

02328.HK 中国财险

港股通（沪/深）

买入（维持）

业精于勤，行成于思

2024年2月22日

## 市场数据

数据日期	2024-02-21
收盘价(港元)	10.06
总股本(百万股)	22,243
流通股本(百万股)	6,899
净资产(百万港元)	250,077
总资产(百万港元)	751,533
每股净资产(港元)	11.10

来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《综合成本率微升,盈利状况稳定》20230831 海外公司跟踪报告

## 海外研究

## 分析师:

张博

zhangboysj@xyzq.com.cn

SFC: BMM189

SAC: S0190519060002

孙寅

sunyin@xyzq.com.cn

SAC: S0190521060002

唐亮亮

tangliangliang@xyzq.com.cn

SAC: S0190523080002

请注意,孙寅、唐亮亮并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管的活动。

## 投资要点

- 基本情况:**中国财险作为综合实力强劲的大型国有保险公司,保费规模居全球财险市场前列,不仅具备财险公司独特的经营特质,还拥有深厚的经营护城河。近年来,面对利率持续下行压力,相比其他以寿险业务为主的上市险企,中国财险负债久期短+成本低、杠杆及ROE波动较小、偿二代二期规则下偿付能力更优、受资本约束更小等优势逐步显现。此外,公司近年来坚持改革创新,推动保费规模稳健增长的同时全面降本增效,承保盈利能力持续精进;加之较高的分红水平和较好的股息表现,公司长期投资价值不断提升。
- 经营分析: 规模增长稳健,成本管控优良。1) 规模领先: 网点遍布全国,市场份额遥遥领先。**2023年1-12月,保费市占率32.5%,超二三名之和。车险经受综改考验后重回增长,份额稳定在32-33%之间;后续考虑续保率改善+新能源车先发优势,规模增长有望延续。非车保费保持两位数增长,保费占比持续提升,2023年占比提升至44.6%。核心非车险种中,农险市场份额近半,意健险发展迅猛,或带动非车整体延续较快增长。**2) 成本优良: COR表现优异,承保盈利能力持续精进。**车险方面,综改下成本率短暂抬升后改善,预计随着结构优化及经营能力改进稳中向好。非车方面,成本率波动较大,通过业务结构调整和风险减量服务带动盈利改善。**3) 投资稳健: 规模稳步增长,股票和基金配置增加,投资收益波动较小。**4) **股息较高: 优异的成本管控能力和较稳定的投资业绩带来了稳健的净利润表现,18-22年归母净利润CAGR达14.6%,分红率稳定在40%左右,股息率均值达6.2%。**
- 投资建议: 复盘历史走势,中国财险在承保和投资盈利拐点时往往有较好投资机会。**我们预计2024年其保费规模延续稳定增长;而COR随着赔付率基数效应消除、全面降本增效及风险减量服务推进或同比改善,增强公司抵御市场波动能力的同时保证分红水平稳定;在当前权益市场波动加剧以及无风险利率下行背景下,其“低波红利”的稀缺性和配置性价比凸显,受到避险和长线资金青睐。当前PB约处于2012年以来31%分位区间,ROE约处于25%分位区间,PB-ROE约处于65%分位区间。预计2024年在投资ROE稳定情况下,承保利润率改善或带动ROE向上,为估值修复打开空间,但需注意短期股价向上催化还需要港股市场环境配合,建议关注,维持“买入”评级。
- 风险提示:**权益市场大幅波动;利率大幅下行;监管趋严;大灾超预期。

## 主要财务指标

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
总保费收入(亿元)	4,875	5,187	5,577	6,019
同比增长(%)	8.5	6.4	7.5	7.9
归属股东净利润(亿元)	267.1	226.2	320.1	370.9
同比增长(%)	19.4	-15.3	41.5	15.9
承保利润率(%)	2.4	1.9	2.5	2.7
ROE(%)	12.9	10.4	13.7	14.6
每股净资产(元)	9.43	10.04	10.91	11.91
每股收益(元)	1.20	1.02	1.44	1.67
每股股利(元)	0.48	0.41	0.58	0.67

来源: Wind, 此处为原会计准则下数据, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**Buy**

(Maintain)

**Insurance****PICC P&C****(02328.HK)**

**Excellence in work is only possible with diligence, success in action is only possible with thought**

**Stock Connect**  
(SH/SZ)

February 22, 2024

**Key Data**

February 21, 2024

Closing Price (HKD)	10.06
Total Shares (Mn)	22,243
Shares Outstanding (Mn)	6,899
Net Assets (HKD/Mn)	250,077
Total Assets (HKD/Mn)	751,533
BVPS(HKD)	11.10

Source: Wind, Industrial Securities Research Institute

**Analyst****Bo Zhang**

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC: BMM189

SAC: S0190519060002

**Yin Sun**

sunyin@xyzq.com.cn

SAC: S0190521060002

**Liangliang Tang**

tangliangliang@xyzq.com.cn

SAC: S0190523080002

Notice : Yin Sun, Liangliang Tang are not license holders registered at the Securities and Futures Commission(SFC), and are not allowed to engage in regulated activities in Hong Kong.

- Brief introduction:** As a large state-owned insurance company with comprehensive strength and a premium scale at the forefront of the global property and casualty insurance market, PICC P&C not only possesses the unique operating characteristics of a property and casualty insurance company, but also has a deep operating moat. In recent years, in the face of continuous downward pressure on interest rates, compared with other listed insurers with mainly life insurance business, PICC P&C has gradually realized its advantages such as shorter duration of liabilities, lower cost, less fluctuation in leverage and ROE, better solvency under the Solvency II rules, and less constraints on capital. In addition, the company has adhered to reform and innovation in recent years, promoting steady growth in premium scale while comprehensively reducing costs and increasing efficiency, and underwriting profitability continues to be refined; coupled with a higher level of dividends and better dividend performance, its long-term investment value continues to improve.
- Operation analysis:** Solid scale growth and excellent cost control. 1) Scale leadership: Network throughout the country, market share is far ahead. 2023 Jan-Nov, premium market share 32.5%, more than the second and third place combined. Auto insurance after the comprehensive auto insurance reform test back to growth, share stabilized between 32-33%; subsequent consideration of the renewal rate improvement + electric vehicle first mover advantage, scale growth is expected to continue. Non-auto insurance premiums maintain double-digit growth, and the share of premiums continues to increase, and the share will increase to 44.6% in 2023. For primary non-auto insurance, agricultural insurance market share of nearly half, the rapid development of accident and health insurance, potential to drive rapid growth in non-auto insurance. 2) Excellent cost control ability: COR performance is excellent and underwriting profitability continued to refine. For auto insurance, the cost ratio improved after a brief rise under the comprehensive reform, and is expected to improve steadily with the optimization of structure and improvement of operating capacity. For non-auto insurance, COR fluctuation is large, and profit improvement is driven by business structure adjustment and risk reduction services. 3) Sound investment: PICC P&C's investment assets have grown steadily. In recent years, the proportion of allocation to equity and fund assets has been increasing with less volatile investment returns. 4) Higher dividend: excellent cost control ability and stable investment performance have resulted in solid net profit performance, with net profit growing at a CAGR of 14.6% over 18-22 years, and dividend payout ratio stabilized at around 40%, with an average dividend yield of 6.2%.
- Investment advice:** Reviewing the historical trend, PICC P&C tends to have better investment opportunities at underwriting and investment profit inflection points.

We expect its premium scale to continue to grow steadily in 2024; while COR will likely improve year-on-year with the elimination of the base effect of the claim rate, comprehensive cost reduction and efficiency and risk reduction service promotion. These will enhance the company's ability to withstand market volatility while ensuring stable dividend levels. In the current equity market volatility and risk-free interest rate downward background, its "low-wave dividend" scarcity and configuration of cost-effective highlights, by the hedge and long-term capital favor. The current PB is about in the 31% quartile range since 2012, ROE is about in the 25% quartile range, PB-ROE is about in the 65% quartile range. It is expected that in 2024 in the case of investment ROE stability, underwriting margin improvement may drive ROE upward, for the valuation repair open space, but note that short-term upward stock price catalyst also need to cooperate with the Hong Kong stock market environment. We recommend keeping an eye on this stock and maintain a "buy" rating on it.

- **Risks:** Equity market volatility; Interest rates down sharply; Regulatory tightening; Catastrophe claims expenditure exceeded expectations.

### Key Financial Indicators

FY	2022A	2023E	2024E	2025E
Total Premium Income(100Mn/CNY)	4,875	5,187	5,577	6,019
YOY(%)	8.5	6.4	7.5	7.9
Net Profit Attributable to Shareholders(100Mn/CNY)	267.1	226.2	320.1	370.9
YOY(%)	19.4	-15.3	41.5	15.9
Underwriting Margin (%)	2.4	1.9	2.5	2.7
ROE(%)	12.9	10.4	13.7	14.6
BPS(CNY)	9.43	10.04	10.91	11.91
EPS(CNY)	1.20	1.02	1.44	1.67
DPS(CNY)	0.48	0.41	0.58	0.67

来源: Wind, here is the data under the old accounting standard, Industrial Securities Research Institute

## 目 录

1、公司概况：大型国有险企，财险绝对龙头 .....	- 6 -
1.1、历史沿革：发展历程悠久，改革再启新篇 .....	- 6 -
1.2、股权结构：国资背景强大，发展基石稳固 .....	- 6 -
1.3、治理结构：高管经验丰富，架构科学完备 .....	- 7 -
2、财务分析：负债久期短+成本低，杠杆及 ROE 波动小 .....	- 8 -
2.1、资产负债久期缺口较小，成本较低 .....	- 8 -
2.2、利润结构清晰简洁，保费与投资双轮驱动 .....	- 10 -
2.3、杠杆和 ROE 波动低于寿险公司 .....	- 12 -
2.4、偿付能力较优，受资本约束较小 .....	- 12 -
3、经营分析：规模增长稳健，成本管控优良 .....	- 13 -
3.1、规模领先：网点遍布全国，市场份额遥遥领先 .....	- 14 -
3.2、成本优良：COR 表现优异，承保盈利能力持续精进 .....	- 20 -
3.3、投资稳健：规模稳步增长，股基配置增加，投资收益波动较小 .....	- 25 -
3.4、股息较高：盈利稳健+分红稳定，股息率有较好保证 .....	- 28 -
4、投资观点：短期基本面改善与长期成长性兼备，建议配置 .....	- 29 -
4.1、估值复盘：ROE 为锚，把握承保和投资盈利拐点 .....	- 29 -
4.2、投资建议：关注承保盈利改善带动的 ROE 提升机会 .....	- 30 -
5、风险提示 .....	- 32 -

