

非银金融 | 公司研究

2022年8月4日

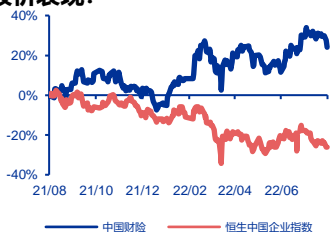
买入

首次覆盖

市场数据: 2022年8月3日

收盘价 (港币)	7.65
恒生中国企业指数	6736.96
52周最高/最低价 (港币)	8.47/5.85
H股市值 (亿港元)	1702
流通H股 (百万股)	22243
汇率 (人民币/港币)	0.86

股价表现:



资料来源: Bloomberg

证券分析师

许旖珊
A0230520080002
xuys@swsresearch.com

联系人

许旖珊
xuys@swsresearch.com

财险龙头，拨云见日，迎接未来

中国财险 (02328:HK)

引言: 2021年我国财险行业实现总保费收入1.4万亿，5年复合增速为8%。随着疫情缓解，汽车销量逐步回升，叠加车险综改影响逐步出清，财险行业有所回暖，1H22行业财险保费收入同比+9.4%至8034亿元。我们预计2022E行业保费收入将同比提升10%至1.5万亿。从全球范围来看，2021年我国财险业保险密度为471美元/人，仅是世界财险密度的58%；财险深度为3.9%，仅是世界财险深度的50%。随着我国保险市场制度的完善和业务的发展，我国与海外成熟保险市场的差距将逐渐缩小，中国财险作为行业龙头仍有广阔的成长空间。

承保利润持续稳健，龙头效应强者恒强。 中国财险作为财险行业规模最大的龙头公司，市场占有率长期稳居行业第一，2021年中国财险净利润224亿元，其中承保利润占比7%，投资收益占比93%。1H22中国财险总保费收入市占率为34%，市场主导地位稳固；公司积极发展高质量个人业务，推动综合成本率同比改善，2021年实现承保利润15.21亿元，其中车险承保利润67亿元，综合成本率较好低保持在100%以内。中国财险已发生未报案未决赔款准备金（IBNR）计提比重15.1%，高于行业平均12.9%水平，准备金安全垫较厚，进一步提升公司未来盈利稳定性。

车险：保费增长稳定，综合成本率有望下行，承保利润稳定增长。 车险综改已一年，承保利润进一步向头部财险公司集中，1H22车险保费CR3达69%，其中中国财险车险保费收入市占率32%，持续保持行业第一水平。我们从未来车辆承保量以及基准保费进行测算，保守、中性、乐观情景下，2022E公司车险保费收入分别为2665亿元、2768亿元、2907亿元，分别yoy+4.4%/yoy+8.4%/yoy+14%，未来3年CAGR分别为8%、11%、14%。2021年公司车险COR97.3%，优于同业，公司车险直销直控渠道占比超过80%，有望进一步压降综合成本率，预计2022年车险COR将控制在97%以内，保守、中性、乐观情景下承保利润分别为80亿元、83亿元、87亿元，分别yoy+20%/24%/31%，未来3年CAGR分别为8%、15%、20%。

非车险：农险、责任险等增长空间广阔，有望成为未来第二增长曲线。 2021年末，中国财险非车险业务保费收入市占率33%，维持行业第一。1H22实现非车险保费收入1478亿元，同比增速达12.8%，占比持续提升至51%。其中，**1) 农险方面**，中国财险在不同地区发展有特色的农险业务，1H22农险保费市占率同比+1pct至45%。根据具体假设，保守、中性、乐观情景下，2022E公司农险保费收入分别同比+11%、16%、19%；**2) 信保保险方面**，公司不断出清融资类信保保险的存量风险，转而承保优质的非融资类信保业务，整体风险可控，预计2022年非车险COR将控制在100%以内；**3) 其他险种方面**，责任险、财产险等险种规模和占比提升显著，有望协同意外险和农险等促进非车险规模快速提升。在非车险延续高增、税优政策释放盈利增量的多重因素影响下，公司今年业绩有望显著回暖，ROE将出现向上拐点。长期来看，随非车业务增长潜力的逐步释放，有望成为财险承保业绩的主要来源。

首次覆盖给予“买入”评级。 我们预计2022-2024年中国财险净利润分别为278亿元/340亿元/431亿元，分别同比+24%/+22%/+27%，ROE分别为13.1%/14.5%/16%，2022年8月3日股价对应PB估值仅0.7x，在行业加速出清阶段，承保利润及ROE水平企稳，叠加较高的分红率水平，与海外龙头相比估值仍有较大提升空间，综合可比公司估值法和PB-ROE估值法，我们得出公司目标价为11.1港币，对应1.0xPB，较现价有45%上升空间。

财务数据及盈利预测

人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	433,187	449,533	510,444	571,456	615,946
同比增长率 (%)	0%	3.8%	13.5%	12.0%	7.8%
净利润 (百万元)	20,868	22,365	27,830	34,028	43,093
同比增长率 (%)	-14%	7%	24%	22%	27%
每股收益 (元)	0.94	1.01	1.25	1.53	1.94
净资产收益率 (%)	11.7%	11.5%	13.1%	14.5%	16.0%
市盈率 (倍)	7.0	6.6	5.3	4.3	3.4
市净率 (倍)	0.77	0.71	0.66	0.60	0.50

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

Investment highlight:

Introduction: The total premium income of China's property and casualty insurance industry stood at RMB1.4 trillion, with a 5-year compound growth rate of 8%. We expect industry premium income to improve by 10% year-on-year to \$1.5 trillion in 2022E. Globally, the insurance density of China's property and casualty insurance industry will be US\$471 per person in 2021, which is only 58% of the world's property and casualty insurance density. With the improvement of China's insurance market system and business development, China's property and casualty insurance as an industry leader still has vast room for growth.

Underwriting profits continue to be solid, and the leading effect is strong. China Casualty Insurance, as the largest leading company in the property and casualty insurance industry, has a long-term market share of the industry's top position, with net profit of RMB 22.4 billion in 2021, of which underwriting profit accounted for 7% and investment income 93%. The company achieved an underwriting profit of RMB1.521 billion in 2021, including an underwriting profit of RMB6.7 billion from motor insurance, with a better integrated cost ratio kept within 100%. At the same time, China Casualty Insurance's incurred unreported claims reserve (IBNR) ratio of 15.1% is higher than the industry average of 12.9%, which provides a thicker reserve safety cushion and further enhances the company's future earnings stability.

Motor insurance: stable premium growth, comprehensive cost rate expected to go down, stable growth in underwriting profit. We measured 2022E company auto insurance premium income were 266.5 billion yuan, 276.8 billion yuan, 290.7 billion yuan, respectively yoy +4.4%/yoy +8.4%/yoy +14%, the next 3 years CAGR were 8%, 11%, 14%. 2021 company Car insurance COR of 97.3%, is expected to further reduce the comprehensive cost rate, is expected to control the car insurance COR in 2022 within 97%, conservative, neutral, optimistic scenario underwriting profit of 8 billion yuan, 8.3 billion yuan, 8.7 billion yuan, respectively, yoy +20%/24%/31%, the next 3 years CAGR were of 8%, 15% and 20% respectively.

Non-vehicle insurance: agricultural insurance, liability insurance and other growth space, is expected to become the second growth curve in the future. 1H22 achieved non-vehicle insurance premium income of 147.8 billion yuan, year-on-year growth rate of 12.8%, accounting for a sustained increase to 51%. In particular, **1) for agricultural insurance**, according to specific assumptions, under the conservative, neutral and optimistic scenarios, the company's agricultural insurance premium income will be +11%, 16% and 19% year-on-year respectively in 2022E; **2) for credit insurance**, the company continues to clear the stock risk of financing credit insurance and switch to writing quality non-financing credit insurance business, with the overall risk under control, and the non-vehicle insurance COR is expected to be controlled within 100% in 2022; **3) for other In terms of insurance types**, liability insurance and property insurance have increased significantly in scale and proportion, the company's performance is expected to pick up significantly this year and ROE will show an upward inflection. In the long run, with the gradual release of non-vehicle business growth potential, it is expected to become the main source of property and casualty insurance underwriting performance.

Initiate with a "Buy" rating. We expect China property and casualty insurance net profit to be 27.8 billion yuan/34 billion yuan/43.1 billion yuan in 2022-2024, respectively, +24%/+22%/+27% year-on-year, and ROE to be 13.1%/14.5%/16%, respectively, with a PB value of only 0.7x on August 2, 2022. In the accelerated liquidation phase of the industry, underwriting profit and ROE levels have stabilized, coupled with a higher dividend rate level, there is still more room for valuation improvement compared to overseas leaders.

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖给予“买入”评级。我们预计 2022-2024 年中国财险净利润分别为 278 亿元 /340 亿元 /431 亿元，分别同比 +24%/+22%/+27%，ROE 分别为 13.1%/14.5%/16%，2022 年 8 月 3 日股价对应 PB 值仅 0.7x，在行业加速出清阶段，承保利润及 ROE 水平企稳，叠加较高的分红率水平，与海外龙头相比估值仍有较大提升空间，综合可比公司估值法和 PB-ROE 估值法，我们得出公司目标价为 11.1 港币，对应 1.0xPB，较现价有 45%上升空间。

关键假设点

我们从未来车辆承保量以及基准保费进行测算，保守、中性、乐观情景下，2022E 公司车险保费收入分别为 2665 亿元、2768 亿元、2907 亿元，分别 yoy+4.4%/yoy+8.4%/yoy+14%，未来 3 年 CAGR 分别为 8%、11%、14%。2021 年公司车险 COR97.3%，优于同业，公司车险直销直控渠道占比超过 80%，有望进一步压降综合成本率，预计 2022 年车险 COR 将控制在 97%以内，保守、中性、乐观情景下承保利润分别为 80 亿元、83 亿元、87 亿元，分别 yoy+20%/24%/31%，未来 3 年 CAGR 分别为 8%、15%、20%。

农险方面，中国财险在不同地区发展有特色的农险业务，1H22 农险保费市占率同比+1pct 至 45%。根据具体假设，保守、中性、乐观情景下，2022E 公司农险保费收入分别同比+11%、16%、19%。

有别于大众的认识

市场认为新能源汽车与传统燃油车相比，赔付率更高，综合成本率更高影响承保利润。我们认为中国财险作为行业龙头，理赔数据多，风险识别能力强，对新能源汽车的定价模型不断完善，以及和主机厂及电池供应商在行为数据上合作，能够和燃油车一样做到区域差异定价，确保整体盈利稳定。

市场认为受疫情影响以及权益市场波动，险企盈利水平将受损。我们认为中国财险已发生未报案未决赔款准备金 (IBNR) 占比 15.1%，高于行业平均 12.9%水平，准备金安全垫较厚，将进一步提升公司未来盈利稳定性。

股价表现的催化剂

随着疫情缓解，汽车销量逐步回升，叠加车险综改影响逐步出清，财险行业有所回暖。从全球范围来看，我国与海外成熟保险市场的差距将逐渐缩小，中国财险作为行业龙头仍有广阔的成长空间。

核心假设风险

车险保费收入增速恢复不及预期，信用风险和自然灾害超预期，资本市场大幅波动。

目录

1. 盈利模式简单清晰，行业格局集中度高	4
1.1 盈利模式简洁，具有复利优势	4
1.2 车险综改后，行业马太效应凸显	5
1.3 非车险前景广阔	8
2. 财险行业领跑者，龙头强者恒强	9
2.1 行业龙头历史悠久，立足身后国资背景	9
2.2 科技建设加快推进，有力支撑战略实施	12
2.3 负债端承保利润水平较高	13
2.3.1 准备金提取充足，抵御风险能力增强	13
3. 车险业务构筑稳固护城河	15
3.1 车险业务持续贡献稳定承保利润	15
3.2 行业顶尖直销直控渠道，COR 进一步压降	17
3.3 优质业务承保比例提升，领先优势进一步扩大	19
3.4 新能源汽车销售火爆赋予车险二次增长动力	19
4. 非车险业务提供保费增长新驱动	20
4.1 农险业务极具增长潜力	23
4.2 意健险业务持续贡献增量	25
4.3 责任险业务盈利向好	27
4.4 信保业务风险出清	29
5. 投资端资产配置稳健，投资收益亮眼	30
6. 投资分析意见	31
6.1 盈利预测	31
6.2 可比公司估值法	32
6.3 PB-ROE 估值法	33
6.4 风险提示	34

1. 盈利模式简单清晰，行业格局集中度高

1.1 盈利模式简洁，具有复利优势

财险行业相比寿险行业，其盈利模式更加简洁。只要承保利润率具有可持续性，在承保业务杠杆和投资业务杠杆的作用下，财险公司就能获取可观的 ROE 水平，实现业绩的长期复利。此外，在长端利率下行的环境下，财险公司投资端对利率敏感性更低，面临的利率风险更小。

承保利润和投资收益是财险公司盈利的两大驱动力。从财险业务的利源拆分来看，财险公司的利润主要包括承保利润和投资收益两部分，其中：

1) 承保利润=已赚保费-赔付支出-费用支出，即已赚保费*（1-综合成本率）；

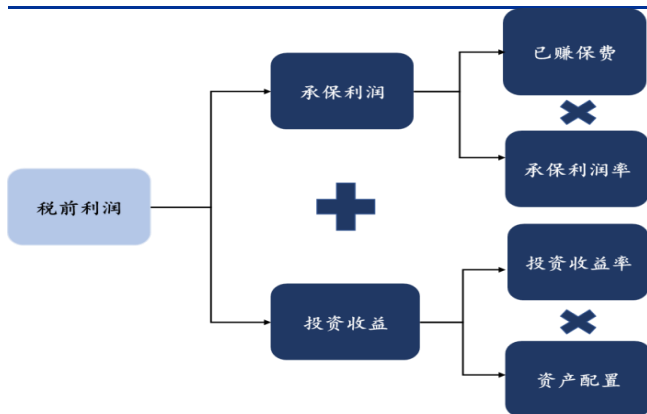
2) 投资收益=投资资产规模*投资资产收益率。

因此，可基于此对财险公司的 ROE 进行拆解，得出：

3) 财险税前 ROE=承保利润率*（已赚保费/净资产）+投资收益率*（投资资产/净资产）

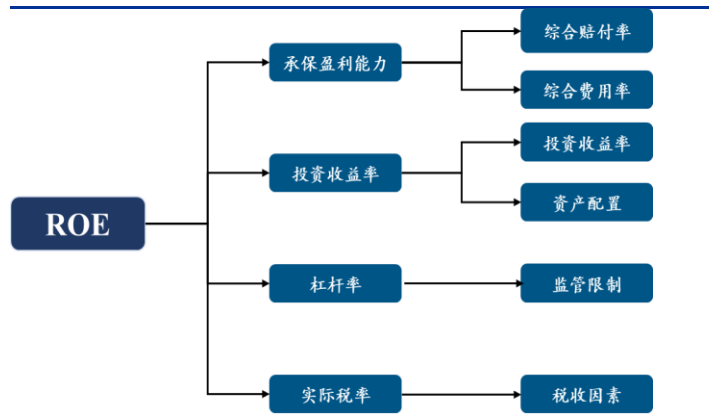
4) $ROE = [(1 - \text{综合费用率} - \text{综合赔付率} * \text{承保端杠杆率}) + (\text{投资收益率} * \text{投资端杠杆率})] * (1 - \text{税率}) = (\text{承保利润} + \text{投资收益}) * (1 - \text{税率})$ 。

