## 中国财险(2328.HK) 非银金融

# 光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

# 行业龙头地位稳固,承保利润持续释放

# ——中国财险(2328.HK)投资价值分析报告

海外公司深度

- ◆中国财险 (2328.HK) 是我国最大的财产保险公司, 2019 年占我国财险市场份额高达 37%。公司主营所有财产类保险业务和一年期及以下意外及健康险业务。行业龙头地位稳固,承保利润持续释放。
- ◆承保利润持续稳健,市场份额持续提升。中国财险依托人保集团股东优势及良好的渠道及品牌效应,近年来战略转型市场份额持续提升。公司目前拥有约1.4万个分支机构,机构网点乡镇覆盖率超过98%,远高于同业。同时2019年车险直销渠道占比69.3%(YOY+5.1bps),直销渠道占比提升促进费用率降低,在商车费改背景下,有望保持承保利润持续稳健。
- ◆车险综合成本率有望下行,非车险为新增长点。对比国外,我国财险市场深度密度远不足,综合成本率仍有下降空间。中国财险目前综合成本率年均97%左右,费用率虽低于同业但仍有下降空间。公司车险的线上化服务迅速发展,截止2019年车险家自车线上化率达到59.5%(较年初+44bps);电子保单签发率平均为50.5%;线上服务覆盖率为40.7%;理赔线上化率达66.7%(较年初+58bps)。预计数据科技将拉动承保利润提升,同时非车险的快速增长带动总承保杠杆及ROE提升。
- ◆负成本资金叠加短久期,投资端压力显著小于寿险公司。财险相比寿险投资资金一般没有刚性兑付压力,同时公司正承保利润保证了公司资金的负成本优势,财险公司的投资能力决定了公司利润的上下限。在利率下行背景下,财险模式将显著优于寿险,投资端自由度相对较大。
- ◆ROE 稳定,分红率持续提升。公司近十年 ROE 平均维持在 17.4%的高水平同时公司近年来加大分红比率,分红率提升至 42%,未来有望保持较高分红率

首次覆盖给予"买入"评级,目标价为 9.09 港市。龙头效应+高股息率+利润持续释放。我们认为在商车费改的情况下,公司丰富的网点及直销渠道能促进综合成本率维持持续稳定,同时公司承保利润持续释放,高达 7%的股息率及稳健的投资收益吸引力较大。我们预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.89/1.03/1.17 元,当前股价对应 PE 分别为 6.8/5.9/5.2x,对应 PB 分别为 0.70/0.62/0.56x。

风险提示: 宏观及政策波动; 保费收入不及预期; 商车费改影响大于预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	3,888	4,332	4,765	5,337	6,004
营业收入增长率	11.0%	11.4%	10.0%	12.0%	12.5%
净利润 (亿元)	155	243	199	229	260
净利润增长率	-21.8%	56.8%	-18.2%	15.5%	13.3%
EPS (元)	0.70	1.09	0.89	1.03	1.17
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.9%	14.3%	10.2%	10.6%	10.7%
P/E	8.72	5.56	6.80	5.89	5.20
P/B	0.95	0.79	0.70	0.62	0.56

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 05 月 26 日, 人民币兑港币汇率 取 0.9127 元/港币

# 买入(首次)

当前价/目标价: 6.65/9.09港币

#### 分析师

王一峰(执业证书编号:S093051905002) 010-58452066 wangyf@ebscn.com

#### 联系人

郑君怡 010-58452063 zhengjy@ebscn.com

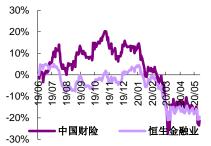
#### 市场数据

总股本(亿股): 222.43 总市值(亿元): 1,583.68

一年最低/最高(元): 5.93/10.26

近3月换手率(%):46.3

#### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.0	-5.3	7.4
绝对	-2.5	-18.3	-6.6

资料来源: Wind



## 投资聚焦

#### 关键假设

#### (1) 保费收入

公司从2003年上市以来,保费收入复合增速高达13.6%。2019年受新车销量的影响,车险保费同比增速下滑至1.6%,但非车险同比增速加快至31%,拉动总保费收入同比增速至11.4%。预计受新冠疫情及新车销量的影响,同时公司有意控制非车险里高风险品种保费收入,2020年总保费收入放缓。但随着政策利好新车销量回暖,我们假设2020-2022年保费收入同比增速为10.0%,12.0%,12.5%。

#### (2) 赔付率及费用率

受商车费改影响我们预计车险的赔付率上升,费用率下降影响公司总体综合成本率,我们假设 2020-2022 年公司费用率为 32.3%, 31.0%, 29.9%, 综合成本率为 96.1%, 95.8%, 95.7%, 由于中国财险为行业龙头,我们预计费用率下滑幅度大于赔付率下滑幅度,总承保利润将保持相对稳定。

#### (3) 投资资产

公司投资资产稳步扩张,2012-2019年复合增长率为11.7%,受车险保费收入增速放缓影响,公司总投资资产同比增速近年来放缓至7%,我们预计2020年车险保费收入受疫情及新车销量影响仍保持个位数同比增长,但随着消费及需求的释放叠加行业政策红利,我们预计2021-2022年车险保费同比增速将有所回暖。因此,假设总投资资产2020-2022年增速分别为7.0%,8.0%,9.0%。

#### 我们区别于市场的观点

在新冠疫情背景下,我们通过分析财险的商业模式回答低利率下财险模式优于寿险模式的主要原因。并对商车费改对财险公司的影响做出分析。通过国际对比,在商车费改下,我们提出我国财险的发展空间仍然较大,承保利润及估值提升仍具潜力等观点。并将税收影响加入 ROE 分析框架。同时通过分析国外保险公司享受估值溢价的原因来对我国财险公司的发展提供建议。

#### 股价上涨的催化因素

- 1. 新车销量回暖、保费收入提升。
- 2. 商车费改提高行业规范性, 龙头承保利润提升。
- 3. 公司投资能力提升,资本市场回暖。

#### 估值与目标价

通过相对及绝对估值法我们得出中国财险的股价合理估值区间为9.09-11.07港币。我们认为在商车费改的情况下,公司丰富的网点及直销渠道能促进综合成本率维持持续稳定,同时公司承保利润持续释放,高达7%的股息率及稳健的投资收益吸引力较大。我们预测公司2020-2022年EPS分别为0.89/1.03/1.17元,BPS分别为8.7/9.7/10.9,当前股价对应PE分别为6.8/5.9/5.2x,对应PB分别为0.70/0.62/0.56x。首次覆盖给予"买入"评级。



# 目 录

1、	龙头:	地位稳固,市场份额第一	6
	1.1、	股东背景优势,品牌效益显著	6
	1.2、	业务转型已见成效,市场份额持续提升	6
2、	行业:	盈利模式简洁,发展空间巨大	8
	2.1、	承保和投资双驱盈利	8
	2.2、	对比国外仍有突破空间,预计将有更大的成长性	9
3、	持续	承保盈利,费用支出管控良好	10
	3.1、	已赚保费保持领先,综合成本率稳定	10
	3.2、	车险增速放缓,承保利润保持较高水平	13
	3.3、	商车费改短期影响件均保费,长期看头部公司受益	15
	3.4、	非车险结构优化,保持高速增长	16
4、	投资	收益贡献大额利润,ROE 再次超越 15%	21
	4.1、	资产规模拉动投资收益,净投资收益率稳定	21
	4.2、	十年复合 ROE 高达 17%,分红率提升至 42%	23
5、	疫情	惟进线上化,经营能力稳步提高	26
6、	盈利	预测	28
7、	估值	水平与投资评级	29
	7.1、	PB-ROE 历史估值法	29
	7.2、	可比公司估值法	30
	7.3、	绝对估值法	31
	7.4、	估值结论与投资评级	32
	7.5、	股价走势及驱动因素	32
8.	风.险:	提示	. 33



# 图表目录

图 1:中国财险的股权结构及参控股公司(截止 2019 年 12 月 31 日)	6
图 2:中国财险机构网点分布	7
图 3:国内同业财险公司保费收入(亿元)及增速对比	8
图 4:中国财险的市场份额	8
图 5:财险公司盈利模式	8
图 6:我国与海外地区财险密度对比(美元/人)	9
图 7:我国与海外地区财险深度对比(%)	9
图 8:2018 年中国的财险市场险种结构	10
图 9:2018 年美国的财险市场险种结构	10
图 10:国内同业财险公司承保利润(亿元)及增速对比	10
图 11:国内同业财险公司已赚保费对比(亿元)	10
图 12:国内外同业财险公司综合成本率对比	11
图 13:国内外同业财险公司赔付率对比	11
图 14:国内外同业财险公司费用率对比	11
图 15:国内同业财险公司业务及管理费用对比(亿元)	11
图 16:国内同业财险公司手续费率对比	12
图 17:中国财险各渠道收入占比	12
图 18:中国财险非车险业务保费收入比重持续上升	13
图 19:中国财险车险业务市场份额及增速	13
图 20:国内同业财险公司车险承保利润率对比	14
图 21:中国财险车险的赔付率及费用率	14
图 22:中国财险与国外同业车险综合成本率比较	14
图 23:中国财险与国外同业车险赔付率比较	15
图 24:中国财险与国外同业车险费用率比较	15
图 25:中国财险非车险业务市场份额及增速	17
图 26:中国财险非车险业务主要险种保费收入(亿元)	17
图 27:中国财险非车险业务主要险种承保利润率	17
图 28:中国财险非车险业务主要险种赔付率	17
图 29:中国财险非车险业务主要险种费用率	17
图 30:中国财险意外伤害及健康险综合成本率构成	18
图 31:中国财险农险市场份额及增速	19
图 32:中国财险与同业承保利润率对比	19
图 33:中国财险和丘博 ( CB)农险赔付率对比	19
图 34:中国财险和丘博 ( CB)农险费用率对比	19
图 35:中国财险责任险赔付率及费用率	20
图 36:企财险综合成本率构成	20



图 37:同业财险公司净利润总额对比(亿元)	21
图 38:同业财险公司总资产对比(亿元)	21
图 39:同业财险公司净资产及增速对比(亿元)	21
图 40:中国财险资产配置情况	21
图 41:中国财险总投资资产(亿元)及同比增速	23
图 42:中国财险投资收益情况(亿元)	23
图 43:中国财险与平安财险总投资收益率对比	23
图 44:中国财险与平安财险净投资收益率对比	23
图 45:ROE 框架	24
图 46:同业财险公司 ROE 对比	24
图 47: 同业财险公司权益乘数对比	24
图 48:中国财险分红总额(亿元)及分红率	26
图 49:中国财险股息率	26
图 50:中国财险保费收入、车险业务保费收入与汽车销量情况	26
图 51:中国财险净利润(亿元)及增速	27
图 52:中国财险总资产(亿元)及增速	27
图 53:中国财险非车险业务主要险种保费收入及增速同期对比	28
图 54:中国财险 PE-band	30
图 55:中国财险 PB-band	30
图 56:中国财险跑赢恒生指数及恒生金融指数	33
图 57:部分国际财险公司疫情期间跑赢指数	33
表 1:我国商车费改历程	
表 2: 中国财险 ROE 拆分	25
表 3:丘博保险 ROE 拆分	28
表 4: 好事达保险 ROE 拆分	28
表 5:保费增速假设	28
表 6:赔付率费用率假设	29
表 7: 投资资产组合假设	29
表 8: 可比公司的 PB 比较	31
表 9: 可比公司的 PE 比较	31
表 10: DDM 绝对估值	32
表 11: 敏感性测试	32

