

财险行业深度：
承保回暖&高股息，龙头配置价值显著

证券分析师：胡翔

执业证书编号：S0600516110001

联系邮箱：hux@dwzq.com.cn

二零二零年四月十九日

● 核心要点

- **疫情后保险需求反弹，中期承保预计回暖：**1) 保费角度，汽车消费刺激政策出台+低基数，车险保费增速有望回升，同时疫情后健康险需求或将爆发；2) 综合成本率角度，疫情期间车险出险率显著降低，赔付率降低将拉动综合成本率下行。
- **中国财险作为行业龙头，将长期受益竞争格局优化：**1) 综合成本率角度，费改长期将提高赔付率、降低费用率且深化供给侧改革，中小公司在激烈竞争中或将退出市场，中国财险作为行业龙头长期将受益竞争格局优化；2) 保费角度，2019年我国车险份额占比超过60%（美国车险占比仅42%），非车险仍有很大发展空间，有望成为财险保费增速回升的主要驱动力。
- **利率下行周期如何看待财险公司投资价值？**1) 与寿险相比，大型财险公司负债端成本为负，且久期更短，不存在时间刚性价值成本，在投资端运用“浮存金”赚取投资收益，受利率下行影响较小；2) 机构为对冲利率下行对投资收益的侵蚀，资金将更多偏向确定性高的高股息权益资产，中国财险作为唯一纯正的财产险标的，业绩可控度高，在分红率提升基础上将提供更高股东回报。
- **投资建议：**中短期来看，财险承保端预计回暖，看好承保盈利驱动业绩高增；长期，费改将提高赔付率、降低费用率且深化供给侧改革。中国财险作为行业龙头，一方面承保利润有望回暖，另一方面将持续受益竞争格局优化，同时在利率下行周期高股息资产的吸引力增强。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%，目前估值仅0.79倍2020PB，配置价值显著！
- **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；4) 信用保证险承保亏损；5) 权益市场波动。



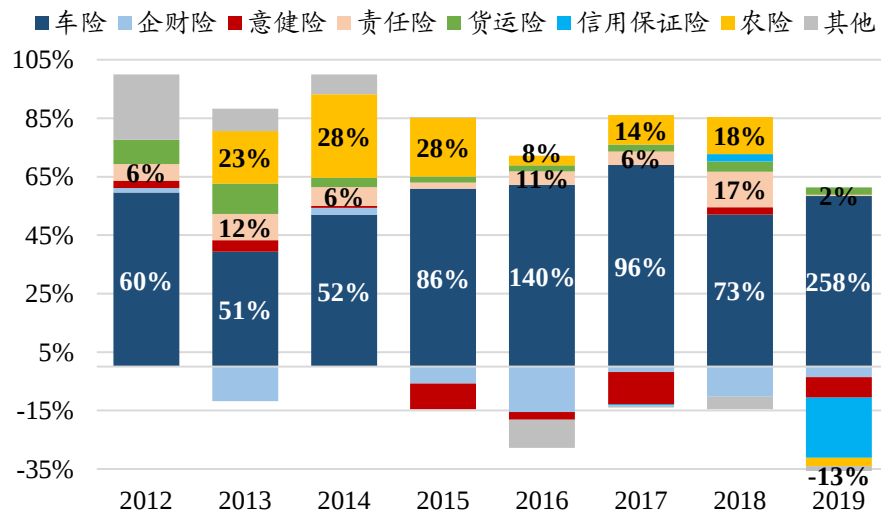
- 疫情后保险需求反弹，中期承保预计回暖
- 中国财险作为行业龙头，长期将受益竞争格局优化
- 利率下行周期如何看待财险公司投资价值？
- 投资建议
- 风险提示

一、疫情后保险需求反弹，中期承保预计回暖

1.1 车险贡献最大承保利润

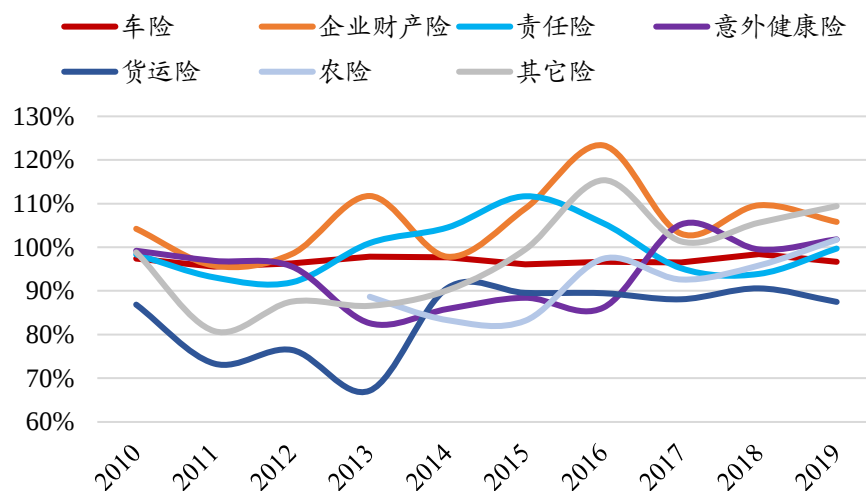
- **车险、农险盈利能力强：**车险、农险是承保盈利的优势品种。中国财险车险采用低费用率、高赔付率的结构，且费用率控制较好（2019年费用率大幅下行4.3pct.至36.9%）；非车险中，农险优势最为显著，2012~2019年公司农险平均综合成本率91.8%，承保利润率较高（其中2019年由于受到猪瘟疫情及自然灾害影响，农险总体损失同比增加，赔付率上升8.1pct.导致承保亏损）；货运险2019年综合承保率87.5%，仍然保持最优。

图：中国财险承保利润结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：中国财险分险种综合成本率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.2 车险保费增长有望回暖

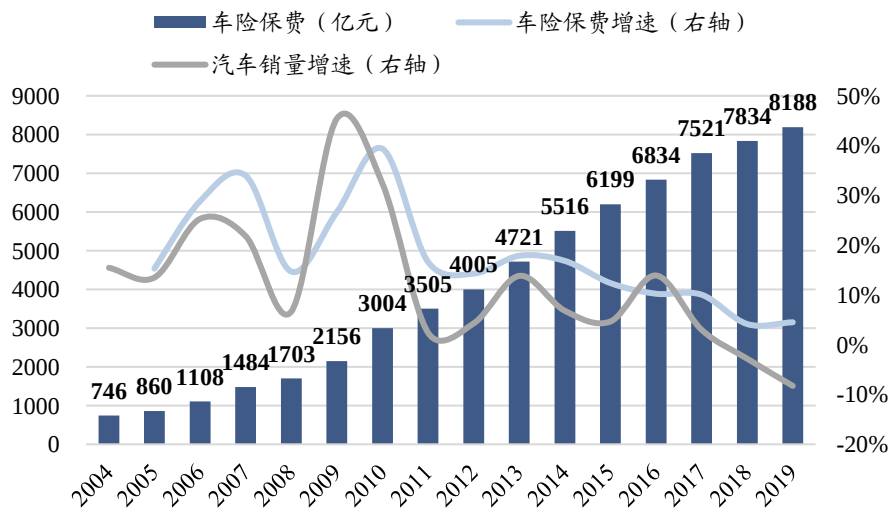
- 汽车消费刺激政策出台，车险增速有望同比回暖：车险保费增长与汽车销量联系密切，2019年汽车销量2577万辆，同比-8.2%，仍然低迷。2020年以来汽车消费刺激政策频频发布，预计政策刺激叠加低基数效应，2020年车险保费增速将回升。

表：2020年以来关于刺激汽车消费的政策

日期	发布主体	主要内容
2020.3.12	中汽协	建议推迟全国范围内推出国六排放标准、限购地区适当增加汽车号牌配额，解禁新能源汽车限购，调整小排量（1.6L及以下）乘用车购置税率，出台汽车下乡政策等。
2020.3.13	发改委、工信部等23个部门	发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出要促进机动车报废更新、促进汽车限购向引导使用政策转变，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌限额等鼓励举措；落实好现行中央财政新能源汽车推广应用补贴政策和基础设施建设奖补政策。
2020.3.23	商务部、发改委、卫健委	发布《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》，提出各地要积极推动出台新车购置补贴、汽车“以旧换新”补贴等措施，实施汽车限购的地区要积极推动优化汽车限购措施，稳定和扩大汽车消费。
2020.3.31	国务院	确定将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长2年；中央财政以奖代补支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；对二手车经销企业销售旧车，从5月1日至2023年底间按销售额0.5%征收增值税。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2004~2019全行业的汽车销量增速、车险保费及增速

