

评级: 买入(维持)

市场价格: 7.89HKD

分析师: 陆韵婷

执业证书编号: S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师: 蒋峤

执业证书编号: S0740517090005

Email: jiangqiao@r.qlzq.com.cn

分析师: 戴志锋

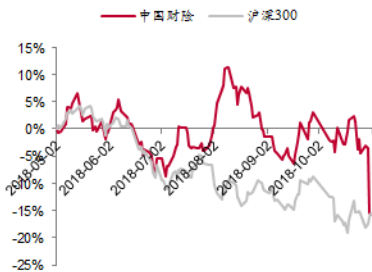
执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	22200
流通股本(百万股)	6899
市价(港元)	7.89
市值(百万港元)	175500
流通值(百万港元)	54400

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
承保利润(亿元)	50.24	92.95	86.05	125.72	148.79
增长率(%)	-41.61%	85.01%	-7.42%	46.10%	18.35%
归属母公司股东净利润(亿元)	180.20	198.07	171.43	230.75	279.63
增长率(%)	-17.52%	9.92%	-13.45%	34.60%	21.18%
每股收益(元)	1.22	1.34	0.77	1.04	1.26
市盈率(P/E)	5.49	5.00	8.66	6.44	5.31
市净率(P/B)	0.83	0.74	1.03	0.92	0.81

投资要点

■ **事件:** 人保财险前3季度净利润131.90亿元, 同比下跌25.46%, 较半年度同比0.07%的增速大幅下滑25.53pct, 不及预期, 其中税前利润同比下滑7.70%, 所得税大幅拖累净利润表现;

■ **Q3单季度综合费用率超过37%, 叠加去年低基数是3季度净利润不及预期的主要原因**

A) 根据我们的分拆, Q3单季度由分保费用, 税金及附加, 手续费之后, 业务及管理费和减值损失构成的综合费用为343.7亿元, 较去年同期增加36.05%, 综合费用率达到37.46%, 高于半年度的34.68%, 而去年三季度受车险市场整治监管影响, 单季度的费用率仅为30.9%;

B) 三季度费用率的高增长主要原因是报行合一政策之前, 各家主体公司加大对车险优质业务的手续费费用投入, 前3季度人保财险手续费支出达到809亿元, 同比大增48.70%, 手续费率达到了23.37%, 远高于去年同期的18.13%;

C) 由于车续费率的上限为15%, 在手续费率提升较多的影响下, 前3季度人保财险的所得税率达到了37.26%, 大幅高于半年度的22.31%;

■ **未决赔付准备金对冲使得综合赔付率稳定, 投资收益较为亮眼**

A) 我们测算得到, 受寿光水灾等影响, Q3单季度赔付支出净额率为60.35%, 高于去年同期的56.51%, 但由于未决赔付准备金计提比例减少, 使得单季度综合赔付率反较去年同期下降2.21pct; 前3季度人保财险的综合赔付率为61.87%, 较之半年度的61.17%保持稳定;

B) 投资收益亮眼, 前3季度投资收益和公允价值变动合计153亿元, 同比增长21.09%, 较半年度9.57%的增速大幅提升;

■ **下调公司全年盈利预测, 预计四季度手续费率情况将有所改善**

A) 由于3季报手续费率上升迅猛使得盈利不及预期, 我们下调人保财险全年利润预测, 将公司的综合费用率和赔付率调整至35.2%和62.3%, 所得税率调整至33%, 调整2018年公司归母净利润为171.43亿元, 同比下降13.45%;

B) 报行合一和行业商车自律协议已经在8月正式实行, 经过了7月的冲量之后, 8, 9月份的手续费率已经开始递减, 拐点较为明显; 当前股价对应2018年P/B为1.03倍, 维持买入评级。

■ **风险提示:** 财险费用率大幅上行; 权益市场大幅波动。

图表 1: 单季度综合成本率测算表

单季度综合成本率测算表：百万元	2018Q3	2017Q3
费用总额	34366	25260
综合费用率	37.46%	30.90%
赔付总额	57962	53448
综合赔付率	63.18%	65.39%
综合成本率	100.63%	96.29%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 前三季度费用率测算表

前三季度费用率测算表：百万元	2018/9/30	2017/9/30
分保费用	90	178
税金及附加	1419	1514
手续费支出	60890	40947
业务及管理费	38707	39141
减：摊回分保费用	8351	7283
资产价值损失	168	574
费用总额	92922	75071
综合费用率	35.66%	33.23%
其中：手续费率	23.37%	18.13%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 前三季度赔付率测算表

前三季度赔付率测算表：百万元	2018/9/30	2017/9/30
赔付支出	163359	139029
减：摊回赔付支出	12473	12735
提取未决赔付准备金	8897	14114
减：摊回未决赔付准备金	-432	-118
提取保费准备金	1016	761
净赔付支出总额	150887	126294
准备金提转差总额	10344	14994
赔付支出总额	161231	141288
综合赔付率	61.87%	62.54%
其中：净赔付支出率	57.90%	55.91%
其中：准备金提取率	3.97%	6.64%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4: 财务报告及主要指标

人民币百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	人民币百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						分部资产					
总保费收入	311,160	350,314	404,943	462,202	530,436	投资资产	475,949	524,566	570,992	639,239	721,344
已赚取净保费	270,261	309,076	344,202	392,872	450,871	其他资产	379,976	415,508	458,206	507,583	564,974
承保支出	265,237	299,781	335,597	380,300	435,992	分部负债	95,973	109,058	112,786	131,656	156,371
已发生净赔款	171,759	192,520	214,438	250,652	293,968	保险合同负债	356,637	391,452	426,893	477,370	538,502
保单获取成本净额	62,954	74,348	80,865	89,196	99,725	其他负债	242,093	264,748	288,441	322,548	363,853
其他承保费用	23,147	24,939	30,776	30,866	31,834	分部净资产	114,544	126,704	138,452	154,823	174,649
行政及管理费用	7,377	7,974	9,518	9,586	10,466	其中: 已发行股本	119,312	133,114	144,099	161,869	182,842
承保利润	5,024	9,295	8,605	12,572	14,879	其中: 储备	14,828	14,828	22,242	22,242	22,242
利润、股息和租金收入	15,073	15,382	16,164	17,510	19,445	其中: 少数股东权益	104,478	118,279	121,850	139,620	160,593
已实现及未实现的投资净收益	922	1,136	1,311	1,420	1,577	每股指标					
应占联营公司收益	2,945	4,575	4,804	5,140	5,256	每股收益	6	7	7	7	7
投资收入	18,940	21,093	21,843	23,662	26,278	每股净资产	8.05	8.98	6.48	7.28	8.22
投资费用	637	675	1,359	1,293	1,484	估值					
投保人储金型存款利息	2	2	5	5	6	P/E	5.49	5.00	8.66	6.44	5.31
汇兑收益净额	-422	451	-216	-205	-235	P/B	0.83	0.74	1.03	0.92	0.81
其他收入	-369	-372	-885	-842	-967	盈利能力					
其他支出	457	473	771	734	842	ROE	15.79%	15.69%	12.37%	15.08%	16.22%
财务费用	1,208	1,998	3,824	3,638	4,175	ROA	4.02%	3.96%	3.13%	3.81%	4.11%
除税前利润	22,451	27,161	25,589	31,612	35,852						
所得税	4,430	7,353	8,444	8,535	7,887						
净利润	18,021	19,808	17,144	23,077	27,965						
归母净利润	18,020	19,807	17,143	23,075	27,963						

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

分析师承诺：

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人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，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。