

人保財險(2328 HK)

近期漲幅喜人，警惕承保利潤壓縮風險

- ❖ **人保財險是中國最大的財產險公司。**2016年，公司原保費收入同比增長10.5%，達3,112億元人民幣，市場佔有率33.5%，成為國內首家年度保費規模突破3,000億元人民幣的財產險公司。公司連續7年保持承保盈利，2016年綜合成本率98.1%。2017年1至5月，公司原保費收入1,449億元人民幣，同比增長9.7%。
- ❖ **車險業務：二次費改利好行業龍頭，但短期影響是多方面的。**2016年，車險業務原保費收入同比增長10.5%，達2,256億元人民幣，占公司原保費收入的73%。然而，車險業務承保利潤同比下降4.9%，至70.3億元人民幣。儘管賠付率與去年同期相比下降1個百分點，但是費用率提升1.6個百分點，使得車險業務綜合成本率上升至96.6%。對於車險公司而言，第二輪商車費改將會帶來很大不確定性。根據中國保監會預測，二次商車費改後，車險行業賠付率將會提升3.6個百分點。我們認為，二次商車費改對人保財險造成的影響是多方面的。一方面，我們相信，正如人保財險在第一輪商車費改後的表現，公司依舊有能力將賠付率維持在可控範圍之內。另一方面，短期來看，由於市場競爭加劇，公司車險業務原保費收入或將承壓，費用率或將上升。總體而言，我們認為長遠看來，第二輪商車費改將使行業領導者受益。
- ❖ **非車險業務：承保利潤可能仍將承壓。**2016年，公司非車險業務自2010年以來首次出現承保損失，損失達20億元人民幣。非車險業務費用率同比下降1.8個百分點，但賠付率同比提升7.3個百分點。費用方面，公司落實全面預算管理，實施成本領先戰略，嚴控管理費用開支。賠付方面，由於颱風、洪澇、乾旱及其他自然災害造成的損失，企業財產險賠付率同比提升9.9個百分點，而農險賠付率提升13.1個百分點。2016年，農險業務原保費收入195億元人民幣，占公司原保費收入的6.3%，然而全年承保利潤縮水至3.82億元，且2016年下半年出現承保損失。我們認為，2017年下半年非車險業務承保利潤仍將面臨考驗，但與去年同期相比可能出現改善。
- ❖ **估值較低，但股價過去一周內上漲10.6%。**根據彭博市場平均預估，公司當前股價分別對應2017年預測每股盈利的9.49倍及預測每股帳面價值的1.44倍。預估市賬率位於歷史平均市賬率1個標準差之下。估值吸引，但近期在政策利好推動下，情緒好轉，股價於過去一周內累計漲幅10.6%，短期投資風險值得警惕。

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)	12.33	8.88	10.77
市帳率(x)	2.17	1.78	1.63
股息率(%)	2.06	2.32	2.36
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\$15.00

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)	223,021
3月平均流通量(百萬港元)	380.21
5周內股價高/低(港元)	15.38/11.5
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%
美國國際集團	8.2%

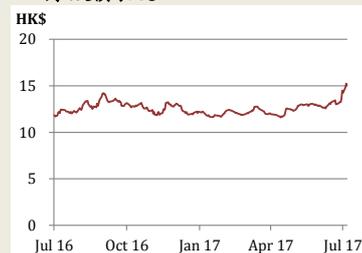
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	19.2%	20.0%
3-月	28.1%	20.3%
6-月	24.9%	9.8%

資料來源：彭博

12-月股價表現

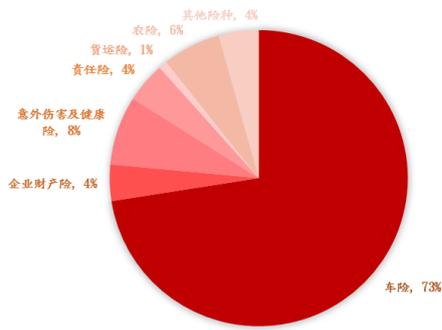


資料來源：彭博

審計師：德勤·關黃陳方會計師行

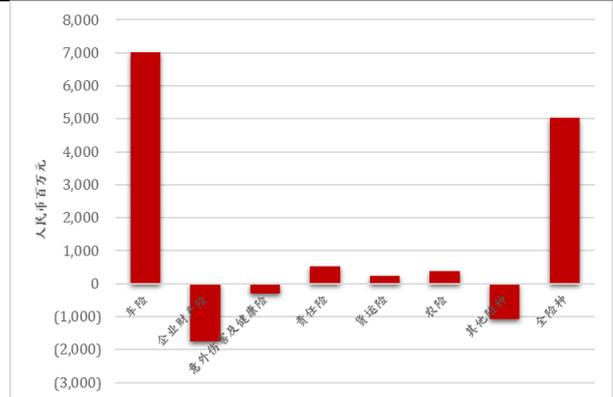
公司網站：www.epicc.com.cn

圖 1: 2016 年原保費收入 (按險種)



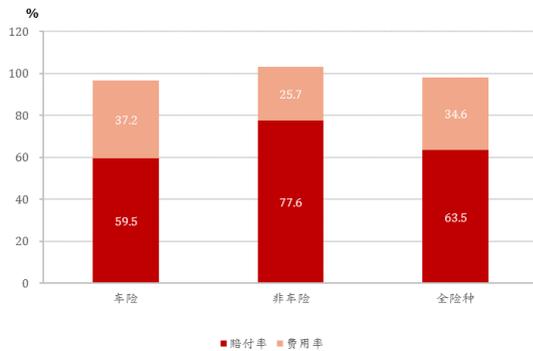
資料來源：公司，招銀國際

圖 2: 2016 年承保利潤 (按險種)



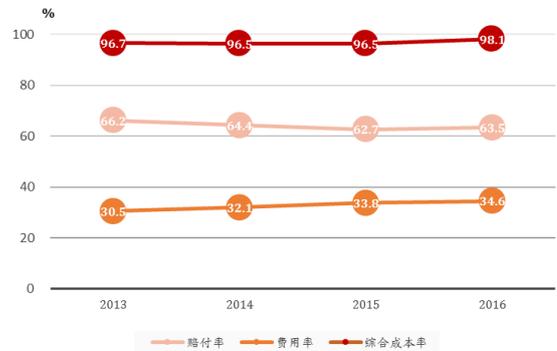
資料來源：公司，招銀國際

圖 3: 2016 年公司及車險、非車險業務賠付率及費用率



資料來源：公司，招銀國際

圖 4: 2013 至 2016 年公司賠付率、費用率及綜合成本率



資料來源：公司，招銀國際

圖 5: 預估市盈率



資料來源：彭博，招銀國際

圖 6: 預估市賬率



資料來源：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。