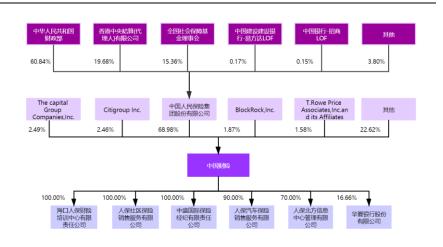


# 1、龙头地位稳固,市场份额第一

# 1.1、股东背景优势,品牌效益显著

中国人民财产保险股份有限公司(以下简称"中国财险" (2328.HK)) 于 2003 年 11 月 6 日在香港联交所主板挂牌上市,成为中国内地第一家在海外上市的金融企业。截至 2019 年年底,公司总股本为 22,242,765,303 股,其中中国人民保险集团持有 68.98%的股份。财政部持有中国人民保险集团 60.84%的股份、为实际控制人。

图 1: 中国财险的股权结构及参控股公司(截止 2019 年 12 月 31 日)



资料来源:公司公告

中国财险是国内历史最悠久、业务规模最大、综合实力最强的大型国有财产保险公司,稳居亚洲产险公司第一、在国内外同业市场享有卓著声誉。公司相继成为2008年北京奥运会、2010年上海世博会、广州亚运会、2016年G20杭州峰会、2017年北京"一带一路"国际合作高峰论坛、2018年天津夏季达沃斯论坛、2019年世界军人运动会、2019年北京世园会等重要赛事、重大活动的保险合作伙伴,是唯一一家入选国务院企业扶贫蓝皮书、企业精准扶贫案例的国有保险企业,也是唯一一家在中央金融单位介绍扶贫经验的国有保险企业。公司自2012年至2018年连续七年位列港股百强,并多次获得保险公司服务评价AA级。2019年穆迪投资者服务公司再次授予公司保险财务实力评级A1(展望稳定),是国内保险公司获得的最高评级等级。目前,中国财险已与多个大型国有企业团体客户保持良好关系,独家或首席承保了中石油、中石化等企业集团的企财险业务,及多个国有商业银行和股份制银行的自有资产统保项目。

### 1.2、业务转型已见成效、市场份额持续提升

母公司中国人民保险集团作为老牌险企,优势在于品牌和机构网络,劣势在于市场化机制和科技赋能。面对这一境况,中国人保于 2018 年提出了宏大的"3411 工程": "3"是推动人保财险、人保寿险和人保健康 3 家保险子公司转型; "4"是实施创新驱动发展战略、数字化战略、一体化战略和国际化战略等 4 大战略;第一个"1"是打好 1 场中心城市攻坚战和县域市场保卫战,第二个"1"是守住 1 条不发生系统性风险的底线。财险业务



证券研究报告

转型在"3411工程"中首当其冲,在商业模式变革上,2019年车险业务占比下降至60%,非车险比例上升到40%,公司业务结构逐渐优化。2019年人保财险的净利润、净资产约占集团对应指标比例的76.6%、68.7%,中国财险是中国人保集团最重要的资产和子公司。

公司国内业务基本遍布全国所有城乡地域,截至目前公司拥有约1.4万个分支机构和服务网点,320多个地(市)级承保、理赔/客服和财务中心,北起漠河、南至三沙,机构网点乡镇覆盖率超过98%,远高于同业(平安财险国内设有40家二级机构,1800多个营业网点;太保财险国内设有分支机构1785家)。目前,公司的警保联动已在全国330多个城市落地,两站两员服务站达6,200个,车驾管营业网点达2,000余个。此外,公司率先在全国开通365天24小时服务专线,随时随地为客户提供报案、咨询、投诉、保险卡注册、车辆救援、预约投保和客户回访等多功能、个性化服务。线上线下互动、城网农网结合的立体化销售服务网络是公司独具特色的服务品牌和竞争壁垒。

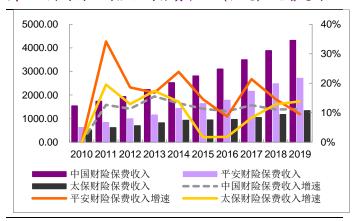




资料来源:公司官网,360地图,截至2020年5月12日

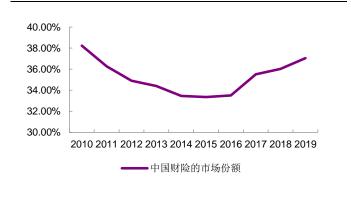
中国的保险业长久以来一直处于寡头垄断的市场格局,财险业的表现更为明显,中国财险、平安财险、太保财险这三家老牌财险公司占据了近70%的财险行业市场份额。2019年我国财险行业保费收入11649亿元,其中中国财险贡献保费4316亿元,占比37%;平安财险贡献保费2709亿元,占比23%;太保财险贡献保费1336亿元,占比11%。2010年至2019年期间中国财险保费收入始终占据市场最高份额,公司的保费收入同比增速稳定保持10%以上。2016年,由于公司积极构建大车险格局,深化升级渠道合作模式,提升资源差异化配置效能,战略性拓展中高端新车市场,完善公司与人保寿险、人保健康的协同机制,加强销售过程管理,实现了公司自股改上市以来市场份额首次回升,从此往后公司的市场份额持续提升。此外,中国财险作为我国财险行业的龙头公司,在大型商业风险、政府采购、行业统保等集中型业务以及车辆保险、家财险等分散型业务领域处于绝对领先地位。

#### 图 3: 国内同业财险公司保费收入 (亿元) 及增速对比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

#### 图 4: 中国财险的市场份额



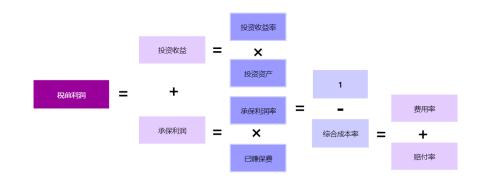
资料来源:公司公告,光大证券研究所

# 2、行业盈利模式简洁,发展空间巨大

### 2.1、承保和投资双驱盈利

财险公司的盈利模式简单,利润一方面来源于承保业务,另一方面来源于投资业务。不同于寿险公司的"三差损益",财险公司承保端的承保利润等于已赚保费和承保利润率的乘积,承保利润率等于1与综合成本率的差值,而综合成本率等于费用率和赔付率两项的总和。所以财险公司是否能获得正的承保利润,取决于综合成本率是否小于100%,归根结底是看费用率和赔付率的加总是否小于100%。而财险公司承保盈利的多少,考验的是负债端展业获得的已赚保费的规模以及对费用率和赔付率的管控情况。由于财险保单的时间往往不超过一年,保费收取和进行赔付的时间差较短,所以当一个财险公司能够获得正的承保利润时,就相当于拥有了无成本甚至负成本的大量资金,这部分资金为长期可投资的沉淀资金,这时便可以将这部分资金连同投资资产占比较高的常态,财险公司的负债久期(平均为1年)低于资产久期(大概在4至5年),在长端利率下行的环境下,财险公司负债端对利率敏感性更低,面临的利率风险更小。总之,获取承保利润是财险公司稳健经营的基础,保证投资收益率平稳上升是财险公司向上发展的动力源泉。

图 5: 财险公司盈利模式



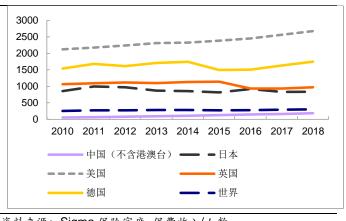
资料来源: 光大证券研究所



### 2.2、对比国外仍有突破空间、预计将有更大的成长性

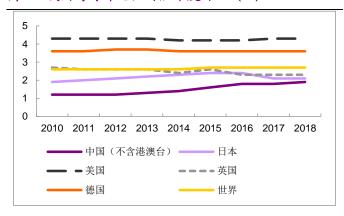
从全球范围来看、我国财险市场的保险深度和密度长久以来均不及世界 保险深度和密度的平均水平,对比国外发达的保险市场更是相差甚远。2018 年我国财险业保险密度为 185 美元/人, 仅是世界财险密度的 59%, 是日本 财险密度的 22%, 是美国财险密度的 7%。2018 年我国保险深度为 1.9%, 仅是世界财险深度的 70%, 是美国财险深度的 44%。随着我国保险市场制 度的完善和业务的发展, 我国与海外发达的保险市场的差距在逐渐缩小, 但 我国财险市场仍有巨大的发展空间,需各家财险公司积极探索。

图 6: 我国与海外地区财险密度对比(美元/人)



资料来源: Sigma,保险密度=保费收入/人数

图 7: 我国与海外地区财险深度对比 (%)



资料来源: Sigma,保险深度=保费收入/GDP

从财险结构来看,我国财险市场的险种结构与海外发达财险市场相比有 **待进一步优化。**从险种分类来看,美国保险监督官协会(NAIC)将美国财产 险业务大体分成六大类、分别为私家车险、商用车险、职工失业保险、医疗 责任保险、家财险、其他责任险,其余的归入其他类;而我国银保监会划分 口径为机动车辆保险、保证保险、责任保险、农业保险、企业财产保险、家 庭财险保险、工程保险、意外险、责任险,其余的归入其他类。从险种份额 来看,两地市场有一定共性,最明显的是,车险无论在我国还是在美国,都 是财险第一大业务险种, 但是不同的是, 美国的大类业务相对均衡, 而我国 除了车险外, 其他险种规模都还相对较小。由于 NAIC 近期尚未将 2019 年 财险市场的数据发布完全, 我们暂且使用 2018 年数据进行两地对标。

根据 NAIC 发布的 2018 年的数据,美国财险市场的半数以上业务都是 非车险,占比为57.31%,其中其他险种22.12%、家财险14.63%、其他责 任险 10.82%、职工失业保险 8.59%、医疗责任保险 1.37%。这主要是因为 美国各家财险公司业务结构差异大,不同公司有不同优势领地,有以车险为 主的,也有责任险、家财险等占优的。以前十大财险公司来说,排名第8的 安达保险, 未进入私家车险前 25 名单中。安达保险的车险业务占比较低, 其优势在于责任险和企业雇员类保险、为美国最大的责任险公司。再如、第 6 大财险公司旅行者保险的私家车险占比也仅有 17%, 其优势业务在于责任 险、家财险、商用车险。反观我国,大部分的财险公司均以车险为主营业务, 2018 年财险市场的车险业务占比接近七成、第二梯队的业务是意外和健康 险 8.39%、保证保险 5.49%、责任保险 5.03%、农险保险 4.87%。可见在美 国保险市场具有举足轻重低位的责任保险在我国的表现并不突出, 而美国非 车险业务中占比最大接近15%的家财险在我国的占比长期低于1%。由此呈



出来的,是两地财险市场发展阶段的差异。但随着我国车险改革步伐加快以及国家对政策保险(政策性农险,城乡大病保险等)的扶持力度的加大,我们估计中国车险占比有望向下突破到60%,甚至向50%+逼近,其他险种的占比亦会随着财险公司业务结构的不断优化而提升,未来财险业将持续获得更加健康合理的盈利。

图 8: 2018 年中国的财险市场险种结构

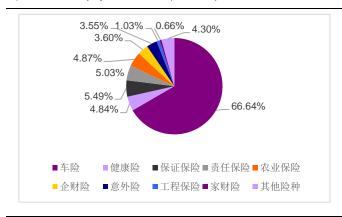
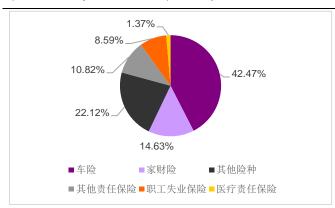


