

中国财险 (2328. HK): 财险龙头如何领跑行业

财产险行业领跑，市占率稳居首位

中国财险是中国人保集团的核心主业，立足深厚的国资背景，长期以来是我国财产险行业的领军者，市占率超过 1/3，稳居行业首位；2018 年上半年保费同比增长 14.1%，2010 年到 2017 年保费收入复合增速 12.43%，总资产、净资产规模为业内最大，并保持稳步增长，净利润 2010-2017 年复合增速 21.01%，领先平安财险、太保财险，ROE2010-2017 年平均 21.3%，低杠杆下仍能保持良好的盈利水平。

商车费改下马太效应凸显，行业集中度有望提升

商车费改放宽部分地区自主系数浮动范围，“阈值监管”“报行合一”进一步加码监管力度，行业马太效应显现，头部险企市占率抬升，截至 2018 年三季度末中国财险、平安财险、太保财险合计市场份额 63.87%，较 2016 年底提高 0.8 个百分点，中国财险占比 33.34%，高于另外两家公司份额加总，体现出绝对优势。前三家险企综合成本率明显好于中小险企，优势差约为 3%-10%。

退有车险稳中求升，进有非车强力驱动

2018 年车险行业增速放缓，中国财险存量业务续保转保率、保足保全率有所提升，车险综合成本率控制良好，盈利能力优于平安财险、太保财险，在未来定价全面放开的环境下，精准定价能力及良好的理赔服务将更加体现公司的核心竞争优势。公司非车险业务 2011-2017 年复合增速达 14.05%，意健险、农险及责任险的快速发展为公司保费增长提供新的驱动力，其中农险及责任险具有较好盈利能力和发展潜力，非车险业务占比持续提升，使得公司业务结构不断优化，对比日本，我国非车业务仍有很大拓展空间。

承保利润优于同业，成本费用管控良好

中国财险 2018 年上半年承保利润 70 亿元，约为平安财险的 1.6 倍，5 年平均承保利润率约为 3%，低于平安 0.9 个百分点，但在车险、农险业务方面盈利能力优势明显，公司对业务管理费严格管控，手续费上升趋势趋缓，综合费用率控制在 35% 以下，显著好于同业，另外公司自主渠道占比较高，对费用具有较强的掌控力度，体现出龙头险企的成本优势。

资产配置稳健，长期股权投资收益亮眼

公司投资资产规模不断增长，2011-2017 年复合增速 13.9%，投资策略稳健，大类配置固收占比约 64%，同时投资收益也相应以利息为主，对联营企业投资 2015 年以来占比大幅提升至 10.4%，相

中国财险 (02328)

首次评级

买入

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

执业证书编号：S1440510120015

香港证监会中央编号：BEO134

发布日期：2019 年 02 月 11 日

当前股价：8.11 港元

目标价格 6 个月：11.05 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.65/-6.74	-7.4/-14.53	-22.87/-3.65
12 月最高/最低价 (港元)		16.72/7.31
总股本 (万股)		2,224,276.53
流通 H 股 (万股)		689,929.38
总市值 (亿港元)		1,781.65
流通市值 (亿港元)		552.63
近 3 月日均成交量 (万)		3,048.41
主要股东		
中国人民保险集团		100.0%

股价表现



相关研究报告

应投资收益占比大幅提升至 21.5%，使得投资收益波动性减弱。公司净投资收益率低于平安财险，总投资收益率略好于平安，综合投资收益率基本持平，总体表现良好。

盈利预测与估值:首次覆盖给予买入评级

基于历史数据情况，我们预测：2019-2020 年保费增速在 12%-15% 之间，2019/2020 年公司净利润为 239/296 亿元，对应 EPS 为 1.1/1.3 元，BVPS 为 7.9/9.2 元，ROE 增速为 14.7%/15.6%，参考美国前进保险估值水平，我们给予公司 1.2 倍 PB 估值，目标价 9.45 元人民币，对应 11.05 港元。给予“买入”评级。

预测与比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总保费收入（百万）	311,160	350,314	388,863	435,902	497,266
营业收入增长率	10.5%	12.6%	11.0%	12.1%	14.1%
税前净利润（百万）	22,451	27,161	25,327	32,610	39,530
税前净利润增长率	-20.4%	21.0%	-6.8%	28.8%	21.2%
净利润（百万）	18,021	19,808	18,108	23,968	29,648
净利润增长率	-17.5%	9.9%	-8.6%	32.4%	23.7%
ROE	15.79%	15.69%	12.74%	14.69%	15.60%
EPS（元）	1.22	1.34	0.81	1.08	1.33
BVPS	8.05	8.98	6.80	7.88	9.21
P/B	-	-	1.02	0.88	0.75

目录

财产险行业领跑，市占率首位稳居	1
商车费改下马太效应凸显，行业集中度有望提升.....	4
退有车险稳中求升，进有非车强力驱动	6
车险成本优势明显，定价与服务提升客户黏性.....	6
非车险占比提升，业务结构持续优化	9
以邻为鉴，我国非车险业务有较大发展空间.....	9
非车险业务为中国财险保费增长提供新驱动.....	9
承保利润优于同业，成本费用管控良好	11
承保利润较高，车险、农险贡献比例大	11
费用率显著优于同业，业务管理费控制良好.....	13
自主渠道占比高，对费用掌控力度较强	14
资产配置稳健，长期股权投资收益亮眼	16
投资策略稳健，资产组合优化	16
投资收益以利息为主，对联营公司投资回报可观.....	17
投资收益率表现良好	17
盈利预测与估值:首次覆盖给予买入评级	18
关键指标假设:2018 年触底，2019 年有望迎来改善	18
估值触底给予“买入”评级，目标价 11.52 港元.....	19
风险分析	21

图表目录

预测与比率	2
图表 1: 公司主要变革历程	1
图表 2: 中国财险股权结构	2
图表 3: 主要财险公司保费收入对比 (百万元)	2
图表 4: 主要财险公司保费收入增速对比	2
图表 5: 主要财险公司总资产对比 (百万元)	3
图表 6: 主要财险公司净资产对比 (百万元)	3
图表 7: 中国财险净资产增速较高	3
图表 8: 中国财险净利润总额最高 (百万元)	3
图表 9: 2013 年以后中国财险 ROE 低于平安财险.....	3
图表 10: 中国财险权益乘数下调	3
图表 11: 商车费改进程梳理	4
图表 12: 商车费改以来赔付率下降、手续费率上升	5
图表 13: 头部财险公司市占率提升	6
图表 14: 中国财险市占率超过平安、太保合计	6
图表 15: 不同规模保险公司综合成本率对比	6

图表 16: 头部险企的综合成本优势差	6
图表 17: 车险保费增速放缓 (亿元)	7
图表 18: 中、日人均汽车保有量 (辆/人)	7
图表 19: 中国财险车险赔付率下降	7
图表 20: 中国财险车险综合成本率具有优势	7
图表 21: 中国财险车险承保利润率高于同业	8
图表 22: 车险续保率、转保率及保足保全率有所提升	8
图表 23: 日本非车险业务占比超过 30%	9
图表 24: 我国非车险业务占比在 30% 以下	9
图表 25: 中国财险非车险保费收入变化图 单位: 亿元	10
图表 26: 中国财险非车险业务占比快速提升	10
图表 27: 中国财险农险保费收入 (亿元) 及市占率	10
图表 28: 中国财险农险综合成本率较低	10
图表 29: 农险承保利润率 (中国财险>太保财险)	11
图表 30: 中国财险责任险保费收入 (百万元)	11
图表 31: 中国财险责任险赔付率及费用率	11
图表 32: 承保利润 (百万元) 及增速对比	12
图表 33: 已赚保费确认比例平稳	12
图表 34: 车险、责任险、农险对利润贡献比例较大	12
图表 35: 综合成本率对比	13
图表 36: 中国财险各险种综合成本率	13
图表 37: 中国财险费用率较低	13
图表 38: 中国财险手续费增长放缓	13
图表 39: 手续费税前抵扣上限上调至 20%, 实际税率下降明显, 净利润增幅明显	14
图表 40: 中国财险实际所得税率	14
图表 41: 业务管理费优于同业	14
图表 42: 中国财险自主渠道占比较高	15
图表 43: 直销渠道收入占比高于平安	15
图表 44: 中国财险直销人员数量及增长情况	15
图表 45: 中国财险总投资资产 (百万元) 及增速	16
图表 46: 资产配置比例较为稳健	17
图表 47: 投资收益以利息为主, 应占联营公司利润快速增长	17
图表 48: 净投资收益率低于平安财险	18
图表 49: 总投资收益率表现优于平安财险	18
图表 50: 综合投资收益率比较	18
图表 51: 关键假设与指标	19
图表 52: 预测指标	19
图表 53: 公司历史 PB	20
图表 54: 利润表预测	20

财产险行业领跑，市占率首位稳居

行业龙头历史悠久，立足深厚国资背景。中国人民财产保险股份有限公司（PICC P&C，简称“中国财险”）是中国人保（PICC）旗下的核心成员和标志性主业，目前是国内资产及业务规模最庞大、历史底蕴最深厚、综合实力最强大的财产保险公司，长期稳定占据产险行业龙头地位。2003年11月6日，中国财险在香港联交所主板挂牌上市（2328.HK），成为中国内地大型国有金融企业海外上市“第一股”，是亚洲第一大非寿险公众公司，全球第二大单一品牌产险公司。

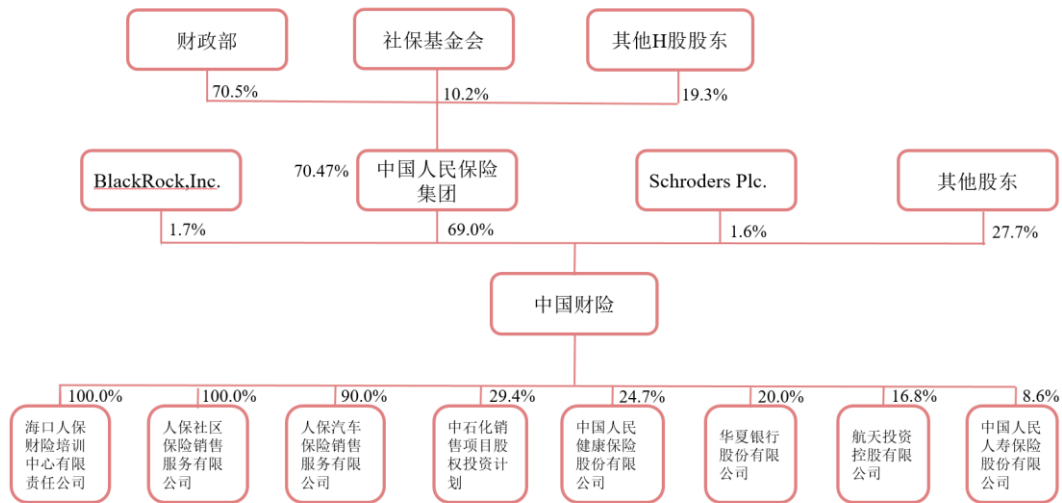
中国财险的前身是国内历史最悠久的保险公司——中国人民保险公司。中国人民保险公司成立于1949年10月20日，2003年重组并更名为中国人保控股公司后，发起设立了中国人民财产保险股份有限公司。中国财险是中国内地最大的财产保险公司，截至2018年6月30日，总股本为222.43亿股，其中中国人民保险集团持有69%的股份，是公司的控股股东，中国人保的主要控股股东及实际控制人是国家财政部，截至2018年6月，财政部持股比例为70.47%，全国社会保障基金理事会持有其10.20%的股份。中国财险凭借深厚政治与历史背景，在国家财政部的信用背书下，与政府、机构、群众建立起牢固的信任关系，凭借在市场份额、品牌塑造、人才引进等各个方面强大的先发优势，成为财产险市场发展方向的领航者。

