

# 中国财险 (2328.HK): 2017 年年报点评

## 综合成本率改善, 盈利空间开启

买入 (维持)

2018 年 03 月 24 日

首席证券分析师 丁文韬

执业证书编号:

S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199760

maxy@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业证书编号:

S0600515050002

wangwy@dwzq.com.cn

证券分析师 胡翔

执业证书编号:

S0600516110001

hux@dwzq.com.cn

**事件:** 公司发布 2017 年年报, 实现归母净利润 198.07 亿元, 同比增长 9.92%, 对应 EPS 为 1.336 元/股; 归母净资产 1331.07 亿元, 较年初增长 11.57%, 对应 BVPS 为 8.98 元/股; 全年总保费收入 3503 亿元, 同比增长 12.6%; 全年综合成本率 97%, 承保利润 92.95 亿元, 同比增长 85%。

### 投资要点:

■ **财产险盈利周期鲜明, 综合成本率改善推动承保利润步入上行通道:** 公司全年承保利润高弹性增长 85%, 主要源于: 1) 综合成本率显著下降 110BP 至 97%, 受益于车险综合成本率优化 30BP 至 96.4% (商车费改深化导致报案率、出险率降低, 印证我们前期预判), 同时非车险整体承保利润由 2016 年的 -20 亿元大幅提升至 +5.5 亿元; 2) 经济回暖驱动非车险保费增长 18.2%; 3) 2016 年承保利润同比低基数。考虑财产险行业盈利具有明显周期性, 我们判断公司综合成本率将持续优化, 预计承保利润将步入上行周期。不过, 公司整体业绩仅增长 9.92%, 较上半年增速 (13.5%) 趋缓, 主要系财务费用增长 65% (2016 年末新发行 150 亿资本补充债所致) + 所得税支出大幅增加 (税前利润增速 21%)。

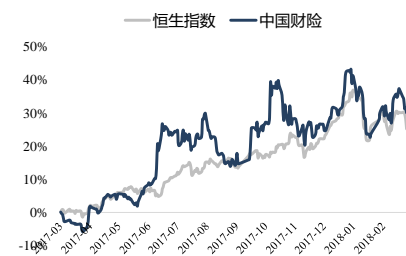
■ **保费端车险基石长期稳健+非车险提升增速弹性, 投资收益向好:** 公司 2017 年总保费收入同比增长 12.6% 至 3503 亿元, 增速较 2016 年回升, 其中: 1) 车险总保费增长 10.5% 至 2492 亿元, 虽然新车销量趋缓的长期趋势下保费增速预计保持低位, 但刚性的需求及公司不断提升的销售和服务能力将保障车险业务基石地位; 2) 非车险近年来持续增长, 2017 年意外伤害险总保费高速增长 30.8% 至 306 亿元, 未来险种多元化、销售渠道专业化将成为财产险业务发展趋势。投资端, 公司全年投资收益增长 2.9% 至 153.8 亿元, 作为财产险公司投资相对稳健 (2013~2017 年总投资收益率均值 4.9%), 市场行情向好时能够带来高弹性增量盈利。

■ **商业车险三次费改启动, 保监会严格管控费用率倒逼龙头盈利提升:** 2018 年 3 月保监会下调四川等七省市商业车险费率浮动系数, 标志着车险“三次费改”启动。我们判断, 随着费改深化, 其影响将有所分化, 行业龙头竞争力有望提升, 主要源于: 1) 市场集中度提升, 2018 年 1 月行业保费 CR3、CR5 已升至 65.3%、74.2%, 公司 1~2 月保费增长 20.1% 至 638 亿元, 增速领先行业 (平安、太保增速均为 18%), 市场份额有望确立向上拐点。 2) 保监会年初以来大力整治财产险市场乱象, 频繁开出高额罚单禁止“费用返还、不当营销”等恶性竞争, 对费用率的严监管长期利好行业健康发展, 短期内中小公司保单销售承压, 具有品牌、服务、渠道等优势的龙头相对受益, 有望实现保费增速提升+综合成本率稳中向好。