图 1：财险公司利润来源



资料来源：申万宏源研究

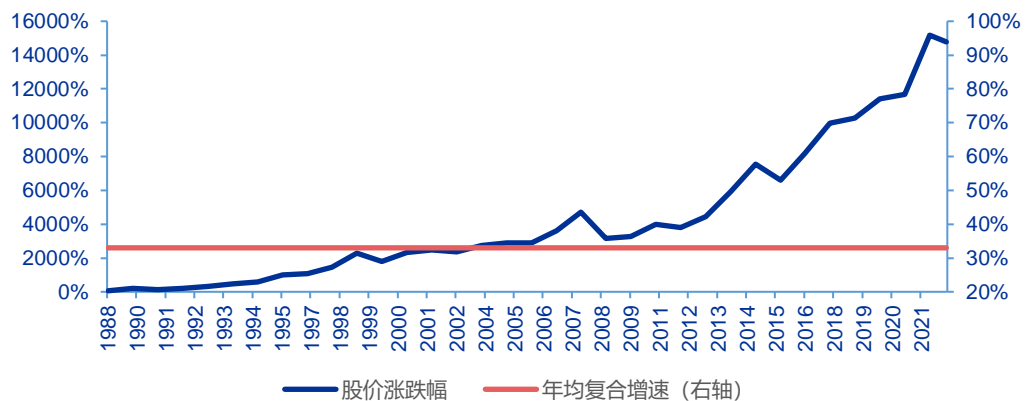
图 2：财险公司 ROE 分析



资料来源：申万宏源研究

财险业务的 ROE 主要来源与两个方面，一是承保盈利的能力，即保险业务实际获取收益的能力；二是投资收益，即使用业务浮存金（保户向保险公司缴纳的保费）和其他资产获取投资收益的能力。进一步拆分可以得到，财险公司的承保能力与综合成本率密切相关，投资收益与公司的投资能力有关，另外杠杆率的提升和实际税率的情况也与公司实际 ROE 水平相关。只要承保利润率同样具有可持续性，在承保业务杠杆和投资业务杠杆作用下财险公司就能获得可观的 ROE 水平，浮存金的“负成本”优势便会通过复利的形式逐年放大，实现业绩的长期复利。以海外财险公司为例，作为行业的典型代表，Berkshire Hathaway 在出色的保险承保盈利能力以及稳健的投资表现驱动下，实现了从 1987-2021 年股价复合增速达 20.1%。

图 3: Berkshire Hathaway 1987-2021 股价增速



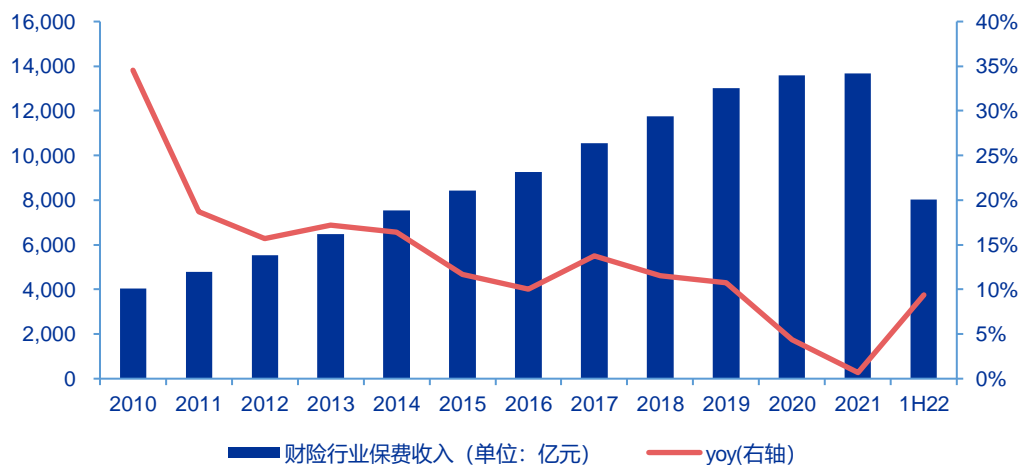
资料来源: NYSE, 申万宏源研究

财险公司较短的保单期限决定了更为简洁的盈利模式。相对于寿险保单长达数十年的保险期间, 财险业务的保单期限往往在一年左右, 在会计利润的确认和利源分析上具有更为清晰的框架逻辑。寿险公司价值之锚为内含价值体系, 而财险公司则为会计利润体系。持续获取承保利润是财险公司业绩实现复利的前提。

1.2 车险综改后, 行业马太效应凸显

财险行业保费收入从 2010 年的 4027 亿元增长至 2021 年的 13676 亿元, 年均复合增速 11.8%。随着车险综合改革全面铺开, 整个财险行业被推动着进行经营模式升级, 重塑伴随“阵痛”而来。突如其来的新冠肺炎疫情带给行业经营压力的同时, 也促使数字化转型的突飞猛进。非车险业务迎来较快发展, 对社会经济发展以及国家重大战略部署的风险保障作用得到较为充分的发挥。尽管财险市场规模保费增速放缓, 但行业险种结构持续调整, 风险保障金额不断提高, 服务实体经济能力逐渐提升, 进入向高质量发展的调整期。同时, 财险保单期限一般在 1 年左右, 其更换率明显高于寿险, 具有“消费品”属性, **保费收入具有较强的稳定性, 为行业盈利提供了很好的可持续性基础。**

图 4: 财险行业历年保费收入及增速 (单位: 亿元)

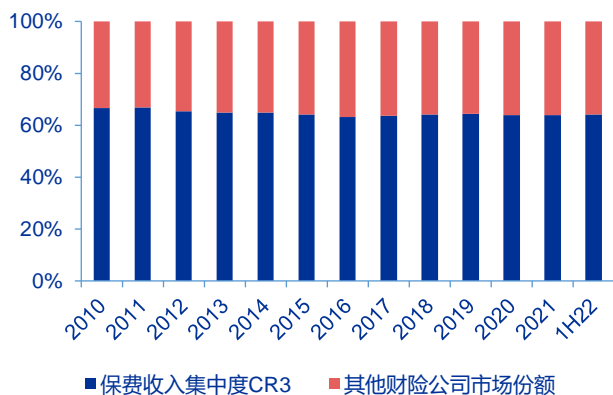


资料来源: 银保监会, 申万宏源研究

中国财产险行业头部集中度高，2021 年美国前 25 家公司财险保费收入约 5302 亿美元，占市场累积份额 67%；规模前五公司保费市场累积份额 32%；同期中国前 25 家财险公司保费收入约 2022 亿美元，占市场份额约 93.2%，规模前 5 的公司保费市场累积份额 74.4%。与美国相比，中国财险市场头部集中度更高，处于寡头垄断的市场格局，头部公司占据大部分市场份额，具有较大的定价权和超额利润，其他公司利润率较低，甚至亏损。

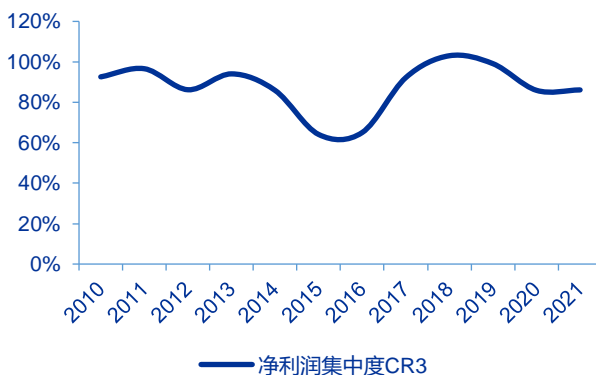
从市场份额来看，中国财险、平安财险、太保财险这三家老牌财险公司占据了近 70% 的财险行业市场份额。2021 年，中国财险市场份额占比 33%；平安财险占比 20%；太保财险占比 11%。从变化趋势来看，从 2010 年到 2021 年，前 3 家财险公司市场份额从 67% 下降到 64%，主要由于中小公司激进的定价策略抢占市场。但随综改等监管政策陆续出台，中小公司的竞价空间持续压缩，市场份额将重回头部险企，预计行业集中度将维持稳定并将长期提升。**从净利润集中度情况来看**，2021 年 CR3 为 86%，净利润高度集中于头部财险公司，余下的中小险企由于市场主体增多，承保端和投资端面临较大亏损风险，预计未来可能被逐步出清。因此，在过去的 10 年，财险行业的竞争格局一直是“强者恒强，弱者恒弱”。

图 5：财险市场保费收入集中度情况



资料来源：各公司年报，申万宏源研究

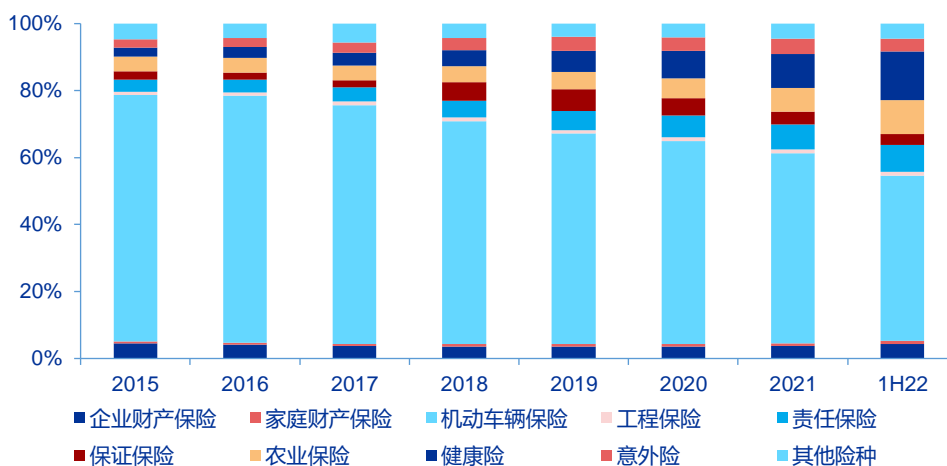
图 6：净利润集中度 CR3



资料来源：各公司年报，申万宏源研究

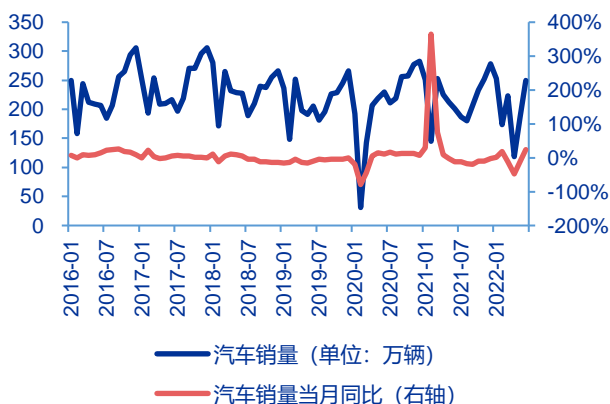
车险仍占据绝对的主导地位。车险只是财产保险公司所经营的众多险种之一，但来自于车险业务的保费收入在财产保险公司却占据着绝对的主导地位。自 1998 年车险业务在财产保险业务的占比超过 50% 之后，所占比率就一路攀升，最高时占比超过 70%。随着车险综改的逐步开展，车险占比由历史高点 74% 逐渐下降到 2021 年的 57%。总体上看，中国车险结构占比已经迅速向美国接近，业务结构更加均衡合理。

图 7：财险行业险种保费结构



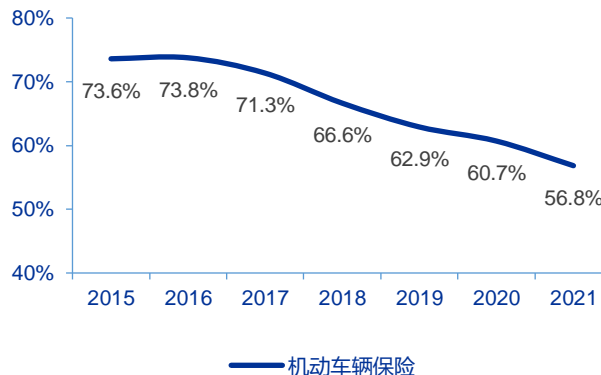
资料来源：银保监会，申万宏源研究

图 8：汽车当月销量 (单位: 万辆)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：车险占比变化情况



资料来源：银保监会，申万宏源研究

车险保费收入是财险公司最主要的收入来源，保费收入的大幅下滑在短期内会显著影响到财产险公司的日常经营。受疫情以及各地分管措施的变化对物流效率的影响，汽车行业在今年上半年短期承压，随着上海地区复工复产持续推进，各地物流措施有序落地，汽车产销量逐渐回补，6 月汽车销量增速由正转负，同比+24%。新能源汽车将成为车险保费新增长点，2022 年 6 月，实现新能源车销量约 60 万，同比+160%，政策扶持+科技创新，新能源汽车普及将进一步上升；另一方面，车均保费下降将激发消费者提高投保率、保额等保障需求，预计消费者需求提升将部分对冲保费下降对财险公司的负面影响。考虑到车险综改为供给侧改革以及需求端的稳定，保费收入将趋稳回升。

从综合成本率来看，成本结构改善驱动综合成本率迎来拐点。考虑到消费者的赔付需求客观存在，实现长期承保盈利的主要驱动力来自于渠道费用率的改善。根据当前监管指引，预计车险改革后整体赔付率将从 60%提升至 75%左右，意味着只有在整体费用率下降至 25%以内才能使得行业实现承保盈利。因此我们判断，中长期来看，渠道费用率的压缩以及见底将成为

行业实现承保盈利的关键因素，随着财险公司成本结构的改善，综合成本率将探底回升，迎来一个拐点。

表 1：综改后上市险企车险赔付成本上升

综合成本率	2017	2018	2019	2020	2021
中国财险	96.40%	98.40%	96.70%	96.50%	97.30%
平安财险	97.50%	97.40%	97.20%	98.20%	98.90%
太保财险	98.70%	98.30%	97.90%	97.90%	98.70%
赔付率	2017	2018	2019	2020	2021
中国财险	58.90%	56.80%	57.10%	55.30%	70.10%
平安财险	56.30%	53.90%	57.20%	55.60%	71.40%
太保财险	56.10%	56.30%	54.80%	58.60%	71.10%
费用率	2017	2018	2019	2020	2021
中国财险	37.50%	41.60%	39.60%	41.20%	27.20%
平安财险	41.20%	43.50%	40.00%	42.60%	27.50%
太保财险	42.60%	42.00%	43.10%	39.30%	27.60%

资料来源：各公司财报，申万宏源研究

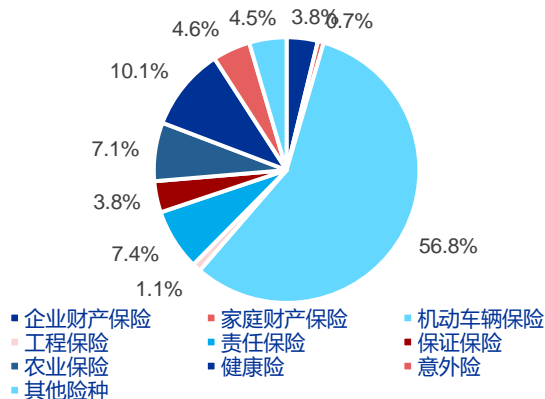
从发展空间来看，车险创新产品呼之欲出，车险发展空间广阔。根据监管指引，当前诸多车险创新产品如机动车里程计费型商业保险、新能源车险等正在积极筹备中，预计车险创新产品的陆续推出将进一步拉动车险需求增长，推动车险发展。

1.3 非车险前景广阔

美国的大类业务相对均衡，而我国除了车险外，其他险种规模都还相对较小。根据 NAIC 发布的 2021 年的数据，美国财险市场的半数以上业务都是非车险，占比为 57.31%，其中其他险种 22.12%、家财险 14.63%、其他责任险 10.82%、职工失业保险 8.59%、医疗责任保险 1.37%。这主要是因为美国各家财险公司业务结构差异大，不同公司有不同优势领地，有以车险为主的，也有责任险、家财险等占优的。以前十大财险公司来说，排名第 8 的安达保险，未进入私家车险前 25 名单中。安达保险的车险业务占比较低，其优势在于责任险和企业雇员类保险，为美国最大的责任险公司。再如，第 6 大财险公司旅行者保险的私家车险占比也仅有 17%，其优势业务在于责任险、家财险、商用车险。