图 9: 2018 年美国的财险市场险种结构



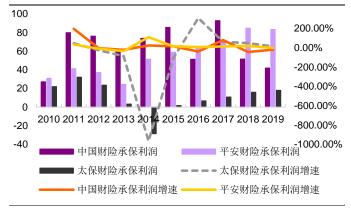
资料来源: 中国银保监会 资料来源: NAIC

# 3、持续承保盈利,费用支出管控良好

### 3.1、已赚保费保持领先,综合成本率稳定

已赚保费规模持续大幅度领先,综合成本率稳定控制在小于100%。2010年至2019年,老三家财险公司总体上承保情况良好,除了太保财险在2014年出现了唯一的一次亏损。太保财险的承保亏损一方面是由于准备金评估变化因素影响,另一方面是由于其当初在发展策略、风险选择、理赔管控等经营管理方面存在的诸多问题,但是2015年,太保通过优化业务品质、加强理赔管理,重回承保盈利。中国财险一直保持着领先于大多数同业的承保盈利,2019年中国财险的承保利润为31.77亿元。虽然近三年的承保利润有下降趋势,但从长期来看,公司具备自我加强的内在属性,仍将保持高于同业的承保利润。一方面,已赚保费规模持续大幅度领先,2019年达3806亿元。另一方面,综合成本率稳定的控制在小于100%,但有轻微攀升趋势,主要是由非车险业务赔付率的上升导致。





资料来源: wind

图 11: 国内同业财险公司已赚保费对比(亿元)

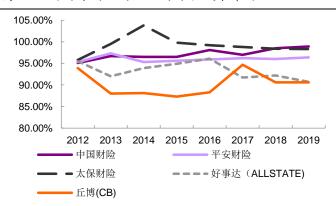


资料来源: wind



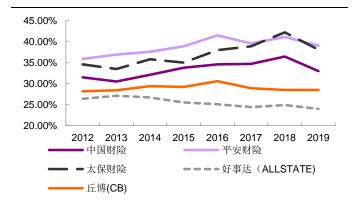
中国财险的费用率一直低于同业,2013年至2019年在管理费用方面的支出明显少于同业,2019年中国财险业务及管理费用支出为93亿元,仅为平安财险同类支出的17%,太保财险同类支出的34%。受商车费政影响,行业的手续费率经历了8年的攀升于2019年有所回落,老三家的手续费总体上跟随行业变化,2019年中国财险的手续费率回落至12.75%,低于平安财险的14.50%及太保财险的13.48%。手续费率的降低是主要是因为公司强大的品牌效应和直销渠道保费收入占比六年来的首次提升。从中国财险各渠道收入的情况来看,自2016年起,公司开始与30家主机厂、31家汽车经销商、8家汽车维修连锁企业基本实现市场主流合资品牌车厂商总对总全覆盖,与421家保险经纪公司(法人)、1359家专业代理机构(法人)建立合作关系,整体上合作的保险经纪公司和专业代理公司法人单位数量保持稳中有增。因此近年来保险经纪和专业代理渠道的保费收入占比也在提升,专业代理渠道提升速度更快,到2018年开始超越直销渠道仅次于个人代理渠道,2019年占比达到25.2%。

图 12: 国内外同业财险公司综合成本率对比



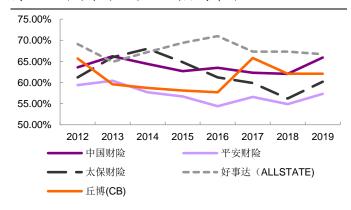
资料来源: wind

图 14: 国内外同业财险公司费用率对比



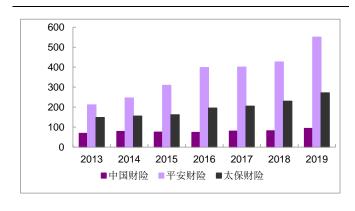
资料来源:wind

图 13: 国内外同业财险公司赔付率对比



资料来源: wind

图 15: 国内同业财险公司管理费用对比(亿元)



资料来源:wind

坚守费用率与国际先进同业持平的中长期目标,未来综合成本率的降低 驱使获得更多承保利润值得期待。老三家财险公司 2012 年至 2019 年平均



综合成本率分别为中国财险 97.16%, 平安财险 96%, 太保财险 99.2%, 虽然总体上平均水平严格控制在 100%以下,但是参照美国财险行业对综合成本率的控制仍有进步的空间。这里选取美国排名前 20 的财险公司中险种经营结构与老三家较为相似的好事达保险(ALLSTATE)以及丘博保险(CB)进行比较。好事达保险近八年的平均综合成本率为 93.38%,丘博保险为 90.19%,明显优于中国财险。2019 年丘博保险财险综合成本率为 90.6%,领先中国财险 8.3 个百分点。由于老三家财险业务的赔付率与美国险企相比并不处于劣势,所以老三家财险公司与美国财企在综合成本率上的差距主要是通过费用率来拉开的。2012 年至 2018 年老三家的平均费用率分别为中国财险 33.33%、平安财险 38.83%、太保财险 37.01%,而对应的好事达保险 2012至 2018年平均费用率为 25.51%、丘博保险为 28.96%,2019年好事达保险的费用率为 24%,远超中国财险 9 个百分点。所以即便中国财险目前在国内同业中占据费用管理优势,但是对费用的管控相比海外发达的保险市场中的企业仍有不小的提升空间。

图 16: 国内同业财险公司手续费率对比

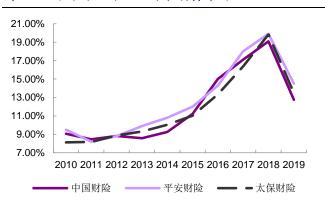


图 17: 中国财险各渠道收入占比



资料来源: Wind 资料来源: Wind

#### 我国财险公司费用率偏高的原因主要有以下几点:

- (1) 财险市场集中度过高,市场竞争不充分。上文已提到我国前 3 家 财险公司占市场份额高达70%,而美国前10家的市场份额才刚刚接近50%。
- (2) 财险公司盲目扩张机构的粗放经营方式对经营绩效产生了不利影响。
- (3) 我国财险公司业务结构不合理,产品同质化现象严重,各家公司纷纷采取"价格战"、"暗补贴"等手段,致使综合费用率居高不下。而美国的垄断竞争型保险市场产品之间有差别,单个保险公司对保险价格有一定的影响,在这种市场结构中,"垄断"只是"局部的相对垄断",比如说由特定的保险公司在特定投保领域推出的一款特定产品,全美只此一家,但就整个保险市场而言,没有一家保险公司能控制整个市场。
- (4) 我国的财险公司,包括成立年限较久的公司,采取先进经营理念惯性较弱,影响了财险公司的综合费用率。相比之下,美国的财产保险公司积极通过引入新技术、改造剥离非核心业务等方式降低成本,将原本层级制结构转变为分工较细、专业化程度较高的扁平化结构,比如有的保险公司仅



为工会会员提供医疗保险服务,主要人力放在核保和理赔上,营销等环节依赖第三方来完成。

随着国内商车费改"报行合一"监管措施逐渐落地、国家对非车险业务 各险种的支持政策的落实,预测各家财险公司也会积极进行配合,降本增效 提升价值,费用率以及综合成本率相对国外的收窄可期。

### 3.2、车险增速放缓、承保利润保持较高水平

中国财险车险增速放缓, 2019 年业务比重降至 60%, 承保利润率持续 **领先、线上服务进一步提升。**车险保费一直以来是公司收入的主要来源、但 近十年所占比重呈缓慢下降趋势,2019年中国财险车险业务保费收入占总 保费收入的比重降至60%,为2629亿元。中国财险车险业务的市场份额在 近十年来维持在 30%-40%之间, 但占比亦在缓慢下降, 2019 年降至 32%。 纵观整个行业, 近年来受新车销量下滑、商业车险改革等多种因素的影响, 车险业务的保费收入增速呈明显下降趋势,中国财险的车险业务保费收入增 速亦逐渐放缓并在行业之下,2019年保费收入增速达十年来最低,仅有 1.55%。但从另一方面来看,车险的稳中求升有利于公司实现业务结构逐步 达到国际上非车险占比60%的结构性目标。与同业相比,公司车险的承保利 润率持续领先(除2018年落后平安财险外),近七年平均领先平安财险1.03 个百分点、太保财险 1.81 个百分点。2019 年公司车险的承保利润为 3.3%, 平安财险为 2.53%, 太保财险为 1.82%。从 2010 年至 2019 年公司车险业 务的综合成本率稳定保持在 95.5%-98.5%。相较于 2018 年, 2019 年的车 险赔付率虽然上升了2.3个百分点,但是车险综合成本率却下降了1.7个百 分点,这是因为车险费用率下调幅度更大达4.3个百分点,而这主要得益于 车险手续费率的下降。2019年车险直销渠道占比69.3%,同比提升5.1个 百分点,直销直控渠道的加快建设优化了手续费率的管控。此外,公司车险 的线上化服务在过去一年进步飞快,截止 2019 年车险家自车线上化率达到 59.5%, 较年初提升43.6个百分点; 电子保单签发率平均为50.5%; 线上服 务覆盖率为40.7%;理赔线上化率达66.7%,较年初提升了58.3个百分点。

图 18: 中国财险非车险保费收入比重持续上升



资料来源:公司公告,光大证券研究所

图 19: 中国财险车险保费收入(亿元)及增速



资料来源:公司公告,工信部,光大证券研究所

图 20: 国内同业财险公司车险承保利润率对比

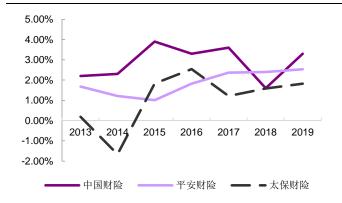
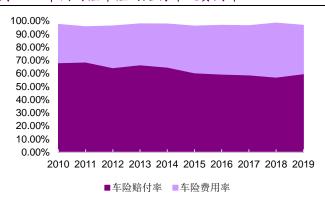


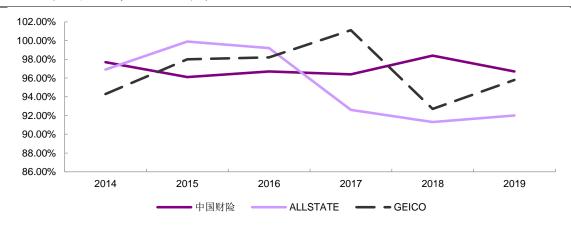
图 21: 中国财险车险的赔付率及费用率



资料来源: Wind 资料来源: 公司公告

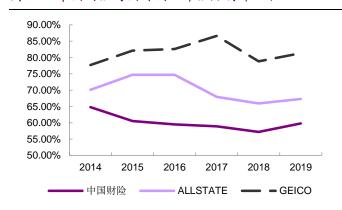
对比国外先进同业,车险的费用率仍有压缩空间,综合成本率可进一步优化。此处选取经营车险业务的 ALLSTATE 以及伯克希尔哈撒韦旗下专营车险业务的 GEICO 两家财产保险公司进行比较。近两年 ALLSTATE 和GEICO 的车险综合成本率都小于中国财险,2019 年 ALLSTATE 的车险综合成本率为 92%,优于中国财险 4.7 个百分点。从 2014 年至 2019 年,ALLSTATE 和 GEICO 的平均车险赔付率分别超出中国财险 10 个百分点、21.4 个百分点,ALLSTATE 和 GEICO 的平均车险费用率分别低于中国财险11.67 个百分点、21.72 个百分点,可见这两家美国财险公司对车险业务费用支出的管控大幅度优于中国财险以及其他国内财险公司。如此看来国内财险行业对车险费用率的压缩还需探索,随着商车费改及直销渠道占比提升,预计未来承保利润率将有进一步的上升空间。

