国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

保险

中国再保险（1508）

国际领先的再保险业务解决方案提供商

——中国再保险首次覆盖报告

	刘欣琦(分析师)	严哲铭(研究助理)
	021-38676647	021-38674624
	liuxinqi@gtjas.com	yanzheming@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880117100120

评级:	增持
当前价格（港元）:	1.25

2019.12.12

交易数据

52 周内股价区间（港元）	1.21-1.81
当前股本（百万股）	42480
当前市值（百万港元）	52675

本报告导读:

公司在专注“一三五”战略，拓展国际化业务背景下，各个业务条线盈利能力均有望改善，ROE 有望显著提升，进一步提升估值水平。

摘要:

- **给予目标价 1.86 港元每股，首次覆盖给予“增持”评级:** 中国再保险全面推进“以再保险业务为核心，国际化业务为突破抓手”的战略。公司不同业务板块有望出现 ROE 边际改善，将协同拉动总体 ROE 稳步攀升，提升公司整体估值。预测中国再保险 2019-2021 归母净利润为 61.22 亿元，71.41 亿元和 83.66 亿元，通过可比估值法和 ROE/PB 估值法，给予目标价 1.86 港元每股 ，首次覆盖给予“增持”评级。
- **再保险业务为核心，国际化业务为突破抓手:** 公司目前专注“一核心、三突破、五跨越”战略，聚焦核心再保险业务，以国际化为突破重点。我们预计随着公司全球国际化战略布局的推进，境外业务占比将持续提升，有望提升再保险盈利能力，且全球布局提高风险分散程度，将降低公司盈利的波动性。
- **各板块 ROE 有望边际改善，推动整体估值提升:** 随着国际化战略的推进，中再产险的国际业务占比逐步提升，这将降低单一市场的风险集中，进一步提升中再产险的承保盈利能力，从而提高中再产险的整体 ROE 水平；稳健增长的保障型产品占比提升，将优化中再寿险的业务结构，给中再寿险的 ROE 水平提升带来机会。随着战略投资者一次性补充资本的利用效率提高和车险综合成本率的显著改善，大地财险的 ROE 有望回升至历史中枢水平。不同业务板块将协同拉动总体 ROE 提升。
- **催化剂:** 公司 ROE 指标出现显著改善
- **风险提示:** 利率下行；境内发生巨灾风险

财务摘要（百万元）	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	86677	105336	122257	143060	168731	202388
(+/-)%		*21.5%*	*16.1%*	*17.0%*	*17.9%*	*19.9%*
毛利润	6402	6951	5085	7938	9262	10844
归母净利润	5,146	5,256	3,730	6,122	7,141	8,366
(+/-)%		*2%*	*-26.9%*	*64.1%*	*16.6%*	*17.2%*
PE	10.07	9.86	13.89	8.47	7.26	6.19
PB	0.73	0.70	0.66	0.62	0.59	0.56

目录

1. 结构成熟的老牌再保险行业龙头 3
1.1. 再保险国有险企：历史悠久，推进国际化 3
1.2. 从多元化战略的推进到“一三五”战略的落地 3
2. 中国再保险商业模式分析 7
2.1. 中再财险：财险公司的风险管理服务提供者 7
2.2. 中再寿险：直保公司的风险管理、资产管理和资本管理服务提供商 12
2.2.1. 负债风险管理：保障型产品替寿险公司分散承保风险 13
2.2.2. 资产收益管理：储蓄类业务多元化公司盈利能力 14
2.2.3. 资本管理：财务再保险协助保险公司进行资本管理 15
2.3. 大地财险：财险直保业务市场排名靠前 17
3. 业绩预期：结构质量双优化，提升 ROE 19
3.1. 财产再保险：国际化、创新业务和协同效应叠加 20
3.1.1. 国际业务兴起，有利于产险 ROE 提升 20
3.1.2. 创新型业务占比快速提升，抢占市场先机 21
3.1.3. 境内外业务协同联动，促进产品创新和业务创新 22
3.2. 寿险再保险：受益于业务结构改善及健康险政策红利 23
3.2.1. 保障型产品占比提升带来 ROE 提升 23
3.2.2. 重大疾病发生率表修订对人身再盈利能力的改善 25
3.3. 直保：大地财险资本金充分使用后的 ROE 提升 26
3.4. ROE 预期：有望回归 8%左右中枢 26
4. 中再估值 27
5. 风险提示 28

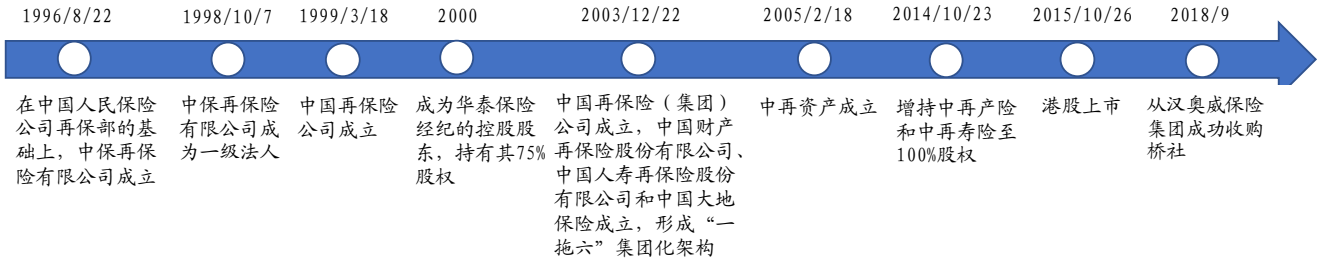
1. 结构成熟的老牌再保险行业龙头

1.1. 再保险国有险企：历史悠久，推进国际化

中国再保险前身是中国人民保险公司再保险部，经营历史悠久。1996 年，中国人民保险公司改组为中国人民保险（集团）公司，中保再保险有限公司在中国人民保险公司再保部的基础上成立。1999 年 3 月，中国再保险公司成立，实现了向现代商业再保险公司的转变。2003 年 12 月经过重组改制，中国再保险（集团）公司成立，中国财产再保险股份有限公司、中国人寿再保险股份有限公司和中国大地保险成立，集团分别持有其 45%，45.1%，60%的股份，加上旗下的中再资管、中国保险报业司和华泰保险经纪，搭建起了“一拖六”集团化架构。2005 年，中再资产成立，集团持有其 50.1%股份，完善了集团资产管理业务架构；2007 年 10 月整体改制为中国再保险（集团）股份有限公司，成为亚洲最大再保险集团，而财政部和中央汇金分别持有公司注册资本的 14.5%和 85.5%。2012 年，集团增加注册资本，财政部和中央汇金的持股比例分别为注册资本的 15.09%和 84.91%。2015 年 10 月 26 日，中再于香港联合交易所有限公司主板挂牌交易，成功登陆香港资本市场，成为上市公司，股票代码为 01508.HK；同年，中再资产设立中再资产香港。

国际化战略稳步推进，海外业务蓬勃发展。1999 年开始，中再集团陆续成立了伦敦代表处、香港代表处和纽约代表处。2016 年 7 月，设立了新加坡分公司。2018 年 9 月，中再集团以 8.65 亿美元从汉奥威保险集团成功收购桥社，促进国际市场的扩张。集团资本实力雄厚，和中再产险、中再寿险两家子公司首次获得标准普尔的“A+”级财务实力评级和发债人信用评级。

图 1：公司从 1996 年成立，已发展成为国内再保险行业领军龙头



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

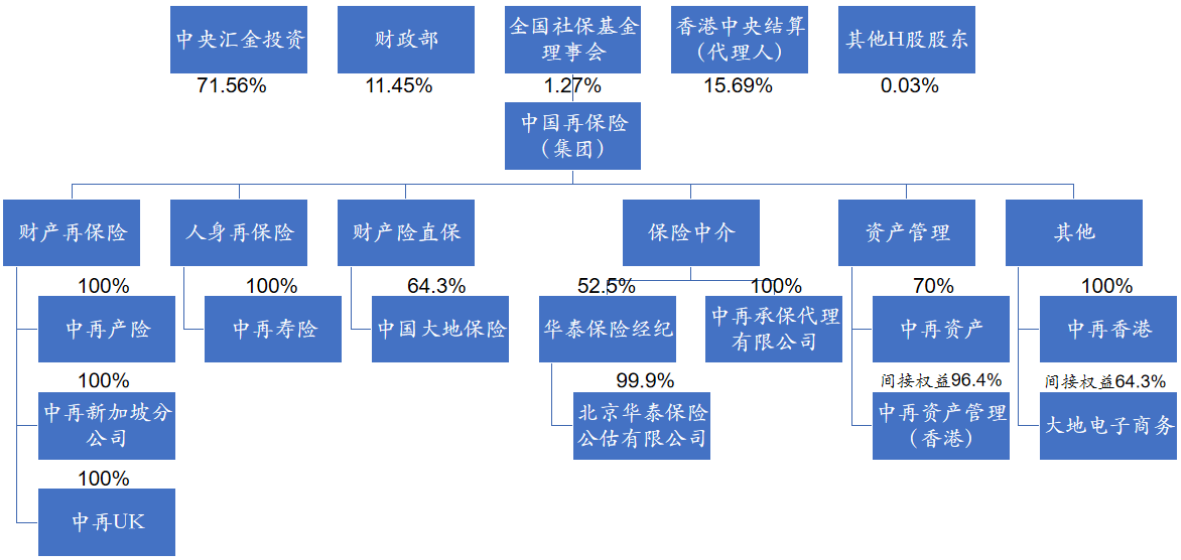
1.2. 从多元化战略的推进到“一三五”战略的落地

中国再保险（集团）股份有限公司由中华人民共和国财政部和中央汇金投资有限责任公司发起设立，注册资本人民币 42,479,808,085 元，其中中央汇金投资有限责任公司持内资股 71.56%，其次是持有 66.66 亿 H 股的香港中央结算（代理人）有限公司，持股比例约为 15.69%，财政部持内资股 44.68 亿股，占比 11.45%。

经过多年发展，公司旗下主要子公司包括中再产险、中再寿险、中国大地保险、中再资产、华泰保险经纪、中再 UK 公司以及中再承保代理有限公司。中再集团主要通过中再产险经营境内财产再保险业务，通过中再产险、新加坡分公司和中再辛迪加 2088 经营境外财产再保险业务，通