图表1：公司主要变革历程

年份	大事记
1949年10月	中国人民保险公司在北京成立，标志着中国保险事业掀开了新的一页。
1996年7月	中国人民保险公司改组为中国人民保险（集团）公司，下设中保财产保险有限公司、中保人寿保险有限公司、中保再保险公司。
1998年10月	国务院发文，撤销中保集团，三家子公司分别更名为中国人民保险公司、中国人寿保险公司、中国再保险公司。
1999年1月	中保财产保险有限公司继承人保品牌，更名为中国人民保险公司。
2003年7月	经国务院批准，中国人民保险公司重组后更名为中国人保控股公司，并发起设立了国内最大的非寿险公司——中国人民财产保险股份有限公司。
2003年11月	中国人保财险作为内地金融机构海外上市第一股——中国财险（上市代码2328）正式在港挂牌交易，由此成功拉开了内地金融业进军海外资本市场的序幕。
2012年10月	中国人民保险公司在财政部2011年度绩效评价中荣获“优（A类AAA级）”的最高评级，成为国内保险业唯一一家获得该评价的公司。
2014年1月	中国人保财险荣获“2013年度中国企业社会责任杰出企业”大奖。
2017年12月	中国人保财险获评“2017年度亚洲最佳财险公司”。
2018年11月	中国人民保险集团股份有限公司（股票简称“中国人保”股票代码：601319）正式登陆A股市场，成为国内第五家A+H股两地上市的金融保险企业。
2018年12月	中国人保财险与最高人民法院执行局签订战略合作备忘录。

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

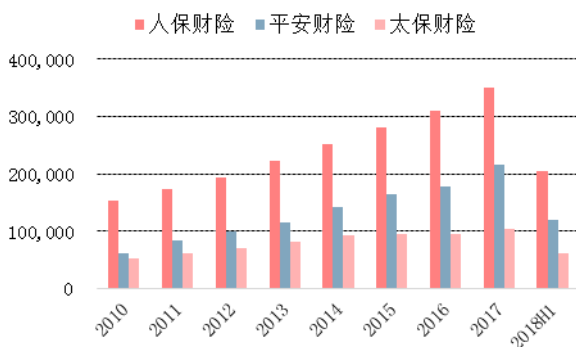
图表2：中国财险股权结构



资料来源：中信建投证券研究发展部、公司年报

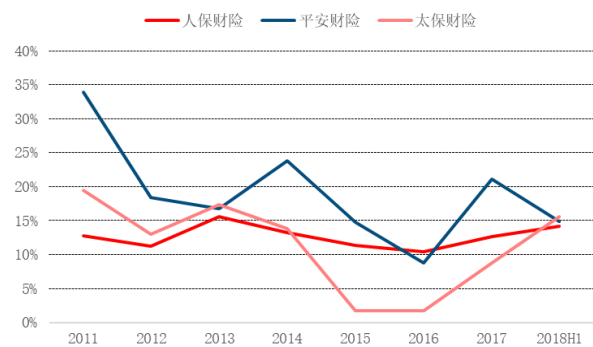
净资产增速优于同业，ROE 保持 15%以上。中国财险作为财险行业的龙头公司，在保费规模及市场占有率上具有绝对优势，持续领先于其他同业公司，2017 年保费收入为 3503.14 亿元，分别为平安财险、太保财险的 1.62 倍及 3.35 倍，2018 年上半年保费同比增长 14.1%，2010 年到 2017 年保费收入复合增速 12.43%，低于平安财险（19.43%），高于太保财险（10.62%）。与同行业竞争者相比，中国财险始终占据市场最高份额，2007 年至今保持在 33% 以上，并且随着商车费改逐步深化，行业集中度有望进一步提升，2018 年上半年已初步显现，龙头优势愈加明显。

图表3：主要财险公司保费收入对比（百万元）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表4：主要财险公司保费收入增速对比

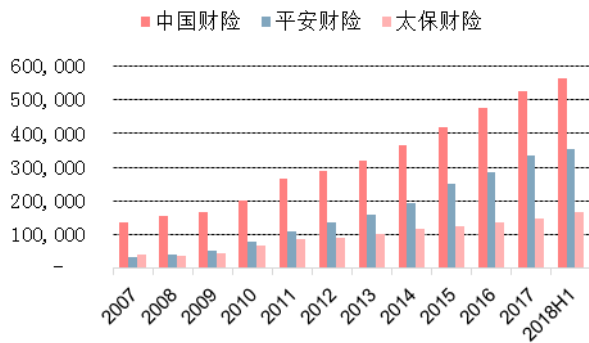


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

中国财险的总资产与净资产规模持续排名行业第一，截至 2018 年 6 月末，总资产为 5635.85 亿元，净资产为 1380.65 亿元，2011 年至 2018 年中期复合增速分别为 12.27%、23.42%，其中净资产复合增速高于平安财险（20.23%）、太保财险（5.92%），除去股东注资的因素，中国财险净利润的高增长为净资产的累积贡献了力量，2018 年上半年中国财险实现净利润 120.91 亿元，2010 年至 2017 年复合增速 21.01%，领先于平安财险（19.4%）、太保财险（1.31%）。从净资产收益率来看，2017 年 ROE 为 16%，2010 至 2017 年平均 ROE 为 21.3%，略低于平安财险（23%），究其原因，主要与资本结构调整有关，中国财险权益乘数在 2010-2014 年间有明显的下调，

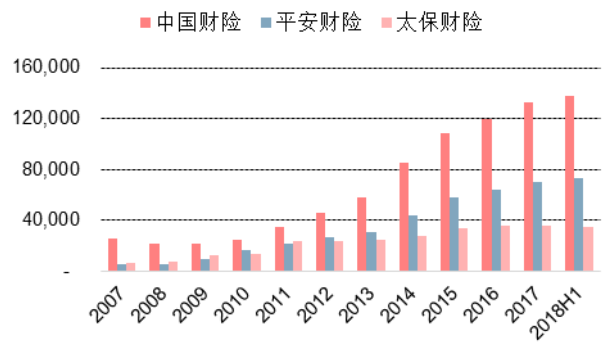
2014年开始低于平安财险，并维持在4左右，财务杠杆比例的降低也使得中国财险 ROE 自 2013 年开始低于平安财险，但平均净资产收益率仍维持在 20% 以上，且大幅好于太保财险，低杠杆下仍能保持良好的盈利水平。

图表5： 主要财险公司总资产对比（百万元）



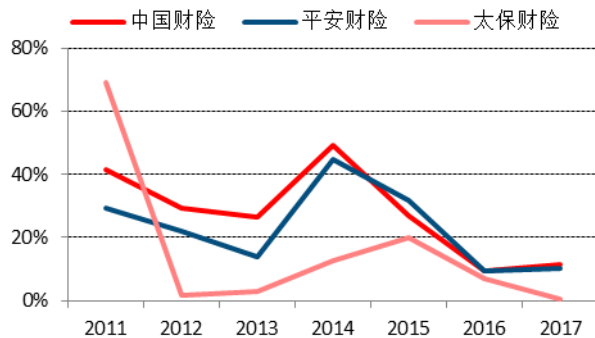
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部，Wind

图表6： 主要财险公司净资产对比（百万元）



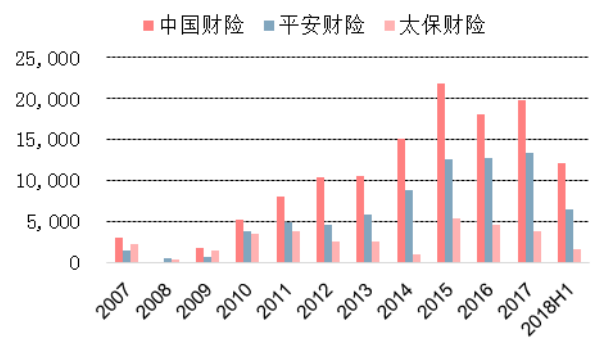
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部，Wind

图表7： 中国财险净资产增速较高



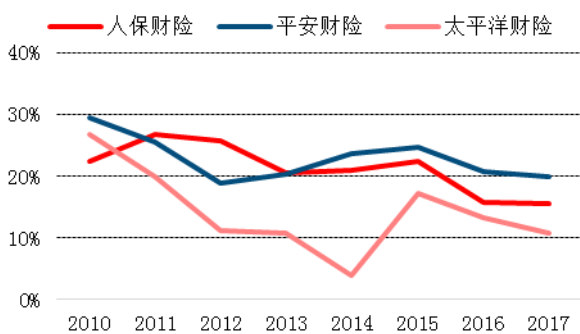
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部，Wind

图表8： 中国财险净利润总额最高（百万元）



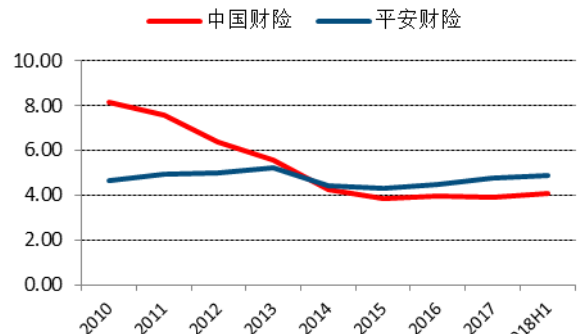
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部，Wind

图表9： 2013 年以后中国财险 ROE 低于平安财险



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部，Wind

图表10： 中国财险权益乘数下调



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部，Wind

商车费改下马太效应凸显，行业集中度有望提升

商车费改加剧行业竞争。2015年，商车费改从《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》拉开序幕，以费率自由化为终极目标逐步推进，试点方案修改了车险保费计算方法，由原来的“车险保费=(新车购置价*费率+基础保费)*费率调整系数”调整为“车险保费=[基准纯风险保费/(1-附加费用率)]*费率调整系数”，纳入了无赔款优待系数(NCD)、自主核保系数和自主渠道系数，并设定自主核保系数和自主渠道系数下限，实行“双85”限制，改革初期保险机构赔付率、单均保费下降明显，消费者、保险公司初尝改革红利；随后商车费改推广至全国，市场竞争进入白热化阶段，小公司试图通过费用竞争扩大市场份额，行业综合费用节节攀升，与改革初衷相背离，于是行业进入第三阶段，迎来了二次费改，保监会再度调整各地自主渠道系数及自主核保系数，进一步放开浮动范围至双“75”(深圳双“70”)，同时对车险综合成本率、综合费用率、未决赔款准备金提转差率进行阈值监管，并加大了处罚力度，以此来促使行业回归理性，在此背景下，小公司丧失竞争优势，龙头险企市场份额提升，马太效应愈发凸显。进入2018年，商车费改延续“小步快走”风格，再度放大四川、山西、新疆等地区的自主系数浮动范围，其中四川放开至双“65”，随后陕西、广西、青海地区试点自主定价全面放开，自此彻底的商车费改时代已经来临；监管力度继续加持，手续费上限“报行合一”以及人保财险、平安财险、太保财险以及国寿财险联合倡导的车险手续费自律，预期将使行业手续费驱动市场份额的恶性竞争缓解。