## 图目录

图 1、中国财险发展历程回顾（1949-2022） .....	- 6 -
图 2、中国财险股权结构稳定，股东背景强大（2023Q2） .....	- 7 -
图 3、中国财险拥有科学且完备的组织架构 .....	- 8 -
图 4、中国财险的负债久期相对较短 .....	- 9 -
图 5、估算上市寿险公司 2022 年负债成本率在 2-3.5% .....	- 9 -
图 6、负债久期较长在利率下行时面临利差损风险 .....	- 10 -
图 7、资负完全匹配下，利差益锁定，不受利率影响 .....	- 10 -
图 8、财险和寿险公司利润构成 .....	- 11 -
图 9、寿险公司利润展开结构 .....	- 11 -
图 10、中国财险 2022 年 ROE 分拆 .....	- 11 -
图 11、中国财险 2012-2022 年利润结构 .....	- 11 -
图 12、中国财险 2012-2022 年保费杠杆及投资杠杆 .....	- 12 -
图 13、中国财险 2012-2022 年承保 ROE 和投资 ROE .....	- 12 -
图 14、中国财险的经营杠杆明显低于国寿和新华 .....	- 12 -
图 15、中国财险的 ROE 水平波动相对较小 .....	- 12 -
图 16、二期规则下财险受未来盈余计入比例下调影响小 .....	- 13 -
图 17、二期规则落地后财险的偿付能力充足率降幅较小 .....	- 13 -
图 18、寿险公司核心偿付能力充足率 .....	- 13 -
图 19、财险公司核心偿付能力充足率 .....	- 13 -
图 20、2022 年中国财险分支机构营业场所遍布全国 .....	- 14 -
图 21、中国财险保费收入市占率常年超二三名之和 .....	- 14 -
图 22、中国财险车险保费收入在综改后重回增长轨道 .....	- 15 -
图 23、中国财险车险保费收入市占率长期保持领先 .....	- 15 -
图 24、我国新车销量及同比增速情况 .....	- 16 -
图 25、中国财险的车险续保率近年来持续提升 .....	- 16 -
图 26、中国财险新能源车承保数量近年来保持高速增长 .....	- 16 -
图 27、我国新能源车保有量占比快速攀升 .....	- 16 -



图 28、上市险企非车保费收入同比增速	- 17 -
图 29、中国财险非车保费收入占比持续提升	- 17 -
图 30、中国财险农险保费市场份额近 50%	- 17 -
图 31、中国财险近年来农险保费收入保持两位数增长	- 17 -
图 32、美国农险保费收入及同比增速	- 18 -
图 33、美国农险保费占财险行业保费收入比重	- 18 -
图 34、我国农险密度和农险深度	- 19 -
图 35、美国农险密度和农险深度	- 19 -
图 36、中国财险意健险保费收入近年来快速增长	- 20 -
图 37、中国财险意健险市占率近年来持续提升	- 20 -
图 38、中国财险未决赔款准备金计提比例逐年提升	- 21 -
图 39、中国财险承保利润及结构	- 21 -
图 40、中国财险近年来直销渠道保费收入占比提升	- 23 -
图 41、中国财险近年来家用车承保数量占比持续提升	- 23 -
图 42、中国财险非车业务综合成本率及结构	- 24 -
图 43、中国财险非车业务分险种综合成本率	- 24 -
图 44、中国财险非车业务分险种赔付率	- 25 -
图 45、中国财险非车业务分险种费用率	- 25 -
图 46、中国财险风险减量服务管理架构	- 25 -
图 47、中国财险法人业务全量风勘体系	- 25 -
图 48、中国财险投资资产规模稳步提升	- 26 -
图 49、中国财险 2018 年以来增配股票和基金资产	- 26 -
图 50、中国财险 2023 上半年末投资资产结构	- 26 -
图 51、上市险企净投资收益率	- 27 -
图 52、上市险企总投资收益率	- 27 -
图 53、近年来中国财险的归母净利润稳步提升	- 28 -
图 54、中国财险历史估值复盘	- 29 -
图 55、中国财险 2012 年以来 PB-ROE 分位数情况	- 30 -

## 表目录

表 1、中国财险管理团队具备丰富的保险从业经验（截至 2023Q3）	- 7 -
表 2、车险综合改革历程回顾	- 14 -
表 3、我国农险相关领域政策主要内容	- 19 -
表 4、上市险企财险综合成本率及结构	- 21 -
表 5、上市险企车险综合成本率及结构	- 22 -
表 6、中国财险“三湾改编”内容及成效	- 23 -
表 7、中国财险 2018-2022 年投资收益率波动较低	- 27 -
表 8、中国财险持有华夏银行情况（单位：亿元人民币）	- 27 -
表 9、中国财险股息和分红水平较高	- 28 -
表 10、中国财险资产负债表（单位：百万元人民币）	- 30 -
表 11、中国财险利润表（单位：百万元人民币）	- 31 -

## 报告正文

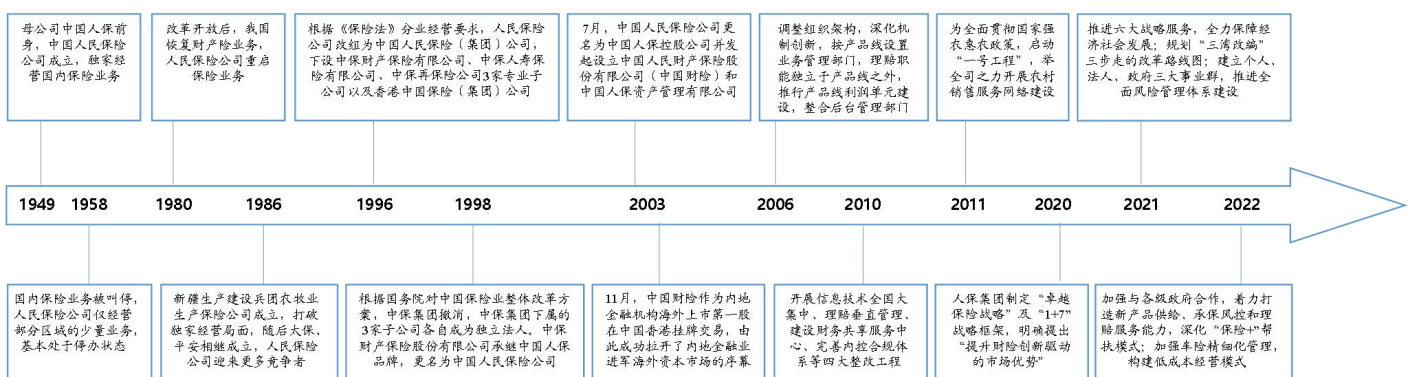
中国财险作为综合实力强劲的大型国有保险公司，保费规模居全球财险市场前列，不仅具备财险公司独特的经营特质，还拥有深厚的经营护城河。近年来，面对利率持续下行压力，相比其他上市险企，中国财险更短的负债久期和更低的负债成本优势逐步显现；此外，公司近年来坚持改革创新，确保规模稳健增长的同时全面降本增效，盈利能力持续精进；加之较高的分红水平和较好的股息表现，公司长期投资价值不断提升。本文希望通过比较中国财险核心财务指标，拆解其盈利的核心驱动因素，剖析其内在特质，并给出未来行业变革趋势下公司的发展研判。

## 1、公司概况：大型国有险企，财险绝对龙头

### 1.1、历史沿革：发展历程悠久，改革再启新篇

中国人民财产保险股份有限公司（中国财险）历史悠久，近年来通过改革创新谱写发展新篇章。中国财险的母公司中国人保（集团）前身中国人民保险公司于1949年成立，与共和国同龄；2003年7月中国人保集团发起设立中国财险，同年11月中国财险作为内地金融机构海外上市第一股在中国香港挂牌交易，由此成功拉开了内地金融业进军海外资本市场的序幕。中国财险作为中国人保集团核心成员单位，是集团营收和利润的压舱石。近年来，公司秉承集团制定的“卓越保险战略”及“1+7”战略框架，明确提出“提升财险创新驱动的市场优势”；通过推进六大战略服务、规划“三湾改编”三步走的改革路线图，实现了“稳中求进”的战略成效，核心财务指标和经营质效持续改善。

图 1、中国财险发展历程回顾（1949-2022）



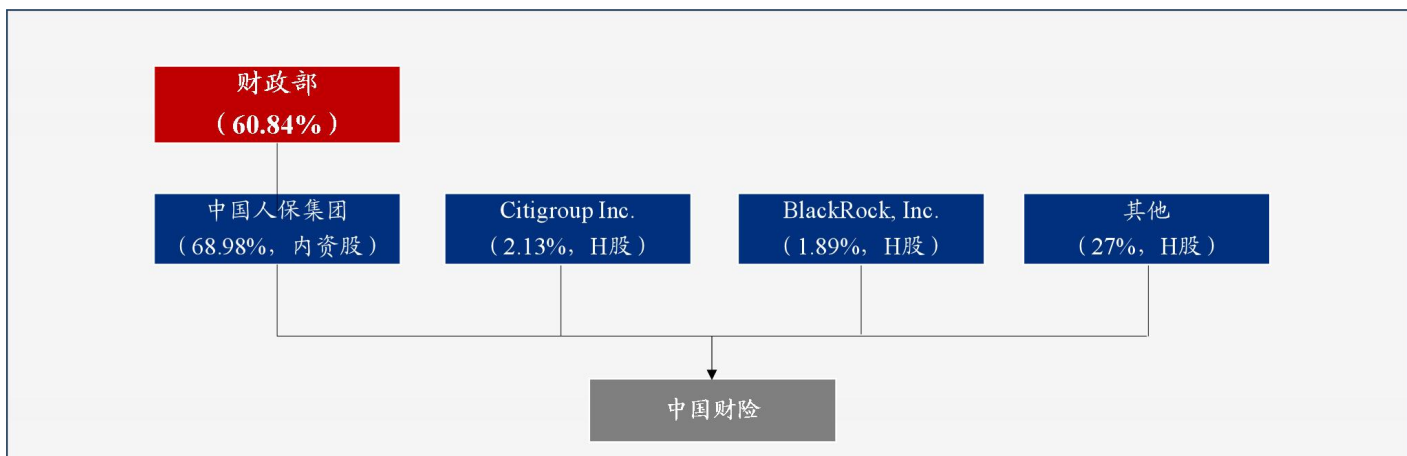
资料来源：中国人保集团官网，中国财险官网，中国银行保险报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.2、股权结构：国资背景强大，发展基石稳固

中国财险为国有保险公司，股权结构稳定、股东背景强大。截至2023Q2，控股股

东中国人保集团持有公司 69%的股份，花旗银行和贝莱德为公司第二、第三大股东，分别持有 2.1%、1.9%的股份。财政部作为母公司人保集团的控股股东，既是人保集团的发起设立人，也是人保集团改革发展的推动者和支持者。凭借雄厚的股东背景、品牌的影响力和长期与地方政府良好的合作关系，公司在财险业务政企合作方面占据先机。

图 2、中国财险股权结构稳定，股东背景强大（2023Q2）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3、治理结构：高管经验丰富，架构科学完备

**管理层保险从业相关经验丰富。**中国财险高管团队多数具有保险行业工作经验以及基层工作经验，部分高管还具有再保、行业协会工作经验，为公司制定合理战略奠定人才基础。同时，公司有着科学完备的组织架构，一方面培养了大批财险专业人才，另一方面凭借精细化管理提升经营效率，为公司稳健经营保驾护航。