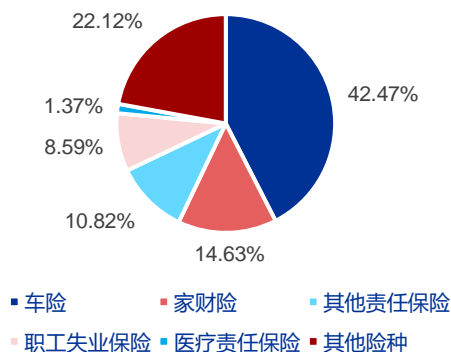
反观我国，大部分的财险公司均以车险为主营业务，2021 年财险市场的车险业务占比 57%，第二梯队的业务分别是意外和健康险占比 10%、责任保险占比 7%、农险占比 7%。可见在美国保险市场具有举足轻重低位的责任保险在我国的表现并不突出，而美国非车险业务中占比最大接近 15%的家财险在我国的占比长期低于 1%。由此呈现出来的，是两地财险市场发展阶段的差异。但随着我国车险改革步伐加快以及国家对政策保险（政策性农险，城乡大病保险等）的扶持力度的加大，我们估计中国车险占比有望向下，其他险种的占比亦会随着财险公司业务结构的不断优化而提升，未来财险业将持续获得更加健康合理的盈利。

图 10：中国财险市场险种结构



资料来源：银保监会，申万宏源研究

图 11：美国的财险市场险种结构



资料来源：NAIC，申万宏源研究

财险行业前景明朗。结合上述的分析，可以看出：1) 车险综改落地，短期内车险保费与利润承压，长期内市场会再次到达稳定局面，行业保费将回归理性增长，成本结构会得到改善；2) 汽车市场有回暖迹象，新能源汽车销量高速增长将成为车险业务新增长点；3) 车险创新产品呼之欲出，车险增长空间广阔。4) 国家对政策保险（政策性农险，城乡大病保险等）的扶持力度的加大，其他险种的占比亦会随着财险公司业务结构的不断优化而提升，随着未来我国各类法律法规的不断完善以及民众保险意识的增强，非车业务将迎来良好的发展机遇。

行业格局延续强者恒强。1) 头部财险公司定价能力、渠道掌控力和理赔服务优势突出，而经营管理能力薄弱的中小公司将面临车险业务持续亏损的严峻挑战。2) 部分车险与非车险创新产品的发展需要强大的背景支撑，大型财险公司优势更大，预计未来财险公司之间的差距会进一步拉大，保费与利润会进一步集中到大型财险公司。

结合上述原因，我们推荐保费收入和承保利润均稳居市场第一的国内唯一上市财险公司——中国财险。

2. 财险行业领跑者，龙头强者恒强

2.1 行业龙头历史悠久，立足身后国资背景

中国财险正式成立于 2003 年，是国内历史悠久、业务规模最大、综合实力最强的大型国有财产保险公司，稳居亚洲财险公司第一，在国内外同业市场享有卓著声誉。于 2003 年 11 月 6 日在香港联交所主板上市。

作为第一家海外上市的内地央企，中国财险当前总股本为 222.42 亿股，其中中国人持有 153.43 亿股，占比 68.98%，是其控股股东，实际控制人为财政部。股东背景优势，品牌效益显著，与多个大型国有企业团体客户保持良好关系，独家或首席承保了中石油、中石化等企业集团的企财险业务，及多个国有商业银行和股份制银行的自有资产统保项目。

强大的股东背景使中国财险具备业务承保先发优势。财险是政策推动市场，强大的股东背景和资源优势使中国财险在车险与非车险市场上如鱼得水，除在市场上有更强的掌控力外，诸多与政府合作的创新产品以及与同业的共保业务，中国财险都能占据先发优势。

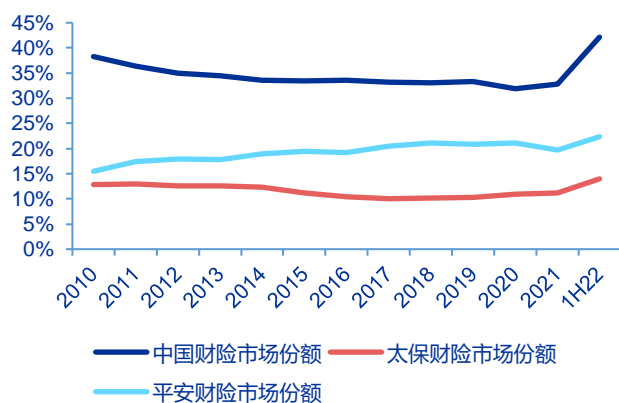
表 2：截至 2021 年末中国财险股权结构

股东名称	股份性质	直接持股数量 (亿股)	占已发行普通股比例 (%)	股东类型
中国人民保险集团股份有限公司	内资股	153.43	68.98	持股 5%以上股东
Schroders Plc	H 股	4.12	1.85	其他
BlackRock, Inc.	H 股	4.05	1.82	机构投资者
Citigroup Inc.	H 股	3.65	1.64	机构投资者
JPMorgan Chase & Co.	H 股	3.54	1.59	其他
合计		168.8	75.88	

资料来源：公司财报，申万宏源研究

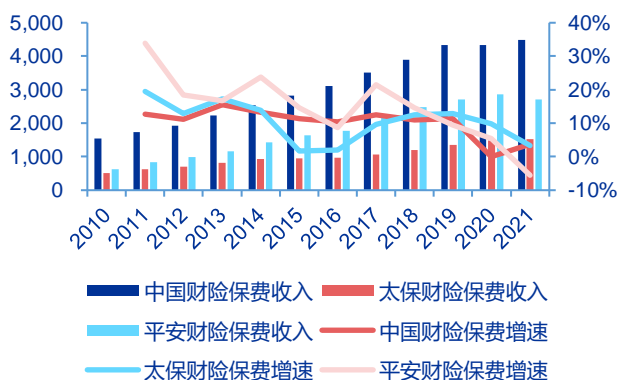
2010 年至 1H22 期间中国财险市场份额始终保持第一。2016 年，由于中国财险积极构建大车险格局，深化升级渠道合作模式，战略性拓展中高端新车市场，完善公司与人保寿险、人保健康的协同机制，加强销售过程管理，实现了自股改上市以来市场份额首次回升，从此往后公司的市场份额持续提升。

图 12：中国财险市场份额稳居第一



资料来源：各公司财报，申万宏源研究

图 13：中国财险保费收入增速较高且稳定 (单位：亿元)

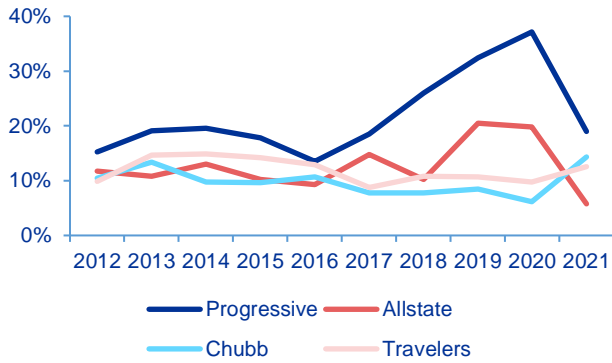


资料来源：各公司财报，申万宏源研究

中国财险 ROE 水平较高。中国财险近十年 ROE 全部都在 10%以上，1Q22 年化 ROE 高达 17%。通过回溯公司 ROE 和 PB 的历史走势，我们发现中国财险的 PB 与 ROE 强相关。

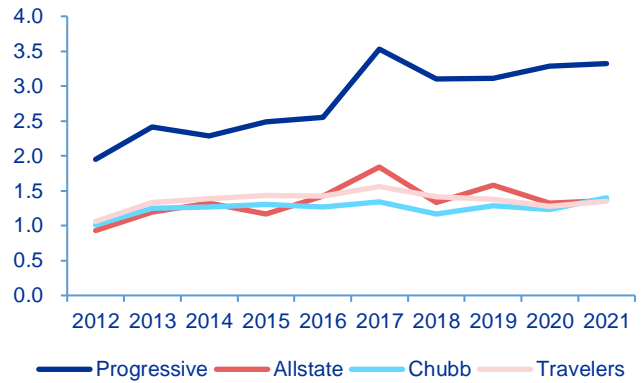
Progressive 的 PB 估值长期高于美国本土财险市场的其他四家财险公司，复盘基本面与估值的映射关系,Progressive 的 ROE 截至 2021 年末为 18.6%，ROE 普遍高于其他财险公司，因此 PB 估值更高。复盘中国财险的周期变化，公司的 PB 估值与 ROE 强相关。财险业务主要关注 ROE 的水平，即为股东带来回报的能力，因此高的 ROE 水平将带来更高的市场估值。

图 14: Progressive ROE 远高于美国其他财险公司



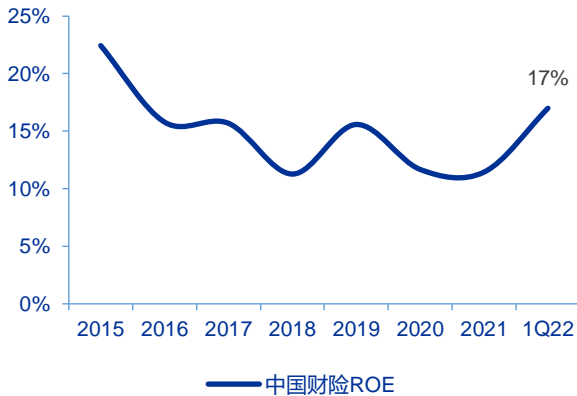
资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

图 15: Progressive P/B 估值更高



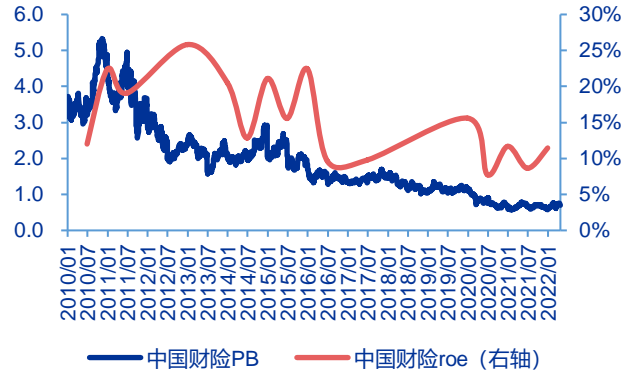
资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

图 16: 中国财险 ROE 情况



资料来源: 各公司财报, 申万宏源研究

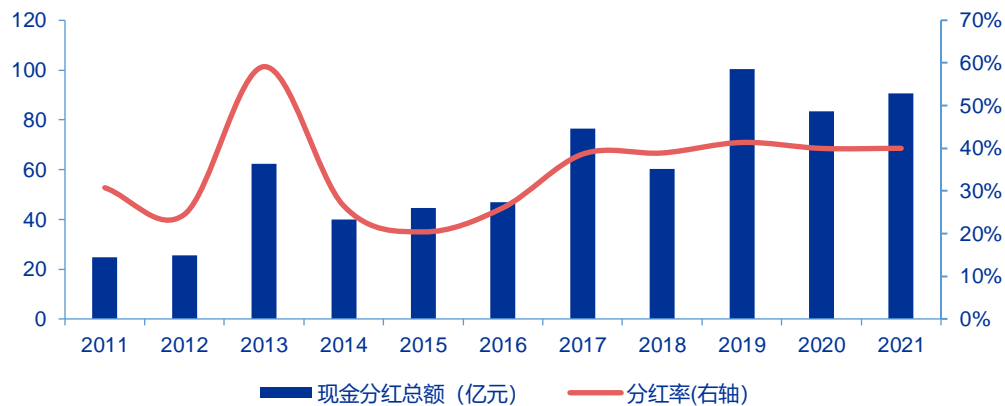
图 17: 中国财险 PB、ROE 情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究

分红率保持稳定。2017 年至 2021 年, 中国财险逐年分红率为 38.6%、38.9%、41.4%、40.0%和 40.0%。2022 年 1 月 1 日期, 偿二代二期工程实施, 相较于寿险, 财险公司受影响程度较小, 我们预计公司派息水平将维持稳定。

图 18: 公司分红率近年来持续稳定 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

2.2 科技建设加快推进，有力支撑战略实施

加快数字化转型，强化科技赋能保险价值链条。2020年11月，在新一届董事会的领导下，中国人保集团确定卓越保险战略，其核心内容是“1+7”战略框架。其中“1”指“1个战略愿景”，是“建设具有卓越风险管理能力的全球一流金融保险集团”，其要点在于聚焦主业、追求一流、注重能力、综合服务；“7”指“7项战略举措”，是始终保持人民保险的发展理念、履行服务国家战略的历史责任、提升财险创新驱动的市场优势、打造全面风险管理的服务平台、健全市场化运作的管理体制、建立数字化支撑的发展基础和提高现代国有企业的治理能力等七大举措。公司同时提出了“六大战略服务”，服务乡村振兴、服务智能交通、服务健康养老、服务绿色环保、服务科技创新、服务社会治理。

图 19：人保集团卓越保险战略

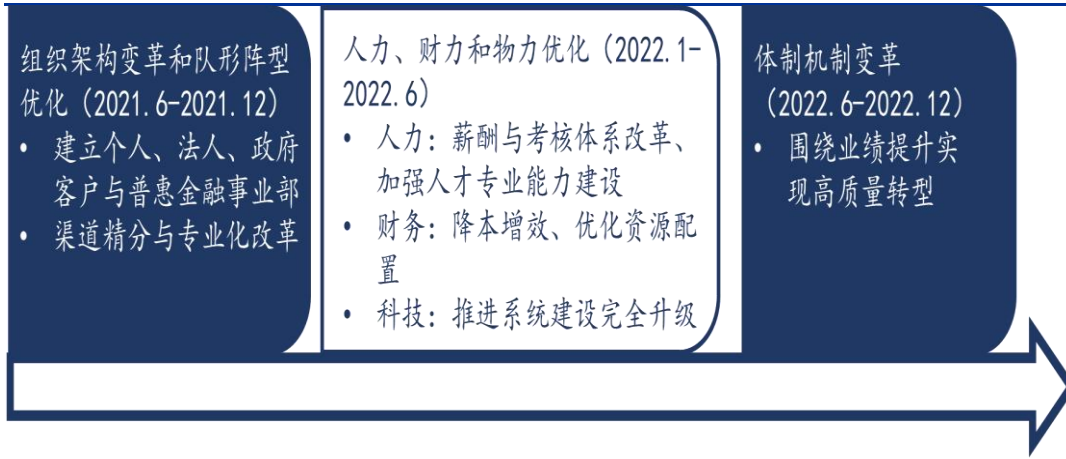


资料来源：公司财报，申万宏源研究

在集团“卓越保险战略”指引下，中国财险针对公司存在的深层次矛盾，以“三湾改编”为名，启动实施全面的体制机制变革工程，以业绩为导向，推动公司高质量发展转型。

“三湾改编”不再按照传统“以产定销”的思维制定产品条线，更以客户的角度出发，秉承“以客户为中心”的理念重新定义组织架构，通过供给侧的改革来激发需求端活力。“三湾改编”将组织架构和业务条线进行拆分，业务部分按照个人事业群、法人事业群、政府事业群划分，与之匹配的客户服务、科技运营、支持和综合四大板块，此前的财产保险部、特殊风险保险部、信息科技部、销售管理部等多个部门均未在新架构中出现。

图 20：中国财险进入“三湾改编”第二阶段



资料来源：公司财报，申万宏源研究

个人事业群下设车险部、个人非车险部、个人业务渠道部和电子商务等四个部门，其中包括车险、意外险、个人健康险、家庭财产险等险种。个人事业群从客户角度出发，实现渠道精分 and 专业化经营，深入理解客户消费场景，挖掘客户潜在的、真正的需求，以客户为中心进行产品的销售，促进车险销售场景中带动个人非车业务发展。

法人事业群下设团体保险部、机构客户部和风控技术部等三个部门，其中包括责任险、企财险、信用保证险业务等险种。法人事业群聚焦 To-B 业务，旨在增强商业客户的粘性，未来将跟随国家的“三新一高”发展战略、“两新一重”新基建、专精特新企业转型、双碳战略、一带一路和新能源行业发展促进等政策，充分挖掘市场需求，扩大保险供给。

