

税优提升业绩，车险盈利改善

买入（维持）

2020年03月28日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujieyu@dwzq.com.cn

事件：公司发布 2019 年年报，实现归母净利润 242.8 亿元，同比+56.8%，对应 EPS 为 1.09 元/股；归母净资产 1699.5 亿元，较年初+20.1%，对应 BVPS 为 7.64 元/股；全年总保费收入 4331.8 亿元，同比+11.4%；综合成本率 99.2%；ROE 提升 4.3pct.至 15.6%。

投资要点

■ **业绩高增+56.8%，主要系承保趋紧+投资端小幅增长+所得税转回综合影响：**公司全年归母净利润+56.8%至 242.8 亿元，主要系 2018 年所得税费用转回释放利润 42.3 亿元（公司除税前利润 237.8 亿元，同比+1.5%），驱动公司 2019 年 ROE 提升 4.3pct.至 15.6%。具体来看：1) 全年承保利润下滑 40.1%至 31.8 亿元，对应财险综合成本率上升 0.7pct 至 99.2%，其中赔付率 66.2%，同比上升 4.2pct.，主要系车险、农险赔付率有所上行；费用率 33.0%，同比下降 3.5pct.，监管深化费用管控成效显著；2) 受权益市场回暖影响，公司 2019 年总投资收益率上行 0.4pct. 至 4.9%，实现总投资收益 219.7 亿，同比+14.7%，主要系价差及公允价值变动合计盈利 7.3 亿（去年同期-12.3 亿）。

■ **车险增速走低，费用管控效果显著拉低综合成本率：**1) 2019 年公司实现车险保费收入 2629.3 亿元，同比+1.6%，增速继续走低（2018 年为+3.9%），主要系新车销量增速趋缓+商车费改继续深化拉低车均保费。2) 承保角度，车险承保盈利扩大，综合成本率同比下降 1.7pct.至 96.7%，其中赔付率上升 2.6pct.至 59.8%，费用率大幅下行 4.3pct.至 36.9%，我们认为一方面由于保费充足度下降使得赔付率上升，另一方面公司在严监管“报行合一”下加大费用管控力度，同时聚焦直销渠道建设，车险直销渠道占比同比提升 5.1pct 至 69.3%，预计在精细化管控和去中介持续推进下费用率将进一步下降。

■ **非车险延续高增，自然灾害多发抬升赔付率：**1) 公司加速深化政策性业务与商业性业务融合，利用公司政策性资源和渠道优势开拓商业险市场，2019 年实现非车险总保费 1702.5 亿元，同比增长 31.1%，保费占比提升 5.9pct.至 39.3%，其中信用保证险、意健险、责任险增速较快，分别同比+96.7%、+42.5%、+25.4%，农险保持稳健增长+15.2%。2) 承保角度，受猪瘟疫情及自然灾害影响，农险总体损失同比增加，赔付率上升 8.1pct.导致承保亏损；货运险承保利润率 12.5%，仍然保持最优。

■ **盈利预测与投资评级：**公司行业龙头地位稳固，在车险费改推进及严监管环境下相对竞争力有望提升。预计公司 2020、2021 年分别实现归母净利润 245.1、274.3 亿元，同比分别+0.9%、+11.9%，目前估值 0.78 倍 2020PB，左侧配置价值显著，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 宏观经济持续低迷造成产险保费增速下滑；2) 车险费改造成竞争加剧及利润下滑；3) 意外灾害事件发生造成行业承保亏损。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	7.28
一年最低/最高价	5.93/10.26
市净率(倍)	0.87
港股流通市值(百万港元)	50226.86