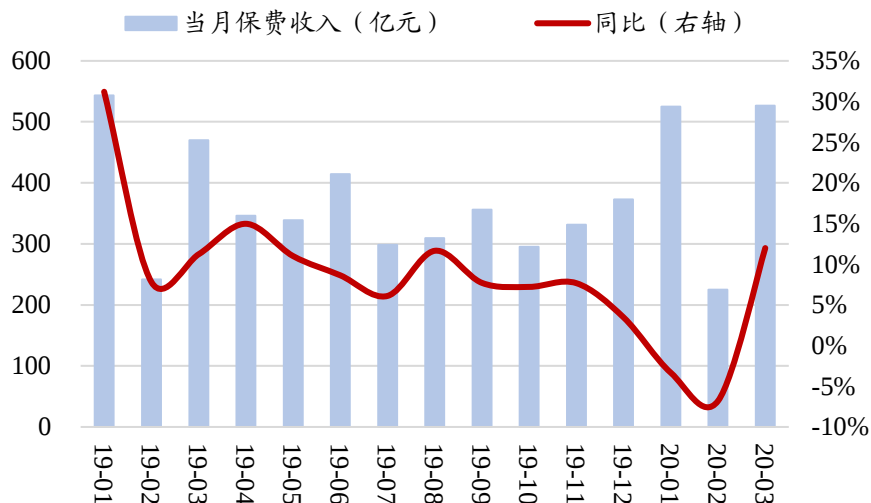


数据来源：银保监会，中汽协，东吴证券研究所

1.3 疫情：保费承压&赔付率有望下降，整体影响有限

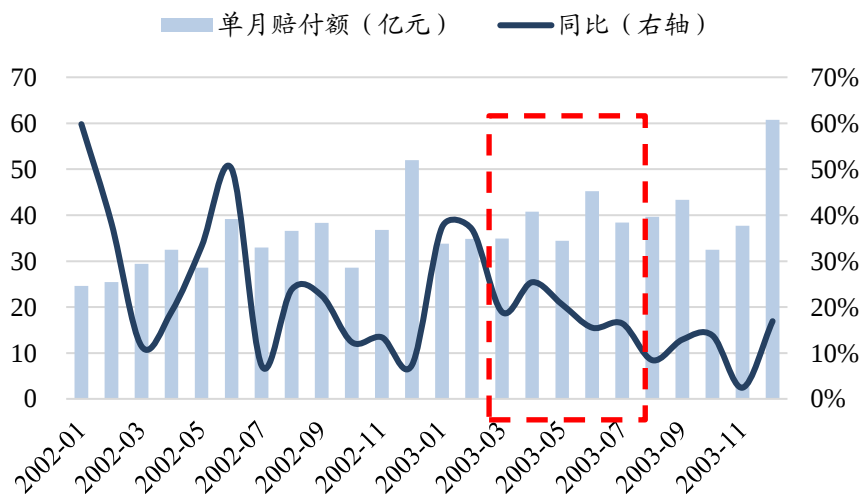
- **新车保费承压，存量业务影响有限：**疫情期间新车消费需求被压制，短期来看车险保费仍将承压，同时各保险公司均出台政策允许延期缴纳保费，进一步压制当期保费收入，但随着疫情缓和保费收入将回升；存量业务大多可通过线上渠道维护，受影响不大。整体而言，我们认为疫情对车险保费的冲击有限。
- **出险率大幅降低，赔付率有望下降：**疫情期间各地区均采取不同程度的限行措施，居民自我出行大幅减少，预计车险出险率同比将大幅降低，赔付率改善可期。

图：中国财险单月保费及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图：SARS期间产险赔付额增速逐月下降

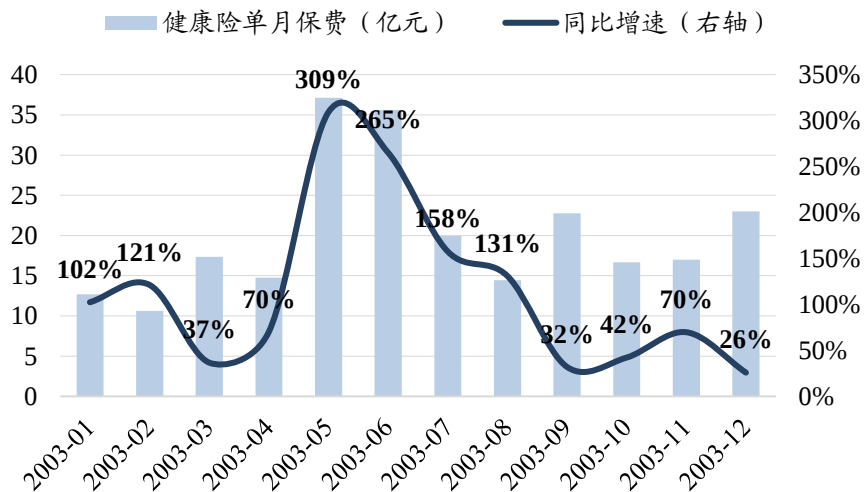


数据来源：银保监会，东吴证券研究所

1.3 疫情：健康险需求或将爆发

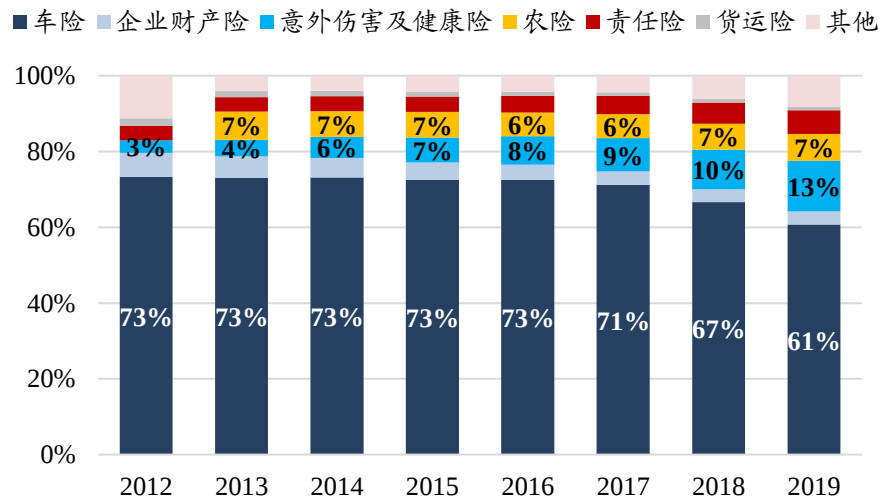
- 疫情促进居民保险意识提升，健康险需求或将爆发：突发疫情导致居民对风险有了进一步的认识，重新审视家庭抵抗风险的能力，进而加大对保险产品，尤其是健康险产品的需求。2003年非典后健康险保费增速突飞猛进，疫情稳定后单月保费翻倍增长。

图：SARS前后健康险保费规模及增速



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：中国财险意健险占比提升



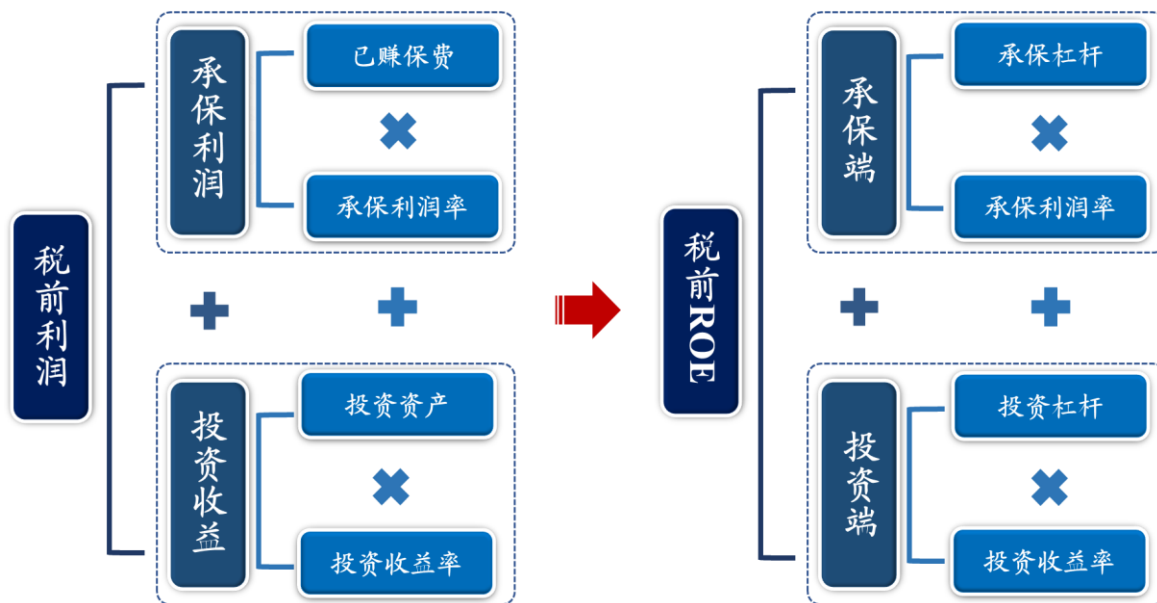
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

二、中国财险作为行业龙头， 长期将受益竞争格局优化

2.1 承保利润和投资收益驱动ROE提升

- 承保利润和投资收益是财险公司盈利的两大驱动力。从财险业务的利源拆分来看，财险公司的利润主要包括承保利润和投资收益两部分，其中：1）承保利润=已赚保费-赔付支出-费用支出，即已赚保费*（1-综合成本率）；2）投资收益=投资资产规模*投资资产收益率。因此，可基于此对财险公司的ROE进行拆解，得出：
- 财险税前ROE=承保利润率*（已赚保费/净资产）+投资收益率*（投资资产/净资产）
- 即：财险税前ROE=承保利润率*承保杠杆+投资资产收益率*投资杠杆。

图：财险公司盈利来源及ROE分拆



数据来源：东吴证券研究所整理

2.1 承保利润和投资收益驱动ROE提升

- 财险龙头比较：中国财险vs前进保险
- 财险税前ROE=承保利润率*承保杠杆+投资资产收益率*投资杠杆

图：中国财险ROE拆分

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
承保杠杆	4.95	3.79	3.42	3.17	2.46	2.24	2.27	2.32	2.43	2.24
承保利润率	2.3%	6.0%	4.9%	3.3%	3.5%	3.5%	1.9%	2.8%	1.5%	0.8%
投资杠杆	6.10	5.49	4.77	4.17	3.44	3.16	3.18	3.12	3.07	2.73
(总)投资收益率	3.38%	2.34%	3.68%	4.24%	5.15%	6.67%	5.23%	5.30%	4.51%	4.89%
税前ROE	32.04%	35.58%	34.31%	28.13%	26.34%	28.91%	20.97%	23.06%	17.48%	15.16%

