

投资评级 **买入** 首次覆盖

龙头地位稳固，盈利增长可持续

股票数据

6个月内目标价(港元)	19.70
01月12日收盘价(港元)	15.74
52周股价波动(港元)	11.20-17.00

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	10.9	9.1	6.9
市净率	1.6	1.4	1.2

股本结构

总股本(百万股)	14828
流通A股(百万股)	0
B股/H股(百万股)	0/4599

市场表现



投资要点: 公司产险业务市占率遥遥领先。综合成本率持续低于行业，车险、农险盈利能力较同业优势明显。ROE高，杠杆率提升空间大，盈利增长可持续。商车费改长期利好龙头险企，公司将显著受益。目标价 19.70 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

- **市占率稳居第一，分销网络庞大。** 公司 2016 年保费规模已突破 3000 亿元，市占率常年稳定维持在 1/3，约为平安产险的 1.7 倍。六年保费复合增长率 12.4%，庞大的保费基数下，增速仍能与行业基本持平。公司拥有遍及全国城乡共 1 万多个机构网点，乡镇级网点覆盖率接近 99%；同时积极完善电网销渠道和 APP 平台，线上线下一体化布局，服务能力持续强化。
- **综合成本率持续低于行业，规模化、精细化运营有效降低费用率。** 公司 10-16 年平均综合成本率为 96.1%，六年持续低于行业。其中费用率长期在 35% 以下，远低于平安产险、太保产险，这得益于公司坚持规模化、精细化管理，与同业相比修车成本低、精准定价能力强，且网点布局早、覆盖广，单客成本低。同时，赔付率由 10 年的 67.4% 降至 17H1 的 60.9%，主要是由于公司持续加强承保与理赔管控，占比最大的车险赔付率明显下降。
- **车险承保利润率领先；农险占比高，助公司形成承保盈利绝对优势。** 1) 近五年公司车险承保利润率在 2.2%-3.9% 之间浮动，16 年分别较平安、太保高出 1.2 个百分点和 0.5 个百分点，17 年上半年优势持续扩大。公司狠抓新车业务和续保业务，车险保费增速逆市上升。2) 承保利润率丰厚的农险占比高是公司盈利能力强于平安、太保的重要原因。以 15 年为例，占比约 7% 的农险业务为公司贡献利润达 28%。3) 责任险、意健险等险种保费快速增长，整体保费结构持续优化。
- **五年平均 ROE 高达 21%，杠杆率提升空间大，盈利增长可持续。** 公司六年净利润复合增长率高达 23%，五年年均 ROE 为 21%，较平安、太保分别高出 5 个百分点和 11 个百分点。杠杆率降至 3.9 倍，处历史低位。承保盈利能力强+投资收益稳健+杠杆率提升空间大，公司盈利持续增长可期。
- **商车费改&偿二代监管体系利好龙头险企，公司显著受益。** 1) 二次商车费改扩大保费定价区间，限制险企大幅抬升费用率；短期加剧竞争，长期利好龙头。公司较同业成本优势明显，费改深入后龙头地位将进一步强化。2) 偿二代体系下，部分中小险企濒临出局。公司偿付能力充足，市场份额持续巩固。
- **当前股价对应 18 年 PB 1.23x，估值触底，投资价值明显。** 预计 18 年公司净利润为 285 亿元，对应 EPS1.92 元，BVPS 为 10.72 元。参考国际大型财险公司估值水平，我们给予公司 1.54x 2018E PB，目标价 16.51 元人民币/股，折合港币为 19.70 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示:** 1) 行业保费增速低于预期。2) 商车费改使行业承保利润持续承压。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	266625	289992	329961	383680	444580
(+/-)YoY(%)	18.31%	8.76%	13.78%	16.28%	15.87%
净利润(百万元)	21847	18021	21555	28515	33916
(+/-)YoY(%)	44.54%	-17.51%	19.61%	32.29%	18.94%
EPS(元)	1.473	1.215	1.454	1.923	2.287
BVPS(元)	7.35	8.05	9.21	10.72	12.52

资料来源: 公司年报(2015-2016), 海通证券研究所;

注: 1) 净利润为归属母公司所有者的净利润。2) 本报告计算目标价时所用汇率为港币:人民币=1:0.838。除首页“股票数据”和目标价为港币, 并以“港元”标记外, 其他所涉及的金额单位均为人民币, 并以“元”标记。

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

联系人:李芳洲

Tel:(021)23154127

Email:lfz11585@htsec.com

目 录

投资要点	6
1. 中国财险：盈利能力稳健的龙头险企	8
1.1 保费增速超越行业，分销网络庞大	9
1.2 综合成本率持续低于行业，规模化、精细化运营降低费用	11
1.3 车险承保利润率领先，以农险为代表的非车险成新增长引擎	13
1.3.1 车险：保费增速逆市上扬，承保利润率行业领先	14
1.3.2 农险：占比高，承保利润率丰厚	14
1.3.3 责任险：受益于国家政策，增速有望加快	15
1.4 市场回暖+投资华夏银行，投资收益大幅提升	16
1.5 净利润复合增速和 ROE 远超同行	18
2. 规模优势+商车费改+偿二代体系，龙头强者恒强	19
2.1 产险落地服务属性明显，规模效应带来成本优势	19
2.2 商车费改短期加剧竞争，长期提升行业集中度	20
2.3 偿二代体系下，龙头巩固市场份额	25
3. 盈利预测与估值：盈利增长可持续，估值触底，“买入”评级	26
3.1 关键假设：17 年总保费增速 15%，费用率下行推动综合成本率降低	26
3.2 盈利预测：承保端+投资端全面改善，业绩稳步增长	26
3.3 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 19.70 港元/股	27

图目录

图 1	公司保险保费收入及增速.....	6
图 2	财险龙头公司市场份额	6
图 3	公司保费规模屡创新高, 品牌效应明显	8
图 4	中国财险主要股东及参控股公司 (截至 2017 年中)	8
图 5	2010-2017Q3 中国财险总资产规模及增速	9
图 6	2013-2017H1 中国财险偿付能力	9
图 7	2010-2017H1 中国财险保费收入及增速	10
图 8	2010-2017H1 财险公司及行业保费增速	10
图 9	2010-2017H1 前三大产险公司市场份额	10
图 10	2013-2017H1 公司各渠道原保险保费收入占比 (%)	11
图 11	2013-2017H1 专业代理渠道原保险保费收入及同比增速	11
图 12	2010-2017H1 财险公司综合成本率	11
图 13	2010-2017H1 三财险公司费用率	12
图 14	2010-2017H1 财险公司赔付率	12
图 15	2013-2017H1 财险公司承保利润 (亿元)	13
图 16	2013-2017H1 三家财险公司承保利润率	13
图 17	2017H1 中国财险保费结构	13
图 18	2017H1 平安产险保费结构	13
图 19	2010-2017H1 中国财险保费收入结构变化	13
图 20	2010-2017H1 公司车险保费收入及增速	14
图 21	2010-2017H1 行业车险保费及增速	14
图 22	2014-2017H1 公司农险保费收入及同比增速	15
图 23	2010-2016 行业农险保费收入及同比增速	15
图 24	2012-2017H1 中国财险责任险保费收入及同比增速	16
图 25	2012-2016 行业责任险保费收入及同比增速	16
图 26	2013-2017H1 公司投资资产规模及增速	16
图 27	2013-2017H1 公司投资结构及规模	17
图 28	2012-2017H1 财险公司投资总收益率	17

图 29	2016H1、2017H1 中国财险投资收益.....	17
图 30	2011-2017Q1-3 华夏银行归母净利润及同比增速.....	18
图 31	2010-2017H1 中国财险净利润及增速	18
图 32	2012-2016 中国财险杠杆率 (倍)	19
图 33	2010-2017Q3 产险行业集中度变化 (%)	20
图 34	2010-2017Q3 寿险行业集中度变化 (%)	20
图 35	2009-2017Q3 车险保费及增速	21
图 36	2000-2017Q3 年汽车销量及增速	21
图 37	全国车险综合成本率 (%)	23
图 38	财险行业和中国财险保费增速	25
图 39	中国财险历史 PB.....	28

表目录

表 1	2012-2016 财险公司 ROE	19
表 2	我国车险费率市场化历程.....	22
表 3	二次商车费改对于自主核保系数和自主渠道系数的下调情况	24
表 4	产险公司偿付能力变动	25
表 5	2016 年保险业务关键比值.....	26
表 6	2017-2019 总保费增速、费用率、赔付率、综合成本率、承保利润率假设	26
表 7	中国财险盈利预测表.....	27
表 8	可比财险公司估值表 (对应 2018 年 1 月 12 日收盘价)	28

投资要点

中国财险是国内最大的产险公司，保费市场份额高达 34%，稳居亚洲财险公司第一、全球单一品牌财险公司第二。大股东中国人民保险集团鼓励旗下子公司客户资源共享、产品交叉销售，公司显著受益。公司主要保险产品包括车险、意健险、农险、责任险、企财险、货运险等，其中车险保费占比超过 70%。未来随着商车费改持续深入，行业集中度进一步提升，预计公司市占率和盈利都将进一步改善，继续稳坐行业第一交椅。

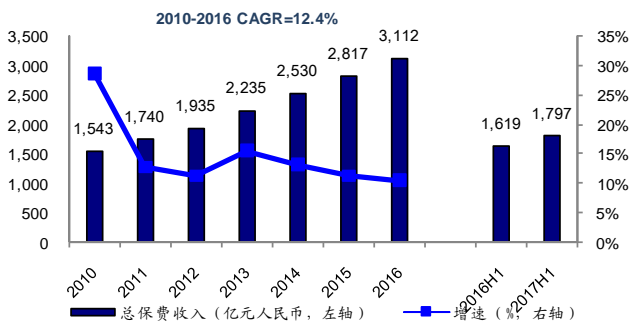
估值及投资建议：

预计公司 18 年 BVPS 为 10.72 元。参考国际大型财险公司估值水平，我们认为公司 18 年合理估值水平应为 1.54x PB，目标价 16.51 元人民币/股，折合港币为 19.70 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

我们看好公司主要基于以下几个逻辑：

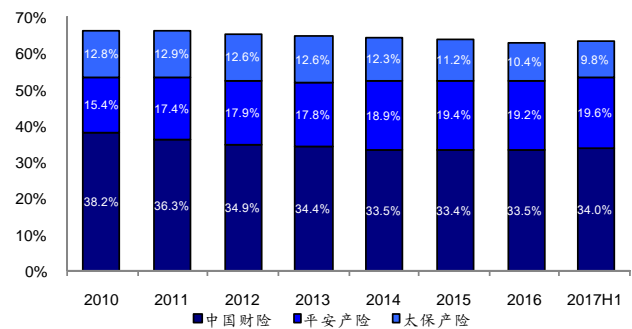
1) 市占率稳居第一，分销网络庞大。公司保费规模已突破 3000 亿元，市占率常年稳定维持在 1/3，约为平安产险的 1.7 倍。六年保费复合增长率 12.4%，庞大的保费基数下，增速仍能与行业基本持平。公司拥有遍及全国城乡共 1 万多个机构网点，乡镇级网点覆盖率接近 99%；同时积极完善电网销渠道和 APP 平台，线上线下一体化布局，服务能力持续强化。