*备注汇率：估值数据按照 1 港元 = 0.87 元人民币汇率计算

基础数据

每股净资产(元)	7.64
资产负债率(%)	68.9
总股本(百万股)	22242.77
流通股本(百万股)	6899.29

相关研究

1、《中国财险 (02328)：财险盈利周期回暖，龙头高弹性增长可期》2019-08-04

2、《中国财险 (02328)：承保拖累业绩，龙头回暖可期》2019-03-24

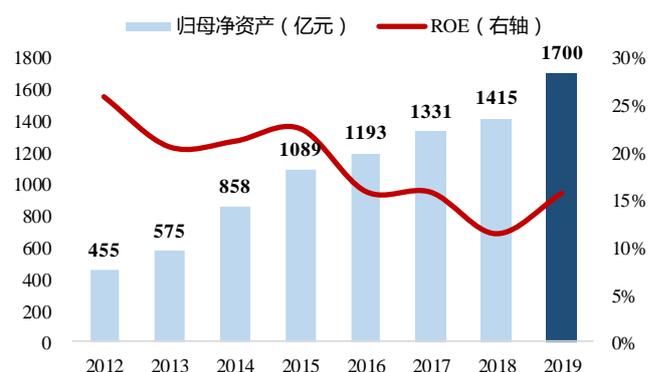
3、《中国财险 (02328)：产险龙头恒强，盈利高弹性增长可期》2017-11-21

图 1：2012~2019 公司归母净利润及同比增速



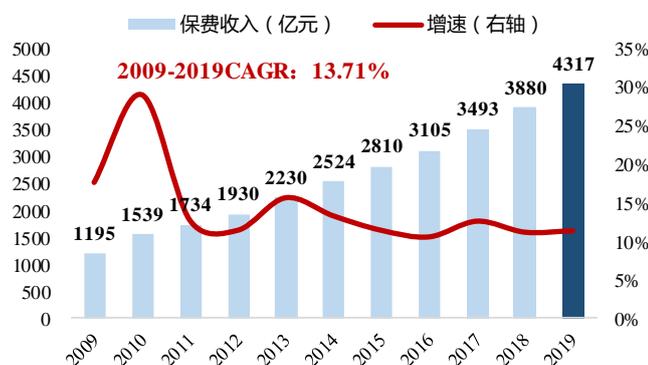
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 2：2012~2019 公司归母净资产及 ROE



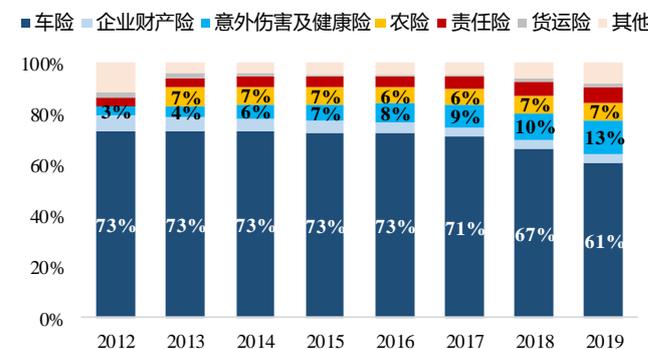
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 3：2009~2019 公司保费收入及同比增速



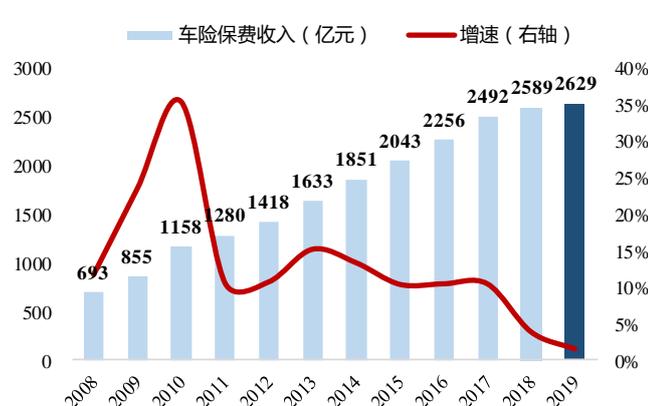
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 4：2012~2019 公司保费收入结构