过中再寿险经营境内外人身再保险业务，通过中国大地保险经营财产险直保业务，通过中再资产对保险资金进行集中化和专业化运用与管理。此外，中再集团委托中再产险经营境内外财产再保险存续业务以及核共体业务，委托中再寿险经营境内人身保险存续业务。

图 2：中再集团形成了稳固的集团“一拖六”组织架构



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

从公司目前各项的业务结构来看，人身再保险、财产再保险和财产险直保是公司主要的利润和价值贡献来源。其他分部主要包括通过战略、风险管理、精算、财务、法律、人力资源等职能为本集团的业务发展提供管理和支持的总部及本集团提供的保险经纪业务及其他业务。

表 1：中再各项业务中，人身再、财产再和财产险直保为主

2018 年	人身再保险	财产再保险	财产险直保	资管及其他
收入占比	42.50%	24.11%	33.03%	0.36%
利润占比	31%	39.33%	23.29%	6.49%
总资产占比	42.10%	29.07%	19.17%	9.67%
净资产占比	24.95%	24.63%	28.90%	21.51%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究，

2011 年，公司管理层提出中再集团“十二五”时期改革发展新思路：在做强做优再保险主业的基础上发展直保业务，促进多元化；提升集团管理效率；努力提升资产管理水平。我们认为，公司这一战略的核心是发展围绕再保险的多元化保险业务，同时通过国际化扩张，分散单一再保险业务过于集中的风险。

表 2：中再财产险直保业务（人民币亿元）市场排名靠前

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
行业排名	5	6	6	6	6	6	6	6	5
市场份额	3.40%	3.40%	3.20%	3.10%	3.01%	3.20%	3.45%	3.52%	3.61%
直保保费收	138.16	162.55	179.01	198.46	224.59	266.85	320.71	372.68	426.22

入									
年增长率	——	17.65%	10.13%	10.87%	13.17%	18.82%	20.18%	16.20%	14.37%

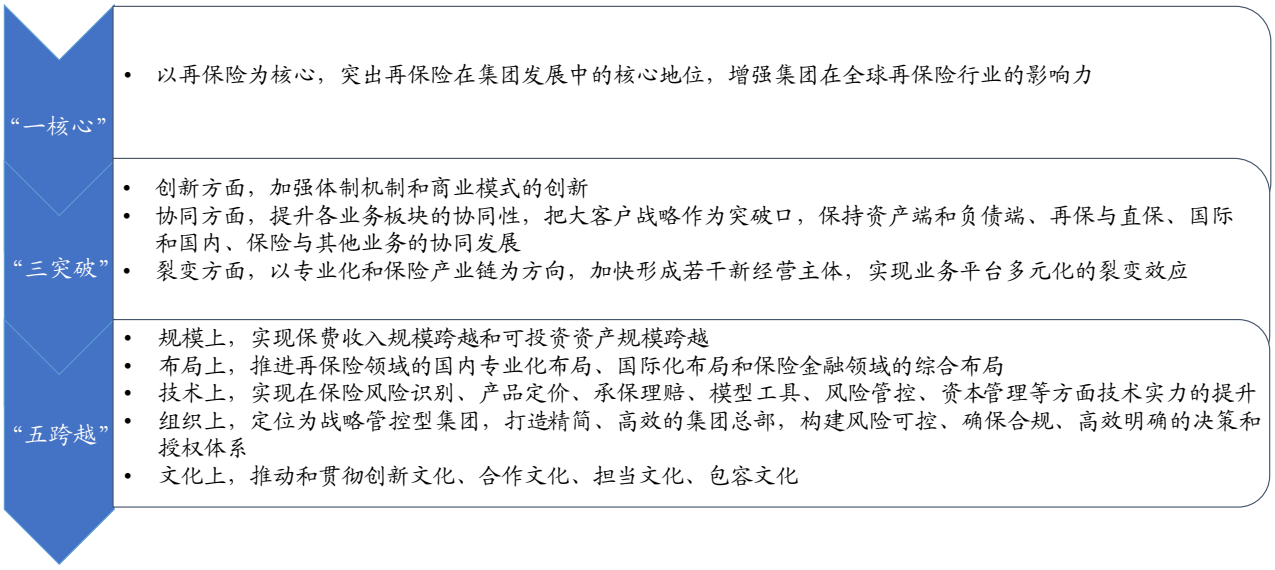
数据来源：公司年报，中国保监会，国泰君安证券研究

在“十二五”战略期间，财产险直保业务逐年稳健增长，行业排名保持在第 6 名，市场份额也较为稳定。在保证核心业务占领主导地位的前提下，实现了直保等多种业务同步发展，促进业务多元化。

2016 年，公司管理层重新制定了“一核心、三突破、五跨越”战略；推进大客户战略、资负协同战略、科技支持业务发展、优化集团系统体制机制等多项重大战略任务。

相对于十二五规划战略，公司 2016 年-2018 年的战略更为强调突出再保险的核心地位，增强集团在全球再保险行业的影响力，作为对国家政策和战略任务的落实。新阶段的公司战略强调创新、协同和裂变，在前期大力发展直保和资管业务后，集团更希望不同业务之间能够产生协同效应。除此之外，集团致力于在规模、布局、技术、组织和文化五大维度实现跨越。从集团的考核落地指标方面，这一阶段注重合并保费规模、可投资资产规模、再保险领域国际化布局等指标。

图 3：中再集团制定“一三五”战略，突出再保险业务的核心位置



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 3：再保险业务总保费收入占比在 2018 年达到 50%以上

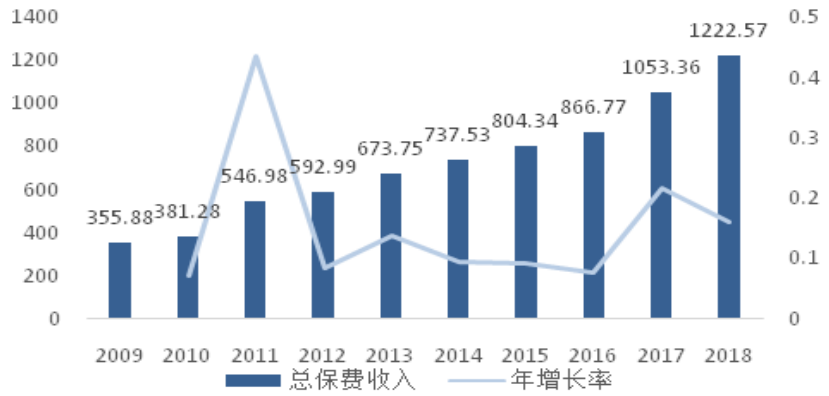
年份	2014	2015	2016	2017	2018
人身再保险占比	15.5%	12.4%	20.3%	25.1%	24.0%
财产再保险占比	50.0%	48.6%	35.2%	31.0%	31.5%
再保险业务占比	65.4%	61.1%	55.6%	56.1%	55.5%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究。注：人身再保险业务占比为去除其中境内财务再保险部分后的比重。

在综合金融盛行的时期，出于国家政策和国家战略任务的考量以及再保险业的增长空间，中再选择坚持核心业务再保险，专注一个核心发展。

自“一核心”战略提出以来，再保险业务占比总体呈增长趋势。

图 4:总保费规模持续扩张（人民币亿元）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

近三年来中再集团实现了保费收入规模上的跨越，近三年总保费复合年增长率为 18.8%，2018 年总保费增速为 16.1%，高于行业增速 12.2 个百分点；核心业务保费复合年增长率为 15.0%，核心业务保费增速 12.6%，高于行业增速 8.7 个百分点，实现逐年保费规模稳健扩张。

在公司一三五战略的落地过程中，由于公司业务聚焦核心业务再保险，为了能够在目前已经占据市场领先地位的再保险业务上进一步突破，公司把落实战略的抓手落地在提高再保险业务国际化之上。

从 2016 年“一三五”战略的提出至今，中再集团积极推动布局跨越，推进了国际化布局，国际和国内业务协同发展。在境外财产再保险业务方面，亚洲地区总保费收入占比逐年增高，周边国家财产再保险市场开拓较为迅速，2018 年财产再保险境外业务同比增长 22.9%。同时，人身再保险境内保障型业务同比增长 35.9%；财产险直保非车险业务同比增长 44.7%。

表 4：再保险业务境外市场占比逐年增高（人民币亿元）

	2017		2018	
	财产再保险	人身再保险	财产再保险	人身再保险
境外市场总保费收入	33.74	43.78	41.49	54.72
总保费收入	252.39	443.11	289.47	524.54
占比	13.37%	9.88%	14.30%	10.43%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2018 年 9 月 13 日，中再集团以 8.65 亿美元从汉奥威保险集团成功收购桥社，此次收购可以获取新业务增长点，提高境外业务占比，提高风险分散全球化。桥社总部位于伦敦，是拥有良好承保能力的全球性再保险承保公司和特种险专家，利于建设“一核心”；它在全球多地设有海外机构，同时拥有劳合社第 11 大辛迪加 1084 和世界领先的核保险辛迪加 1176 以及横跨四大洲的承保团队，覆盖以美欧市场为主的国际业务，可

以助力完善全球布局。2017 年桥社保费规模 12 亿美元，业务范围涵盖 45 个险种，它的政治险、信用险、能源险以及核保险方面处于领先地位。2015 年-2017 年的财务数据表明，中再收购桥社的行为能够增加 30%以上的总保费规模和 25%左右的已赚保费。因此，并购桥社是公司一三五战略下，提升再保险业务国际化程度的重要举措。

表 5：并购桥社显著提升了财产再保险国际化程度（单位：美元百万元）

年份	2015	2016	2017
总保费收入	1,322	1,107	1,245
侨社总保费/中再财险总保费%	42%	34%	34%
已赚净保费	889	816	849
侨社总保费/中再财险总保费%	27%	26%	24%

数据来源：桥社官网，国泰君安证券研究

2. 中国再保险商业模式分析

由于公司的主要利润来自于中再财险、中再寿险和财产险直保三个分部，因此我们对于公司的商业模式拆解，主要聚焦上述三个板块，通过解释商业模式，再对业务的盈利进行财务上的拆解。