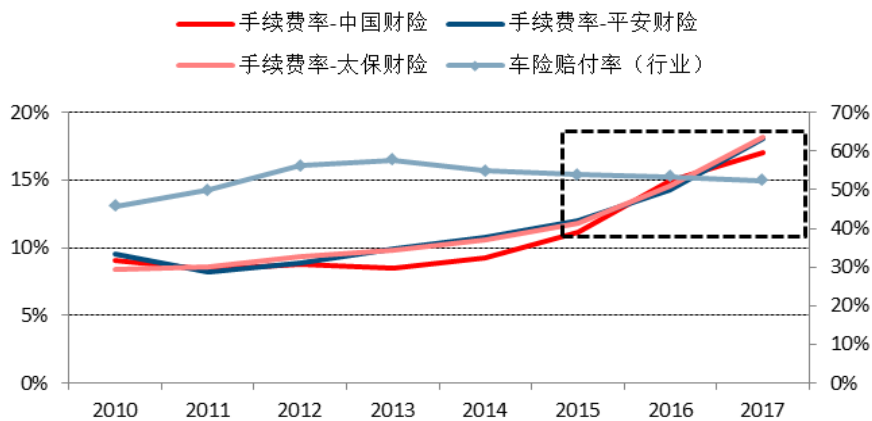
图表11：商车费改进程梳理

时间	主要政策	核心内容	影响效果
		总体指导意见：	
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	<ul style="list-style-type: none"> 建立示范条款、创新型条款机制； 建立基准纯风险保费形成、调整机制；扩大费率厘定自主权； 加强和改善商业车险条款费率监管 修改车险保费计算方法：车险保费=[基准纯风险保费/(1-附加费用率)]*费率调整系数； 	商车费改正式开启
2015/3/20	中国保监会关于《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》	<ul style="list-style-type: none"> 公司自主测算商业车险基准附加费用率； 公司自主制定“核保系数”和“渠道系数”，在[-15%-15%]范围内； 	<ul style="list-style-type: none"> 单均保费下降 保险机构赔付率下降
2015/05	保监会关于商业车险改革试点地区条款费率适用有关问题的通知	<ul style="list-style-type: none"> 黑龙江、山东、广西、重庆、陕西、青岛等6个首批试点地区全面启用新版商业车险条款费率 	商车费改逐步推广
2016/01	保监会启动第二批12省份费改试点	<ul style="list-style-type: none"> 将天津、内蒙古、吉林、安徽、河南、湖北、湖南、广东、四川、青海、宁夏、新疆等12地区纳入商业车险改革试点范围 	商车费改范围扩大
2016/6/27	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有关问题的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 18个地区原商业车险条款、费率停止使用，启用新商业车险条款、费率； 各财产保险公司应建立健全商业车险条款费率监测调整机制 	<ul style="list-style-type: none"> 商车费改拓展至全国范围，竞争加剧 费用率攀升，财产险公司承保利润压缩 一些公司通过调节准备金来调整综合费用率

时间	主要政策	核心内容	影响效果
2017/6/8	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	<ul style="list-style-type: none"> 调整各地自主渠道系数及自主核保系数，大部分地区实施双“75”政策，深圳实施双“70”； 阈值监管，车险综合成本率、综合费用率、未决赔款准备金提转差率不高于前三年均值 	<ul style="list-style-type: none"> 定价范围进一步放开 行业集中度提升 财险公司承保指标平稳
2018/3/8	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》	<ul style="list-style-type: none"> 7地区进一步扩大自主核保和自助渠道费用率，四川自主系数放开至“双65” 	<ul style="list-style-type: none"> 进一步放开自主系数，费率走向自由化 手续费比重上升导致车险综合费率提升，承保利润承压
2018/7/20	中国银保监会办公厅关于商业车险费率监管有关要求的通知	<ul style="list-style-type: none"> 实施“报行合一” 报送新车业务费率折扣系数的平均使用情况 报送手续费的取值范围和使用规则 	<ul style="list-style-type: none"> 前四家险企倡导车险手续费自律 预期综合费用率逐渐下降，赔付率出现拐点，综合成本率趋于稳定

资料来源：保监会官网，中信建投证券研究发展部

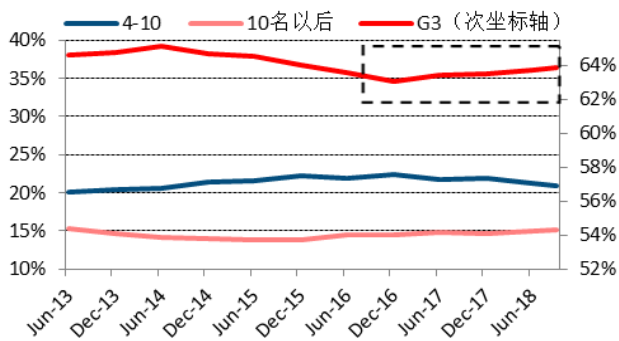
图表12： 商车费改以来赔付率下降、手续费率上升



资料来源：公司年报,wind,中信建投证券研究发展部

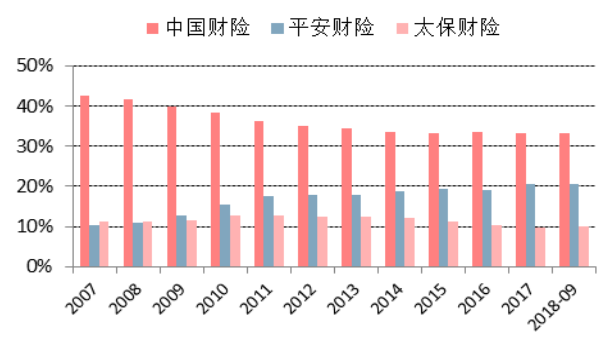
龙头优势凸显，行业集中度提升。跟据保费收入规模我们将行业内共 89 家财产险公司进行排序，前三大公司分别为中国财险、平安产险以及太保产险，商车费改初期中小保险公司通过大量补贴手续费抢占市场，大有崛起之势，头部险企市场份额有所下滑，而在保监会进一步加大阈值监管力度之后，马太效应即刻显现，我们可以看到 2017 年以来老三家险企市场份额不断抬升，截至 2018 年三季度末为 63.87%，较 2016 年底的 63.07% 提高 0.8 个百分点，中型公司份额受挤压，市场分化愈加明显。而老三家中，中国财险对市场的占有率始终保持绝对优势，截止 2018 年三季度末市占率为 33.34%，高于平安产险（20.57%）和太保产险（9.96%）合计市场份额，体现出绝对优势。从综合成本率来看，龙头险企同样优势明显，根据 2017 年数据，前三大财产险公司对比排名第 4-10 的公司具有约 3.72% 的成本率优势，而对比第 10-20 名的公司，成本率差额优势高达 9.2%。因此像中国财险这样的寡头公司，凭借其规模与成本等优势，将注定在这场变革中屹立不倒，稳座头把交椅。

图表13： 头部财险公司市占率提升



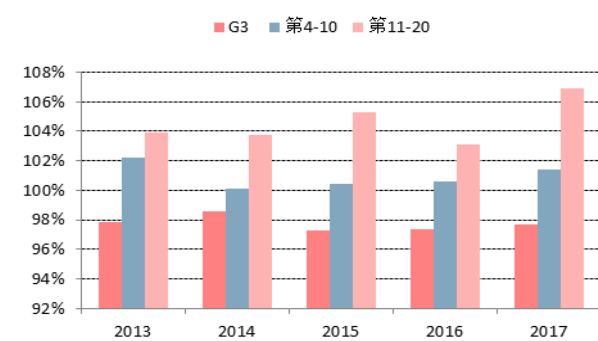
资料来源：中国银保监会，中信建投证券研究发展部

图表14： 中国财险市占率超过平安、太保合计



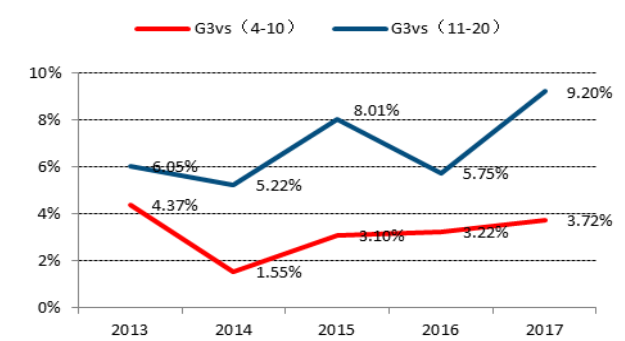
资料来源：中国银保监会，中信建投证券研究发展部

图表15： 不同规模保险公司综合成本率对比



资料来源：保险行业协会，中信建投证券研究发展部

图表16： 头部险企的综合成本优势差



资料来源：保险行业协会，中信建投证券研究发展部

具体来看中国财险作为龙头险企所具备的优势，在产品端，中国财险稳步发展车险的同时，将重点放在需求快速增长的非车险市场，以农险、企财险、责任险等多样化险种推动业务规模保持良好增速；成本端，在商车费改带来的赔付率走低红利下，积极控制费用率有节制的上升，使得承保利润得以保证；在投资端，采取稳健的配置策略，大类配置固收资产并加大长期股权投资力度，使得公司在二级市场低迷的情形下依旧能够保证良好的投资收益。

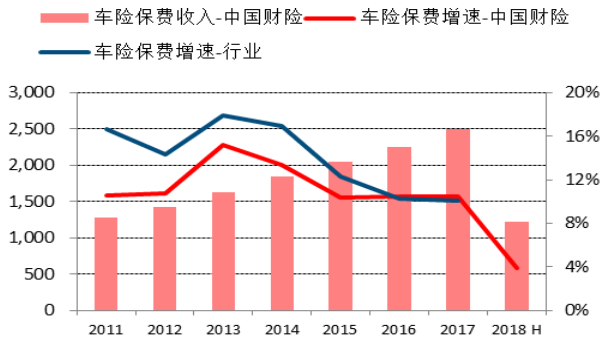
退有车险稳中求升，进有非车强力驱动

车险成本优势明显，定价与服务提升客户黏性

车险转型高质量发展。作为中国车险市场的龙头企业，中国财险的车险保费规模 2017 年底达到 2492 亿元，市场占有率维持在 1/3 以上，2011-2017CAGR 为 11.74%，2015 年至 2017 年公司加大新车业务拓展力度，强化车商渠道销售能力建设，新车业务原保险保费收入年均复合增长率为 15.67%，使得公司在车险行业增速低迷时期能够维持 10%左右的增速，跑赢行业凸显龙头优势。2018 年新车销量下滑将带动车险增速将进一步下滑至单位数，但从汽车保有量来看，目前我国人均汽车保有量不足 0.2，显著低于日本 0.62 的水平，在北京、上海、广东这样的一线城市，人均汽车保有量约为 0.2-0.4，由此可见我国汽车销量仍有很大上涨空间，尤其是在非一

