

人保财险 (2328 HK)

车险保费增速企稳回升，预计非车承保有所改善

10 月份，人保财险的月度车险保费开始企稳回升，同比增长 6.5%，结束了连续多月的负增长。从 2010 年 9 月 19 日开始的车险综改已经历时超过 1 年，财险公司已经充分消化了车险综改带来的车均保费下降和保费负增长问题。我们认为车险保费的增速回复会让非车业务的增长压力也相应减轻，财险公司有更多空间关注非车业务的承保盈利。我们预计，随着车险保费的企稳回升，2022 年非车行业的竞争压力将有所缓和，非车行业的承保情况将有所改善。我们认为 2022 年车险行业将进一步分化，人保财险作为头部产险公司其承保盈利情况将持续优于行业。同时，作为持续承保盈利的财险公司，人保财险在持续的低利率市场环境中盈利水平相比寿险公司更具韧性。人保财险的当前股价估值水平处于历史低位，P/BV FY22E 在 0.6X 倍，FY22E 股息率超过 8%。我们将估值基准从 2021 年调整到 2022 年，上调了 FY22E-FY23E 的盈利预测，并相应上调了人保财险的目标价到 HK\$11.53，重申买入评级。

- 车险保费增速回升，综合成本率企稳：**人保财险 3Q21 车险综合成本率逆转了上半年同比上升的趋势，同比降低 0.7 个百分点到 98.8%，其中费用率同比降低 18 个百分点，损失率上升 17.3 个百分点。人保财险已经充分消化车险综改产生的影响。我们认为人保财险 2H21 和 FY22 的车险综合成本率会保持同比稳定或略有改善。另一方面，进入 10 月份，人保的车险保费也逆转了综改以来的跌势，月度车险保费同比增长 6.5%。随着人保财险在优质业务中的市场份额持续扩张，我们预计 4Q21 和 FY22 的车险保费会重回综改和疫情之前的同比中高个位数增长。
- 非车险竞争压力减轻，综合成本率有望改善：**由于车险综改的溢出效应，2021 年前三季度非车险竞争压力增大。由于车险综改造成车险业务保费下降，各财险公司为了维持收入水平，对非车险保费的增速要求较高，造成非车险的价格竞争加剧。剔除上市公司出清融资类信保业务造成的正面影响，可以发现上半年和 3Q21 主要上市险企财险非车业务综合成本率同比有所上升。我们预计随着车险保费重回正增长，非车险的保费增长压力和竞争激烈程度也会有所减轻，这有助于非车险综合成本率的下降。我们预计人保财险非车业务的承保利润率在 FY22 会随着融资信保完全出清和竞争压力减轻而同比改善。
- 监管环境对人保财险相对有利：**偿二代二期工程预计将于 2022 年 1 季度开始正式实施。我们测算偿二代二期实施后大多数保险公司核心偿付能力会有不同程度下降，其中对产险公司的影响小于寿险。同时偿二代二期鼓励农险、大病保险等政策性业务，将下调这些业务的风险因子，这对于在这些政策性业务中市场份额领先的人保财险来说相对有利。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
总保费收入(百万元人民币)	433,175	433,187	437,519	481,271	529,398
承保利润(百万元人民币)	3,177	4,177	3,971	5,895	8,337
净利润(百万元人民币)	24,282	20,868	22,072	25,351	29,898
每股盈利(元人民币)	1.1	0.9	1.0	1.1	1.3
每股盈利变动 (%)	56.8	(14.1)	5.8	14.9	17.9
市场预测每股盈利(元人民币)	N.A	0.9	1.1	1.2	1.3
市盈率(倍)	5.2	6.0	5.7	4.9	4.2
市帐率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	8.2	6.7	7.1	8.1	9.6
权益收益率 (%)	15.6	11.7	11.4	12.2	13.3

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告
 本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

买入 (维持)

目标价	HK\$11.53
(此前目标价)	HK\$9.99
潜在升幅	+68.3%
当前股价	HK\$6.85

中国保险行业

陈喆

(852) 3916 3739
 gigichen@cmbi.com.hk

马毓泽

(852) 3900 0805
 nikama@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	152,363
3 月平均流通量(百万港元)	161.46
52 周内股价高/低(港元)	7.96/5.61
总股本(百万)	6,899 (H)

资料来源：彭博

股东结构

人保集团	68.98%
自由流通	31.02%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.7%	0.5%
3-月	-7.4%	-1.8%
6-月	-9.5%	7.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

12月31日(百万元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
总保费收入	433,175	433,187	437,519	481,271	529,398
机动车辆险	262,927	265,651	245,011	259,886	285,875
非机动车辆险	170,248	167,536	192,508	221,385	243,523
已赚净保费	380,683	393,127	397,058	421,047	463,152
已发生净赔款	(251,822)	(260,320)	(285,882)	(302,312)	(330,690)
保单获取成本净额	(77,943)	(69,075)	(47,647)	(49,684)	(54,652)
行政及管理费用	(47,741)	(59,555)	(59,559)	(63,157)	(69,473)
承保利润	3,177	4,177	3,971	5,895	8,337
总投资收益	17,719	19,229	20,127	21,319	23,310
财务费用	(1,424)	(1,547)	(1,624)	(1,706)	(1,791)
联营及合营公司损益	4,250	3,951	4,741	5,689	6,827
其他收入及支出	61	(1,134)	(1,247)	(1,372)	(1,509)
除税前利润	23,783	24,676	25,967	29,825	35,174
所得税(费用)	496	(3,808)	(3,895)	(4,474)	(5,276)
非控制性权益	3	-	-	-	-
净利润	24,282	20,868	22,072	25,351	29,898

主要比率

截至12月31日(百万元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
同比增速:					
总保费收入	11.4	0.0	1.0	10.0	10.0
机动车辆险	1.6	1.0	(7.8)	6.1	10.0
非机动车辆险	31.1	(1.6)	14.9	15.0	10.0
净利润	56.8	(14.1)	5.8	14.9	17.9
承保利润率:					
赔付率	66.2	66.2	72.0	71.8	71.4
费用率	33.0	32.7	27.0	26.8	26.8
综合成本率	99.2	98.9	99.0	98.6	98.2
偿付能力充足率:					
核心偿付能力充足率	251.7	249.9	265.4	258.0	252.5
回报率(%):					
净资产收益率	15.6	11.7	11.4	12.2	13.3
资产收益率	4.2	3.4	3.3	3.5	3.8

资产负债表

12月31日(百万元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
投资资产	342,316	380,983	399,689	436,333	477,795
其他自查	253,765	265,818	290,489	317,531	347,177
总资产	596,081	646,801	690,178	753,864	824,972
保险合同负债	306,902	314,623	320,424	342,209	366,003
其他负债	119,225	142,147	168,998	195,688	225,063
总负债	426,127	456,770	489,422	537,897	591,066
总权益	169,954	190,031	200,756	215,967	233,906
股东权益	169,953	187,513	200,756	215,967	233,906

投资收益率:					
投资性资产同比增速	3.7	11.3	4.9	9.2	9.5
净投资收益率	5.1	4.9	5.1	5.1	5.1
总投资收益率	5.3	5.3	5.2	5.1	5.1
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	1.1	0.9	1.0	1.1	1.3
每股股息(人民币)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
每股账面价值(人民币)	7.6	8.4	9.0	9.7	10.5

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。