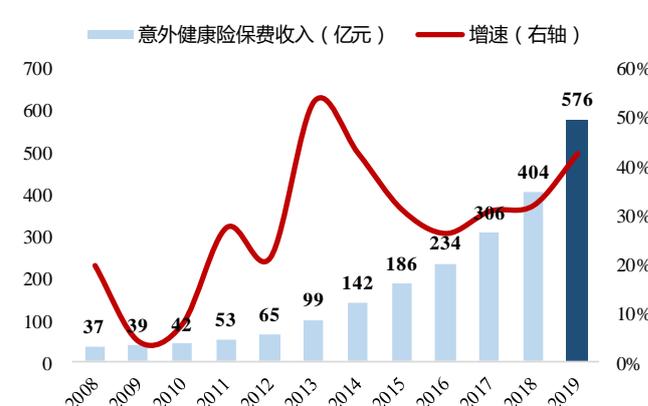
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 5：2008~2019 公司车险保费收入及同比增速



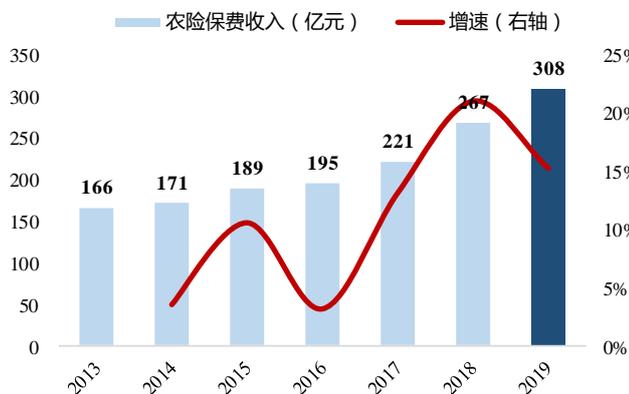
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：2008~2019 公司意健险保费收入及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 7：2013~2019 公司农险保费收入及同比增速



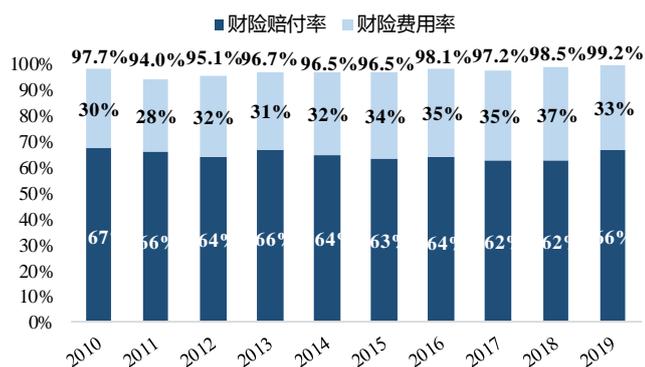
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 8：2008~2019 公司责任险保费及同比增速



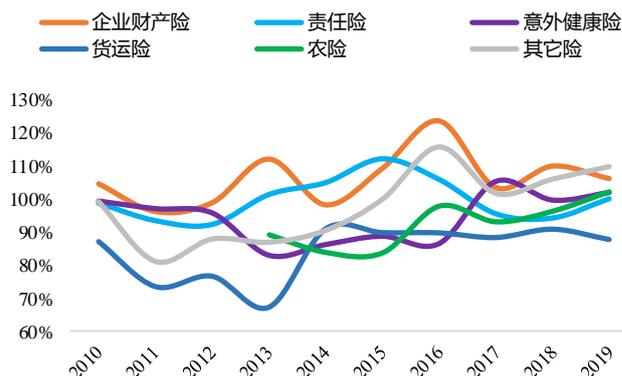
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 9：2010~2019 公司财险综合成本率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 10：2010~2019 各个险种的综合成本率