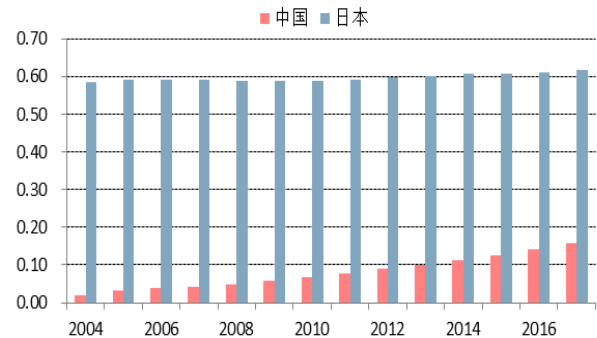
线城市及广大农村地区汽车需求仍在扩张。从车均保额来看，随着渠道下沉至三四线城市，车均保额短期面临下滑压力，但是汽车平均零售价随着消费升级的大趋势逐年有所上升，中长期来看，汽车价格的提升将会带动保额及保费的提升。在此背景下，中国财险以“去中介、降成本、优服务、强黏性”十二字方针为指引，不断优化发展路径，突出家用车主阵地地位，推动车险向高质量发展转型。

图表17： 车险保费增速放缓（亿元）



资料来源：公司年报，Wind，中信建投证券研究发展部

图表18： 中、日人均汽车保有量（辆/人）

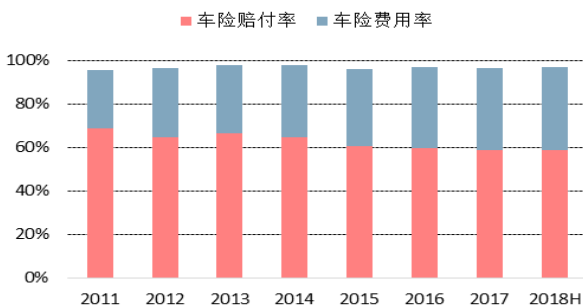


资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

车险综合成本率低于同业，盈利能力突出。2015年以来车险赔付率有明显降低现象，一方面是无赔款优待系数（NCD 系数）全面应用及费率浮动范围的扩大，推动商业车险出险率快速下降，客观上推动了商车费改后一段时期内市场商业车险综合赔付率下降；另一方面受益于禁止酒驾等法律法规以及零部件价格、通赔、反欺诈“三大平台”的建设，车险赔付率在进一步下降，2018年上半年车险赔付率 58.8%，下行至 2011 年以来的最低值，但随着车险定价的全面放开，我们预计赔付率将在 2019 年到达拐点，未来有上升的预期。在费用率方面，由于商车费改带来的行业竞争加剧，买赠、返还等行为产生的费用推动手续费率攀升是行业共同面临的问题，中国财险 2018 年上半年车险费用率达 37.9%，相较 2014 年 32.9% 的比例提高了 5 个百分点。我们预期随着银保监派出机构在各地职能落实，“报行合一”监管措施将逐渐落地，手续费率高升的问题将得到缓解。

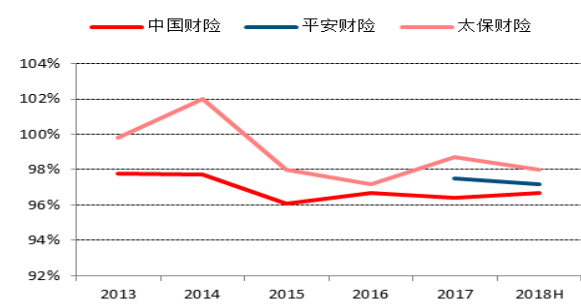
车险综合成本率方面中国财险依然保持稳定，2018 年上半年为 96.7%，仍好于平安财险、太保财险（97.2%、98%），我们用“承保利润/保费收入”来衡量各公司承保利润率水平，中国财险车险承保利润率 2015-2018 年平均为 3.42，好于平安、太保分别 1.43pt、1.58pt，可以看出即使在车险行业竞争加剧、手续费率上升的时期，中国财险在车险业务方面仍体现出成本优势及良好的盈利能力。

图表19： 中国财险车险赔付率下降



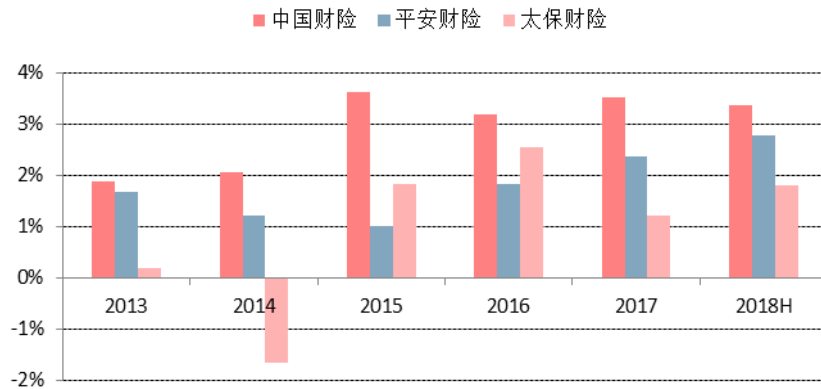
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表20： 中国财险车险综合成本率具有优势



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表21： 中国财险车险承保利润率高于同业

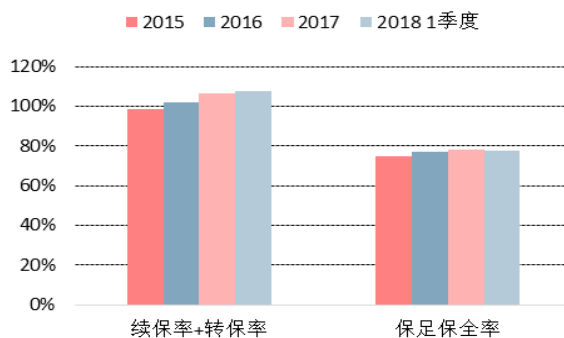


资料来源：公司年报, 中信建投证券研究发展部

定价与理赔服务是车险业务核心优势。在未来车险定价全面放开的环境下，财险公司竞争力主要体现在两个方面，前端在于精准定价和风险识别能力，后端在于理赔能力和服务能力。人保财险作为龙头企业，拥有行业领先的财产险精算数据库、聚集了众多财险精算人才，依据从车因素、从人因素、风险因素等对商业车险业务进行分组匹配，在商车费改背景下搭建“全国+分省”模型提升定价效率，在精准定价方面具备强大的竞争优势。

理赔服务方面，人保财险截至 2018 年 3 月 31 日，拥有将近 1.4 万家支公司、销售及服务网点，拥有合作关系的汽车专卖店和修理厂超过 13.27 万个，客户服务网络体系广泛，人保集团县级服务网络覆盖已接近 100%，乡镇级服务网络覆盖超过 98%，客服中心拥有众多客服代表和服务坐席，提供全天 24 小时电话报案、查勘调度、保单查询、投保预约、咨询投诉以及道路指引、灾害预报等多项服务，服务质量不断提升。此外，中国人保还不断推进“南京模式”，通过“理赔夜市”“警保联动”“人伤一体化处理”“主干道巡查”等便民举措搭建增值服务体系，优化客户体验，强化品牌和服务竞争优势、增强客户粘性，2018 年一季度，人保财险汽车险转保率和续保率合计为 107.32%，较 2015 年 98.79% 提升了 8.53 个百分点；此外在公司品牌宣传的推动下，车险的保足保全率也在逐年提升，2018 年一季度达 77.4%，相较于 2015 年 74.96% 提升 2.44 个百分点。

图表22： 车险续保率、转保率及保足保全率有所提升



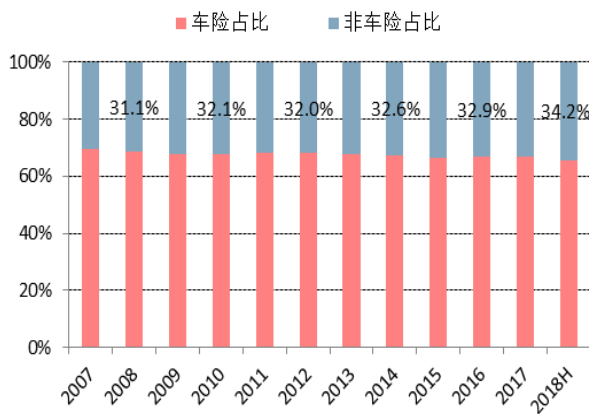
资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

非车险占比提升，业务结构持续优化

以邻为鉴，我国非车险业务有较大发展空间

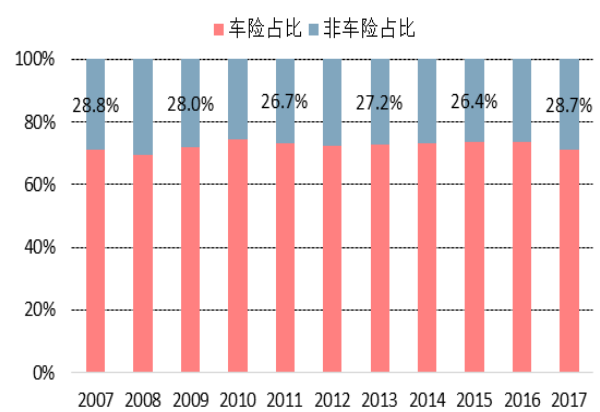
非车险作为财产保险业务的另一重要组成部分，正越来越受到政府及各保险公司的重视。我们对比发达国家日本的财险市场数据发现，尽管日本财产保险行业经历了一轮倒退与重新洗牌，但自 2000 年以来，非车险业务所占比重不断提升。日本 2018 年上半年车险保费收入占比为 65.8%，非车险保费收入占比达到 34.2%，并且仍然有不断上升的趋势。与日本相比，我国财产保险发展较晚，车险仍然是最主要的财产保险品种，占比在 70% 以上，但近年来非车险业务已呈现快速发展的趋势，2017 年全年，中国非车险保费收入增速达 24.2%，大幅超过车险保费收入增速（10.1%），10 年复合增速达到 17.5%，增长势头迅猛。截止 2018 年 6 月底，我国非车险业务市场占比为 28.7%，仍具有很大的发展空间。

