

**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

 12月15日收盘价(港元) 8.87  
 52周股价波动(元) 6.50-10.26

**股本结构**

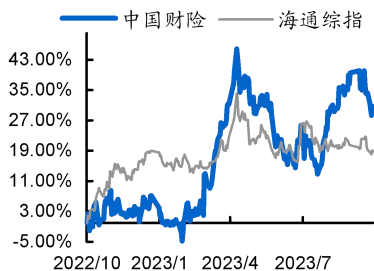
 总股本(百万股) 22243  
 流通A股(百万股) 0  
 B股/H股(百万股) 0/6899

**相关研究**

《综合成本率表现稳健,承保利润同比增长》2023.08.30

《综合成本率同比改善,新准则下归母净利润稳健增长》2023.04.30

《业务结构持续优化,承保利润大幅增长,首次突破百亿元》2023.03.26

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.3	-1.0	8.6
相对涨幅(%)	-6.4	3.9	19.4

资料来源:海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师:曹锟

Tel:010-56760090

Email:ck14023@haitong.com

证书:S0850523070002

# 大灾等因素推高综合成本率,但仍优于同业

**投资要点:**

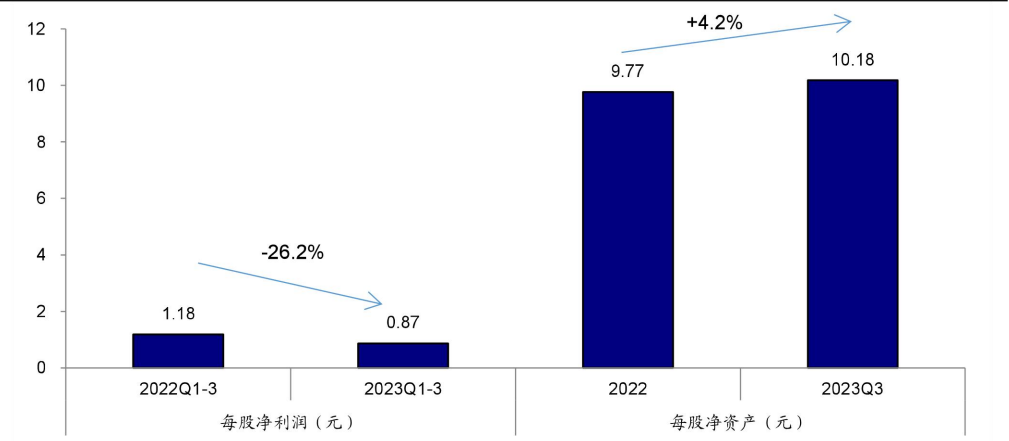
- 【事件】中国财险发布2023三季度业绩: 1)前三季度实现净利润194亿元,同比-26.2%; Q3单季净利润1.5亿元,同比-98.1%。2)Q3末净资产2265亿元,较年初+4.2%,较中期-0.5%。**
- 公司净利润下降主要受到承保端与投资端双重因素影响。**一方面,受车辆出行恢复影响;另一方面,受“杜苏芮”、“海葵”强台风等灾害事故影响;再一方面,受实施新金融工具会计准则叠加资本市场波动较大影响,使得部分金融资产价值波动于当期体现在本公司公允价值变动损益中。
- 保费:车险单季保费增速稳中有升,非车险有所放缓。**前三季度产险总保费收入同比+7.5%,其中车险、非车险分别同比+5.5%、+9.6%,Q3单季分别同比+5.4%、+1.8%。非车险中意健险、农险分别同比+5.0%、+16.1%,Q3单季分别同比+3.8%、+0.4%。
- 综合成本率:受车辆出行恢复和大灾等因素影响,综合成本率同比提升。**1)前三季度综合成本率为97.9%,同比+1.7pct,主要受车辆出行恢复及强台风灾害事故等因素影响。其中,车险综合成本率同比+2.3pct至97.4%,非车险同比+0.6pct至98.6%。2)前三季度承保利润为73.8亿元,同比-39%,Q3单季承保亏损7.3亿元。
- 投资:预计在新准则实施及资本市场波动影响下,公司投资收益短期承压。**前三季度公司总投资收益161亿元,未年化总投资收益率为2.7%(上年同期旧准则口径为3.5%)。投资收益结构中:①资本市场大幅波动导致FVTPL类资产公允价值变动损益大幅下降;②部分联营企业及合营企业(预计主要为人保健康)经营业绩提升以及实施会计准则切换,应占联营企业及合营企业损益同比增加。
- 产险市场优势龙头地位稳固+高股息率+低估值,“优于大市”评级。**人保财险车险业务质地较好,车险业务中低赔付率的家自车占比较高、渠道费率可控,因此我们认为公司盈利空间远超中小险企,其竞争优势在车险综改下半场将愈发凸显。2022年公司分红率保持稳定为40%,股息率7.1%。中国财险当前股价对应2023E PB仅0.81倍,估值处于低位。参考可比公司估值,我们给予0.95-1.0倍2023E PB,对应合理价值区间为人民币9.48-9.98元,基于人民币:港币=1:1.1001的汇率,折合合理价值区间为10.43-10.98港元,维持“优于大市”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**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	423493	447670	478853	529865	580006
(+/-)YoY(%)	1.90%	5.71%	6.97%	10.65%	9.46%
净利润(百万元)	22360	26708	20827	28733	34291
(+/-)YoY(%)	7.15%	19.45%	-22.02%	37.96%	19.35%
EPS(元)	1.01	1.20	0.94	1.29	1.54
BVPS(元)	9.12	9.43	9.98	10.70	11.67

