

# 中国财险 (02328)

证券研究报告

2019年03月24日

**2018年净利润同比-22%，Q4当季同比+9%，Q4业绩好于预期，报行合一初有成效，预计19年净利润将触底回升**

年报业绩：2018年中国财险实现归母净利润155亿元，同比下降21.8%，其中Q4当季净利润同比增长8.7%，好于市场预期，主要由Q4手续费和所得税同比下降带来（预计“报行合一”产生作用）。全年净利润负增长主要源自于：1）股市下跌；2）手续费增加并带来所得税大幅增加（手续费超过税前可列支限额导致净利润减少42.3亿），预计这两个因素在2019年将会得到大幅好转。2018年归母净资产较年初增长6.3%，ROE 11.3%，同比下降4.4pct。

中国财险综合成本率98.5%，同比提升1.3pct。其中综合赔付率62.0%，同比下降0.3pct；综合费用率36.5%，同比提升1.6pct，主要由手续费支出大增导致（手续费同比增长24.0%，手续费率从19.3%提升至21.5%）。

中国财险2018年保费结构优化，非车险保费占比提升。财险保费收入同比增长11.0%，其中车险保费同比增长3.9%，非车险同比增长28.5%，非车险保费占比33.4%，同比提升4.5pct。非车险中信用保证保险（同比+134%）、责任险（同比+28%）、意外及健康险（同比+32%）、农险（同比+21%）均实现较快增长。

中国财险承保利润结构同样大幅优化，非车险承保利润占比大幅提升22.2pct至26.6%。农业险、责任险承保利润占比18.0%、17.2%，成为利润贡献第2、3位的险种；意外及健康险、责任险的利润贡献提升最快，分别同比提升18.6pct、10.8pct。

中国财险总投资收益率4.5%，主要是股市下跌导致公允价值损失及减值损失增加（18年股票和基金已实现的公允价值变动及减值损失-17.0亿，去年同期为+11.5亿）。

**投资建议：**在股市好转及手续费监管趋严的情况下，投资收益好转及净利润率提升（手续费率下降）的概率较大；同时，预计龙头公司的机构业务优势将使得非车险保持较快增长，净利润及ROE进入提升通道，2019年1季报与全年业绩高增长可期。我们假设：2019、2020年综合成本率下降1.5pct、2pct，产险保费收入增速分别为10.3%、9.6%（车险保费增速逐年下滑，非车险保持较快增长），将2019、2020年净利润预测调高至225、283亿元（原为205、272亿元）。目前股价对应2018年PB仅为1.20倍，“买入”评级。

**风险提示：**政策执行效果不达预期；商车费改深化使车险保费和利润承压

财务数据和估值	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	289992	330090	365379	402897	437942
(+/-)YoY(%)	8.76%	13.83%	10.69%	10.27%	8.70%
净利润(百万元)	18020	19807	15485	22513	28283
(+/-)YoY(%)	-17.51%	9.92%	-21.82%	45.39%	25.63%
EPS(元)	0.81	0.89	0.70	1.01	1.27
BVPS(元)	5.36	5.98	6.36	7.11	7.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级	
行业	/
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.96 港元
目标价格	港元

基本数据	
港股总股本(百万股)	22,242.77
港股总市值(百万港元)	199,295.18
每股净资产(港元)	6.21
资产负债率(%)	75.50
一年内最高/最低(港元)	15.34/7.31

作者	
夏昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003 xiachangsheng@tfzq.com	
罗钻辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005 luozuanhui@tfzq.com	
舒思勤	联系人
shusiqin@tfzq.com	