图表23：日本非车险业务占比超过 30%



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图表24：我国非车险业务占比在 30% 以下

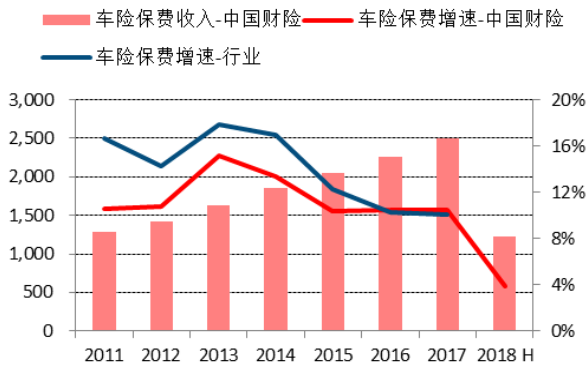


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

非车险业务为中国财险保费增长提供新驱动

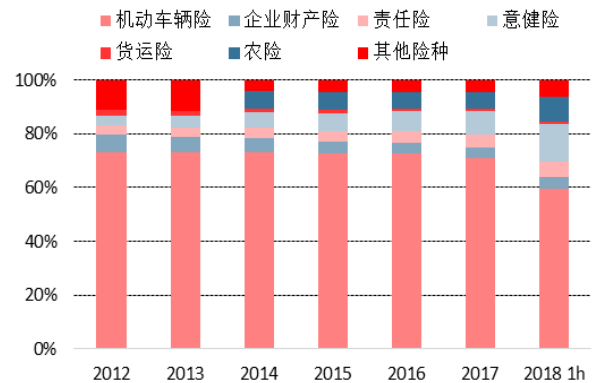
非车业务提速，业务结构持续优化。非车业务包括意外伤害与健康险、农业险、责任险、企财险等主要险种，2018 年上半年保费收入占比分别为 14.2%、9.1%、5.8%、4%。2016 年以来中国财险非车业务明显提速，2017 年非车险保费收入首次超过 1000 亿，2018 年上半年，非车险保费增速创新高达到 33.6%，2011-2017 年复合增速为 14.05%。公司业务结构持续优化，非车险业务占比不断提升，2018 年上半年非车业务占比进一步提升至接近 40%，产品结构优于市场水平。非车业务中，增速较高的险种主要包括意健险、责任险与农险，2013-2017 复合增速分别为 32.55%、19.07%、7.19%，在车险市场竞争加剧、增速放缓的大环境下，非车险业务的快速发展推动公司产品结构更加多元化，为保费增长提供了新的驱动力。

图表25： 中国财险非车险保费收入变化图 单位：亿元



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表26： 中国财险非车险业务占比快速提升

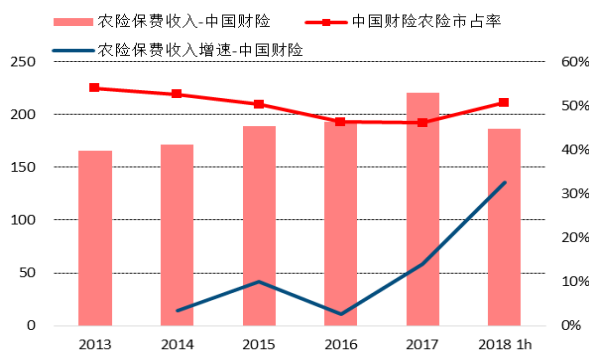


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

意健险覆盖人群广泛，利于二次开发。意健险中的大病保险多是与地方政府合作的项目，依托与政府的密切关系该险种保费增速较快，但同时由于其政策性明显，公司在产品定价及回收款项等方面相对于政府层面话语权较弱，导致成本率相对较高，2013年以来赔付率平均为86.1%，综合成本率平均为101.8%，盈利能力尚待提高。但大病保险覆盖人群范围较广，通过政府合作项目获客后可进行二次开发，在其他险种的销售中获取收益。

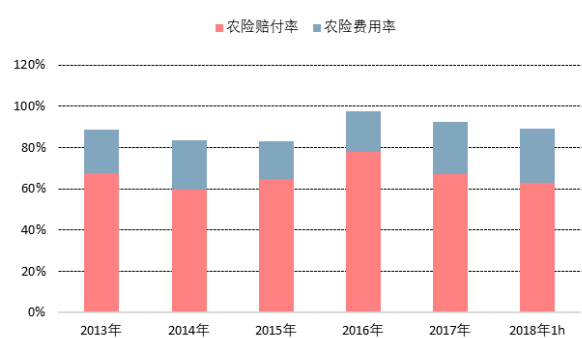
农险有益于政策利好，利润率优于同业。近年中国政府采取各项政策大力发展“三农”经济，包括鼓励发展农业保险，为农业相关保险产品的发展提供了有力的政策支持。从2013年至2017年，农业保险原保险保费收入从306.59亿元增长至479.06亿元，复合增长率为11.80%；2007年至2017年我国农业保险提供的风险保障从1.13亿元增长到2.79万亿元，业务规模仅次于美国，居全球第二、亚洲第一。农业保险是中国财险重点发展的非车险种之一，2018年上半年农险保费收入达186.72亿人民币，同比增速32.5%，2013-2017年复合增长率为7.46%，所占市场份额2018年上半年约为50.7%；农险业务赔付情况受自然灾害影响较大，盈利水平具有一定波动性，但综合来看承保利润平均水平良好，2013年以来平均综合成本率为89%，总体能够维持10%以上的利润空间，我们对比了中国财险与太保财险承保利润率指标（承保利润/保费收入），2016年以来中国财险盈利能力不断提升，2018年上半年接近6%，相较太保财险（不足2%）优势明显。

图表27： 中国财险农险保费收入（亿元）及市占率



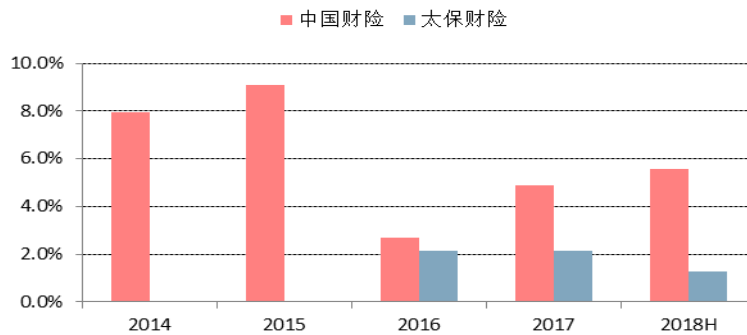
资料来源：公司年报，wind，中信建投证券研究发展部

图表28： 中国财险农险综合成本率较低



资料来源：公司年报，wind，中信建投证券研究发展部

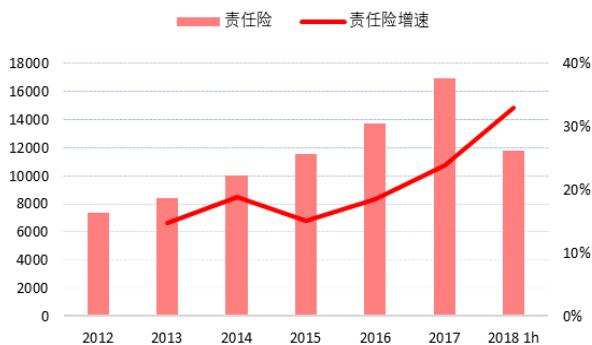
图表29： 农险承保利润率（中国财险>太保财险）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

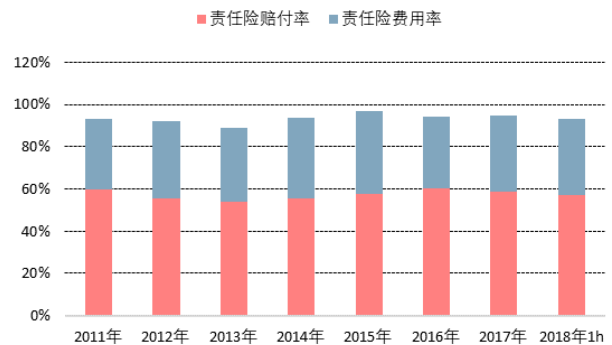
责任险保费增速突出，盈利能力稳定。中国财险的责任险业务近年来发展提速明显，2012-2017年保费收入复合增长率达18.2%。2018年上半年，中国财险实现责任险保费收入118亿元，同比增长了33.1%，是非车险业务保费驱动力量中的重要部分，保费收入结构占比逐渐提高，2018年上半年为4.3%。责任险的高速发展与国家支持政策高度相关，政策引导在重点行业领域引入责任保险机制，出台了大量推动责任险运用发展的工作文件，中国财险积极响应国家政策，在继续发展传统责任险的同时开拓农产品质量安全、政府扶贫救助等责任险业务，推动责任险业务增长。责任险的利润空间同样较为可观，自2011年以来实现持续盈利，综合成本率平均为93.4%，具有良好的盈利预期。

图表30： 中国财险责任险保费收入（百万元）



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表31： 中国财险责任险赔付率及费用率



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

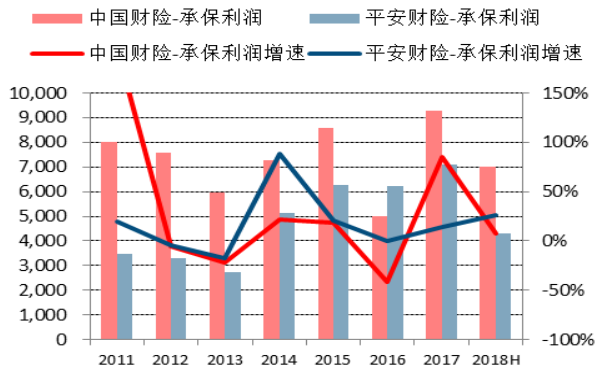
承保利润优于同业，成本费用管控良好

承保利润较高，车险、农险贡献比例大

中国财险的承保利润规模与第二大财产保险公司平安产险相比较，除2016年由于巨灾风险导致的承保利润大幅降低以外，整体具有较大的领先优势，在已赚保费确认比例（已赚保费/净保费收入）平稳的前提下，2017

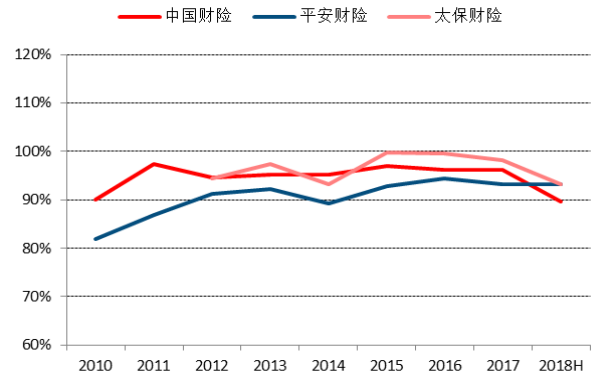
年承保利润增速达到 85%，5 年平均增速为 12.47%。2018 年上半年承保利润总计 70 亿，约为平安财险的 1.6 倍。分险种来看，盈利性较为稳定的险种包括车险、责任险、货运险和农险，其中车险对承保利润贡献比例最大，达到 60% 以上，其次是农业险，2018 年上半年利润占比约为 16%。车险盈利能力好于平安和太保，农险盈利水平好于太保（平安未披露相关数据）。