资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所

备注:1)净利润为归属母公司所有者的净利润;2)盈利预测相关数据采用旧会计准则

**图 1 中国财险每股归母净利润及每股净资产情况 (元)**


资料来源：中国财险 2023 年三季报，海通证券研究所

**表 1 中国财险各险种保费增速、保费占比情况 (百万元)**

	保费			占比		
	2023Q1-3	2022Q1-3	同比增速	2023Q1-3	2022Q1-3	占比变动
机动车辆险	206722	196028	5.5%	50.5%	51.4%	-1.0 pct
意健险	84370	80369	5.0%	20.6%	21.1%	-0.5 pct
农险	53328	45924	16.1%	13.0%	12.1%	+1.0 pct
责任险	28018	27246	2.8%	6.8%	7.2%	-0.3 pct
企业财产险	13696	12922	6.0%	3.3%	3.4%	-
信用保证险	4489	4171	7.6%	1.1%	1.1%	-
货运险	4108	3713	10.6%	1.0%	1.0%	-
其他险种	14839	10651	39.3%	3.6%	2.8%	+0.8 pct
合计	409570	381024	7.5%	100.0%	100.0%	-

资料来源：中国财险 2022、2023 年月度保费收入公告，海通证券研究所

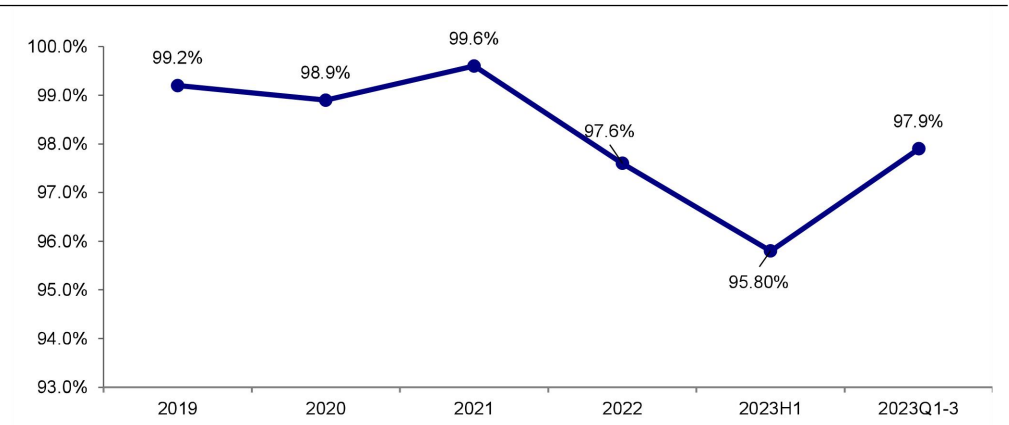
**图 2 中国财险 2023Q1-3 综合成本率同比提高 1.7pct**

 资料来源：中国财险 2019-2022 年年报，2023 年中报、三季报，海通证券研究所  
 注：2023H1、2023Q1-3 数据为新会计准则口径，其余年份为旧会计准则口径

表 2 可比财险公司估值表 (对应 2023 年 12 月 15 日收盘价)