■ **投资建议:** 公司作为产险龙头, 综合成本率企稳向好, 车险费改深化或推动公司市占率迎来向上拐点, 保费增速有望领先。预计公司 2018、2019 年分别实现归母净利润 251.9、289.9 亿元, 目前市值约 1.23 倍 2018PB, 估值位于历史低位 (历史估值中枢约 2.5 倍 PB), 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 宏观经济持续低迷造成产险保费增速下滑; 2) 车险费改造成竞争加剧及利润下滑; 3) 意外灾害事件发生造成行业承保亏损。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (港元)	15.64
一年最低/最高价 (港元)	11.24/17.40
市净率 (倍)	1.40
流通 H 股市值 (百万港元)	71,937
备注汇率: 估值数据按照 1 港元=0.8062 元人民币汇率计算	

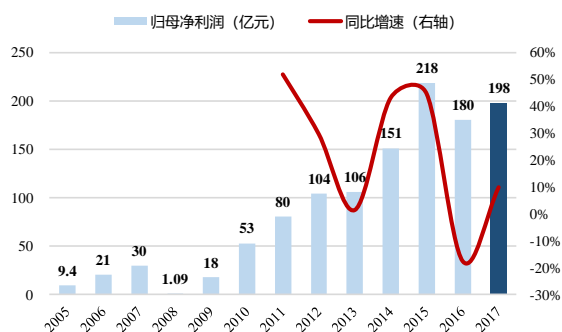
### 基础数据

每股净资产 (元)	8.98
资产负债率 (%)	74.62
总股本 (百万股)	14,829
流通 H 股 (百万股)	4,600

### 相关研究

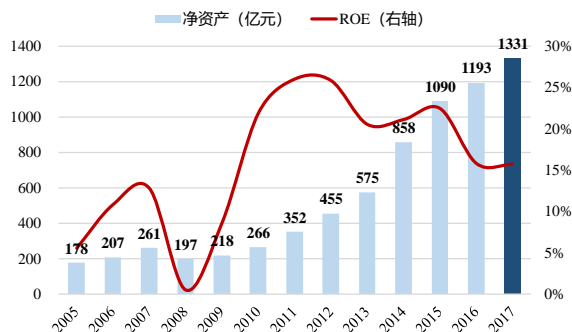
- 1、中国财险: 财险核心资产, 保险价值洼地, 20180119
- 2、中国财险: 产险龙头恒强, 盈利高弹性增长可期, 20171122

图表 1：2005~2017 年公司归母净利润及增速



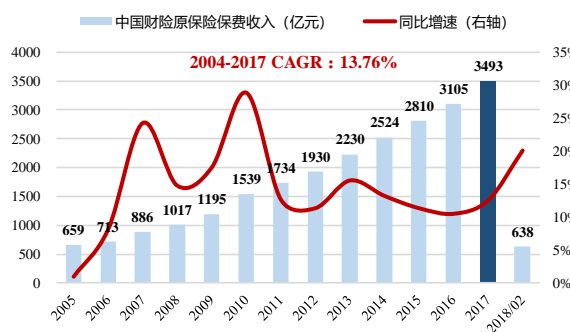
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：2005~2017 年公司归母净资产及 ROE



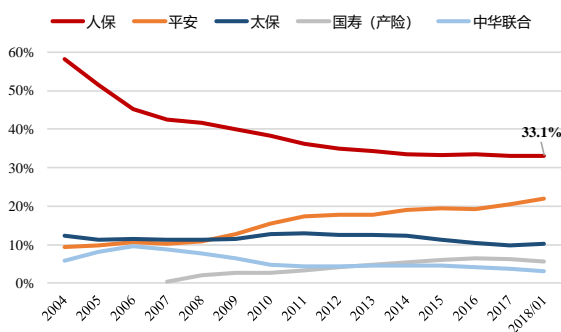
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：2005~2018/02 公司原保险保费收入



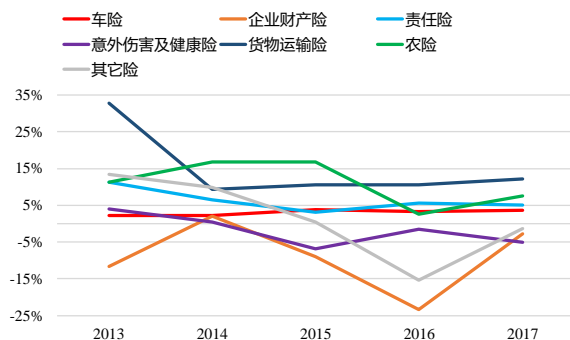
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：2004~2018/01 年车险行业市场份额