图1 公司保险保费收入及增速



资料来源：2010-2016 公司年报，2016-2017 公司中报，海通证券研究所

图2 财险龙头公司市场份额



资料来源：2010-2016 公司年报，2017 公司中报，海通证券研究所

2) 综合成本率持续低于行业，规模化、精细化运营有效降低费用率。公司 10-16 年平均综合成本率为 96.1%，六年持续低于行业。其中费用率长期在 35% 以下，远低于平安产险、太保产险，这得益于公司坚持规模化、精细化管理。

①修车成本低：公司对车险服务链条较强的控制力，可将零配件价格控制在合理范围内。**②定价能力强：**公司经营历史久，客户积累多，详尽的历史数据能够帮助公司对投保人进行精确筛选，产品定价更为合理。**③线上线下一体化服务降低运营成本：**公司电网销售、APP 移动端快速发展，线上线下一体化服务渠道成本更低。**④网点布局早、范围广：**平均网点覆盖人数更多，单客成本低。**⑤加强承保与理赔管控：**占比最大的车险赔付率明显下降。

3) 车险承保利润率领先；农险对承保利润贡献大。

①近五年公司车险承保利润率在 2.2%-3.9% 之间浮动，16 年分别较平安、太保高出 1.2 个百分点和 0.5 个百分点，17 年上半年优势持续扩大。公司狠抓新车业务和续保业

务,车险保费增速逆市上升。②承保利润率丰厚的农险占比高是公司盈利能力强于平安、太保的重要原因。以15年为例,占比约7%的农险业务为公司贡献利润达28%。③责任险、意健险等险种保费快速增长,公司整体保费结构持续优化。

4) 金融去杠杆、防风险等监管政策利好公司投资端。公司投资华夏银行19.99%的股权后确认其应享有的收益,加之市场回暖下稳健的投资风格使得公司17年上半年投资收益由负转正。金融监管趋严支撑高利率,公司投资收益率将有望提升。

5) 五年平均ROE高达21%,杠杆率提升空间大,盈利增长可持续。公司六年净利润复合增长率高达23%,五年年均ROE为21%,较平安、太保分别高出5个百分点和11个百分点。杠杆率降至3.9倍,处历史低位,提升空间大。**承保盈利能力强+投资收益稳健+杠杆率提升空间大,公司盈利持续增长可期。**

6) 商车费改&偿二代监管体系利好龙头险企,公司显著受益。

①二次商车费改短期加剧行业竞争,但加强了对费用率的监管,长期利好龙头。中国财险费用率远低于同业,竞争优势明显。②偿二代体系下,部分中小险企濒临出局,公司偿付能力充足,将进一步巩固市场份额。

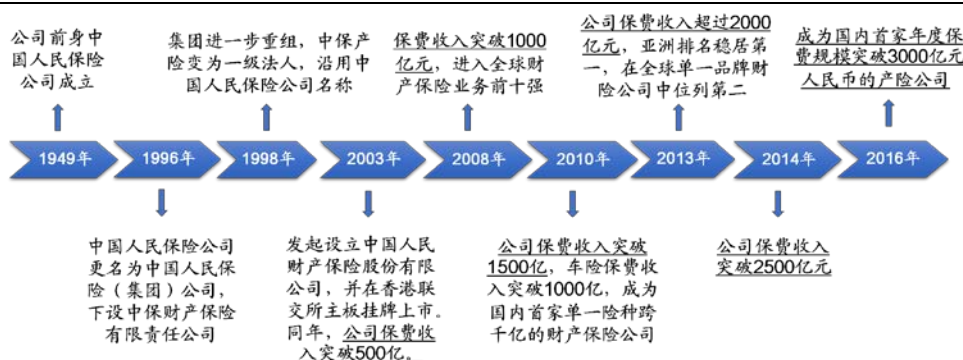
7) 估值触底,投资价值明显。受商车费改和16年低利率环境影响,股价低迷,当前股价对应18年PB为1.23x,估值触底,投资价值明显。

风险提示: 1) 行业保费增速低于预期。2) 商车费改使行业承保利润持续承压。

1. 中国财险：盈利能力稳健的龙头险企

亚洲财险公司第一、全球单一品牌财险公司第二。中国人民财产保险股份有限公司（简称中国财险）于2003年7月由中国人民保险集团独家发起设立，前身是1949年成立的中国人民保险公司。2003年11月6日，中国财险在香港联交所主板挂牌上市，是中国内地第一家在海外上市的金融企业。公司是国内历史最悠久、业务规模最大、综合实力最强的大型国有财产保险公司，稳居亚洲财险公司第一、全球单一品牌财险公司第二。2016年，公司保费收入突破3000亿元。2017年上半年，公司实现保费收入1797亿元，以34%的市场份额稳居财险行业第一。

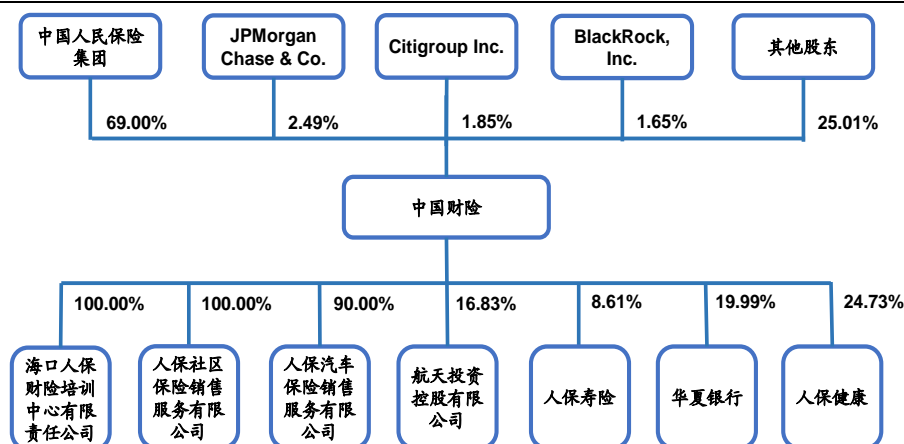
图3 公司保费规模屡创新高，品牌效应明显



资料来源：公司官网，海通证券研究所

深厚的国企背景与大股东旗下金融产业集群为公司发展提供有力支持。公司大股东中国人民保险集团是“世界500强”企业，创立于1949年10月，目前旗下拥有人保财险、人保资产、人保健康、人保寿险、人保投资等十余家专业子公司，形成了保险金融产业集群和综合经营集团架构。集团重视子公司间客户资源共享和产品线互动合作，公司显著受益，16年集团交叉销售业务保费规模人民币317.91亿元，同比增长21.5%。截至2017年6月30日，人保集团总资产达9874亿元，持有公司69%的股份，其他的主要股东包括摩根大通(持股2.49%)、花旗集团(持股1.85%)以及贝莱德集团(持股1.65%)。人保集团的最终控制人包括财政部和全国社会保障基金理事会，深厚的国企背景为公司的发展提供有力的支持。

图4 中国财险主要股东及参控股公司（截至2017年中）

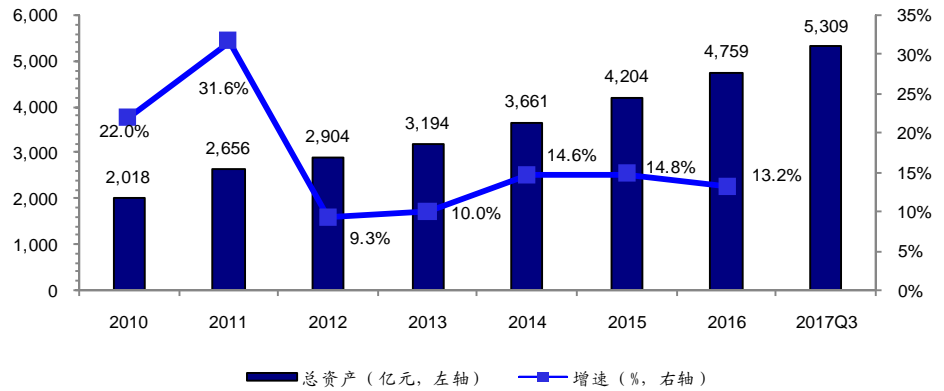


资料来源：公司2017年中报，海通证券研究所

总资产稳定增长，偿付能力充足，财务状况稳健。行业第一的市占率令公司在产险行业保费扩张的大背景下业绩增速领先，资产规模稳步提升，10-16年总资产复合增长

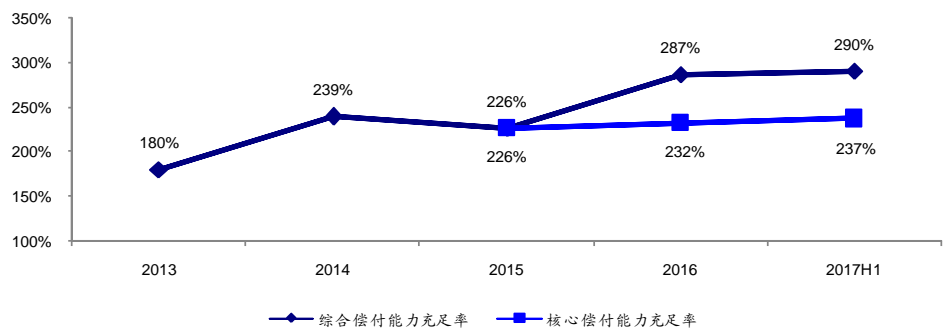
率为 15.38%。截至 17 年中，公司核心偿付能力充足率达 237%，综合偿付能力充足率达 290%，较 16 年末分别提升 5 个百分点和 3 个百分点。在保监会开展的偿二代风险管理能力评估中，公司得分位列财险行业第一。

图5 2010-2017Q3 中国财险总资产规模及增速



资料来源：2010-2016 公司年报，2017 公司三季报，海通证券研究所

图6 2013-2017H1 中国财险偿付能力

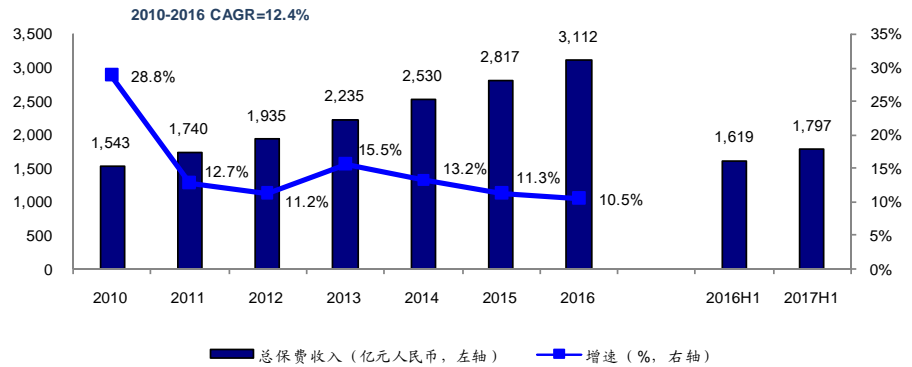


资料来源：公司 2013-2016 年报，公司 2017 年中报，海通证券研究所

1.1 保费增速超越行业，分销网络庞大

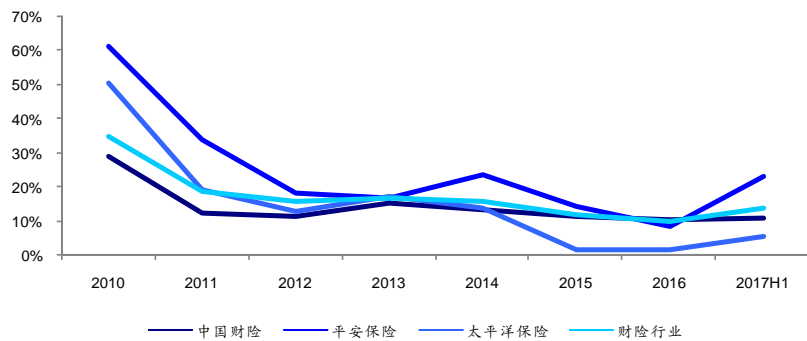
保费收入屡创新高，市占率持续领先且商车费改下明显回升。2008 年公司保费收入便突破 1000 亿，2016 年突破 3000 亿。公司 2010-2016 年保费复合增长率为 12.40%，高于太保 1.5 个百分点，略低于行业 2.5 个百分点，在业务基数庞大的情况下依然咬紧行业增速，并于 16 年保费增速首次跑赢行业。六年间，公司保费增长率基本保持稳定，而平安产险、太保产险增速则明显放缓，在一次商车费改实施期间，两公司 15 年增长率相较 14 年均大幅下降约 10ppts。公司常年稳定维持 1/3 的市占率，17 年上半年市占率是平安产险的 1.73 倍；平安产险六年间市占扩张 3.8 个百分点，太保产险则持续萎缩。

