

收盤價: HK\$15.74

上升空間: +34.82%

目標價: HK\$21.22 ↑

保險行業

中國財險 (2328.HK)

承保盈利超預期，上調評級至買入

落后

同步

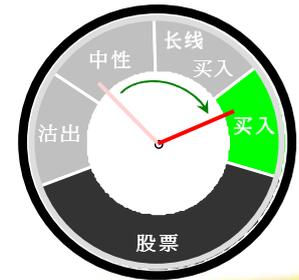
领先

財務簡報

Y/E 31 Dec	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百萬人民幣)	223,525	253,037	282,171	314,996	352,046
同比增長		13.20%	11.51%	11.63%	11.76%
淨利潤 (百萬人民幣)	10,558	15,115	18,373	19,960	21,506
同比增長		43.16%	21.56%	8.63%	7.75%
每股收益 (人民幣)	0.78	1.02	1.24	1.35	1.45
股利 (人民幣)	0.243	0.27	0.31	0.34	0.36
股息收益率	1.93%	2.14%	2.46%	2.67%	2.88%
市盈率	16.22	12.35	10.16	9.35	8.68

資料來源: 公司、交銀國際預測

- **淨利潤增長超預期。**中國財險 2014 年全年實現淨利潤 151 億元，同比增長 43.16%，超過我們之前預計的 126 億元，主要是公司車險和農險的承保盈利好於我們的預計所致；公司 2014 年末歸屬母公司的淨資產 857 億元，與上半年比增長 34.3%，扣除配股融資後，公司淨資產半年度環比增長 24.1%，符合我們的預期；
- **保費收入增長平穩，業務品質維持在優秀水平。**公司 2014 年保費收入同比增長 13.2% 至 2532 億元，符合我們的預計，總體而言，公司產品結構也保持了相對穩定；在業務品質方面，公司總體承保盈利為 72 億元，較去年同期增長 22%，綜合成本率 96.5%，由於去年同期 20 個基點；
- **車險和農險成本率超預期；**我們之前預計由於競爭加劇車險和農險的承保利潤率將大幅下降，而目前來看，公司在競爭加劇的同時較好的保持了業務品質；公司車險 2014 年承保盈利 37.9 億元，貢獻了整體承保利潤的 52%，綜合成本率為 97.7%。較 2013 年同期優化 10 個基點，主要得益於公司加強了承保管控和維修時的成本管控；公司農業險承保盈利 20.7 億元，同比增長 48%，貢獻了整體承保盈利的 28%，農險綜合成本率由 2013 年的 88.7% 下降至 83.3%，主要是 2014 年全國自然災害發生率下降，同時公司業務擴展至全國，分散了風險所致；
- **投資收益大幅提升；**公司 2014 年淨投資收益 121 億元，淨投資收益率 4.54%，同比上升 19 個基點；公司總投資收益 134 億元，同比增長 40%，總投資收益率 5.04%，同比上升 80 個基點；公司投資資產 2951 億元，較年初增長 23%；
- **上調盈利預測以及目標價。**我們將公司 2015/2016F 綜合成本率分別下調了 1.6% 和 1.3%，預測得的投資收益上調了 5.4% 和 2.9%，以反映優於我們預期的承保盈利和資本市場表現；我們將公司 2015/2016F 盈利預測分別上調了 42.1% 和 35.4%；同時我們將公司目標價上調至 21.22 港幣，對應 2015 年預期淨資產的 2.5 倍（之前為 2.2 倍），我們認為公司未來幾年 ROE 都將維持在 15% 以上的高位，完全可以支撐目標價的估值水平；
- **上調至買入的投資評級；**基於超預期的承保盈利水平，我們將公司的評級上調至買入；雖然我們依然認為公司成本率存在上行壓力，但是我們相信公司成本管控能力將使得公司成本率上行幅度小於同業，加之在 A 股逐漸走出慢牛的背景下，公司業績可能超預期。



- 中國財險公佈了 2014 年業績，承保盈利和淨利潤超預期；基於超預期的承保盈利，我們上調其盈利預測以及目標價，並將其評級上調為買入；

股份資料

52 周高位 (HK\$)	17.06
52 周低位 (HK\$)	9.72
市值 (HK\$m)	233,401
發行股數 (百萬)	4,600
日成交量 (百萬)	12.5
1 個月內變化 (%)	-5.3
年初至今變化 (%)	4.4
50 天平均價 (HK\$)	15.6
200 天平均價 (HK\$)	13.8
14 天強弱指數	50

資料來源: 公司、Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源: 公司、Bloomberg

李文兵

liwenbing@bocomgroup.com

電話: (852) 2977 9389

表一：盈利預測調整

(RMB m)			舊預測		新預測			變化	
	13A	14A	15E	16E	15E	16E	17E	15E	16E
總保費收入	223,525	253,037	283,687	320,044	282,171	314,996	352,046	-0.53%	-1.58%
已賺保費收入	182,546	211,169	228,409	257,028	229,970	256,530	286,435	0.68%	-0.19%
賠付支出	-120,902	-135,947	-158,407	-179,492	-149,773	-169,179	-191,246	-5.45%	-5.75%
手續費及備金支出	-34,437	-41,803	-39,713	-44,415	-46,575	-51,980	-58,068	17.28%	17.03%
管理費用及其他	-21,247	-26,128	-27,337	-30,926	-27,039	-29,938	-33,152	-1.09%	-3.20%
承保盈利	5,960	7,291	2,952	2,195	6,583	5,433	3,970	123.00%	147.53%
淨投資收益	9,939	12,141	13,948	16,719	14,702	17,205	19,897	5.40%	2.91%
已實現及未實現投資收益	-342	1,319	1,585	1,900	3,356	4,014	4,748	111.72%	111.29%
其他成本	-2,118	-1,310	-2,329	-2,388	-1,674	-1,703	-1,732	-28.13%	-28.68%
稅前利潤	13,439	19,441	16,157	18,425	22,967	24,949	26,883	42.15%	35.41%
稅收	-2,881	-4,326	-3,231	-3,685	-4,593	-4,990	-5,377	42.16%	35.41%
淨利潤	10,558	15,115	12,926	14,740	18,373	19,960	21,506	42.14%	35.41%
每股收益	0.78	1.02	0.87	0.99	1.24	1.35	1.45	42.14%	35.41%
								—— 絕對變化 ——	
賠付率	-66.2%	-64.4%	-69.4%	-69.8%	-65.1%	-65.9%	-66.8%	4.2%	3.9%
備金率	-18.9%	-19.8%	-17.4%	-17.3%	-20.3%	-20.3%	-20.3%	-2.9%	-3.0%
管理費用及其他比例	-11.6%	-12.4%	-12.0%	-12.0%	-11.8%	-11.7%	-11.6%	0.2%	0.4%
綜合成本率	-96.7%	-96.5%	-98.7%	-99.1%	-97.1%	-97.9%	-98.6%	1.6%	1.3%

資料來源：公司年報、交銀國際

交銀國際

 香港中環德輔道中68號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於12個月內上升超過20%

長線買入: 預期股價於12個月以上時間上升超過20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於12個月內下跌超過20%

行業評級

領先: 預期行業指數於12個月內超過大市漲幅10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於12個月內落後大市漲幅10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

銀行/網絡新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

非必需品消費

黃文嫻 (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱曉滌 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消費

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

醫藥生物

劉一賀 (852) 2977 9387 milo.liu

保險及證券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

張雨璿 (852) 2977 9250 yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

毅馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

謝騏聰 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展(控股)有限責任公司、奧星生命科技有限公司及北京汽車股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海複星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。