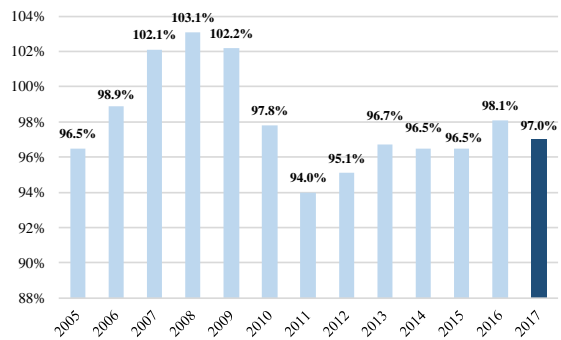
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5：2013~2017 年公司各险种承保利润率



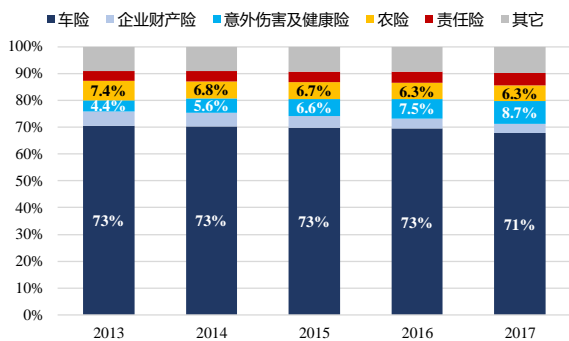
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6：2005~2017 年公司综合成本率



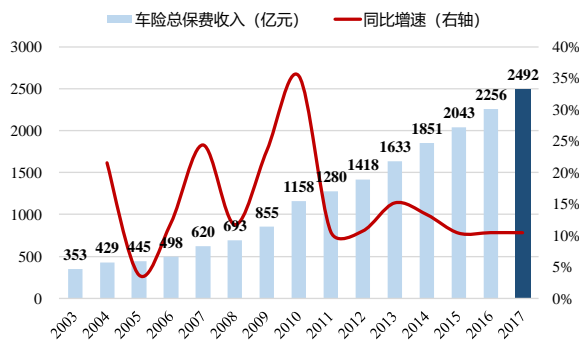
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 7: 2013~2017 年公司各险种业务保费收入结构



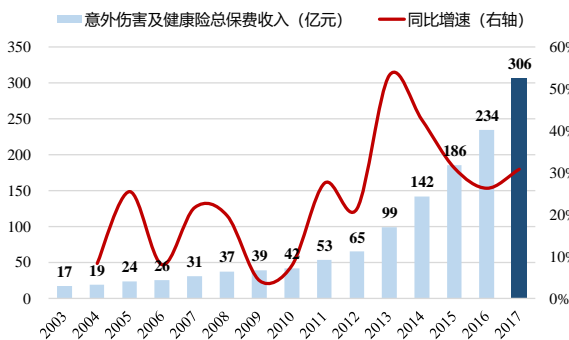
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 8: 2003~2017 年公司车险保费收入及增速



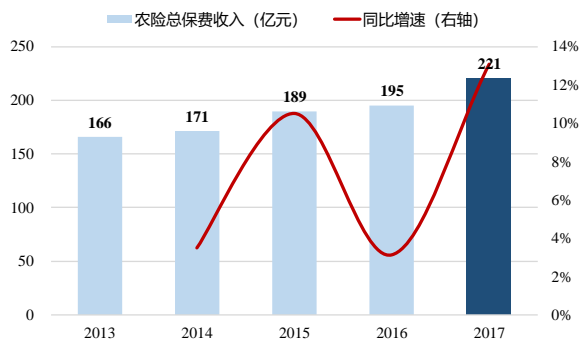
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 9: 2003~2017 年公司意健险保费收入及增速