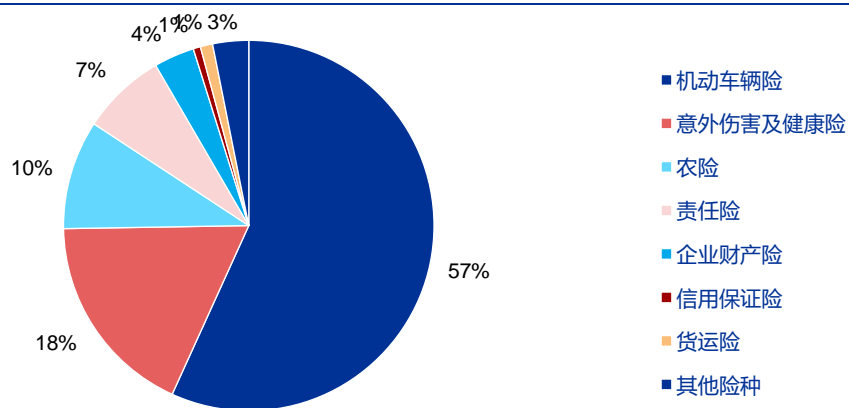
政府事业群则包括农业农村部和健康保险事业部两个部门，以承担更多社会责任，用实际行动推动中央政策的落实为指引，定位于保本微利的目标，未来将充分契合时代特征，并通过保险机制来承接公共服务、社会治理等职能，如农险和大病保险。

2.3 负债端承保利润水平较高

2.3.1 准备金提取充足，抵御风险能力增强

从保费收入结构来看：2021 年末车险占比最高为 57%；其次是意外伤害及健康险，占比 18%；接着是农险与责任险，分别占比 10%和 7%。从承保盈利来看，2021 年，中国财险车险承保盈利 67 亿元，非车险承保亏损 52 亿元。结合历史情况可见，车险承保盈利是中国财险最主要的承保盈利来源，非车险承保盈利不稳定甚至会亏损。在长期视角下，车险业务仍是承保盈利稳定的核心贡献，是公司盈利的基本盘。

图 21：2021 年中国财险保费收入结构情况



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：中国财险承保盈利来源

单位：亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
车险承保盈利	47	45	31	38	74	70	87	39	82	88	67
占比	58%	60%	52%	52%	86%	140%	94%	73%	258%	211%	439%
非车险承保盈利	33	31	29	35	12	-20	5	14	-50	-46	-52
公司承保盈利	80	76	60	73	86	50	93	53	32	42	15

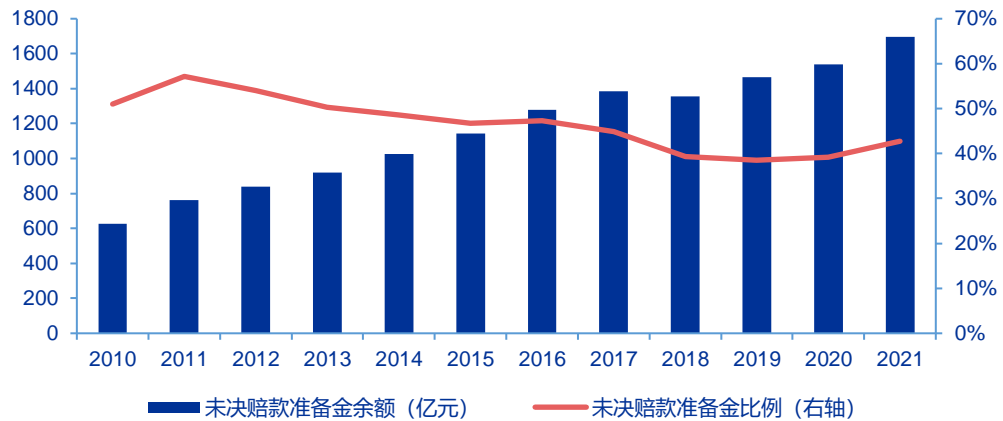
资料来源：公司公告，申万宏源研究

中国财险准备金结构不断优化，利好提升准备金安全垫。中国财险未决赔款准备金结构中，IBNR（已发生未报案未决赔款准备金）比重逐年上升，自 2010 年的 10.2% 上升至 2020 年的 39.3%，而已报案未决的占比大幅下降，从 2010 年的 87.2% 下降至 2020 年的 57.7%。我们预计主要两大原因，一是公司理赔效率显著提升，推动已报案未决的准备金计提需求下降；二是通过加大 IBNR 计提比重（IBNR/已赚保费）来提升整体准备金的安全垫，从而推升盈利水平。近年来，中国财险的 IBNR 计提比重普遍高于行业水平。截至 2021 年末，中国财险 IBNR 计提比重为 15.1%，财险行业为 12.9%

中国财险的准备金余额和充足程度较高，在车险综改影响下有能力通过部分释放准备金来提升盈利稳定性。从存量准备金看，各家公司未决赔款准备金余额呈逐年上升态势，而衡量准备金充足程度的指标未决已赚比（即未决赔款准备金余额与已赚保费的比值）自 2018 年起有小幅下滑，预计主要原因是在车险商改和车险综改的背景下财险公司为实现承保盈利部分释放了准备金所致。中国财险的未决赔款准备金提取比例长期高于行业平均水平和其他头部险企，具有更大的盈利安全垫，截至 2021 年末，财险行业未决赔款准备金提取比例 35.4%，中国财险为 38.5%。

具体到车险行业，我们预计同样呈现龙头险企准备金安全垫更厚的趋势。以交强险业务为例，总体上中国财险的未决已赚比长期保持较高的水平。IBNR 充足性方面，中国财险自车险商改以来大幅提升 IBNR 充足性，2019 年 IBNR 与未决赔款准备金余额的比值分别为 51.3%。在当前车险综改进一步深化的背景下，预计中国财险的准备金将保持高度充足水平，部分释放准备金有利于平滑全年承保盈利水平。

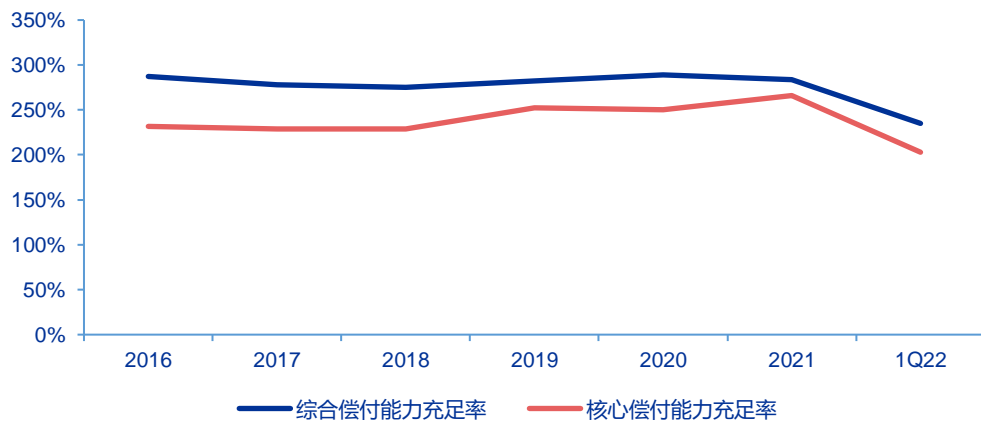
图 22：中国财险未决赔款准备金余额逐年上升（单位：亿元）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

偿二代二期工程主要对高剩余边际贡献的寿险公司核心资本造成了比较大的负面影响，而中国财险业务则不受该因素影响。一季度末，公司综合偿付能力充足率为 235%，核心偿付能力充足率为 203%，仍远高于监管水平，预计对于分红水平影响有限。

图 23：中国财险偿付能力充足率情况



资料来源：公司财报，申万宏源研究

3. 车险业务构筑稳固护城河

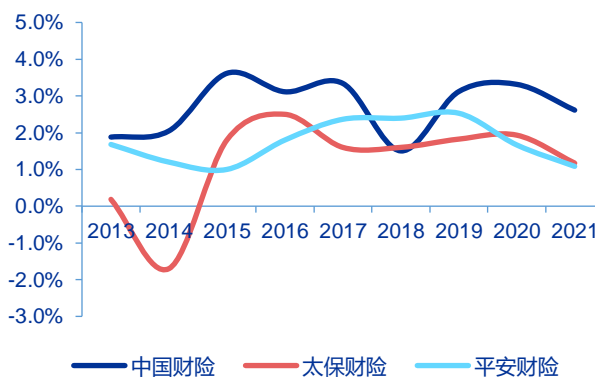
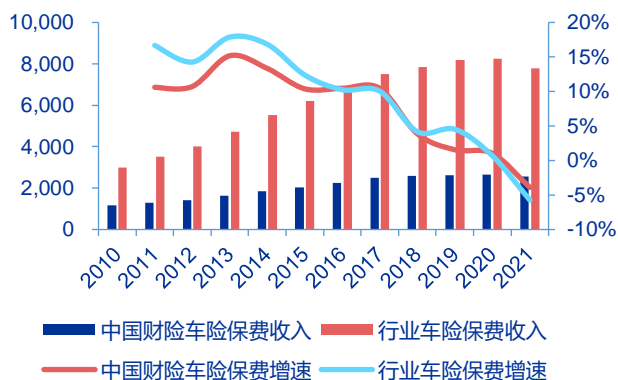
3.1 车险业务持续贡献稳定承保利润

中国财险车险承保利润率持续领先，车险保费增速回暖。车险保费一直以来是公司收入的主要来源，但近十年所占比重呈缓慢下降趋势，2021 年中国财险车险业务保费收入占总保费收入的比重降至 57%，为 2553 亿元。中国财险车险业务的市场份额在近十年来维持在 30%-40% 之间，但占比亦在缓慢下降，2021 年同比回升至 33%。车险作为刚需，具有强消费属性，需求持续正增长具有高确定性。车险综改满一年后行业已经恢复同比增长，1H22 全行业累计实现车险保费收入 3976 亿元，同比增长 6%，仍贡献了行业最大增量。

复盘 2015 年起的车险市场化改革，虽然行业车险业务盈利能力受到影响，但头部效应集聚、向老三家集中。其中，中国财险的车险业务承保利润率在老三家中长期保持最高，负债端盈利能力依然最强。与同业相比，公司车险的承保利润率持续领先（除 2018 年落后平安财险外），近七年平均领先平安财险 1.03 个百分点、太保财险 1.81 个百分点。2021 年公司车险的承保利润为 2.6%，平安财险为 1.1%，太保财险为 1.2%。

图 24：中国财险车险保费收入及增速（单位：亿元）

图 25：国内同业财险公司承保利润率对比

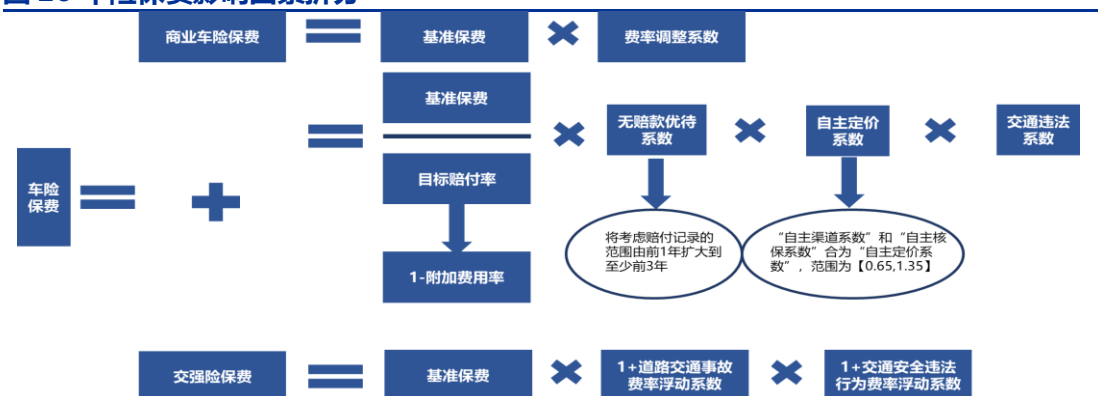


资料来源：公司财报，银保监会，申万宏源研究

资料来源：公司财报，申万宏源研究

车险保费增速主要受汽车保有量以及车均保费两个变量的影响。其中，车均保费受车险综改的一次性下降因素已于综改后一年释放完成，后续车均保费预计保持相对平稳；汽车保有量由新车销量和存量车规模共同构成，新车销量短期受到汽车市场“缺芯”、疫情反复等负面影响增长较弱，但随着疫情缓解，复工复产有序推进，汽车销量逐步回暖，其中新能源车销量大幅增长，预计未来将推动全市场汽车保有量稳健增长。

图 26 车险保费影响因素拆分



资料来源：申万宏源研究

我们将影响车险保费的因素进行拆分，从汽车承保量和基准保费两方面进行预测，在中性情景下，我们预计 2022 年中国财险车险保费收入将同比+8.4%至 2768 亿元，最保守假设下，车险保费收入将同比+4.4%至 2665 亿元，最乐观假设下，车险保费收入将同比+14%至 2907 亿元。

表 4：中国财险未来车险保费收入预测

	乐观 3	乐观 2	乐观 1	基准	悲观 1	悲观 2	悲观 3
汽车保有量 (万辆)	31600	31600	31600	31600	31600	31600	31600
减报废汽车数量(万辆)	1800	1810	1830	1851	1900	1900	1900
加汽车销量 (万辆)	2641	2621	2601	2581	2568	2555	2538
yoy	4.4%	3.6%	2.8%	2.00%	1.50%	1.00%	0%
汽车承保数量 (万辆)	32441	32411	32371	32330	32268	32255	32238
中国财险承保汽车市占率	31.0%	30.0%	29.9%	29.7%	28.9%	28.8%	28.7%
中国财险承保数量 (万辆)	10057	9723	9679	9603	9335	9294	9252
交强险基准保费	950	950	950	950	950	950	950
新能源车保有量占比	2.8%	2.70%	2.60%	2.5%	2.5%	2.4%	2.3%
商车险基准保费	1933	1931	1928	1925	1924	1923	1923
无赔款优待系数				0.753			
自主定价系数				0.943			
交通违法系数				1			
保费收入 2022E (亿元)	2907	2809	2793	2768	2690	2678	2665
yoy	14%	10%	9.4%	8.4%	5.4%	4.9%	4.4%
保费收入 2023E (亿元)	3285	3146	3100	3045	2959	2919	2878
yoy	13%	12%	11%	10%	10%	9%	8%
保费收入 2024E (亿元)	3778	3586	3503	3411	3255	3181	3109
yoy	15%	14%	13%	12%	10%	9%	8%
保费收入 2025E (亿元)	4345	4088	3959	3820	3580	3468	3357
yoy	15%	14%	13%	12%	10%	9%	8%
3 年 CAGR	14%	13%	12%	11%	10%	9%	8%

资料来源：wind，乘联会，公安部，公司财报，申万宏源研究

3.2 行业顶尖直销直控渠道，COR 进一步压降

截止 2021，车险行业综合赔付率同比提升 15%至 73.3%、综合费用率同比下降 11.8% 至约 27.7%，合计综合成本率达到 101%。中国财险车险业务全年综合成本率为 97.3%，同比提升 0.8pt，依旧保持在较好水平，车险综改对公司 COR 影响好于预期，综合赔付率/综合费用率分别为 70.1%/27.2%，同比变动+12.1pt/-11.3pt，该趋势的变化主要是由于监管推行车险综改背景下保费充足度下降倒逼行业费用率下降。2021 年中国财险的车险综合赔付率有所提升，但总体低于行业，显示定价能力及客户筛选能力提升；综合费用率长期低于行业，显示规模效应与渠道议价能力。