2.1. 中再财险：财险公司的风险管理服务提供者

中国财产再保险有限责任公司于 2003 年 12 月 15 日成立，是中再保旗下专业经营财产再保险业务的子公司，成立之初中再保持有其 45%股份。2014 年 9 月经保监会批准，中国再保险（集团）股份有限公司增持中国财产再保险股份有限公司至 100%股权。2018 年，中再产险财务状况稳健，获得贝氏“A”评级和标普全球评级“A”评级。

中国再保险的财产再保险业务，可以分为境内财产再保险、境外财产再保险（其中包含桥社英国主体收购后的财务数据）、核共体业务以及其他存续业务。公司通过旗下境内外子公司和桥社分别开展上述业务。

2015 至 2018 年，中再产险的利润和 ROE 水平持续下降，主要源于国内机动车辆险业务利润的下滑。2018 年，中再产险境外业务占比仍相对较低，我们认为，随着中再产险国际化战略的推进，利润和 ROE 水平的提升空间较大。

表 6：2015-2018 年中再产险利润和 ROE 整体趋稳

年份	2015	2016	2017	2018
利润（亿元）	30.81	18.50	12.96	12.05
ROE	18.66%	9.60%	6.45%	5.89%

来源：公司年报，国泰君安证券研究

在中国再保险的利润收入占比中，再保险业务占到 50%以上（未能剔除合并抵消影响），而在再保险业务中，财产再保险的占比又超过人身再保险，是公司的主要净利润贡献业务。

以 2019 年上半年为例，财产再保险分部总保费收入 230.33 亿元。其中境内财产再保险分保收入 149.14 亿元，境外财产再保险及桥社业务总保费收入（不考虑分部内抵消）84.61 亿元，财产再保险为主要部分。

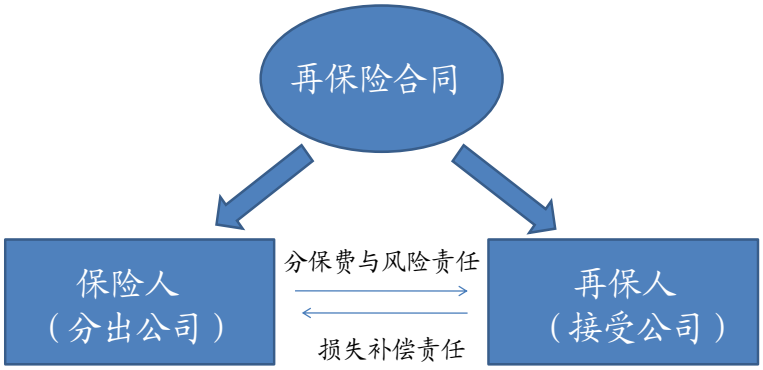
表 7：中再财险分部中，以境内财产再保险分保收入为主（百万元）

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
境内财产再保险分保收入	292.96	296.32	217.92	218.62	249.7	149.14
境外财产再保险总保费收入（不考虑分部内抵消）	13.57	16.04	27.46	33.74	41.49	

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

再保险是对保险公司承担的风险责任进行保险的业务，保险公司通过签订再保险合同，支付合同约定的分保费，将其承保风险和责任部分转嫁给再保险公司，从而实现了其业务经营的稳定性。

图 5:再保险业务本质是针对保险公司的保险业务



数据来源：国泰君安证券研究

中国再保险在上述业务中，主要承担的是帮助保险公司承担风险，并且辅助进行风险管理的职能。对于中国再保险的客户（分出保费的保险公司）而言，由于承保风险存在偶然性，每年的赔付率都可能因为一些突发因素出现波动，造成承保利润的不稳定性。再保险公司通过在客户出现重大损失的年份提供理赔分担，替保险公司实现了更为均衡的利益分布。此外，由于再保险公司接受不同保险公司的分保业务，从而也实现了在不同分出保费主体间的风险分散。从这个意义上而言，中国再保险公司的财产再保险业务，协助其客户（财险公司）进行了风险的再分配和更有效的管理。

这样的风险分担带来显而易见的好处：财险保费分出方由于获得了更为均衡的承保利润预期，其承保能力有了显著提升，承保业务量上限更高，在规模效应下，承保盈利能力获得了进一步提升。另外，有了再保险业务的保障，投保人对于保单的安全性更为信任（尤其是对于大额保单）。

而对于中国再保险公司而言，通过承担不同财险公司的分保业务，能够专精风险管理，在学习和借鉴风控能力之后，再输出到风控能力较弱的财险公司，降低其综合成本率，实现双赢。

具体细分到险种上，中国再保险的境内财产再保险业务具备各险种均衡发展的特征。截至 2019 年中期，占比最高的为机动车辆险的再保险业务

（占比 33.1%），其余为企业财产险（18.3%）、农业险（18.2%）、责任险（12.8%）。

表 8：2014-2018 年中再财险的各险种中车险、企业财产险和农险规模靠前（百万元）

年份	2014	2015	2016	2017	2018
机动车辆险	17491	18151	9427	9003	8705
企业财产险	4354	4007	4214	3996	4740
农业险	3227	3227	3715	3665	3840
责任险	1455	1571	1750	2207	2996
工程险	983	1067	989	1182	1687
其他险种	1786	1609	1697	1809	3002
合计	29296	29632	21792	21862	24970

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 9：2014-2018 年中再财险的各险种保费收入比例中，非车险业务占比逐步提升

年份	2014	2015	2016	2017	2018
机动车辆险	59.7%	61.3%	43.3%	41.2%	34.9%
企业财产险	14.9%	13.5%	19.3%	18.3%	19.0%
农业险	11.0%	10.9%	17.0%	16.8%	15.4%
责任险	5.0%	5.3%	8.0%	10.1%	12.0%
工程险	3.4%	3.6%	4.5%	5.4%	6.8%
其他险种	6.0%	5.4%	7.9%	8.2%	11.9%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

我们对中再财险的板块盈利能力指标（ROE）拆分如下：
ROE=税前净利润（1-所得税率）/净资产
税前净利润=承保盈利+投资收益+其他

其中：

承保盈利=境内财产再已赚保费*（1-综合成本率）+境外财产再已赚保费*（1-综合成本率）+桥社已赚保费（1-综合成本率），其中已赚保费根据总保费比例进行拆分。

投资收益=期初期末投资资产*投资回报率

其他为税前净利润-承保盈利-投资收益后的残差项（桥社商誉摊销及并购贷款利息等收入支出项）

表 10：根据不同业务的综合成本率和已赚保费比例，拆分其承保盈利（2019 H，百万元）

境内已赚保费	13,126	*	1-境内综合成本率	1-99.62%	=	境内承保盈利	49.9
境外已赚保费	2,259		1-境外综合成本率	1-96.57%		境外承保盈利	77.5
桥社已赚保费	3,107		1-桥社综合成本率	1-94.17%		桥社承保盈利	181.1

注：桥社 2019H 已赚保费为披露项，境内外已赚保费根据总保费比例测算
数据来源：公司 2019 年中报，国泰君安证券研究

图 6：中国再保险财产再业务的利润结构可以拆分为承保盈利、投资收益和其他（百万元）

	税前净利润	1,371					
=	承保盈利	309	+	投资收益	1,208	+	其他	−146
	境内财产再已赚保费*（1−综合成本率） +境外财产再已赚保费*（1−综合成本率） +侨社已赚保费（1−综合成本率）			期初期末投资资产*投资收益率			税前净利润−承保盈利−投资收益	

注：根据财报披露投资收益和期初期末投资资产可以测算出投资收益率；“其他”部分为公司 2018 年并桥社的商誉摊销和财务费用支出

数据来源：公司 2019 年中报，国泰君安证券研究

通过 ROE 拆解之后，我们再和龙头财险公司（中国财险、平安财险）进行对比，发现再保财险业务的 ROE 水平相对较低。我们通过承保盈利和投资收益两个维度去分析其中原因：

表 11：中再财险 ROE 水平低于龙头财险直保公司（2016-2018 年）

ROE %	2016	2017	2018
中国财险	15.79	15.69	11.28
平安财险	22.8	21.5	16.6
中再财险	9.61	6.5	5.92

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

从财险盈利模式拆解来看，其利润主要来自于承保盈利和投资收益，承保盈利主要是由保费规模和综合成本率所决定，综合成本率方面，由于再保险公司吸收了保险公司分出的尾部风险，因此其综合成本率会略高于头部直保公司水平。2016-2018 年，中再财险的赔付率都显著高于上市财产险直保公司的水平，由于上市财险公司为行业龙头财险，而再保险公司由于吸收整个财险行业的风险，其赔付率应该和行业平均水平接近。

表 12：中再财险高于直保财险的平均赔付率导致了更高的综合成本率

公司	指标	2016	2017	2018
平安财险	综合成本率	95.3%	96.2%	96.0%
	费用率	40.4%	39.6%	41.1%
	赔付率	54.9%	56.6%	54.9%
太保财险	综合成本率	99.2%	98.8%	98.4%
	费用率	38.0%	38.9%	42.2%
	赔付率	61.2%	59.9%	56.2%
中国财险	综合成本率	98.4%	97.3%	98.5%
	费用率	34.9%	34.8%	36.5%
	赔付率	63.5%	62.4%	62.0%
直保财险平均	综合成本率	97.6%	97.4%	97.6%
	费用率	37.8%	37.8%	39.9%
	赔付率	59.9%	59.6%	57.7%
中再财险	综合成本率	99.2%	103.1%	99.6%
	费用率	37.2%	41.7%	42.5%
	赔付率	62.0%	61.4%	57.1%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

投资收益上，财产再保险公司通过保费撬动的投资资产杠杆要高于直保公司，所以在税前净利润中，投资收益的占比要高于直保财险公司。中国财险和太保财险的税前净利润中，投资收益占比达到 85%左右，平安财险在 2016-2017 年采用旧会计准则时，这一比例约为 60%左右。而中再的财产再板块这一比值普遍更高。