图 22: 中国财险与国外同业车险综合成本率比较

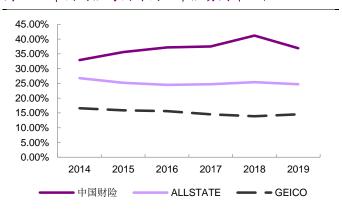


资料来源: Wind

#### 图 23: 中国财险与国外同业车险赔付率比较



#### 图 24: 中国财险与国外同业车险费用率比较



资料来源: Wind 资料来源: Wind

## 3.3、商车费改短期影响件均保费,长期看头部公司受益

商车费改短期或降低行业件均保费,长期将对头部财险公司产生正面影响。向海外财险企业学习管控费用支出这一提议与银保监会财险部于 2019 年 4 月下旬在业内下发的《示范型商业车险精算规定(征求意见稿)》中所体现的"降低纯风险保费,提高赔付率、降低费用率"的改革目标相对应。预计该规定将带来行业车险件均保费的下滑,车险保费折扣会进一步下降,费用率下降或上升存在不确定性。同时规定附加费率上限从 35%调整为 30%,附加保费包括营业费用、预期利润、异常风险费用三项内容。这些费用与纯保费的比率,就是附加费率。保险公司要获得较高的预期利润需要对营业费用进行合理的管控、这加大了保险公司的挑战。

另一方面,就现在的商业险来说,商业车险保费=基准保费×费率调整系数,而这个费率调整系数涉及无赔款优待系数、交通违法系数、自主核保系数和自主渠道系数共 4 项。此次改革后,费率调整系数将会取消限制,现行的"系数"在 0.65-1.15 之间,取消限制也就意味着保险公司可以自行设定系数,各大保险公司为了提高竞争力也会制定出不同的方案。预期保险产品及服务将更加精细化、多元化,费用率会有所管控。

表 1: 我国商车费改历程

	发布时间	发布文件	主要内容
	2015-2-3	《中国保监会关于深化商业车险 条款费率管理制度改革的意见》	逐步扩大财产保险公司费率厘 定自主权
	2015-3-24	《中国保监会关于印发<深化商业 全险条款费率管理制度改革试	保险公司可以在[-0.85, +1.15] 范围内,自主制定"核保系数" 和"渠道系数"费率调整方案,选 定6个地区首次试点
第一阶段	2015-3-24	《中国保监会关于印发<深化商业 全险条款费率管理制度改革试	保险公司可以在[-0.85, +1.15] 范围内,自主制定"核保系数" 和"渠道系数"费率调整方案,选 定6个地区首次试点
	2015-10-30	《中国保监会关于开展商业车险 条款费率管理制度改革第二批试 点工作的通知》	
	2016-7-6	《中国保监会关于商业车险条款 费率管理制度改革试点全国推广	推广到全国范围



		有关问题的通知》	
第二阶段	2017-6-9	《中国保监会关于商业车险费率调整及管理等有关问题的通知》	部分地区最低下限可以为 0.7
第三阶段	2018-3-15	《中国保监会关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》	部分地区最低下限可以为 0.65
第四阶段	2020-4	《示范型商业车险精算规定》(征	拟微调商业车险费率调整系数 中的因子分类;拟取消自主渠 道系数和自主核保系数的浮动 空间;拟适当下调附加费用率

资料来源:中国银保监会,中国原保监会

我国的商车费改自 2015 年开始跟进,重点一直在车险费率市场化改革,至今已经进行到了第四阶段。费率市场化改革能够激发市场活力,促使保险公司之间形成良性竞争,由之前的"拼手续费、拼费用"的模式转变"公司品牌、销售渠道、风险定价、成本控制、理赔服务、人才培养"等全方位、多层次的竞争,从而建立以行业示范条款为主、公司创新型条款为辅的条款管理制度和市场化的费率形成机制。车险费率市场化改革对保险公司的经营管理提出了更高层次的要求: (1) 在优化服务上,能够促使保险公司为抢占市场份额更主动了解客户价值需求,加强自身产品设计; (2) 有助于优化保险公司的管理水平。改革后的商业车险基本保费将与各财险公司的附加费用率直接挂钩,附加费用率越低,更具有定价优势,定价技术的重要作用也将进一步凸显; (3) 保险公司必须提升自身的风险识别能力与定价技术。总之,改革对保险公司定价能力和运营成本率要求更高,但上市保险公司整体都是优秀公司,费政后会有正面影响。

中国财险已经在车险改革的定价模型、费用跟单的有关制度上做了许多准备工作、精算方面也将进一步推进精算定价表准备。

# 3.4、非车险结构优化、保持高速增长

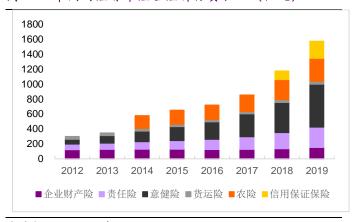
中国财险非车险业务占比持续提升,业务结构更加均衡。中国财险近年来非车险业务发展飞快,自 2015 年起保费收入增速便在行业保费收入增速之上,2015 年至 2019 年非车险业务复合保费增速为 21.77%,远超行业13.33 个百分点,2019 年达到 31.10%。虽然中国财险的非车险业务占比以及市场份额有所上升,但是其一直以来所占市场份额仍然很小,2017 年才刚刚达到两位数的市场份额,2019 年上升到 14.61%,可见公司的非车险业务仍有很大的拓展空间。

图 25: 中国财险非车险保费收入(亿元)及增速



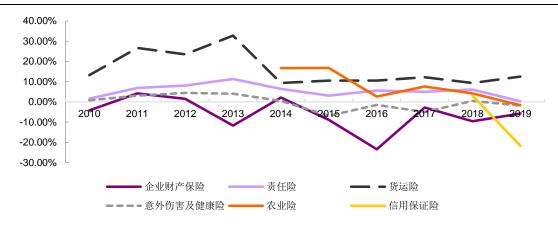
资料来源:公司公告,光大证券研究所

图 26: 中国财险非车险各险种保费收入(亿元)



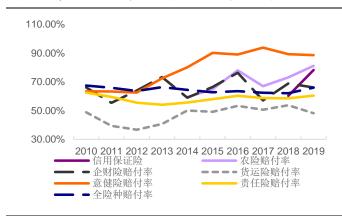
资料来源:公司公告

图 27: 中国财险非车险业务主要险种承保利润率



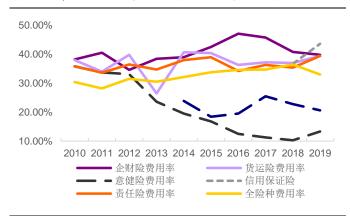
资料来源:公司公告

图 28: 中国财险非车险业务主要险种赔付率



资料来源:公司公告

图 29: 中国财险非车险业务主要险种费用率



资料来源:公司公告

大病保险对接国家扶贫攻坚政策,意外伤害及健康险仍是非车险业务增长最主要的来源。2019年,意外伤害及健康险的保险业务收入576亿元,



同比增长 42.5%,占非车险业务的 33.85%。公司意健险的费用率是非寿险业务中最低的,而且费用率呈明显下降趋势,但是赔付率相当高,综合成本率的变动趋势主要受赔付率影响。意健险赔付率稳高不下的原因一方面是因为市场竞争持续加剧,费率水平低;另一方面是因为大病保险责任范围广、保障程度较高,推动赔付率上升。此外,由于该险种中的大病保险对接国家脱贫攻坚和健康中国战略,更加倾向于对弱势群体提供保障,所以该险种的赔付率自 2013 年落实扶贫攻坚政策起一直较高并逐渐攀升,至 2019 年末平均赔付率逼近 90%,2014 年开始出现承保亏损,而后综合成本率一直处于高位,2019 年为 101.8%。但是公司凭借长期经营政策性业务的专业优势,未来会针对细分客群开发专属产品,以期在保证业务高速增长的同时获得承保盈利。同时公司大病保险的经营优势和数据积累有助于公司未来在细分健康险的精算定价等。

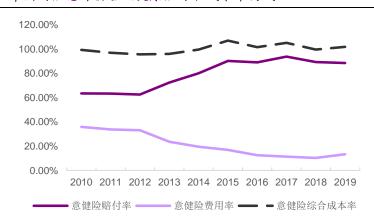


图 30: 中国财险意外伤害及健康险综合成本率构成

资料来源:公司公告

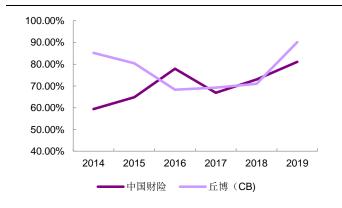
农业保险平稳增长,市场占有率保持在 45%以上。2019 年公司农业保险保费收入为 307.72 亿元,同比增长 16.3%,占公司非车险业务的比重稳居第二位为 18.07%,市场占有率 45.79%。承保利润率在 2016 年至 2018 年明显优于太保财险,但是 2019 年跌至-1.7%,这主要是因为受猪瘟疫情、风暴、暴雨、干旱、台风等重大自然灾害的影响导致赔付率大幅上升。预计未来公司会抓住国家推动农业保险高质量发展的良好契机,通过"提标、扩面、增品、创新",好政策对接和落地,强化科技赋能,做好风险管控,增强农险的盈利能力。此外,承保利润率方面,对比国外先进同业,仍有需要提高的地方,如丘博保险在 2016 至 2019 年的平均承保利润率超过 20%,而中国财险仅有 3%左右,落后 17个百分点,这个差距明显是来自于费用率,丘博保险的费用率很好地控制在 5%左右,而中国财险在 20%上下波动。随着公司深入推进保险+科技+服务的商业模式,科技赋能线上化营销和理赔的发展以及直销队伍和渠道的完善,相信农业保险业务的费用率与国外先进同业的差距会逐渐缩小,在农业保险领域将获得更多的承保利润。

图 31: 中国财险农险保费收入 (亿元) 及增速



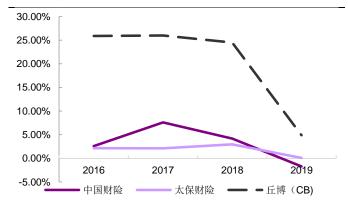
资料来源: Wind,光大证券研究所

图 33: 中国财险和丘博 (CB)农险赔付率对比



资料来源:Wind

图 32: 中国财险与同业承保利润率对比



资料来源: Wind

图 34: 中国财险和丘博 (CB)农险费用率对比



资料来源: Wind

责任保险高速增长,民生类保险规模日益增大。中国财险非车险业务中责任险的经营最为稳健,近十年来保持着 14%-28%的保费增速,2019 年保费收入为 272.23 亿元,占非车险业务的 17.55%,2010 年至 2018 年赔付率和费用率都相对稳定,保持着小于 100%的综合赔付率。但是 2019 年的承保利润率仅为 0.3%,主要是因为公司开始发展环境污染责任险等民生类保险,导致赔付率和费用率都有所上升。未来公司期望在防贫救助保险、绿色建筑性能责任保险、安全生产责任保险等领域取得长足发展,并将进一步依托网点优势促进雇主责任险、机动车延长保修、公众责任类、互联网保险等业务的发展,对标国际财险行业占比高达四分之一的责任险份额,预计责任险未来会有较好的盈利能力具备全面发展潜力。