美国大型财险公司费用率较低的原因在于有更完善的直销渠道。2021 年，GEICO 车险综合成本率为 95.8%，其中赔付率为 81.3%，费用率为 14.5%，Progressive 综合车险成本率为 90.5%，其中赔付率为 70.6%，费用率为 19.9%。从费用的具体构成情况来看，财险公司的费用投入主要包括保单获取成本、核保成本和其他。美国财险公司费用率较低的原因在于有更发达的直销渠道。以 Progressive 为例，公司的费用主要用于核保成本，占比长期维持在 60%左右，而保单获取成本的占比保持较低水平，在 35%左右，主要原因是公司拥有强大的电网销直销渠道，有利于公司降低中介渠道的费用支出。

公司 2021 直销渠道贡献 42%的车险利润（代理渠道贡献 58%），整体保单获取成本仅为 7%。降低费用率、打造直销渠道是我国大型险企的发展路径。与美国大型车险公司相比，我国前 财险公司的车险费用率之前都在 %左右，车险综改后下降至 %左右，远远超过

了美国车险公司，因此，未来我国大型财险公司增加承保盈利的方式为压缩费用率，在现有销售渠道的基础之上，打造直销渠道，降低渠道费用率。

表 5：美国财险公司车险费用率较低

2021 年	车险综合成本率	车险赔付率	车险费用率
GEICO	95.80%	81.30%	14.50%
Progressive	90.50%	70.60%	19.90%
中国财险	97.30%	70.10%	27.20%
太保财险	98.70%	71.10%	27.60%
平安财险	98.90%	71.39%	27.50%

资料来源：各公司财报，申万宏源研究

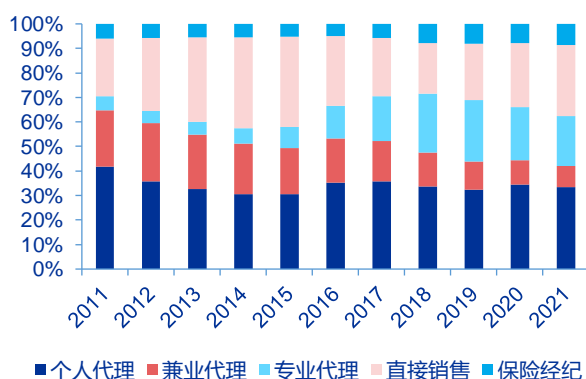
表 6：Progressive 直销渠道更为完善

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
代理渠道	54%	53%	62%	64%	54%	55%	57%	59%	58%
直销渠道	46%	47%	38%	36%	46%	45%	43%	41%	42%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

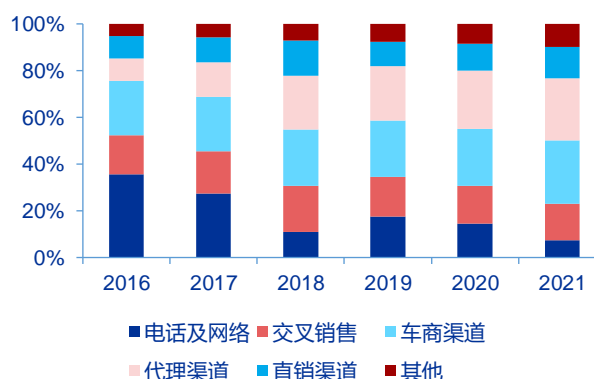
中国财险通过降低渠道手续费率改善费用率水平。公司得益于较强的渠道掌控能力，在综合改革的背景下费用率管控优于行业。公司的渠道掌控能力主要来源于大力布局具有费用优势的渠道，包括电网销、交叉销售等直销渠道，以及车商、专属代理人等直控渠道，从而实现低成本业务获取。截至 2021 年末，中国财险手续费率上市险企最低，为 7.0%，且中国财险同比压降效果最好，较 2020 年末下降 5.8pt，而平安财险和太保财险分别压降 5.2pt 和 5.0pt。中国财险近年来注重加强直销直控渠道业务占比，对降低手续费提升承保盈利能力起到重要作用。截至 2021 年末，中国财险直销直控渠道（包括个人代理、专业代理和直销）占比达 82.8%，明显好于平安财险（包括车商、交叉销售、电网销和直销）63.5%。

图 27：中国财险直销直控渠道占比为 83%



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 28：平安财险直销直控渠道占比仅为 64%

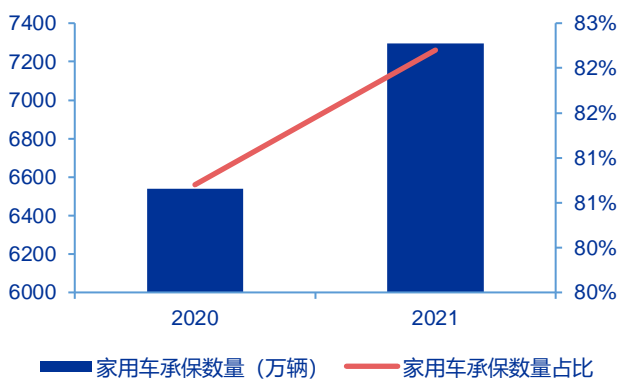


资料来源：公司财报，申万宏源研究

3.3 优质业务承保比例提升，领先优势进一步扩大

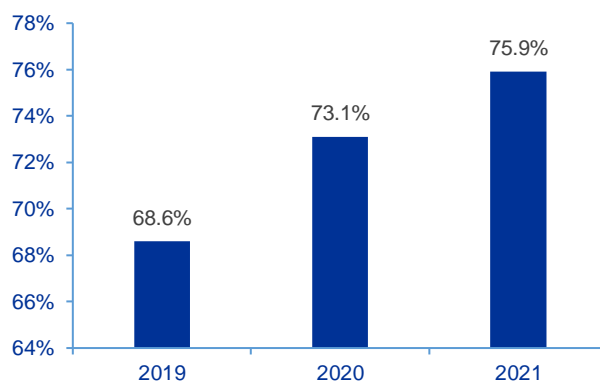
中国财险始终注重优化车险业务结构，提升家自车承保比例。2021 年末家庭自用车承保数量占比为 82.2%，同比+1.5pct，家庭自用车续保率达到 75.9%，同比+2.8pct。家庭自用车出险率低，是优质业务，可以保证公司的承保利润。此外，公司推出科技理赔服务，深化上下游服务整合，“驾安配”平台能够为汽修厂提供原厂直采的零部件降低理赔成本，“警保联动”、“余杭模式”等理赔服务则能够帮助客户解决理赔纠纷，在做到精准定损理赔的同时提升理赔服务质量。未来，在车险保费收入回暖和定价、理赔、服务愈加重要的后车险费改时代，承保过多高风险业务的保险公司将因为赔付率上升而被迫将保费收入放缓，而中国财险将凭借优秀的保险业务能力、合理的业务结构、完善的直销直控网络、科技助力及长期以来树立的品牌形象进一步扩大领先优势。

图 29：家用车承保数量及占比（单位：万辆）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 30：家用车续保率情况



资料来源：公司财报，申万宏源研究

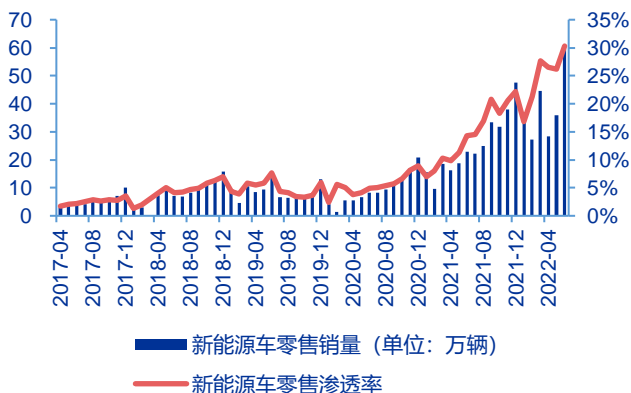
3.4 新能源汽车销售火爆赋予车险二次增长动力

近年来，我国新能源汽车的市场不断扩大，截至 2022 年 6 月，新能源汽车零售渗透率同比提升 16pct 至 30.3%。在传统燃油车销量低迷的同时，新能源汽车单月销量同比则从 2021 年年初起就维持在三位数以上，2021 年全年单月销量均值为 230.82%，远超传统燃油汽车。在保有量方面，1H22 新能源汽车保有量达到 1001 万辆，同比增速达到 66%，占总汽车保有量的 2.5%。2020 年 11 月 2 日，国务院办公厅发布了《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，《规划》中的发展愿景中提到，2025 年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右。未来，在政策支持和技术驱动下，新能源汽车渗透率和保有量还将继续保持高速增长，这也为新能源汽车保险开辟了广阔的市场空间。

新能源汽车车险的定价与普通燃油车略有不同。在基本定价系数为 1 的情况下，银保监会规定传统车辆的赔付率是 75%，费用率是 25%，各公司在此基础上调整自主定价系数。新能源车则规定赔付率是 85%，费用率是 15%，鼓励减少销售费用和更多的赔付。从损失数据上来看，目前新能源车的赔付率相对高。从出险率的角度来讲，新能源汽车的驾驶方式与燃油车不同，车主需要一段时间才能适应；新能源车中家自车占比少，营运车占比大也推高了出险率。从出险后的损失金额讲，新能源汽车的零件采购成本较高，使得其损失金额同样高于一般燃油

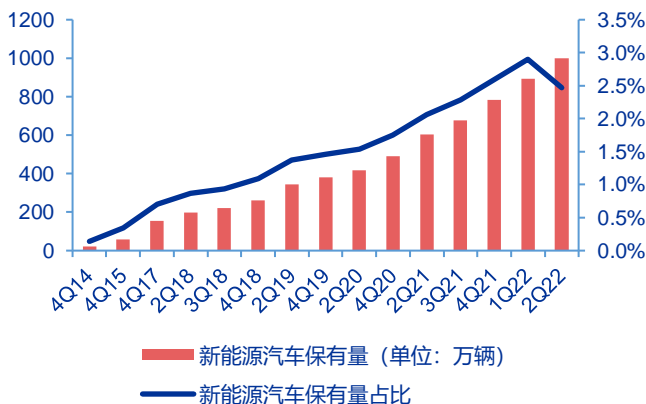
车。与较高的赔付率不同，新能源汽车的费用率有望进一步压降。原因在于新能源汽车险的分销网络少，很多业务可以通过公司间的销售谈判完成。因此，新能源汽车险领域的竞争，最终还是落在各公司的风险筛选和定价能力上。

图 31：新能源汽车渗透率快速上升



资料来源：乘联会，申万宏源研究

图 32：新能源汽车保有量（万辆）及占比



资料来源：公安部，申万宏源研究

中国财险作为行业龙头，理赔数据多，风险识别能力强，能够和燃油车一样做到区域差异定价、从车从人定价，确保整体盈利稳定。2021 年全年，中国财险承保新能源汽车 292.6 万辆，同比提升 88.2%，占汽车险整体承保数量的 1.92%，同比提升 1.38pt。新能源汽车保险保费收入 119.1 亿元，同比提升 83.9%，车均保费 4070 元。

起初，中国财险承保的新能源汽车的车均保费和赔付率均高于传统的燃油车，主要是出险频度较高。随着中国财险对新能源汽车从人从车从用的定价模型的不断完善、传统费价联动模式的应用、和主机厂及电池供应商在行为数据上的合作，2022 年第一季度，中国财险很快适应了专属条款，承保新能源汽车综合成本率有下降趋势，达到和传统燃油车相近的 97% 左右。

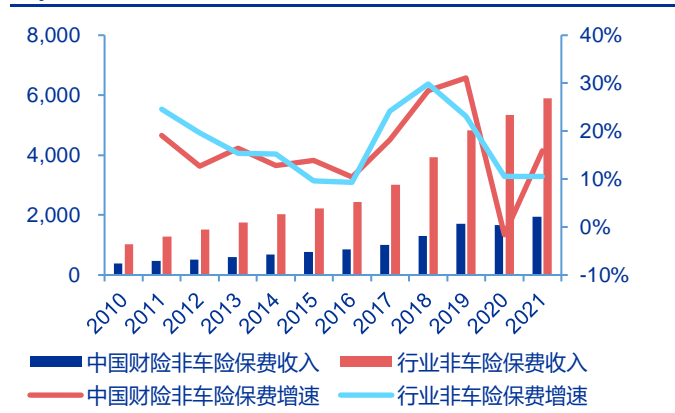
预计 2022 年全年能够将综合成本率压降到 97% 以下。随着司机逐渐适应新能源车的驾驶方式、送修的下沉渠道建立、家自车比例提升，新能源汽车的车均保费和赔付率也会逐渐下降。

4. 非车险业务提供保费增长新驱动

中国财险非车险业务占比持续提升，业务结构更加均衡。中国财险近年来非车险业务发展飞快，自 2015 年起保费收入增速便在行业保费收入增速之上，2021 年，中国财险在“卓越保险战略”背景下重点优化完善了非车险业务的组织架构，将原有的基于业务类别划分架构转变为基于客户类别划分架构。新架构下，非车分为政府业务、法人业务和个人业务，预计将分别得益于地方政府优质资源支持、长期建立的品牌优势与企业大客户保持合作，以及内部车险与非车险协同带来的个人客户资源共享，实现非车险保费可持续的快速增长。2021 年，中国财险非车险保费增速达 15.3%，分别优于平安财险 -19.4% 和财险行业平均 10.6%。2019-

2021 年，中国财险非车险业务市场份额分别为 35.3%、31.4%、32.9%，市场份额保持在较高水平，预计后续公司凭借自身股东和渠道优势在非车险市场的市占率有望持续保持稳定。

图 33：中国财险非车险保费收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

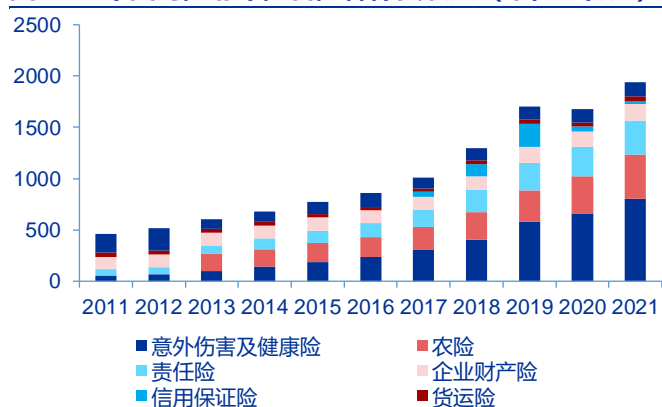
图 34：中国财险非车险市场份额（单位：%）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

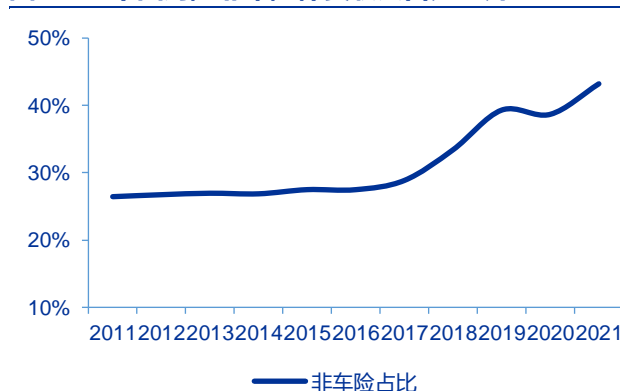
非车险业务结构优化、保持高速增长。中国财险非车险业务主要包括意外伤害及健康险（占比 18%）、农业保险（占比 10%）、责任险（占比 7%）、企业财产险（4%）、信用保证险（4%）、货运险（1%）。其中健康保险、责任保险、农业保险、企业财产保险等多为政策类的险种，对于政策类险种，受益于公司背景，中国财险在展业方面具备明显的业务优势。商业性非车险方面近年来主要是保证保险和短期意外险发展较快，整体来看，非车险市场目前政策性险种居多，后续商业非车险发展潜力仍待挖掘，中国财险借助政策性业务和商业性业务的融合，在商业非车险领域依旧保持极强竞争力。公司 2021 年实现非车险保费收入 1943 亿元，同比增长 16%，其中政策类业务（大病保险、农险）一如既往保持了 20%左右的高增速，除信保业务之外，其他各项业务均实现了相对稳定的增长。近年来在车险增速放缓的背景下，公司持续加强对非车业务的扩张，凭借地位优势和规模效应近五年取得了 18%的年化复合增速，远高于车险增速，使得公司非车险业务占比持续提升，2021 年上升至 43.2%，预计该占比后续仍将提升。

