

中国财险 (02328.HK)

2024 年中报点评: 利润降幅大幅收窄实属不易, 车险承保盈利逆势改善

2024 年 08 月 28 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

证券分析师 武欣姝

执业证书: S0600524060001  
wux@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	0.98	0.88	0.80	0.73	0.68

投资要点

■ 事件: 中国财险发布 1H24 中报, 新准则下实现综合成本率(COR)96.2%, 同比上升 0.4 个 pct.; 承保利润 89.99 亿元, 同比下降 5.0%; 实现净利润 184.91 亿元, 同比下降 8.7% (1Q24 公司 A 股准则下净利润同比大幅下降 38.3%), 业绩表现符合预期, 利润下滑主要系权益市场震荡拖累投资收益以及自然灾害高发压制非车险盈利释放所致。公司新增中期分红 0.208 元/股, 分红率达到 25% (2023 年报: 44%)。

■ 未年化 ROE 达 7.7% (1H23: 9.0%)。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), 1H24 公司 ROE 为 7.7%, 同比下降 1.3 个 pct., 归因来看: 平均承保杠杆小幅降至 0.98, 保险服务收入同比增速(5.1%)与权益增速基本相当(4.8%); 新准则下承保利润率由 1H23 的 4.2% 下降至 1H24 的 3.8%, 其中综合赔付率 70.1%, 同比上升 1.2 个 pct.; 综合费用率 26.1%, 同比下降 0.8 个 pct.; 1H24 总投资收益率由 1H24 年的 2.6% 下降至 2.2%, 投资收益同比下降 7.8%, 平均投资杠杆持平于 2.6 倍; 实际税率小幅下降 0.1 个 pct. 至 14.6%。1H24 承保与投资对利润贡献占比为 41.6% 和 58.4%, 承保贡献同比提升 1.70 个 pct.

■ 1H24 车险 COR 逆势下降 0.3 个 pct. 至 96.4%, 严格控制在公司指引范围 97.0% 内, 实属不易。归因来看: 1. 车险综合赔付率 71.2%, 同比上升 1.5 个 pct., 主要系雨雪冰冻及南方暴雨等灾害影响, 出险率同比上升, 迭加零配件和工时价格上涨、人伤赔偿标准提高等因素; 2. 车险综合费用率 25.2%, 同比下降 1.8 个 pct., 得益于公司带头维护市场秩序, 不断加强资源整合, 强化成本管控。车险保险服务收入 1451.57 亿元, 同比增长 5.3%。2024 年以来, 公司主动对不确定性较高和费用竞争较大的车型控速, 关注新能源车险定价系数放开对车均回暖帮助。

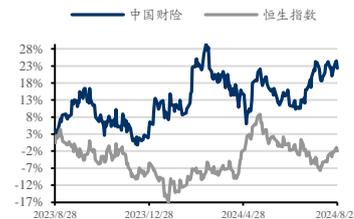
■ 1H24 非车险 COR 受自然灾害高发拖累至 95.8% (1H23: 94.4%)。根据应急管理部数据, 1H24 我国自然灾害直接经济损失 931.6 亿元(1H23: 382.3 亿元)。归因来看: 1) 除农险承保盈利改善外, 其余主要非车险种均有不同程度承保恶化; 2) 意健险和企财险承保盈利同比恶化。

■ 基金表现弱于大市拖累总投资收益达成。1H24 公司净/总投资收益同比 -6.3%/-7.8%, 总投资收益率同比下降 0.4 个 pct. 至 2.2%。公司公告称受基金表现弱于宽基指数, 使得已实现投资收益同比下降较多; 同时受利率持续下行和基金分红能力减弱影响, 利息和股息收入同比减少, 导致总投资收益同比有所减少。值得注意的是, 1H24 公司 FVOCI 权益工具浮盈达 48.03 亿元(1H23: -10.94 亿元), 得益于部分银行个股涨幅可观, 公司综合投资收益率可达 2.87% (1H23: 2.59%)。

■ 盈利预测与投资评级: 利润降幅大幅收窄实属不易, 车险承保盈利逆势改善。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, 三季度后业绩高基数压力减轻, 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)	10.08
一年最低/最高价	8.55/11.54
市净率(倍)	0.97
港股流通市值(百万港元)	69,544.88

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.): 2024 年一季报点评: 高基数拖累承保与投资两端表现》

2024-04-30

《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

表1: 中国财险 ROE 驱动因子分析 (新准则)

ROE 驱动分析 (单位: 百万元)	1H22	1H23	1H24
保险服务收入	205,189	224,368	235,841
综合成本率	95.70%	95.80%	96.20%
平均承保杠杆	0.96	0.99	0.98
承保利润	8,847	9,469	8,999
投资资产	544,775	596,846	641,834
投资收益率	2.70%	2.60%	2.20%
平均投资杠杆	2.5	2.6	2.6
总投资收益	14,608	15,146	13,971
其他收益	-826	-864	-1,321
利润总额	22,629	23,751	21,649
所得税	-3,409	-3,495	-3,158
实际税率	-15.1%	-14.7%	-14.6%
净利润	19,220	20,256	18,491
权益	209,742	230,566	245,524
ROE	9.0%	9.0%	7.7%
<b>业绩贡献</b>			
承保业绩税前贡献	39.1%	39.9%	41.6%
投资业绩税前贡献	60.9%	60.1%	58.4%

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

表2: 中国财险分拆业绩表现 (1H24, 新准则)

单位: 百万元	车险	农险	意健险	责任险	企财险	其他险	合计
原保费收入	139,364	45,587	76,585	21,655	10,580	18,225	311,996
同比增速	2.5%	3.4%	5.7%	3.2%	5.4%	4.2%	3.7%
保险服务收入	145,157	23,292	24,751	18,339	8,862	15,440	235,841
同比增速	5.3%	-7.0%	7.5%	8.4%	6.3%	17.5%	5.1%
确认比例	104.2%	51.1%	32.3%	84.7%	83.8%	84.7%	75.6%
承保利润	5,202	2,572	13	-747	38	1,921	8,999
同比增速	13.3%	14.6%	-96.3%	56.6%	-94.3%	-8.3%	-5.0%
综合赔付率	71.2%	75.3%	64.8%	73.5%	71.6%	55.2%	70.1%
同比增速	1.5pct.	-1.5pct.	0.8pct.	2.5pct.	7.2pct.	1.2pct.	1.2pct.
综合费用率	25.2%	13.7%	35.1%	30.6%	28.0%	32.4%	26.1%
同比增速	-1.8pct.	-0.5pct.	0.6pct.	-1.2pct.	0.4pct.	2.3pct.	-0.8pct.
综合成本率	96.4%	89.0%	99.9%	104.1%	99.6%	87.6%	96.2%
同比增速	-0.3pct.	-2pct.	1.4pct.	1.3pct.	7.6pct.	3.5pct.	0.4pct.

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

表3: 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	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

## 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>