图：前进保险ROE拆分

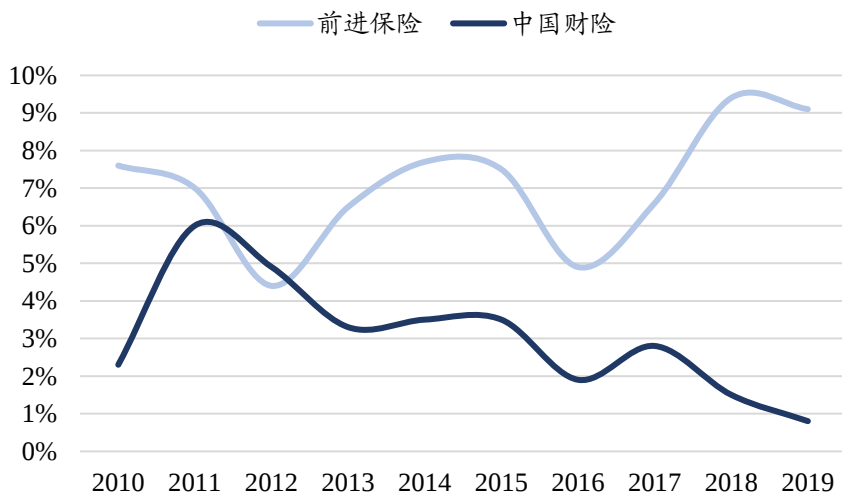
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
承保杠杆	2.37	2.57	2.67	2.76	2.66	2.73	2.82	2.77	2.86	2.65
承保利润率	7.60%	7.00%	4.40%	6.50%	7.70%	7.50%	4.90%	6.60%	9.40%	9.10%
投资杠杆	2.57	2.75	2.74	2.92	2.74	2.87	2.95	2.94	3.10	2.87
投资收益率	7.80%	3.20%	6.80%	5.40%	4.50%	1.60%	4.00%	5.20%	1.20%	7.9%
税前ROE	38.00%	26.76%	30.38%	33.71%	32.80%	25.07%	25.64%	33.57%	30.59%	46.77%

数据来源：中国财险年报、前进保险年报，东吴证券研究所

2.1 承保利润和投资收益驱动ROE提升

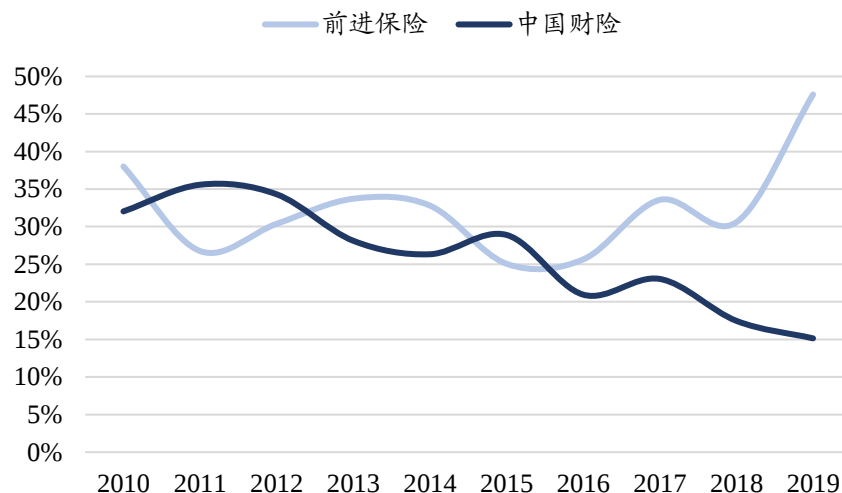
- 长期来看，承保利润率的变化与ROE中枢的联系更加紧密；中短期内，投资收益率一直处于波动状态。

图：中国财险、前进保险承保利润率比较

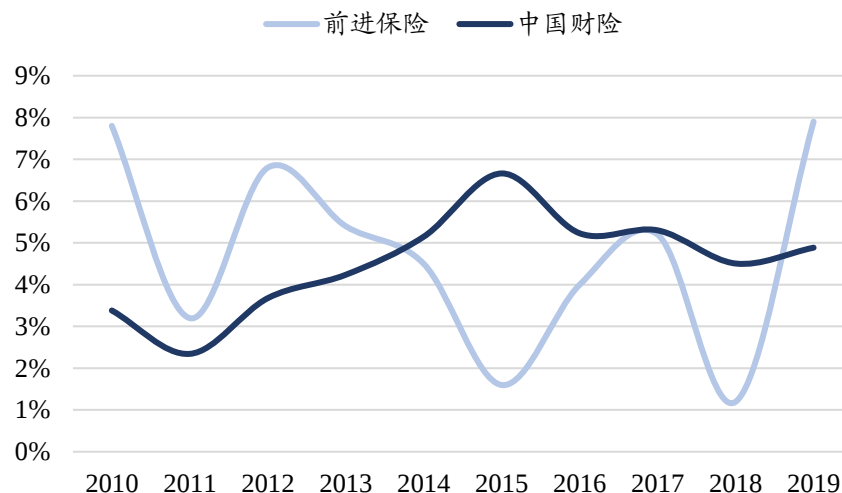


数据来源：中国财险年报、前进保险年报，东吴证券研究所

图：中国财险、前进保险税前ROE比较



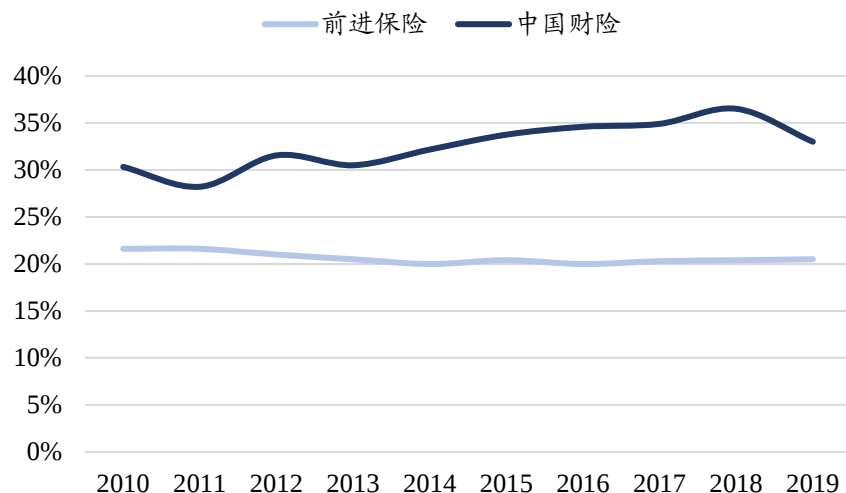
图：中国财险、前进保险投资收益率比较



2.1 承保利润和投资收益驱动ROE提升

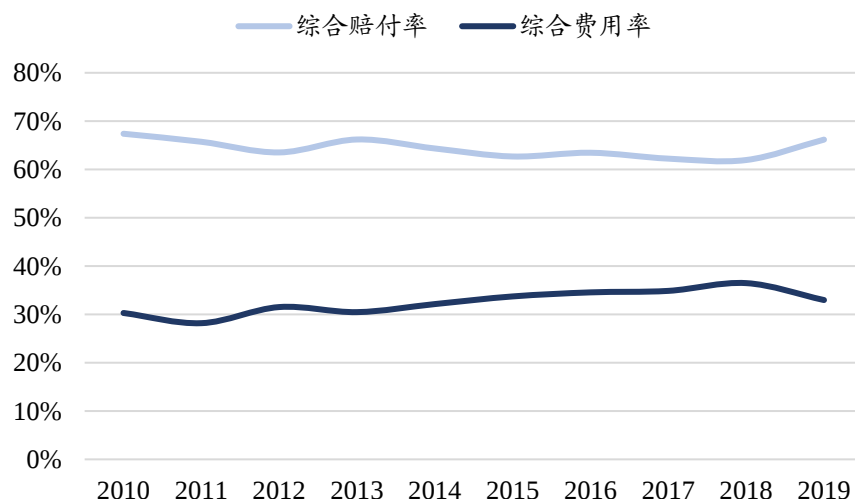
- 中国财险与前进保险ROE中枢的核心差异来源于费用率差异。
- 1) 中国财险与前进保险的ROE差异主要来自承保利润率，2010年至今前进保险平均承保利润率为7.1%，显著高于中国财险（3.1%）。
- 2) 承保利润率=1-综合成本率=1-综合赔付率- 综合费用率，2010年至今中国财险与前进保险的费用率差值基本在10bp以上，是承保利润率差异的核心原因。
- 3) 近年来中国财险承保利润率下滑主要系市场竞争加剧，费用率上行，2019年公司加大费用管控力度，费用率开始回落（2019年同比-4.3pct.），我们预计在精细化管控和去中介持续推进下公司费用率将进一步下降。