图 35：中国财险非车险各险种保费收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 36：中国财险非车险保费收入占比上升



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 7: 2021 年中国财险非车险各业务占比及增速情况

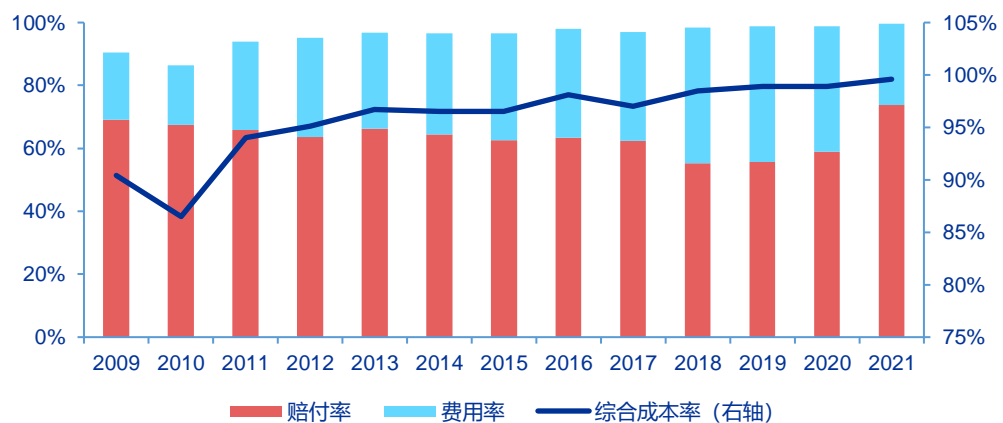
	意外伤害及健康险	农险	责任险	企业财产险	信用保证险	货运险	其他险种
占比	18.0%	9.5%	7.4%	3.5%	0.6%	1.1%	3.1%
同比增速	22%	18%	16%	6%	-46%	26%	11%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

2021 年, 公司非车险业务整体全年综合成本率为 103.4%, 同比提升 0.1pt, 依旧处于承保亏损, 全年承保亏损 51.51 亿元, 同比上年有所扩。受自然灾害频发以及车险的挤出效应带来的非车险市场竞争加剧影响, 非车险承保亏损幅度略高于预期, 全年综合赔付率/综合费用率分别为 79.5%/23.9%, 同比变动-1.7pt/+1.7pt, 赔付率的下滑主要是由于上年信保业务巨额亏损导致赔付率基数较高, 费用率的上升主要是市场竞争加剧导致。

分险种来看, 2021 年承保亏损幅度较大的为企财险和责任险, 意健险和农险也出现了一定的亏损, 其中责任险主要是因为雇主责任险的赔付较高, 同时受政策影响, “首台套” 保险出现了大量退保, 预计今年有所好转。公司同时加大对产品的整体梳理, 实现对客户、业务、产品的替换, 预计今年年底综合成本率控制在 100% 以内。

图 37: 中国财险非车险综合成本率情况



资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

表 8: 中国财险非车险各业务 COR

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
企业财产险	107%	89%	96%	99%	112%	98%	109%	123%	103%	110%	106%	104%	130%
意外伤害及健康险	89%	81%	97%	96%	96%	100%	107%	102%	105%	100%	102%	101%	103%
责任险	85%	84%	93%	92%	89%	94%	97%	94%	95%	94%	100%	97%	107%
货运险	71%	69%	73%	77%	67%	91%	90%	90%	88%	91%	88%	83%	91%
农险						83%	83%	97%	92%	95%	98%	100%	102%
信用保证险										97%	122%	145%	67%
其他险种	75%	73%	81%	88%	88%	90%	100%	115%	101%	106%	110%	92%	109%
全险种	90%	87%	94%	95%	97%	97%	97%	98%	97%	99%	99%	99%	100%

资料来源: 公司财报, 申万宏源研究

4.1 农险业务极具增长潜力

分险种来看，中国财险农险业务为政府业务板块主要收入来源，2021 年政府业务保费收入达 939.8 亿元，同比+14.7% 其中农险业务保费收入 427 亿元，同比+19%。2021 年财产险公司农业保险原保险保费收入 976 亿元。

我国农险市场形成了以政策性农业保险为主，以商业性农业保险为辅的产品体系。其中政策性农业保险的主要目的在于维持农业经济健康发展和人民生活稳定，而商业型农业保险的经营目的则在于险企效益最大化。从保费增速来看，2021 年全年农险原保费收入较 2020 年增长 161 亿元，同比增长 19.8%，大幅跑赢财产险公司 2021 年总保费+0.68%的增速。分险种来看，2021 年农业保险为增速第一的险种，发展势头强劲。从保费占比来看，2021 年全年农业保险保费收入占比仅占财险公司总保费收入的 7%，规模增长空间尚大。

2021 年我国农业保险政府财政补贴 333.45 亿元，实现保费收入 975.85 亿元，补贴占据农险总保费 34.2%，未来有望成为农业保险市场新的增长动能。

表 9：近年来促进农险高质量发展政策文件

时间	政策名称	主要内容
2022.02	《中央一号文》	牢牢守住保障国家粮食安全底线，全力抓好粮食生产和重要农产品供给。
2022.02	《农业保险承保理赔管理办法》	一是扩大稻谷、小麦、玉米三大粮食作物完全成本保险和收入保险试点范围，支持有条件的省份降低产粮大县三大粮食作物农业保险保费县级补贴比例；二是将地方优势特色农产品保险以奖代补做法逐步扩大到全国；三是健全农业再保险制度；四是发挥“保险+期货”在服务乡村产业发展中的作用
2021.06	《关于扩大三大粮食作物完全成本保险和种植收入保险实施范围的通知》	13 省 800+ 产粮大县全面开展完全成本和收入保险；中央补贴 35%-45%，省级补贴不低于 25；2022 年起取消农业大灾保险。
2020.06	《关于进一步明确农业保险业务经营条件的通知》	凡符合经营条件的保险机构均可在本地开展农险业务，无需向监管机构提出经营资格申请
2019.11	《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》	扩大农业保险覆盖面。推进政策性农业保险改革试点，在增强农业保险产品内在吸引力的基础上，结合实施重要农产品保障战略，稳步扩大关系国计民生和国家粮食安全的大宗农产品保险覆盖面，提高小农户农业保险投保率，实现愿保尽保。

资料来源：财政部，银保监会，申万宏源研究

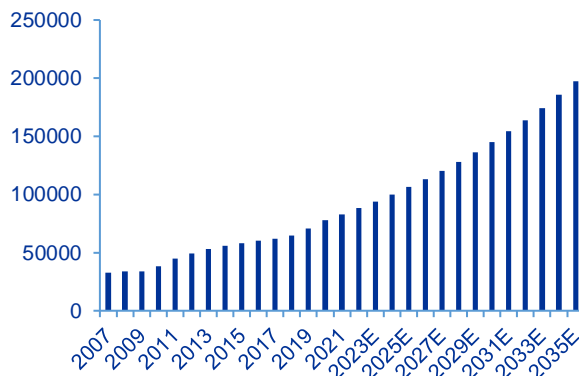
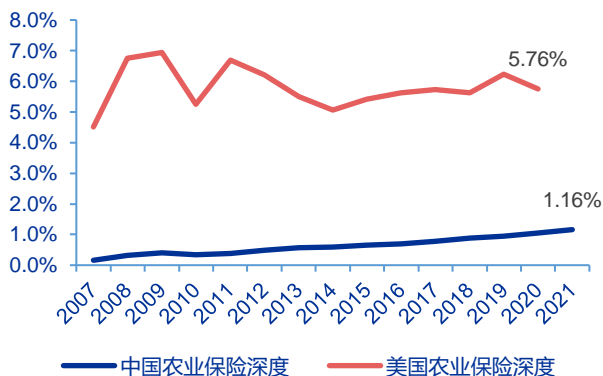
根据国际经验法，我们预计 2025 年我国农险保费规模将达到 1620.71-1875.39 亿元，2030 年达到 3097.98-4302.24 亿元，2035 年达到 5921.75-9869.58 亿元。国际经验法以发达国家的农业保险深度为基准，根据农业保险深度=保费/第一产业增加值，以 2011-2021 年间第一产业增加值年均复合增长率线性外推，预估 2022-2035 年我国第一产业增加值，以发达国家农险深度为目标倒推得出 2022-2035 年我国农险保费规模。目前，发达国家农业保险深度在 3%-5%之间，其中美国农业保险深度水平最高，农险深度平均值为 5.82%。近年来我国农险深度持续提高，但与发达国家相比差距明显，2020 年农险深度约为美国的 1/13。按照《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》，到 2030 年农业保险总体

发展基本达到国际先进水平。因此，我们选取 2%、3%、4%、5%、5.82%五个梯度的保险深度为基准值，模拟不同目标下我国农险的发展曲线，预测 2022-2035 年我国农险市场发展潜力。

我国第一产业增加值从 2011 年的 4.48 万亿元增长至 2021 年的 8.31 万亿元，年均复合增长率为 6.38%。我们根据 6.38%年均复合增长率测算 2022-2035 年的第一产业增加值。按照测算，2035 年我国第一产业增加值达 19.74 万亿元，步入农业现代化发展新阶段。

图 38：2007-2021 年中美两国农业保险深度对比

图 39：2007-2035 年中国农业第一产业增加值 (单位：亿元)

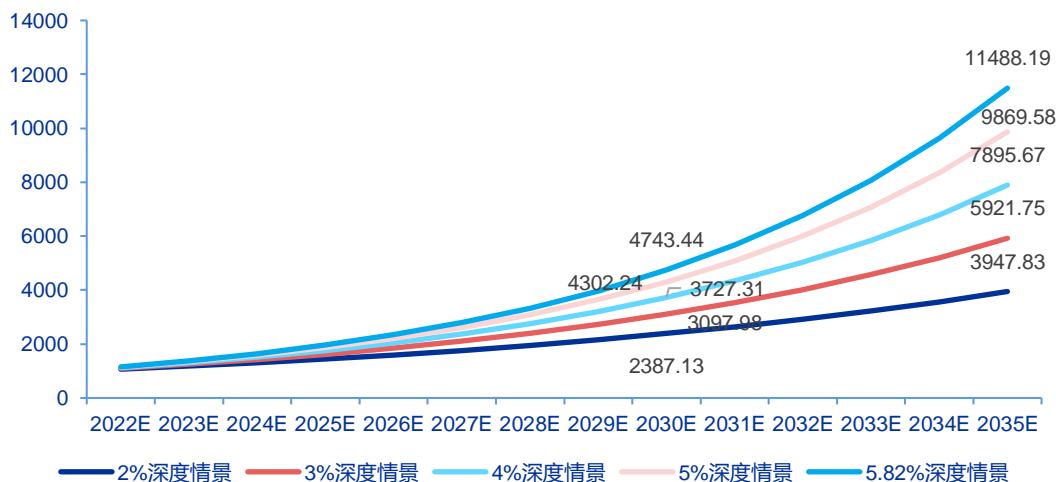


资料来源：国家统计局，USDA-RMA，美国商务部经济分析局，清华五道口保险与养老金研究中心，申万宏源研究

资料来源：国家统计局，清华五道口保险与养老金研究中心，申万宏源研究

保守、中性、乐观情境下，农险保费收入 3 年 CAGR 分别为 11%、16%、19%。在不同农险深度目标下，在 2%、3%、4%、5%和 5.82%的深度情境下，2025 年农险保费收入将分别为 1443.42、1620.71、1759.55、1875.39 和 1958.55 亿元，农险深度分别为 1.36%、1.52%、1.65%、1.76%和 1.84%；2030 年农险保费收入将分别为 2387.13、3097.98、3727.31、4302.24 和 4743.44 亿元，农险深度分别为 1.65%、2.14%、2.57%、2.97%和 3.27%；2035 年农险保费收入将分别为 3947.83、5921.75、7895.67、9869.58 和 11488.19 亿元。

图 40：2022-2035 年中国农业保险保费预测收入 (单位：亿元)

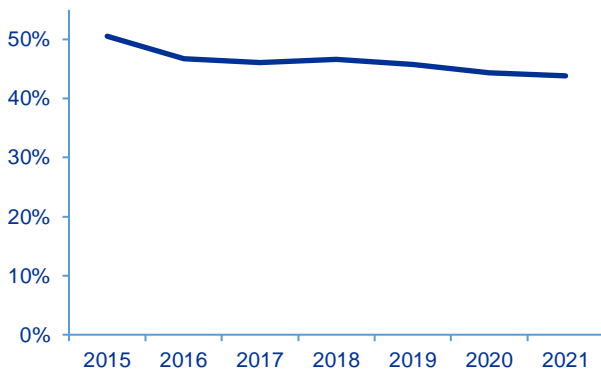


资料来源：清华五道口保险与养老金研究中心，申万宏源研究

中国财险农险业务竞争优势护城河稳固：（1）**经验丰富：**公司自上世纪 50 年代试办农险，是我国农险开办时间最早、历史最长的保险公司；（2）**政企关系良好：**根据美国农业保险发展的经验，政策支持与补贴是农业保险发展的主要驱动力，中国财险实控人为财政部，为公司开展农险业务创造了独特的竞争优势；（3）**遍布农村的服务网络：**农业网点覆盖 98% 的乡镇和 57% 的行政村，并拥有 39 万人的农村保险基层服务队伍，为农险业务发展提供持续的发展动力与支持。中国财险的农险业务市占率长期稳居第一，预计未来仍将保持 45% 左右的市占率。

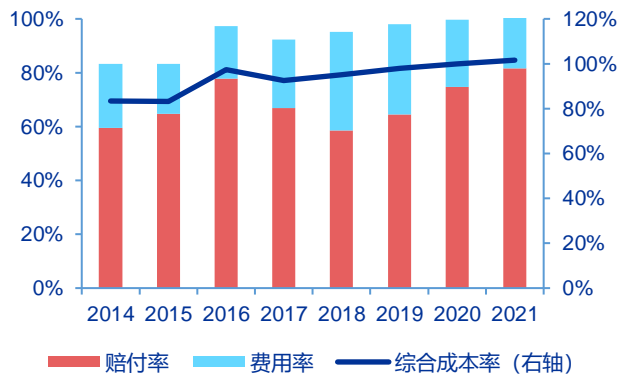
受暴雨、台风、冰冻、干旱等自然灾害以及疫病影响，2021 农险赔付率达 81.6%，同比上升 6.9 个 pct。预计未来公司会抓住国家推动农业保险高质量发展的良好契机，坚持“产品、承保、减损、理赔、科技”五位一体的农险发展模式，践行“承保+减损+赋能+理赔”的保险逻辑，通过防灾防损减少整个大灾的影响，降低赔付率，强化科技赋能，做好风险管控，增强农险的盈利能力。

图 41：中国财险的农险市占率长期保持稳定



资料来源：银保监会、公司财报，申万宏源研究

图 42：中国财险农险 COR 构成

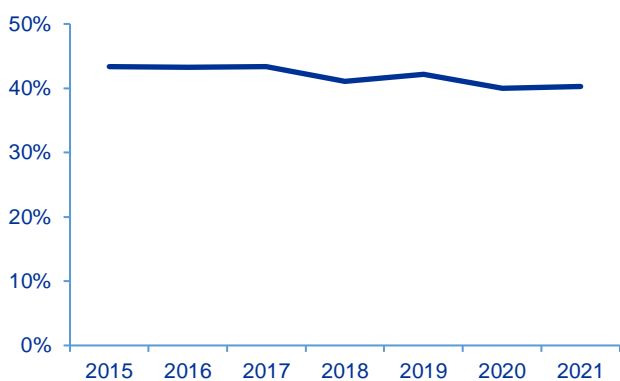


资料来源：公司财报，申万宏源研究

4.2 意健险业务持续贡献增量

公司意健险主要包括政府业务中的大病保险业务、各地惠民保业务和个人意健险业务。2021 年公司实现意健险保费收入 807 亿元，同比增加 22%，得益于风险监控加强、理赔流程优化、系统功能完善，意外健康险综合赔付率为 85.2%，同比下降 2.9 个 pct。

