

中国财险 (02328.HK)

2024 年三季报点评: 投资浮盈拉动利润增速接近预增上沿

2024 年 10 月 29 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
wuxs@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	1.20	1.08	0.98	0.90	0.83

投资要点

■ 事件: 中国财险披露 3Q24 业绩 (根据 A 股新准则披露), 9M24 公司实现保险服务收入 3,643.06 亿元, 同比增长 5.3% (其中 3Q24 单季增速为 5.6%); 累计净利润 267.50 亿元, 同比增加 38.0%, 接近此前公司预增 20% 到 40% 区间上沿, 对应 3Q24 净利润由上年同期 1.53 亿元大幅增加至 92.93 亿元, 主要系 9 月末股市回暖带动公允价值变动损益由 9M23 累计 -45.71 亿元大幅转正至 9M24 累计 73.53 亿元, 业绩表现符合预期。

■ 9M24 累计 ROE 达 11.1%, 主要得益于投资收益浮盈大幅拉动所致, 承保利润总额同比下降 12.7% (对应 3Q24 单季度承保亏损由上年同期 -7.26 亿元扩大至 -11.77 亿元)。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), 9M24 公司 ROE 为 11.1%, 同比提升 2.3 个 pct., 归因来看: 平均承保杠杆小幅降至 1.51; 新准则下承保利润率由 9M23 的 2.1% 小幅下降至 9M24 的 1.8%; 9M24 总投资收益率由 9M23 的 2.7% 大幅改善至 4.4%, 带动 9M24 总投资收益同比大幅改善是当期净利润改善的核心原因。3Q24 沪深 300 指数上涨 16.07% (2024 年前三季度累计上涨 17.1%), 而同期 3Q23 下跌 3.98% (2023 年前三季度累计下跌 4.7%), 公司表示于 3Q24 适当增加二级权益投资。9M24 承保与投资对利润贡献占比为 20.2% 和 84.4%。公司表示着力推动高质量发展, 扎实推进「八项战略服务」, 践行「保险+风险减量服务+科技」新商业模式。

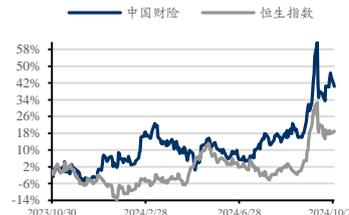
■ 车险承保利润同比保持稳定。9M24 公司累计车险综合成本率 (COR) 为 96.8%, 对应 3Q24 为 97.6%, 同比均有下降得益于费用管控水平保持良好。9M24 人保财险车险和非车保费累计同比增速分别为 3.2% 和 5.9%, 9 月单月同比增速上升 5.3%, 保费增速有所回暖系车均保费同比改善, 得益于: 1) 2023 年 6 月起, 商业车险自主定价系数范围从【0.65-1.35】扩大为【0.5-1.5】, 数据可比性于 2024 年 6 月后逐步提升; 2) 随着新能源汽车渗透率不断提升, 新能源车险车均保费优势逐步体现。2024 年版新「国十条」明确提出「以新能源商车险为重点, 深化车险综改」, 关注后续车均保费改善的持续性以及新能源车险赔付率能否尽快趋于传统燃油车平均水平。我们看好公司车险业务 COR 稳定在 97% 以内。

■ 非车业务受低温雨雪冰冻、暴雨、强台风等灾害事故影响, 再现亏损。9M24 公司累计非车险 COR 为 100.5%, 对应 3Q24 为 105.8%, 而上年同期分别为 98.6% 和 103.2%, 同比均有一定程度恶化, 主要系赔付率提升所致。根据应急管理部数据, 2024 年前三季度, 我国自然灾害以洪涝和地质灾害、风雹、台风、低温冷冻和雪灾为主, 干旱、地震、沙尘暴、森林草原火灾等也有不同程度发生。9M24 累计各种自然灾害共造成直接经济损失 3232 亿元, 同比增长 4.8%。公司层面来看, 3Q24 单季度重大赔付事项包括台风「摩羯」和台风「贝碧嘉」, 合计实际赔付逾 26 亿元。

■ 盈利预测与投资评级: 投资浮盈拉动利润增速接近预增上沿。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, 作为进可攻退可守的性价比红利标的, 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)	12.20
一年最低/最高价	8.55/14.12
市净率(倍)	1.12
港股流通市值(百万港元)	84,171.38

基础数据

每股净资产(元)	10.92
资产负债率(%)	66.67
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 年前三季度业绩预增点评: 投资收益业绩逐季改善, 承保利润缺口持续收窄》