图：前进保险费用率显著优于中国财险



数据来源：中国财险年报、前进保险年报，东吴证券研究所

图：中国财险赔付率、费用率变化

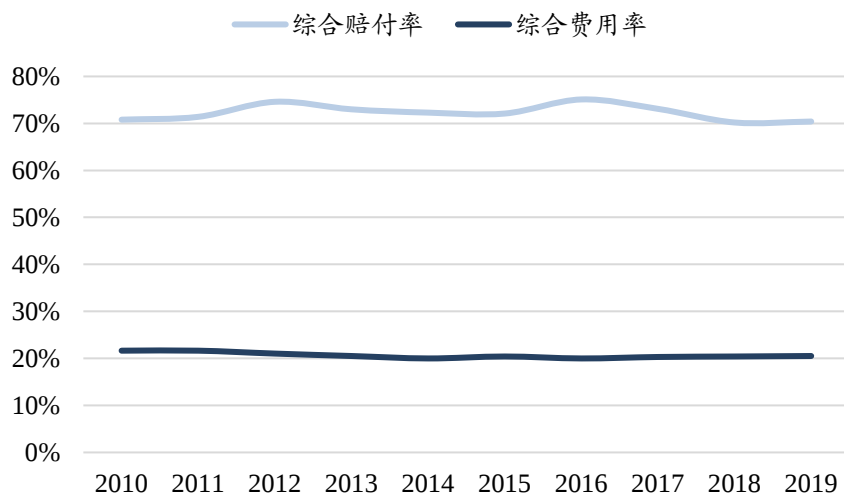


数据来源：中国财险年报，东吴证券研究所

2.1 承保利润和投资收益驱动ROE提升

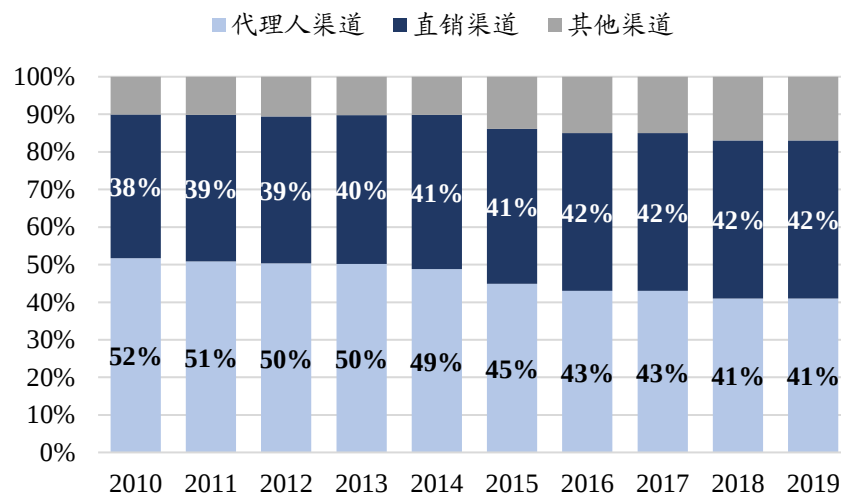
- 前进保险费用控制出色，费用率非常稳定。
- 1) 前进保险对所有分支机构设定了年度承保利润率不能低于4%的目标，保费收入增长必须以满足盈利目标为前提条件；2) 实行精细化的绩效核算，针对不同业务领域和渠道分别进行绩效核算，及时发现承保薄弱环节；3) 通过优化独立代理人渠道承保流程、大力发展直销渠道降低费用成本。通过以上措施，前进保险一方面有效降低费用率，能够保持较为稳定的承保利润率；另一方面费用率降低使公司在产品定价上有更多空间，产品竞争力增强。

图：前进保险费用率稳定



数据来源：前进保险年报，东吴证券研究所

图：2010~2019年前进保险分渠道保费占比



数据来源：前进保险年报，东吴证券研究所

● 2.2 费改长期将降低费用率，优化竞争格局

- 2015年至今，我国已推进了三次商车费改：1) 第一次费改于2015年4月开始，在全国范围内建立行业示范条款，扩大各公司费率厘定自主权；2) 第二次费改始于2017年6月，进一步扩大公司自主定价权，下调商业车险费率浮动系数下限至65%；3) 2018年9月第三次费改在陕西、广西、青海启动，试点完全自主定价。

表：商业车险费率改革进程

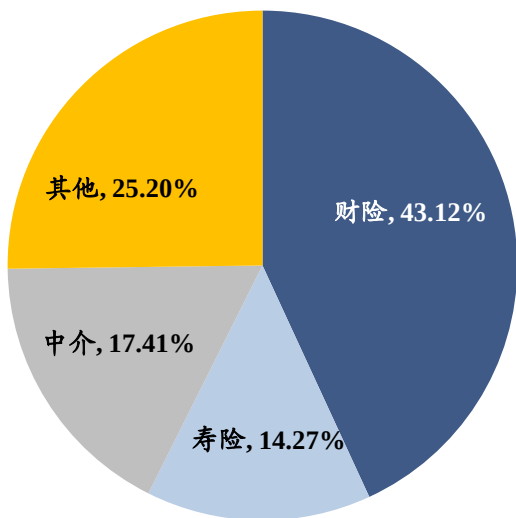
时间	政策	主要内容
2015/02	保监会关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见	建立标准化、个性化并存的商业车险条款体系，逐步扩大产险公司商业车险费率厘定自主权
2015/03	《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》	拟订商业车险保费行业基准， $\text{保费} = \text{基准纯风险保费} / (1 - \text{附加费用率}) * \text{费率调整系数}$ ，分别在【0.85, 1.15】的范围内自主制定“核保系数”和“渠道系数”费率调整方案
2015/05	保监会关于商业车险改革试点地区条款费率适用有关问题的通知	黑龙江、山东、广西、重庆、陕西、青岛等6个首批试点地区全面启用新版商业车险条款费率
2016/01	保监会启动第二批12省份费改试点	将天津、内蒙古、吉林、安徽、河南、湖北、湖南、广东、四川、青海、宁夏、新疆等12地区纳入商业车险改革试点范围
2016/07	保监会关于商业车险条款费率管理制度改革试点全国推广有关问题的通知	将商业车险改革试点推广到全国范围，2016年7月1日前各产险公司应停止使用原商业车险条款、费率，并及时启用新商业车险条款、费率
2017/06	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	二次费改进一步放宽自主核保系数、自主渠道系数费率调整方案，其中，深圳辖区放宽程度最高，自主核保系数和自主渠道系数均为【0.70, 1.25】
2018/03	中国保监会关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知	进一步放宽自主核保系数、自主渠道系数费率调整方案，其中，四川辖区放宽程度最高，自主核保系数和自主渠道系数均为【0.65, 1.15】
2018/09	-	银保监会决定在陕西、广西、青海开展商业车险自主定价改革试点。

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

● 2.2 费改长期将降低费用率，优化竞争格局

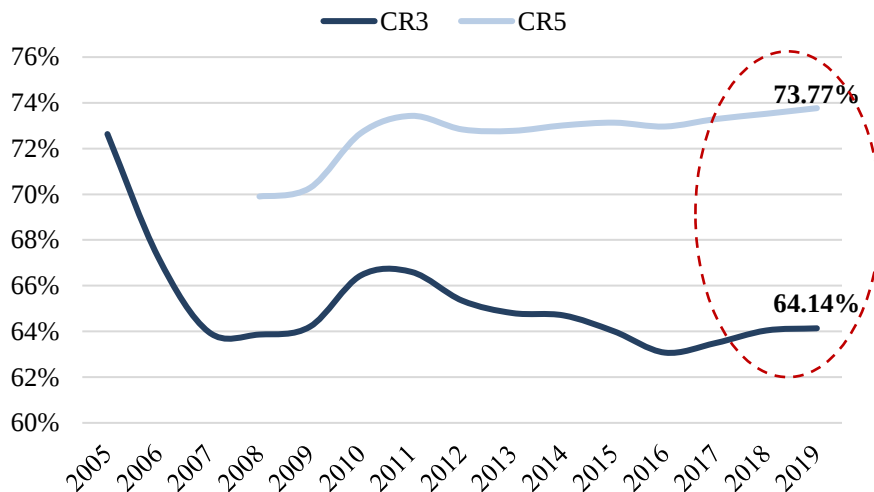
- 监管持续趋严，费改长期将提高赔付率、降低费用率且深化供给侧改革：车险费改逐渐深入，市场竞争更加激烈，2019年来针对车险的监管趋严，预计费用率有望企稳向下，但赔付率仍将高企（费改压低车均保费），龙头公司的综合成本率维持稳定。市场份额角度，中小公司在费改压力下或逐步退出车险市场，预计龙头公司市占率仍将提升，车险市场的寡头垄断将持续深化。（2004年以后“入世”过渡期结束，保险业进入半自由化阶段，实行了取消设立外资保险机构的地域限制、允许外资产险公司开放交强险业务等系列对外开放政策，产险行业CR3大幅下滑）