表 13：相对财险直保公司，中再财险的投资收益在税前净利润中占比更高（百万元）

中再财险	2016	2017	2018
投资收益	2,081	2,101	1,747
税前净利润	2,074	1,494	1,380
占比%	100%	141%	127%
中国财险	**2016**	**2017**	**2018**
投资收益	18,940	21,093	19,891
税前净利润	22,451	27,161	23,428
占比%	84.4%	77.7%	84.9%
平安财险	**2016**	**2017**	**2018**
投资收益	8571	11465	4977
税前净利润	14929	18793	19515
占比%	57%	61%	26%
太保财险	**2016**	**2017**	**2018**
投资收益	5710	5350	5593
税前净利润	6053	6088	6679
占比 %	94.3%	87.9%	83.7%

注：中国平安 2018 年采用新会计准则，故当年投资收益为不同口径，不具备可比性；
2018 年中再财险由于并购桥社带来的商誉摊销和利息费用降低了税前净利润水平
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

我们认为其中有两个原因，首先，在偿二代监管标准下，财产再保险相对直险业务的资本金要求更高，导致直保公司的净资产撬动保费规模比例都在 2.4 倍以上，而再保险公司的撬动保费比例仅为 1.25 倍（2018 年数据）。同样的净资产规模和偿付能力充足率之下，直保公司能够撬动更高的保费规模。所以，更高的净资产形成了更多的投资资产，产生了更多的投资收益（相对于保费规模）。其次，财产再合同采取浮动费用率，向直保公司支付的费用水平根据整张保单的生命周期赔付情况而定，相较于直保公司在收到保费后很快支付渠道佣金费用，再保险公司能够进一步赚取费用资金的沉淀价值。

表 14：同等业务规模下，财产再保险业务占用更多的资本金，净资产规模更大

2018 年报 百万元	中再财险	中国财险	平安财险	太保财险
已赚保费	27,181	344,124	188,113	99,994
净资产	21,774	141,503	70,144	36,755
已赚保费/净资产	1.25	2.43	2.68	2.72
综合偿付能力充足率	217%	275%	224%	306%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

因此，虽然在投资端，财产再业务能够获得更高的投资收益，但是由于其净资产规模更高，在 ROE 的分母端抵消了这一影响，使得财产再业务的

ROE 在投资端并不占优势。

表 15：考虑到再保险业务的资本要求更高，投资收益对 ROE 的贡献比例相对小于直保

中再财险	2016	2017	2018
投资收益-百万元	2,090	2,157	1,799
净资产-百万元	21,009	18,891	21,774
投资收益/净资产	10%	11%	8%
中国财险	**2016**	**2017**	**2018**
投资收益-百万元	18,940	21,093	19,891
净资产-百万元	119,312	133,114	141,503
投资收益/净资产	16%	16%	14%
平安财险	**2016**	**2017**	**2018**
投资收益-百万元	8,571	11,465	4,977
净资产-百万元	53,263	70,144	77,389
投资收益/净资产	16%	16%	6%
太保财险	**2016**	**2017**	**2018**
投资收益-百万元	5,710	5,350	5,593
净资产-百万元	35,917	36,021	36,755
投资收益/净资产	16%	15%	15%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

所以，承保利润端和投资端的差异造成了再保财险业务的 ROE 相对较低，一方面是杠杆率不足，另外一方面是相对龙头直保公司，其综合成本率相对更高（承担了更高的系统性风险）。

2.2. 中再寿险：直保公司的风险管理、资产管理和资本管理服务提供商

中国人寿再保险股份有限公司于 2003 年 12 月 16 日在中国成立，成立之初中再保持有其 45.1%股份，2014 年中再保增持股份后，中再寿险成为中再保全资子公司，并更名为中国人寿再保险有限责任公司。

中再寿险是中国境内唯一一家专门经营人寿再保险业务的公司，总部设于北京，在上海、深圳各有一家子公司。2014 年中再寿险首次获得标准普尔“A+”级财务实力评级和发行人信用评级。

中再寿险主要经营的业务是在境内市场的保障型再保险业务、储蓄型再保险业务和财务再保险业务。

表 16：2014-2018 年三类业务保费规模中保障型业务增速较快（百万元）

年份	2014	2015	2016	2017	2018
境内保障型再保险保费收入	2877	3642	5237	7119	12412
境内储蓄型再保险保费收入	671	531	2980	9581	4795
境内财务再保险保费收入	11455	14809	17257	23826	30439
总和	15003	18982	25474	40526	47646

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 17：2014-2018 年三类业务保费规模占比，保障型业务和财务再占比较高

年份	2014	2015	2016	2017	2018
境内保障型再保险	13.70%	15.90%	16.80%	16.10%	23.70%
境内储蓄型再保险	3.20%	2.30%	9.50%	21.70%	9.20%
境内财务再保险	54.70%	64.80%	55.20%	53.90%	58.10%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 18：2015-2018 年三类业务保费收入增速中，保障型业务增速较快

年份	2015	2016	2017	2018
境内保障型再保险增速	26.59%	43.79%	35.94%	74.35%
境内储蓄型再保险增速	-20.86%	461.21%	221.51%	-49.95%
境内财务再保险增速	29.28%	16.53%	38.07%	27.76%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2.2.1. 负债风险管理：保障型产品替寿险公司分散承保风险

人身再业务中的保障型业务主要形式是中国再保险通过接受分出保费，替保险公司承担这部分保费对应的赔付和费用，其本质是通过风险转移，获得等价的死差、费差收益。在具体合同形式上，人身再的保障型产业业务主要以 1 年期为主，根据上一年的承保情况，在下一年重新谈判续订条件（不承诺连续承保费率）。因此，中再的人身再业务更类似于产险，而不类似于寿险，导致内含价值的分析框架并不适用。

图 7：保障型产品的机制是分担直保公司的承保风险

数据来源：国泰君安证券研究

相对于财产再保险业务，偿二代监管体系下对于人身再保险业务的偿付能力要求较低（人身险业务准备金能够计入核心资本所致），所以导致人身再保险业务的权益倍数更高，对应的 ROE 也更高。对于中再本身而言，其业务结构中财产险业务为主，导致其杠杆率偏低，重点发展人身再保险业务，能够有效提升其杠杆比例，提高 ROE 水平。另外，形成人身再和财产再均衡发展的格局，也有利于中国再保险实现人身再保险和财产再保险之间的风险分散效应。

表 19：中再寿险的偿付能力充足率要高于中再产险

2019H	综合偿付能力充足率	权益倍数	ROE（未年化）
中再产险	213%	4.52	3.50%
中再寿险	222%	7.81	4.54%

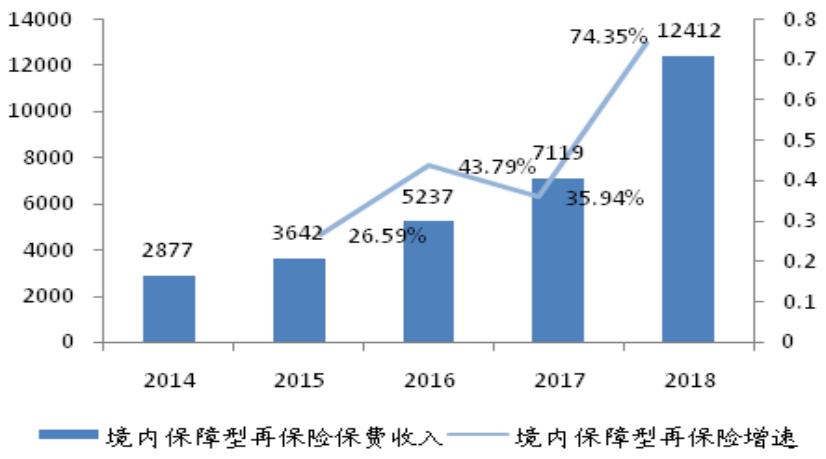
注：权益倍数=总资产规模/净资产规模

数据来源：公司 2018 年报

从 2014 年至 2018 年，保障型人身再业务的保费规模快速增长至 100 亿以上水平，保费年增速近三年均维持在 35%以上，2018 年同比增长

74.35%。

图 8：保障型产品保费规模快速增长（百万元）



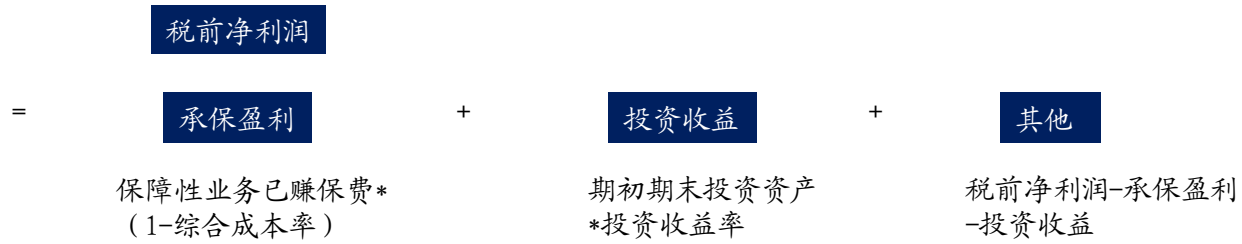
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

在盈利拆解上，通过 ROE=税前利润（1-所得税率）/净资产的公司，人身再保障型业务同样可以拆分为承保盈利和投资收益。其中，保障性业务的综合成本率公司并未披露。

保障型业务的已赚保费可以通过“保障型业务当期分出后保费-短期人身险准备金提转差”进行测算。由于人身再业务采取资产负债匹配投资原则，其投资资产规模可以采用期初期末平均短期人身再准备金规模测算。

根据上述拆解方法，2019 年上半年，保障型业务承保盈利可以拆解为 86.35 亿元*(1-业务综合成本率)。若假设保障型业务综合成本率为 99%，该业务承保盈利可测算为 0.86 亿元。投资收益通过 106.83 亿*投资收益率（2019H 集团未年化投资收益率为 2.6%），可估算为 2.77 亿元。如果后续上市公司进一步披露人身再细分业务的综合成本率，其盈利模式的拆解就会更为完整和清晰。