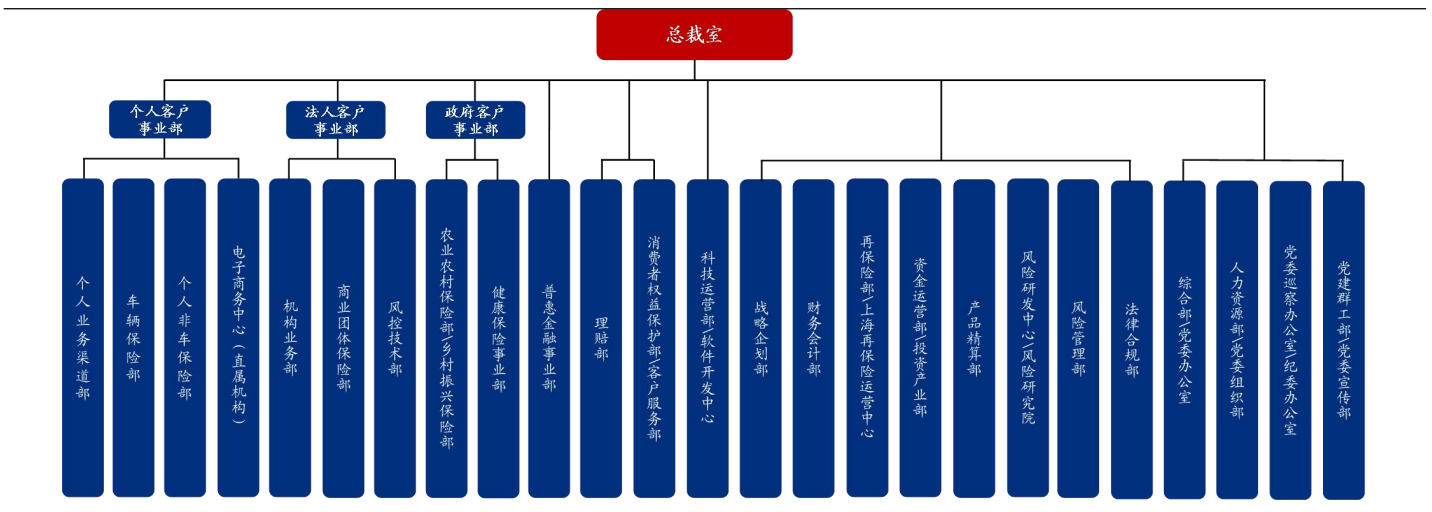
表 1、中国财险管理团队具备丰富的保险从业经验（截至 2023Q3）

姓名	年龄	学历	职务	任职开始时间	个人履历
于泽	51	南开大学经济学学士	党委书记、副董事长、执行董事、董事、总裁	副董事长：2023.05 执行董事：2021.12 总裁：2021.07	1994年7月进入中国人民保险公司，曾任静海县支公司副总经理、副总经理（主持工作）；2003.07-2006.10月任职于人保财险，曾任静海县支公司副总经理（主持工作）、总经理，天津分公司车辆保险事业部常务副总经理；2006.10-2019.12月加盟太平财险，先后任太平财险天津分公司总经理、市场总监、总经理助理、副总经理、总经理；2019年12月调回中国人保集团担任副总裁；2021年7月起担任中国财险总裁；2023年5月起担任中国财险副董事长。
降彩石	57	博士	党委委员、执行董事、副总裁	执行董事：2021.04 副总裁：2019.12	现任中国财险党委委员、执行董事、副总裁，人保再保险股份有限公司董事，上海保险交易所股份有限公司监事。曾任中国财险执行副总裁、监事会主席，曾兼任人保社区保险销售服务有限公司董事长。首任中国城乡居民住宅地震巨灾保险共同体大会主席、中国农业再保险共同体轮值主席。

张道明	47	硕士	党委委员、执行董事、副总裁、财务负责人	执行董事: 2022.04 副总裁: 2021.10 财务负责人: 2023.04	现任中国财险党委委员、执行董事、副总裁、财务负责人,人保寿险董事,人保健康董事。曾任中国财险江西省分公司党委书记、总经理,广东省分公司党委书记、总经理,中国财险总裁助理。
毕欣	53	硕士	董秘	董秘: 2023.04	现任中国财险董事会秘书,曾任中国财险理赔部总经理、理赔部/灾害研究中心总经理、理赔事业部总经理。
张琅	45	硕士	总精算师	总精算师: 2021.02	现任中国财险总精算师兼产品精算部总经理,曾任公司精算部/产品开发部副总经理、精算责任人(部门正职级)、精算部副总经理、精算部资产专家兼副总经理。

资料来源: 中国财险官网, 偿付能力报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、中国财险拥有科学且完备的组织架构



资料来源: 中国财险官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、财务分析：负债久期短+成本低，杠杆及 ROE 波动小

中国财险作为我国唯一一家纯财险的上市保险标的，与其他寿险为主或者纯寿险的上市险企存在包括资产负债、利源结构、经营杠杆及 ROE、偿付能力等诸多方面的差异，这些差异不仅带来了中国财险在财务表现方面的独特属性，也赋予了  
中国财险独特投资价值。

### 2.1、资产负债久期缺口较小，成本较低

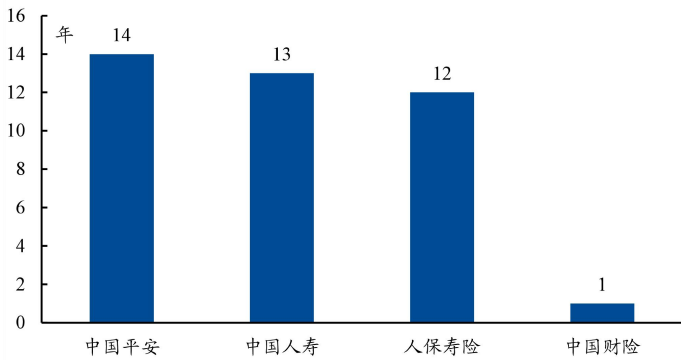
从负债端看，中国财险的负债久期相对较短，且负债成本率较低。

1) 负债久期相对较短。相较于目前上市险企人身险保单长达数十年甚至终身的保险期间，中国财险的保单期限往往在一年左右，这就带来了两者负债久期之间的显著差异。从各家业绩发布会情况看，预估当前上市险企人身险业务负债久期普遍在 12-14 年左右，而中国财险负债久期则在 1 年左右。负债久期的差异是中

国财险与其他寿险公司经营差异的核心。

2)可以实现负债端的“负成本”。人身险产品大多含有储蓄功能因而存在刚性利息支出，财险基本只有保障功能而无储蓄功能，不存在刚性的利息支出。通过 VIF 打平收益率方法，估算 2022 年上市险企综合负债成本率在 2-3.5% 之间。对于优秀的财险公司而言，如未来赔付和费用低于收取的保费，则能赚取承保利润，这意味着其资金成本可能低于零，即所谓的“负成本”。2023 年前三季度中国财险、平安产险和太保产险 COR 为 97.9%、99.3% 和 98.7%，中国财险的负债成本在“老三家”中最优。需要强调的是，并非全部的财险公司都可以实现负债的“负成本”，许多中小公司因成本管控能力不足导致承保亏损，2023 年前三季度统计 85 家财险公司中有 53 家 COR 超 100%。

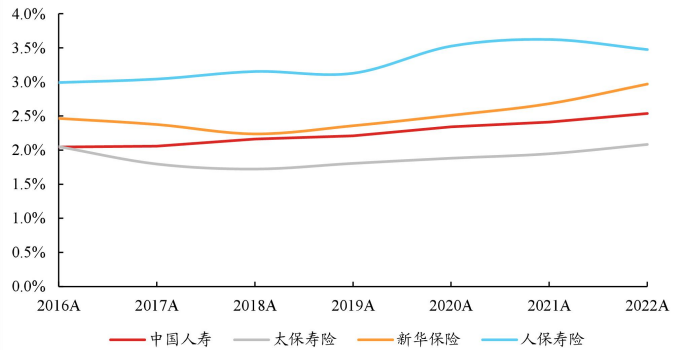
图 4、中国财险的负债久期相对较短



资料来源：中国平安、中国人寿、中国人保业绩发布会，兴业证券经济与金融研究院整理

说明：此为根据 2022 年业绩发布会信息等资料整理，实际负债久期可能与之有差异，仅供参考。

图 5、估算上市寿险公司 2022 年负债成本率在 2-3.5%



资料来源：中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从资产端看，中国财险的资产久期较短、配置更灵活，利率下行周期中压力较小。

1) 资产久期相对较短。财险负债久期更短决定了资产的期限结构也更短。预估 2022 年中国财险的资产久期约为 6.5 年，与之相比预估人保寿险、中国人寿和中国平安的资产久期约为 8.4 年、8.5 年和 10.5 年。

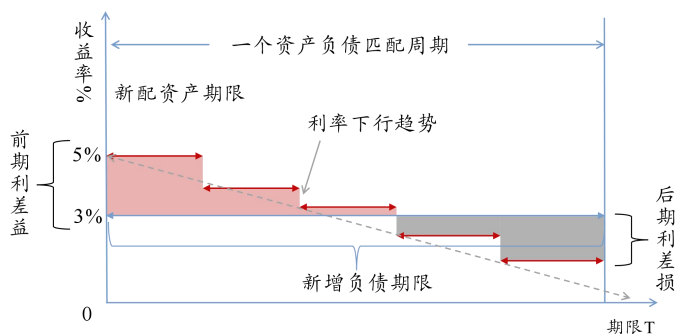
2) 股基配置比例较高，资产配置更灵活。由于中国财险基本没有像其他寿险公司刚兑的利率成本，因而投资端压力更小，在大类资产配置上可以更为积极和灵活。比如，截至 2023 上半年末中国财险的股票+基金投资占比达 14.3%，明显高于同期中国平安、中国太保和中国人寿的 12.2%、11.8%、11.2%。

从资产负债久期匹配情况看，中国财险面临的利率下行压力较小。久期缺口在不同经济周期中会呈现完全不同的经营结果。若负债久期 > 资产久期（比如上市寿险公司）：收益方面，利率上行周期会显著受益，到期再配置资产可以配置收益率更高资产，利差收益不断扩大；利率下行周期，到期再配置资产只能配置收益率



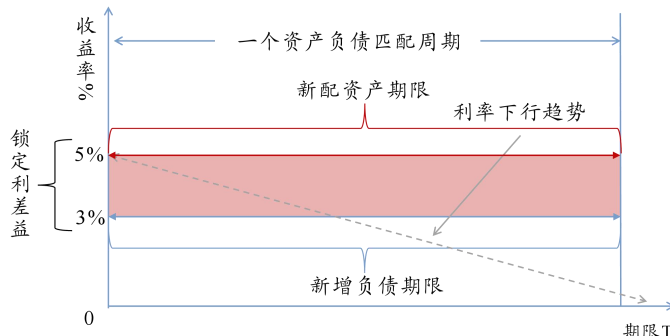
更低资产，利差收益不断收窄，甚至面临利差损风险。流动性方面，风险较小。  
**若负债久期 < 资产久期（比如中国财险）：**收益方面，利率下行周期会相对受益，通过提前锁定资产收益，规避利率下行风险并获取期限溢价；利率上行周期或相对受损，由于提前锁定收益，无法获取相对更高收益。流动性方面，风险较高。  
**中国财险资产负债久期匹配情况属于后者，面临的利率下行压力较小，且公司凭借稳定的保费收入和稳健的成本管控能力，流动性风险亦可控。**

图 6、负债久期较长在利率下行时面临利差损风险



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、资产负债完全匹配下，利差益锁定，不受利率影响

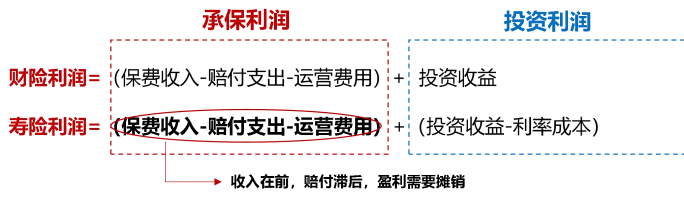


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、利润结构清晰简洁，保费与投资双轮驱动

无论财险公司还是寿险公司，业务上都可以分为承保业务和投资业务。承保业务指在保单的整个运营周期内，与保费的获取、承保业务的各种成本和费用的发生、触发风险后的赔付等相关业务的统称。投资业务则指保险公司利用可投资资金进行投资和获取投资收益的业务。**简化分析，中国财险利润 = (保费收入 - 赔付支出 - 运营费用) + 投资收益；其他寿险公司的利润 = (保费收入 - 赔付支出 - 运营费用) + (投资收益 - 利率成本)**。可见寿险公司的成本较产险多了承诺给保户的利率成本。实际上，因为寿险长期保单在会计处理上的特殊性（成本在前、利润滞后），其利润源构成展开过程要复杂的多，特别是准备金释放的保险合同服务边际这一概念包含众多假设，存在较多不确定性。