图：2019年监管罚单中财险依然是重灾区



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：财险行业集中度缓慢提升

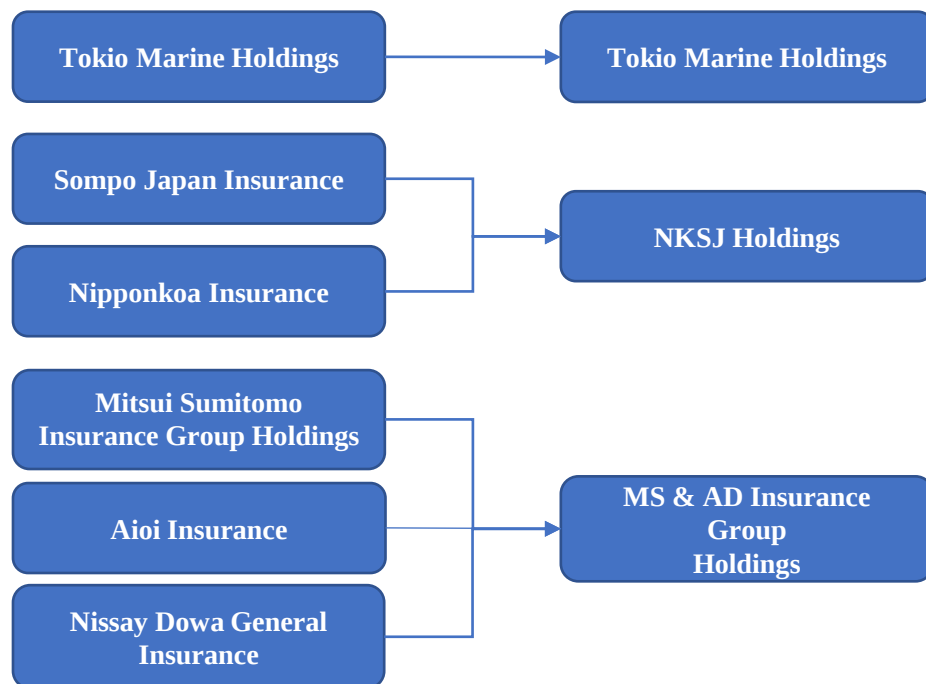


数据来源：银保监会，东吴证券研究所

● 2.2 费改长期将降低费用率，优化竞争格局

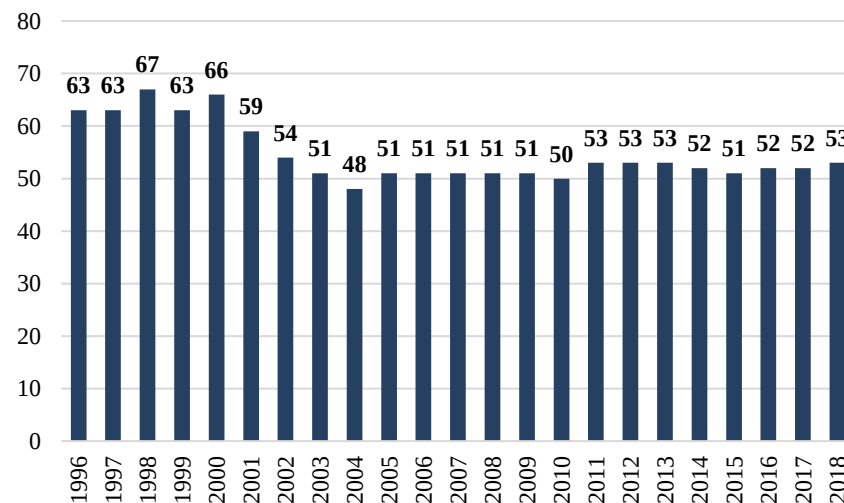
- **日本：产险费率市场化改革带来行业集中度提升。**日本自1996年开始推进产险费率市场化改革（包括商车费改），市场平均费率迅速下滑，叠加赔付支出不断上升，盈利恶化催化兼并重组浪潮，小公司在激烈的市场竞争下逐渐退出市场，产险市场经营主体数量逐渐稳定，寡头垄断严重，截至2015年前三大产险公司市场份额占比合计达78.7%。

图：2010年后日本财险行业形成三大集团



数据来源：Non-Life Insurance in Japan-CAS Annual Meeting，东吴证券研究所

图：日本产险公司数量

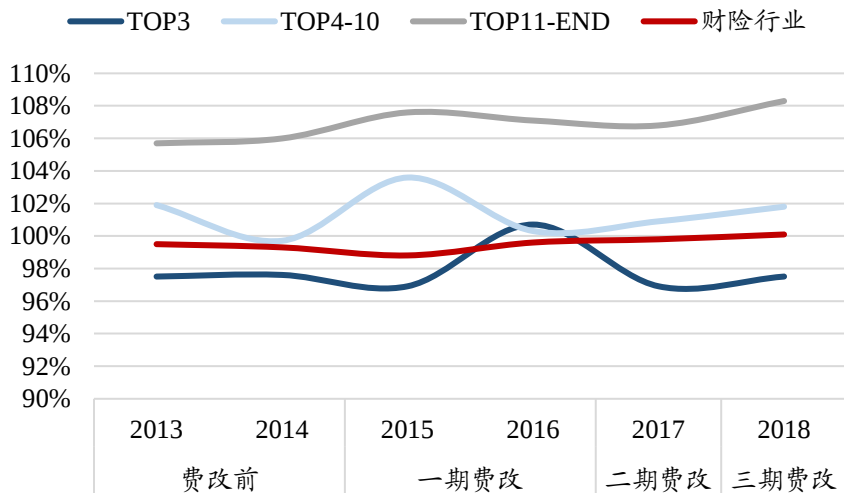


数据来源：GIAJ，东吴证券研究所

● 2.2 费改长期将降低费用率，优化竞争格局

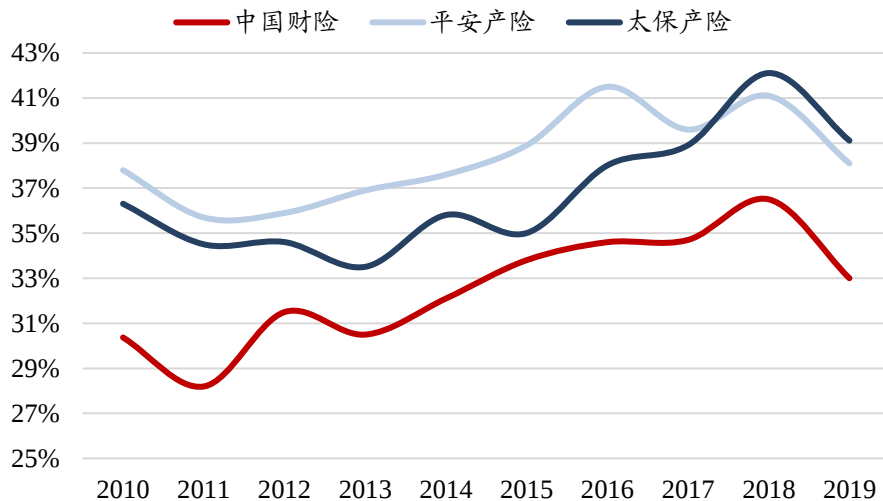
- 市场竞争更加激烈，中小公司承保亏损加剧：2018年，财险公司平均综合成本率为100.1%，TOP3公司以外的大部分财险公司均处于承保亏损状态，其中TOP10以外公司的平均综合成本率更是高达108.2%，中小公司承保端亏损严重。中国财险作为行业龙头在经营上具备历史积淀，在数据、定价、风控等方面享有优势，同时公司加大费用管控力度，2019年费用率大幅下行4.3pct.至36.9%，预计在精细化管控和去中介持续推进下费用率将进一步下降。

图：2013~2018年不同规模财险公司及行业的综合成本率
(以总资产规模排序)



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

图：2010~2019年上市险企的综合费用率

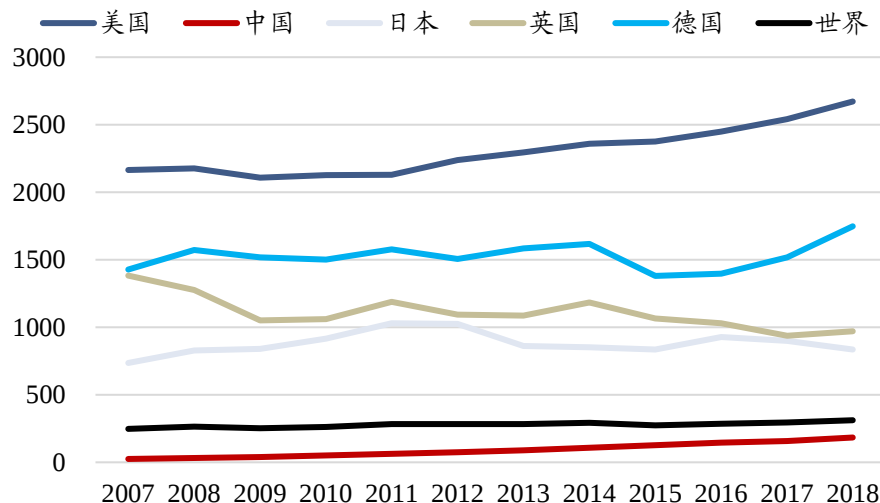


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

● 2.3 保费角度，非车业务有望成为未来增长点

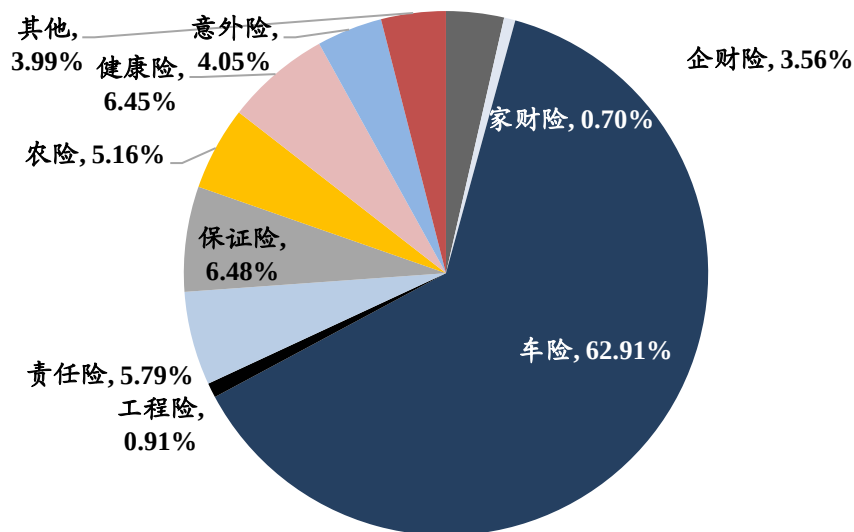
- **保险渗透率仍低：**与海外发达国家相比，我国财险密度/深度仍较低，未来提升空间广阔。2018年全球财险密度为312美元/人，而我国财险密度仅185美元/人，较发达国家（北美2603美元/人、欧洲1298美元/人）差距仍然较大；全球财险市场深度2.78%，我国财险深度仅为1.92%。整体而言，我国财险行业仍处于较低发展水平，未来市场有望实现持续性的高速增长。
- **非车险业务仍然一片蓝海：**此前我国车险份额占比超过60%（美国车险占比仅42%），虽然近期中国非车险持续高增，但考虑整体业务体量及规模仍小，后续中国非车险仍有很大发展空间，有望成为财险保费增速回升的主要驱动力。

