用率大體穩定，為 34.7%；賠付率提升 0.2 個百分點至 61.2%。賠付率上升主要由于自然災害導致企財險賠付率上升 7.4 個百分點至 46.1%。車險賠付率下降 0.3 個百分點，有效緩解了市場關於商車費改導致車險賠付率上升的憂慮。為反映近期的洪災及豬瘟，我們上調農險全年賠付率預測 1 個百分點。我們下調全年綜合成本率預測 0.2 個百分點至 97.2%，較 2017 年綜合成本率上升 0.2 個百分點。
- ❖ **上半年有效稅率較去年同期大幅上升 7.6 個百分點至 28%。**自商車費改以來，由于車險費率大幅上升，上市財產險公司有效稅率亦大幅提升（平安財險有效稅率同比提升 20 個百分點至 41%；太保產險提升 20 個百分點至 53%；太平財險提升 17 個百分點至 61%）。不過，銀保監會于 7 月發布了新的商業車險費率方案。同時，財稅部門亦在論證手續費及傭金支出的稅務政策。我們預期車險費率將有所下降，并使得有效稅率大幅上升的勢頭得以緩解。我們下調車險費率全年預測至 2017 年水平，并上調有效稅率 3 個百分點至 28%。
- ❖ **投資收益符合預期。**淨投資收入同比增長 13%至 88 億元。由于資本市場波動，已實現及未實現的投資淨損失擴大至 2.01 億元。年化淨投資收益率為 4.2%（中國人壽：4.6%；中國平安：4.2%；中國太保：4.5%；中國太平：4.5%），總投資收益率為 5.2%（中國人壽：3.7%；中國平安：4.0%；中國太保：4.5%；中國太平：4.7%）。
- ❖ **調整目標價至 10.34 港元，維持買入評級。**我們將已發行普通股調整至轉增後的 22.42 億股。公司當前股價對應 1.10 倍 2018 年預測市賬率，位于歷史平均附近。我們的目標價對應 1.36 倍 2018 年預測市賬率，潛在升幅 15.5%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
保費收入(百萬人民幣)	311,160	350,314	391,854	431,158	460,600
承保利潤(百萬人民幣)	5,024	9,295	9,615	10,861	11,721
淨利潤(百萬人民幣)	18,020	19,807	21,085	23,400	25,355
每股收益(人民幣)	1.215	1.336	0.948	1.052	1.140
每股收益變動(%)	-17.52	9.92	-29.03	10.98	8.35
市盈率(x)	6.50	5.92	8.34	7.51	6.93
市帳率(x)	0.98	0.88	1.21	1.09	0.98
股息率(%)	3.91	4.28	3.04	3.37	3.65
權益收益率(%)	15.79	15.69	15.16	15.27	14.90
資產收益率(%)	4.02	3.96	3.88	3.96	3.93

資料來源：公司，招銀國際預測

買入（維持）

目標價	HK\$10.34
(此前目標價)	HK\$10.88)
潛在升幅	+15.5%
當前股價	HK\$9.19

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 5591

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬港元)	204,411
3 月平均流通量(百萬港元)	397
5 周內股價高/低(港元)	11.6/8.0
總股本(百萬)	22,242

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	6.4%	10.7%
3-月	-2.4%	8.6%
6-月	-12.0%	-0.6%

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

圖 1：2018 上半年經營業績

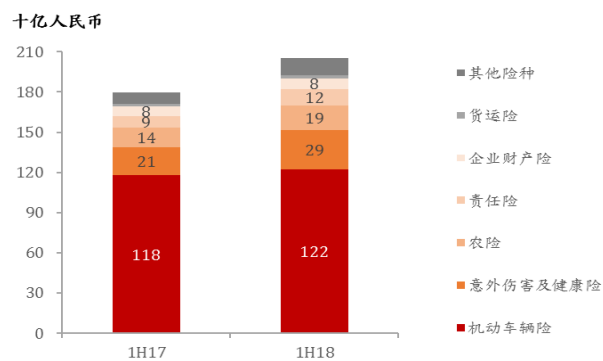
百万人民币	2018年 1月1日至 6月30日 期间	2017年 1月1日至 6月30日期 间	同比变动
总保费收入	205,041	179,683	14%
机动车辆险	122,433	117,847	4%
非机动车辆险	82,608	61,836	34%
已赚净保费	168,834	144,167	17%
已发生净赔款	(103,269)	(87,840)	18%
保单获取成本净额	(44,508)	(32,169)	38%
其他承保费用	(10,071)	(14,158)	-29%
行政及管理费用	(3,977)	(3,484)	14%
承保利润	7,009	6,516	8%
利息、股息和租金收入	8,782	7,785	13%
已实现及未实现的投资净损失	(201)	(51)	294%
投资费用	(165)	(138)	20%
受保人储金型存款利息	(1)	(1)	0%
汇兑收益 / (损失) 净额	88	(210)	-142%
其他收入	166	166	0%
其他支出	(77)	(106)	-27%
财务费用	(1,093)	(963)	13%
应占联营公司收益	2,348	2,240	5%
除税前利润	16,856	15,238	11%
所得税	(4,765)	(3,155)	51%
少数股东损益	1	0	
净利润	12,090	12,083	0%