图 8、财险和寿险公司利润构成



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

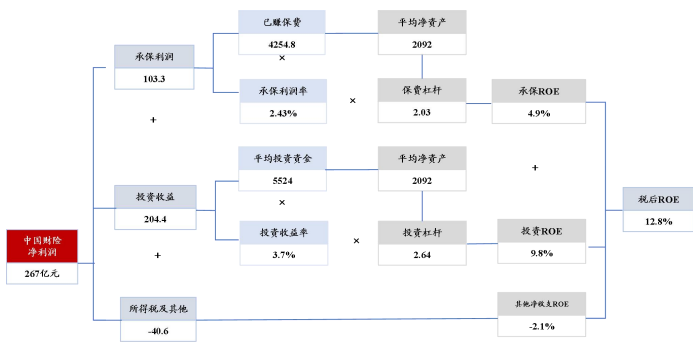
图 9、寿险公司利润展开结构



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

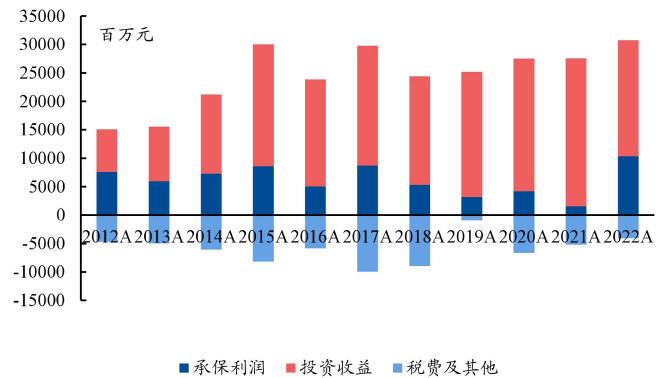
中国财险利源则相对简单，主要由承保利润和投资利润两部分构成。中国财险盈利为双轮驱动模式，即将 ROE 主要分解为承保 ROE 和投资 ROE，前者由承保利润率和已赚保费杠杆决定，而后者由投资收益率与投资杠杆决定；其中，承保 ROE=承保利润率（1-综合成本率）×已赚杠杆；投资 ROE=总投资收益率×投资杠杆。以 2022 年度中国财险的业绩达成情况为例，净利润 267 亿元，同比增长 19.4%；ROE 为 12.8%，同比下降 0.3 个百分点。从承保 ROE 的构成来看，2022 年度承保利润率 2.4%，保费杠杆为 2.03，计算得到公司承保 ROE 为 4.9%；从投资 ROE 的构成来看，2022 年度总投资收益率为 3.7%，投资杠杆为 2.64，计算得到公司投资 ROE 为 9.8%。

图 10、中国财险 2022 年 ROE 分拆



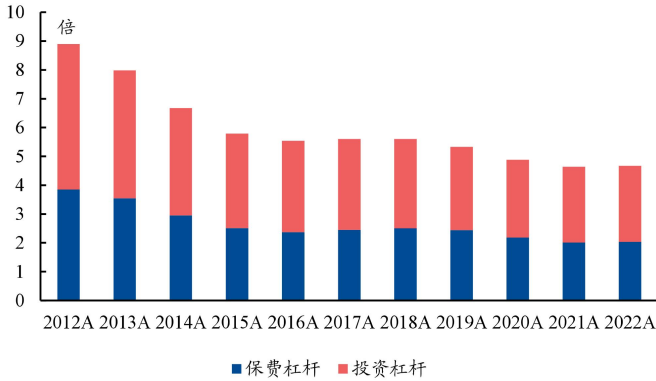
资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、中国财险 2012-2022 年利润结构



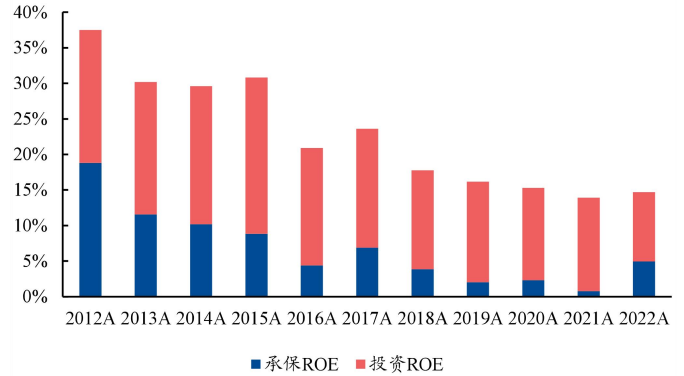
资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、中国财险 2012-2022 年保费杠杆及投资杠杆



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、中国财险 2012-2022 年承保 ROE 和投资 ROE

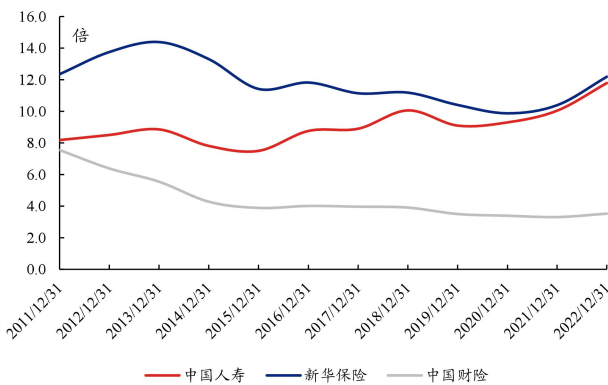


资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、杠杆和 ROE 波动低于寿险公司

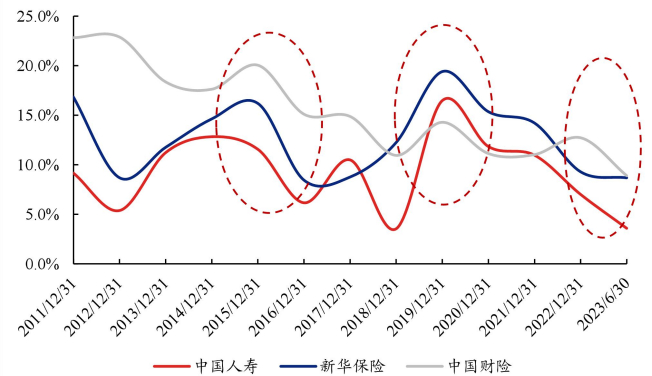
中国财险的负债久期较短，由准备金形成的可投资资产池子相对较小；此外，监管还要求财险公司当年自留保险费（保费收入 + 分入保费 - 分出保费），不得超过其实有资本金加公积金总和的四倍；导致中国财险的经营杠杆要明显低于其他上市寿险公司。截至 2022 年末，国寿和新华两家寿险公司经营杠杆分别为 11.8 和 12.2 倍，高于中国财险的 3.5 倍。较低的经营杠杆下，中国财险的 ROE 波动相对更低，尤其在权益市场大幅震荡引起投资收益波动加剧的年份，其 ROE 变动幅度较小。

图 14、中国财险的经营杠杆明显低于国寿和新华



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、中国财险的 ROE 水平波动相对较小



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

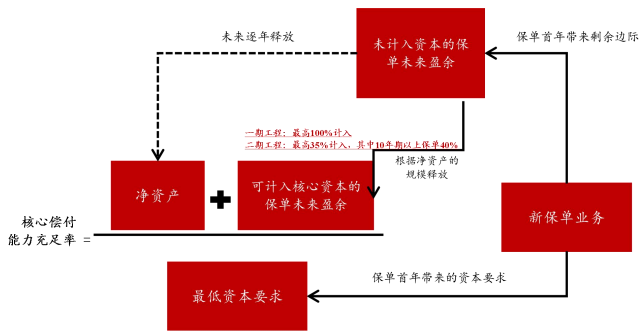
### 2.4、偿付能力较优，受资本约束较小

偿二代二期规则落地后，中国财险的偿付能力水平受影响较小。二期规则限定可计入到核心资本的保单未来盈余占比不能超过核心资本的 35%，其中剩余年限在 10 年以上的为 40%，意味着净资产在核心资本中的占比最低约为 65%，使得寿险

## 海外公司深度研究报告

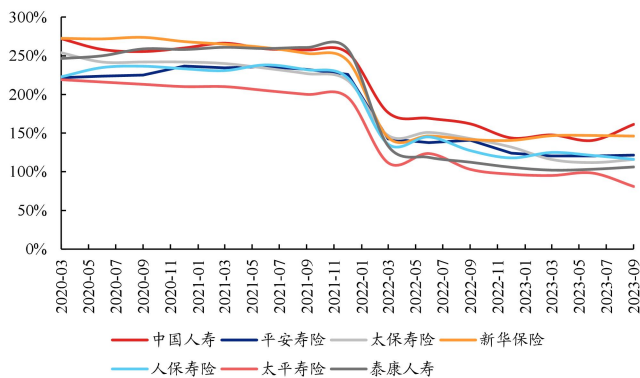
公司资本内生效率下降（财险公司本身保单未来盈余较低，因而受影响较小）。从偿付能力变化看，二期工程落地后，财险公司整体的核心偿付能力受新规影响相对较小，尤其是中国财险降幅远低于其他主要寿险公司及财险公司。更优的偿付能力使得中国财险在投资、销售和分红方面受到的硬资本约束相对更小。

图 16、二期规则下财险受未来盈余计入比例下调影响小



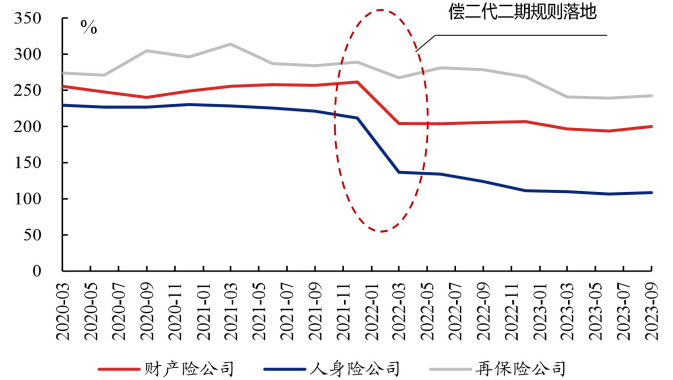
资料来源：金融监管总局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、寿险公司核心偿付能力充足率



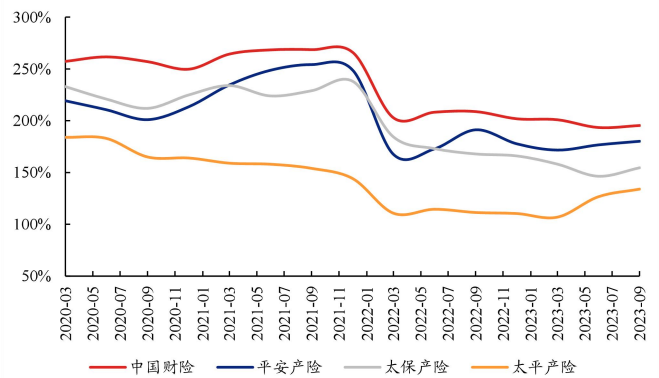
资料来源：13 精数据库，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、二期规则落地后财险的偿付能力充足率降幅较小