图：2007年至今中国及部分国家非寿险保费深度（美元/人）



数据来源：瑞再研究院，东吴证券研究所

图：2019年中国财险行业保费收入结构

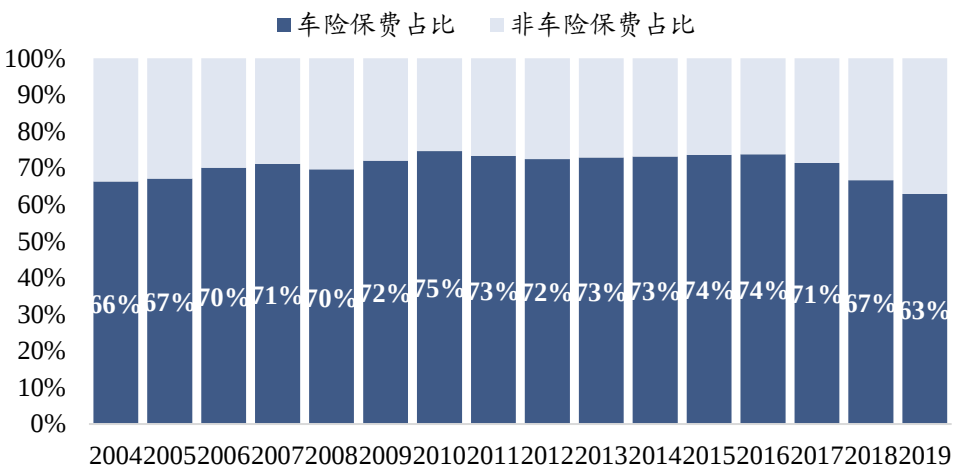


数据来源：银保监会，东吴证券研究所

2.3 保费角度，非车业务有望成为未来增长点

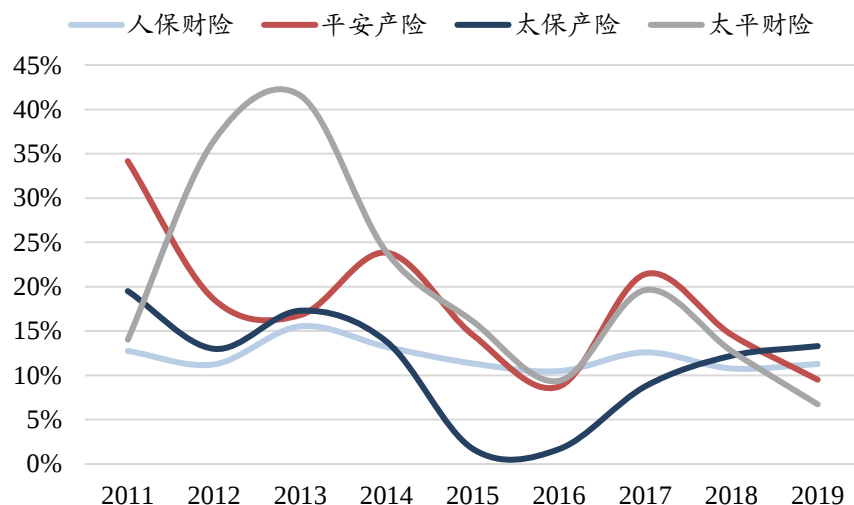
- 2019年以来非车险保费持续保持高增速，未来有望驱动行业迈入新一轮扩张周期：2019年总保费增长10.7%，非车险的保费占比已经上升至37%，较年初继续上升+3.7pct。上市公司层面，人保/平安/太保/太平2019年财产险保费增速分别达到11.3%/9.5%/13.3%/6.7%。我们认为，后续与经济联动的传统险种（车险、企业财产险等）将稳定增长，而非车险中的新兴险种（例如农险、责任险等）有望驱动行业扩张。

图：2004~2019财产险业务保费收入结构



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：2011~2019上市保险公司的财险保费增速

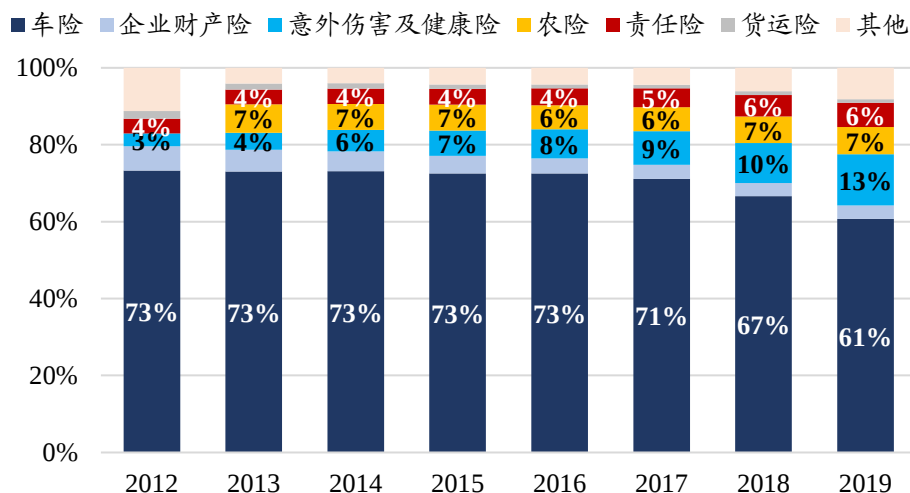


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.3 保费角度，非车业务有望成为未来增长点

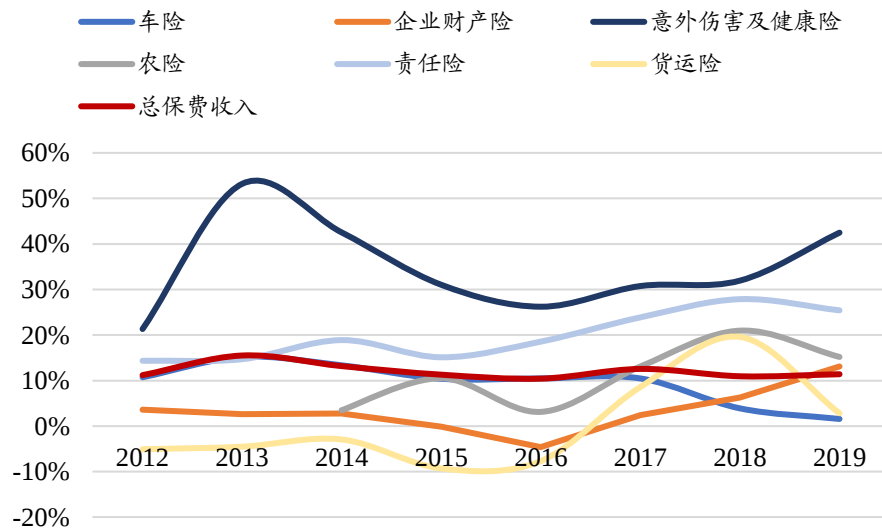
- 中国财险非车险保费占比持续提升，意健险、农险、责任险等险种保持较高增速。2019年，中国财险非车险保费占比提升5.9pct.至39.3%，非车险种中意健险、农险、责任险的增速较快，保费占比呈上升趋势，预计未来将成为驱动财险保费增长的动力。

图：2012~2019中国财险保费结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2012~2019中国财险保费增速



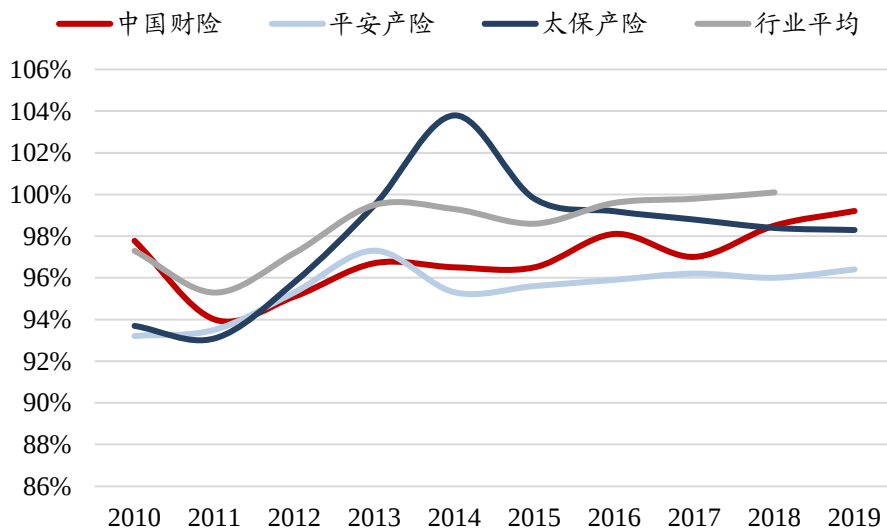
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

三、利率下行周期如何看待公司投资价值？

● 3.1 财险敏感性低，利率下行短期影响有限

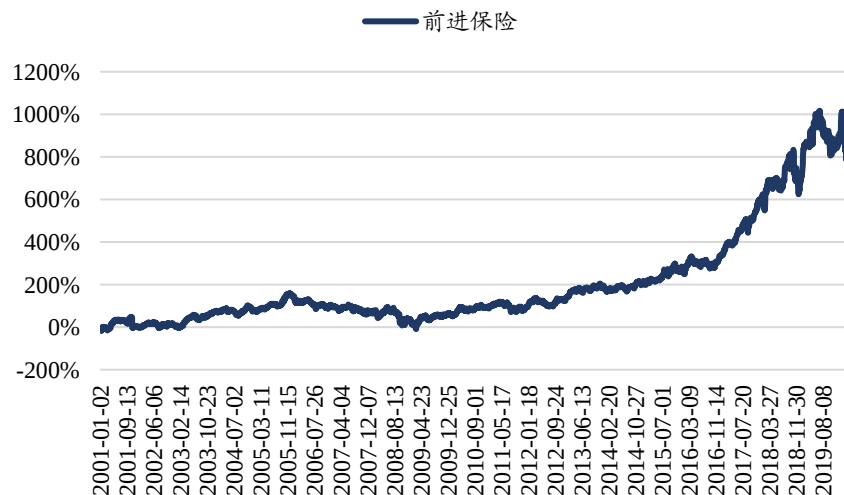
- **大型财险负债端成本为负：**财险行业的综合成本率虽然波动较大（部分年份超过100%），部分中小型财险公司出现承保亏损，但大型保险公司在大部分年份可以实现承保盈利，即无需资金成本即可获得保险负债。
- **负债端不存在时间刚性价值成本，投资端运用“浮存金”赚取投资收益：**财险承保周期普遍在一年以内，定价时不考虑所收取保费和实际赔付之间的时间差，负债成本中仅有赔付和费用支出。此外，由于财险传统产品滚动投保的特性，在负债端将产生“浮存金”，投资端可运用这部分“浮存金”进行投资获取额外投资收益。

