

中国财险(2328 HK)

承保利润率保持稳健；车险费率有望下降

- ❖ **非车险业务增长强劲。**总保费收入同比增长 14.1%，达 2,050 亿元人民币。车险业务增长 4%，而非车险大幅增长 34%。管理层判断下半年新车销售有望回暖。我们调整全年财险增速预测至 5%，总保费增速至 12%。
- ❖ **承保利润率保持稳健。**综合成本率同比提升 0.4 个百分点至 95.9%。费用率大体稳定，为 34.7%；赔付率提升 0.2 个百分点至 61.2%。赔付率上升主要由于自然灾害导致企财险赔付率上升 7.4 个百分点至 46.1%。车险赔付率下降 0.3 个百分点，有效缓解了市场关于商车费改导致车险赔付率上升的忧虑。为反映近期的洪灾及猪瘟，我们上调农险全年赔付率预测 1 个百分点。我们下调全年综合成本率预测 0.2 个百分点至 97.2%，较 2017 年综合成本率上升 0.2 个百分点。
- ❖ **上半年有效税率较去年同期大幅上升 7.6 个百分点至 28%。**自商车费改以来，由于车险费率大幅上升，上市财产险公司有效税率亦大幅提升（平安财险有效税率同比提升 20 个百分点至 41%；太保产险提升 20 个百分点至 53%；太平财险提升 17 个百分点至 61%）。不过，银保监会于 7 月发布了新的商业车险费率方案。同时，财税部门亦在论证手续费及佣金支出的税务政策。我们预期车险费率将有所下降，并使得有效税率大幅上升的势头得以缓解。我们下调车险费率全年预测至 2017 年水平，并上调有效税率 3 个百分点至 28%。
- ❖ **投资收益符合预期。**净投资收入同比增长 13%至 88 亿元。由于资本市场波动，已实现及未实现的投资净损失扩大至 2.01 亿元。年化净投资收益率为 4.2%（中国人寿：4.6%；中国平安：4.2%；中国太保：4.5%；中国太平：4.5%），总投资收益率为 5.2%（中国人寿：3.7%；中国平安：4.0%；中国太保：4.5%；中国太平：4.7%）。
- ❖ **调整目标价至 10.34 港元，维持买入评级。**我们将已发行普通股调整至转增后的 22.42 亿股。公司当前股价对应 1.10 倍 2018 年预测市账率，位于历史平均附近。我们的目标价对应 1.36 倍 2018 年预测市账率，潜在升幅 15.5%。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY16A | FY17A | FY18E | FY19E | FY20E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 保费收入(百万人民币) | 311,160 | 350,314 | 391,854 | 431,158 | 460,600 |
| 承保利润(百万人民币) | 5,024 | 9,295 | 9,615 | 10,861 | 11,721 |
| 净利润(百万人民币) | 18,020 | 19,807 | 21,085 | 23,400 | 25,355 |
| 每股收益(人民币) | 1.215 | 1.336 | 0.948 | 1.052 | 1.140 |
| 每股收益变动(%) | -17.52 | 9.92 | -29.03 | 10.98 | 8.35 |
| 市盈率(x) | 6.50 | 5.92 | 8.34 | 7.51 | 6.93 |
| 市帐率(x) | 0.98 | 0.88 | 1.21 | 1.09 | 0.98 |
| 股息率(%) | 3.91 | 4.28 | 3.04 | 3.37 | 3.65 |
| 权益收益率(%) | 15.79 | 15.69 | 15.16 | 15.27 | 14.90 |
| 资产收益率(%) | 4.02 | 3.96 | 3.88 | 3.96 | 3.93 |

资料来源：公司，招银国际预测

买入（维持）

| | |
|---------|------------|
| 目标价 | HK\$10.34 |
| (此前目标价) | HK\$10.88) |
| 潜在升幅 | +15.5% |
| 当前股价 | HK\$9.19 |

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuhanbo@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) | 204,411 |
| 3 月平均流通量(百万港元) | 397 |
| 5 周内股价高/低(港元) | 11.6/8.0 |
| 总股本(百万) | 22,242 |

资料来源：彭博

股东结构

| | |
|----------|-------|
| 中国人民保险集团 | 69.0% |
| 流通股 | 31.0% |

资料来源：彭博

股价表现

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|-----|--------|-------|
| 1-月 | 6.4% | 10.7% |
| 3-月 | -2.4% | 8.6% |
| 6-月 | -12.0% | -0.6% |

资料来源：彭博

12-月 股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.epicc.com.cn

图 1: 2018 上半年经营业绩

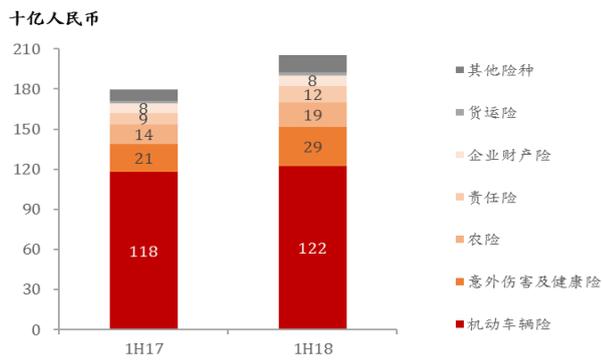
| 百万人民币 | 2018年 | 2017年 | 同比变动 |
|----------------|----------------------|----------------------|-------|
| | 1月1日至 6月30日 期间 | 1月1日至 6月30日期 间 | |
| 总保费收入 | 205,041 | 179,683 | 14% |
| 机动车辆险 | 122,433 | 117,847 | 4% |
| 非机动车辆险 | 82,608 | 61,836 | 34% |
| 已赚净保费 | 168,834 | 144,167 | 17% |
| 已发生净赔款 | (103,269) | (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 | 2017年 | 同比变动 |
|--------------|----------------------|----------------------|---------|
| | 1月1日至 6月30日 期间 | 1月1日至 6月30日期 间 | |
| 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 | 2017年 | 年初至今 变动 |
|------------|---------|---------|------------|
| | 6月30日 | 12月31日 | |
| 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 |

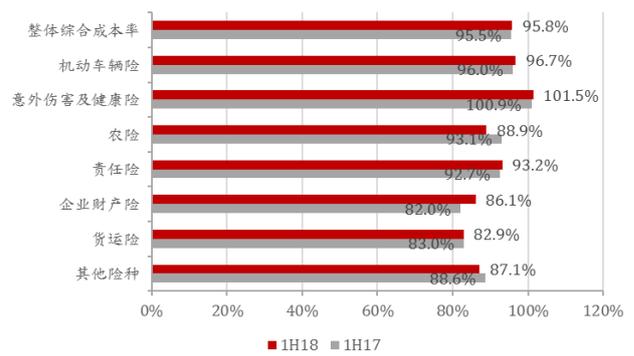
来源: 公司, 招银国际

图 2：非车险业务增长强劲



来源：公司，招银国际

图 3：承保利润率保持稳健



来源：公司，招银国际

利润表

| 年结：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：公司及招银国际预测

资产负债表

| 年结：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：公司及招银国际预测

主要比率

| 年结：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 |

来源：公司及招银国际预测

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于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上责任。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。