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、财险公司核心偿付能力充足率



资料来源：13 精数据库，兴业证券经济与金融研究院整理

**总结中国财险的财务特点：**1) 负债成本低。可实现负成本，承保端即可获取利润。2) 利率下行周期中风险小。因负债久期短，资产久期长，提前锁定利率，受利率下行影响相对不大，只要保费收入稳健、成本管控得当，流动性压力可控。3) 杠杆低，业绩波动较低。保费杠杆和投资杠杆均不高，ROE 相对受投资影响更小，利润表现更稳健。4) 受偿二代二期规则影响小，资本约束压力不大。

### 3、经营分析：规模增长稳健，成本管控优良

中国财险的投资价值不仅体现在其作为纯财险公司具备的财务特性，还来源于其财险龙头在经营方面拥有的深厚护城河。一方面，规模庞大且持续增长的保费规模拓展了护城河的宽度；另一方面，优异的成本管控能力和稳健的投资表现增厚了护城河的深度。同时，较高的分红和股息水平则保证了投资者能共享公司经营

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

发展成果。

3.1、规模领先：网点遍布全国，市场份额遥遥领先

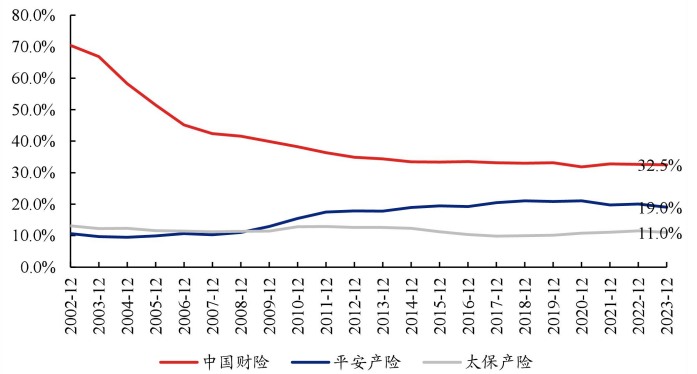
中国财险拥有遍布全国的经营机构和网点。作为新中国第一家保险公司，中国财险凭借多年的经营布局，建立起了庞大的机构网点，业务基本遍布全国所有城乡地域。截至 2022 年，公司拥有 36 家省级分公司，357 家中心支公司，3120 家支公司，986 家营业部，8431 家营销服务部。凭借网点数量优势和品牌优势，公司在财险保费收入市场份额中持续保持领先。2023 年公司保费收入市占率达 32.5%，超过二三名之和。

图 20、2022 年中国财险分支机构营业场所遍布全国



资料来源：中国财险官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、中国财险保费收入市占率常年超二三名之和



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

1、车险方面，经受综合改革后重回增长，份额逐步稳定。

1) 车险保费增速受综改影响短暂下滑后迅速企稳回升，保费市占率继续领先。2020 年，受监管推动的以“降价、增保、提质”为核心的车险综改影响，公司车险保费收入在 2021 年同比下滑；但随着基数效应消除、以及公司加大直销直控渠道建设、着力发展家用车业务，公司车险保费在 2022 年重回增长轨道，车险保费收入市占率也基本稳定在 32-33%之间。

表 2、车险综合改革历程回顾

阶段	时间	主要内容
第一阶段	2015.02-2017.06	从前期行业统颁条款和统一费率时代逐渐走向市场化，基于保费=基准保费×费率调整系数=[基准纯风险保费/(1-附加费用率)]*无赔款优待系数*交通违法系数*自主核保系数*自主渠道系数，其中自主核保系数和自主渠道系数的浮动范围在[0.85,1.15]之间，拉开了车险保费的市场化进程。
第二阶段	2017.06-2018.03	进一步放宽了各地区的自主核保系数和自主渠道系数的浮动范围，不再要求全国各地统一在[0.85,1.15]之间，最低下限可以为 0.65，最高上限可以为 1.25，市场化程度进一步加大。
第三阶段	2018.03-2019.03	规范商业车险自主定价改革试点地区（广西、青海、陕西）的产品费率方案的报送工作，在三个试点地区保险公司可以自行决定自主核保系数和自主渠道系数，不再受此前的范围限制。



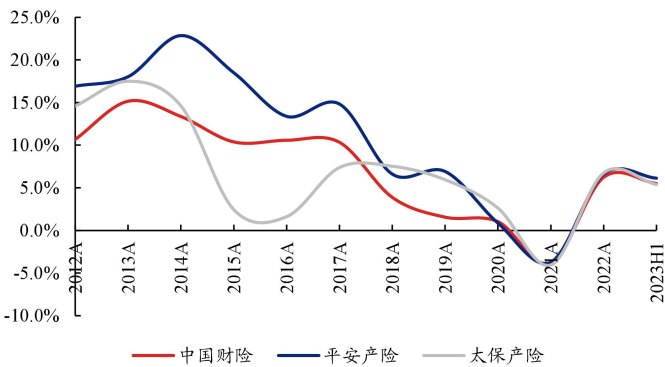
第四阶段 2020.09 至今

**车险综合改革落地，主要内容有：**

- 1) 提高交强险责任限额，总责任限额从 12.2 万元提高到 20 万元；
- 2) 优化交强险道路交通事故费率浮动系数，在道路交通事故费率调整系数中引入区域浮动因子，浮动比率下限下调；
- 3) 理顺商用车险主险和附加险责任，在基本不增加消费者保费支出的原则下，支持行业拓展商用车险保障责任范围；
- 4) 优化商用车险保障服务，引导行业合理删减实践中容易引发理赔争议的免责条款，合理删减事故责任免赔率、无法找到第三方免赔率等免赔约定；
- 5) 提升商用车险责任限额，支持行业将示范产品商业三责险责任限额从 5 万-500 万元档次提升到 10 万-1000 万元档次；
- 6) 丰富商用车险产品，支持行业制定新能源车险、驾乘人员意外险、机动车延长保修险示范条款，探索在新能源汽车和具备条件的传统汽车中开发机动车里程保险（UBI）等创新产品。

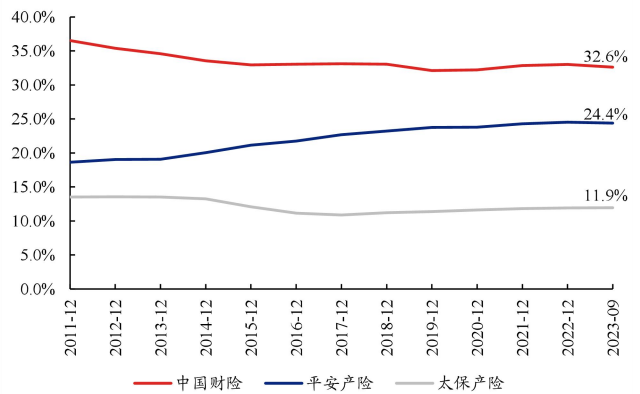
资料来源：金融监管总局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、中国财险车险保费收入在综改后重回增长轨道



资料来源：中国财险、中国平安、中国太保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

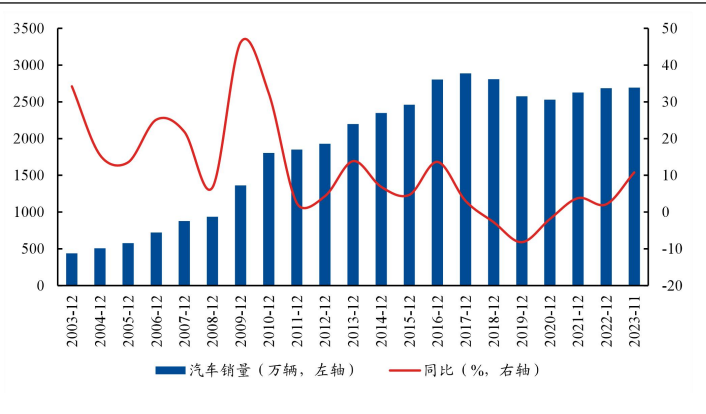
图 23、中国财险车险保费收入市占率长期保持领先



资料来源：iFinD，中国财险、中国平安、中国太保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

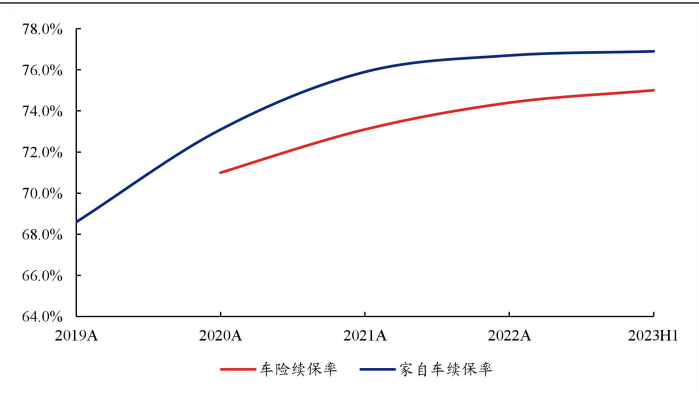
2) 续保率改善+新能源车先发优势，规模增长有望延续。在新车增速放缓情况下，公司近年来通过渠道建设、考核激励等举措实现续保率提升，夯实车险业务增长基盘。截至 2023 年三季度末，我国机动车保有量规模已达 4.3 亿辆的较高水平，预计未来新车销量增速将逐步放缓，车险中新车业务贡献动能或将减弱。**为应对新车业务后续可能面临的增长放缓压力，中国财险通过渠道清分（续保成立专门团队）、续保考核激励、价费联动、在线理赔服务优化增强客户粘性等举措，提升续保率。**车险整体的续保率从 2020 年的 71% 提升至 2023 上半年末的 75%，其中家用车续保率从 73.1% 提升至 76.9%；从美国等成熟市场经验看，中国财险的车险续保率仍有一定提升空间。未来公司仍可通过优化续保率提升续保业务的保费贡献带动车险业务实现稳定增长。

图 24、我国新车销量及同比增速情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

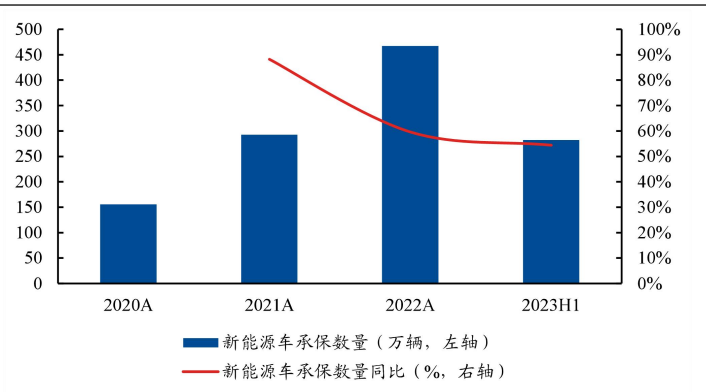
图 25、中国财险的车险续保率近年来持续提升



资料来源：中国财险业绩会材料，兴业证券经济与金融研究院整理

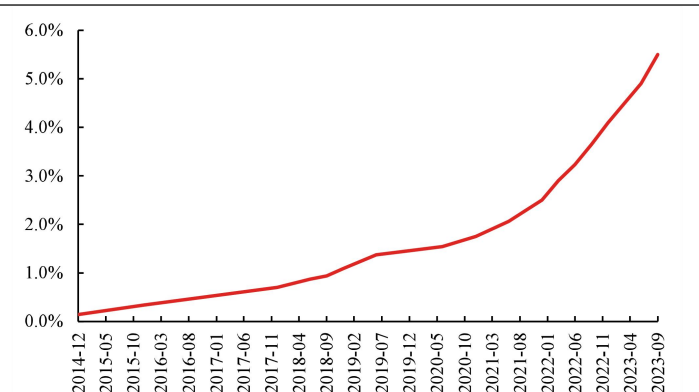
公司在新能源车领域布局较早，通过渠道模式创新实现新能源车业务快速发展。近年来，中国财险抓住新能源车高速发展机遇，根据新能源车的渠道特点，加强与主机厂和造车新势力总对总的合作，基本实现了主流的新能源汽车品牌全覆盖，构建起新能源车渠道优势。2021、2022 以及 2023 上半年，公司的新能源车承保数量同比分别大增 88.2%、59.6%、54.4%；2023 上半年新能源车险保费收入同比 +54.7%，保费占比达到 9.4%。我们预计 2023 上半年公司新能源车险市占率约 33%，保持绝对领先优势。考虑我国新能源车保有份额仍有较高提升空间，新能源车均保费普遍高于燃油车，未来公司有望凭借新能源车业务的先发优势继续实现车险保费的增长，不断巩固自身在车险领域的领先地位。

