

中国财险 (02328.HK)

2024 年一季报点评: 高基数拖累承保与投资两端表现

2024 年 04 月 30 日

买入 (维持)

证券分析师 胡翔

执业证书: S0600516110001
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书: S0600522040002
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书: S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
保险服务收入(百万元)	424,355	457,203	494,002	529,798	569,764
同比	6.9%	7.7%	8.0%	7.2%	7.5%
归母净利润(百万元)	29,163	24,585	29,641	32,330	34,478
同比	30.4%	-15.7%	20.6%	9.1%	6.6%
净资产收益率	13.4%	10.8%	12.1%	12.0%	11.8%
P/B	0.96	0.86	0.79	0.72	0.67

关键词: #业绩不及预期

投资要点

- **事件:** 中国财险披露 1Q24 业绩并召开业绩发布会: 1Q24 公司实现净利润 58.71 亿元, 同比大幅下降 38.3%, 利润表现低于预期。公司公告主要系低温雨雪冰冻等灾害事故、交通出行增长对承保业务的挑战, 以及资本市场波动对投资收益产生拖累所致。
- **新准则下同期基数较高是拖累 ROE 的核心因素。** 根据我们搭建的新准则财险 ROE 框架 (平均承保杠杆*承保利润率+总投资收益率*平均投资杠杆+其他收益)*(1-实际税率), 1Q24 公司 ROE 为 2.5%, 可比口径同比下降 1.8 个 pct。归因来看: 1Q24 平均承保杠杆持平于 0.48, 得益于保险服务收入同比增速 (5.9%) 略高于权益同比增速 (5.3%); 新准则下承保利润率由 1Q23 的 4.3% 下降至 1Q24 的 2.1%, 其中主要受低温雨雪冰冻等灾害事故对赔付率拖累和同期出行率仍处于疫后恢复期所致, 费用分摊效应使得新准则下综合费用率下降速度慢于实际签单费用率下降幅度。未年化总投资收益率由 1Q23 的 1.3% 下降至 1Q24 的 0.8%, 投资收益同比下降 36.4%, 根据公司业绩发布会, 主要系 1Q23 同期权益市场高点兑现浮盈基数较高, 1Q24 公募 FOF 表现承压, 且公司持有 FVOCI 权益工具的浮动收益无法贡献当期净利润, 平均投资杠杆持平于 2.6 倍。实际税率由 1Q23 的 18.1% 下降至 1Q24 的 14.0%。1Q24 承保与投资对利润贡献占比分别为 35.0% 和 70.0%, 承保贡献同比下降 4.8 个 pct。
- **相比“老三家”, 公司业绩仍具备一定韧性, 绝对水平仍优于同业。** 从 1Q24 综合成本率来看: 人保 (同比上升 2.2pct. 至 97.9%) 优于太保 (同比下降 0.4 个百分点至 98.0%) 优于平安 (同比上升 0.9 个百分点至 99.6%); 从 1Q24 原保费同比增速来看: 太保 (+8.6%) > 人保 (+3.8%) 平安 (+2.8%)。
- **车险业务: 公司锚定 97% 的综合成本率的中长期指引目标不变。** 1Q24 暴雪灾害高发以及 1Q23 疫后出行率仍未恢复, 赔付率基数较低, 使得 1Q24 车险承保利润同比承压。根据公司业绩发布会, 1Q24 车险赔付率因雨雪灾害和车均保费拖累综合影响上升 2.1 个 pct., 综合费用率下降 0.6pct。从“老三家”1Q24 车险原保费同比增速来看: 平安 (+3.5%) > 太保 (+2.2%) > 人保 (+1.9%)。公司主动聚焦业务品质升级, 主动放缓车险原保费增速。
- **非车险业务受大灾拖累。** 根据应急管理部数据, 1Q24 我国自然灾害以低温雨雪冰冻、地震和地质灾害为主, 干旱、风雹、洪涝、沙尘暴和森林火灾等也有不同程度发生, 直接经济损失 237.6 亿元 (1Q23 仅为 25.5 亿元), 同比明显增加。从“老三家”1Q24 非车险原保费同比增速来看: 太保 (+13.8%) > 平安 (+5.1%) > 人保 (+1.3%), 公司部分政策性业务招标受季节性影响。
- **盈利预测与投资评级: 高基数拖累承保与投资两端表现。** 维持盈利预测, 我们预计 2024-26 年归母净利润为 296、323 和 345 亿元, 当前公司是金融板块的优质“高股息”代表标的, 维持“买入”评级。
- **风险提示: 自然灾害高发, 车险市场竞争加剧**