图 9：人身再板块的保障型业务利润可以拆分为承保盈利、投资收益和其他



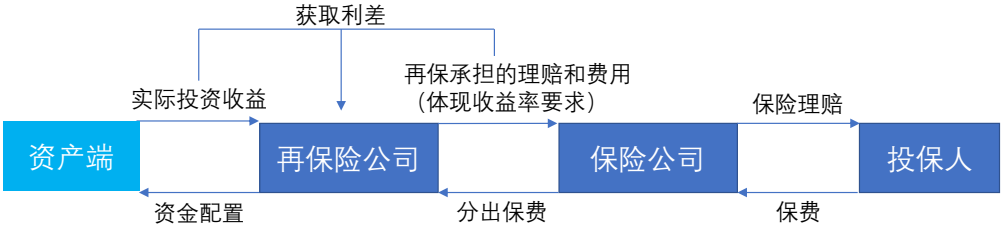
数据来源：国泰君安证券研究

2.2.2. 资产收益管理：储蓄类业务多元化公司盈利能力

在保障类业务中，公司主要是赚取死差和费差收益，而在储蓄类业务中，公司则通过赚取利差盈利。在更多面向中小型保险公司、中外合资保险公司的客户群中，中再寿提供和收益率要求匹配的资产端产品，并且提供管理服务，获得利差。该业务的本质是输出资产端资源和管理能力，

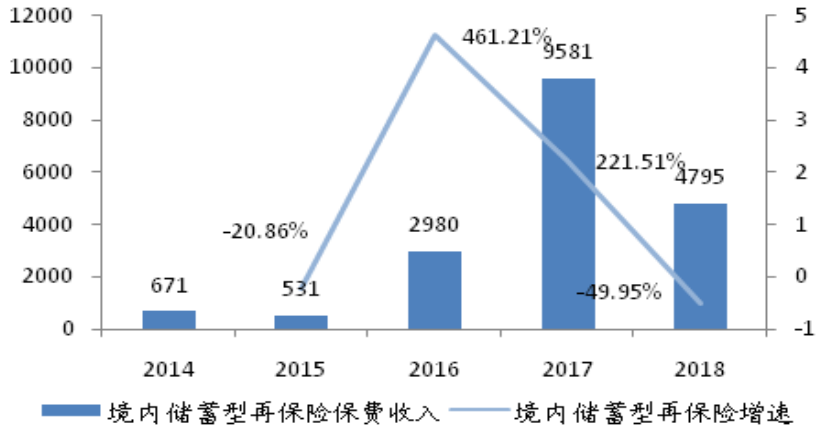
但是和第三方资管业务的区别就在于，收入不是以管理费的形式，而是以利差的形式，公司在替保险公司分担转移了一部分利差损风险后，也获得了相对应的收益。

图 10：储蓄型产品业务本质是赚取利差



数据来源：国泰君安证券研究

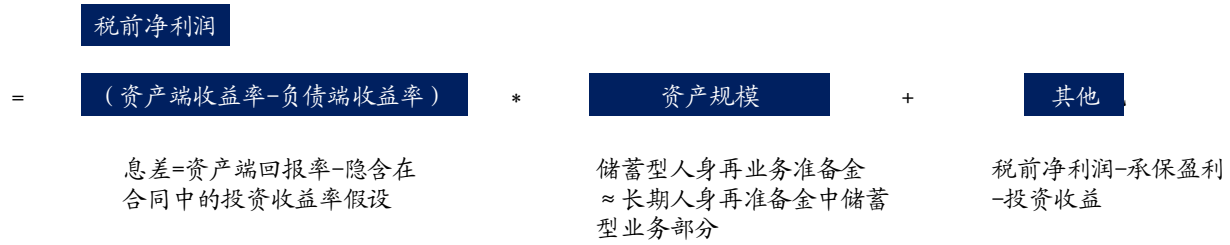
图 11：储蓄型产品业务保费规模增长存在一定波动性（百万元）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

储蓄性业务的本质类似于承接直保公司的外包资管业务，其收益率水平主要取决于资产端和负债端收益率的息差，以及资产规模的大小。息差基于公司资产端可获得的投资收益率和在合同隐含的投资收益率要求决定。在公司长期人身再准备金中包含了储蓄性业务和财务再业务，因此储蓄型业务的资产规模为长期人身再业务准备金中的储蓄型业务比例。

图 12：储蓄型业务的税前盈利主要由息差水平、资产规模决定



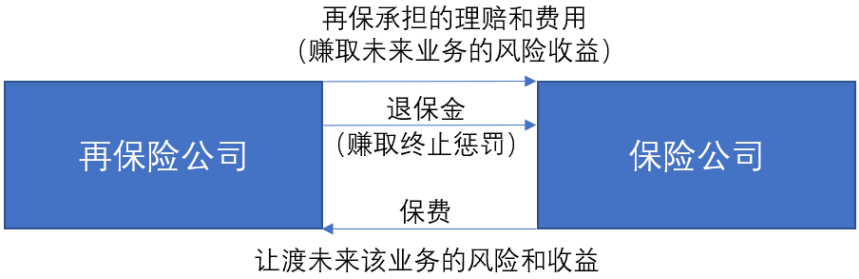
数据来：国泰君安证券研究

2.2.3. 资本管理：财务再保险协助保险公司进行资本管理

财务再保险是原保险人（保险公司）把已有业务的利益或损失分给再保

险人（中再公司），由再保险人来承担将来保险业务收益的风险。依据合同约定，原保险人支付一定的分保费给再保险人，再保险人按照原保险人的要求向其返还扣除经营费用之后的保费和投资收益。

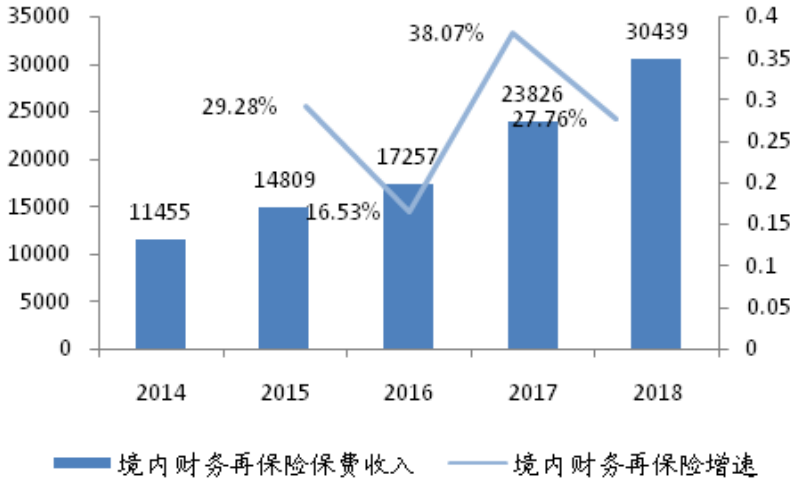
图 13: 财务再保险通过合同中约定的业务风险收益和终止惩罚收益获取提供资本服务带来的费用收入



数据来源：国泰君安证券研究

保险公司购买财务再保险的主要目的是为了能够在某一时点上提升综合资金实力（包括偿付能力），从而实现其财务收支平衡，避免由于突发的承保损失、投资损失或者其他因素导致的阶段性偿付能力不足或者亏损破产风险。所以从财务再保险业务的角度，中国再保险侧重于为保险公司提供资本规划，提供财务风险的转移和分散，而在其他再保险业务中，则主要是替保险公司分散承保风险。

图 14：财务再保险业务历史保费规模增速较快（百万元）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

财务再业务的本质是协助直保公司进行资本综合管理，补足其暂时性的资本不足问题。因此，无论是未来业务的风险收益还是终止惩罚，都是隐含在合同中的资本使用费。因此，财务再业务的利润取决于再保险公司的提供资本服务规模和资本使用的费用率，目前公司尚未披露这两个业务指标。

图 15：财务再业务的利润主要取决于提供资本服务规模和费用率水平

税前净利润

= 提供资本服务规模 * 费用率 + 其他

再保公司为直保公司提供的资本服务规模

隐含在合同中的资本借用费率

税前净利润-承保盈利-投资收益

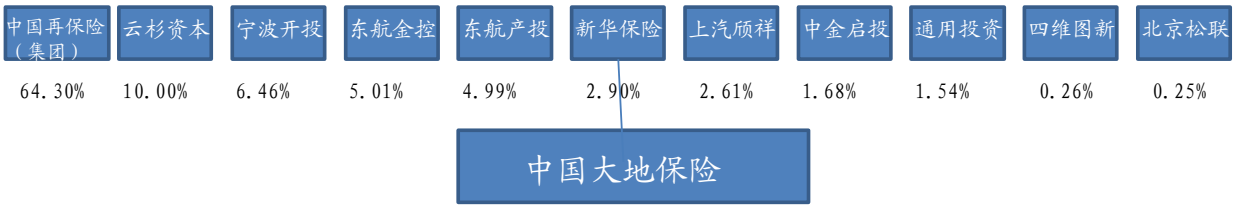
数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 大地财险：财险直保业务市场排名靠前

大地财险是中再保于2003年10月15日在上海注册成立的附属子公司，成立时中再保出资6亿元人民币，直接持有60%股权。大地财险是一家全国性财产保险公司，业务范围覆盖非寿险业务的各个领域。截至目前，已设立分公司36家，机构总数超过2100家，营业机构覆盖全国各个省份。

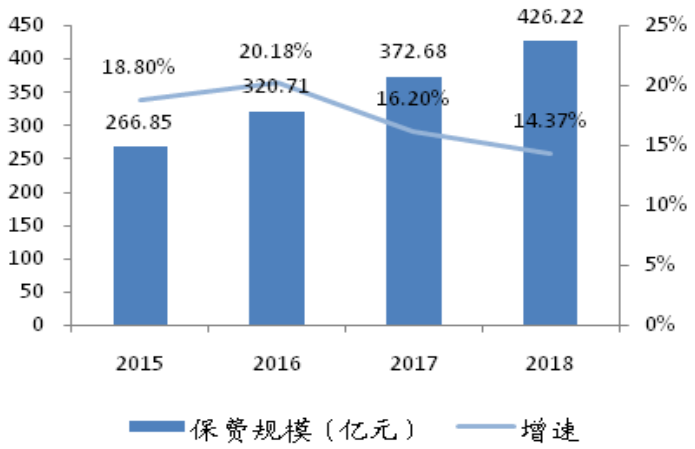
2018年6月，大地保险引入8家大型央企和龙头企业作为战略投资者，向其定向增发46.86亿股，融资人民币106.7亿元，成为近年来财险业最大规模非上市股权融资。增发完成后，中再保所持股份由93.18%稀释至64.30%，八家战略投资者共持股35.45%。增发募集的资金将提高大地财险的资本水平，提高其偿付能力，并支持公司未来非车险业务的开拓。