图： 2008~2019行业及上市险企综合成本率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：2000年至今前进保险涨跌幅

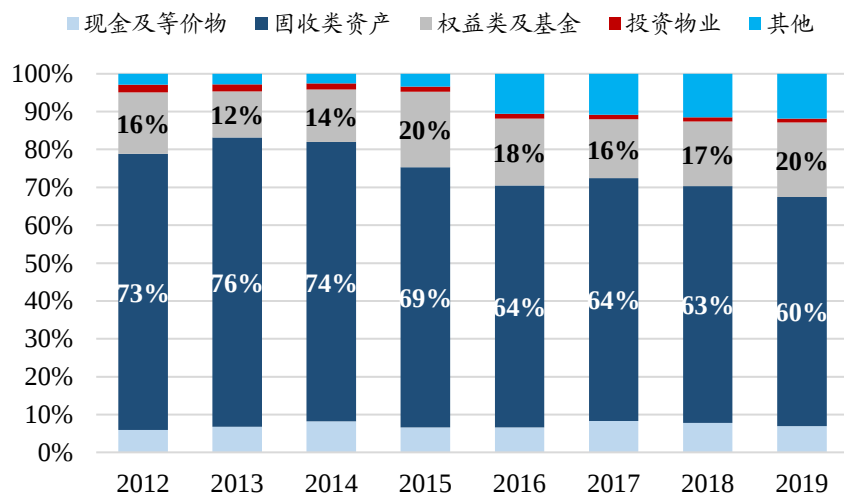


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.1 财险敏感性低，利率下行短期影响有限

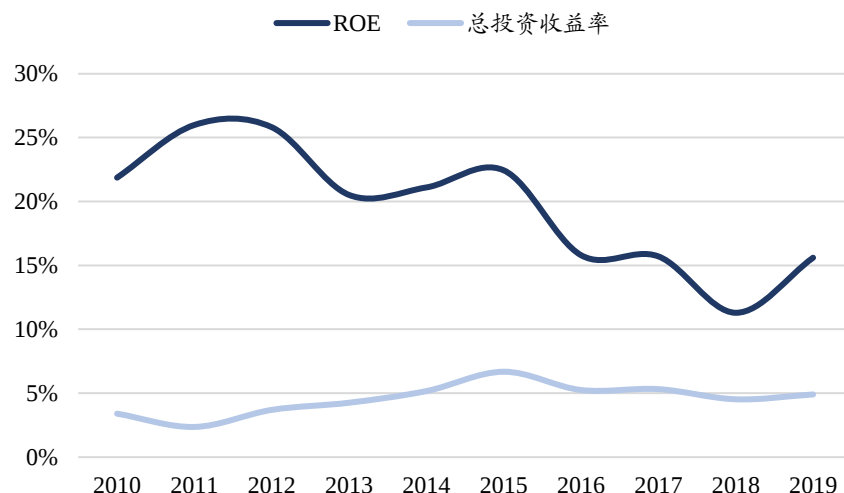
- **调整资产配置：**1) 加大高股息标的资产配置。加大长期股权投资，精选高股息且盈利稳定的核心资产；2) 关注非标机会。资管新规要求资产负债期限匹配，保险资金负债久期长，可承接银行理财投资的优质非标资产；3) 挖掘新型投资品种。经济发展过程中，资金需求无所不在，积极关注各领域投资机会。截至2019年，中国财险固收类资产占比60.4%，同比下降2.1pct.，权益类证券及基金占比19.7%，同比提升2.6pct.。
- 财险的利润主要有承保利润和投资收益，承保利润也是影响财险公司ROE的重要因素。

图：中国财险投资资产配置结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图：中国财险ROE与总投资收益率

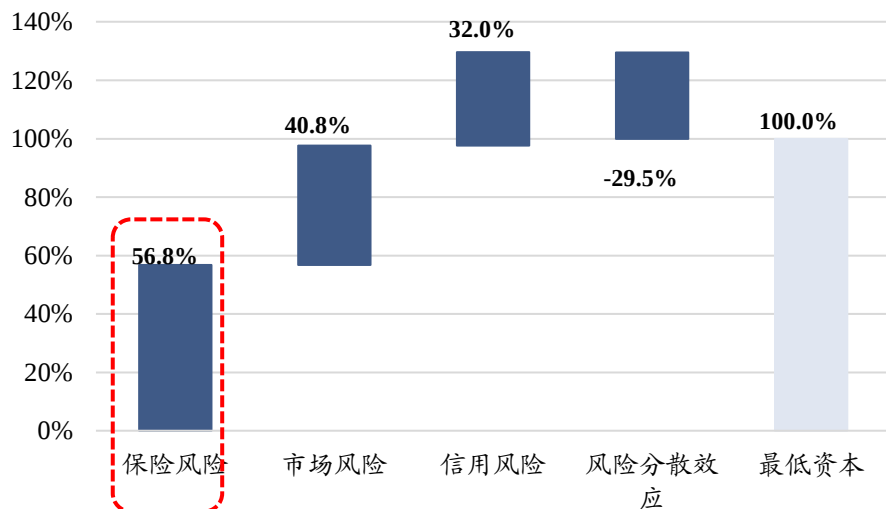


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.1 财险敏感性低，利率下行短期影响有限

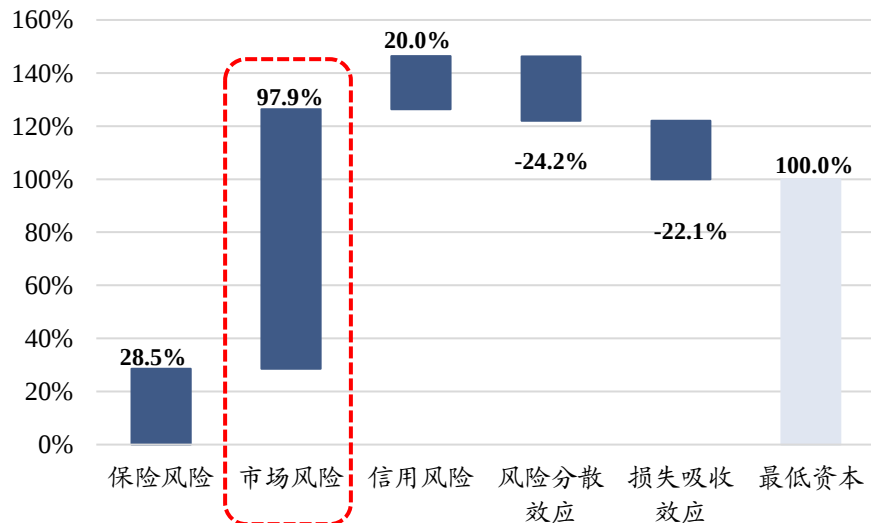
- 财险面临的利率风险更小，利率下行期的业绩可控度更高：财险公司量化风险最低资本结构中，保险风险达56.8%，是其最主要的风险；而寿险公司由于长期业务和长期投资资产占比较高，量化风险最低资本结构中市场风险高达97.9%，其中利率风险是最主要的市场风险（87%）。一方面，寿险负债端成本刚性，利率下行投资端将面临再配置收益率下行的压力。

图：财险公司量化风险最低资本结构



数据来源：保监会偿二代报告，东吴证券研究所

图：寿险公司量化风险最低资本结构



数据来源：保监会偿二代报告，东吴证券研究所

● 3.2 股息率大幅提升，吸引力显著

- 分红率提升：2019年中国财险每股分红0.461元，分红比例42.2%，较2018年提升3.4pct.，鉴于大股东对公司分红比例的要求，我们预计未来公司分红比例仍将保持上升势头。

图：上市险企分红率比较

分红率	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国平安	24%	16%	18%	18%	17%	18%	22%	35%	29%	25%
新华保险		10%	34%	11%	10%	10%	30%	30%	30%	30%
中国太保	35%	36%	62%	39%	41%	51%	53%	49%	50%	39%
中国人寿	34%	35%	36%	34%	35%	34%	35%	35%	40%	35%
中国人保									15%	23%
中国财险		31%	25%	59%	27%	20%	26%	39%	39%	42%

● 3.2 股息率大幅提升，吸引力显著

- **利率下行周期高股息资产吸引力增强：**随着我国保险行业回到稳态增长阶段，保险股成长属性的逐步褪去，机构配置保险的目的将逐步以长期配置为主，股息率对于选择标的上至关重要，尤其对于港股投资者来看，股息率是保险股投资的重要指标，利率下行周期确定性高股息资产更具投资价值。

