

买入

2024年4月16日

承保盈利持续领先彰显财险龙头本色

- 2023 年受大灾影响，承保利润承压：**公司 2023 年实现原保费收入 5158 亿元，同比增加 6.3%，实现保险服务收入 4572 亿元，同比增长 7.7%，受大灾影响承保利润下滑至 246 亿元，同比减少 15.7%。公司拟派息每股股息 0.489 元，分红比例提升至 44%。
- 承保综合成本率超预期完成指引：**公司 2023 年三季度虽受杜苏芮、海葵等台风影响，承保利润受影响下降，但公司全年承保综合成本率仍能维持在 97.8%，其中车险综合成本率 96.9%，非车险综合成本率 99.1%，均超额完成年度指引，彰显公司作为行业龙头具备的成本优势。车险方面，公司作为行业龙头具备绝对竞争优势，2023 年承保利润占市场份额达 80%。家用车承保数量同比提升 6.9%，车险续保率提升至 77.8%。在新能源车业务发展上，市场份额与综合成本率也保持行业领先。非车险方面，公司 2023 年在保持保费稳定增长的同时，降本增效成效显著，实现扭亏。公司在风险减量上的投入也初见成效，2023 年通过风险减量共计减损 8.49 亿元，未来在减损方面的发展空间巨大。2024 年，公司维持全年车险综合成本率 97%，非车险综合成本率 100% 的目标。
- 投资端表现稳健：**投资端方面，公司整体资本实力雄厚，未决赔付准备金净额同比提升了 2.6%，为公司投资端带来充足的资金支持。公司 2023 年投资资产规模稳步增长，投资组合保持稳健。在新准则下公司总投资资产同比提升了 4.3%，在整体利率下行，投资环境波动的情况下，仍能实现总投资收益 208 亿元，总投资收益率为 3.5%。公司 2023 年投资组合仍以固收类产品为主，减少了定期存款并提高国债、政府债、长期债权投资计划和其他类固定收益类方面投资。未来随着资本市场回暖，公司的权益类投资价值也有望逐步释放。
- 目标价 14.6 港元，维持买入评级：**我们认为自然灾害以及准则调整所带来投资端的影响仅对公司短期业绩造成影响，长期承保优势不变。公司作为财险龙头，成本优势在未来将持续体现。公司作为港股唯一纯财险标的，盈利模式可持续性且充分考虑股东回报，保持稳定分红。公司业绩与 ROE 均有望保持稳定增长，是市场上为数不多的优质标的。我们预计公司 2024-2026 年公司保险服务收入分别为 4878/5203/5556 亿元，归母净利润分别为 286/313/338 亿元，同比+16%/+10%/+8%。我们决定给予公司目标价 14.6 港元，对应 1.2 倍 PB，目标价较现价有 43.9% 上升空间，给予买入评级。
- 风险因素：**行业保费因政策导致下降，汽车保有量下滑导致车险保费收入规模下降。

李羚玮
+ 852-25321539
David.li@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	保险
股价	10.14 港元
目标价	14.6 港元 (+43.9%)
股票代码	02328.HK
已发行 H 股股本	69 亿股
H 股总市值	700 亿港元
52 周高/低	11.54 港元/8.03 港元
每股净资产	10.5 元
主要股东	中国人民保险集团 股份有限公司 68.98%

盈利摘要

截止 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净赚保费(百万元)	424,355	457,203	487,777	520,339	555,588
变动(%)	6.9%	7.7%	6.7%	6.7%	6.8%
归母净利润(百万元)	29,163	24,585	28,554	31,258	33,739
基本每股盈利(元)	1.31	1.11	1.28	1.41	1.52
变动(%)	30.4%	-15.7%	16.1%	9.5%	7.9%
市盈率@10.14港元(倍)	7.2	8.5	7.3	6.7	6.2
市净率@10.14港元(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
每股股息(元)	0.48	0.49	0.51	0.56	0.61
股息现价比率(%)	4.71%	4.82%	5.06%	5.54%	5.98%