图 26、中国财险新能源车承保数量近年来保持高速增长



资料来源：中国财险业绩会材料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、我国新能源车保有量占比快速攀升



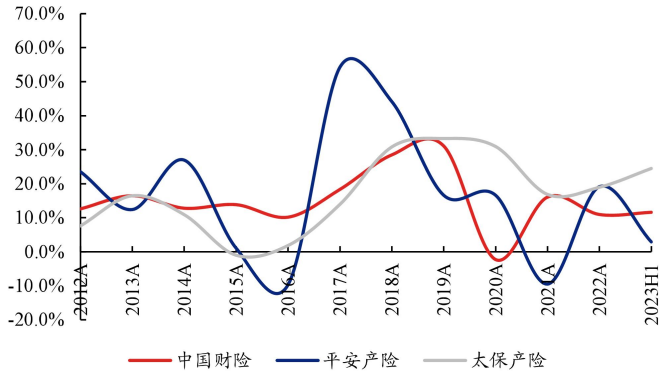
资料来源：公安部官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2、非车方面，保费贡献持续提升，或延续较快增长。

1) 保费收入保持两位数增长，保费贡献持续提升。非车业务的险种多样性、风险复杂性以及定价专业性都要高于车险业务，对公司的整体经营能力要求相对更高。车险综改实施后，财险公司尤其是中小公司竞争焦点开始由车险业务转向非车业务。面对激烈的市场竞争，中国财险近年来通过渠道专业化建设、开发专业特色

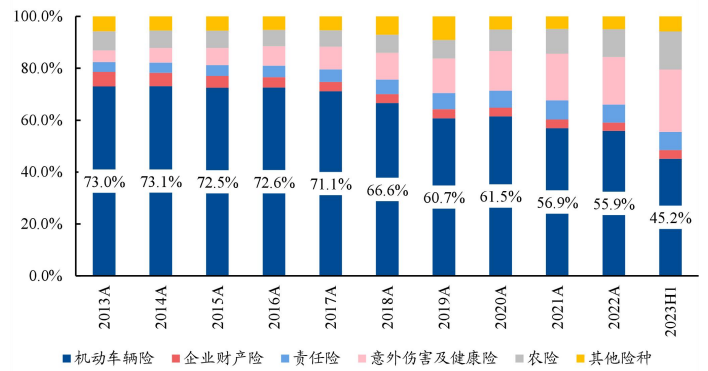
产品等举措，实现了非车业务的较快增长，保费贡献持续提升。以渠道专业化建设为例，特险方面针对航空和能源险，组建特险团队；央企、大型企业和政府企业方面，组建重客团队；各类实体企业方面，组建商客团队。通过渠道分设，配置专属队员、搭配专属基本法、专属产品以及专属销售工具，提高队伍的专业化程度。2018-2022年，公司非车险保费收入从1299亿元提升至2143亿元，CAGR达13.3%；保费贡献占比从33.4%提升至44.1%，2023年达到44.6%。

图 28、上市险企非车保费收入同比增速



资料来源：中国财险、中国平安、中国太保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

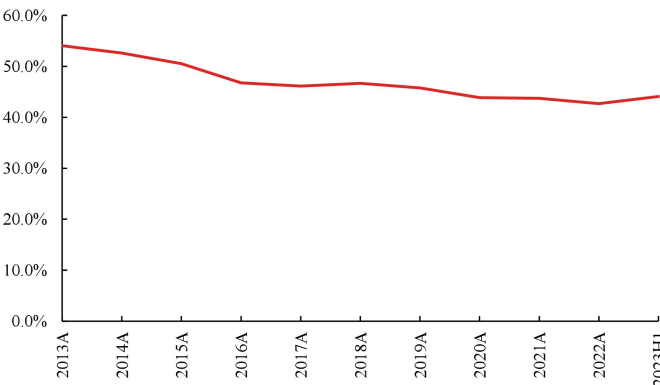
图 29、中国财险非车保费收入占比持续提升



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

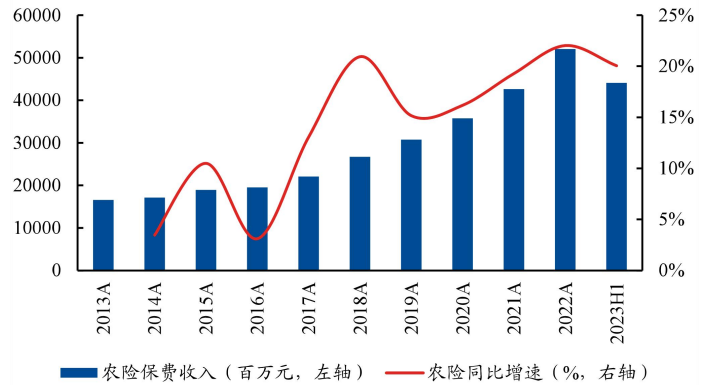
2) 核心非车险种中，农险市场份额近半，意健险发展迅猛，或带动非车整体延续较快增长。中国财险的农险优势显著，市占率占据半壁江山。考虑我国农险的渗透率仍有充足提升空间、国家对于农险财政补贴政策的稳定性和连续性，公司农险业务有望延续较快增长。得益于全国各地的网点布局以及与地方政府长期良好的合作关系，中国财险在政府性的农险业务领域始终占据绝对优势，公司在2015年以前农险保费市场份额过半，后因市场竞争加剧份额一度下滑，但2021年以来，公司抓住国家政策支撑机遇，在农险领域加大投入，强化销售能力和服务能力，保费收入基本实现每年20%左右同比增长，带动市场份额在2023上半年回升至44.1%。2023上半年，农险已经成为公司第三大险种，保费占比提升至14.7%。

图 30、中国财险农险保费市场份额近 50%



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、中国财险近年来农险保费收入保持两位数增长

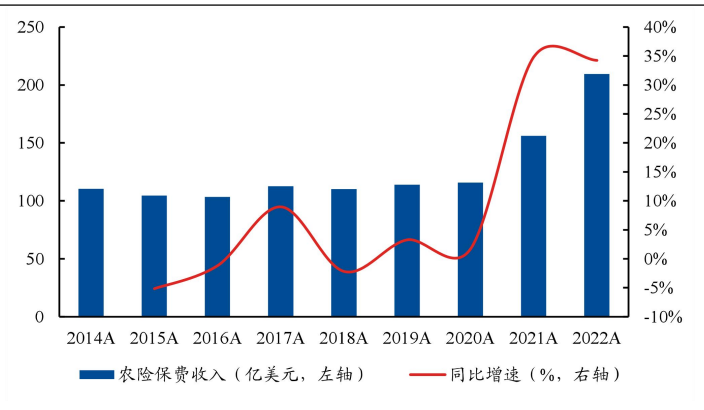


资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

农业保险业务对于保险公司的风险识别能力，现金流充足性和稳定性有较高要求。一方面，农业保险业务存在较高的道德风险。由于政策性农业保险以省为单位组织实施，导致高风险区域和风险管理水平较低的农户投保率往往更高；而实际风险发生后的灾害损失评估也相对复杂。另一方面，农业保险还存在较高的风险积聚效应。若遇强度较大的自然灾害，保险公司可能面临巨额赔付，影响公司现金充足性和经营稳定性。中国财险凭借多年积累的风险测量技术以及全国性业务布局分散承保风险，在应对农险承保风险方面具备明显优势。

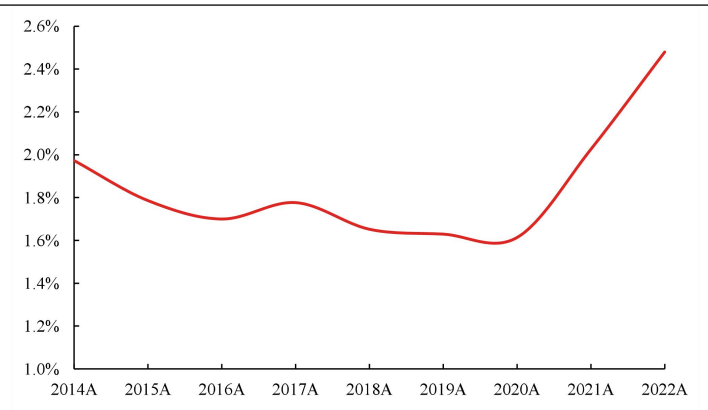
展望后续，考虑我国农险渗透率仍较低，未来在国家大力支持下有巨大提升空间，中国财险将受益于农险业务的确定性发展。从成熟市场看，2022年美国农险财险规模为209亿美元，占财险保费比重虽仅有2.5%，但美国农险渗透率较高，2018年美国主要农作物覆盖率大约87%。目前我国三大作物的覆盖率超过70%，而其他作物不足20%，仍有较大提升空间。从政策角度看，2019年财政部印发《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》，明确提出“稻谷、小麦、玉米3大主粮作物农业保险覆盖率达到70%以上，收入保险成为我国农业保险的重要险种，农业保险深度（保费/第一产业增加值）达到1%，农业保险密度（保费/农业从业人口）达到500元/人”。目前我国农业保险深度和密度已经达成上述目标，但是与美国相比差距仍然悬殊。此外，2021年财政部会同有关部门和单位印发的《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》，提出“在13个省市产粮大县，开展完全成本保险和种植收入保险，中央和地方财政对投保农户实施保费补贴。在省级财政补贴不低于25%的基础上，中央财政对中西部以及东北地区补贴45%，对东部地区补贴35%”。由于中央财政对于未来几年的农险补贴政策已经确定，我国农险业务短期有望实现两位数增长，长期可能超越意健险成为财险行业第二大险种。