	2018年 1月1日至 6月30日 期间	2017年 1月1日至 6月30日期 间	同比变动
赔付率	61.2%	60.9%	+0.2ppt
机动车辆险	58.8%	59.1%	-0.3ppt
非机动车辆险	67.9%	67.3%	+0.6ppt
费用率	34.7%	34.6%	+0.1ppt
机动车辆险	37.9%	36.9%	+1.0ppt
非机动车辆险	25.5%	26.2%	-0.7ppt
综合成本率	95.9%	95.5%	+0.4ppt
机动车辆险	96.7%	96.0%	+0.7ppt
非机动车辆险	93.4%	93.5%	-0.2ppt

百万人民币	2018年 6月30日	2017年 12月31日	年初至今 变动
总资产	563,585	524,566	7%
投资资产	422,368	415,466	2%
总权益	138,065	133,114	4%
归属于母公司股东权益	138,057	133,107	4%
核心偿付能力充足率	232%	229%	+3ppt
综合偿付能力充足率	280%	278%	+2ppt

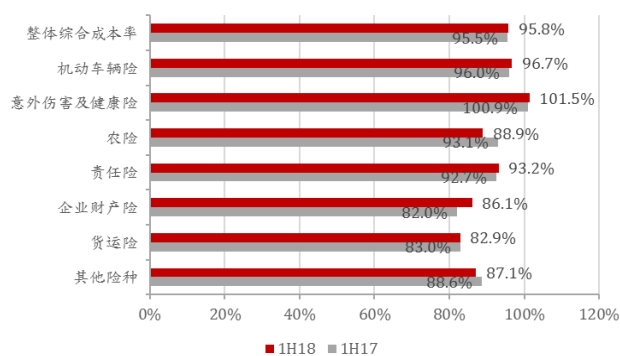
来源：公司，招銀國際

圖 2：非車險業務增長強勁



來源：公司，招銀國際

圖 3：承保利潤率保持穩健



來源：公司，招銀國際

利潤表

年結：12月31日（人民币百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总保费收入	311,160	350,314	391,854	431,158	460,600
车险	225,640	249,232	260,447	273,470	287,143
非车险	85,520	101,082	131,407	157,688	173,457
已赚净保费	270,261	309,076	345,621	382,415	412,696
已发生净赔款	(171,759)	(192,520)	(216,062)	(238,841)	(257,754)
保单获取成本净额	(62,954)	(74,348)	(83,139)	(91,990)	(99,274)
其他承保费用	(23,147)	(24,939)	(27,888)	(30,857)	(33,300)
行政及管理费用	(7,377)	(7,974)	(8,917)	(9,866)	(10,647)
承保利润	5,024	9,295	9,615	10,861	11,721
利息、股息和租金收入	15,073	15,382	16,936	18,784	20,515
其他收入	1,713	1,057	1,385	1,385	1,385
其他支出	(1,096)	(1,150)	(1,210)	(1,289)	(1,354)
财务费用	(1,208)	(1,998)	(1,726)	(1,704)	(1,704)
应占联营公司收益	2,945	4,575	4,395	4,586	4,785
除税前利润	22,451	27,161	29,396	32,624	35,348
所得税	(4,430)	(7,353)	(8,310)	(9,222)	(9,993)
净利润	18,021	19,808	21,086	23,401	25,356
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属于母公司股东的净利润	18,020	19,807	21,085	23,400	25,355

来源：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）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
投资物业	4,902	4,976	5,381	5,954	6,426
固定收益类资产	270,899	303,862	328,613	363,596	392,387
权益类证券和共同基金	67,038	64,701	69,971	77,420	83,550
联营公司投资	37,045	41,832	43,650	45,547	49,154
其他投资资产	92	95	1,692	4,622	4,988
投资资产合计	379,976	415,466	449,308	497,139	536,504
保险业务应收款，净额	30,479	37,845	40,358	44,406	47,438
分保资产	30,707	29,410	32,738	36,232	39,643
其他资产	34,787	41,845	39,321	43,489	46,937
总资产	475,949	524,566	561,724	621,266	670,522
卖出回购证券款	21,030	23,121	22,076	22,076	22,076
保险合同负债	242,093	264,748	295,016	326,093	354,961
应付债券	23,112	23,262	24,150	25,300	26,450
其他负债	70,402	80,321	75,398	86,395	88,108
总负债	356,637	391,452	416,640	459,864	491,595
归属于母公司股东权益	119,306	133,107	145,077	161,395	178,920
非控制性权益	6	7	7	7	7
总权益	119,312	133,114	145,084	161,402	178,927

来源：公司及招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
同比增长					
总保费收入	10%	13%	12%	10%	7%
车险	10%	10%	4%	5%	5%
非车险	10%	18%	30%	20%	10%
已赚净保费	11%	14%	12%	11%	8%
承保利润	-42%	85%	3%	13%	8%
归属于母公司股东的净利润	-18%	10%	6%	11%	8%
偿付能力（偿二代口径）					
综合偿付能力充足率	287%	278%	272%	275%	284%
核心偿付能力充足率	232%	229%	228%	235%	246%
关键指标					
赔付率	63.6%	62.3%	62.5%	62.5%	62.5%
费用率	34.6%	34.7%	34.7%	34.7%	34.7%
综合成本率	98.1%	97.0%	97.2%	97.2%	97.2%
每股数据					
每股收益（元）	1.22	1.34	0.95	1.05	1.14
每股净资产（元）	8.05	8.98	6.52	7.26	8.04
每股股息（元）	0.31	0.34	0.24	0.27	0.29

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。

本報告基于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，任何機構或個人于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。