



公司报告

中国财险 (2328 HK) - 买入

财产保险行业

始发报告 (2013E 目标价: HK\$13.48)

主要数据

股价 (HK\$)	12.10
目标价(HK\$)	13.48
上行空间 (%)	11.40
52 周高/低(HK\$)	12.28/ 7.81
发行股数	12,256
市值 (HK\$百万)	148,297
30-天平均成交额 (HK\$百万)	183.7
主要股东(%):	
中国人保集团	69.98
AIG	9.90

来源: 公司和彭博

2011 年保费收入组成 (%)

机动车	73.6
非机动车	26.4

来源: 公司

股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	18.4	12.7
3 个月	17.2	4.0
6 个月	40.9	14.5

* 相对于 MSCI 香港指数

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员:

陈永富

电话: (852) 2147 8311

电邮: francischan@abci.com.hk

报告日期: 2013 年 1 月 16 日

亚洲最赚钱的财产保险商

2011 年盈利 US\$13 亿(Rmb81 亿), 中国财险拥有亚洲最赚钱的财险业务。同时, 公司不断受益于综合成本率的触底和稳定的 20% 多的股本回报率(ROE)。此外, 公司将受惠于“三农”政策。因此, 我们首次评级买入。我们设目标价为 HK\$13.48(2.45x 2013E PBV), 即从目前股价计算, 有 11.4% 上升空间。

亚洲区内同业中最赚钱。2011 年, 中国财险公布, 净利润达 US\$13 亿(Rmb81 亿), 同比上升 51%。同时, 其 ROE 达到 26%, 在亚洲 11 财险保险商中位列第二。其 ROE 从 2009 年以来提升了 17.4 个百分点, 在 2009 到 2011 年间超过了其本土同业。期间, 其综合成本率改善了 8.2 个百分点, 从而拉升了 ROE。

综合成本率触底。2009 年, 公司的综合成本率为 102.2%。2011 年, 承保利润同比上升 192% 至 Rmb80 亿, 而综合成本率下降至 94.0%。在 2012 年上半年, 承保利润同比上升了 14%, 环比上升 82% 至 Rmb56 亿, 但综合成本率维持在 92.4%。最重要的是, 其综合成本率的改善是一种全方位的改善, 即各个财产险种的承保均取得盈利。因此, 我们相信, 中国财险的综合成本率改善是可持续的。

受惠于“三农”政策。中国财险在农业保险领域具有领导地位, 其 2011 年拥有 51.9% 的市场份额(Rmb71 亿保费)。同时, 公司在乡村区域拥有 87,100 个财险代理人, 占其代理人总数的 51.4%, 这是同业无法比拟的分销网络优势。

首次评级买入; 目标价 HK\$13.48。 展望前景, 我们认为其承保业务会持续强劲, 同时投资收益回升, 中国财险的平均 ROE 将达到 23.7%。我们的目标价为 HK\$13.48, 即 2.45x 2013E PBV 和 10.8x 2013E PER。此目标价为我们的戈登增长模型估值之结果, 从目前股价计算, 代表 11.4% 上升空间。因此, 我们给予首次评级为买入。

风险因素: 差于预期的承保业务和投资表现, 比预期严厉的行业规管。

业绩和估值

财年截至 31/12	2010	2011	2012E	2013E	2014E
收入 (Rmb 百万)	127,892	136,904	156,827	177,041	197,767
同比变化 (%)	30.85	7.05	14.55	12.89	11.71
净利润(Rmb 百万)	5,288	8,027	11,886	12,116	13,234
同比变化 (%)	196.58	51.80	48.07	1.93	9.23
EPS (HK\$)	0.57	0.84	1.20	1.25	1.43
PER (x)	21.39	14.48	10.06	9.67	8.49
BPS (HK\$)	2.87	3.49	4.51	5.51	6.82
P/B (x)	4.22	3.46	2.68	2.19	1.77
DPS (HK\$)	0.00	0.27	0.26	0.27	0.27
股息收益率 (%)	0.00	2.26	2.15	2.23	2.23
综合成本率 (%)	97.8	94.0	94.3	96.3	96.3
总投资收益率 (%)	3.94	2.33	4.12	4.65	4.60

* 图中所示价格截至 2013 年 1 月 15 日

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券



权益披露

分析员，陈永富，作为本研究报告全部或部分的主要撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所作的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何及相关权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，曾在过去 12 个月内，或可能在未来 3 个月内，就投资银行服务，向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

基准指数指恒生指数

免责声明

该报告只为客户使用，并只在此情况下或许分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183