图7 2010-2017H1 中国财险保费收入及增速



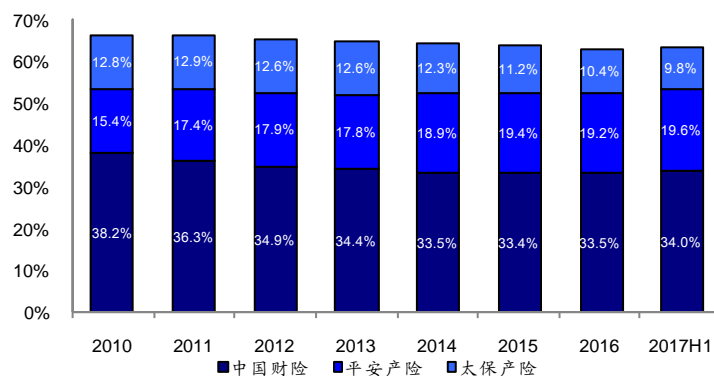
资料来源：公司 2010-2016 年报，公司 2016-2017 年中报，海通证券研究所

图8 2010-2017H1 财险公司及行业保费增速



资料来源：中国财险、中国平安、中国太保 2010-2016 年报、2017 年中报，中国保监会，海通证券研究所

图9 2010-2017H1 前三大产险公司市场份额



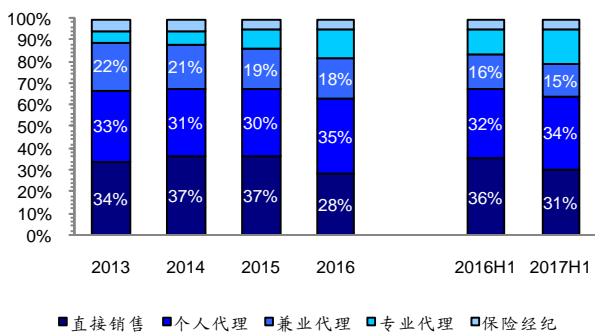
资料来源：中国保监会，海通证券研究所

机构和服务网点遍及全国，品牌效应强大。根据公司 2016 年年报，公司拥有遍及全国城乡共 1 万多个机构网点，超过 300 个地（市）级承保、理赔和财务中心，2.5 万个乡镇保险服务站和近 30 万个村级保险服务点，乡镇级网点覆盖率接近 99%。公司开通 365 天 24 小时全国服务专线、官网直销平台、电话销售专线、移动互联平台、柜面一体化和“中国人保”APP，打造了智慧理赔、拇指理赔和极速理赔等高品质保险服务，

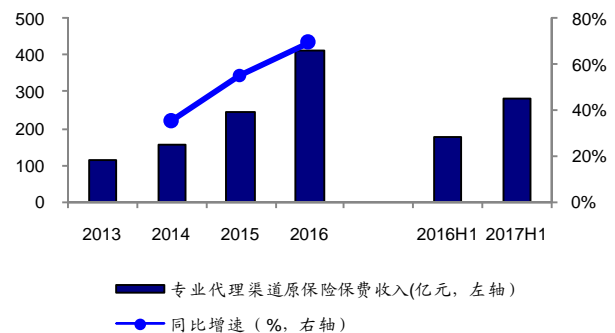
可以与任何客户实现“点对点”快速对接。线上线下强有力的网络布局凸显了公司的服务能力，品牌优势明显。

保险销售渠道一般分为三个部分，直接销售，代理销售以及保险经纪渠道。直接销售指保险公司内部雇员直接销售公司产品。保险代理与保险经纪合称保险中介，两者均不是保险公司自有员工渠道，其中前者是根据保险公司委托，在许可范围内向投保人销售，并向保险公司收取佣金，后者则是从投保人利益角度出发，为投保人与保险公司签订合同提供中介服务。

代理销售渠道系主力渠道，专业代理增速迅猛。公司直接销售渠道2017年上半年较2016年上半年同比下降4.7个百分点，代理销售渠道则同比上涨4.7个百分点达到63.9%，成为销售主力。其中个人代理占比33.5%，保费收入为601.8亿元；专业代理占比15.8%，17年上半年专业代理占比首次超过兼业代理占比，较16年末迅速增长2.5个百分点。保险经纪渠道占比多年基本维持在5.2%左右。

图10 2013-2017H1 公司各渠道原保险保费收入占比 (%)


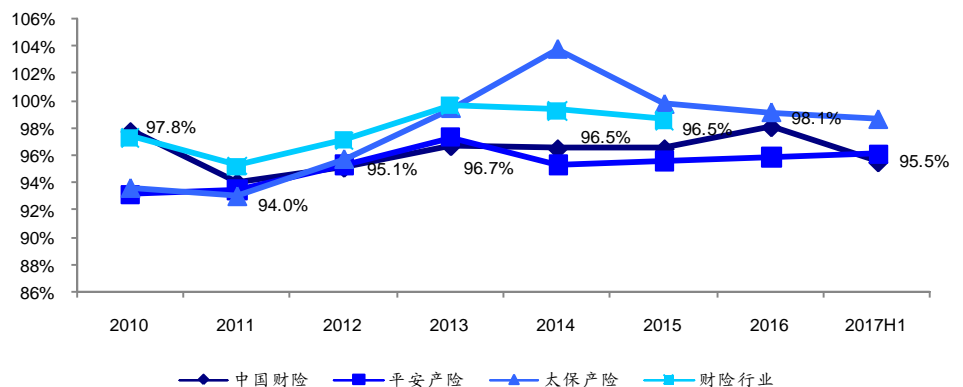
资料来源：2013-2016 公司年报，2016-2017 公司中报，海通证券研究所

图11 2013-2017H1 专业代理渠道原保险保费收入及同比增速


资料来源：2013-2016 公司年报，2016-2017 公司中报，海通证券研究所

1.2 综合成本率持续低于行业，规模化、精细化运营降低费用

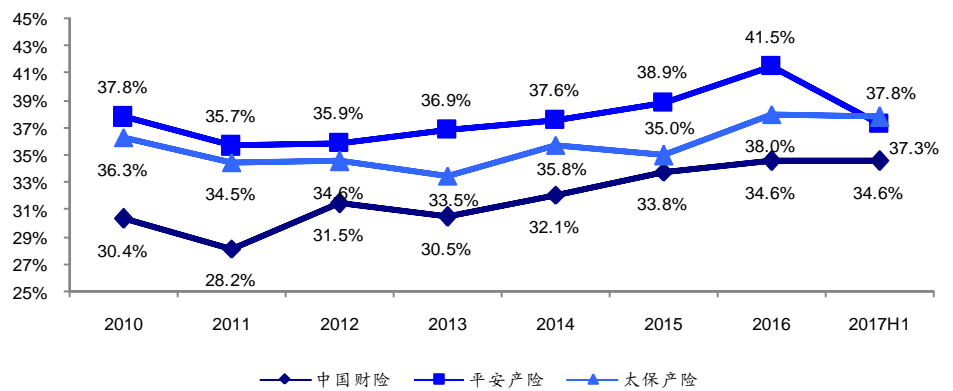
综合成本率低于平安产险、太保产险，商车费改下成本优势将进一步凸显。2010-2017H1 中国财险综合成本率较为稳定，持续低于行业综合成本率，且自 2012 年后便大幅低于太保产险，17 年上半年，公司综合成本率降至 95.5%，较上年末下降 2.6 个百分点，承保盈利能力十分抢眼。随着车险二次费改推进，公司依托于自身的规模经济优势和综合服务能力，综合成本率有望进一步改善。

图12 2010-2017H1 财险公司综合成本率


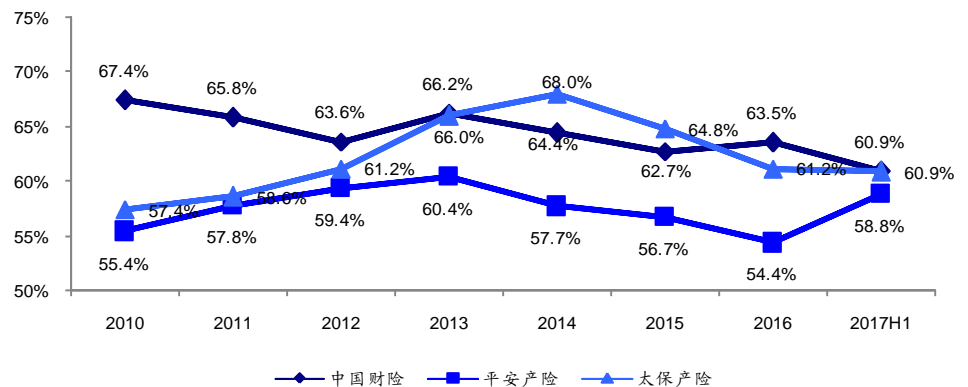
资料来源：中国财险、中国平安、中国太保 2010-2016 公司年报，2017 公司中报，海通证券研究所

成本低的主要原因是费用率常年显著低于同业,且赔付率下降。10年-17年上半年,公司费用率一直维持在35%以下,远低于平安产险、太保产险。17年上半年,中国财险、平安产险及太保产险的费用率分别为34.6%、37.3%和37.8%。规模化和精细化管理使公司费用控制能力强:1)公司对车险服务链条较强的控制力,可将零配件价格控制在合理范围内,降低修车成本。2)网点布局范围广,规模效应明显。单个网点覆盖人数更多,单客成本低。3)自有销售渠道建设完善。公司电网销售、APP移动端快速发展,线上线下一体,销售与服务均更加便捷,自有渠道销售费用率明显低于通过保险经纪或保险代理渠道销售时的费用率。

公司赔付率从2010年的67.4%下降至2017H1的60.9%,当前赔付率与平安产险、太保产险基本一致,处于历史低位。控制赔付率的主要措施是加强承保与理赔管控,使得占比最大的车损赔付率有较明显下降。2012-2013综合赔付率略有上升是因为有较大自然灾害发生,同年平安产险、太保产险赔付率也有不同程度的上升。

图13 2010-2017H1 三财险公司费用率


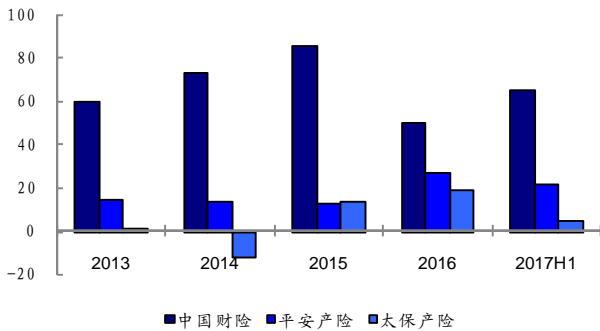
资料来源:中国财险、中国平安、中国太保 2010-2016 年报、2017 中报,海通证券研究所