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	9.98
一年最低/最高价	8.03/11.54
市净率(倍)	0.96
港股流通市值(百万港元)	68,854.95

基础数据

每股净资产(元)	10.40
资产负债率(%)	66.70
总股本(百万股)	22,242.77
流通股本(百万股)	6,899.29

相关研究

《中国财险(02328.HK): 2023 年业绩发布会点评: 优化升级卓越保险战略, 承保盈利目标一以贯之》

2024-03-27

《中国财险(02328.HK): 2023 年年报点评: 现金分红历史新高, 承保利润彰显韧性》

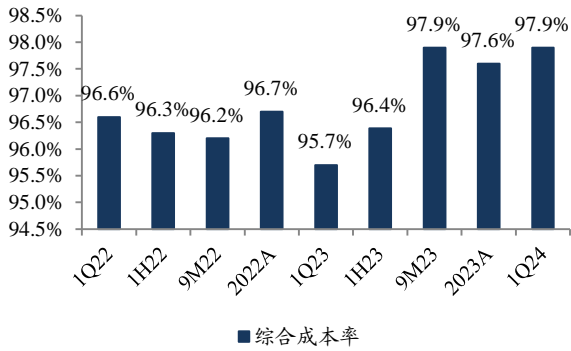
2024-03-26

表1: 中国财险新准则 ROE 驱动因素分析 (境内会计准则)

ROE 驱动分析 (单位: 百万元)	2022A	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24
保险服务收入	424,355	107,520	224,368	346,038	457,203	113,843
综合成本率	96.7%	95.7%	96.4%	97.9%	97.6%	97.9%
平均承保杠杆	2.02	0.48	1.01	1.56	2.04	0.48
承保利润	14,214	4,623	8,105	7,379	11,073	2,391
投资资产	577,305	574,089	596,845	596,662	601,297	603,712
投资收益率	3.8%	1.3%	2.6%	2.7%	3.6%	0.8%
平均投资杠杆	1.4	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
总投资收益	20,933	7,508	14,959	16,232	20,920	4,776
其他收益	-6,644	-522	-678	-1,548	-3,074	-341
利润总额	28,503	11,609	22,387	22,064	28,919	6,826
所得税	3,594	-2,101	3,154	-2,678	3,690	-955
实际税率	12.6%	-18.1%	14.1%	-12.1%	12.8%	-14.0%
净利润	29,099	9,508	19,233	19,386	25,229	5,871
权益	217,260	227,116	227,659	226,480	230,388	239,214
ROE	13.8%	4.3%	8.6%	8.7%	11.3%	2.5%
业绩贡献	2022A	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24
承保业绩税前贡献	49.9%	39.8%	36.2%	33.4%	38.3%	35.0%
投资业绩税前贡献	73.4%	64.7%	66.8%	73.6%	72.3%	70.0%

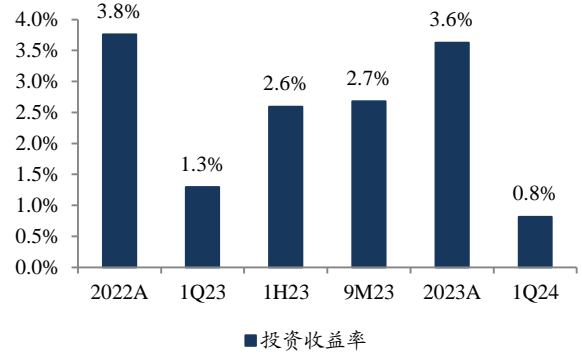
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 本表根据境内会计准则制作, 公司季报披露境内会计准则, 年报和中报按照国际会计准则披露, 两者存在一定差异