图 32、美国农险保费收入及同比增速



资料来源：NAIC，兴业证券经济与金融研究院整理

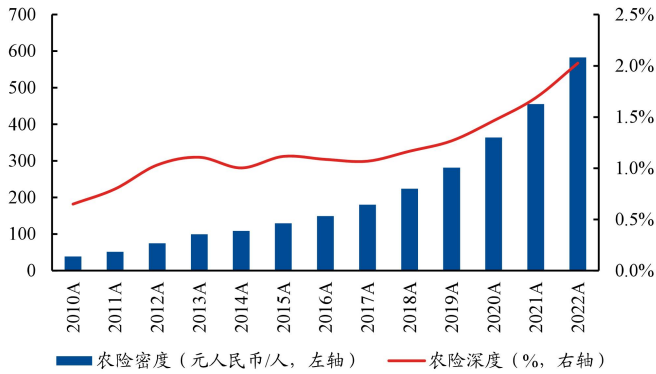
图 33、美国农险保费占财险行业保费收入比重



资料来源：NAIC，兴业证券经济与金融研究院整理

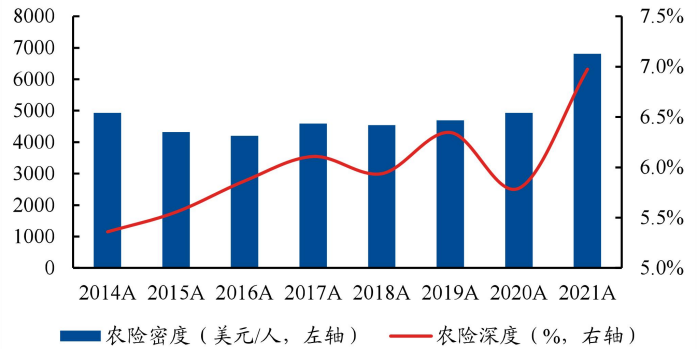


图 34、我国农险密度和农险深度



资料来源：Wind, iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理  
说明：农险密度=农险保费/农业就业人口；农险深度=农险保费/农业 GDP

图 35、美国农险密度和农险深度



资料来源：NAIC, iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理  
说明：农险密度=农险保费/农业就业人口；农险深度=农险保费/农业 GDP

表 3、我国农险相关领域政策主要内容

政策/文件	发布时间	主要内容
财政部、农业农村部、银保监会、林草局印发《关于加快农业保险高质量发展的指导意见》	2019 年 9 月	<b>主要目标:</b> 1) 到 2022 年,基本建成功能完善、运行规范、基础完备,与农业农村现代化发展阶段相适应、与农户风险保障需求相契合、中央与地方分工负责的多层次农业保险体系。 2) 稻谷、小麦、玉米 3 大主粮作物农业保险覆盖率达到 70%以上,收入保险成为我国农业保险的重要险种,农业保险深度(保费/第一产业增加值)达到 1%,农业保险密度(保费/农业从业人口)达到 500 元/人。 3) 到 2030 年,农业保险持续提质增效、转型升级,总体发展基本达到国际先进水平,实现补贴有效率、产业有保障、农民得实惠、机构可持续的多赢格局。
财政部、农业农村部、银保监会《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》	2021 年 6 月	<b>补贴方案:</b> 1) 保险标的为关系国计民生和粮食安全的稻谷、小麦、玉米三大粮食作物。保险品种为完全成本保险和种植收入保险。其中,完全成本保险为保险金额覆盖直接物化成本、土地成本和人工成本等农业生产总成本的农业保险;种植收入保险为保险金额体现农产品价格和产量,覆盖农业种植收入的农业保险。保险保障对象为全体农户,包括适度规模经营农户和小农户。 2) 实施地区为河北、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、四川等 13 个粮食主产省份的产粮大县。2021 年纳入补贴范围的实施县数不超过省内产粮大县总数的 60%,2022 年实现实施地区产粮大县全覆盖。粮食主产省份产粮大县范围根据上一年度中央财政奖励的产粮大县名单确定。 3) 原则上,完全成本保险或种植收入保险的保障水平不高于相应品种种植收入的 80%。农业生产总成本、单产和价格(地头价)数据,以发展改革委最新发布的《全国农产品成本收益资料汇编》或相关部门认可的数据为准。 4) 补贴比例为在省级财政补贴不低于 25%的基础上,中央财政对中西部及东北地区补贴 45%,对东部地区补贴 35%。

资料来源：国务院官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

意健险主要包括政策型的社保(大病保险)和“惠民保”业务,以及个人型的短期医疗险业务。在政策支撑下,凭借自身政企合作优势以及车险客户资源优势,中国财险的意健险业务前景良好。

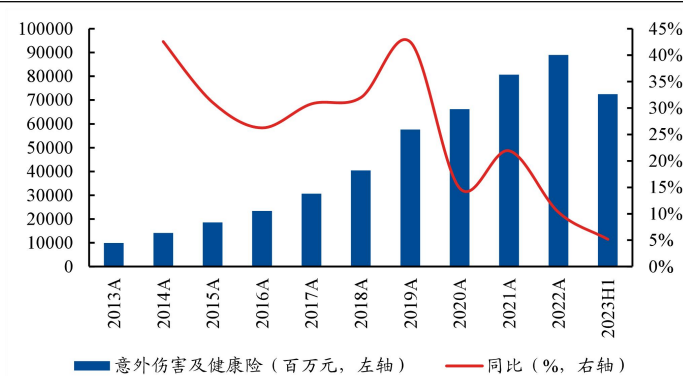


**1) 政策型业务:** 作为最早参与国家大病保险制度的保险公司之一, 中国财险经过十余年运作, 已成为我国大病保险主要服务提供商。截至 2023 年 8 月底, 人保财险在全国承办了 300 多个大病保险项目, 覆盖近 4.6 亿城乡居民。2023 上半年, 累计开展商业性“惠民保”项目 320 个, 覆盖 29 个省(自治区、直辖市), 承保人数累计突破 1 亿人次。大病保险业务虽然盈利空间有限, 但公司始终高度重视, 主要是希望通过政商融合, 扩充客户资源进而实现二次开发。

**2) 个人型业务:** 公司依托车商、专业代理和保险经纪渠道, 加大对家用车客户的二次开发, 同时积极创新产品形态, 推出有针对性和专业特色的细分产品, 满足多层次的健康保障需求, 推动驾意险、百万医疗险等险种保费收入快速增长。

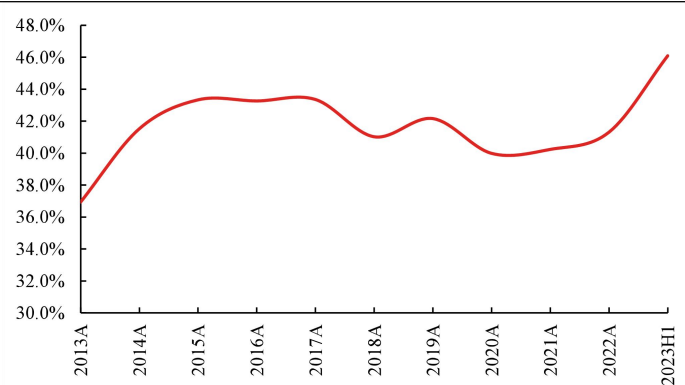
从保费规模看, 公司近年来意健险保费收入实现快速增长, 2018-2022 年 CAGR 达到 21.8%; 2023 上半年增速放缓, 主要系行业层面压降短期健康险费率所致, 预计后续影响减弱, 保费增速将逐步恢复, 带动市占率进一步抬升。

图 36、中国财险意健险保费收入近年来快速增长



资料来源: 中国财险公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、中国财险意健险市占率近年来持续提升



资料来源: 中国财险公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、成本优良: COR 表现优异, 承保盈利能力持续精进

中国财险拥有优秀的成本管控能力, 且准备金计提审慎, 综合成本率长期领先主要同业。

**1) 综合成本率:** 从绝对值看, 公司近三年 COR 均值为 97.6%, 其中 2023 上半年为 95.8%, 明显优于主要同业; 在疫情管控放开导致出险率提升背景下仍保持稳健, 显示出超强的成本管控能力。从趋势看, 2021 年以来, COR 逐年下降, 改善幅度为老三家之最, 除了得益于车险综改带动全行业费用率下降之外, 还与公司近年来持续推动降本增效和风险减量服务有关。

**2) 综合赔付率及费用率:** 近三年, 公司综合赔付率和综合费用率均值分别为 71.4% 和 26.2%, 综合赔付率略高于主要同业 (主要因交强险和政府性业务占比较高),

但综合费用率明显优于主要同业，是公司成本率优势的主要原因。

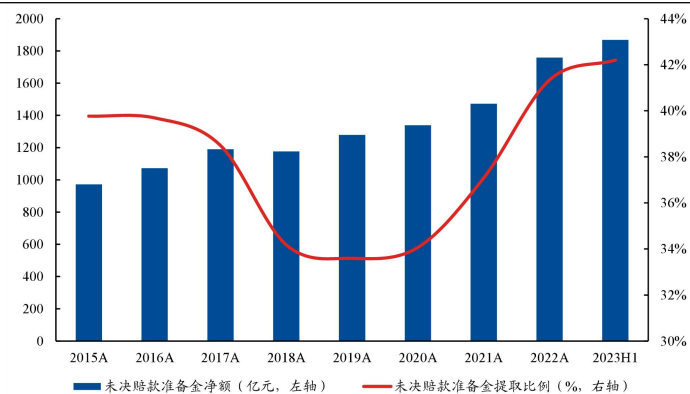
**3) 未决赔款准备金计提比例充足：**未决赔款准备金提取充足合理，抵御风险能力增强，截至 2023 上半年末的未决赔款准备金净额提取比例提升至 42.2%（未决赔款准备金提取比例=期末未决赔款准备金净额/最近 12 个月已赚净保费），短期内承保利润有较好保证。

表 4、上市险企财险综合成本率及结构

综合成本率	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
中国财险	98.5%	98.9%	98.9%	99.5%	97.6%	95.8%
平安产险	96.0%	96.4%	99.1%	98.0%	100.3%	98.0%
太保产险	98.4%	98.3%	99.0%	99.0%	97.3%	97.9%
赔付率	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
中国财险	62.0%	65.9%	66.2%	73.6%	71.8%	68.9%
平安产险	54.9%	57.3%	60.5%	67.0%	69.9%	70.6%
太保产险	56.2%	60.2%	61.4%	69.6%	68.4%	70.4%
费用率	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023H1
中国财险	36.5%	33.0%	32.7%	25.9%	25.8%	26.9%
平安产险	41.1%	39.1%	38.6%	31.0%	30.4%	27.4%
太保产险	42.2%	38.1%	37.6%	29.4%	28.9%	27.5%

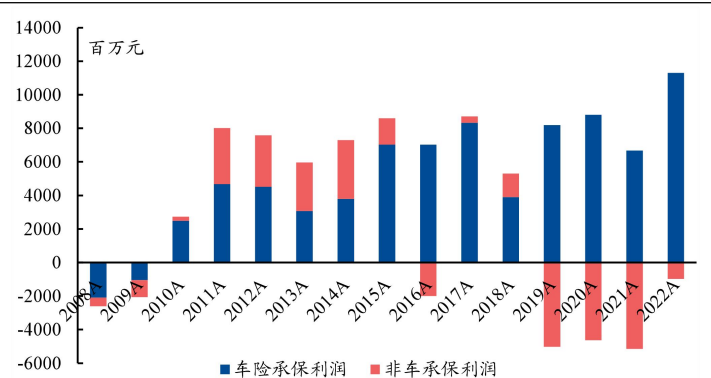
资料来源：中国财险、中国平安、中国太保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、中国财险未决赔款准备金计提比例逐年提升



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、中国财险承保利润及结构



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**1、车险方面，综改下成本率短暂抬升后改善，预计随着结构优化及经营能力改进稳中向好。**

受 2020 年实施的以“降价、增保、提质”为目的的车险综改影响，中国财险 2021 年车险 COR 从 2020 年的 96.5% 提升至 97.3%，其中赔付率从 55.3% 大幅提升至 70.1%，费用率从 41.2% 降至 27.2%。此后，通过优化赔付率和费用率带动整体