图14 2010-2017H1 财险公司赔付率


资料来源:中国财险、中国平安、中国太保 2010-2016 年报、2017 中报,海通证券研究所

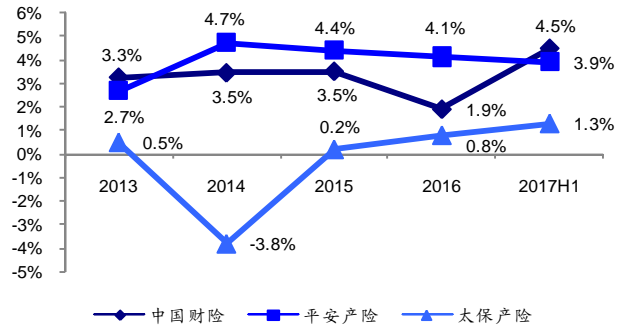
中国财险承保利润率常年维持3.5%,与平安产险接近,远高于太保产险。2017年上半年实现承保净利润65.16亿元,承保利润率升至4.5%。截至17年中,中国财险的市占率是平安产险的1.73倍,但承保利润率常年是平安的三倍以上,承保盈利能力强劲。

图15 2013-2017H1 财险公司承保利润 (亿元)



资料来源: 中国财险、中国平安、中国太保 2013-2016 公司年报、2017 公司中报, 海通证券研究所

图16 2013-2017H1 三家财险公司承保利润率

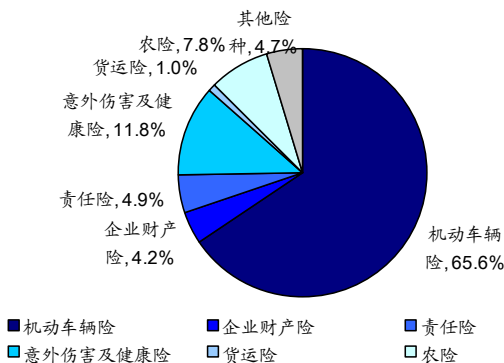


资料来源: 中国财险、中国平安、中国太保 2013-2016 公司年报、2017 公司中报, 海通证券研究所

1.3 车险承保利润率领先, 以农险为代表的非车险成新增长引擎

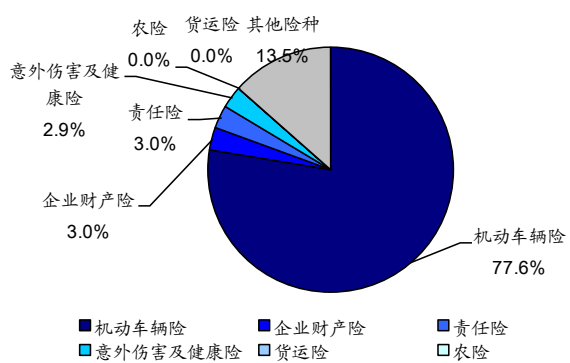
公司车险占比低于平安, 意健险、责任险、农险占比高于平安, 保费结构持续优化, 非车险将成为增长新引擎。17 年上半年, 车险、意健险、农险、责任险、企财险、货运险分别占比 66%、12%、8%、5%、4%、1%。公司车险占比较平安产险低 12 个百分点, 意健险、责任险分别较平安高 8.9、1.9 个百分点。平安产险无农险业务, 但中国财险的农险业务在保费结构中占比排第三位, 14-16 年公司农险承保利润率达 12%, 远高于车险利润率, 以农险为代表的非车险将成为公司保费和承保利润稳定增长的新引擎。

图17 2017H1 中国财险保费结构



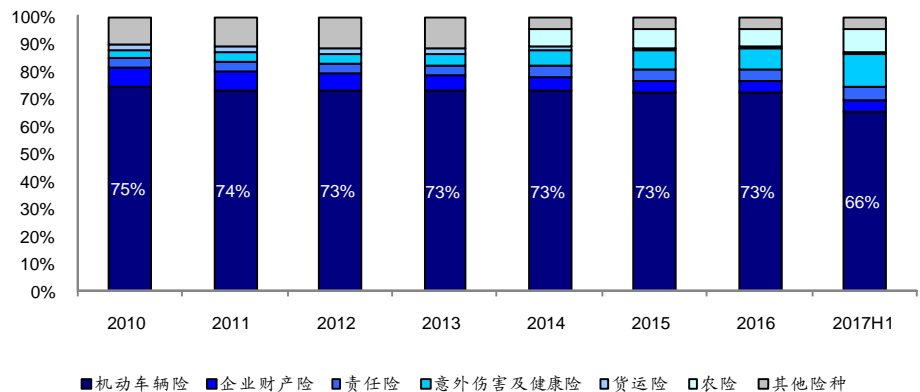
资料来源: 2017 公司中报, 海通证券研究所

图18 2017H1 平安产险保费结构



资料来源: 2017 公司中报, 海通证券研究所

图19 2010-2017H1 中国财险保费收入结构变化

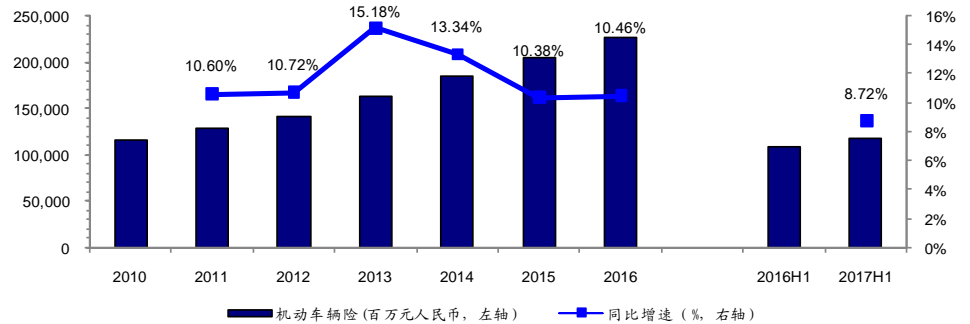


资料来源: 中国财险 2010-2016 年报, 2017 年中报, 海通证券研究所

1.3.1 车险：保费增速逆市上扬，承保利润率行业领先

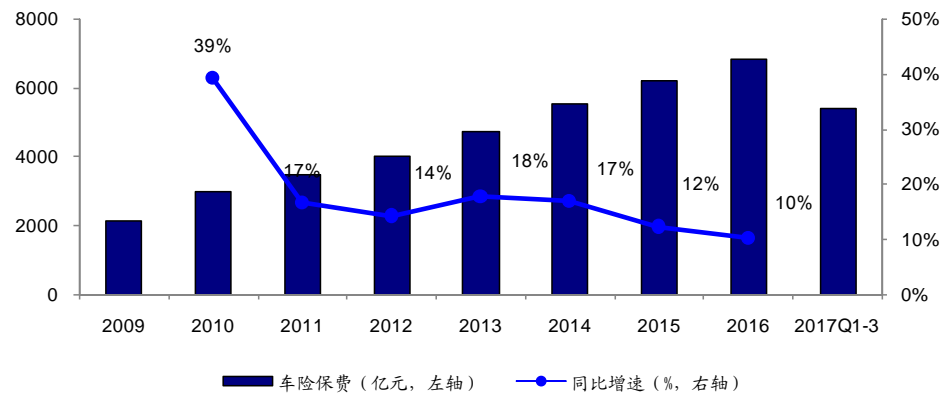
行业车险保费增速逐年放缓，公司狠抓新车业务和续保业务，保费增速不降反升。2011-2016 年公司车险保费同比增速稳定在 10% 以上，且 2016 年增速较 2015 年增速提升 0.08ppts；而全行业车险保费增速则呈现逐年下降趋势。在新车销量增速同比回落、国内经济增速放缓的趋势下，公司以二次商车费改为契机，持续强化精准定价和精准投放，提升业务获取能力，狠抓次新车续保提升工作，巩固新车业务平稳增长。

图20 2010-2017H1 公司车险保费收入及增速



资料来源：中国财险 2010-2016 年报，2017 年中报，海通证券研究所

图21 2010-2017H1 行业车险保费及增速



资料来源：中国保监会，海通证券研究所

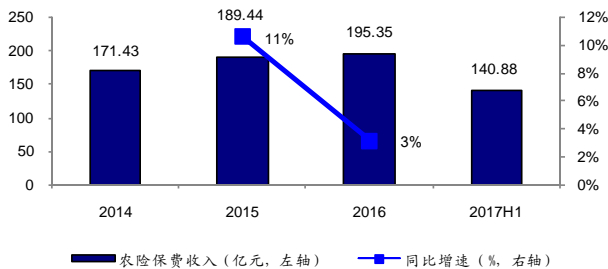
车险保费占比逐年走低，非车险占比扩张迅速。公司车险保费占比已由 10 年的 75% 下降至 16 年的 72.5%。车险占比小幅下滑，未来非车险将成为公司新的增长引擎。

车险承保利润率高于平安、太保。2012-2016 年公司车险承保利润率在 2.2%-3.9% 之间浮动。受商车费改影响公司 16 年车险承保利润率较 15 年下降 0.6 个百分点至 3.3%，但仍显著高于平安车险、太保车险承保利润率（二者分别为 2.1%、2.8%）。

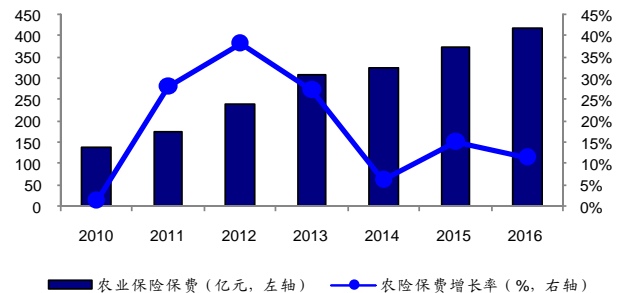
1.3.2 农险：占比高，承保利润率丰厚

中国财险是全球农业业务最大的保险公司，近年来公司农险市占率稳定在 50% 左右。2014-2016 年公司农险保费复合增速 7%，低于行业复合增速 5 个百分点左右。在各地中央政策性种植业保险保额逐步提高的趋势下，公司抢抓脱贫攻坚政策机遇，大力发展「保险+期货」等新型农险，2016 年全年开发 126 款创新类农险产品和 5 款期货价格保险产品，承保农田 6.3 亿亩，承保森林 10.4 亿亩，承保政策性农房 1.03 亿户，提供农业风险保障 2.8 万亿元。随着越来越多市场主体进入，竞争加剧，未来公司农险市占或有下滑。

农险是财险里面承保利润率最丰厚的险种，农险占比高是公司盈利能力强于平安、太保的重要原因。2014、2015 年公司农险承保利润率为 16.7%（2016 年农险受自然灾害影响，承保利润率为 2.5%，但 2017 年上半年便迅速回升至 6.9%。），远高于其他险种的承保利润率，以 15 年为例，农险占保费结构的 6.7%，但对承保利润贡献占比达 28.4%。农险占比高是公司盈利能力强于平安、太保的重要原因，17 年上半年公司农险占比达 7.8%，而太保农险占比仅为 2.9%，平安则没有农险业务。但长期来看，随着“三农”建设逐步取得成效，农业生产技术大幅提高，农险购买需求或减少，财政补贴力度或放缓，农险利润将大概率逐步下降。