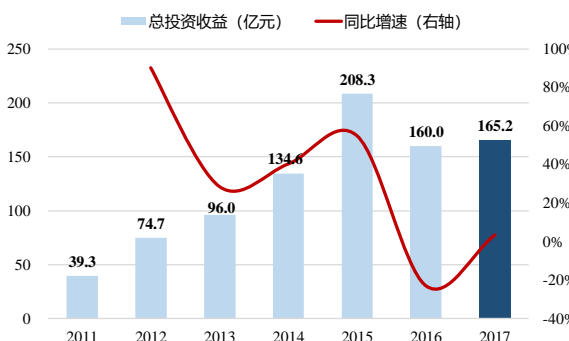
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 10: 2013~2017 年公司农险保费收入及增速



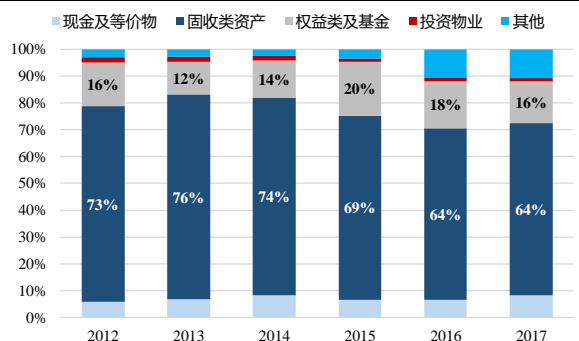
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 11: 2011~2017 年公司总投资收益及增速



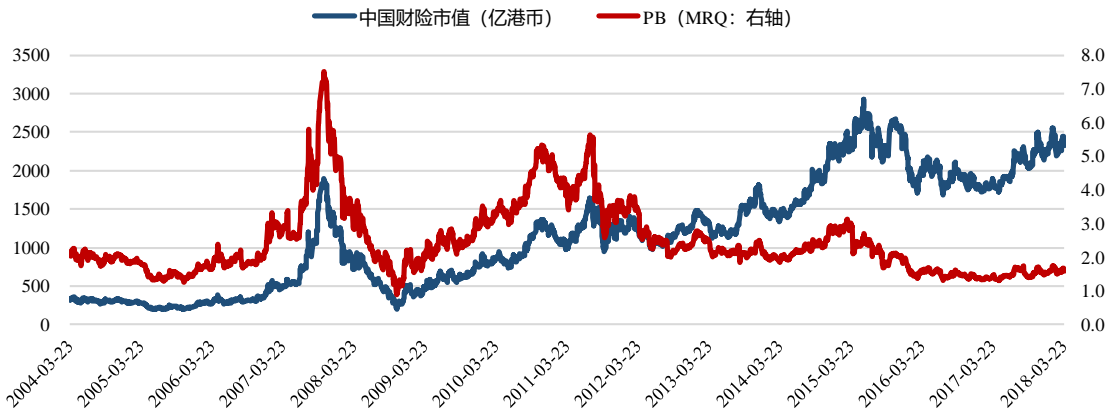
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 12: 2012~2017 年公司投资资产配置结构



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 13：中国财险历史市值及估值水平



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 14：中国财险盈利预测及估值

单位：人民币百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总保费收入	281,698	311,160	350,314	403,348	459,990	521,501
总保费收入增速	11.33%	10.46%	12.58%	15.14%	14.04%	13.37%
已赚净保费	244,567	270,261	309,076	348,690	397,355	449,406
承保利润	8,604	5,024	9,295	13,346	16,021	18,794
综合成本率	96.48%	98.14%	96.99%	96.17%	95.97%	95.82%
归属于母公司股东净利润	21,847	18,020	19,807	25,190	28,989	33,598
归属于母公司股东净利润增速	44.54%	-17.52%	9.92%	27.18%	15.08%	15.90%
归属于母公司股东净资产	108,946	119,306	133,107	152,000	173,741	201,540
EPS	1.47	1.22	1.34	1.70	1.96	2.27
BVPS	7.35	8.05	8.98	10.25	11.72	13.59
P/E (H股)	8.56	10.38	9.44	7.42	6.45	5.56
P/B (H股)	1.72	1.57	1.40	1.23	1.08	0.93

资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

