

中国财险(2328 HK)

保持财产险承保领先地位

- ❖ **2017 上半年经营业绩回顾。**原保费收入同比增长 11.0%，达 1,797 亿元人民币。其中，车险保费收入为 1,178 亿元，同比增长 8.7%。财产险市场占有率达到 34.0%。由于股票投资亏损减少，损益表中的投资收益为 77 亿元，同比增长 3.9%。由于上半年开始公司对华夏银行的投资以权益法计入报表，故应占联营公司收益，由 2016 年上半年的 1.57 亿大幅上升至今年上半年的 22.4 亿。净利润同比增长 13.5%，即多增 14.4 亿元至 121 亿元人民币。总投资资产及股东权益分别达到 3,961 和 1,277 亿元，自年初以来增长 4.2% 和 7.0%。公司偿付能力健康：核心偿付能力充足率 237%，综合偿付能力充足率 290%。
- ❖ **承保利润保持领先。**税前承保利润同比增长 1.1%，达 65.2 亿元人民币。综合成本率为 95.5%，同比提升 0.5 个百分点。赔付率提升 0.7 个百分点至 60.9%，而费用率下降 0.2 个百分点至 34.6%。赔付率的提升主要来自于车险。车险赔付率同比提升 0.6 个百分点至 59.1%，由于（1）随着商业车险改革深化，车均保费下降；（2）汽车零部件价格上涨、维修费用及人身伤害赔偿标准提高。我们认为，下半年商车二次费改持续推进、自然灾害（如台风、暴雨等）频发，公司赔付率将持续承压。然而，我们相信中国财险有能力保持其承保利润领先地位。
- ❖ **将责任险视为战略业务。**今年上半年，责任险保费收入达到 88.7 亿元人民币，同比增长 21.2%。公司认为，责任险市场巨大，并已得到政府支持，发展责任险将从多方面解决经济、生产和生活中的痛点。例如，国务院近年来正陆续通过立法推动食品安全、环境保护、医疗责任、安全生产等责任险的发展。责任险将成为中国财险继农险、大病医保之后的第三大战略业务。目前，该业务占公司保费收入的 4.9%。
- ❖ **估值近历史最低。**根据彭博市场平均预估，公司当前股价分别对应 8.28 倍/7.62 倍 2017/2018 年预测市盈率，以及 1.27 倍/1.11 倍 2017/2018 年预测市账率。预估市账率位于历史平均市账率减去 1 个标准差之下。估值吸引，但投资者应当注意今年下半年赔付率可能存在上升压力，且短期内缺乏推动股价上涨的催化因素。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
保费收入(百万人民币)	253,037	281,698	311,160
承保利润(百万人民币)	7,291	8,604	5,024
净利润(百万人民币)	15,115	21,847	18,020
每股收益(人民币)	1.061	1.473	1.215
每股收益变动(%)	39.06	38.83	-17.52
市盈率(x)	11.30	8.14	9.86
市帐率(x)	1.99	1.63	1.49
股息率(%)	2.25	2.54	2.58
权益收益率(%)	21.10	22.44	15.79
资产收益率(%)	4.41	5.56	4.02

资料来源：公司

未评级

当前股价 HK\$14.1

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话: (852) 3761 8725

邮件: xuhanbo@cmbi.com.hk

中国保险业

市值(百万港元)	209,082
3 月平均流通量(百万港元)	386.13
5 周内股价高/低(港元)	15.76/ 11.5
总股本(百万)	14,828

资料来源：彭博

股东结构

中国人民保险集团	69.0%
摩根大通集团	7.87%

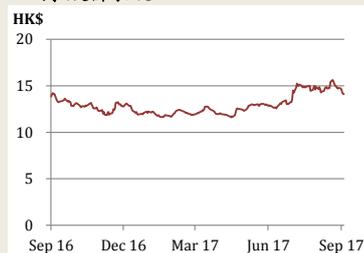
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.7%	-3.6%
3-月	10.8%	4.8%
6-月	17.6%	0.4%

资料来源：彭博

12-月 股价表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

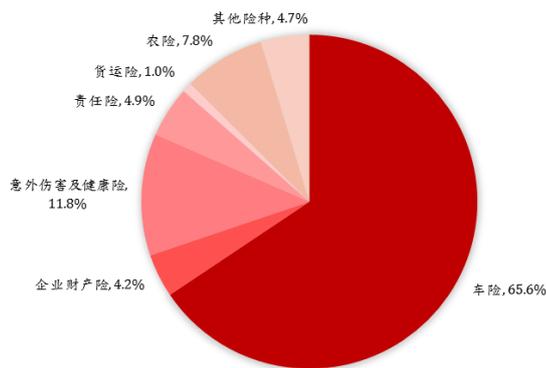
公司网站：www.epicc.com.cn

图 1: 1H17 经营业绩

(人民币百万元)	1H17	1H16	YoY change (%)	备注
总保费收入	179,683	161,893	11.0%	行业增速 13.9%；平安财 23.5%；太保财 5.7%
其中：车险保费收入	117,847	108,397	8.7%	行业增速 9.23%；平安财 13.6%；太保财 5.8%
已赚净保费	144,167	129,156	11.6%	
已发生净赔款	(87,840)	(77,726)	13.0%	
保单获取成本净额	(32,169)	(30,872)	4.2%	
其他承保费用	(14,158)	(10,459)	35.4%	
行政及管理费用	(3,484)	(3,653)	-4.6%	
承保利润	6,516	6,446	1.1%	
利息、股息和租金收入	7,785	8,002	-2.7%	股票及基金股息收入下降
已实现和未实现的投资净损失	(51)	(558)	-90.9%	可供出售股票投资扭亏为盈
投资费用	(138)	(128)	7.8%	
汇兑(损失)/收益净额	(210)	139	-251.1%	
受保人储金型存款利息	(1)	0	-	
其他收入	166	154	7.8%	
其他支出	(106)	(68)	55.9%	
财务费用	(963)	(516)	86.6%	
应占联营公司收益	2,240	157	1326.8%	以权益法计华夏银行收益
除税前利润	15,238	13,628	11.8%	
所得税	(3,155)	(2,980)	5.9%	
归属于母公司股东应占利润	12,083	10,648	13.5%	

来源：公司，招银国际

图 2: 1H17 各险种保费收入



来源：公司，招银国际

图 3: 各险种综合成本率



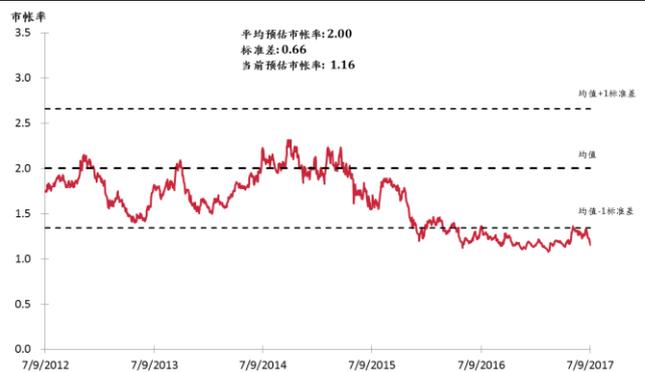
来源：公司，招银国际

图 4: 预估市盈率



来源：彭博，招银国际

图 5: 预估市账率



来源：彭博，招银国际

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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法律责任。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。