图22 2014-2017H1 公司农险保费收入及同比增速


资料来源：2014-2016 公司年报，2017 公司中报，海通证券研究所

图23 2010-2016 行业农险保费收入及同比增速


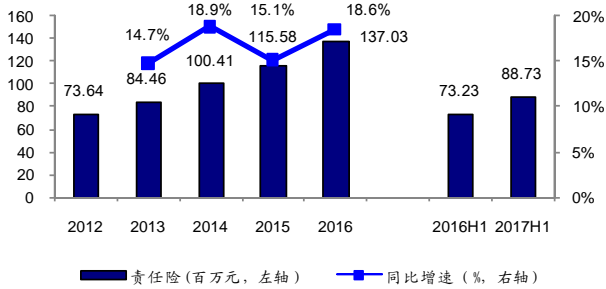
资料来源：中国保监会，海通证券研究所

1.3.3 责任险：受益于国家政策，增速有望加快

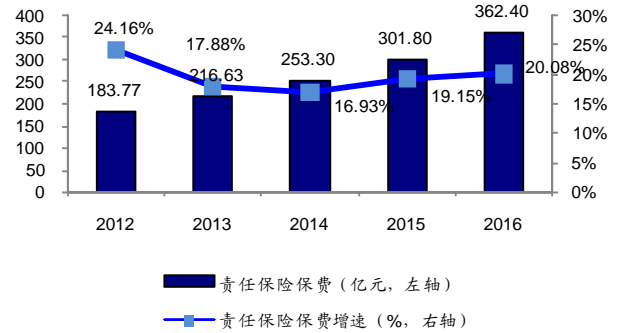
责任险行业增速连续 5 年大于 16%，2016 年增速高达 20.08%，责任险保费增至 362.40 亿。中国财险责任险平均年保费增速与行业基本持平，但远高于车险增速。

公司责任险占比由 2010 年的 3.53% 上升至 2016 年的 4.40%，略有增幅。责任险的承保利润率持续 6 年高于 5%，2016 高出车险承保利润率 2.3 个百分点。责任险占比的扩大有助于公司盈利水平的提升。

责任险的增长一是来源于国家对责任险市场大力拓展。我国近年来将医疗责任险纳入强制范围，推广医疗责任保险覆盖面。2015 年全国新增 1.5 万余家医疗结构参保，基本实现全国三级医院百分之一百全覆盖。同时职业责任保险、食品责任保险、环境责任保险开始大范围试点，有望成为未来责任险增长的新的动力源泉。二是源自于公司在积极参与国家政策的同时，推出了出口产品责任险，填补了市场空白。

图24 2012-2017H1 中国财险责任险保费收入及同比增速


资料来源：2012-2016 公司年报，2016-2017 公司中报，海通证券研究所

图25 2012-2016 行业责任险保费收入及同比增速


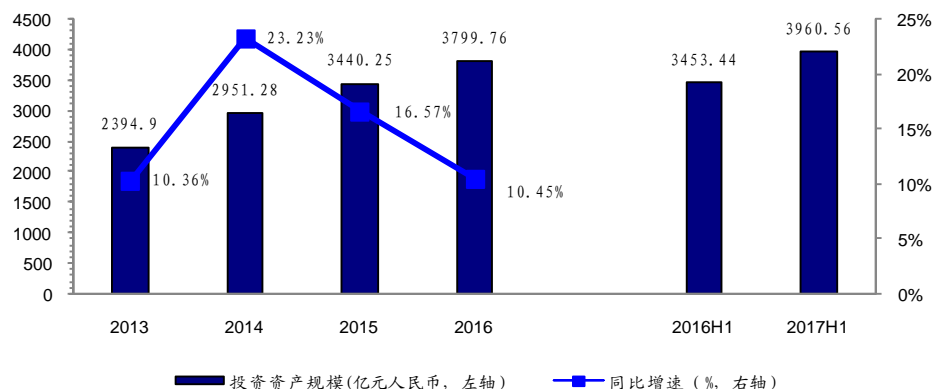
资料来源：中国保监会，海通证券研究所

此外，受益于城镇居民基本医疗保险业务的快速增长，公司意健险 2010-2016 六年复合保费增速达 33.22%，17 年上半年，公司意健险总保费收入 211.96 亿元，同比 +29.0%。

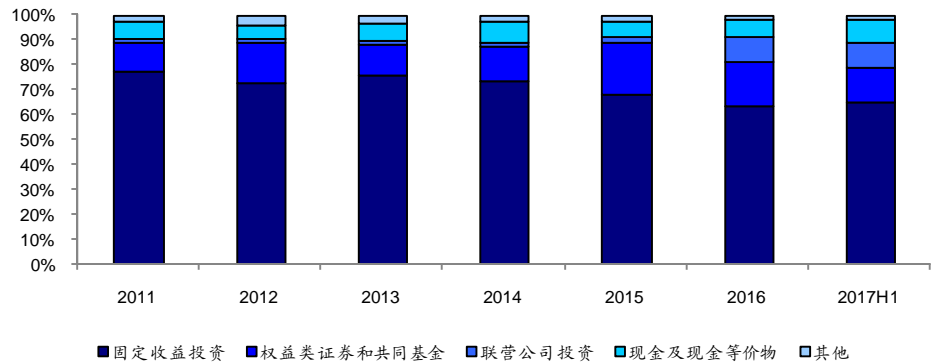
1.4 市场回暖+投资华夏银行，投资收益大幅提升

投资资产增速可观，投资风格稳健。2011 年至 2016 年，公司投资资产复合增长率达 14.86%，2017 年上半年投资总额达到 3961 亿元，较上年末增长 4%。17 年上半年，固收/权益类证券/联营公司/现金及现金等价物/其他类投资占比分别为 65.0%/14.3%/9.8%/8.9%/2.0%。

公司重视风险和收益的平衡，适时调整资产配置结构，投资风格稳健保守。自 15 年开始，不断上调现金+固收类资产占比，两者之和由 2016 年的 70.5% 升至 2017H1 的 73.9%。17 年上半年公司明显加大对高质量债权类证券、基础设施债权投资计划和资产管理产品的配置力度；而权益类证券持仓占比则由 2015 年的 20.0% 的历史高位下降至 14.3%。2015 年至 2016 年因收购华夏银行 19.9% 的股权，公司的联营公司投资比例上升 7.3 个百分点达到 9.8%。

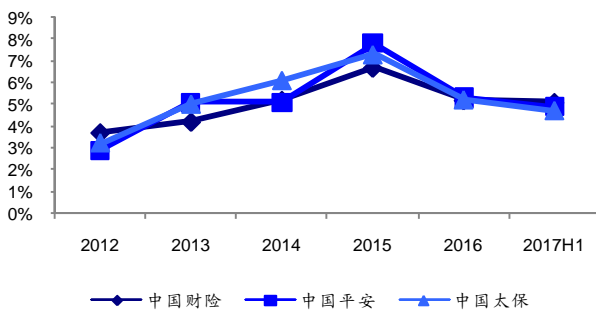
图26 2013-2017H1 公司投资资产规模及增速


资料来源：2013-2016 公司年报，2016-2017 公司中报，海通证券研究所

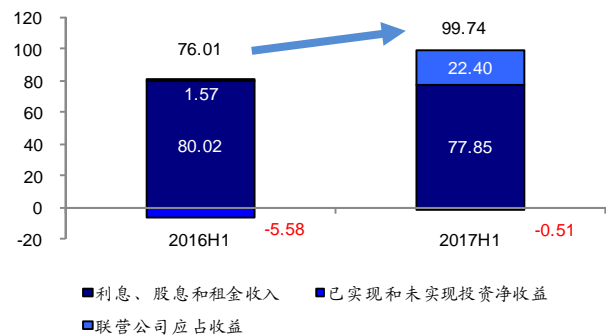
图27 2013-2017H1 公司投资结构及规模


资料来源: 2013-2016 公司年报, 2017 公司中报, 海通证券研究所

中国财险总投资收益率近三年一直维持在 5% 以上, 长期来看三家龙头产险公司总投资收益接近, 2017 年上半年中国财险投资收益率达到 5.1%, 位列三家公司最高。2015 年股市重挫期间, 公司在权益类资产占比近 20% 的历史高点下, 股息收入同比仍增长 47.5%, 总投资收益率达 6.7%, 为近六年来最高, 可见公司波段操作把握能力强。

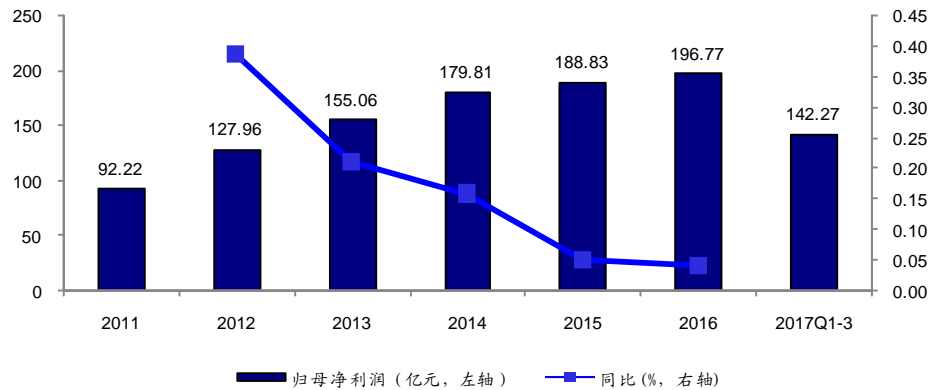
图28 2012-2017H1 财险公司投资总收益率


资料来源: 中国财险、中国平安、中国太保 2012-2016 公司年报、2017 公司中报, 海通证券研究所

图29 2016H1、2017H1 中国财险投资收益


资料来源: 2016 公司中报, 2017 公司中报, 海通证券研究所

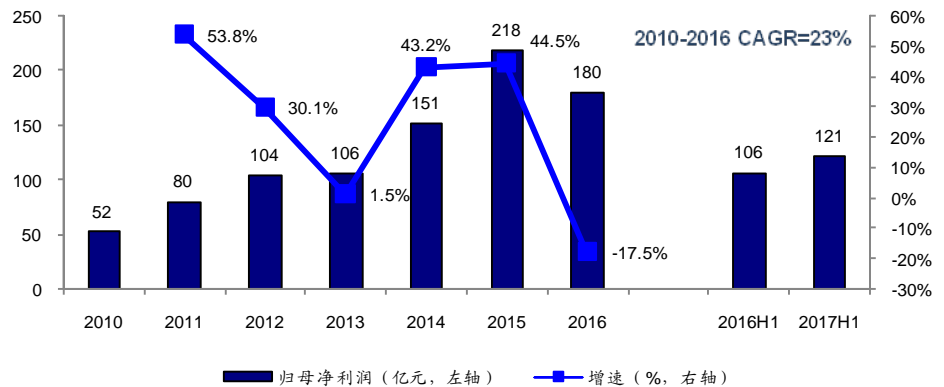
投资端回暖, 投资收益增速由负转正。公司投资收益以稳定的利息和股息类收益为主, 价差及公允价值变动损益为辅。17 年上半年, 公司实现投资收益 77.3 亿元, 同比 +4% (16 年全年投资收益同比 -23%), 增速由负转正。具体来看 1) 股息收入同比减少 2.05 亿元, 是公司基金投资规模压缩所致。2) 已实现及未实现的投资收益由 16 年上半年的亏损 5.58 亿元改善至亏损仅 0.51 亿元, 得益于公司在市场回暖的大背景下, 积极把握波段操作和市场反弹机会, 已实现投资收益 1.65 亿元, 较上年同期亏损 5.93 亿元有明显改善。3) 17 年上半年采用权益法确认华夏银行投资收益, 推动联营企业投资收益增长至 22.4 亿元, 同比 +1327%。2016 年 11 月, 公司投资华夏银行 19.99% 的股权, 交易价款为 224.44 亿元。2017 年上半年, 公司采用权益法按持股比例确认应享有的华夏银行的损益及权益。

