

摸清費用率 細察賠付率及投資收益率

財險業掌握三數據 盡知經營效益

保險股攻略系列③

「股神」巴菲特對後者情有獨鍾，巴郡擁有多家財險公司。巴菲特曾經說過，巴郡的財險業務能夠跑贏同業，靠的是優異投資績效，及嚴謹的保單風險評估。由此可見，保險公司的財險業務是優是劣，觀察賠付率及投資收益率就可知一二。除此以外，費用率亦是分辨財險業務經營效益高低的關鍵點。因此，翻開年報，抓住這三項數據變化，每個人都可以輕鬆成為保股達人。

大公報記者 劉鑑豪



▲翻開年報，只要抓住三項數據變化，人人也可以成為保險股達人。

翻開財險公司的合併收益表，其間的收入、支出項目清晰簡單，投資者容易掌握公司的經營狀況。【圖一】摘自中國財險（02328）2021年度《合併利潤表》，貨幣單位為百萬元人民幣。中國財險2021年度總保費收入逾4495億元（人民幣，下同），承保利潤逾15億元。在繼續討論賠付率、費用率前，略為解釋什麼是「已賺淨保費」。中國財險2021年報第148頁列出，總保費收入於加減多個項目後，才是「已賺淨保費」，錄得逾3969億元。「分出保費」及「未到期責任準備金的毛額變動」是較大項目支出。「分出保費」是向其他保險公司購買保險時支付的保費。「未到期責任準備金」是為未滿期保險單提存準備金。

天災多寡影響賠付率

分析人壽保險公司業績，證券界較着重「新業務價值」；分析保險公司的財險業務，則着重「綜合成本率」。【圖二】清晰列出中國平安（02318）旗下財險業務綜合成本率的生成。在【圖二】所見，中國平安2021年賠付率（67%）、費用率（31%）的總和，就是綜合成本率（98%）。已發生淨賠款／已賺保費收入就是賠付率；費用總額／已賺保費收入就是費用率。當已賺保費扣減綜合成本，就是承保利潤。這裏可以見到財險公司利潤率非常微薄，若發生重大天然災難，承保出現虧損亦不為奇，可說是「睇天食飯」。不過，賠付率並非完全不可控。

以中國財險為例，車險保費收入佔總收入比重最大，去年車險保費收入2552億元，相當於去年公司總保費收入4495億元的接近57%。賠付率則由2020年的58%提升至70.1%，賠付增加，部分歸因於河南暴雨緣故。天災難料，中國財險近年在車險產品更多投向家庭自用車的客戶群，從而改善業務質素。因為商業車發生交通意外的機會較高，需要賠付機會也隨之較高。

控制費用率 承保利潤可翻番

相對地，費用率彈性就比較大。中國財險去年費用率為25.9%，按年下降6.8個百分點。中國太保（02601）旗下產險業務去年綜合費用率29.4%，按年下降8.2個百分點。中國平安（02318）旗下財險業務去年的費用率為31.0%，但較2020年下降7.6個百分點。保險公司控制費用支出的能力，是了解公司管理質素的其中一個指標，只要繼續在費用率做工夫，承保利潤就可以翻數番。

以中國平安為例，去年產險綜合成本率按年下降1.1個百分點至98%，承保利潤按年增長145%至51億元。再看中國太保，去年產險業務綜合成本率99%，如果今年內地天然災難較少，綜合賠付率稍為下降（去年為69.6%，按年升2.2個百分點），而費用率又不會大反彈，只要綜合成本率回落2、3個百分點，承保利潤就可「鯉躍龍門」。

圖一
中國財險合併利潤表
2021年

財產保險業務關鍵指標

圖二
中國財險淨投資收益及總投資收益
2021年

險企盈利多少 全靠投資收益

重要財源

「股神」巴菲特說過，財險公司即使承保虧損，但可以錄得經營利潤，靠的是把保費收入投資而贏取利潤。巴菲特最引以為傲的是，善用巴郡旗下保險公司的保費浮存金進行投資。相比一般財險公司需要按監管要求，投資持有大量收息產品，風格偏向保守；巴郡因公司結構的特點，可以投資大量股票，使到旗下財險業務績效非其他同業可以望其項背。

投資收益對保險公司有多重要？【圖三】中國財險的淨投資收益2021年錄得近180億元（人民幣，下同），主要來自利息、股息及租金收入；總投資收益為261億元。相比於承保利潤15億元人民幣，總投資收益是承保利潤的17倍。中國財險並非獨立例子，中國平安去年淨投資收益1514億元，總投資收益1312億元，而產險業務的承保利潤只有51億元，雖然不清楚來自財險業務保費收入所帶來的投資收益佔多少比重，但可以見到投資相比做生意更賺錢。

保險公司「食粥食飯」，靠的是投

資收益，所以只要可投資的資產逐年遞增，即使投資收益率持平，每年盈利仍有機會增長。中國財險去年淨投資收益率下降0.1個百分點至3.5%，但淨投資收益不跌反升1.6%至179億元，因總投資資產按年增加5%至5340億元。



▲分析保險公司的財險業務，必須着重綜合成本率。

車險有改善 中國財險股價轉強

券商薦股

個人投資者較少留意保險公司的財險業務，但證券界對這個業務部門十分關注，因為車險綜合改革階段性達成降價、增保、提質的目標，連帶車險行業生態也出現整頓，保險公司的財險業務發展就更趨健康。