图16：大地财险股权结构中，中再集团占比达到64.3%



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图17：2015-2018年大地财险保费规模稳健增长（亿元）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表20：2015-2018年财险原保费收入（亿元）及市场排名位居前列

年份	2015	2015 市场排名	2016	2016 市场排名	2017	2017 市场排名	2018	2018 市场排名
人保股份	2810.10	1	3104.53	1	3492.90	1	3880.03	1
平安财	1636.41	2	1779.08	2	2159.84	2	2474.44	2
太保财	944.39	3	960.71	3	1039.94	3	1173.80	3
国寿财产	503.69	4	597.36	4	662.15	4	691.06	4
中华联合	393.70	5	385.87	5	388.29	5	422.32	6
大地财产	265.89	6	319.58	6	371.23	6	424.15	5

数据来源：保监会，国泰君安证券研究

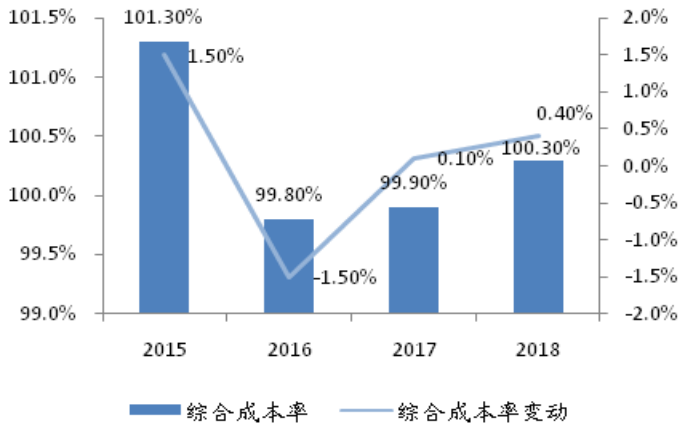
表 21：2015-2018 年，机动车辆险、保证保险与意外伤害和短期健康险为大地财险主要业务险种

年份	2015	2016	2017	2018
机动车辆险	80.90%	78.80%	73.5%	64.3%
保证保险	0.50%	3.70%	7.1%	11.8%
意外伤害和短期健康险	7.60%	7.70%	8.5%	11.6%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

自 2015 年至今，大地财险的保费规模稳步扩张，市场地位稳中有增，2018 年财险市场原保费收入排名从第 6 位跃升至第 5 位。大地财险的主营业务包括机动车辆险、保证保险与意外伤害和短期健康险。2018 年为应对商业车险费率市场化改革和国内新车销量低迷的现状，公司大力发展保证保险与意外伤害和短期健康险，业务结构持续优化，机动车辆险业务原保费收入所占比重下降至 64.3%，保证保险和意外伤害和短期健康险保费收入所占比重上升至 11.8%和 11.6%。预期大地财险的“大非车”战略的进一步推进，会为其保费规模的增长持续注入动力。

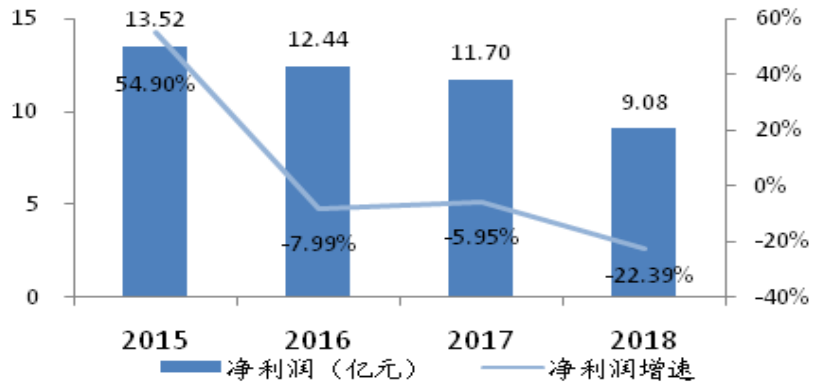
图 18: 2015-2018 年大地财险综合成本率在 100%左右



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2018 年公司的综合成本率上升的主要原因是商业车险费率市场化改革不断深化，车险市场竞争愈发激烈，推高了车险整体成本。随着“大非车”战略的推进，公司机动车辆险业务占比逐渐减少，且公司不断提升科技创新及应用能力，在成本管控和理赔方面运用创新技术，综合成本率的改善值得期待。

图 19：2015-2018 年大地财险公司净利润有所下滑



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

公司 2016-2018 年的净利润持续下降，2018 年公司的净利润同比下降 22.39%，从收入端看，原因在于保费规模扩张增速放缓，且境内外权益市场的大幅下行影响致使总投资收益由 2017 年的人民币 17.58 亿元下降 2.8%至 2018 年的人民币 17.08 亿元。从支出端看，手续费和佣金的增长比率高于保费规模增速，且车险赔付率上升导致车险赔款有所增加。但国内保险行业规模快速增长，公司大力开发的保证保险和意外伤害和短期健康险有望成为新的盈利增长点，且公司不断优化产品结构，减少车险占比，车险赔款的增加不会持续。

从财险直保业务的盈利拆分情况看，大地财险的税前利润可以拆解为承保盈利（已赚保费*(1-综合成本率)）和投资收益（期初期末投资资产*投资收益率）。

表 22：2015-2018 年大地财险公司 ROE 可拆分为承保盈利和投资收益

大地财险 百万元	2016	2017	2018	2019H
已赚保费	28,263	32,258	36,325	19,419
综合成本率	99.8%	99.9%	100.3%	99.9%
承保盈利	57	32	-109	27
投资收益	1,335	1,716	1,773	1,116
其他	177	-162	-355	-151
税前净利润	1,569	1,586	1,309	992
所得税	-325	-416	-401	-152
税后净利润	1,244	1,170	908	840
净资产	13,542	14,224	25,215	25,787
ROE	10.2%	8.4%	4.6%	3.3%

注：其中 2019H 大地财险 ROE 为未年化数据

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2016 年至今，大地财险 ROE 水平持续下降。2018 年，公司引入战略投资者补充资本，一次性的资本补充拉低了 ROE 的水平，但随着资本利用效率的提高，我们预计大地财险（即中再财险直保业务）的 ROE 有望回升至历史中枢水平。

3. 业绩预期：结构质量双优化，提升 ROE

3.1. 财产再保险：国际化、创新业务和协同效应叠加

3.1.1. 国际业务兴起，有利于产险 ROE 提升

近年来，中国再保险的国内业务逐步走向了稳定发展的轨道，2010 年承保端已经实现全面盈利，其规模也在国内再保险市场占据主导地位。再保险的本质是分散风险，其国际化客观上体现为利用不同国家和地区风险的差异性，实现在全球范围内进行风险分散，提升再保险公司承担尾部风险的能力。因此从再保险公司发展的客观规律来看，国际化战略是中再集团未来的必然趋势。

表 23：相对于国际同行，中国再保险的境外业务占比还有很大提升空间

分入保费收入比例 %	慕尼黑再保险	瑞士再保险	汉诺威再保险	中国再保险
境外财产再保险	65%	67.95%	72.10%	14.30%
境外人身再保险	75%	67.95%	64.86%	10.43%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

中再目前境外业务占比较低，提升空间较大。作为唯一一家本土再保险企业，中再集团 2018 年的境外财产再保险业务和境外人身再保险业务占比仅分别为 14.30%和 10.43%，而同年慕尼黑再保险在财险再保险和人身再保险方面的境外业务占比分别为 65%和 75%。尽管中再在国内再保险市场中占据主导地位，其在国际市场上占比与其他国际老牌险企仍有差距。目前中再的境外业务已经进入高速增长阶段。因此，中再在境外业务方面还具备较大的提升空间。

中再近年来持续大力推进国际化业务，未来海外保费收入增长潜力巨大。近年中再境外业务发展迅速，境外业务平台建设及业务管理架构不断完善，区域再保市场经营能力持续提升。2018 年中再境外保费收入达到 89.32 亿元，同比增长 26.57%。

在财险方面，近两年总保费收入分别为 33.74 亿元和 41.49 亿元，同比增长 22.9%和 23.0%，境外财险业务持续稳步上升成为境外业务保费增长的主要推动力。近年中再借助新加坡分公司拓展亚太市场，借助劳合社的人才及渠道优势拓展新险种和新客户，进一步优化险种结构，实现了中再境外业务的高速发展。

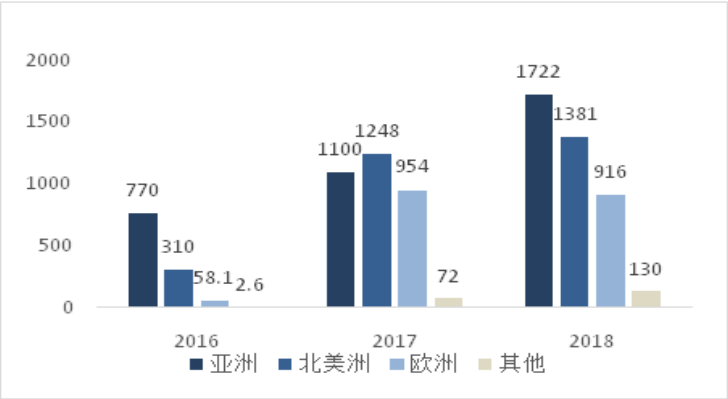
北美洲、亚洲和欧洲是境外财产保险业务的主要来源区域，2017 年分别占境外财产再保险总保费的 35.3%、32.6%和 28.3%，其中亚洲业务与去年同期相比明显提升，北美洲与欧洲业务占比的变化，一方面是由于集团加大了对北美洲业务的开拓，另一方面是因为个别战略合作客户的注册地从欧洲变更到了北美洲。

2018 年，中再对亚洲业务的开拓效果显著，同时，对于北美洲业务的参与也有所上升，亚洲与北美洲业务的总保费分别达到 17.22 亿与 13.81 亿，较去年同期分别增长 56.55%和 10.66%，且未来仍有较大的增长潜力。