图 35: 中国财险责任险赔付率及费用率

资料来源:公司公告

企业财产保险保费收入增速首次达到10%+,未来增长空间巨大。2012 年至 2019 年, 企财险占非寿险业务的份额从 24%径直降到 9%, 这主要是 因为 2012 年至 2018 年企财险的保费收入增长缓慢,公司或有意控制承保 亏损,年复合增速仅有1.5%,但是2019年企财险保费收入151.67亿元, 同比增长首次超过 10%, 达到 13%。然而企财险近五年来一直处于承保亏 损状态。由公司披露数据可知,公司企财险的费用率是非车险中最高的,而 赔付率上下波动, 时而在平均水平之上, 时而在平均水平之下, 综合成本率 与赔付率波动趋势相近,所以承保盈利或亏损主要看赔付率的情况。公司的 企财险有如下几个特征: 第一, 自然灾害频发的年份往往亏损严重, 如: 2015 年受天津滨海爆炸事故及各地暴雨、颱风等自然灾害影响, 企业财产险的已 发生净赔款为 52.43 亿元人民币、较 2014 年同期增加 12.4%、赔付率直接 提高 7.5 个百分点至 66.4%; 第二, 企业财产险保险需求不足, 整体费率低; 第三,存在政策性业务,如:在供给侧结构性改革和一带一路建设倡议下, 公司推动财产损失保险、光伏电站运营期保险、文物保险等新业务落地。相 较于前文提到的美国非车险中排名第一的渗透率非常高的家财险, 中国财险 的企财险还有很大的拓展空间,相信随着国人对家庭财险保障意识的提高以 及公司在特定销售渠道上的探索,未来企财险将有更大的盈利空间。

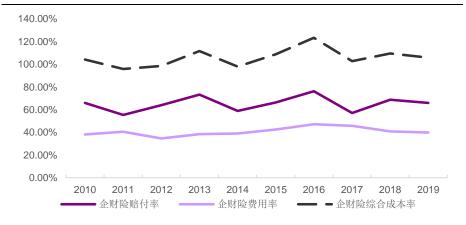


图 36: 企财险综合成本率构成

资料来源: wind



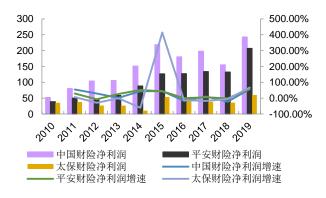
公司持续调整保费结构,信用保证保险风险敞口最高点已经过。2018 年起才开始在年报中单独披露的信用保证保险在 2019 年贡献的保费收入有 227.6 亿元, 同比增长 96.6%, 但承保亏损严重, 承保利润率为-21.7%。2019 年信用保证保险亏损主要体现在线上消费金融方面,线下险基本打平。为降 低信用保证险的负面影响,公司从2019年3季度便开始主动调整业务,从 风险敞口到客户选择等多方面出台系列举措来调整业务,包括从2019年底 大幅削减承保金额、提高承保标准。但由于信用保证保险线下住贷和车贷为 3年期,所以承保资产需要2-3年才能出清,短期还会继续影响非车险业务。 目前公司已经成立专门团队经营线下险,风险总体可控。线上消费金融信保 业务主要是因某些区域保全审核条件放低造成亏损,预计到 2021 年上半年 基本出清。我们认为保证保险敞口最高点已经过去。我们预计公司 2020 年 将把重心放在强化对疫期的催收和已赔付的赔款的追偿上,同时提高自身风 控能力建设,包括承保审核和后续监控、贷后资产的催收体系、追偿体系建 设等方面,对信保业务将采取更加谨慎的策略,并将利用1-2年时间,在全 面提升上述能力之后有选择地发展好的产品。

# 4、投资收益贡献大额利润、ROE 再次超越 15%

### 4.1、资产规模拉动投资收益、净投资收益率稳定

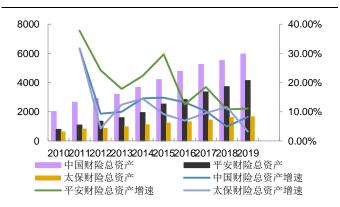
资产增长领先同业, 规模优势带来巨额利润。中国财险的净利润总额一 直处于行业领先地位,2019年达242.79亿元,占财险业整体利润的40.7%, 说明在承保利润有所下滑的情况下,投资收益仍旧可观,这首先要得益于公 司持续排名行业第一的庞大的资产规模。截至 2019 年末,总资产为 5960.81 亿元,净资产为 1695.28 亿元。2010 年至 2019 年净资产复合增 速 23.79%, 领先于平安财险 (20.74%)、太保财险 (12.61%), 净资产增 长主要受权益类资产波动影响, 预测 2020 年净资产增速基本保持往年增长 水平。

图 37: 同业财险公司净利润总额对比(亿元)



资料来源: Wind

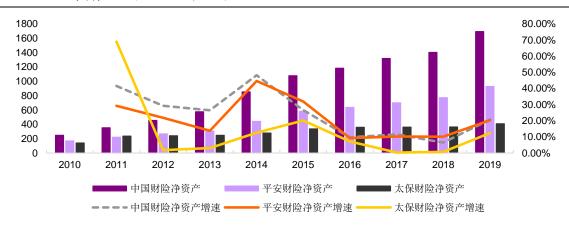
图 38: 同业财险公司总资产对比(亿元)



资料来源: Wind



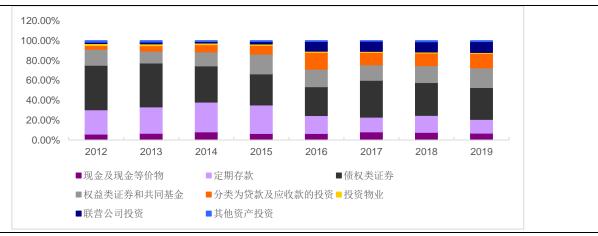
图 39: 同业财险公司净资产及增速对比(亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

资产配置的结构不断优化,非标及权益类投资增加。由于公司在资产配置上低风险偏好,所以仍以现金及固收类资产为主,但自 2017 年以来,债券类证券、现金及现金等价物的配置比例有降低趋势,权益类证券和共同基金、分类为贷款及应收款的投资、联营公司投资的配置比例有上升趋势。2019年末,债券类证券、权益类证券和共同基金、分类为贷款及应收款的投资、定期存款、联营公司投资、现金及现金等价物、投资物业、其他资产投资的占比分别为 32.1%、19.7%、14.5%、13.8%、10.9%、7.0%、1.0%、1.0%。

图 40: 中国财险资产配置情况



资料来源:公司公告

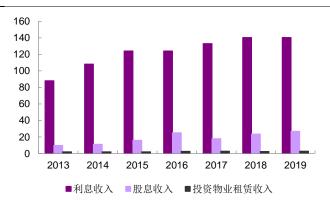
投资资产规模平稳增长。虽然自 2014 年起公司总投资资产的增速呈明显下降趋势,到 2017 年总投资资产增速已经跌至个位数,2019 年略有回升为 7.03%,但这主要因为 2017 年以来公司正处于转型期,战略调整及管理层思路转变,叠加车险保费增速显著放缓,总投资资产增速放缓。公司投资收益的组成方面仍然以利息收入为主,股息收入为辅。

图 41: 中国财险总投资资产 (亿元) 及同比增速



资料来源:公司公告,光大证券研究所 资料来源:公司公告

图 42: 中国财险投资收益情况(亿元)



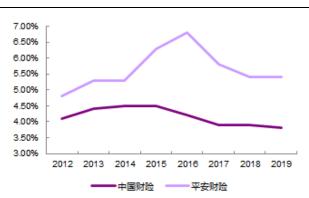
总投资收益率稳定性较好,2019 年总投资收益率为4.9%。由于公司在资产配置上低风险偏好,所以总投资收益率虽有轻微下滑趋势但近五年仍然保持在4.5%以上。净投资收益率有下滑反弹趋势,说明公司在2019 年通过加大对非标资产的配置比重来应对利率下行对净投资收益率的冲击已见成效,预计未来公司会继续加大对非标资产的配置力度以保证投资收益率平稳增长。2020 年以来疫情影响下国内外资本市场波动较大,股市持续震荡,但债市表现相对较好。根据公司资产配置情况,公司坚持审慎稳健的投资理念以及价值投资长期投资原则,一方面加大固收类资产配置,积极寻找优质项目,另一方面稳定净投资收益率,积极主动把握阶段性、结构性权益类资产投资机会,使权益类资产整体影响可控,规避对会计报表投资收益的影响。预计2020年全年公司将保持稳健投资理念,增大对大幅波动市场里对确定性机会的把握,保持投资收益相对稳定。

图 43: 中国财险与平安财险总投资收益率对比



资料来源: Wind 资料来源: Wind

图 44: 中国财险与平安财险净投资收益率对比



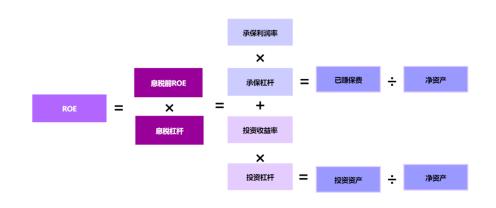
# 4.2、十年复合 ROE 高达 17%, 分红率提升至 42%

加权 ROE 超过 15%,权益乘数保持 4 左右。从净资产收益率来看,公司近十年来的 ROE 总体呈现走低趋势,并从 2013 年起一直低于平安,但是除 2018 年外,十年来一直保持 14%以上的稳健水平,2019 年加权 ROE 超过 15.6%,全面摊薄 ROE 为 14.32%,低于平安财险 7.92 个百分点,相较同业仍有较大提升空间。权益乘数的变化情况与 ROE 趋同,从 2010 年的8.13 下调至 2019 年的 3.51,亦从 2014 年起一直在平安之下。究其原因,



主要与资本结构的调整以及财务杠杆比例的降低有关,但是不难预测公司稳定的承保盈利和稳健的投资收益将会推动 ROE 保持在良好的水平。值得一提的是,2019 年税收杠杆增长至 0.9,同比提升 45.16%,实际所得税率十年来首次下降至 10%附近,这主要得益于 2019 年 5 月 29 日,财政部发布《关于保险企业手续费及佣金支出税前扣除政策的公告》,其中大幅提高保险企业所得税税前扣除比例。具体来看,从原来财险 15%、寿险 10%调整为统一的 18%,并允许超过 18%的部分结转以后年度扣除。我们测算 2019年税改约促使 ROE 增长 4 个百分点。公司稳定的承保盈利和稳健的投资收益以及税收新规的实行将会推动 ROE 保持在良好的水平。

图 45: ROE 框架



资料来源:光大证券研究所绘制

图 46: 同业财险公司 ROE 对比

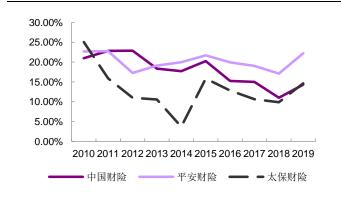


图 47: 同业财险公司权益乘数对比



资料来源: Wind 资料来源: Wind

与海外同业相比,除了在2019年中国财险的ROE略低于好事达保险外,近十年中国财险的ROE均高于丘博保险和好事达保险。拆分来看的话,在承保端,中国财险的承保杠杆一直高于后两者,2019年远超丘博保险与好事达保险,主要是我国财险近十年快速发展,保费收入持续增速大于美国成熟国家。然而承保利润率一直不及后两者,这一点在前文已经提及;在投资端,中国财险的投资杠杆一直高于丘博保险,2019年超出丘博保险 0.77,但自2014年起在好事达保险之下,2019年低于好事达保险 0.66,投资收益率近五年来要优于后两者,2019年领先丘博保险 1.61个百分点、好事达保险 1.01个百分点;在税收方面,中国财险和好事达保险的息税杠杆一直在