## 股价走势

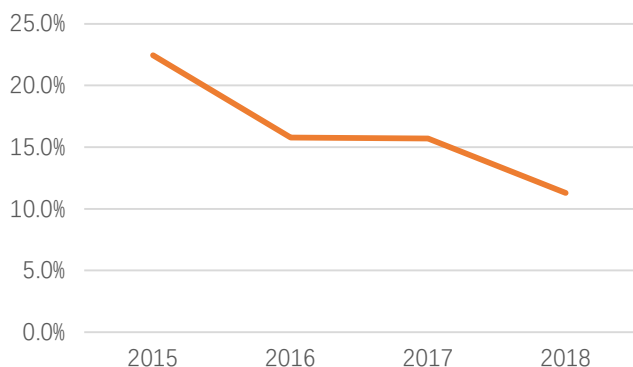


资料来源：贝格数据

## 相关报告

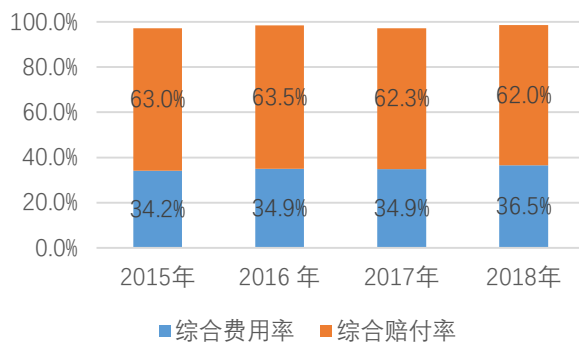
- 《中国财险-公司点评:19年1月保费同比增长+31%，远超市场预期与同业，继续推荐!》2019-02-21
- 《中国财险-公司深度研究:手续费率下降将带来利润反转，农村网点丰富+定价和服务能力卓越将带来集中度提升》2018-12-12
- 《中国财险-首次覆盖报告:具有承保核心盈利的财险领先者，车险非车双翼齐飞》2018-06-10

图 1: 中国财险 ROE



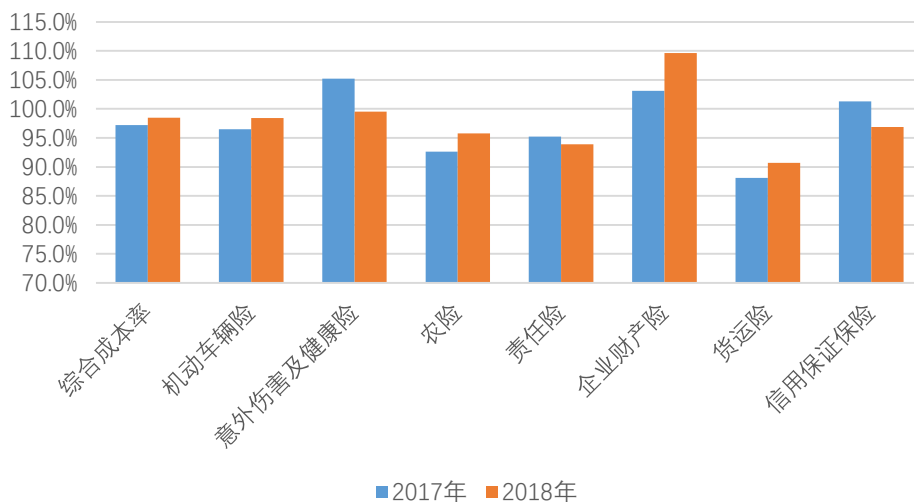
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 2: 综合成本率



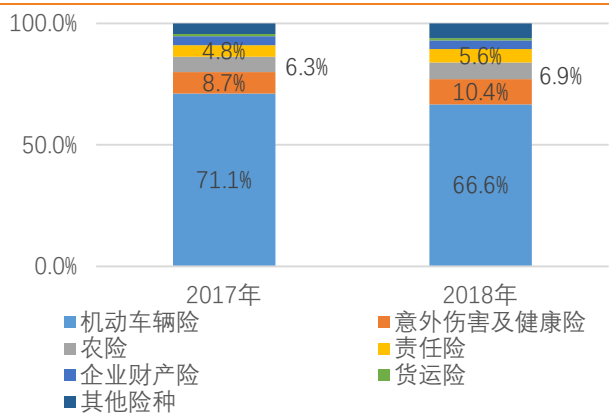
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 3: 不同险种综合成本率



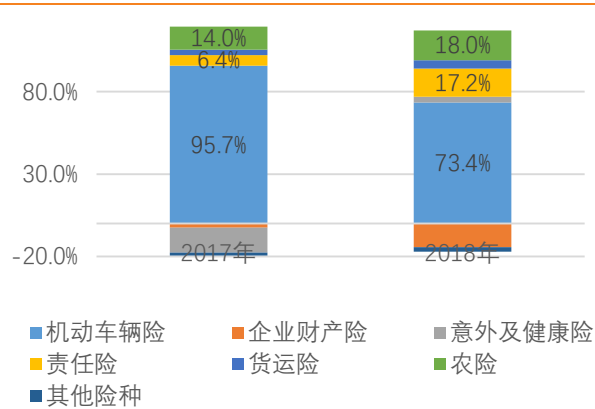
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 4: 保费收入结构



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 5: 承保利润结构



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com