東吳證券指出，車險綜合改革滿一年後，綜合賠付率由56.9%提升至73.2%，但綜合費用率由40.0%大幅降至27.5%，保險公司2022年車險承保利潤有望迎來量價齊升。雖然今年首季季末，消費者車均繳納保費為2808元（人民幣，下同），相較綜改前降幅達20%，但保險影響在去年第四季已經出清，已有回暖跡象。

由於內地車險行業有改善，證券界普遍較多看好中國財險（02328）。光大證券國際證券策略師伍禮賢稱，相比其他保險股，中國財險股價走勢明顯強勢。他補充稱，整體保險板塊在2021年可說是乏善足陳，但中國財險在去年下半年經營狀況有改善趨勢，今年上半年繼續有改善情況。汽車保險作為中國財險的重要保費來源，隨着車險綜改去年9月份

屆滿1年，低基數效應下，車險業務轉好，再者今年5、6月內地車市復甦，可以拉動車險的需求。

另外，花旗在最新研究報告表示，中國財險上半年保費收入料增10.3%，其中車保繼續受到新車銷售強勁復甦支持。受惠於承保利潤創新高、綜合成本率為95.5%，A股第二季環境改善，中國財險上半年純利增長15%。目標價由10.6港元調高至10.8港元。

天風證券認為，中國財險核心車險業務迎來量質回升，非車險持續改善。中國財險對應2022年市賬率為0.69倍，對應股息率高達6%，短期數據持續驗證+長期向上復甦顯現，看好後續估值修復至0.8至1倍市賬率區間。



▲天災難料，中國財險近年在車險產品更多投向家庭自用車的客戶群，從而改善業務質素。

券商點評中國財險

券商	推薦原因
東吳證券	車險綜改後競爭優勢得到強化，具備強景氣度高票息低風險的類固定收益屬性
天風證券	核心車險業務迎來量質回升，非車險持續改善，長期向上復甦顯現
花旗	受惠承保利潤創新高、綜合成本率為95.5%，A股第二季環境改善，上半年純利料按年增長15%
光大證券國際伍禮賢	去年下半年經營出現改善，改善趨勢在今年上半年延續

熊市氛圍中淡友放大負面消息

踏入7月，大市在流動性收緊和基本面走弱雙重壓力下，已下挫近1600點，短期料再次考驗20000點支持力。在多項不利因素之中，內地部分城市房產市場出現斷供潮，最容易引起市場恐慌，也令淡友有可乘之機。斷供風險發酵下，內房市管板塊本周爆小股災。

本來內房債務風險，在經過近一年的清理之後，應不至於引發恐慌級別的暴瀉。內地從去年開始已引導債重民企排雷，當年涉及的地產境內債違約額（含展期）約581億元人民幣。到了今年上半年，地產境內債違約額攀升至754億元。內地早在去年9月，已開展預防內房市場崩塌的行動，當月召開的房

大事情。

斷供是經濟下行的縮影，全世界都一樣。不同的是，內房的上升周期太順太長，一旦形成轉勢預期，市場反應很可能過頭。這次的樓市下行，無論對業主、房企，還是政府都是一個考驗。不過，隨着內地將加快推出進一步的穩增長措施，尤其是數以萬億元計的基建項目，市場對內房的信心會逐漸恢復。

港股看好電商與新能源

另一邊廂，美股周三在通脹數據公布後並沒有出現應有的大跌，相信主要原因是美聯儲的預期管理做得好。高通脹預期導致投資者憂慮本月下旬加息1厘，但聯儲適時有意地向市場傳遞一個信息，7月下旬加息100基點的可能性不

大，將加息預期成功控制在0.75厘，而市場已大致消化了這一風險。

除了有效管控加息預期，聯儲亦就經濟衰退之後的利率走勢做出引導。美股進入衰退交易已有一段時間，在預計通脹已經見頂下，市場最近的風向已開始轉向明年中掉頭減息的可能。是故，當9.1%的通脹數據公布後，2年期美債息上揚、10年期債息則掉頭回落。作為通脹的先行指標油價，更在通脹數據公布前已大幅回落至100美元以下，反映市場對美國通脹見頂的轉變。

Marc Cabana是美國銀行頂級利率策略師，也是前紐約聯儲銀行的分析師，因對聯儲貨幣政策的預測準確率高，這使他在華爾街享有很高的聲望。Cabana團隊在周四發表的報告中，認

為聯儲將在明年下半年被迫提前結束縮表，並不得不減息提振經濟。在當前環境下，Cabana團隊的觀點有些樂觀，但市場肯定受落。

短期港股走勢偏弱，但經此全方位的下跌，中長線的投資價值明顯。雖然近期有不少公司中期業績爆雷，但第三季度基本面有改善的公司料會大幅增加，筆者看好互聯網電商、新能源運營商（以傳統煤電轉綠電最優）等。至於最近因技術原因爆跌的人工智能（AI）龍頭企業，也為長線投資者帶來好的買入點。AI被認為是新一代信息技術，也是「十四五」推動經濟高質量發展助推器。隨着AI技術加速商業化，對擁有技術領先地位的龍頭公司帶來更多的發展空間。

滄海桑田

倪相仁