提高,中国财险的息税杠杆一直在好事达保险之上,2019 年超出好事达保险 0.17, 丘博保险的息税杠杆波动频繁,2019 年低于中国财险 0.22 个百分点。总的来说,虽然中国财险在承保盈利方面较海外同业财险公司略显逊色,但凭借杠杆优势以及较好的投资回报获得优于海外同业财险公司的净投资回报率。相信日后通过公司在承保业务方面的努力,ROE 将得到进一步的优化。

表 2: 中国财险 ROE 拆分

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
承保杠杆	4.95	3.79	3.42	3.17	2.48	2.27	2.28	2.34	2.45	2.25
承保利润率	2.20%	6.00%	4.90%	3.30%	3.50%	3.50%	1.90%	3.00%	1.50%	1.10%
投资杠杆	6.10	5.40	4.77	4.17	3.46	3.19	3.21	3.15	3.09	2.74
投资收益率	4.00%	2.30%	3.70%	4.20%	5.20%	6.70%	5.20%	5.30%	4.50%	4.90%
息税前 ROE	35.29%	35.16%	34.4%	27.97%	26.68%	29.31%	21.05%	23.72%	17.59%	15.90%
息税杠杆	0.59	0.65	0.67	0.66	0.66	0.68	0.72	0.63	0.62	0.90
ROE	20.99%	22.83%	22.89%	18.36%	17.62%	20.05%	15.10%	14.88%	10.94%	14.29%

资料来源:公司公告,光大证券研究所

表 3: 丘博保险 ROE 拆分

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
承保杠杆	0.59	0.63	0.57	0.58	0.59	0.59	0.60	0.57	0.60	0.57
承保利润率	9.80%	5.40%	6.10%	12.00%	11.90%	12.70%	11.70%	5.30%	9.40%	9.40%
投资杠杆	2.24	2.27	2.19	2.11	2.13	2.27	2.05	2.00	2.01	1.97
投资收益率	4.23%	4.20%	3.82%	3.72%	3.77%	3.48%	3.03%	3.21%	3.44%	3.29%
息税前 ROE	15.23%	12.92%	11.83%	14.77%	15.02%	15.42%	13.19%	9.43%	12.52%	11.82%
息税杠杆	0.89	0.50	0.83	0.88	0.64	0.63	0.65	0.80	0.63	0.68
ROE	13.53%	6.47%	9.83%	13.04%	9.64%	9.73%	8.57%	7.55%	7.87%	8.05%

资料来源:公司公告,光大证券研究所

表 4: 好事达保险 ROE 拆分

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
承保杠杆	1.37	1.39	1.30	1.29	1.30	1.51	1.52	1.39	1.55	1.34
承保利润率	1.90%	-3.40%	4.50%	8.00%	6.10%	5.10%	3.90%	8.30%	7.80%	9.30%
投资杠杆	5.28	5.12	4.73	3.78	3.64	3.88	3.98	3.67	3.81	3.40
投资收益率	4.26%	4.34%	4.34%	5.11%	4.46%	4.25%	3.93%	4.36%	4.32%	3.89%
息税前 ROE	25.10%	17.52%	26.36%	29.60%	24.14%	24.23%	21.55%	27.59%	28.55%	25.68%
息税杠杆	0.19	0.24	0.43	0.36	0.53	0.45	0.42	0.51	0.37	0.73
ROE	4.88%	4.22%	11.21%	10.61%	12.78%	10.84%	9.12%	14.14%	10.57%	18.64%

资料来源:公司公告,光大证券研究所

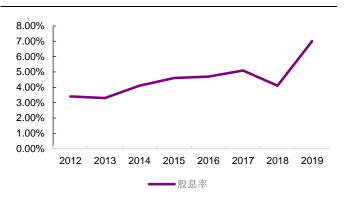
分红率和股息率大幅度提升。近五年来公司的分红总额及分红率持续提升,2019年分红总额为102.5亿元,同比提升69.5%,分红率高达42.2%,同比提升3.2个百分点。自2012年至2019年,公司的派息比例总体上呈上涨趋势,2019年股息率高达7%,同比增长2.9个百分点。2019年分红率和股息率的大幅度提升彰显了公司当前的现金回报能力,同时公司强大的资本金保证了现金分红的可持续性。我们预计未来分红比例将持续保持稳定,有望维持在40%左右,长期持股将获得较高的现金回报。



图 48: 中国财险分红总额 (亿元) 及分红率



图 49: 中国财险股息率

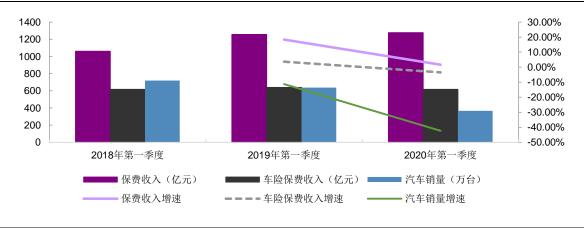


资料来源: Wind 资料来源: Wind

# 5、疫情推进线上化,经营能力稳步提高

2020 年第一季度净利润和总资产稳步增长。2020 年第一季度原保险保费收入1276.43 亿元,同比增长1.7%,增速相对上年同期降低16.6 个百分点,这是因为疫情导致短期内新增保单增长承压,代理人展业和增员受到影响;净利润有63.56 亿元,同比增长22%,增速相对上年同期提高12 个百分点;总资产累计6452.48 亿元,同比增长8.4%,增速相对上年同期提高1个百分点;综合成本率为97.1%,同比下降1.2 个百分点。由此来看疫情的冲击干扰了保费的增长速度,但是承保利润率得到小幅度的提升,主要财务指标总体上表现良好。

图 50: 中国财险保费收入、车险业务保费收入与汽车销量情况

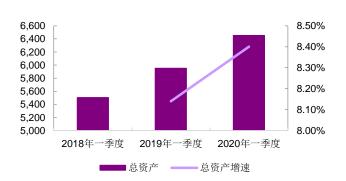


资料来源: wind

#### 图 51: 中国财险净利润(亿元)及增速



#### 图 52: 中国财险总资产(亿元)及增速



资料来源: wind 资料来源: wind

### 车险业务综合成本率有明显改善、保费收入预计在二季度恢复正常。

2020 年第一季度车险业务收入 616.60 亿元,同比下滑 3.5%。这主要是因为一方面疫情影响下汽车销量同比萎缩 42.37%,另一方面疫情降低了客户投保车险的积极性。但是随着疫情逐渐好转,汽车销售回暖,以及线下销售体系复工复产,车险销售业务增速会逐步恢复。根据 4 月保费数据显示公司在 3 月后车险保费负增长幅度缩减,公司车险保费增速明显好于行业,3-4 月签单口径保费收入明显优于行业平均水平。此外,一季度车险综合成本率有明显改善,为 94.3%,同比下降 4.9 个百分点,其中,赔付率下降 2.3%,费用率下降 2.6%。综合成本率显著好转的原因为: (1) 受疫情影响一季度出行减少,一季度出险率大幅降低超 30%,随二季度复工复产及出行密度加大预计将逐步恢复; (2) 2019 年手续费下降导致 2019 年一季度成单率较低,今年手续费保持正常水平,成单率较去年同期有较大提高,带动车险费用率下降。随二季度生产秩序恢复预计车险将恢复至正常状态。

疫情对非车险影响明显,公司加大线上化推进力度,保证疫情期间业务的开展。2020年第一季度非车险业务保费收入659.83亿元,同比增加7.14%,增速相对上年同期降低31.51个百分点。由此可以看出,疫情对非车险影响明显,这是因为疫情导致政策性业务出现延迟续保、政府项目和招标延迟。意健险、农险虽有一定幅度的增长但保费增速均在下降,责任保险、企业财产保险、信用保证保险、货运险出现负增长。这主要是因为疫情对个险、团险等传统线下业务影响较大。然而另一方面疫情的发生又刺激了保障需求增加,险企推进开展线上保险服务,加速线上线下业务共同推进。中国财险在中国人保数字化战略下,线上化经营能力有所提高。截止2019年底,人保财险客户线上化率19.5%,较2018年底有所提升,公司理赔线上化率大幅提升,财险现值保单线上化率76%,2020年一季度理赔线上化率为86.1%。针对疫情公司专门召开推进线上化的会议,加大线上化推进力度,非车险业务的恢复指日可待。

400 200.00% 350 300 150.00% 100.00% 250 200 50.00% 150 100 0.00% -50.00% 50 -100.00% 意健险 农险 责任保险 企业财产险 信用保证险 货运险 2019年一季度保费收入 ■ 2018年一季度保费收入 ■ 2020年一季度保费收入 ----2019年一季度保费收入同比增速 - 2020年一季度保费收入同比增速

图 53: 中国财险非车险各险种保费收入 (亿元) 及增速对比

资料来源:公司公告,光大证券研究所

## 6、盈利预测

我们主要对中国财险的保费收入,投资资产及赔付率费用率做主要假设,得出盈利预测。

#### (1) 保费收入

公司从 2003 年上市以来,保费收入复合增速高达 13.6%。2019 年受新车销量的影响,车险保费增速下滑至 1.6%,但非车险增速加快至 31%,拉动总保费收入增速至 11.4%。预计受新冠疫情及新车销量的影响,同时公司有意控制非车险里高风险品种保费收入,2020 年车险保费收入放缓。但随着政策利好新车销量回暖,我们假设 2020-2022 年保费收入增速为 10.0%,12.0%,12.5%。

表 5: 保费增速假设

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
机动车辆险	10.6%	10.7%	15.2%	13.3%	10.4%	10.5%	10.5%	3.9%	1.6%	5.1%	10.1%	12.5%
企业财产险	11.9%	3.6%	2.7%	2.8%	-0.1%	-4.6%	2.5%	6.3%	13.1%	10.0%	15.2%	15.6%
意外伤害及健 康险	27.5%	21.4%	53.2%	42.6%	31.1%	26.3%	30.8%	32.0%	42.5%	24.0%	23.2%	19.3%
责任险	18.3%	14.3%	14.7%	18.9%	15.1%	18.6%	23.9%	27.9%	25.4%	19.0%	15.3%	20.5%
货运险	18.3%	-5.1%	-4.5%	-2.9%	-9.3%	-7.7%	8.6%	19.6%	2.8%	8.0%	24.4%	12.5%
信用保证险								134.2%	96.7%	9.9%	12.0%	12.5%
农险				3.5%	10.5%	3.1%	13.1%	21.0%	15.2%	9.9%	12.0%	12.5%
其他险种	22.4%	19.2%	-58.4%	12.1%	20.4%	10.8%	-22.0%	14.9%	4.7%	76.1%	26.3%	-0.2%
合计	12.7%	11.2%	15.5%	13.2%	11.3%	10.5%	12.6%	11.0%	11.4%	10.0%	12.0%	12.5%

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

#### (2) 赔付率及费用率

受商车费改影响我们预计车险的赔付率上升,费用率下降影响公司总体综合成本率,我们假设 2020-2022 年公司费用率为 32.3%, 31.0%, 29.9%, 综合成本率为 96.1%, 95.8%, 95.7%, 由于中国财险为行业龙头, 我们预计费用率下滑幅度大于赔付率下滑幅度, 总承保利润将保持相对稳定。