图：上市险企股息率比较

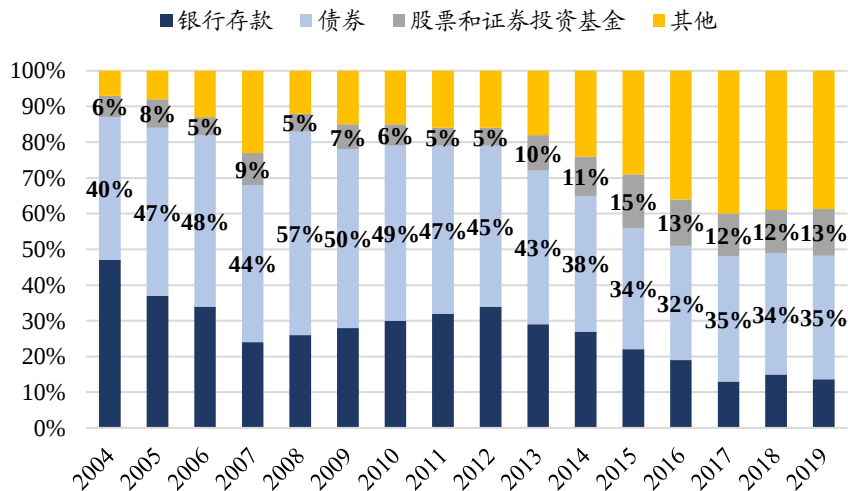
股息率	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国平安(A)	1.0%	0.9%	1.1%	1.6%	1.5%	0.8%	2.3%	3.2%	2.6%	2.5%
新华保险(A)	-	0.3%	1.1%	0.6%	0.6%	0.5%	1.2%	0.9%	1.6%	2.8%
中国太保(A)	1.4%	1.6%	1.7%	2.1%	2.3%	3.2%	2.6%	2.3%	2.8%	3.4%
中国人寿(A)	1.6%	1.2%	0.8%	1.8%	1.9%	1.2%	1.1%	1.4%	0.6%	2.5%
中国人保(A)									0.7%	1.4%
中国平安(H)	0.9%	0.7%	0.9%	1.3%	2.4%	0.9%	2.3%	3.5%	2.5%	2.6%
新华保险(H)		0.4%	1.4%	0.7%	0.9%	0.8%	1.8%	1.4%	2.1%	4.4%
中国太保(H)	1.3%	1.5%	1.8%	1.8%	2.2%	3.3%	2.9%	2.9%	3.4%	4.4%
中国人寿(H)	1.4%	1.2%	0.8%	1.7%	2.2%	1.6%	1.4%	2.0%	0.9%	4.1%
中国人民保险集团(H)			0.1%	0.3%	0.4%	0.6%	1.2%	1.3%	1.4%	3.9%
中国财险(H)		2.3%	2.7%	5.5%	2.7%	2.2%	2.7%	4.6%	2.8%	5.8%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

● 3.2 股息率大幅提升，吸引力显著

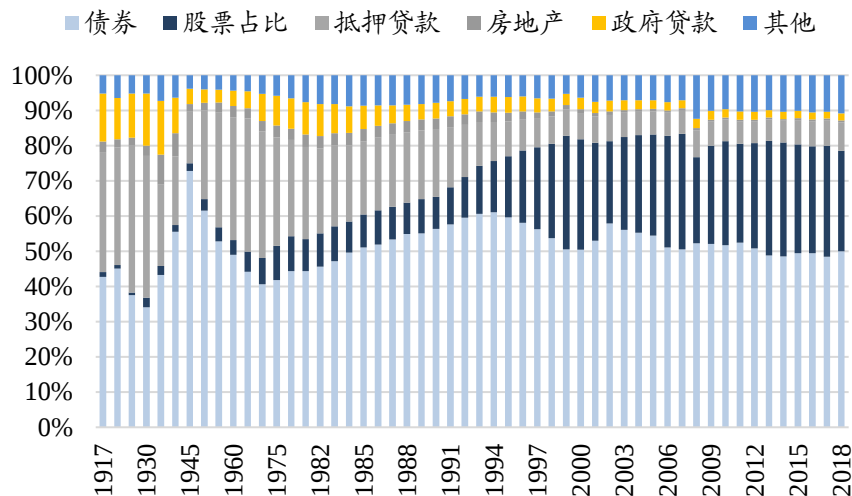
- 长端利率下行，机构资产配置压力增大，资金更多偏向高股息的优质权益类资产：以美国为例，10年期国债收益率由1980年的12.43%下滑至2018年的2.69%，保险机构为对冲利率下行对投资收益的侵蚀，加强股票配置，股票资产占比由9.9%提升至28.6%。
- 我国已进入利率下行周期，预计机构在资产配置上将更多考虑高股息资产。

图：国内保险业资产配置结构



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：美国人身险业资产配置结构

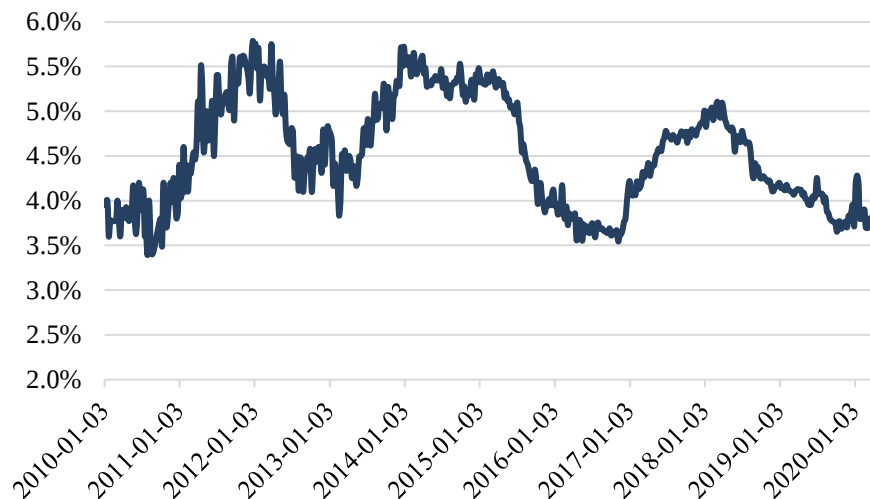


数据来源：ACLI，东吴证券研究所

● 3.2 股息率大幅提升，吸引力显著

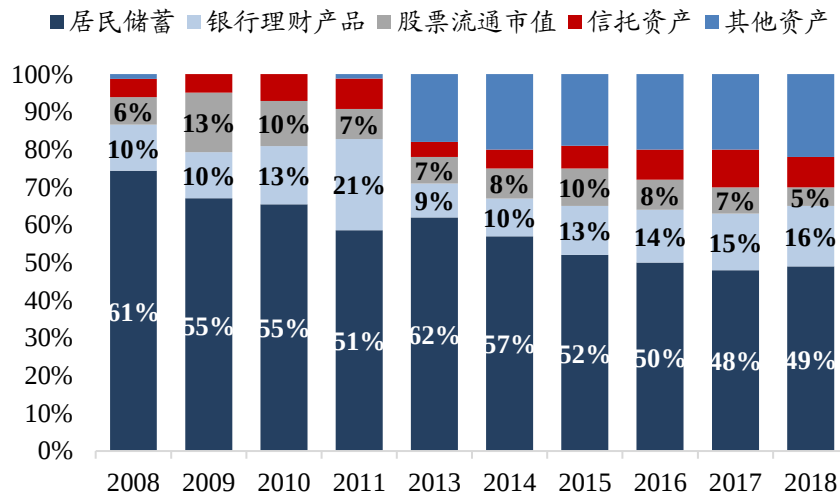
- 对个人投资者而言，传统理财资产收益率下降或将引发对高股息资产的需求：利率下行周期银行理财、货币基金等固收类投资收益率亦持续向下，目前1年期银行理财收益率在3.7%左右，相较而言中国财险股息率吸引力大幅提升（2019年为5.8%），预计未来居民个人投资将向高股息资产倾斜。

图：1年期银行理财收益率持续下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：我国居民个人可投资资产配置



数据来源：Wind，东吴证券研究所

四、投资建议

4. 投资建议

- **投资建议：**中短期来看，财险承保端预计回暖，看好承保盈利驱动利润延续高增长；长期来看，费改将提高赔付率、降低费用率且深化供给侧改革。中国财险作为行业龙头，一方面承保利润有望回暖，另一方面将持续受益行业竞争格局优化，同时在利率下行周期高股息资产的吸引力增强。预计中国财险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%，目前估值仅0.79倍2020PB，左侧配置性价比显著！

图：2003年至今公司PB估值



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 投资建议

图：中国财险盈利预测及估值

单位：百万元/人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总保费收入	350,314	388,769	433,175	481,912	541,321	616,550
已赚净保费	309,076	344,124	380,683	418,898	465,576	524,318
承保利润	8,705	5,304	3,177	8,452	11,926	13,794
综合成本率	97.18%	98.46%	99.17%	97.98%	97.44%	97.37%
归属于母公司股东净利润	19,807	15,485	24,282	24,506	27,428	29,748
归属于母公司股东净资产	133,107	141,495	169,953	188,332	208,903	231,214
总保费收入增速	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	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	11.57%	6.30%	20.11%	10.81%	10.92%	10.68%
ROE	15.69%	11.28%	15.59%	13.68%	13.81%	13.52%
EPS	0.89	0.70	1.09	1.10	1.23	1.34
BVPS	5.98	6.36	7.64	8.47	9.39	10.40
P/E (H)	7.55	9.66	6.16	6.10	5.45	5.03
P/B (H)	1.12	1.06	0.88	0.79	0.72	0.65

数据来源：Wind，东吴证券研究所（以2020年4月20日股价计算）

● 5. 风险提示

- 1) **宏观经济低迷造成产险保费增速下滑：**财产险保费增速与宏观经济趋势密切相关，其中，车险业务与汽车销量相关，企业财产险等业务与经济形势相关，如果宏观经济持续低迷，预计财产险保费增长将持续承压；
- 2) **车险费改造成竞争加剧及承保利润下滑：**商业车险费改持续深化造成行业竞争程度加剧、承保利润空间被压缩，如果费改对行业竞争格局的影响超预期，会造成整体综合成本率攀升的不利情况；
- 3) **意外灾害事件发生造成行业承保亏损：**财产险业务保障风险具有多样性、复杂性，如果未来发生难以预料的意外灾害事件，可能导致全行业承保利润大幅下滑甚至承保亏损，对财产险公司影响深远。
- 4) **信用保证险承保亏损：**信用保证险承保受宏观经济、社会信用风险水平较大，易导致承保亏损。
- 5) **权益市场波动：**权益市场波动将对公司投资端造成冲击，投资收益承压。

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>

东吴证券 财富家园