图表32：承保利润（百万元）及增速对比



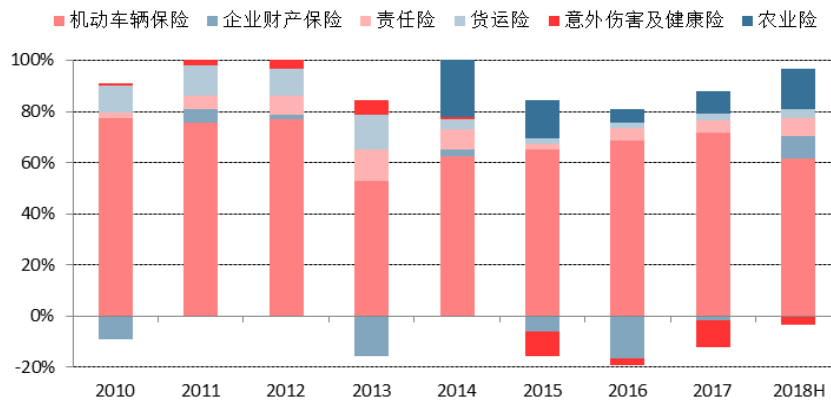
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表33：已赚保费确认比例平稳



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

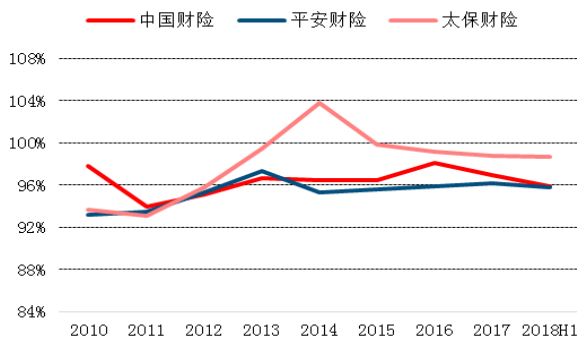
图表34：车险、责任险、农险对利润贡献比例较大



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

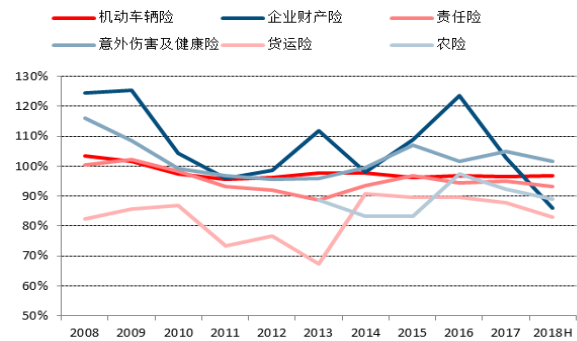
主要险种综合成本率优势明显。从综合成本率来看，中国财险略高于平安财险，低于太保财险，2018 年中期三家公司综合成本率分别为 95.9%、95.8%、98.7%。2016 年受自然灾害影响，企财险和农险的赔案增多、综合成本率分别大幅上涨 14.5pct.、14.2pct.，工程险、船舶险和信用保证保险受自然灾害和国内外信用环境变化等因素影响，也出现一定程度的承保亏损，导致公司整体综合成本率抬升至 98.1%，承保利润下降明显。2017 年以来随着赔付率的平稳下行，公司综合成本率回归正常水准，与平安的差距逐渐收窄至基本相同。分险种来看，企财险和意外伤害及健康险由于受外部环境因素影响较大而导致成本波动性较高，2008 年至 2018 年 6 月底，平均综合成本率分别为 105.1%、102.4%，呈现承保亏损的状态，不及平安产险盈利水平。但在主要险种——车险方面，中国财险仍具有明显优势，2015 年以来始终保持在 97% 一下，优于平安和太保。

图表35：综合成本率对比



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表36：中国财险各险种综合成本率

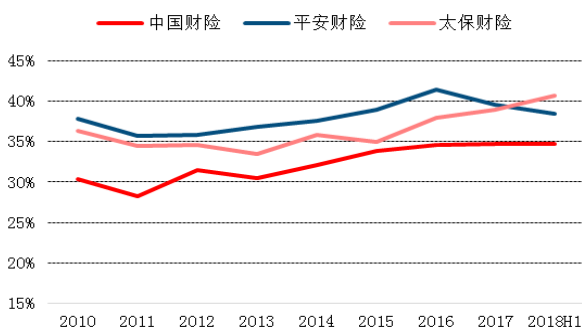


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

费用率显著优于同业，业务管理费控制良好

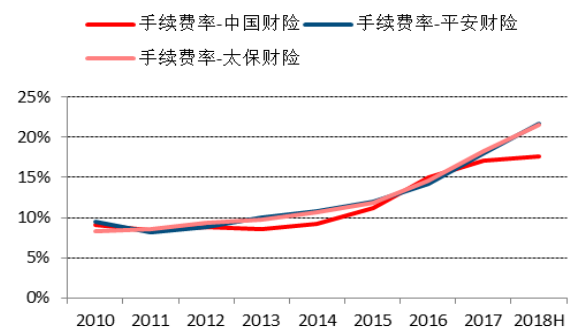
能够体现中国财险成本优势的主要是费用率指标，在费用控制上中国财险始终优于同业，2010年至今平均费用率为 32.3%，低于平安财险、太保财险分别 5.1pct、4.7pct。2015 年自商用车费改以来，在行业竞争加剧的情形下，各保险公司费用率均出现不同水平的上升，太保财险的数据可以较为明显的窥见行业趋势，平安财险费用率也在 2016 年体现出大幅的上升，而中国财险 2015 年至 2018 年 6 月费用率仅上涨了 0.9 个百分点，始终保持在 35% 以下。

图表37：中国财险费用率较低



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表38：中国财险手续费增长放缓



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

手续费增长有望缓解，所得税压力小于同业。影响费用率的两个主要指标一是手续费支出，另一个是业务及管理费支出，其中手续费支出除以保费收入的比率快速上升，从 2014 年 9.24% 增加到 2017 年的 17.05%，上涨主要原因是监管限制车险买赠行为，代理公司将车险返还费用计入到手续费，经计算，截止 2018 年 6 月底中国财险、平安财险、太保财险手续费率分别为 18.5%、21.6%、21.5%，中国财险手续费率增速放缓，预计四季度有明显改善。此外，可税前抵扣的手续费上限为保费收入（扣除退保费）的 15%，手续费上涨的同时也带来了税赋的加重，2018 年上半年中国财险所得税率提高到 28.27%，而同期平安产险、太保产险所得税率分别高达 40.98% 和 53.58%。随着“报行合一”逐步落地，以及公司内部统筹考虑各销售渠道的费用水平，提高资源投放效率，预计公司 2018 年手续费上升幅度有所缩减，所得税压力仍在但远好于同业。假设手续费税前可抵扣上限由 15% 提升至 20%，则经测算，中国财险/平安财险/太保财险 2018H 实际所得税率分别下降 11pct./14pct./22pct.，以 15% 为基数，手续费率每上涨 1 个百分点，则抵扣上限由 15% 提升至 20% 带来的税率下降分别为 2.1pct./3.1

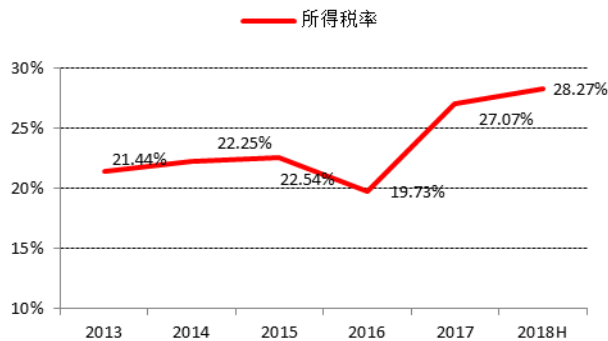
pct./3.4 pct.，净利润在原来的基数上增长幅度分别为 14.7%/22.2%/46.6%。由此可见，手续费率上限提升，对财险公司降低税负、提升净利润水平正向影响效果显著，是极大的利好因素，未来需紧密关注保险公司与财政部沟通上调可抵扣费率比例的结果。

图表39： 手续费税前抵扣上限上调至 20%，实际税率下降明显，净利润增幅明显

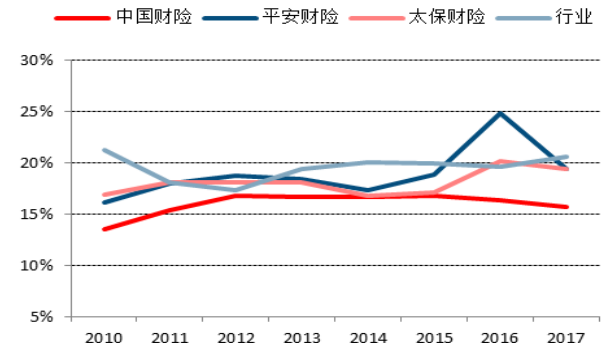
	手续费率		实际税率（15%上限）		实际税率（20%上限）		税率对手续费率敏感性		净利润增幅	
	2017	2018H	2017	2018H	2017	2018H	2017	2018H	2017	2018H
平安财险	18.0%	21.6%	29.2%	38.1%	20.6%	24.3%	2.86	2.07	12.3%	22.2%
中国财险	17.0%	18.5%	27.1%	28.3%	20.5%	17.7%	3.23	3.05	9.0%	14.7%
太保财险	18.2%	21.5%	36.6%	52.9%	22.9%	31.0%	4.30	3.38	21.7%	46.6%

资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

全面预算管控，管理费率低于同业并继续小幅下行。公司在大力拓展业务保证收入增速及市场份额双提升的同时，着力实施成本领先战略，完善费用预算动态调整机制，执行全面预算管理，严格控制管理费用支出，车辆使用费、会议费等科目同比下降，表现出优异的成本管控能力。在整个行业面临业务管理费增速上扬的情况下，中国财险增速反而逆势下行，2016 年行业管理费用同比提高 17.3%，而人保财险仅提高 7.49%，2017 年增速基本平稳为 8.37%，业务管理费率（业务管理费支出/保费收入）也同样呈降低趋势，2017 年中国财险业务管理费率 15.7%，大幅好于平安 19.39%、太保 19.38% 以及行业整体 20.56%。预期 2018 年业务及管理费用率将继续小幅下行。