2024-10-16

《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》

2024-08-28

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)	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24	1H24	9M24
保险服务收入	107,520	224,368	346,038	457,203	113,843	235,841	364,306
综合成本率	95.7%	96.4%	97.9%	97.6%	97.9%	96.8%	98.2%
平均承保杠杆	0.48	1.01	1.56	2.04	0.48	0.99	1.51
承保利润	4,622	8,105	7,379	11,073	2,351	7,620	6,443
投资资产	574,089	596,845	596,662	601,297	603,712	641,835	652,502
投资收益率 (非年化)	1.3%	2.5%	2.7%	3.5%	0.8%	2.2%	4.4%
平均投资杠杆	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
总投资收益	7,508	14,959	16,232	20,920	4,776	13,543	26,932
其他收益	-521	-678	-1,548	-3,074	-302	-893	-1,449
利润总额	11,609	22,387	22,064	28,919	6,826	20,270	31,926
所得税	-2,101	-3,154	-2,678	-3,690	-955	-2,813	-5,176
实际税率	-18.1%	-14.1%	-12.1%	-12.8%	-14.0%	-13.9%	-16.2%
净利润	9,508	19,233	19,386	25,229	5,871	17,457	26,750
权益	227,116	227,659	226,480	230,388	239,214	247,845	253,109
ROE	4.3%	8.6%	8.7%	11.3%	2.5%	7.3%	11.1%
业绩贡献	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24	1H24	9M24
承保业绩税前贡献	39.8%	36.2%	33.4%	38.3%	34.4%	37.6%	20.2%
投资业绩税前贡献	64.7%	66.8%	73.6%	72.3%	70.0%	66.8%	84.4%

数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所, 数据均参考境内会计准则披露

表2: 中国财险业绩拆分 (A股准则, 累计)

单位: 百万元	1Q23	1H23	9M23	2023A	1Q24	1H24	9M24
保险服务收入	107,520	224,368	346,038	457,203	113,843	235,841	364,306
同比	9.2%	9.3%	8.6%	7.7%	5.9%	5.1%	5.3%
其中: 车险	67,876	137,907	209,583	282,117	72,288	145,157	219,511
同比		5.2%	5.2%	5.3%	6.5%	6.5%	4.7%
其中: 非车险	39,614	86,461	136,455	175,086	41,555	90,684	144,795
同比		16.7%	14.2%	11.9%	4.9%	4.9%	6.1%
承保利润	4,623	8,105	7,379	11,073	2,391	7,620	6,443
同比	38.1%	6.0%	-39.1%	-22.1%	-48.3%	-6.0%	-12.7%
综合成本率 COR	95.7%	96.4%	97.9%	97.6%	97.9%	96.8%	98.2%
车险 COR		96.7%	97.4%	96.9%		96.4%	96.8%
非车 COR		95.9%	98.6%	98.6%		97.3%	100.5%
利息收入+投资收益+公允价值变动损益	7,508	14,959	16,232	20,920	4,776	13,543	26,932
同比	15.3%	3.0%	-17.4%	-2.0%	-36.4%	-9.5%	65.9%
投资收益率	1.3%	2.5%	2.7%	3.5%	0.8%	2.2%	4.4%
税前利润	11,609	22,387	22,064	28,919	6,826	20,270	31,926
同比	24.4%	4.5%	-29.4%	-14.9%	-41.2%	-9.5%	44.7%
净利润	9,508	19,233	19,386	25,229	5,871	17,457	26,750
同比	22.0%	5.0%	-26.2%	-13.3%	-38.3%	-9.2%	38.0%
投资资产	574,089	596,845	596,662	601,297	603,712	641,835	652,502
权益	227,116	227,659	226,480	230,388	239,214	247,845	253,109
ROE	4.3%	8.6%	8.7%	11.0%	2.5%	7.3%	11.1%
承保税前利润占比	39.8%	36.2%	33.4%	38.3%	35.0%	37.6%	20.2%

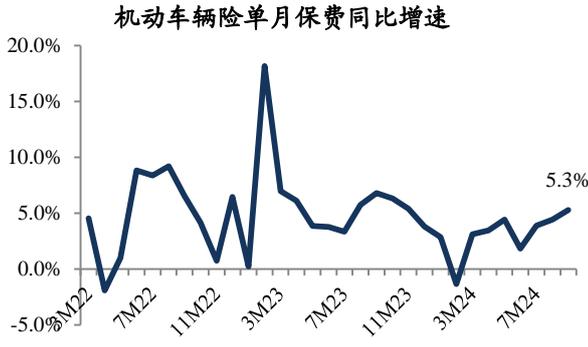
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表3: 中国财险业绩拆分 (A股准则, 单季度)