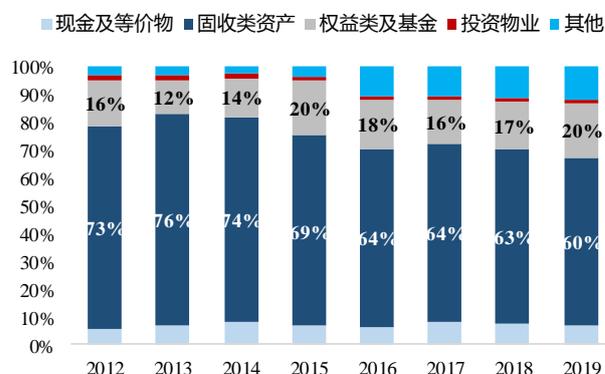
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 11：2011~2019 公司总投资收益及同比增速



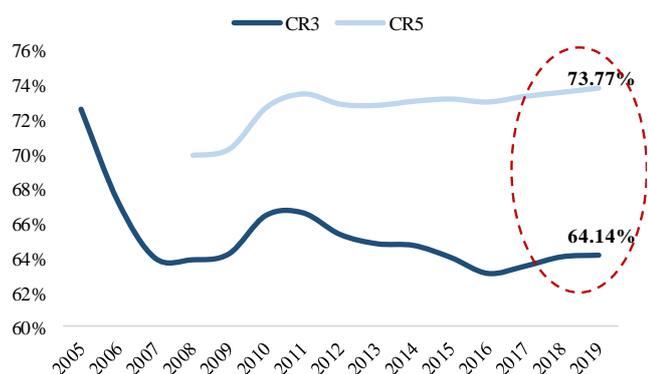
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 12：2012~2019 公司资产配置结构



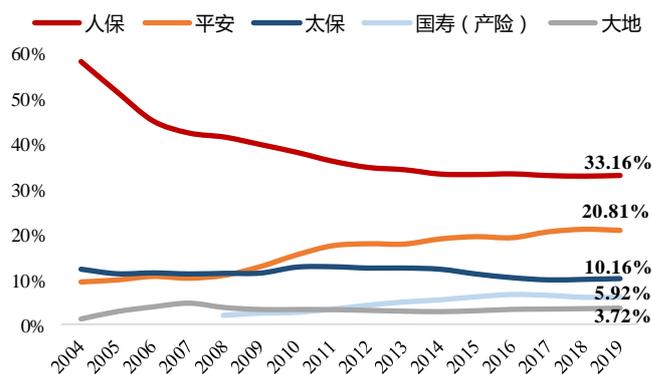
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 13: 2005~2019 财险行业 CR3 和 CR5



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 14: 2004~2019 财险行业 CR5 的市场份额



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

表 1: 中国财险盈利、核心指标预测及估值

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总保费收入	311,160	350,314	388,769	433,175	481,912	541,321	616,550
已赚净保费	270,261	309,076	344,124	380,683	418,898	465,576	524,318
承保利润	5,024	8,705	5,304	3,177	8,452	11,926	13,794
综合成本率	98.14%	97.18%	98.46%	99.17%	97.98%	97.44%	97.37%
归属于母公司股东净利润	18,020	19,807	15,485	24,282	24,506	27,428	29,748
归属于母公司股东净资产	119,306	133,107	141,495	169,953	188,332	208,903	231,214
总保费收入增速	10.46%	12.58%	10.98%	11.42%	11.25%	12.33%	13.90%
归属于母公司股东净利润增速	-17.52%	9.92%	-21.82%	56.81%	0.92%	11.92%	8.46%
归属于母公司股东净资产增速	9.51%	11.57%	6.30%	20.11%	10.81%	10.92%	10.68%
ROE	15.79%	15.69%	11.28%	15.59%	13.68%	13.81%	13.52%
EPS	0.81	0.89	0.70	1.09	1.10	1.23	1.34
BVPS	5.36	5.98	6.36	7.64	8.47	9.39	10.40
P/E (H)	8.16	7.43	9.50	6.06	6.00	5.36	4.94
P/B (H)	1.23	1.11	1.04	0.87	0.78	0.70	0.64

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