图表40： 中国财险实际所得税率


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表41： 业务管理费优于同业


资料来源：公司年报，wind，中信建投证券研究发展部

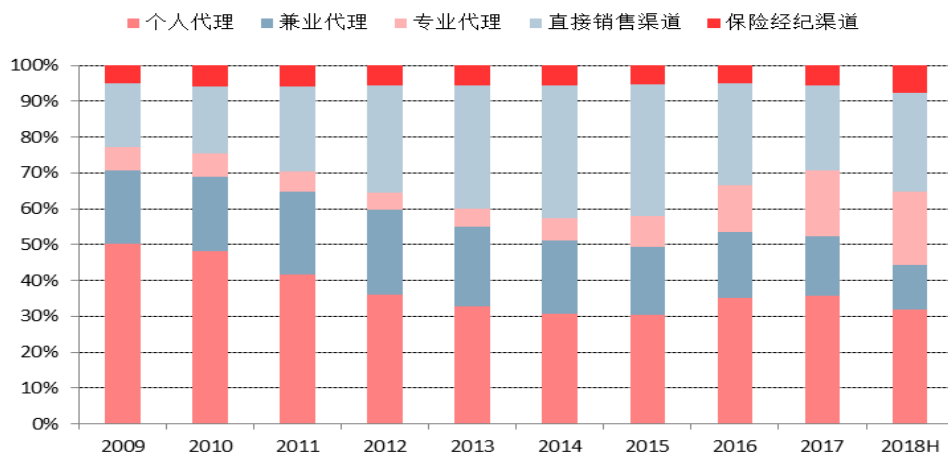
自主渠道占比高，对费用掌控力度较强

人保财险坚持“自营渠道为主、第三方渠道为辅，实施多渠道战略，强化渠道战略协同”的渠道策略，目前个人代理和直接销售是中国财险最主要的产品销售渠道，2014 年时直销渠道销售收入占比高达 37%，后随着商车费改，网电销 15% 的价格优势不再，致使直销渠道受挫业绩下行，但直销渠道规模下降并不意味着客户的流失，原来在电商投保的客户回流到传统渠道，对公司整体保费收入影响甚微；其次，公司直销渠道占比仍然保持行业领先地位，2018 年上半年占比 27.6%，高于平安财险直销渠道收入占比 16.12%；另外，商车费改下险企以高手续费率争夺市场份额致使保险代理费用水涨船高，直销渠道薄弱的小公司没有直达客户的能力，对代理经纪渠道依赖度较高，对费用议价能力低，而自主渠道占比高则意味着对客户、对成本的掌控能力更强，伴随着市场回归理性，我们看到中国财险直销渠道收入占比在 2018 年上半年有回升迹象，市场上一些同业也在着

力强化直销端能力，而这时早已布局直销的中国财险渠道优势将进一步凸显。

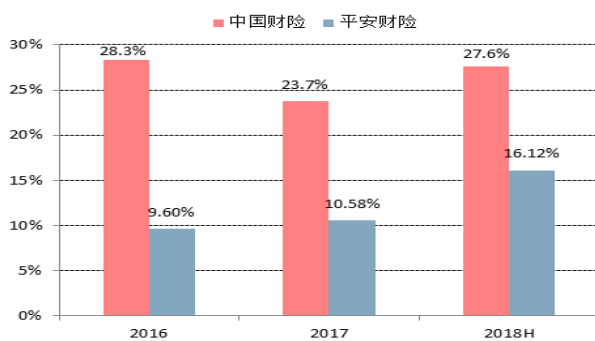
直销主要是通过分支机构、销售及服务网点的内部销售人员、电话销售热线、电子商务平台及移动互联平台进行直接销售，截至 2018 年 3 月 31 日，人保拥有 13888 家分支机构、销售及服务网点，县级服务网络覆盖率接近 100%，乡镇级服务网络覆盖率 98.94%，拥有 34.9 万名农村协保员，在保证城市市场竞争力的同时持续深入农村市场，把握中小型城市及县域蓝海市场巨大机遇。直销人员是人保财险与客户维持长期良好关系的主要桥梁，截止一季度末，直销人员合计 8.16 万人，其中内部销售人员 7.36 万人，电话坐席销售 0.8 万人，每年保持正增长，2017 年增速为 6.8%，受销售渠道调整影响人均创收有所下滑，2017 年为 102.76 万元/人，仍处于行业前列，预期 2018 年将有所回升。公司将持续构建以直销、直控为核心渠道销售体系，进一步增强客户粘性、降低成本费用。

图表42： 中国财险自主渠道占比较高



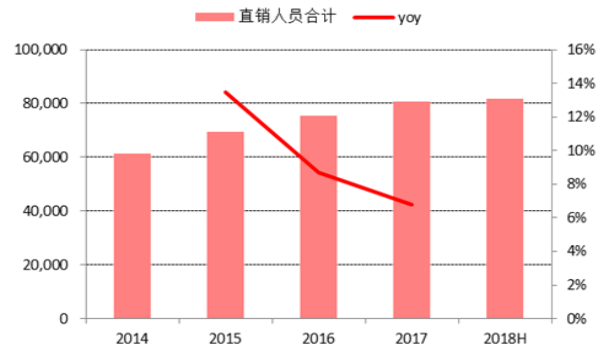
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表43： 直销渠道收入占比高于平安



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表44： 中国财险直销人员数量及增长情况



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

资产配置稳健，长期股权投资收益亮眼

投资策略稳健，资产组合优化

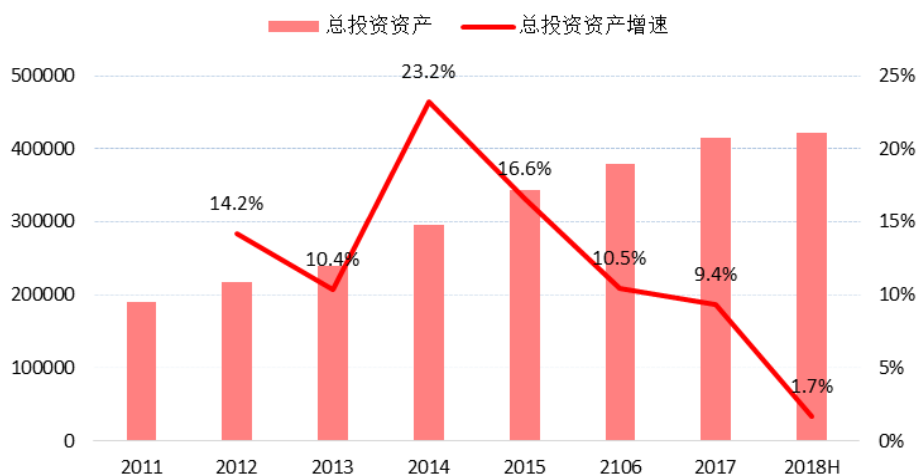
公司承保业务稳步增长，为投资业务提供稳定的现金流支持，中国财险投资资产规模持续增长，2011至2017年复合增速达13.9%，但自2015年以来增速有所放缓，2018年上半年较年初仅增长1.7%，公司正处于转型期，预计2018年总投资资产增速不会很快，投资资金来源主要是到期资产。

从资产配置来看，公司投资策略稳健，以固定收益类资产为主要投资方向，截至2018年6月30日固收类资产占比为63.6%，包括定期存款15.6%、债券35.3%、贷款及应收款投资12.7%；2017年公司主动进行风险管控，大幅压缩共同基金规模并在利率高位窗口增配固收类产品，债券投资比例提升4%，权益证券及共同基金比例减少3.5%。2018年资产配置基本稳定，二级市场投资规模或将继续压缩，固收投资比例小幅增加。投资债券评级良好，2017年97%评级为3A，3%评级为2A+，2018年3A评级的债券比例继续升高，不存在信用风险隐患。

公司资产配置结构的优化还体现在对联营企业投资占比的提升，自2016年收购华夏银行19.99%股权后，中国财险对联营公司投资的比例不断升高，2018年上半年已上涨至12.7%。同时，对联营企业良好的盈利情况也为投资收益提供有力支撑。

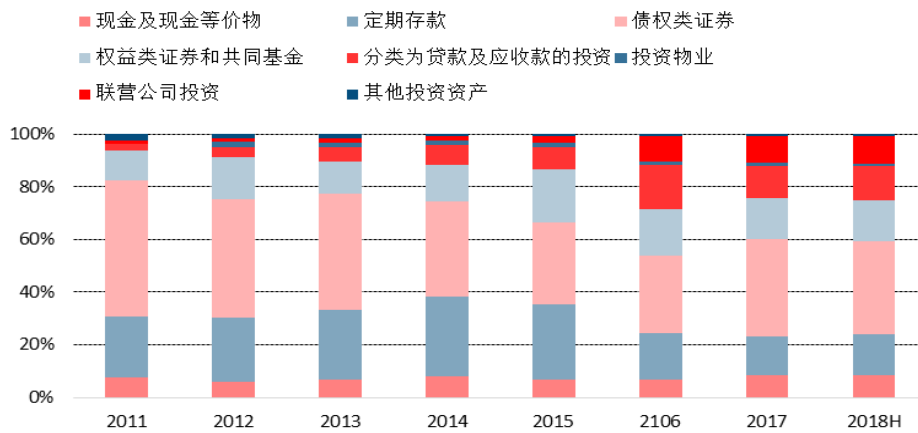
非标投资主要投向基础设施、公路等，以基础设施债权投资计划为主，还包括一些国家重点项目，如国家集成电路产业投资基金等，资产配置比例2017年末约为12.3%，配置较为谨慎，收益率约为5.4%。

图表45：中国财险总投资资产（百万元）及增速



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表46：资产配置比例较为稳健

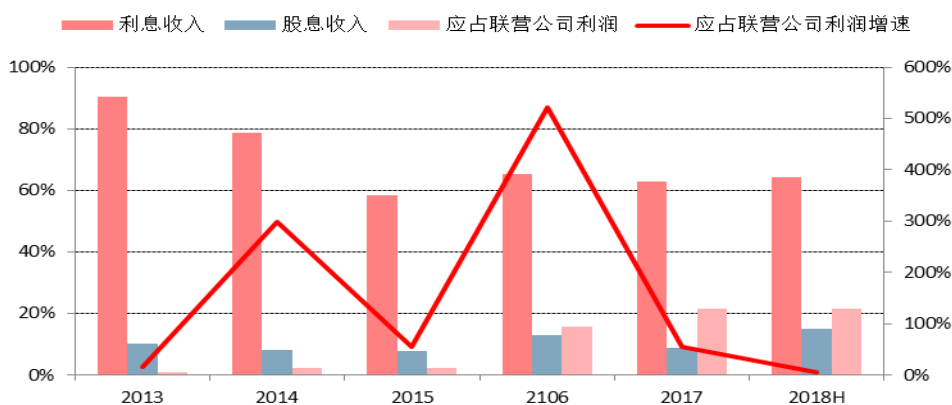


资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

投资收益以利息为主，对联营公司投资回报可观

中国财险的投资收益来源主要是利息、股息以及应占联营公司收益三项，其中利息收入是最主要的投资收益来源，2016年以来占比稳定在60%以上，2018年上半年占比为64.2%；对联营公司的投资收益规模逐年上升，2016年由于收购华夏银行带来对联营公司投资利润同比增长达到522.6%，2013年至2017年复合增速高达177.65%，同时在总投资收益中的占比也从0.8%大幅提高至21.5%。华夏银行2018年上半年实现净利润101.11亿元，中国财险按照权益法核算应确认投资收益20.21亿元，占联营公司收益的86%，占总投资收益的18.49%。