图30 2011-2017Q1-3 华夏银行归母净利润及同比增速


资料来源：2011-2016 公司年报，2017 公司三季报，海通证券研究所

1.5 净利润复合增速和 ROE 远超同行

承保盈利能力强&投资收益稳健，净利润复合增速高于同行。2010-2016 年，公司净利润复合增长率高达 23%，明显高于平安产险和太保产险(平安 21.3%，太保 4.4%)。2016 年，公司净利润为 180.21 亿元，同比下降 17.5%，主要是由于商车险费改初期承保端盈利承压。2017 年上半年净利润同比增长 14.15%，商车费改长期利好龙头效应逐步体现。

图31 2010-2017H1 中国财险净利润及增速


资料来源：中国财险 2010-2016 年报，2016-2017 年中报，海通证券研究所

中国财险 2012-2016 年五年平均 ROE 高达 21.13%，超过平安产险 4.8 个百分点，更大幅优于太保产险以及外国专业财险公司。其中 16 年在商车险费改、自然灾害多发及资本市场波动的前提下，公司依然成功实现 15.8% 的 ROE，领先同业。承保盈利能力强，投资收益稳健是公司持续维持高 ROE 的主要原因。

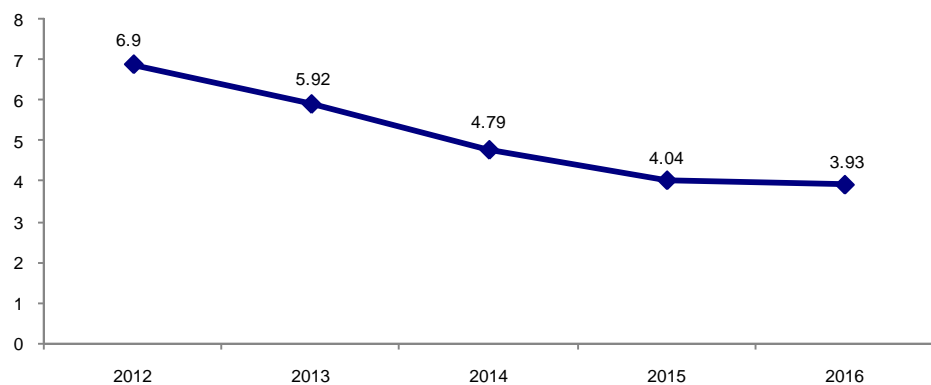
表 1 2012-2016 财险公司 ROE

	2012	2013	2014	2015	2016	五年平均ROE
中国财险	25.82%	20.51%	21.10%	22.44%	15.79%	21.13%
平安产险	13.80%	16.45%	16.63%	17.38%	17.39%	16.33%
太平洋产险	5.87%	9.49%	10.23%	14.16%	9.10%	9.77%
Progressive Corp	11.92%	15.76%	17.36%	16.81%	13.08%	14.99%
ALLSTATE Corp	10.55%	13.48%	11.17%	10.85%	9.93%	11.20%
TRAVELERS COS IN	9.71%	14.10%	14.56%	14.09%	12.58%	13.01%
MARKEL Corp	6.32%	5.51%	4.16%	6.90%	5.46%	5.67%
WR BERKLEY Corp	8.96%	9.80%	10.81%	9.66%	8.72%	9.59%

资料来源: 中国财险、中国平安、中国太保 2012-2016 年报, Bloomberg, 海通证券研究所

公司杠杆率近 5 年持续走低, 由 2012 年的 6.9 倍降至 2016 年的 3.9 倍, 存在较大的增长空间。目前公司杠杆率处于历史低位的主要原因是 1) 公司盈利能力强, 留存收益高, 净资产增速快, 故当前杠杆率偏低。2) 公司发行的次级债务陆续到期, 债务比例迅速下降。公司次级债由 2014 年的 224.49 亿元降至 2016 年的 81.33 亿元。

公司盈利增长可持续, 杠杆率有较大提升空间, ROE 长期稳定增长可期。

图32 2012-2016 中国财险杠杆率 (倍)


资料来源: 中国财险 2012-2016 年报, 海通证券研究所

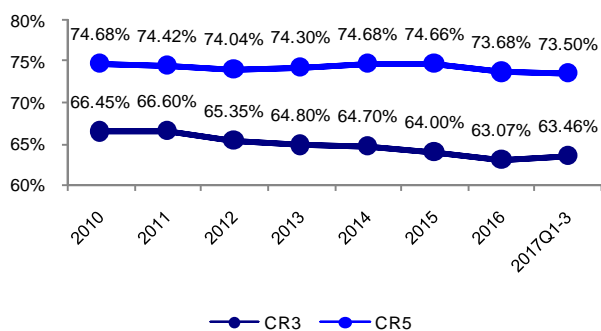
2. 规模优势+商车费改+偿二代体系, 龙头强者恒强

2.1 产险落地服务属性明显, 规模效应带来成本优势

国内财险行业市场集中度与寿险相比较为稳定。财险市占排名前三的公司为中国财险、平安产险、太保财险, 三家市占率总和持续在 60% 以上, 相比寿险行业, 产险行业集中度明显更加稳定。2017 年前三季度, 财险保费收入前三的公司市占率为 63.5%。

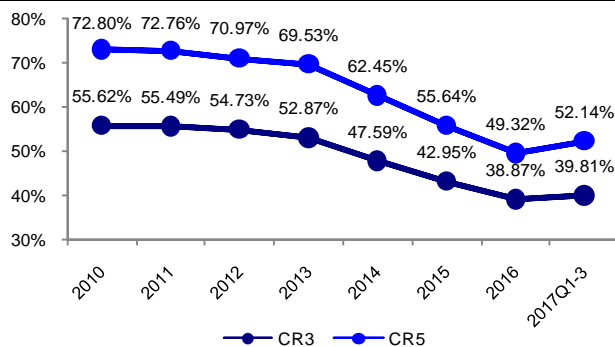
较2016年末上升0.4个百分点。

图33 2010-2017Q3 产险行业集中度变化 (%)



资料来源：中国保监会，海通证券研究所

图34 2010-2017Q3 寿险行业集中度变化 (%)



资料来源：中国保监会，海通证券研究所

产险强者恒强原因在于行业落地属性强，规模效应下龙头成本优势显著

行业的落地属性较强，而中小险企线下布局晚、资金投入有限；中国财险网点密集、成本优势显著。理赔场景如车辆定损、核保、核赔的发生需要险企及时反应，对线下渠道布局要求较高。近年城市机动车保有量增长趋缓，而县域与乡村机动车将迎来高速增长阶段，与城市相比，县、乡地区客源分布将更为分散，对线下渠道布局密度的要求更高。中国财险作为车险龙头，线下布局较早，拥有遍及全国城乡共1万多个机构网点，乡镇级网点覆盖率接近99%，规模效应使得公司单个网点覆盖人数更多，有利于降低单客成本，进而降低公司综合费用率。未来公司产险保费增速有望继续略高于行业增速，公司市占率或持续提升。

龙头险企自有渠道完善，线上线下一体化服务，费用率低。龙头自有销售渠道建设更为完善，随着电网销售、APP移动端等快速发展，线上线下一体销售直接减少中间销售渠道费用。中国财险开通365天24小时全国服务专线、官网直销平台、电话销售专线、移动互联平台、柜面一体化和“中国人保”APP，打造了智慧理赔、拇指理赔和极速理赔等高品质保险服务，可以与任何客户实现“点对点”快速对接。线上线下强有力的网络布局凸显了公司的服务能力。

品牌效应赢得客户长期信任，获客相对容易。龙头险企理赔效率高、续保风险低、产品设计科学、服务完善，长期积累的品牌效应具有明显的排他性。

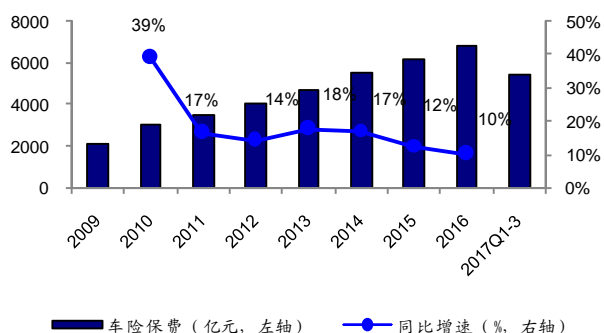
互联网模式对传统车险冲击有限，行业格局稳定。1) 车险购买和理赔属于低频行为，且重度依赖线下渠道和理赔，互联网模式无法取代传统车险龙头优势。2) 互联网保险公司目前多销售运费险等保费低但频率高的产品，此类型产品贡献的稳定可投资资金较少，互联网保险公司难以通过投资收益取得明显优势。且此类产品同质化程度更加严重，竞争激烈，渠道成本高。3) 拥有互联网保险牌照的公司可销售保险种类并不宽泛，且监管政策不明朗。因此互联网保险在无颠覆式创新出现的前提下不太可能过多抢占中国财险等传统产险龙头的市场份额。

2.2 商车费改短期加剧竞争，长期提升行业集中度

车险市场竞争激烈，费用率偏高，赔付率偏低。自改革开放以来，我国的财险市场开始复苏，并在2000年后快速增长，2016年财险行业保费收入已达8724亿元。财险产品以车险为主，自2003年以来一直占据保费总收入的60%以上。而车险期限多在一年以内，具有很强的“消费品”属性，盈利具有较强周期性，同时品种同质化严重，价格敏感度较高，市场竞争非常激烈，我国车险行业费用率相比美国明显偏高。美国车险龙头GEICO赔付率由2011年的78.2%上升至2016年的82.6%，同时费用率由18.1%下降至15.6%；而2016年中国车险行业平均费用率为41%，赔付率为58%，过多的

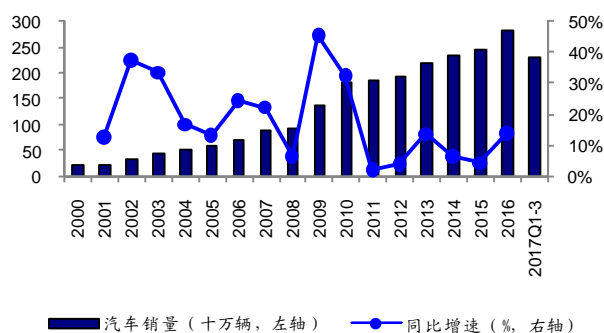
成本被投入到渠道竞争中，实际赔付水平受到挤压，投保人并未真正受益，车险费用率赔付率失衡现象明显。

图35 2009-2017Q3 车险保费及增速



资料来源：中国保监会，海通证券研究所

图36 2000-2017Q3 年汽车销量及增速



资料来源：wind，海通证券研究所

我国的车险费率市场化改革大致可分为三个阶段：第一次车险费率市场化改革阶段（2001-2006）、车险统颁条款时代与改革准备期（2006-2015）、深化商车费改阶段（2015年2月至今）。其中第三阶段又可细分为一次商车费改和二次商车费改。