#### 表 6: 赔付率费用率假设

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
赔付率	-65.8%	-63.6%	-66.2%	-64.4%	-62.7%	-63.6%	-62.3%	-62.0%	-66.2%	-66.0%	-67.0%	-68.0%
主要费用率	-15.2%	-19.0%	-18.9%	-28.5%	-30.7%	-31.9%	-32.1%	-34.1%	-30.6%	-30.1%	-28.8%	-27.7%
业务管理费率	-9.9%	-10.1%	-9.5%	-3.1%	-2.7%	-2.4%	-2.3%	-2.1%	-2.2%	-2.2%	-2.2%	-2.2%

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

#### (3) 投资资产

公司投资资产稳步扩张,2012-2019年复合增长率为11.7%,受车险保费收入增速放缓影响,公司总投资资产增速近年来放缓至7%,我们预计2020年车险保费收入受疫情及新车销量影响仍保持个位数增长,但随着消费及需求的释放叠加行业政策红利,我们预计2021-2022年车险保费将有所回暖。因表此,假设总投资资产2020-2022年增速分别为7.0%,8.0%,9.0%。

表7:投资资产组合假设

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	7.3%	5.9%	6.8%	8.2%	6.6%	6.6%	8.3%	7.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
定期存款	23.1%	24.5%	26.9%	29.9%	28.7%	18.0%	14.8%	17.0%	13.9%	18.5%	16.4%	16.1%
债权类证券	50.8%	44.8%	44.1%	36.5%	31.2%	29.1%	37.0%	33.0%	32.1%	32.5%	32.7%	33.5%
权益类证券和共同基 金	11.7%	16.2%	12.1%	13.9%	20.0%	17.6%	15.6%	17.1%	19.7%	15.0%	17.0%	16.9%
分类为贷款及应收款 的投资	2.2%	3.7%	5.4%	7.4%	8.7%	16.8%	12.3%	12.5%	14.5%	13.0%	13.8%	13.2%
投资物业	2.3%	2.1%	1.9%	1.6%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.1%
联营及合营公司投资	1.1%	1.2%	1.7%	1.6%	2.5%	9.7%	10.1%	10.4%	10.9%	10.9%	10.4%	10.5%
其他投资资产	1.5%	1.7%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

根据以上主要假设我们搭建模型, 我们预计 2020-2022 年公司营业收入 分别为 4765/5337/6004 亿元, 净利润分别为 199/229/260 亿元, 加权 ROE 分别为 10.9%/11.2%/11.3%。

# 7、估值水平与投资评级

不同于寿险公司采用内含价值的估值方法,由于财险公司的承保责任一般都在一年及一年以下,保险责任当期完成当期确认,所以财险公司一般采用 PB/ROE 等估值方法。我们对中国财险主要从相对估值和绝对估值法两种方式来进行估值,其中 PB-ROE 历史估值法我们采用相对和绝对估值相结合的方式。相对估值法我们采用国际最可比公司估值法。绝对估值法我们考虑到公司持续分红预期及目前由成长股转变为价值股的特性,我们采用三阶段DDM 模型。

# 7.1、PB-ROE 历史估值法

参考中国财险过去 10 年 PE 主要处于 10.4x 左右。目前股价基本处于 5.9x 左右,处于十年历史最低 PE 水平。从 PB 角度来看,15 年以前基本处于 2.1xPB 水平,主要由于 15 年以前中国财险 ROE 平均高达 20%以上,15 年后 ROE 持续走低至 15%,总 PB 回落至 1.4x 水平。目前估值回落至 0.8xPB 水平。历史估值 PB-ROE 表明公司隐含风险贴现率约为 10%左右,假设公司未来风险贴现率保持 10%水平。



按历史估值经验, 若公司 ROE 维持 10%水平, 合理估值 PB 应为 1.0x 左右。公司的合理股价应为 8.71 元人民币对应 9.55 港币。

图 54: 中国财险 PE-band



资料来源: wind, 截至 2020 年 5 月 12 日

图 55: 中国财险 PB-band



资料来源: wind, 截至 2020 年 5 月 12 日

#### 7.2、可比公司估值法

由于国内没有单一财险上市公司,我们选取丘博保险、前进保险和好事 达保险作为中国财险的可比公司。丘博保险是全球最大的非寿险保险公司之一,主营业务为商业险、个人险等财产意外险,此外还经营再保险和短期寿险,2019 年净保费中财产和意外伤害险占比 81%;前进保险是汽车保险公司,主营业务包括个人车辆险、商业车辆险以及企业责任险等其他险种,2019年个人车险保费占比 83%;好事达保险公司是美国第二大从事个人险种业务的财险和意外险公司,主要从事个人财产险、意外险、养老金和投资产品等业务,2019年营业收入中财产和意外伤害险保费占比 81%;三家可比公司与中国财险提供的产品和服务基本一致。伯克希尔·哈撒韦设有许多分公司,其中包括:GEICO,美国第六大汽车保险公司;General Re,世界上最大的四家再保险公司之一。旗下GEICO 位居美国财险行业前列,但考虑到伯克希尔哈撒韦在许多其他领域也有商业活动,2019年保险板块收入仅占集团总收入的27%,不将其列入可比公司。由于不同市场估值中枢不同,但考虑



到财险商业模式在全球范围的相通性及 PB-ROE 估值方法所体现的 ROE 差距, 我们认为满股财险的估值可以对标美国财险的估值水平。

表 8: 可比公司的 PB 比较

P/B	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/5/11	平均
前进保险	2.49	2.55	3.53	3.06	3.11	3.09	2.97
丘博保险	1.30	1.27	1.34	1.16	1.29	0.88	1.21
好事达保险	1.17	1.42	1.84	1.32	1.58	1.44	1.46
平均	1.65	1.75	2.24	1.85	1.99	1.80	1.88
中国财险	1.81	1.36	1.51	1.07	1.16	0.85	1.29

资料来源: wind

表 9: 可比公司的 PE 比较

P/E	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/5/11	平均
前进保险	14.51	16.27	31.77	21.85	16.05	10.86	18.55
丘博保险	13.28	21.69	16.41	15.25	17.81	10.32	15.79
好事达保险	8.44	13.28	21.34	9.19	17.31	6.84	12.73
平均	12.08	17.08	23.17	15.43	17.06	9.34	15.69
中国财险	11.93	6.87	11.06	7.40	11.82	5.92	9.17

资料来源: wind

从可比公司表可以看出,中国财险目前 0.85xPB 低于行业平均,且显著低于行业五年平均,中国财险五年平均 9.17xPE 也低于行业平均 9.34x 及行业五年平均 15.69x。纵观可比公司我们发现,前进保险在近五年获得了较高的估值溢价,主要原因前进保险 1990 年,1992 年,2011 年大规模回购股票,一定程度上推高公司历史估值。2016 年以后前进保险净利润高速增长,ROE 的提升推高近两三年来估值。承保利润的提升是前进保险近年来净利润高增的主要原因。究其原因,一是建立了业界领先的细分定价策略,二是大力发展直销降低费用率,此外,前进保险战略上非常重视承保利润,首先保证 4%的承保利润率,也在一定程度上提升承保利润。所以前进保险一直以来享有较高的 PB 估值。

我们认为,中国财险的龙头优势以及我国财险市场的广阔空间,未来中国财险有望持续提高承保利润,我们根据公司历史PB值和可比公司PB值,综合考虑中国财险所处的行业地位,认为公司 2020-2022 年合理估值水平PB为1.16xPB,对应股价11.07港币。

# 7.3、绝对估值法

关于基本假设的几点说明:

- 1、 长期增长率:由中国财险是国内最大的财险企业,假设经过十年进入稳定增长阶段,故假设长期增长率为2%;
- 2、 分红率: 假设公司分红率一致, 保持 40%;
- 3、贴现率选取:采用国内保险行业一致贴现率 10%-11%,考虑到财 险行业比寿险行业利率风险更小,采用 10%的贴现率。



表 10: DDM 绝对估值

关键性假设	数值
第二阶段年数	10
长期增长率	2.00%
贴现率	10%
永续价值	13.43
永续价值时间	2029/12/31
永续贴现乘数	0.39
目标股价 (元)	8.30
目标股价 (港币)	9.09

资料来源:光大证券研究所预测

DDM 估值得出目标股价 9.09 港币, 我们分别对永续增长率和贴现率敏感性测试,得出股价区间为 7.91-9.85 港币。

表 11: 敏感性测试

	永续增长率	
贴现率	2%	3%
10.0%	9.09	9.85
10.5%	8.47	9.10
11.0%	7.91	8.45

资料来源: 光大证券研究所预测

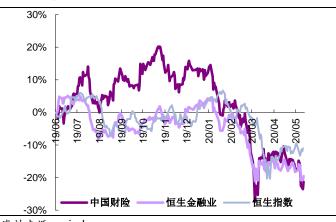
### 7.4、估值结论与投资评级

通过相对及绝对估值法我们得出中国财险的股价合理估值区间为9.09-11.07港币。公司优势在于龙头效应+高股息率+利润持续释放。我们认为在商车费改的情况下,丰富的网点及直销渠道能促进综合成本率维持持续稳定,同时公司承保利润持续释放,高达7%的股息率及稳健的投资收益吸引力较大。预测公司2020-2022年EPS分别为0.89/1.03/1.17元,BPS分别为8.7/9.7/10.9,公司当前(2020年5月26日)股价为6.65港币,当前股价对应PE分别为6.8/5.9/5.2x,对应PB分别为0.70/0.62/0.56x。首次覆盖给予"买入"评级。

# 7.5、股价走势及驱动因素

我们分析了近年来中国财险走势以及与国外公司对比。过去十年美国财险公司涌现出比较多的大牛股特别是以前进保险高 ROE 高估值为代表的股票。过去十年,前进保险上涨 322%,好事达保险上涨 214%,伯克希尔哈撒韦上涨 135%,丘博保险 102%。疫情期间,大部分财险股也跑赢指数和大盘,表明受利率影响在投资端表现稳健。以前进保险好事达保险为代表的国外险企也在疫情期间跑赢大盘。但 Q1 业绩仍受疫情影响利润下滑,可见市场认为疫情对财险的影响可能是短期的并非影响长期估值中枢。后续走势还应结合全球经济及疫情形式进行判断。

图 56: 中国财险跑赢恒生指数及恒生金融指数



资料来源: wind

图 57: 部分国际财险公司疫情期间跑赢指数



资料来源: wind

综上所述, 我们认为中国财险未来股价上涨的驱动因素主要如下:

- 1. 新车销量回暖,保费收入提升。
- 2. 商车费改提高行业规范性, 龙头承保利润提升。
- 3. 公司投资能力提升,资本市场回暖。

## 8、风险提示

- (1) 保费收入不及预期。公司车险保费收入受政策及汽车销量影响继续走低, 且公司非车险受疫情影响大于预期同时公司主动控制高综合成本率的 险种保费收入等都将导致公司总体保费收入不及预期。
- (2) **商车费改影响大于预期。**商车费改导致的公司件均保费下滑,同时公司赔付率上升,手续费率下滑幅度小于预期,将总体影响公司承保利润。
- (3) 疫情对宏观经济的影响大于预期。疫情对人均可支配收入影响导致消费 投资下滑大于预期,将显著影响保险行业经营。同时疫情导致的全球流 动性及贸易危机将对全球股市、信贷产生影响,从而影响香港股票市场 及利率走势,对财险投资端长期收益下滑,影响 ROE。
- (4) **利率下行加剧**。在货币政策宽松的预期下,市场利率下行加剧,影响保险资金投资端新增资产净投资收益,从而对税前利润及 ROE 产生不利影响。
- (5) **监管部门的政策变动。**监管部门对保险行业的从严监管或其他政策变动 将影响行业竞争及长期发展格局。