图表47：投资收益以利息为主，应占联营公司利润快速增长



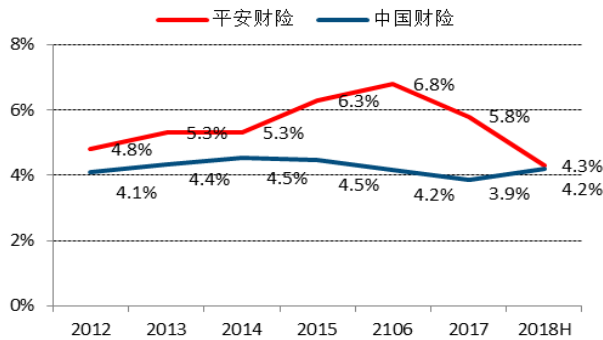
资料来源：中信建投证券研究发展部

投资收益率表现良好

中国财险净投资收益率和总投资收益率表现较为稳定，2018年上半年实现年化收益率分别为4.2%、5.2%，与平安财险相比，净投资收益率较低，2012-2018H平均为4.2%，平安财险为5.5%；而总投资收益率中国财险略胜一筹，自2015年起连续跑赢平安财险，2018年上半年在二级市场情绪低迷的市场环境下依然保持稳健，

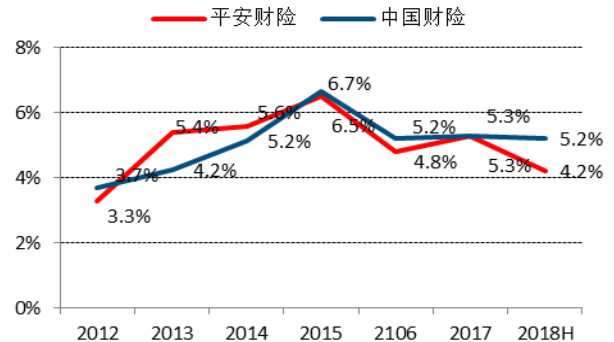
收益率领先平安财险 1 个百分点，2012-2018H 平均为 5.1%，平安财险为 5.0%；综合投资收益率方面，我们用中国平安、中国太保集团整体综合投资收益率进行比较，2014-2015 年中国财险具有领先优势，除 2017 年中国平安综合投资收益率达到 7.7% 大幅领先外，其他年份三家公司不分伯仲，2018 年上半年，中国财险、中国平安、中国太保分别实现年化综合投资收益率 4.0%、4.0%、4.9%。

图表48：净投资收益率低于平安财险



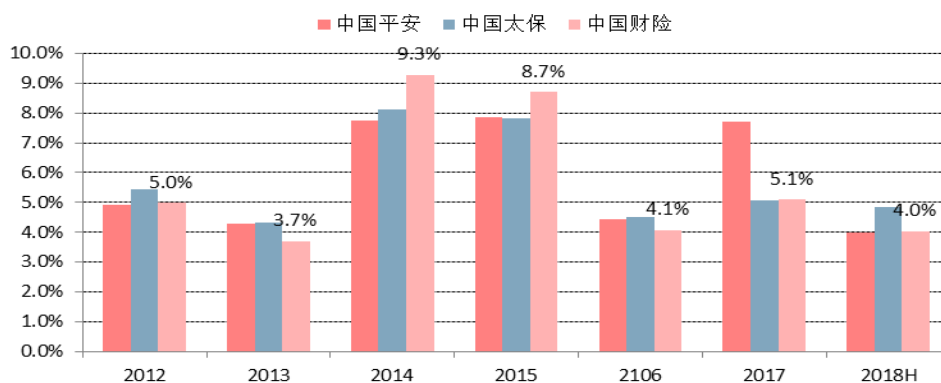
资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表49：总投资收益率表现优于平安财险



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

图表50：综合投资收益率比较



资料来源：公司年报，中信建投证券研究发展部

盈利预测与估值:首次覆盖给予买入评级

关键指标假设:2018 年触底，2019 年有望迎来改善

基于 2016、2017 年年报以及 2018 年前三季度情况，我们对主要指标作出以下预测：

保费：2018 年受商车费改以及新车销量下滑的双重叠加影响，车险保费增速不及以往，仅小个位数增长，但非车险业务近年来增速明显加快，2018 年前三季度同比增速超过 30%，2018 年总保费增速约为 11%，综合考

虑以往增速水平及现状，我们预计 2019-2020 年保费增速在 12%-15% 之间。

成本率：商车费改对车险赔付率正向效应仍有延续，我们推断 2018 年车险赔付率继续维持小幅下行，2019 年将达到拐点，非车险业务由于 2018 年巨灾赔付事件较多，农险、企财险赔付率预计同比上升，综合考虑我们预计 2018/2019/2020 年赔付率分别为 63.5%/63%/63.2%。费用率方面，2018 年银保监会对财险公司综合费用率实施阈值监管，要求综合费用率不得高于公司过去三年平均（34.4%），为满足监管合规要求我们认为公司有动机下调费用率，且随着银保监会派出机构在各地职能落实，“报行合一”监管措施将逐渐落地，手续费率高升的问题将有望在 2019 年得到缓解，我们保守预测中国财险 2018/2019/2020 年综合费用率分别为 34.4%/34%/33%，对应的综合成本率分别为 97.9%/97%/96.2%。

投资端：中国财险资产配置基本稳定，一季度在国债收益率上行的窗口下加配债权类投资，我们预期国债利率短期波动下行对固收类资产收益率影响程度有限；股票配置比例较低，受二级市场波动影响有限；长期股权投资主要是华夏银行，预计 2018 年分红稳定；基于此我们预计公司利息、股息及租金收入增速约为 10%，联营公司利润与上年基本持平。

图表51： 关键假设与指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
保费收入增速	10.5%	12.6%	11.0%	12.1%	14.1%
已赚保费/保费收入	86.9%	88.2%	85.0%	85.0%	84.0%
赔付率	63.6%	62.3%	63.5%	63.0%	63.2%
费用率	34.6%	34.7%	34.4%	34.0%	33.0%
综合成本率	98.1%	97.0%	97.9%	97.0%	96.2%
投资收益/总投资资产	5.2%	5.3%	4.8%	5.1%	5.0%
税前利润增速	-20.4%	21.0%	-6.8%	28.8%	21.2%
所得税率	19.73%	27.07%	28.50%	26.50%	25.00%
归母净利润增速	-17.5%	9.9%	-8.6%	32.4%	23.7%

资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

估值触底给予“买入”评级，目标价 11.05 港元

基于以上假设，我们预测 2018-2020 年承保利润分别为 71、111、158 亿元，净利润分别为 181、240、296 亿元，ROE 增速为 12.7%、14.7%、15.6%，对应 EPS 分别为 0.8、1.1、1.3 元，BVPS 分比为 6.8、7.8、9.2 元。对应当前股价，P/B（2018E）仅为 1.02 倍，P/2019（E）仅为 0.88 倍。以美国前进保险公司为参考对象，两者净资产规模相近，且均为各自国家财产险行业佼佼者，具备一定可比性，2009 年至今两公司平均 PB 水平相近约为 2.4-2.6 倍，但前进保险估值不断抬升，截至目前 PB 约为 3 倍。因此我们认为中国财险估值触底，保守合理估值水平约为 1.2 倍 PB，目标价 9.45 元人民币，对应 11.05 港元。给予“买入”评级。

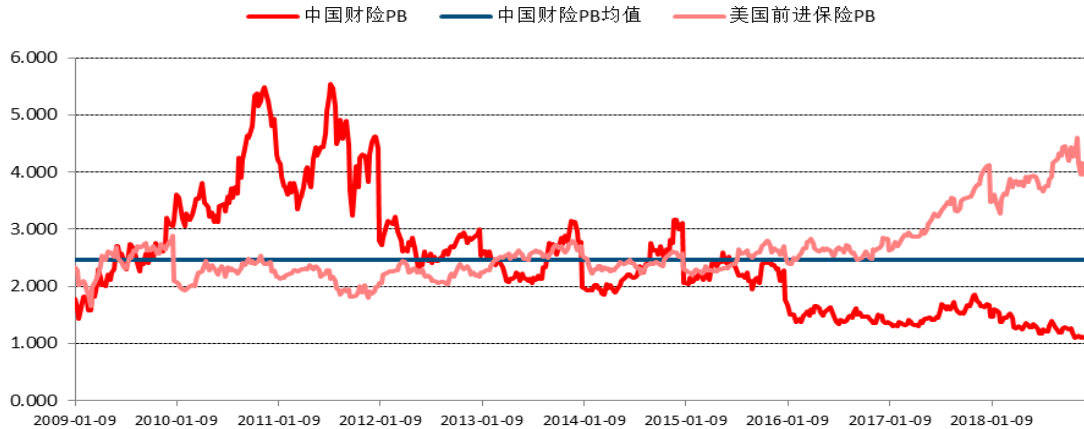
图表52： 预测指标

	2018E	2019E	2020E
ROE 增速	12.7%	14.7%	15.6%
EPS（元）	0.81	1.08	1.33
BVPS（元）	6.80	7.88	9.21

	2018E	2019E	2020E
P/B (当前股价)	1.02	0.88	0.75

资料来源: 中信建投证券研究发展部

图表53: 公司历史 PB



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图表54: 利润表预测

(百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总保费收入	311,160	350,314	388,863	435,902	497,266
已赚保费	270,261	309,076	330,534	370,517	417,703
已发生净赔款	(171,759)	(192,520)	(209,889)	(233,425)	(263,988)
保单展业成本	(62,954)	(74,348)	(84,286)	(88,924)	(96,072)
行政及管理费	(7,377)	(7,974)	(7,768)	(9,263)	(10,443)
其他承保费用	(23,147)	(24,939)	(21,485)	(27,789)	(31,328)
承保利润	5,024	9,295	7,106	11,115	15,873
利息、股息和租金收入	15,073	15,382	16,573	18,759	20,917
已实现及未实现的投资收益	922	1,136	(200)	500	500
投资费用	(637)	(675)	(656)	(666)	(661)
受保人储金型存款利息	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
汇兑净收益	422	(451)	-	-	-
其他收入-经营	369	372	371	371	371
其他支出-经营	(457)	(473)	(465)	(469)	(467)
财务费用	(1,208)	(1,998)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
应占联营公司损益	2,945	4,575	4,600	5,000	5,000
除税前溢利	22,451	27,161	25,327	32,610	39,530
所得税	(4,430)	(7,353)	(7,218)	(8,642)	(9,883)
净利润(含少数股东权益)	18,021	19,808	18,108	23,968	29,648
净利润(不含少数股东权益)	18,020	19,807	18,107	23,967	29,647

资料来源: 公司年报, 中信建投证券研究发展部

风险分析

新车销量增速放缓；商车费改“报行合一”政策执行不如预期；手续费税前抵扣比例上调仍未有政策落地。

分析师介绍

黄文涛：经济学博士，宏观债券研究团队首席分析师，9年证券行业研究经验。2010年“新财富”最佳分析师评选宏观组第六名。2011年“新财富”固定收益组第六名。2012年“新财富”固定收益组第三名。2013、2015、2017年“新财富”固定收益组第四名。2016年“新财富”固定收益组第一名。

报告贡献人

韩雪 18612109722 hanxuezs@csc.com.cn

王欣 18518181321 wangxinyf@csc.com.cn

庄严 18511554388 zhuangyan@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859