股价表现


来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表						财务分析					
百万人民币 财务年度截止12月31日						百万人民币 财务年度截止12月31日					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
保费收入	485,434	515,807	554,924	594,446	637,406	盈利指标					
净赚保费	424,355	457,203	487,777	520,339	555,588	净资产收益率	13.4%	10.8%	11.8%	12.0%	12.0%
承保费用	(409,991)	(447,014)	(474,414)	(505,678)	(539,537)	总资产收益率	5.3%	4.1%	4.5%	4.6%	0.0%
承保利润	14,364	10,189	13,362	14,660	16,050	净投资收益率	3.8%	3.5%	3.8%	3.9%	3.9%
投资收益	21,815	21,089	22,827	24,925	26,929	承保综合成本率	96.6%	97.8%	97.3%	97.2%	97.1%
其他营业费用	(1,818)	(2,203)	(1,826)	(1,994)	(2,424)	营运表现					
财务费用	(1,505)	(1,151)	(1,238)	(1,328)	(1,415)	车险保费增长率	6.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
税前盈利	34,020	28,035	33,125	36,263	39,141	非车险保费增长率	12.3%	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%
所得税	(4,912)	(3,469)	(4,571)	(5,004)	(5,401)	承保利润增长率	844.4%	-29.1%	31.1%	9.7%	9.5%
归母净利润	29,163	24,585	28,554	31,258	33,739	归母净利润增长率	30.4%	-15.7%	16.1%	9.5%	7.9%
						每股指标 (元)					
						每股收益	1.31	1.11	1.28	1.41	1.52
						每股净资产	9.96	10.53	11.30	12.15	13.06
资产负债表						资产负债表					
百万人民币 财务年度截止12月31日						百万人民币 财务年度截止12月31日					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
以摊余成本计量的金融投资	113,790	126,192	134,259	145,051	156,637	除税前利润	34,020	28,035	33,125	36,263	39,141
以公允价值计量且变动计入 其他综合收益的金融资产	154,285	180,142	191,657	207,063	223,603	其他	(32,267)	(17,289)	(28,330)	(28,787)	(31,277)
以公允价值计量且变动计入 当期损益的金融资产	140,730	144,047	153,255	165,574	178,800	所得税	(6,730)	(8,578)	(5,952)	(5,004)	(16,227)
现金及等价物	21,250	16,526	23,798	25,711	27,765	经营活动现金流	42,710	20,542	37,664	40,199	32,427
总资产	672,462	703,623	755,922	810,481	869,098	资本开支	(5,563)	(2,734)	(4,149)	(3,441)	(3,795)
卖出回购金融资产款	41,690	40,037	43,924	47,961	51,817	其他投资活动	(26,625)	(8,396)	(14,414)	(18,307)	(9,237)
保险合同负债	351,254	371,829	400,027	428,518	459,486	投资活动现金流	(32,188)	(11,130)	(18,563)	(21,748)	(13,032)
预提费用及其他流动负债	43,145	46,007	49,084	52,360	55,907	卖出回购金融资产变动	3,705	(1,673)	(1,673)	(1,673)	(1,673)
总负债	450,857	469,319	504,485	540,290	578,662	支付股利	(9,053)	(10,632)	(11,421)	(12,503)	(13,496)
股本	22,242	22,242	22,242	22,242	22,243	其他融资活动	(1,649)	(1,918)	(2,060)	(2,150)	(2,237)
非控股权益	2,892	2,884	2,884	2,884	2,884	融资活动现金流	(6,997)	(14,223)	(15,155)	(16,327)	(17,405)
股东权益	209,856	231,420	248,552	267,307	287,552	期末现金及等价物	21,250	16,488	23,798	25,711	27,765
负债权益合计	751,887	703,623	755,922	810,481	869,098						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。