表 2 我国车险费率市场化历程

发展阶段	发布时间	发布机构	文件名称	主要内容
第一阶段 (2001-2006): 第一次车险费率 市场化改革阶段	2001.9	保监会	《关于在广东省进行机动车辆保险费率改革试点的通知》	取消费率上下浮动比例的限制, 保险公司自主制定车险费率, 报监管部门备案后适用。
	2003.2; 2003.8	保监会	《改革机动车辆保险条款费率管理办法有关问题的通知》;《关于改革机动车辆保险条款费率管理制度的通知》	取消全国统一颁布的条款和费率, 车险条款费率管理制度改革在全国实行。
	2006.3	保监会	《关于进一步加强机动车辆保险监管有关问题的通知》	各公司通过无赔款优待、随人因素、随车因素等方式给予投保人的所有优惠总和不得超过车险产品基准费率的 30%。
第二阶段 (2006-2015): 车险统颁条款时代 与改革准备期	2006.7	保监会	《机动车商业保险行业基本条款 A 款、B 款和 C 款》	中国人保、平安产险、太保财险分别推出 A、B、C 三款产品, 各款产品实施统一条款和费率, 保险公司从中选择一款开展车险业务。
	2010.1	北京保协	《2011 年度北京地区机动车商业保险费率浮动档次升降方案》	将无赔款优待及上年理赔记录、多险种投保、行驶里程等几项因素纳入费率调整因子。
	2010.6	深圳保协	《深圳地区机动车商业保险费率浮动方案》	个人车辆费率系数包含赔款记录系数、险别系数、车型系数以及交通违法记录系数四项。
	2012.3	保监会	《关于加强机动车辆商业保险条款费率管理的通知》	符合条件的保险公司可自主拟定商业车险条款和费率, 需报保监会批准。
	2012.3	中保协	《机动车辆商业保险示范条款》	修订原有商业车险条款, 对机动车实行统一条款。
第三阶段 (2015 年至今): 深化商 车费改阶段	2015.2	保监会	《关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见》	一次商车费改: 建立健全科学合理、符合我国国情的商业车险条款费率管理制度。
	2015.3	保监会	《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》	拟定商业车险行业示范条款, 建立商业车险创新型条款评估和保护机制, 拟定商业车险费率厘定标准公式为: 保费=基准保费×费率调整系数。其中, 基准保费=基准纯风险保费/(1-附加费用率)
	2017.6	保监会	《中国保监会关于商业车险费率调整及管理有关问题的通知》	二次商车费改: 提出商业车险改革的具体实施方案。

资料来源: 中国保监会, 海通证券研究所

一次商车费改 (2015 年 2 月 -2017 年 6 月) 内容:

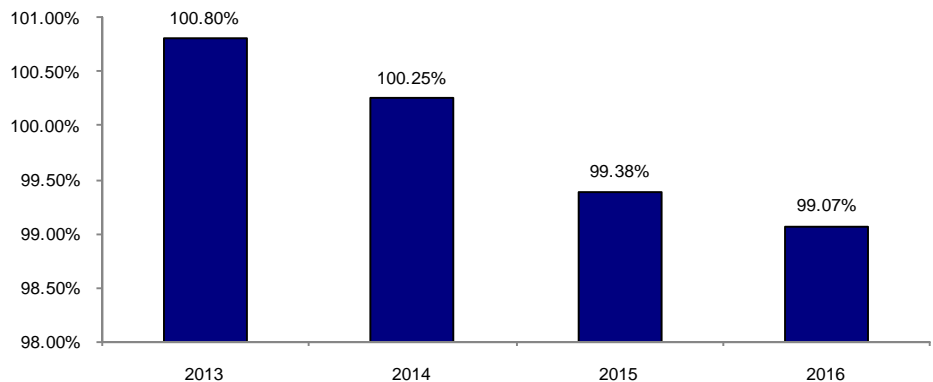
定价浮动区间扩大; 综合成本率上升幅度不得超过前三年平均变动。费改前, 影响车险费率的主要因素仅有车辆售价与出险次数。费改后, 影响保费的因素大量增加, 商业车险保费=基准纯风险保费/(1-附加费用率)*无赔款优待系数*交通违法系数*自主核保系数*自主渠道系数。其中, 基准纯风险保费和无赔款优待系数费率调整方案参照中国保险行业协会拟订的费率基准执行, 附加费用率预定为 35%, 保险公司可以自主定

价的系数为自主核保系数和自主渠道系数。两个系数在全国范围内(深圳除外)的执行区间均为[0.85-1.15],也即保险公司拥有[0.7225-1.3225]的定价浮动区间;两系数在深圳执行[0.75-1.25]的区间,保险公司定价浮动区间扩大为[0.5625-1.5625]。同时规定综合成本率上升幅度不得超过前三年综合成本率平均变动幅度。

一次商车费改影响:

1) 费改后综合成本率略得到控制, 2016 年车险行业综合成本率为 99.07%, 较 15 年下降 0.31 个百分点。2) 费用率、赔付率失衡现象更为严重。费改只对综合成本率整体进行限制, 并未出台针对费用率和赔付率的各自条款。险企定价空间变大后, 均倾向于按最低取值进行定价, 竞争更加激烈, 费用率抬升; 且费改条款规定对未出险客户进行更大幅度的价格优惠, 车险客户对小额赔付的需求下降, 行业赔付率下降。整体来看, 一次商车费改的结果与费改初衷“让利于投保人, 费用率下降、赔付率提升, 实现车险定价的市场化”相背离。

图37 全国车险综合成本率 (%)



资料来源: 中国保监会, 海通证券研究所

二次费改 (2017 年 6 月-今) 内容:

各地区按照不同标准下调商业车险费率浮动系数下限。具体方案: 1) 北京等 26 个地区, 自主渠道系数浮动下限从 0.85 下调到 0.75, 自主核保系数浮动下限仍为 0.85。2) 天津等 8 个地区, 自主渠道系数和自主核保系数浮动下限均从 0.85 下调到 0.75。3) 河南保监局辖区, 自主渠道系数浮动下限从 0.85 下调到 0.75, 自主核保系数浮动下限从 0.85 下调到 0.80。4) 深圳保监局辖区, 自主渠道系数和自主核保系数浮动下限均从 0.75 下调到 0.70。

表 3 二次商车费改对于自主核保系数和自主渠道系数的下调情况

二次商车费改前	最低折扣	系数	
		自主核保	自主渠道
全国 (除深圳)	双 0.85	0.85-1.15	0.85-1.15
深圳	双 0.75	0.75-1.25	0.75-1.25
二次商车费改后			
二次商车费改后	最低折扣	系数	
		自主核保	自主渠道
深圳	双 0.70	0.70-1.25	0.70-1.25
河南	单 0.75	0.80-1.15	0.75-1.15
天津、河北、福建、广西、四川、青海、青岛、厦门	双 0.75	0.75-1.15	0.75-1.15
其他地区 (如北京、广东等)	单 0.75	0.85-1.15	0.75-1.15

资料来源: 中国保监会, 海通证券研究所

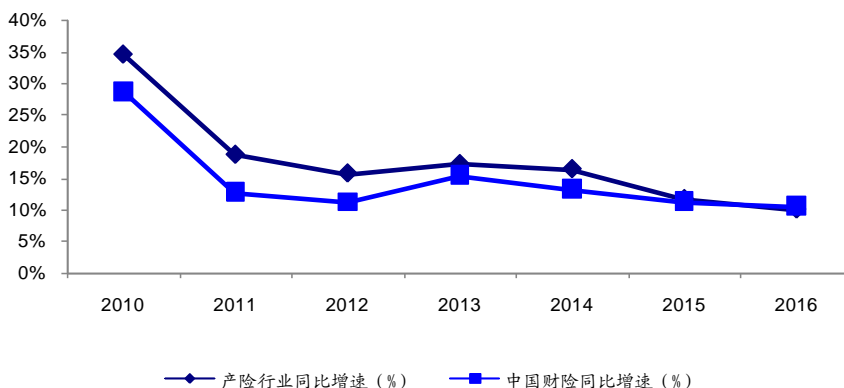
加强对费用率和未决赔款准备金提转差率的监管。前者的目的在于改变一次费改存在的问题, 同时监管结果性指标综合成本率与功能性指标综合费用率, 限制险企在渠道端的过度投入, 避免费用率的进一步提升, 遏制赔付率费用率失衡现象持续恶化。后者的目的在于限制保险公司调整会计科目的可能。

二次费改预计影响:

1) 车险费率下降, 短期将加剧行业竞争。自主渠道系数和自主核保系数浮动下限的下调会在激烈的竞争环境中导致折扣率进一步下降, 从而减少费率, 车险行业短期将面临激烈竞争。**2) 预计赔付率提升, 短期承保盈利面临压力。**保监会表示, 经过本轮改革, 保险行业商业车险赔付率可能提高 3.6 个百分点。加上综合费用率在价格调低的竞争环境下短期难以下降, 因此未来车险行业承保盈利或将短期面临压力。**3) 长期利好龙头, 行业集中度进一步提升。**二次费改对保险公司服务能力提出更高要求, 大型产险公司凭借对车险销售端和服务链条的控制力和数据优势可扩大市场份额, 而中小型公司则面临销售费用和赔付率同时攀升的困境, 只能靠创新和差异化来谋求发展。预计行业集中度将进一步提升, 有利于大型产险公司提升长期的盈利水平。

费改大趋势下, 差异化、规模化为承保盈利关键要素, 中国财险稳坐龙头交椅。1) 中国财险客户积累较多, 历史数据带来对优质保户更合理更精确的筛选与预测, 理赔支出控制能力强。2) 公司对车险服务链条较强的控制力, 可将零配件价格控制在合理范围内, 降低运营成本。3) 网点布局范围广, 深入乡村, 有利于在销售端带给客户良好体验, 充分发挥品牌优势。**中国财险综合成本率优势非常明显, 费改利好逐步实现。2016 年中国财险保费增速首次跑赢行业保费增速, 我们预计公司未来随着市场集中度进一步提高, 公司保费仍将保持增速, 投资端亦同步受益。**

图38 财险行业和中国财险保费增速



资料来源：中国保监会，2010-2016 中国财险公司年报，海通证券研究所

2.3 偿二代体系下，龙头巩固市场份额

2016 年偿二代正式实施，稳健的大型保险公司偿付能力上升，激进型中小险企偿付能力下降。偿二代考核体系下，核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率分别要求保持在 50% 和 100% 以上。偿二代有利于保险行业投资和承保的风险导向和价值转型，大型险企偿付能力上升，竞争优势加强，而承保和投资激进的中小保险公司偿付能力下滑明显，部分中小险企偿付能力正逼近监管红线。

2016 年，2017 年三季度均披露财险偿付能力报告的产险公司共 80 家，其中 55 家财险公司三季度末的综合偿付能力充足率都出现了不同程度的下滑，仅 23 家实现上升。下滑最快的，多是一些中小新险企，例如新疆前海联合财险、合众财险、安心财险和减泰财险等，相较于上年末综合偿付能力充足率下滑都在 700 个百分点以上，主要由于这些公司尚处于创业发展期，业务增速普遍迅猛，最低资本要求不断抬升，而公司实际资本却不断消耗，两者综合作用下，偿付能力充足率快速下降。