股票代码	公司	2022 ROE	2022 PB (倍)	2023E PB (倍)
ALL US Equity	ALLSTATE Corp	-6.15%	2.29	2.69
TRV US Equity	TRAVELERS COS IN	11.27%	2.21	1.89
MKL US Equity	MARKEL Corp	-1.54%	1.51	1.28
WRB US Equity	WR BERKLEY Corp	20.61%	3.04	2.52
	平均	6.05%	2.26	2.10

备注: 2023E PB 来自 Bloomberg 一致预期。

资料来源: wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					寿险保费				
每股收益	1.20	0.94	1.29	1.54	非寿险保费	487533	526536	574450	623853
每股净资产	9.43	9.98	10.70	11.67	总保费及管理费收入	487533	526536	574450	623853
每股内含价值					减: 分出保费	-51536	-55659	-60724	-65946
每股新业务价值					净保费收入	435997	470877	513727	557907
<b>价值评估 (倍)</b>					减: 净提取未到期责任准备金	-10517	-11358	-12392	-13458
P/E	6.71	8.61	6.24	5.23	已赚净保费	425480	459518	501335	544449
P/B	0.85	0.81	0.75	0.69	投资收益	20180	20987	21197	25436
P/EV					<b>营业收入</b>	<b>447670</b>	<b>478853</b>	<b>529865</b>	<b>580006</b>
VNBX					赔付及保户利益	-305634	-332002	-362665	-394835
<b>盈利能力指标 (%)</b>					保险业务综合费用	-111022	-122688	-133865	-145387
净投资收益率	3.7%	3.6%	3.5%	3.4%	<b>营业费用</b>	<b>-416656</b>	<b>-454690</b>	<b>-496530</b>	<b>-540222</b>
总投资收益率	3.7%	3.8%	3.8%	3.9%	<b>营业利润</b>	<b>30919</b>	<b>24163</b>	<b>33335</b>	<b>39785</b>
净资产收益率	12.4%	9.5%	12.3%	13.6%	<b>税前利润</b>	<b>30919</b>	<b>24163</b>	<b>33335</b>	<b>39785</b>
总资产收益率	3.7%	2.7%	3.6%	4.1%	所得税	-4266	-3334	-4599	-5489
财险综合成本率	97.6%	97.9%	98.0%	98.3%	<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>26708</b>	<b>20827</b>	<b>28733</b>	<b>34291</b>
财险赔付率	71.8%	72.3%	72.3%	72.5%	少数股东损益	-55	2	3	4
财险费用率	25.7%	25.6%	25.7%	25.8%					
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
净利润增长率	19.4%	-22.0%	38.0%	19.3%	现金及存款投资	21250	21226	21788	22544
内含价值增长率					债权投资	192970	192749	197852	204718
新业务价值增长率					股权投资	140718	140557	144278	149285
<b>偿付能力充足率 (%)</b>					其他投资	215798	215550	221258	228935
偿付能力充足率 (集团)					<b>总投资资产</b>	<b>570736</b>	<b>570081</b>	<b>585177</b>	<b>605482</b>
偿付能力充足率 (寿险)					分保资产	44456	33151	34809	36549
偿付能力充足率 (产险)	229%	229%	229%	229%	其他资产	136695	171667	191914	208720
<b>内含价值 (百万元)</b>					<b>资产总计</b>	<b>751887</b>	<b>774899</b>	<b>811899</b>	<b>850751</b>
调整后净资产					保险合同负债	384879	396425	408318	420568
有效业务价值					投资合同负债	1741	1915	2107	2317
内含价值					次级债				
一年新业务价值					其他负债	152519	151326	159939	164401
核心内含价值回报率 (%)					<b>负债总计</b>	<b>539139</b>	<b>549666</b>	<b>570364</b>	<b>587286</b>
<b>寿险新业务保费 (百万元)</b>					实收资本	22243	22243	22243	22243
趸缴新单保费					<b>归属于母公司股东权益</b>	<b>209857</b>	<b>222052</b>	<b>238036</b>	<b>259616</b>
期缴新单保费					少数股东权益	2892	3181	3499	3849
新业务合计					<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>751887</b>	<b>774899</b>	<b>811899</b>	<b>850751</b>
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 12 月 15 日

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

注: 盈利预测相关财务数据采用旧会计准则进行计算

## 信息披露 分析师声明

孙婷 银行行业、非银行金融行业  
曹锟 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： 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 常熟银行, 浙商证券, 青岛银行, 中国银河

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 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。