单位: 百万元	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
保险服务收入	107,520	116,847	121,671	111,165	113,843	121,998	128,465
同比	9.2%	9.5%	7.3%	5.1%	5.9%	4.4%	5.6%
其中: 车险	67,876	70,031	71,676	72,534	72,288	72,869	74,354
同比			5.2%	5.5%	6.5%	4.1%	3.7%
其中: 非车险	39,614	46,847	49,994	38,631	41,555	49,129	54,111
同比			10.1%	4.7%	4.9%	4.9%	8.2%
承保利润	4,623	3,482	-726	3,694	2,391	5,229	-1,177
同比	38.1%	-19.1%	-116.3%	75.4%	-48.3%	50.2%	62.1%
综合成本率 COR	95.7%	97.0%	100.6%	96.7%	97.9%	95.7%	100.9%
车险 COR			98.7%	95.5%			97.6%
非车 COR			103.2%	98.6%			105.8%
利息收入+投资收益+公允价值变动损益	7,508	7,451	1,273	4,688	4,776	8,766	13,389
同比	15.3%	-6.9%	-75.2%	174.9%	-36.4%	17.6%	951.8%
投资收益率	1.3%	1.2%	0.2%	0.8%	0.8%	1.4%	2.1%
税前利润	11,609	10,778	-323	6,856	6,826	13,444	11,657
同比	24.4%	-10.9%	-103.3%	150.7%	-41.2%	24.7%	-3707.0%
净利润	9,508	9,725	153	5,843	5,871	11,586	9,293
同比	22.0%	-7.6%	-98.1%	107.1%	-38.3%	19.1%	5966.2%
投资资产	574,089	596,845	596,662	601,297	603,712	641,835	652,502
权益	227,116	227,659	226,480	230,388	239,214	247,845	253,109
ROE	4.3%	4.4%	0.1%	2.6%	2.5%	4.8%	3.8%
承保税前利润占比	22.0%	-7.6%	-98.1%	107.1%	-38.3%	19.1%	5966.2%

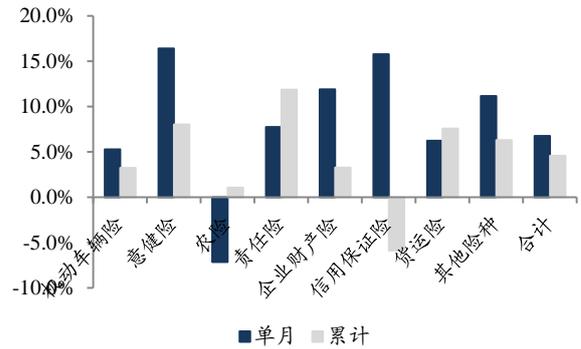
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图1: 9M24 人保财险车险单月同比增速为 5.3%



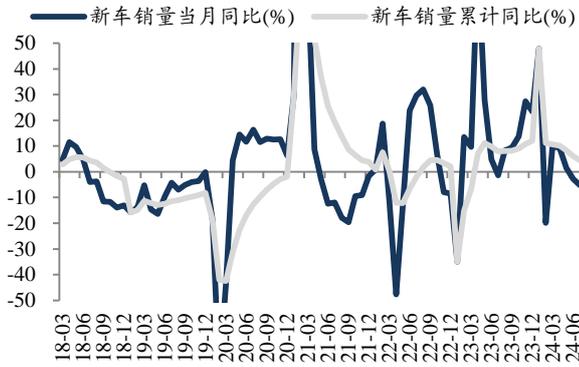
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 9M24 人保财险分险种单月及累计同比增速



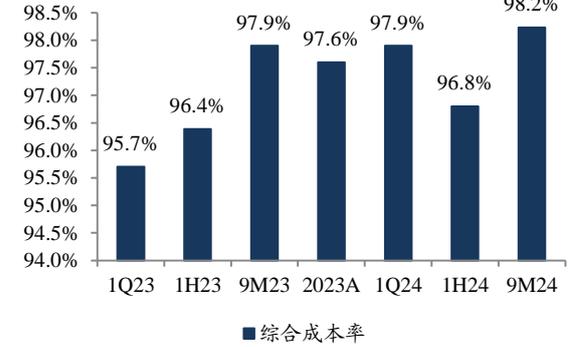
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图3: 2024 年下半年以来单月新车销量同比负增长



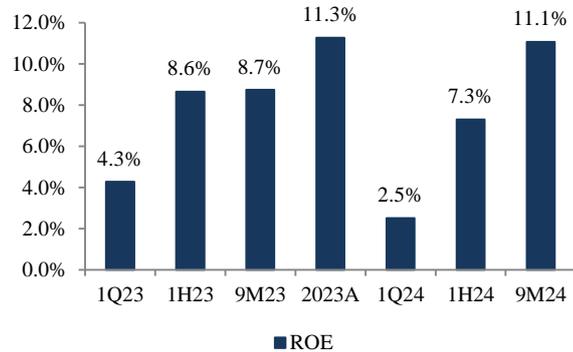
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 人保财险整体综合成本率 (COR) 同比略有改善



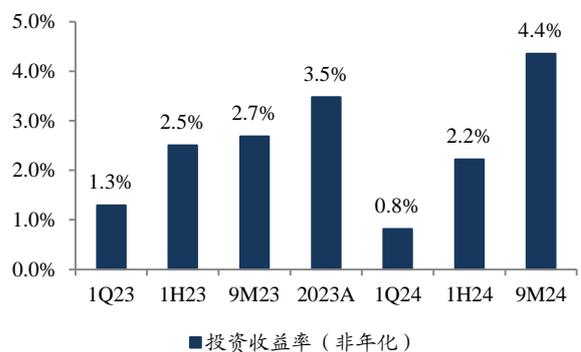
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 中国财险 ROE 水平同比逐季改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 中国财险总投资收益率同比改善带动利润提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表4: 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; 数据均参考国际会计准则披露

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>