图1: 中国财险综合成本率变化趋势



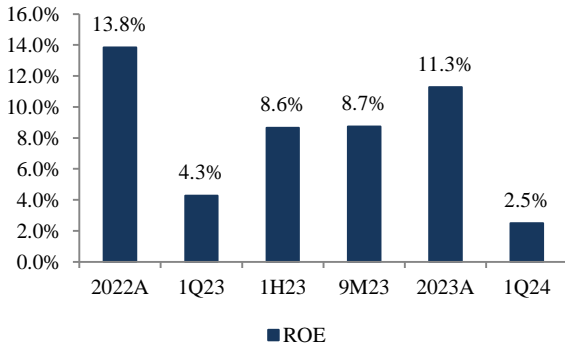
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 中国财险投资收益率水平 (未年化)



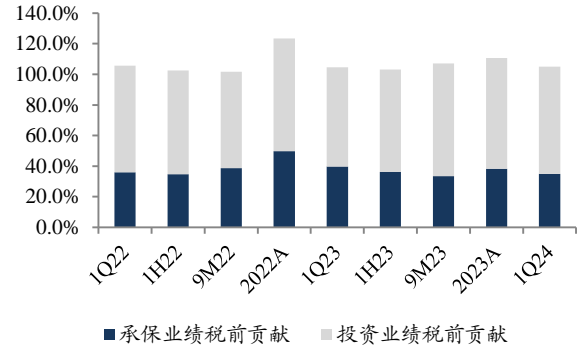
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 中国财险 ROE 水平 (未年化)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 中国财险税前利润贡献比例



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 中国财险利润表(新准则下对 2022 年数据进行重述)

单位: 百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
保险服务收入	424,355	457,203	494,002	529,798	569,764
保险服务费用	-395,966	-431,991	-465,564	-498,443	-536,259
分出再保险合同保险净损益	-5,993	-6,142	-6,449	-6,772	-7,110
保险服务业绩	22,396	19,070	21,989	24,583	26,395
承保财务损失	-9,333	-10,127	-10,633	-11,165	-11,723
分出再保险财务收益	1,301	1,246	1,308	1,374	1,442
利息、股息和租金收入	20,180	不适用	不适用	不适用	不适用
已实现及未实现的投资净损失	-3,706	不适用	不适用	不适用	不适用
投资费用	-500	不适用	不适用	不适用	不适用
不以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产的利息收入	不适用	11,710	14,992	15,742	16,529
其他投资收益	不适用	4,077	6,425	6,747	7,084
信用减值损失	不适用	-423	-2,318	-2,430	-2,549
其他收入	1,064	195	700	700	700
其他财务费用	-1,005	-1,151	-1,366	-1,320	-1,267
其他营业费用	-1,818	-2,203	-600	-650	-700
应占联营公司及合营公司损益	4,777	5,530	4,482	4,755	5,045
联营公司股权稀释产生的损失	-95	-	-	-	-
汇兑收益净额	759	111	200	200	200
税前利润	34,020	28,035	35,181	38,535	41,156
所得税费用	-4,912	-3,469	-5,536	-6,202	-6,676
净利润	29,108	24,566	29,644	32,333	34,481
归属于:					
母公司股东	29,163	24,585	29,641	32,330	34,478
非控制性权益	-55	-19	3	3	3
基本每股收益(元/股)	1.3110	1.1050	1.3327	1.4536	1.5501

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 本表根据国际会计准则制作, 公司季报披露境内会计准则, 年报和中报按照国际会计准则披露, 两者存在一定差异

免责声明

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>