为推进国际化战略，2018 年 9 月 13 日中再拟以 8.65 亿美元收购英国保

险公司 Chaucer。Chaucer 是英国劳合社市场中业务能力和盈利水平位列第一梯队的全球性再保险公司和特种险专家。该交易服务于中再集团的国际化战略，有助于公司进军海外，拓展国际再保险业务。预计在此次并购顺利完成后，中再集团将借助 Chaucer 在特种险领域的突出优势增强自身核心竞争力，进一步打开国际市场，成为具有国际竞争力的现代再保险集团。根据中再披露的桥社收购交易材料，桥社过去 4 年平均 ROE 达 11.6%（其中 2018 为年化 ROE），显著高于境内财产再板块。

图 20：境外财产再保险保费规模（百万元）快速增长，亚洲与北美洲地区保费增长贡献最大



数据来源：国泰君安证券研究

我们认为国际业务的占比提升，能够有效降低单一市场的风险集中，进而提升中国再保险的承保盈利能力，对公司财险业务的整体 ROE 水平有提升效果。

3.1.2. 创新型业务占比快速提升，抢占市场先机

2014 年至今，公司国内临分业务规模快速增长，我们认为这一趋势代表着公司财产再业务中的创新业务和领先业务占比快速提高，有助于提升该板块承保盈利能力。

临时再保险业务是指原保险人和再保险人之间没有再保险合同关系，原保险人有再保险需要时，临时和再保险人发出业务需求。此类业务通常用于一些需求不稳定的业务，合同再保险中未规定的业务，或超出合同限制的业务。由于临分业务没有预先订立的合同，再保险公司可以逐笔审核再保需求，也可以对保险条件提出异议，因此一般来说保费数额更高，合同条款更灵活，对再保风控能力要求更高，也对应更高的盈利预期。

具体的险种上，临分业务涵盖了中再财险的众多创新业务（海外利益险种、关税保函保险），市场领先业务（新材料保险、赎楼险），政府联动项目（赎金与勒索保险、建筑工程质量潜在缺陷保险）等业务。众多创新业务为公司带来了该细分领域的市场领先优势，同时也增加了客户粘性。

表 24：临分业务涵盖了多种创新和市场领先产品

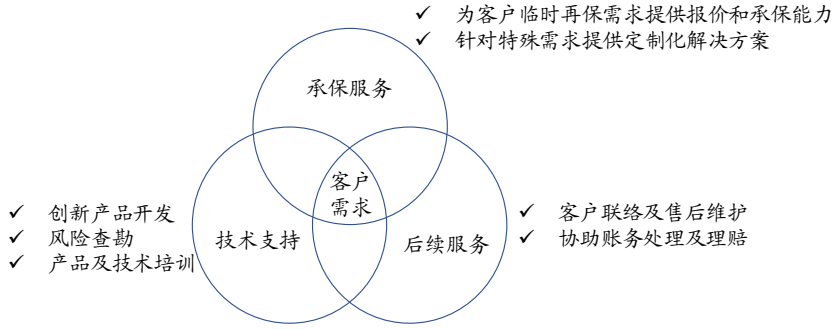
创新业务	市场引领产品	政府联动项目

海外利益业务	新材料保险	赎金与勒索保险
中高端健康险	诉讼保全	海上风电
关税保证保险	其他金融类产品	环境责任险
商业预付卡保证保险		建筑工程质量潜在缺陷保险

数据来源：国泰君安证券研究

从解决客户需求的角度看，临分业务从承保服务、技术支持和后续服务三个维度，为客户提供了多元化的特殊需求解决方案，通过多种服务能力，构建出了公司在财产再业务上的核心竞争优势和盈利保障。

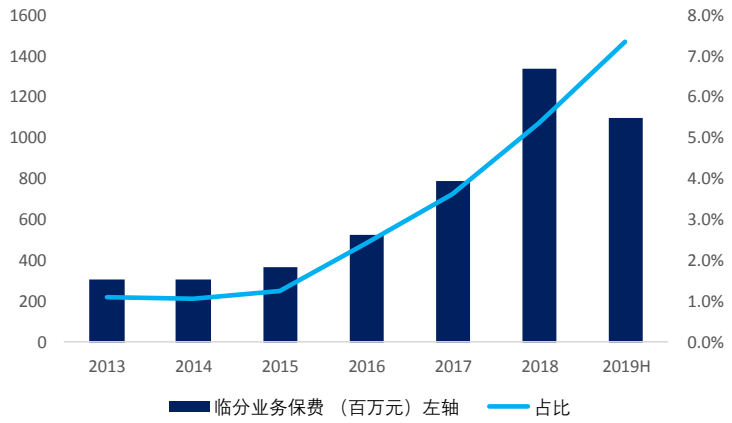
图 21：临分业务能够为客户提供多元化的服务



数据来源：国泰君安证券研究

公司财产再板块的临分业务保费规模持续快速增长，从 2013 年 3.08 亿元，快速增长至 2018 年的 13.37 亿元（2019 年上半年 10.97 亿元），在财产再总保费业务占比快速提升至 7.4%（2019H）的水平。在创新领先业务占比快速提升的背景下，公司财产再业务的未来 ROE 提升可期。

图 22：临分业务 2014-2019H 保费规模和占比快速增长



数据来源：公司年报、半年报，国泰君安证券研究

3.1.3. 境内外业务协同联动，促进产品创新和业务创新

公司在收购桥社之后，积极引入海外再保险业务的创新险种开发经验和技术，进一步优化险种结构、丰富业务组合，预计也能够提升财产再业务的整体盈利能力。

表 25：桥社和中再的险种业务结构（收购前）存在非常大互补性

桥社业务结构 2017（并购前）	占比	中再财产再业务结构 2017	占比

合约再保险	33%	机动车险	41.20%
水险、航空险和政治险	25.50%	商业和家庭财产险	18.30%
责任险	20.90%	农险	16.80%
能源险	9.80%	责任险	10.10%
财产险	7.70%	工程险	5.40%
核保险	3.10%	其他险种	8.20%
总计	100%	总计	100.00%

数据来源：桥社收购项目公开披露材料，国泰君安证券研究

中国再保险收购桥社之后，一方面，公司能够为桥社进入中国再保险市场提供渠道和资源，另一方面，公司也能够通过劳合社人才和渠道拓展新产品、境外新客户。例如，中再集团在收购了桥社之后，即开发出“政治暴力险”产品，承保因恐怖主义行为、罢工暴乱、恶意破坏、战争等事件造成的被保险财产损失。可保的风险包括恐怖主义行为，蓄意破坏，暴乱、罢工和/或民众骚乱，恶意破坏，兵变或政变，战争和/或内战 6 种。

根据媒体披露公开信息，中再集团旗下中国大地保险，在该产品推出后短时间内已收到众多“走出去”企业海外项目的政治暴力险投保需求，并成功出单，累计承保赔偿责任近 2 亿美元。

表 26：公司在财产再保险业务方面和桥社存在多种协同效应

协同效应	中国再保险	桥社
市场地位	亚洲最大的再保险公司	全球特种险和再保险业务专家
全球布局	中国唯一的再保险集团，引领中国再保险行业“走出去”	通过劳合社平台获取全球业务
产品优势	传统再保险业务占据中国市场领先	全球特种险业务领先
业务取向	“一带一路”战略风险管理	政治风险市场和产品专家
资源互补	资本财务实力雄厚	承保团队实力突出，业务渠道多元化

数据来源：国泰君安证券研究

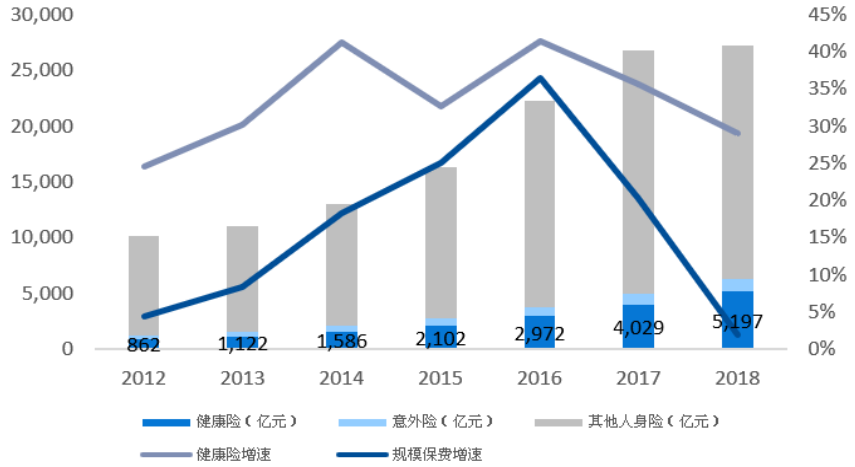
中再财险在国际化业务占比提升的过程中，能够通过协同效应，有效改善其境内财产再和境外财产再业务的盈利能力，从而提升业务板块整体的 ROE 水平、

3.2. 寿险再保险：受益于业务结构改善及健康险政策红利

3.2.1. 保障型产品占比提升带来 ROE 提升

中国保险市场中，健康险和意外险比重逐年增加，其中健康险需求更是受益于消费者保障型需求爆发，保持高增速。相较于规模保费的增速高波动性，健康险的增速相对较稳定。稳健增长型产品比重的提升将会推进业务结构的优化。保险业保障型保险产品占比的提升也会带动人身再保险中保障型产品占比的增长。

图 23：保险行业中保障型产品比重保持高速增长



数据来源：银保监会，国泰君安证券研究

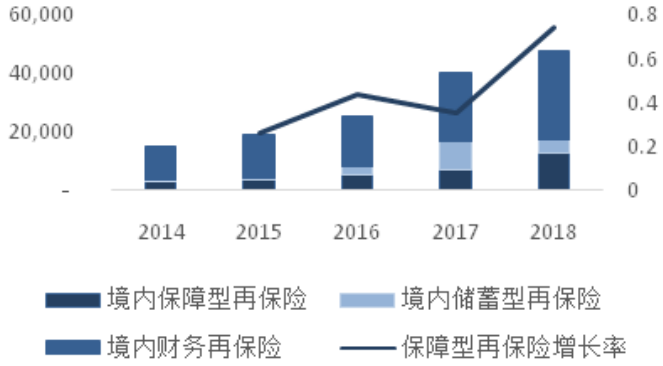
2014-2018 年，中再集团人身再保险中境内保障型业务比重总体呈现快速增长趋势。国内人身再保险业务主要分为保障型产品、储蓄型产品以及财务再保险产品。其中，储蓄型产品虽然可以给公司带来相对较多的收益，但易受到利率等市场环境的影响，所以其保费收入波动较大；相比于储蓄型产品，保障型产品的保费收入更为稳定，更有利于公司整体的发展。保障型产品占比的提升意味着人身再保险业务结构的进一步优化。