利润表 (亿元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,888	4,332	4,765	5,337	6,004
已赚保费	3,441	3,807	4,193	4,696	5,283
已发生净赔款	-2,133	-2,518	-2,767	-3,147	-3,593
其他承保费用	-268	-384	-424	-423	-423
保单展业成本	-905	-779	-839	-930	-1,041
管理费用	-82	-93	-105	-117	-132
承保利润	53	32	59	80	95
利息,股息和租金收入	166	170	177	197	223
投资净收益	-12	7	2	2	3
营业利润	218	210	238	279	320
财务费用	-21	-14	-16	-16	-16
除税前溢利	234	238	265	306	346
所得税	-79	5	-66	-76	-87
	155	243	199	229	260

黄产总计 5,506 5,961 6,574 7,192 7,812   货币资金 338 325 348 376 410   定期存款 740 644 918 882 943   债务证券投资 1,435 1,491 1,616 1,759 1,959   权益类证券 741 917 746 913 988   保险业务应收款,净额 424 536 484 577 661   投资性房地产 49 46 60 62 66   固定资产 172 181 190 199 209   于联营公司及合营公司 453 505 542 559 617   的投资 541 674 645 742 773   负债及股东权益总计 5,506 5,961 6,574 7,192 7,812   夏债合计 4,091 4,261 4,637 5,024 5,381   应付分保账款 157 194 210 247 270   应付保险保障基金 10 11 13 14 16   应交税费 31 1 40 46 52   其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184   保险合同负债 2,758 3,051 3,544 <t< th=""><th>资产负债表 (亿元)</th><th>2018</th><th>2019</th><th>2020E</th><th>2021E</th><th>2022E</th></t<>	资产负债表 (亿元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金 338 325 348 376 410 定期存款 740 644 918 882 943 债务证券投资 1,435 1,491 1,616 1,759 1,959 权益类证券 741 917 746 913 988 保险业务应收款,净额 424 536 484 577 661 投资性房地产 49 46 60 62 66 固定资产 172 181 190 199 209 于联营公司及合营公司 453 505 542 559 617 的投资 贷款及应收款项 541 674 645 742 773 负债及股东权益总计 5,506 5,961 6,574 7,192 7,812 负债合计 4,091 4,261 4,637 5,024 5,381 应付保险保障基金 10 11 13 14 16 应交税费 31 1 40 46 52 其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184 保险合同负债 2,758 3,051 3,544 3,940 4,385 受保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153 卖出回购金融资产款 280 168 225 223 225 股东权益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431 股本 222 222 222 222 222 222 222						
度期存款 740 644 918 882 943 债务证券投资 1,435 1,491 1,616 1,759 1,959 权益类证券 741 917 746 913 988 保险业务应收款,净额 424 536 484 577 661 投资性房地产 49 46 60 62 66 固定资产 172 181 190 199 209 于联营公司及合营公司 453 505 542 559 617 的投资 645 742 773 负债及股东权益总计 5,506 5,961 6,574 7,192 7,812 负债合计 4,091 4,261 4,637 5,024 5,381 应付分保账款 157 194 210 247 270 应付保险保障基金 10 11 13 14 16 应交税费 31 1 40 46 52 其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184 保险合同负债 2,758 3,051 3,544 3,940 4,385 变保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153 点分 费出回购金融资产款 280 168 225 223 225 及25 222 222 222 222 222 222 222 222		•		•		410
债务证券投资 1,435 1,491 1,616 1,759 1,959 权益类证券 741 917 746 913 988 保险业务应收款,净额 424 536 484 577 661 投资性房地产 49 46 60 62 66 固定资产 172 181 190 199 209 于联营公司及合营公司 453 505 542 559 617 的投资 541 674 645 742 773 负债及股东权益总计 5,506 5,961 6,574 7,192 7,812 负债合计 4,091 4,261 4,637 5,024 5,381 应付分保账款 157 194 210 247 270 应付保险保障基金 10 11 13 14 16 应交税费 31 1 40 46 52 其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184 保险合同负债 2,758 3,051 3,544 3,940 4,385 受保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153 卖出回购金融资产款 280 168 225 223 225 股东权益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431 股本 222 222 222 222 222 222		740	644	918	882	943
保险业务应收款,净额 424 536 484 577 661 投资性房地产 49 46 60 62 66 固定资产 172 181 190 199 209 于联营公司及合营公司 453 505 542 559 617 的投资 541 674 645 742 773 负债及股东权益总计 5,506 5,961 6,574 7,192 7,812 负债合计 4,091 4,261 4,637 5,024 5,381 应付分保账款 157 194 210 247 270 应付保险保障基金 10 11 13 14 16 应交税费 31 1 40 46 52 其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184 保险合同负债 2,758 3,051 3,544 3,940 4,385 受保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153 生产 及收款收益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431 股本 222 222 222 222 222 222		1,435	1,491	1,616	1,759	1,959
投资性房地产 49 46 60 62 66 固定资产 172 181 190 199 209 于联营公司及合营公司 453 505 542 559 617 的投资 541 674 645 742 773 负债及股东权益总计 5,506 5,961 6,574 7,192 7,812 负债合计 4,091 4,261 4,637 5,024 5,381 应付分保账款 157 194 210 247 270 应付保险保障基金 10 11 13 14 16 应交税费 31 1 40 46 52 其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184 保险合同负债 2,758 3,051 3,544 3,940 4,385 变保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153 卖出回购金融资产款 280 168 225 223 225 股东权益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431 股本 222 222 222 222 222 222	权益类证券	741	917	746	913	988
固定资产 172 181 190 199 209 于联营公司及合营公司 453 505 542 559 617 的投资 541 674 645 742 773 负债及股东权益总计 5,506 5,961 6,574 7,192 7,812 <b>负债合计 4,091 4,261 4,637 5,024 5,381</b> 应付分保账款 157 194 210 247 270 应付保险保障基金 10 11 13 14 16 应交税费 31 1 40 46 52 其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184 保险合同负债 2,758 3,051 3,544 3,940 4,385 受保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153 卖出回购金融资产款 280 168 225 223 225 <b>股东权益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431</b> 股本 222 222 222 222 222 222	保险业务应收款,净额	424	536	484	577	661
一	投资性房地产	49	46	60	62	66
的投资 貸款及应收款项 541 674 645 742 773 负债及股东权益总计 5,506 5,961 6,574 7,192 7,812 <b>负债合计 4,091 4,261 4,637 5,024 5,381</b> 应付分保账款 157 194 210 247 270 应付保险保障基金 10 11 13 14 16 应交税费 31 1 40 46 52 其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184 保险合同负债 2,758 3,051 3,544 3,940 4,385 受保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153 卖出回购金融资产款 280 168 225 223 225 <b>股东权益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431</b> 股本 222 222 222 222 222	固定资产	172	181	190	199	209
贷款及应收款项 541 674 645 742 773 负债及股东权益总计 5,506 5,961 6,574 7,192 7,812 <b>负债合计 4,091 4,261 4,637 5,024 5,381</b> 应付分保账款 157 194 210 247 270 应付保险保障基金 10 11 13 14 16 应交税费 31 1 40 46 52 其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184 保险合同负债 2,758 3,051 3,544 3,940 4,385 受保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153 点对债券 234 152 153 153 153 卖出回购金融资产款 280 168 225 223 225 <b>股东权益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431</b> 股本 222 222 222 222 222		453	505	542	559	617
负债合计4,0914,2614,6375,0245,381应付分保账款157194210247270应付保险保障基金1011131416应交税费311404652其他负债及预提费用601644-1,515-1,798-2,184保险合同负债2,7583,0513,5443,9404,385受保人储全型存款2018303133应付债券234152153153153卖出回购金融资产款280168225223225股东权益合计1,4151,7001,9382,1682,431股本222222222222222222		541	674	645	742	773
应付分保账款 157 194 210 247 270 应付保险保障基金 10 11 13 14 16 应交税费 31 1 40 46 52 其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184 保险合同负债 2,758 3,051 3,544 3,940 4,385 受保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153 点式 25 更出回购金融资产款 280 168 225 223 225 股东权益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431 股本 222 222 222 222 222	负债及股东权益总计	5,506	5,961	6,574	7,192	7,812
应付保险保障基金 10 11 13 14 16 应交税费 31 1 40 46 52 其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184 保险合同负债 2,758 3,051 3,544 3,940 4,385 受保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153 153 卖出回购金融资产款 280 168 225 223 225 股东权益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431 股本 222 222 222 222 222	负债合计	4,091	4,261	4,637	5,024	5,381
应交税费   31   1   40   46   52     其他负债及预提费用   601   644   -1,515   -1,798   -2,184     保险合同负债   2,758   3,051   3,544   3,940   4,385     受保人储金型存款   20   18   30   31   33     应付债券   234   152   153   153   153     卖出回购金融资产款   280   168   225   223   225     股东权益合计   1,415   1,700   1,938   2,168   2,431     股本   222   222   222   222   222	应付分保账款	157	194	210	247	270
其他负债及预提费用 601 644 -1,515 -1,798 -2,184 保险合同负债 2,758 3,051 3,544 3,940 4,385 受保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153 153 卖出回购金融资产款 280 168 225 223 225 股东权益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431 股本 222 222 222 222 222	应付保险保障基金	10	11	13	14	16
保险合同负债   2,758   3,051   3,544   3,940   4,385     受保人储金型存款   20   18   30   31   33     应付债券   234   152   153   153   153     卖出回购金融资产款   280   168   225   223   225     股东权益合计   1,415   1,700   1,938   2,168   2,431     股本   222   222   222   222   222	应交税费	31	1	40	46	52
受保人储金型存款 20 18 30 31 33 应付债券 234 152 153 153 153	其他负债及预提费用	601	644	-1,515	-1,798	-2,184
应付债券 234 152 153 153   卖出回购金融资产款 280 168 225 223 225   股东权益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431   股本 222 222 222 222 222	保险合同负债	2,758	3,051	3,544	3,940	4,385
卖出回购金融资产款   280   168   225   223   225     股东权益合计   1,415   1,700   1,938   2,168   2,431     股本   222   222   222   222   222	受保人储金型存款	20	18	30	31	33
股东权益合计 1,415 1,700 1,938 2,168 2,431   股本 222 222 222 222 222	应付债券	234	152	153	153	153
股本 222 222 222 222 222	卖出回购金融资产款	280	168	225	223	225
<b>以</b> 不	股东权益合计	1,415	1,700	1,938	2,168	2,431
储备 1,193 1,477 1,716 1,946 2,208	股本	222	222	222	222	222
	储备	1,193	1,477	1,716	1,946	2,208

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测



#### 行业及公司评级体系

	评级	说明
行	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
业	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
及	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
公	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
司	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
评	正证加	因无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使无法给出明确的
级	无评级	投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数;中小盘基准为中小板指;创业板基准为创业板指;新三板基准为新三板指数;港 股基准指数为恒生指数。

#### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

#### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证,本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与,不与,也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

#### 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称"本公司")创建于 1996 年,系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司,是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可,本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围:证券经纪;证券投资咨询;与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问;证券承销与保荐;证券自营;为期货公司提供中间介绍业务;证券投资基金代销;融资融券业务;中国证监会批准的其他业务。此外,本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称"光大证券研究所")编写,以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础,但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息,但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断,可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期,本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险,在做出投资决策前,建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下,本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突,勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发,仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失,本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

#### 联系我们

The state of the s	北京	深圳
京 之 1 40 日	月坛北街2号月坛大厦东配楼2层外大街6号光大大厦17层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A座 17 楼