表 4 产险公司偿付能力变动

综合偿付能力充足率范围	财险公司家数	
	2016 年度末	2017 三季度末
300% 以上	43	36
200%-300%	25	30
150%-200%	8	9
100%-150%	4	5
100% 以下	0	0

资料来源：中国保险业协会，海通证券研究所

偿二代体系将进一步加强产业集中度。对资本准备金要求的提升将导致中小新险企业逼近监管红线，业务发展速度受到抑制。龙头险企利用庞大的资本优势，进一步巩固市场份额。

大产险公司规模效应下成本优势明显，商车费改+偿二代监管均利好龙头险企。中国财险依托稳固的规模和成本优势、深厚的资源与客户积累、精准的定价和服务能力以及稳健的投资风格，将在市场集中度提升的过程中显著受益。

3. 盈利预测与估值：盈利增长可持续，估值触底，“买入”评级

3.1 关键假设：17 年总保费增速 15%，费用率下行推动综合成本率降低

根据公司 2016 年年报、2017 年半年报以及公司公告中 2017 年前三季度保费情况，我们计算出保险业务的历史关键比值，并对 2017 年、2018 年及 2019 年全年相应关键比值做出合理假设。

表 5 2016 年保险业务关键比值

	2016	2017E	2018E	2019E
净保费收入/总保费	90.2%	90.2%	90.2%	90.2%
已赚净保费/总保费	86.9%	86.9%	86.9%	86.9%
已发生净赔款/已赚保费	-63.6%	-63.0%	-63.0%	-63.0%
保单获取成本净额/已赚保费	-23.3%	-22.0%	-21.3%	-21.3%
其他承保费用/已赚保费	-8.6%	-9.3%	-9.3%	-9.3%
行政及管理费用/已赚保费	-2.7%	-2.3%	-2.2%	-1.9%
投资费用/已赚保费	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
所得税/税前利润	-19.7%	-20.70%	-20.70%	-20.70%

资料来源：2016 年公司年报，海通证券研究所

我们预计公司 2017 年总保费增速受二次商车费改影响将继续承压，但由于商车费改将利好龙头险企，我们认为 2017-2019 年公司总保费增速将维持在 15%-17% 区间内，并逐年有少许改善。保守估计，我们认为公司 2017 年全年保费增速为 15%。

二次商车费改的针对性措施限制了费用率的持续提升，自开始实施后，财险公司费用率明显改善，我们预计公司费用率在 17 年将回落至 33.6%，并于 18、19 年持续下降，带动公司 17/18/19 综合成本率分别降至 96.6%/95.8%/95.5%。

金融去杠杆、防风险等监管政策利好保险公司投资端。去杠杆支撑高利率，有利于资产端收益率长期提升。目前十年期国债收益率维持在 3.8%-4.0% 的高位，我们认为利率短期难下，将维持高位震荡。随着公司保费稳定增长，投资资产规模扩大，投资收益率受益于高利率环境，我们预计公司 17/18/19 利息、股息和租金收入分别为 164/194/234 亿元。

表 6 2017-2019 总保费增速、费用率、赔付率、综合成本率、承保利润率假设

	2016	2017E	2018E	2019E
总保费增速	10.46%	15.00%	16.00%	16.00%
赔付率	63.55%	63.00%	63.00%	63.00%
费用率	34.59%	33.62%	32.76%	32.47%
综合成本率	98.14%	96.62%	95.76%	95.47%
承保利润率	1.86%	3.38%	4.24%	4.53%

资料来源：公司 2016 年年报，海通证券研究所

3.2 盈利预测：承保端+投资端全面改善，业绩稳步增长

基于以上假设，我们认为 17 年公司承保端和投资端均较 16 年有明显改善，并得出如下盈利预测：公司 17/18/19 年总保费收入分别为 3578/4151/4815 亿元，承保利润分别为 50/105/153 亿元，净利润分别为 216/285/339 亿元，对应 EPS 分别为 1.45/1.92/2.29 元，BVPS 分别为 9.21/10.72/12.52 元。

表 7 中国财险盈利预测表

(百万元人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总保费	281,698	311,160	357,834	415,087	481,501
减: 分出保费	-29,569	-30,386	-34,944	-40,535	-47,021
净保费收入	252,129	280,774	322,890	374,553	434,481
减: 准备金	-7,562	-10,513	-11,932	-13,842	-16,056
已赚净保费	244,567	270,261	310,958	360,711	418,425
利息、股息和租金收入	14,268	15,073	16,439	19,356	23,357
已实现及未实现的投资净收益	6,562	922	203	834	-
汇兑收益净额	351	422	-400		
应占联营公司收益	473	2,945	2,400	2,400	2,400
其他收入	404	369	362	380	399
收入合计	266,625	289,992	329,961	383,680	444,580
已发生净赔款	-153,419	-171,759	-195,903	-227,248	-263,608
保单获取成本净额	-54,255	-62,954	-68,411	-76,831	-89,124
其他承保费用	-20,775	-23,147	-28,919	-33,546	-38,914
行政及管理费用	-7,514	-7,377	-7,214	-7,783	-7,808
投资费用	-645	-637	-466	-541	-628
受保人储金型存款利息	-3	-2	-2	-1	-1
财务费用	-1,638	-1,208	-1,612	-1,520	-1,476
其他支出	-173	-457	-250	-250	-250
支出合计	-238,422	-267,541	-302,778	-347,720	-401,808
除税前利润	28,203	22,451	27,184	35,960	42,772
所得税	-6,356	-4,430	-5,628	-7,445	-8,856
净利润	21,847	18,021	21,555	28,515	33,916
其中: 归属于母公司股东的净利润	1,847	18,020	21,555	28,515	33,916
少数股东损益	-	1	0	0	0
归属于母公司股东的基本每股收益(人民币元)	1.47	1.22	1.45	1.92	2.29

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

3.3 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 19.70 港元/股

分析公司五年以来的 PB 走势我们可以看到, 2012-2015 年期间, 公司 PB 多数时间在 1.5x 以上, 五年平均 PB 达 2.0x。然而, 自 2016 年初股价大幅下跌, PB 降至 1.5x 以下, 并持续维持低位。公司股价低迷主要是受商车费改政策影响, 16 年公司承保利润同比-47%, 投资受益在低利率环境下同比增速亦明显放缓。我们认为随着二次商车费改继续实施, 行业集中度提升, 龙头企业盈利状况将持续改善, 监管对股价的抑制作用不再显著。预计公司 18 年 BVPS 为 10.72 元, 在当前股价下对应 18 年 PB 1.23x, 估值触底, 投资价值明显。参考国际大型财险公司估值水平, 我们认为公司 18 年合理估值水平应为 1.54x PB, 目标价 16.51 元人民币/股, 折合港币为 19.70 港元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

图39 中国财险历史 PB


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

表 8 可比财险公司估值表 (对应 2018 年 1 月 12 日收盘价)

股票代码	公司	股价/USD	市值/USD(m)	2017 PB	2018 PB	2019 PB
ALL US Equity	ALLSTATE Corp	101.98	36712.8	1.79	1.66	1.56
TRV US Equity	TRAVELERS COS IN	132.40	36237.3	1.52	1.45	1.39
MKL US Equity	MARKEL Corp	1119.72	15555.0	1.73	1.61	1.48
WRB US Equity	WR BERKLEY Corp	69.46	8459.9	1.55	1.45	1.38
平均				1.65	1.54	1.45

资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

风险提示: 1) 行业保费增速低于预期。2) 商车费改使行业承保利润持续承压。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (元)					寿险保费				
每股收益	1.22	1.45	1.92	2.29	非寿险保费	311160	357834	415087	481501
每股净资产	8.05	9.21	10.72	12.52	总保费及管理费收入	311160	357834	415087	481501
每股内含价值					减: 分出保费	-30386	-34944	-40535	-47021
每股新业务价值					净保费收入	280774	322890	374553	434481
价值评估 (倍)					减: 净提取未到期责任准备金	-10513	-11932	-13842	-16056
P/E	10.9	9.1	6.9	5.8	已赚净保费	270261	310958	360711	418425
P/B	1.6	1.4	1.23	1.1	投资收益	15073	16439	19356	23357
P/EV					营业收入	289992	329961	383680	444580
VNBX					赔付及保户利益	-171759	-195903	-227248	-263608
盈利能力指标 (%)					保险业务综合费用	-95782	-106874	-120472	-138201
净投资收益率	4.20%	4.40%	4.40%	4.40%	营业费用	-267541	-302778	-347720	-401808
总投资收益率	5.20%	5.30%	5.20%	5.20%	营业利润	22451	27184	35960	42772
净资产收益率	15.79%	16.85%	19.30%	19.69%	税前利润	22451	27184	35960	42772
总资产收益率	4.02%	4.12%	4.67%	4.84%	所得税	-4430	-5628	-7445	-8856
财险综合成本率	98.14%	96.62%	95.76%	95.47%	归属于母公司股东的净利润	18020	21555	28515	33916
财险赔付率	63.55%	63.00%	63.00%	63.00%	少数股东损益	1	0	0	0
财险费用率	34.59%	33.62%	32.76%	32.47%					
盈利增长 (%)					资产负债表 (百万元)				
净利润增长率	-17.51%	19.61%	32.29%	18.94%	现金及存款投资	25144	38433	43992	50497
内含价值增长率					债权投资	110645	129981	148782	170782
新业务价值增长率					股权投资	67038	61752	70684	81136
偿付能力充足率 (%)					其他投资	177149	201665	230834	264968
偿付能力充足率 (集团)	287%	295%	288%	287%	总投资资产	379976	431832	494292	567383
偿付能力充足率 (寿险)					分保资产	30707	37890	41585	47998
偿付能力充足率 (产险)	287%	295%	288%	287%	其他资产	65266	100296	116588	133565
内含价值 (百万元)					资产总计	475949	570018	652465	748946
调整后净资产					保险合同负债	242093	301400	344553	388625
有效业务价值					投资合同负债	2330	2890	3355	3769
内含价值					次级债	81.33	125.23	140.58	150.55
一年新业务价值					其他负债	112214	129235	145633	170916
核心内含价值回报率 (%)					负债总计	356637	433525	493541	563310
寿险新业务保费 (百万元)					实收资本				
趸缴新单保费					归属于母公司股东权益	119312	136493	158925	185636
期缴新单保费					少数股东权益				
新业务合计					负债和所有者权益合计	475949	570018	652465	748946
新业务保费增长率 (%)									
标准保费									
标准保费增长率 (%)									

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 12 日
资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：五矿资本,第一创业,晨鸣纸业,越秀金控,中国太保,国金证券,光大证券,中国人寿,东吴证券,国泰君安,中国银河,兴业证券,招商证券,浙商证券,华安证券,中国平安,华泰证券,中原证券,安信信托,众安在线,宝硕股份,中国太平,东方证券,新华保险,国元证券,长江证券,同花顺,广发证券,财通证券

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kjiang@htsec.com

邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 lij11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛涵 xh11528@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
联系人
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com

汽车行业

谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154509 cjb11782@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
联系人
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
张天闻 ztw11086@htsec.com
尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com
石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠 zcc11726@htsec.com
联系人
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
联系人
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
联系人
庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
张峥青 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
马榕(021)23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
刘璇 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
联系人
关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

张恒晖 zhx10170@htsec.com
徐志国(010)50949921 xzgj608@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
联系人
张宇轩 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
联系人
谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
联系人
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
顾熹阁(021)23154388 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
联系人
李阳 ly11194@htsec.com
朱默辰 zmc11316@htsec.com
刘璐 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楨永 yzy12003@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
宗亮 zl11886@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
方焯晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com