表 27：中再人身再保险业务总保费增速显著高于其他业务

总保费增速%	2014	2015	2016	2017	2018
财产再保险	3.5%	2.5%	-23.4%	3.2%	14.7%
人身再保险	14.6%	9.0%	36.5%	41.3%	18.4%
财产险直保	12.8%	18.8%	20.2%	16.2%	14.4%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 24：中再境内人身再保险业务保费规模较快提升（百万元）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

中再业务结构中受益于保险行业整体转型保障，人身再保险业务近年来增速显著高于财产再保险和财产险直保业务。无论是保费比例还是净利润比例，人身再业务的比重都在持续提升，我们认为这一变化将会提升中国再保险业务中 ROE 更高业务的占比，总而改善公司整体 ROE 水平。

境内保障型人身再业务对于人身再分部的 ROE 提升无法直接从分部 ROE 中观察到，因为不同年度的 ROE 水平还受到投资收益波动的影响。因此我们根据投资收益=期初期末平均投资资产*投资收益率的方法，把 2016 年至 2018 年的投资收益率都假设为 5%，计算出投资收益率一致情况下的人身再板块 ROE 水平，发现在投资收益率相同的情况下，保障类业务的占比提升的同时，人身再板块的 ROE 也有显著提高。

表 28：剔除投资收益波动影响后，人身再板块的 ROE 随着保障类业务占比提升而同比提高

指标 %	2016	2017	2018
按照 5%收益率计算的投资收益	2,865	3,418	4,090
修正投资收益后的 ROE	5.9%	9.5%	10.2%
实际投资收益	3,355	3,418	3,365
实际 ROE	7.9%	9.5%	7.0%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

因此，中再业务结构中受益于保险行业整体转型保障，人身再保险业务近年来增速显著高于财产再保险和财产险直保业务。无论是保费比例还是净利润比例，人身再业务的比重都在持续提升，我们认为这一变化将会提升中国再保险业务中 ROE 更高业务的占比，从而改善公司整体 ROE 水平。

表 29：过去 3 年人身再业务净利润占比显著提升

百万元	2016	2017	2018
人身再保险业务净利润	1,374	1,898	1,533
公司整体净利润	5,233	5,336	3,899
人身再业务净利润占比 %	26.3%	35.6%	39.3%
人身再 ROE %	9.2%	9.5%	7.0%
公司整体 ROE %	7.3%	7.2%	4.8%

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

3.2.2. 重大疾病发生率表修订对人身再盈利能力的改善

另一个有望对公司承保盈利造成提升效应的边际变化是重大疾病发生率表的修订。根据券商中国披露，2019 年 3 月，银保监会已下发通知，针对重疾表修订工作，要求人身险全行业参与并成立各公司领导小组，做好数据采集，需报送数据的公司应于 3 月 31 日前报送数据。我们认为，监管有望在这次调整中，将甲状腺癌调整为轻症。由于甲状腺癌易于在早期确诊，治疗费用低，在目前被归类为重疾的情况下，很容易发生保险公司大额赔付和投保人逆向选择的道德风险问题，增加了保险公司的赔付压力。

虽然中国再保险的人身再保险业务中，90%以上为比例分保，但是保险公司仍可以挑选赔付率较高的产品进行分保。因此，若重大疾病发生率表进行调整，能够降低再保险公司的赔付压力。

表 30：比例再保险占到中国再保险人身再保险业务的绝大多数业务类型

人身再保险业务类型占比%	2014	2015	2016	2017	2018	2019H

比例再保险	99.8%	99.8%	99.8%	99.9%	99.9%	99.9%
非比例再保险	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

此外，由于中国再保险公司是重疾发生率表修改的牵头方之一，因此在整个行业的重疾产品重新设计、备案的过程中会有大量和保险公司交互的业务发展机会，我们认为也能够带来相关业务的发展机会。

3.3. 直保：大地财险资本金充分使用后的 ROE 提升

大地财险过去几年的 ROE 下行，主要原因和商车费改背景下，车险业务承保盈利能力的行业整体下降有关，叠加 2018 年权益市场表现不佳，导致其 ROE 下行至低位。另一个重要原因是，2018 年 4 月 3 日，中国大地保险与战略投资者签订《股份认购协议》，将以发行新股的方式向 9 家投资者融资人民币 106.7 亿元，发行比例为增资后总股本的 31%。

由于 2018 年引入战略投资者资金 106.7 亿元，当年大地财险净资本大幅增加，但是资金未能在当年度充分配置利用，进而无法转换为产生净利润的有效资本。如果在 2018 年的大地财险净资产中剔除 106.7 亿元，那么当年大地财险的修正后 ROE 就会从 4.6%，提升至 6.3%。

2019 年上半年，大地财险综合成本率从 2018 年的 99.6%降至 97.36%，其中赔付率从 57.1%降至 55.81%，费用率从 2018 年的 42.5%，降至 41.55%。随着监管加强对报行合一的执行要求，车险综合成本率有望获得显著改善，有利于大地财险承保盈利能力提升，这也有利于财险直险业务的 ROE 提升。

表 31：2019 年上半年，大地财险综合成本率降至过去 8 年最低水平

指标%	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H
赔付率	58.1	60.2	64.0	61.0	62.0	61.4	57.1	55.8
费用率	40.9	38.3	34.1	37.9	37.2	41.7	42.5	41.6
综合成本率	99.0	98.6	98.0	98.9	99.2	103.1	99.6	97.4

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 32：剔除引战影响后，2019 年大地财险 ROE 有望回升至 8-9%的水平

指标%	2015	2016	2017	2018	2018H	2019H
ROE	13.1%	10.2%	8.4%	4.6%	2.1%	3.3%
剔除引战影响后 ROE				6.3%	-	4.2%

注：大地财险在 2018 年 6 月 28 日引入战略投资

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.4. ROE 预期：有望回归 8%左右中枢

综上所述，我们认为公司未来的整体 ROE 水平有望提升至 7.1%-8.7%的水平，其中财产再保险业务的 ROE 提升主要来自于国际化战略带来风险分散效应和承保盈利能力提升。人身再保险业务的 ROE 提升主要来自于盈利能力更强的保障类业务占比提升。财产险直保的 ROE 提升则

来自于车险业务费用率下降的综合成本率改善和资金配置效率提升带来的 ROE 回归中枢。

根据模型测算，我们预测未来 3 年，中国再保险的 ROE 水平有望回到更高中枢，从而提升股东回报率，进一步改善其估值水平。

表 33：中国再保险未来在财产再、人身再和财险直保领域均有望出现 ROE 水平的边际改善

分部 ROE %	2017	2018	2019E	2020E	2021E	ROE 提升逻辑
财产再	6.5%	5.9%	7.1%	7.9%	9.0%	国际化战略提升承保盈利能力
人身再	9.5%	7.0%	10.3%	11.1%	11.9%	保障类业务占比提升
财险直保	8.4%	4.6%	7.4%	8.3%	9.2%	引战资金配置效率提升
资管及其他	4.9%	1.3%	3.4%	3.9%	4.5%	–
合并报表整体	7.2%	4.8%	7.1%	7.8%	8.7%	业务边际优化+业务结构改善

数据来源：国泰君安证券研究

4. 中再估值

我们通过 PB 可比公司估值法和 ROE/PB 估值法对公司进行估值，最终采用两种估值结果的均值来得到公司的合理估值。

由于国内市场和港股市场都缺乏可比的再保险公司标的，因此我们参考海外再保险市场的慕尼黑再保险公司和瑞士再保险公司进行对标，主要对标估值指标为 ROE 对应的市净率指标。慕尼黑再保险的 ROE/PB 为 8.04%，瑞士再保险的 ROE/PB 为 6.58%。我们取其均值 7.31%，再对应 2019 年预测中再 ROE 水平 7.1%，可得其合理市净率为 0.97 倍。

表 34：海外可比再保险公司平均 PB 为 1.18 倍，ROE 在 8%-9%左右

公司	ROE	PB	ROE/PB
慕尼黑再保险	9.30%	1.16	8.04%
瑞士再保险	7.89%	1.20	6.58%
平均	8.60%	1.18	7.31%
中国再保险	7.1%（2019E）	0.97	7.31%

注：瑞再 ROE 选取过去 10 年平均水平，剔除异常年份值

ROE/PB 的细微差异为四舍五入造成

数据来源：Bloomberg

第二种估值方法我们参考港股市场的可比金融企业（剔除寿险、银行这样有利差损或坏账风险的行业），通过 ROE/PB 的估值方式，按照中再的盈利指标，计算其合适的市净率水平。按照财险直险、券商和多元金融的可比公司，我们计算出港股金融企业的 ROE/PB 平均为 9.73%，再对应中再 2019 年预测 ROE 为 7.1%，可计算出公司合理市净率为 0.73 倍。

表 35：港股相似金融机构的 ROE/PB 平均水平为 9.73%

港股金融机构	ROE %	PB

中国再保险	4.76	0.58
财产险公司		
中国财险	10.94	1.13
券商（港股）		
国泰君安	5.43	0.74
中信证券	6.13	1.00
华泰证券	4.87	0.80
多元金融		
复星国际	12.35	0.64
ROE/PB 平均值 （不含中再）		9.73

数据来源：Wind,国泰君安证券研究 数据截止 2019/12/09

综上,按照两种估值方法分别得出公司合理PB估值为0.97倍和0.73倍，取其平均为0.85倍PB。对应公司2019年预测每股净资产1.97元，其合理股价为1.67元每股,对应港股1.86港元每股(HKDCNY汇率=0.8984)，首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

利率下行：若长端利率下行则导致公司储蓄类业务利差收益可能不达预期

境内发生巨灾风险：若发生系统性风险，则可能导致公司赔付过高，影响承保盈利

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 5%～15%之间
	减持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%～15%之间
行业投资评级	增持	相对香港恒生指数涨幅介于-5%～5%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于-5%～5%之间
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闸路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）83939888

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com