

中信证券研究部

童成墩
 非银分析师
 S1010513110006

邵子钦
 首席非银分析师
 S1010513110004

田良
 非银分析师
 S1010513110005

薛姣
 非银分析师
 S1010518110002

核心观点

预计 2 季度起公司盈利同比改善可能带来阶段性机会，目前是比较好的配置时点，维持公司“增持”评级。

■ **严监管的短期阵痛正在减小，预计 2 季度起公司盈利能力开始改善。**银保监会在去年 3 季度推行了车险手续费“报行合一”政策，带来了行业短期剧痛。经过连续 3 个季度的承保端压力，目前手续费率已显著下降，其他费用的上升趋势也有所缓解。通过手续费率下降，直接减轻了公司的所得税水平；在其他费用可控的情况下，预计公司 2 季度起盈利能力将明显改善。

■ **股价充分调整，目前公司 2019 年 PB 为 0.98 倍，估值安全且具有防御属性。**在 1 月份调低公司承保端盈利预测后，我们预计公司未来三年 ROAE 为 13-14% 左右，目前估值水平配置具有长期较高的复利回报。从边际因素看，车险保费低增长、承保盈利压力、投资端波动等因素都已在估值中反映，基本面继续更差概率比较低，具有较好的防御属性。

■ **今年可能利好因素：期待手续费抵税政策调整、2019 年税负显著改善。**由于车险手续费超过抵税上限，导致 2017 年 4 季度以来所得税同比大幅增长。但手续费率上升是在监管推动商车费改的正常结果，原来费用抵税上限已不符合行业客观情况，我们期待今年相关抵税政策有所调整。

■ **长期需要观察因素：车险自主定价全国推开，车险市场规模萎缩。**去年 9 月 1 日，广西、青海和陕西三个区域启动车险自主定价改革试点。2019 年车险自主定价改革如果全国推开，可能带来全行业车均保费继续明显下降；在新车销售同比负增长的背景下，可能导致车险总保费规模萎缩。

■ **风险提示：股市下跌、利率中长期下行、新车销售持续低迷。**

■ **投资建议：估值安全+短期防御+业绩逐步改善，期待税收政策调整带来盈利能力提高。**目前公司为 2019 年 0.98 倍 PB，2019 年盈利同比改善可能带来阶段性机会，预计目前已是比较好的配置时点，维持公司“增持”评级。我们根据最新财报数据，略调整公司业绩预测，2019/20 年分别提高 5.3%/6.4%，增加 21 年预测，预计 2019-21 年 EPS 分别为 0.93/1.03/1.13 元。

中国财险	02328.HK
评级	增持（维持）
当前价	7.84 港元
总股本	22,243 百万股
港股流通股本	6,899 百万股
52 周最高/最低价	14.64/7.54 港元
近 1 月绝对涨幅	-16.24%
近 6 月绝对涨幅	-3.33%
近 12 月绝对涨幅	-14.63%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
归母净利润(百万人民币)	19,807	15,485	20,661	22,874	25,210
同比	9.9%	-21.8%	33.4%	10.7%	10.2%
归母净资产(百万人民币)	133,107	141,495	158,888	176,328	195,517
同比	11.6%	6.3%	12.3%	11.0%	10.9%
EPS(人民币)	1.34	0.70	0.93	1.03	1.13
BVPS(人民币)	8.98	6.36	7.14	7.93	8.79
PE (倍)	7.84	10.02	7.51	6.79	6.16
PB (倍)	1.17	1.10	0.98	0.88	0.79

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 5 月 21 日收盘价

表 1: 财务报表主要数据预测及估值

	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
盈利预测与估值					利润表 (百万人民币)				
归母净利润(百万人民币)	15,485	20,661	22,874	25,210	保费收入	388,769	424,503	478,951	526,107
同比	-21.8%	33.4%	10.7%	10.2%	已赚净保费	344,124	375,755	423,950	465,691
归母净资产(百万人民币)	141,495	158,888	176,328	195,517	已发生净赔款	-213,303	-232,909	-262,783	-288,655
同比	6.3%	12.3%	11.0%	10.9%	获取成本及其他承保费用	-117,328	-126,629	-142,871	-156,938
EPS(人民币)	0.70	0.93	1.03	1.13	行政及管理费用	-8,189	-8,942	-10,089	-11,082
BVPS(人民币)	6.36	7.14	7.93	8.79	承保利润	5,304	7,275	8,208	9,016
PE (倍)	10.01	7.50	6.78	6.15	利息、股息和租金收入	16,635	18,062	20,141	22,380
PB (倍)	1.10	0.98	0.88	0.79	已实现及未实现的投资收益	-1,226	1,554	1,709	1,880
DPS(人民币)	0.23	0.27	0.28	0.31	除税前利润	23,428	28,696	31,770	35,014
股息收益率	3.2%	3.9%	4.0%	4.4%	母公司股东应占净利润	15,485	20,661	22,874	25,210
关键假设及收入预测					其他综合收益	-1,424	-2,085	2,781	764
汇率假设 (人民币/港币)	0.88	0.88	0.88	0.88	综合收益	13,400	23,443	23,639	26,051
保费增长率	11.0%	9.2%	12.8%	9.8%	股息	-5,012	-6,050	-6,198	-6,862
机动车辆保险	3.9%	5.0%	10.0%	10.0%	资产负债表 (百万人民币)				
企业财产保险	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%	债权	197,596	216,913	238,708	262,649
责任保险	27.9%	20.0%	20.0%	10.0%	贷款及应收款	54,097	59,386	65,353	71,907
意外伤害保险	32.0%	20.0%	20.0%	10.0%	持有至到期	41,789	45,874	50,484	55,547
货物运输保险	19.6%	10.0%	10.0%	10.0%	可供出售	96,067	105,459	116,055	127,695
农险	21.0%	15.0%	15.0%	10.0%	交易类	5,643	6,195	6,817	7,501
其他	14.9%	15.0%	15.0%	10.0%	股票及基金	74,102	81,346	89,520	98,498
承保盈利能力					可供出售	66,296	72,777	80,090	88,122
赔付率	-62.0%	-62.0%	-62.0%	-62.0%	交易类	7,806	8,569	9,430	10,376
费用率	-36.5%	-36.1%	-36.1%	-36.1%	存款	73,963	81,194	89,352	98,313
承保利润率	1.5%	1.9%	1.9%	1.9%	非标资产	50,182	55,088	60,623	66,703
ROAE	11.3%	13.8%	13.6%	13.6%	其他	33,797	37,101	40,829	44,924
ROAA	2.9%	3.6%	3.6%	3.6%	投资资产	4,582	5,030	5,535	6,091
杠杆	3.9	3.8	3.8	3.7	总资产	434,222	476,672	524,567	577,178
					已发行股本	550,619	604,448	665,182	731,896
					储备	22,242	22,242	22,242	22,242
					归属于母公司股东权益	119,253	136,646	154,086	173,275
					总权益	141,495	158,888	176,328	195,517

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

注: 2019年5月21日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。