图 43：中国财险意健险市占率保持稳定领先



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 44：中国财险意健险保费收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

2021 年我国的商业健康险市场依旧保持着重大疾病保险占据绝对份额、百万医疗保险和惠民保高速发展以及长期护理险方兴未艾的格局。因此，拓宽产品责任，重新定义产品结构是未来健康险企业产品开发的另一大趋势。

2021 年 5 月银保监会下发《保险公司城乡居民大病保险业务管理办法》，其中明确提出“要求建立内部问责机制，认真测算价格，理性参与大病保险投标”、“与政府开展大病保险项目清算的要求”等规范，对参与主体专业能力和管理能力设定更高标准，针对以往社保资金难以一次划拨到位地区，有望降低保险公司的财务负担，助力大病保险业务持续健康发展。

表 10：近年来促进意健险高质量发展政策文件

时间	政策名称	主要内容
2021.6	《关于规范保险公司城市定制型商业医疗保险业务的通知》	加大日常监管力度，对惠民保低价恶性竞争、虚假宣传等违规行为重点查处，维护市场秩序。
2021.5	《保险公司城乡居民大病保险业务管理办法》	规范保险公司承办大病保险业务行为，提升服务质量和水平
2021.1	《意外伤害保险业务监管办法》	完善费率市场化形成机制，强化信息披露力度，引导降低意外险佣金费，制定销售行为负面清单
2021.1	《关于规范短期健康保险业务有关问题的通知》	规范产品续保、销售行为和核保理赔，加大信息披露力度
2020.3	《关于加快推进意外险改革的意见》	推进市场化定价改革，行为监管，整治市场乱象

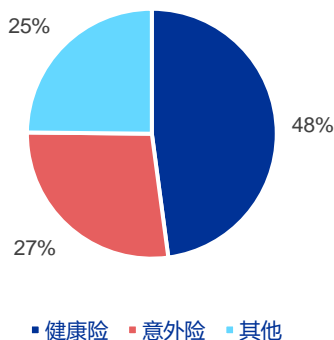
资料来源：银保监会，申万宏源研究

中国市场规模庞大，分级城市体系以经济发展、市场容量、政策等因素对城市进行分类。一线、新一线城市商业资源发达，消费者需求集中，保险市场呈饱和状态，需要差异化产品设计，提高企业竞争优势。而二三线及县域城市，保险市场的渗透率较低，企业拥有相对有限的商业资源，居民保险意识较低。据统计，中国下沉市场的人均购买力总和将在 2030 年增长到 69 亿美元，通过精准的战略部署，巨大的商业潜力将被释放。

意外险主要由个人意外险业务快速增长带动，公司通过挑选优质客户推荐非车险种的方式来提升非车个人业务的增长空间，比如，在销售车险时搭售乘客意外险等，释放“1+1>2”

的效果。考虑到当前个人非车业务规模仍然较小、产品单一，未来客户渗透提升以及开发基于客户需求的产品将有利于推动个人非车业务的快速增长。

图 45：个人意健险是个人业务主要驱动力



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 46：惠民保发展情况



资料来源：复旦大学发展研究院，申万宏源研究

2021 年中国财险和人保健康惠民保业务累计服务人数 5,500 万人，实现保费收入 24.9 亿。惠民保作为政策性业务，公司推出“惠民保”产品更加看重的是其依托政府背景带来的获客能力和引流能力，公司积极提升对商业性险种的带动和辐射。2022 年公司将尝试开展医疗补充保险、基于家庭单位的综合性健康以及家庭财产一揽子保险，进行产品组合销售，积极满足客户多元化的健康险需求。截至 4 月中旬，惠民保已在 22 省 63 地推出 94 款产品，覆盖超 2500 万人次，保费收入 25 亿元；自 2020 年惠民保产品面世以来，近三年的数据显示，2020 年惠民保在 23 省 83 地推出 112 款产品，覆盖 4000 万人次，保费收入 46 亿元；2021 年惠民保在 28 省 122 地推出 177 款产品，覆盖 1.4 亿人次，保费收入 140 亿元。

我们预计，今年的惠民保产品保费收入将会创下新高，覆盖的参保人群也会更广，比如上海、杭州等地都将新市民纳入了参保范围。当前沪惠保从参保量上首年达到了 739 万人，参保率 38.5%，保费规模 8.5 亿元。按首年参保人数算，是全国最高；按参保率算，在排除浙江等由政府强制收缴的项目外，排名全国前十。沪惠保生效日为 2021 年 7 月 1 日，但在 2021 年 12 月底公布的赔付已经达到 3.78 亿元，赔付率已达 45%。结合赔付趋势，预计很有可能在首年亏损。医疗保险的赔付在外界环境没有变化的情况下，会每年持续提高。但截至目前绝大多数的项目还是处在赔付较低的水平上。

由于可以使用医保个人账户进行购买，同样可以盘活万亿的存量医保结余资金；另一方面，惠民保产品能够在基本医保之外，对于重大疾病的治疗进行二次报销，减轻患者的医疗支付压力，也使得有更多比例的患者能够实现将重疾成为慢病或者延长寿命的目标。

基于过去三年 CAGR 以及当前行业广阔发展前景，我们预计 2025 年中国财险意健险保费收入为 1016 亿元，3 年复合增速为 26%。

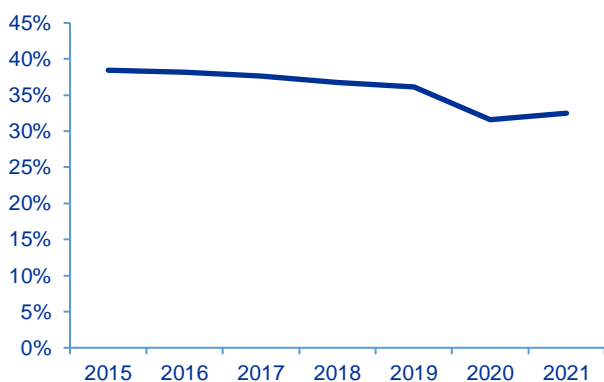
4.3 责任险业务盈利向好

责任险是法人业务中占比最大的险种，自 2009 年以来，我国责任险在非车险的占比自 11% 稳步提升至 2021 年的 17%，公司的责任险保费增速亦超行业，中国财险的责任险业务

长期处于盈利状态，而行业近年来以亏损为主，公司在确保盈利的基础上将责任险业务保持在相对稳定的市占率水平。

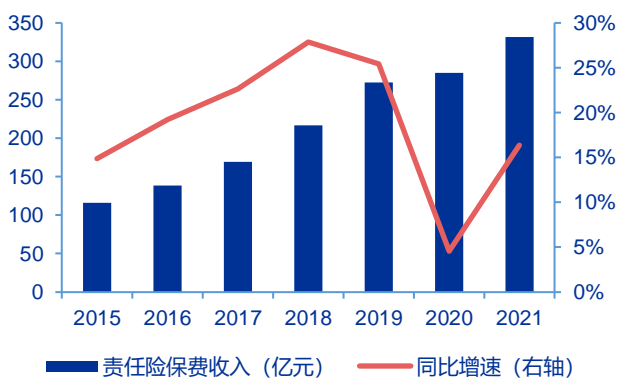
2021 年责任险 COR 比较高主要是雇主责任险的赔付比较高，公司加强管控，对高风险客户的续保和新保的情况在系统上直接进行管控，我们认为今年的承保端会呈现好转趋势。另一方面受国家宏观政策的影响，“首台套”的保险出现了大量退保。2021 年受人伤赔付标准随社会平均收入水平上涨，涉人伤险种赔付成本提高，加之极端天气灾害影响，2021 年以及 2022 上半年的责任险综合成本率会相应较高。随着今年上半年雇主责任险的保单释放完毕，2022 下半年预计责任险将会明显好转。

图 47：中国财险的责任险市占率长期保持稳定



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 48：中国财险责任险保费收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

责任保险主要包括雇主责任险、公众责任险、产品责任险及职业责任险，保障被保险人因过失或疏忽导致第三者损害依法应负的赔偿责任风险。责任险的发展依赖法律体系完善与社会观念进步，以厘清公民和法人的责任范围，增进群众维权意识，进而扩充责任险需求。责任险作为公共品具有较强外部性，需要辅以政策扶持，海外成熟市场责任险发展的驱动力来自于法律体系完善带来的高违法成本，我国不断通过政策和立法鼓励责任险的发展。

表 11：近年来促进责任险高质量发展政策文件

时间	政策名称	主要内容
2021.9	《应急管理部关于进一步做好安全生产责任保险工作的紧急通知》	依法依规做好安全生产责任保险实施工作
2021.6	《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国安全生产法〉的决定》	鼓励生产经营单位投保安全生产责任保险；属于国家规定的高危行业、领域的生产经营单位，应当投保安全生产责任保险。
2020.12	《责任保险业务监管办法》	规范责任险承保边界、市场经营行为和保险服务，强化内控管理
2019.8	《安全生产责任保险事故预防技术服务规范》	指导保险机构如何开展事故预防技术服务
2018.5	《环境污染强制责任保险管理办法（草案）》	境内从事环境高风险生产经营活动的企业须投保环境污染强制责任保险
2017	《安全生产责任保险实施办法》	试点强制推行安责险

资料来源：国家应急管理部，申万宏源研究

从行业发展前景来看，责任保险行业发展主要受以下因素驱动：1)责任保险产品本身特性，能够有效保障被保险人利益及受害人权益；2)交通事故、环境污染、医疗事故等社会问题频发，

催生下游市场对责任保险产品多样化需求;3)社会公众保险意识提升,对责任保险等保险产品认可度提高;4)中国政府及相关主管部门持续出台利好政策,支持保险公司不断开发责任保险产品等。

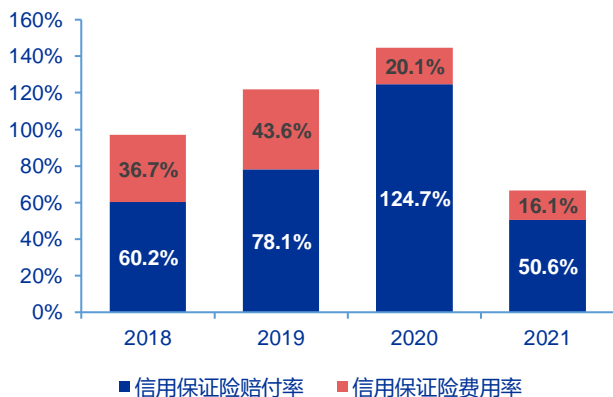
2021年中国责任险保费收入为1067亿,占财险保费总收入比重为7.8%;而责任险保费在美国占比为24%,全球占比高达21%,预计未来将逐步缩减与成熟财险市场的差距,若占比与美国持平,则未来责任险保费收入可达到3282亿元。

预计未来随着中国进一步城镇化进程、经济转型,国家将会进一步提高对人的保障力度,将会推动责任险产品的开发销售及发展,比如:公众责任保险、承运人责任保险、雇主责任险。城镇农村人伤损害赔偿标准的统一,对保险公司而言,虽车险等部门需要根据变化进行各项调整,不过将给责任保险市场提供发展的新机遇。

4.4 信保业务风险出清

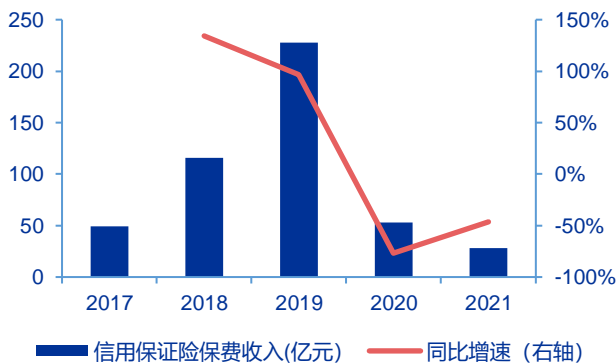
融资性信保业务存量风险明显出清,实现扭亏为盈。2018年,公司开始探索融资性信保业务,但公司将保险大数法则的经营理念应用至此类类金融信贷业务,埋下风险隐患。2019年后宏观经济持续下行,叠加2020年新冠疫情使得社会信用风险水平提高,部分企业和个人收入减少,还款能力和意愿下降,存量业务逾期率上升,融资性信保业务赔付率明显上升,2018年至2020年公司信保业务赔付率高达60.2%、78.1%和124.7%,连续三年承保利润分别为1.85、-28.84和-51.04亿元,2021年起融资性信保业务存量风险开始明显出清,实现扭亏为盈。2020年9月银保监会下发《融资性信保业务保前管理操作指引》和《融资性信保业务保后管理操作指引》,重点对融资性信保业务保前风险管理和保后监测管理两大环节建立标准化操作规范。公司积极加强总部的集中管控,上收权限,强化业务准入门槛和协议的审核;优化组织架构;成立风险审核委员会;参照银行风控建立反欺诈等模型覆盖全流程,走出亏损泥潭。

图 49：信保业务综合成本率迎来拐点



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 50：公司持续出清信保业务存量风险（单位：亿元）



资料来源：公司财报，申万宏源研究

公司积极调整业务结构,持续出清融资性信用保证险业务存量风险,继续加强催收追偿和过程管控,严控新增业务质量,融资性信用保证险业务风险得到有效化解,2021年以来公司

融资性信保业务保费已为负数，信用保证保险业务的增长主要得益于非融资类信保业务的发力，如工程履约保证保险，短期出口信用保险，产品质量保证保险，贸易险、关税保障险等，经营效益稳定。融资性信用保证保险业务扭亏为盈，非融资性信用保证保险业务继续保持较好的承保盈利水平，整体信用保证保险综合成本率 66.7%，同比下降 78.1 个百分点；实现承保利润 17.62 亿元。

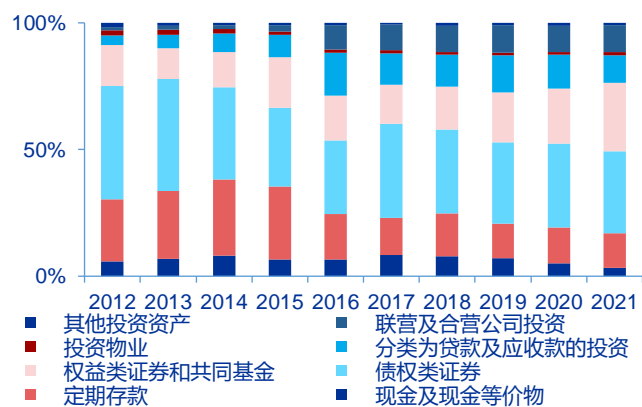
随着保费规模的快速上升、社会整体经济环境走弱、信用风险的上行，信用保险、保证保险赔付支出整体也随之呈现出上升趋势，预计与融资性信用保证保险相关的赔付支出在未来几年会进一步增加，行业风险凸显，监管形势也将不断趋严。

5. 投资端资产配置稳健，投资收益亮眼

与寿险企业相比，股基资产占比较高。截至 2021 年末，中国财险投资资产规模为 5341 亿元，其中债券资产占比最高，为 32%；其次是权益类证券和共同基金，占比 27%；接着是定期存款和贷款及应收款，分别为 14%和 11%。与寿险公司进行对比，中国财险的股票（兴业银行占据较大比例）和基金投资、贷款及应收款投资两项资产配置比例高于寿险企业，而债券类投资的占比则小于寿险公司。

