

中國財險(2328 HK)

保持財產險承保領先地位

- ❖ **2017 上半年經營業績回顧。**原保費收入同比增長 11.0%，達 1,797 億元人民幣。其中，車險保費收入為 1,178 億元，同比增長 8.7%。財產險市場佔有率達到 34.0%。由於股票投資虧損減少，損益表中的投資收益為 77 億元，同比增長 3.9%。由於上半年開始公司對華夏銀行的投資以權益法計入報表，故應占聯營公司收益，由 2016 年上半年的 1.57 億大幅上升至今年上半年的 22.4 億。淨利潤同比增長 13.5%，即多增 14.4 億元至 121 億元人民幣。總投資資產及股東權益分別達到 3,961 和 1,277 億元，自年初以來增長 4.2% 和 7.0%。公司償付能力健康：核心償付能力充足率 237%，綜合償付能力充足率 290%。
- ❖ **承保利潤保持領先。**稅前承保利潤同比增長 1.1%，達 65.2 億元人民幣。綜合成本率為 95.5%，同比提升 0.5 個百分點。賠付率提升 0.7 個百分點至 60.9%，而費用率下降 0.2 個百分點至 34.6%。賠付率的提升主要來自於車險。車險賠付率同比提升 0.6 個百分點至 59.1%，由於（1）隨著商業車險改革深化，車均保費下降；（2）汽車零部件價格上漲、維修費用及人身傷害賠償標準提高。我們認為，下半年商車二次費改持續推進、自然災害（如颱風、暴雨等）頻發，公司賠付率將持續承壓。然而，我們相信中國財險有能力保持其承保利潤領先地位。
- ❖ **將責任險視為戰略業務。**今年上半年，責任險保費收入達到 88.7 億元人民幣，同比增長 21.2%。公司認為，責任險市場巨大，並已得到政府支持，發展責任險將從多方面解決經濟、生產和生活中的痛點。例如，國務院近年來正陸續通過立法推動食品安全、環境保護、醫療責任、安全生產等責任險的發展。責任險將成為中國財險繼農險、大病醫保之後的第三大戰略業務。目前，該業務占公司保費收入的 4.9%。
- ❖ **估值近歷史最低。**根據彭博市場平均預估，公司當前股價分別對應 8.28 倍/7.62 倍 2017/2018 年預測市盈率，以及 1.27 倍/1.11 倍 2017/2018 年預測市賬率。預估市賬率位於歷史平均市賬率減去 1 個標準差之下。估值吸引，但投資者應當注意今年下半年賠付率可能存在上升壓力，且短期內缺乏推動股價上漲的催化因素。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
保費收入(百萬人民幣)	253,037	281,698	311,160
承保利潤(百萬人民幣)	7,291	8,604	5,024
淨利潤(百萬人民幣)	15,115	21,847	18,020
每股收益(人民幣)	1.061	1.473	1.215
每股收益變動(%)	39.06	38.83	-17.52
市盈率(x)	11.30	8.14	9.86
市帳率(x)	1.99	1.63	1.49
股息率(%)	2.25	2.54	2.58
權益收益率(%)	21.10	22.44	15.79
資產收益率(%)	4.41	5.56	4.02

資料來源：公司

未評級

當前股價 HK\$14.1

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中國保險業

市值(百萬港元)	209,082
3 月平均流通量(百萬港元)	386.13
5 周內股價高/低(港元)	15.76/ 11.5
總股本(百萬)	14,828

資料來源：彭博

股東結構

中國人民保險集團	69.0%
摩根大通集團	7.87%

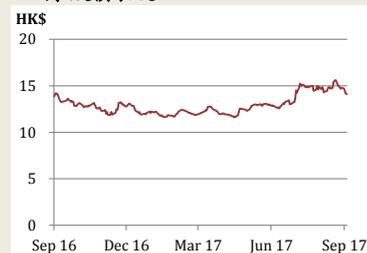
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.7%	-3.6%
3-月	10.8%	4.8%
6-月	17.6%	0.4%

資料來源：彭博

12-月 股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

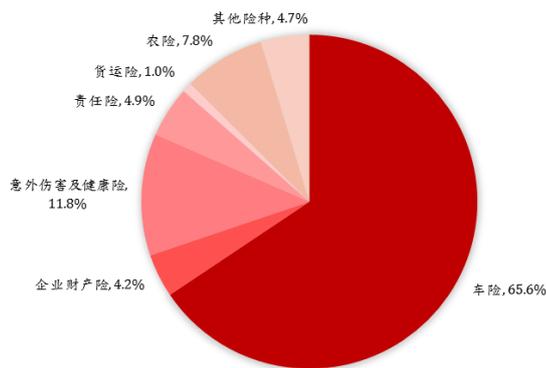
公司網站：www.epicc.com.cn

圖 1: 1H17 經營業績

(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%	

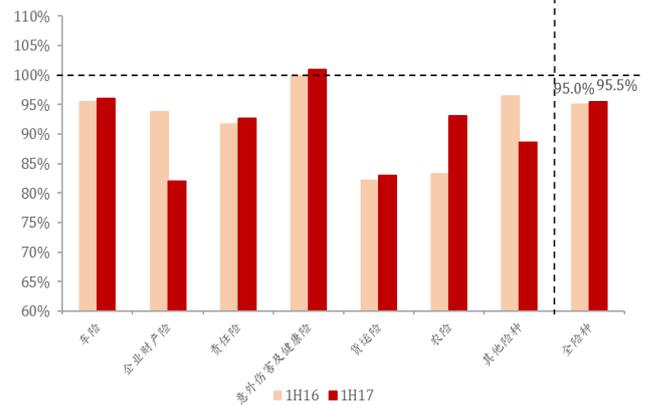
來源：公司，招銀國際

圖 2: 1H17 各險種保費收入



來源：公司，招銀國際

圖 3: 各險種綜合成本率



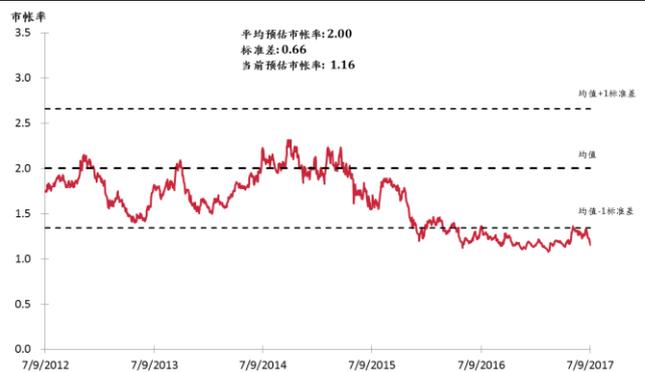
來源：公司，招銀國際

圖 4: 預估市盈率



來源：彭博，招銀國際

圖 5: 預估市賬率



來源：彭博，招銀國際

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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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责任。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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資訊，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。接收本報告之行為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。