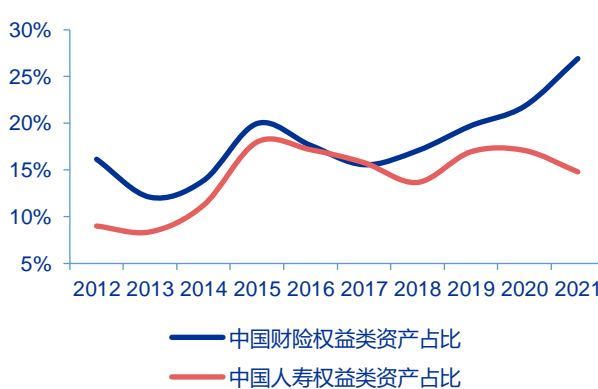
资产配置的结构不断优化，非标及权益类投资增加。虽然中国财险风险偏好较低，以现金及固收类资产为主，但自 2017 年以来，债券类证券、现金及现金等价物的配置比例有降低趋势，权益类证券和共同基金、分类为贷款及应收款的投资、联营公司投资的配置比例有上升趋势。公司始终坚持长期稳健的投资理念，根据货币市场和资本市场状况，主动进行风险管控，不断优化投资资产结构，提高投资组合质量，实现收益和风险的平衡。因财险公司对于资产配置的流动性要求较寿险公司更高。从配置结构来看，公司资产配置策略在“固收为主，权益为辅”的基础上不断完善与优化。

图 51：中国财险投资资产结构



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 52：中国财险与中国人寿权益投资占比情况



资料来源：公司财报，申万宏源研究

相比寿险的经营模式，财险公司的负债成本远低于寿险公司。中国财险这样的龙头企业负债成本长期保持在负数，使得公司负债端传导至资产端的压力并不大。

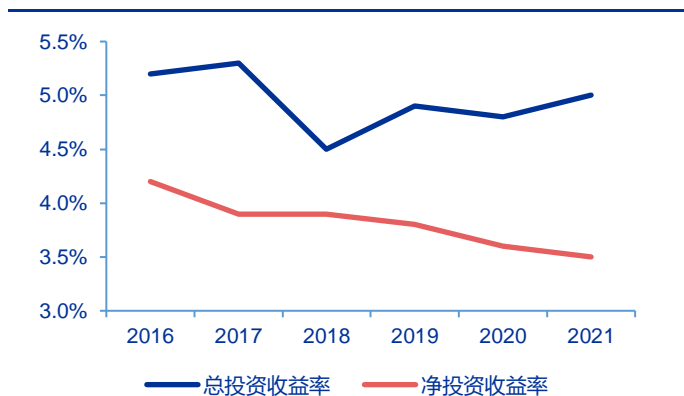
在负债资金的久期方面，我国寿险企业目前的负债久期主要在 10-15 年，而财险业务的久期小于 1 年，即负债资金成本不具备刚性，不存在长久期带来的长尾风险，正是由于负债端

负的资金成本使得多年经营积累下来高额的沉淀资金，稳定的沉淀金也为公司长期利润保持稳定打下了基础，在低利率环境下彰显出公司卓越的盈利模式。

净投资收益率缓慢下滑、总投资收益率稳定性较好。2021年，中国财险总投资收益率为5%。由于公司在资产配置上低风险偏好，所以总投资收益率虽有轻微下滑趋势但近五年仍然保持在4.5%以上。今年以来疫情影响下国内外资本市场波动较大，股市持续震荡，公司坚持审慎稳健的投资理念以及价值投资长期投资原则，一方面加大固收类资产配置，积极寻找优质项目，另一方面稳定净投资收益率，积极主动把握阶段性、结构性权益类资产投资机会，使权益类资产整体影响可控，规避对会计报表投资收益的影响。在大幅波动市场里保持投资收益相对稳定，波动性小于其他险企。

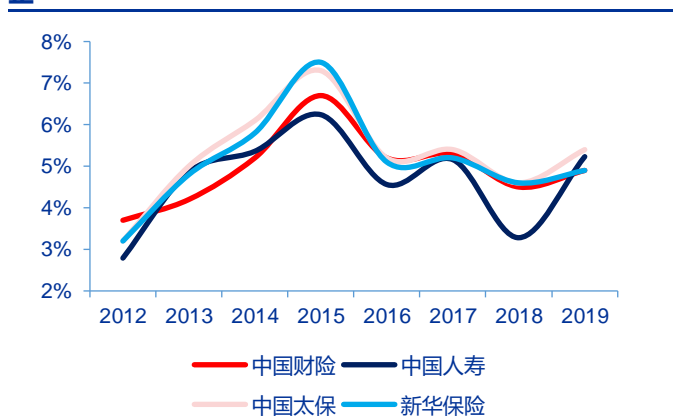
近5年间，中国财产净投资收益率呈现缓慢下滑趋势，但下滑幅度缩小且有稳定反弹的趋势。说明公司在2022年通过加大对非标资产的配置比重来应对利率下行对净投资收益率的冲击已见成效，预计未来公司会继续加大对非标资产的配置力度以保证投资收益率平稳增长。

图 53：中国财险投资收益率情况



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 54：中国财险总投资收益率波动性低于其他上市险企



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 12：中国财险投资收益率波动小于其他上市险企

总投资收益率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	标准差
中国人寿	2.79%	4.86%	5.36%	6.24%	4.56%	5.16%	3.28%	5.23%	5.30%	4.98%	0.010
中国太保	3.20%	5.00%	6.10%	7.30%	5.20%	5.40%	4.60%	5.40%	5.90%	5.70%	0.010
新华保险	3.20%	4.80%	5.80%	7.50%	5.10%	5.20%	4.60%	4.90%	5.50%	5.90%	0.010
中国财险	3.70%	4.20%	5.20%	6.70%	5.20%	5.30%	4.50%	4.90%	4.80%	5.00%	0.008

资料来源：各公司财报，申万宏源研究

6.投资分析意见

6.1 盈利预测

我们认为公司后续经营将持续向好：

车险方面，在监管趋严以及市场竞争回归理性之下，头部公司凭借品牌和服务优势有望在市场竞争中保持领先地位。

公司 1H22 车险业务同比增长 6.7%，优于行业水平，首先我们需要对行业后续整体车险保费做出判断，我们认为 2022 年全年行业车险保费将确定性实现恢复性增长，究其根本原因在于车均保费的同比回升以及公司承保车辆数的稳定增长，而近一年来的市场发展已经表明车险市场竞争态势已经较为明确，各公司自主定价系数以及费用竞争有所收敛趋于稳定，预计后续车均保费将企稳，从而推动公司车险业务保费收入的持续增长，中性预测下公司车险保费增速全年预计为 8%。而公司凭借品牌和成本优势，势必将实现市占率的稳步抬升，同时公司近年来不断对车险业务结构进行优化，预计车险综合成本率后续仍有改善空间，将有望保持在 97% 以内的健康区间，保证公司承保盈利能力持续保持稳健。

非车险方面，整体而言我们认为公司在非车险业务领域的优势更为突出，后续在“经济稳增长”的大背景下，22 年全年非车险业务有望维持在 10% 以上的增速。对于业务的承保盈利能力来看，2021 年下半年开始行业竞争有所加剧导致业务盈利性承压，但预计 2022 年公司在承保盈利为主导的经营思路下有望调整业务结构、降低业务成本（从 1Q22 公司的经营已经有所体现），从而实现综合成本率的同比显著改善，全年有望实现整体非车险业务扭亏为盈。

综合成本率：“三湾改编”渠道精分有望进一步强化销售费用率的管控，公司积极探索“保险+服务”业务模式，发挥保险损失赔付和风险预防双重功能，从源头上控制赔付率，我们预计公司赔付率水平有望持续优于行业平均水平，2022 年全年综合成本率有望控制在 97%。

杠杆率：与其他金融子行业相比，财险公司经营杠杆水平较低，对资本金的依赖度也更低，承保利润的盈利模式与传统制造业更为相似。相对轻资本的承保经营模式和高分红比例成就高票息低风险的“类固收+”标的，具备估值势。**我们预计公司 2022-2024 年承保杠杆率分别为 2.2 倍、2.2 倍、2 倍，投资杠杆分别为 2.6 倍、2.6 倍、2.5 倍。**

总投资收益率：2022 年以来权益市场大幅波动，长短端利率低位震荡，公司始终坚持长期稳健的投资理念，根据货币市场和资本市场状况，主动进行风险管控，不断优化投资资产结构，提高投资组合质量，实现收益和风险的平衡，预计总投资收益率为 4.2%。

综合上述分析，我们预计公司 2022 年至 2024 年归母净利润分别为 278、340 和 431 亿元，同比增速分别为 24%、22% 和 27%。在 2022 年大幅波动的市场环境下，我们预计中国财险或有望成为屈指可数净利润实现正增长的上市险企，景气度向上。

6.2 可比公司估值法

由于国内没有单一财险上市公司，我们选取 Chubb、Progressive 和 Allstate 作为中国财险的可比公司。三家可比公司与中国财险提供的产品和服务基本一致。由于不同市场估值中枢不同，但考虑到财险商业模式在全球范围的相通性及 PB-ROE 估值方法所体现的 ROE 差距，我们认为港股财险的估值可以对标美国财险的估值水平。

中国财险目前 0.7xPB 低于行业平均，且显著低于行业五年平均。2016 年以后 Progressive 保险净利润高速增长，ROE 的提升推高近三年来估值。承保利润的提升是前进保险近年来净利润高增的主要原因。

我们认为，中国财险的龙头优势以及我国财险市场的广阔空间，未来中国财险有望持续提高承保利润，我们根据公司历史 PB 值和可比公司 PB 值，综合考虑中国财险所处的行业地位，认为公司 2022 年合理估值水平 PB 为 1.2xPB，对应股价 13.43 港币。

表 13:可比公司的 PB 比较

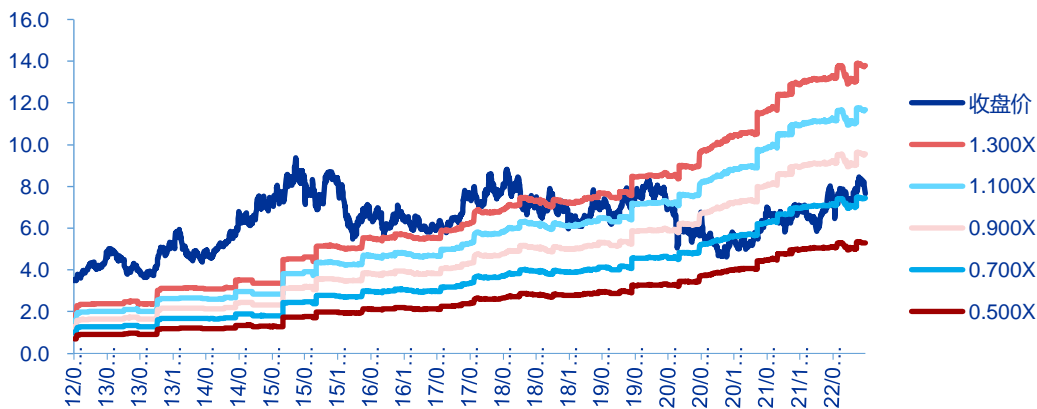
公司代码	公司名称	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/8/3
PGR.N	Progressive	2.49	2.55	3.53	3.10	3.11	3.29	3.32	3.73
CB.N	Chubb	1.3	1.27	1.34	1.17	1.29	1.23	1.4	1.29
ALL.N	Allstate	1.17	1.42	1.84	1.33	1.58	1.32	1.36	1.37
	平均	1.65	1.75	2.24	1.85	1.99	1.8	2.03	2.13
2328.HK	中国财险	1.71	1.35	1.23	1.04	0.86	0.77	0.71	0.66

资料来源: wind,申万宏源研究

6.3 PB-ROE 估值法

从 PB 角度来看，15 年以前基本处于 2.1xPB 水平，主要由于 15 年以前中国财险 ROE 平均高达 20%以上，15 年后 ROE 持续走低至 15%，总 PB 回落至 1.4x 水平。目前估值回落至 0.7xPB 水平。按历史估值经验，若公司 ROE 维持 10%水平，合理估值 PB 应为 1.0x 左右。

图 55: 中国财险 PB-band



资料来源: wind, 申万宏源研究

公司当前满足保费增速趋势性改善、市占率稳步抬升、业务盈利能力同比改善、ROE 稳定保持在 11%+、低估值（估值对应 22 年底净资产仅 0.7 倍 PB），我们认为公司是当前板块内从基本面角度看改善幅度最大且最明确的公司，后续公司股价具备明显的修复动力，同时我们预计 1H22 公司业绩有望超出市场预期，对股价形成较强的催化，目标估值 1.0 倍 22 年底 PB，目标价 11.1 港元，空间 45%。

6.4 风险提示

1. 疫情反复影响新车销量，汽车承保数量不及预期，导致车险保费收入增速恢复不及预期；
2. 信用风险和自然灾害超预期，导致赔付率上升，综合成本率压降幅度不及预期，影响公司承保利润；
3. 长端利率超预期下行，资产再配置承压，影响险企投资收益率，准备金提取增加，影响净利润。

表 14：中国财险利润表（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总保费收入	433,187	449,533	510,444	571,456	615,946
已赚净保费	393,127	396,997	499,490	557,275	593,701
已发生净赔款	-260,320	-292,588	-371,197	-411,474	-437,125
保单获取成本净额	-69,075	-60,116	-66,234	-73,620	-78,479
其他承保费用	-49,729	-32,564	-38,165	-42,933	-46,144
行政及管理费用	-9,826	-10,208	-12,721	-14,295	-15,318
承保利润	4,177	1,521	11,245	15,024	16,706
利息、股息和租金收入	17,709	17,996	18,542	20,580	19,346
已实现及未实现的投资净（损失）/收益	1,520	3,634	821	2,759	941
投资费用	-424	-456	-400	-400	-400
投保人储金型存款利息	-	-	-	-	-
汇兑收益/（损失）净额	-621	-282	200	200	200
其他收入净额	-89	624	300	300	300
财务费用	-1,547	-1,533	-1,700	-1,900	-1,900
应占联营及合营公司收益	3,951	4,524	4,476	4,758	5,057
视同处置联营企业损失	-	-	-	-	-
除税前利润	24,676	26,028	33,484	41,321	40,250
所得税	-3,808	-3,663	-5,654	-7,293	2,843
净利润	20,868	22,365	27,830	34,028	43,093
—归属于母公司股东的净利润	20,868	22,360	27,828	34,025	43,089
—少数股东损益	-	5	2	3	4
归属于母公司股东的基本每股收益（人民币元）	0.94	1.01	1.25	1.53	1.94

资料来源：wind,申万宏源研究

表 15：中国财险资产负债表（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产					
现金及现金等价物	26192	17414	19155	20688	22343
衍生金融资产					
债权类证券	168511	172851	190136	205347	221775
权益类证券和共同基金	110734	143804	158184	170839	184506
保险业务应收款，净额	50103	55399	63812	72309	78807
可收回税项					
分保资产	33167	37535	42660	47532	51213
定期存款	70943	73574	80931	87406	94398
分类为贷款及应收款的投资	67944	58638	64502	69662	75235
预付款及其他资产	25475	23826	58113	104424	166474
联营及合营公司投资	53262	56945	59511	64031	68853
投资物业	4603	5851	6436	6951	7507
房屋及设备	25725	23743	21000	22000	22000
预付土地租金					
使用权资产	5087	5926	5625	5546	5699
递延所得税资产	5055	7116	7116	7116	7116
总资产	646801	682622	777183	883852	1005926
负债					
应付分保账款	21818	22496	26756	31822	37848
应付保险保障基金	837	994	1182	1406	1672
衍生金融负债					
卖出回购证券款	29028	37985	45178	53733	63907
应付所得税	38	856	1018	1211	1440
预提费用及其他负债	65461	64269	76439	90913	108129
保险合同负债	312873	338781	390228	442192	481929
投保人储金型存款	1750	1748	2079	2473	2941
应付债券	23297	8058	9584	11399	13557
租赁负债	1668	1786	2124	2526	3005
递延税项负债					
总负债	456770	476973	554588	637675	714428
权益					
已发行股本	22242	22242	22242	22242	22242
储备	165271	180645	200350	223933	269254
归属于母公司股东权益	187513	202887	222592	246175	291496
非控制性权益	2518	2762	2	2	2
总权益	190031	205649	222594	246177	291498
总权益及负债	646801	682622	777182	883852	1005926

资料来源：wind,申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。