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

COR 趋势改善，2022 年降至 95.6%（公司车险赔付率略高于主要同业，主要因交强险业务比重较高）；2023 上半年受基数影响同比小幅提升，但提升幅度明显低于主要同业，体现出公司优秀的成本管控能力。

表 5、上市险企车险综合成本率及结构

综合成本率	2018A	2019H1	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1
中国财险	98.4%	98.1%	96.7%	94.8%	96.5%	96.7%	97.3%	95.8%	95.6%	96.7%
平安财险	97.4%	97.7%	97.2%	94.7%	98.2%	97.4%	98.9%	94.4%	95.8%	97.1%
太保财险	98.3%	98.4%	97.9%	97.8%	97.9%	99.0%	98.7%	96.6%	96.9%	98.0%
赔付率	2018A	2019H1	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1
中国财险	56.8%	56.1%	57.1%	47.5%	55.3%	70.3%	70.1%	69.7%	68.1%	69.7%
平安财险	53.9%	58.9%	57.2%	56.6%	55.6%	71.7%	71.4%	70.0%	69.2%	-
太保财险	56.3%	54.1%	54.8%	52.0%	58.6%	72.7%	71.1%	70.3%	69.5%	-
费用率	2018A	2019H1	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1
中国财险	41.6%	42.0%	39.6%	47.3%	41.2%	26.4%	27.2%	25.7%	27.5%	27.0%
平安财险	43.5%	38.8%	40.0%	38.1%	42.6%	25.7%	27.5%	24.4%	26.6%	-
太保财险	42.0%	44.3%	43.1%	45.8%	39.3%	26.3%	27.6%	26.3%	27.4%	-

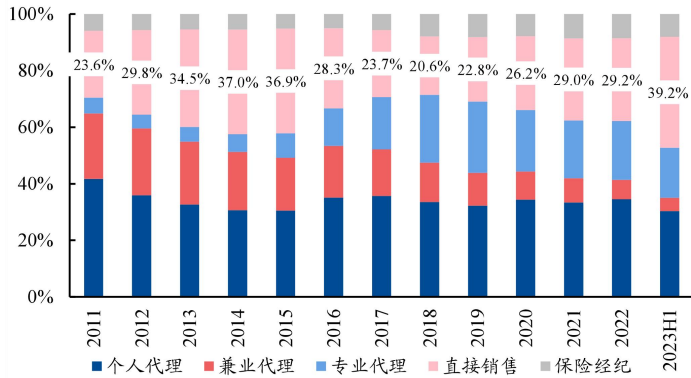
资料来源：中国财险、中国平安、中国太保公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

车险综改后，中国财险通过优化渠道结构和业务结构压降费用率和赔付率。

**1) 优化渠道结构：**为应对车险综改后渠道成本管控压力增大的挑战，中国财险近年来持续加大直销渠道（内部销售人员，包括对公和电网销等）、直控渠道（4S 店、修理厂等）建设，推进渠道去中介化（中介分为买卖型中介和场景型中介，场景型中介包括车商、修理厂等，公司压降的主要是买卖型中介）。从渠道结构变化看，中国财险直销渠道保费收入占比从 2018 年的 20.6% 提升至 2022 年的 29.2%；2023 上半年直销渠道占比为 39.2%，较 2022 上半年提升 0.5pct。

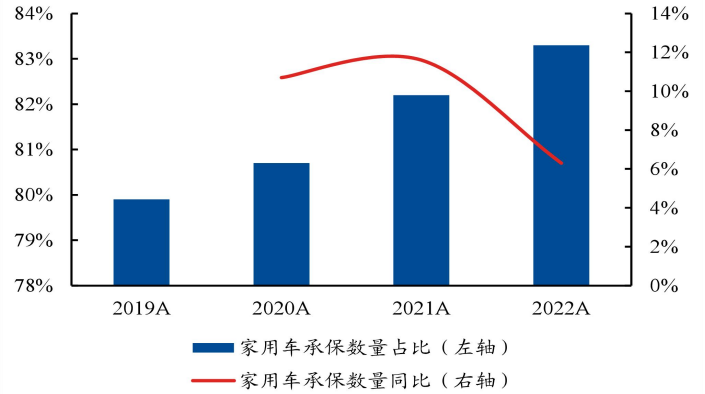
**2) 优化业务结构：**车险综改后，为降低赔付率抬升压力，中国财险持续压降新能源车在内风险较高的营运车业务，同时大力发展业务品质较优的家用车业务；近年来家用车承保数量占比逐年抬升，从 2019 年的 79.9% 提升至 2022 年的 83.3%。

图 40、中国财险近年来直销渠道保费收入占比提升



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、中国财险近年来家用车承保数量占比持续提升



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

在调整业务和渠道结构的同时，中国财险还主动加强自身专业能力建设，推动经营效益改善。从定价能力看，公司一方面凭借规模优势，多年来积累了海量数据并构建了较为完善的风险定价模型；另一方面通过定价技能培训和实战演练、持续优化定价模型因子、强化风险识别，实现精准定价能力的不断改进。从体制机制看，从 2021 年开始，中国财险秉承集团“卓越保险战略”理念，启动“三湾改编”三步走改革路线图，从经营管理体系、人财物“三力”经营机制、系统集成等方面全方位推动经营效率提升，实现全面降本增效。

表 6、中国财险“三湾改编”内容及成效

阶段	改革方向	关键举措	主要成效
第一阶段 (2021.06-2021.12)	“夯基垒台、立柱架梁”，从营销体系切入，重构经营管理体系。	<p><b>重塑以客户为中心的组织架构</b>，组建个人、法人、政府三大事业部和普惠金融事业部，全面推进事业部制建设；</p> <p><b>重构管理体系和销售体系</b>，开展销售人员清分，出台销售团队基本法，以渠道专业化经营和贯穿式管理，打通触达客户“最后一公里”，保障战略有效落地。</p>	基本完成了组织架构的变革和队形阵型的优化，从总、省、地、县 4 级机构全面完成了以客户为中心的架构改革。把面向市场面向客户的界面统一调整为个人事业部、法人事业部、政府客户事业部和普惠金融事业部。中后台整体的总、省、地三级的部门显著减少，人员有所优化，销售队伍能力明显加强。
第二阶段 (2022.01-2022.12)	“全面推进、积厚成势”，以人财物“三力”变革为重点，健全市场化经营机制，深化细化优化各项改革制度和配套政策。	<p><b>人力资源</b>：着力优化人财物资源配置，破除过去“高水平大锅饭”的顽疾，重构绩效考核和薪酬激励制度，将中后台部门绩效与前台挂钩，以贡献定收入、以业绩论英雄，充分调动干部员工主动性、积极性、创造性；</p> <p><b>财务方面</b>：实施全面预算管理，建立决策单元机制，对销售费用实施闭环管理，深化降本增效，节约资源向基层一线倾斜；</p> <p><b>科技方面</b>：IT、精算与业务深度融合，开发事业部专属工具，保障新的事业部模式高效运转。</p>	公司三条业务线每个渠道都设定了基本法，对于市场费用（手续费、佣金）、基本法成本（销售队伍的费用、渠道拓展费用等）进行了明确规定，并且按照边际贡献进行调配。此外，强化了中后台对于事业部的支持，包括产品、精算、理赔等方面。

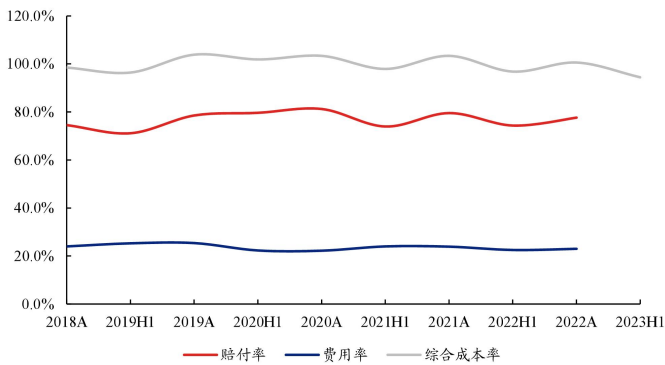
<p>第三阶段（2023.01至今）</p>	<p>“系统集成、协同高效”，巩固深化改革成果，推动各方面制度更加成熟、更加定型，各项改革任务全面落地、纵深推进，形成总体效应。</p>	<p>以健全市场化经营机制为核心，进一步深化细化改革举措，推动各项改革向制度更加成熟更加定型靠拢，切实提升改革综合成效，加快推动公司向高质量发展转型。</p>	<p>——</p>
------------------------	--	---	-----------

资料来源：中国银行保险报，中国金融，业绩发布会，兴业证券经济与金融研究院整理

**2、非车方面，成本率波动较大，通过业务结构调整和风险减量带动盈利改善。**

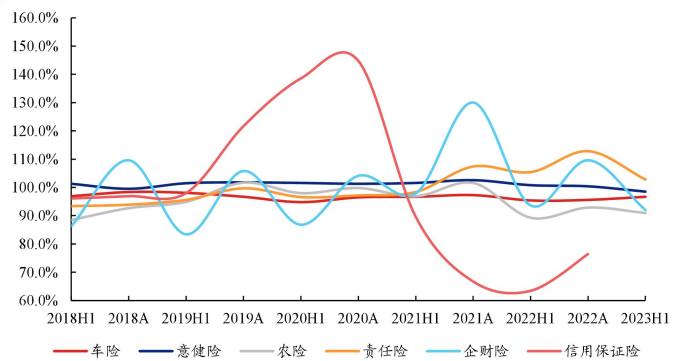
公司非车整体的综合成本率波动较大，部分险种业务质量近年来显著改善。车险综改后中小公司普遍加大非车业务领域布局，费用竞争愈发激烈，叠加部分险种赔付受宏观经济、自然灾害等不可控因素影响较大，中国财险的非车业务综合成本率近年来基本在 100% 上下波动。2023 年在公司严格的成本管控下，有望实现 100% 以内的目标。

图 42、中国财险非车业务综合成本率及结构



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、中国财险非车业务分险种综合成本率



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**近年来，中国财险持续优化非车业务结构，提升风险减量能力，推动盈利改善。**

**农险：**竞争格局较好，费用率相对较低，2021 年以来均值 16%，大幅优于整体的 26.2%；赔付率受自然灾害影响较大，比如 2021 年受河南暴雨影响由 2020 年 74.7% 大幅提升至 81.6%；2023 年三季度受杜苏芮等灾害影响，预计农险赔付率大幅增加。未来，公司将通过理赔的集中运营管控，提高结案速度同时降低运营成本。

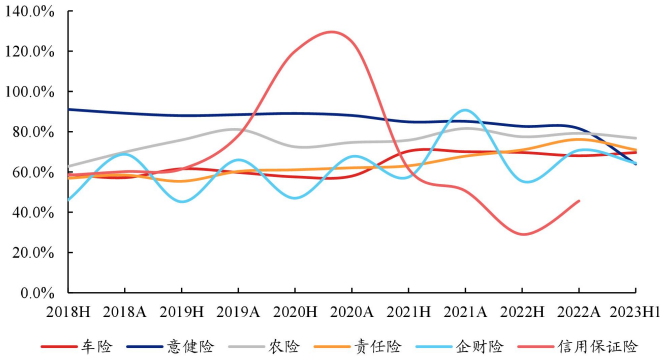
**意健险方面：**多年来持续承保亏损，主要因政策型的大病业务赔付率较高（承担社会责任同时开发新客户），2021 年以来赔付率均值 76.9%，为各险种之最。2023 年上半年，通过提升盈利较好的个人型意健险业务占比等，实现了承保盈利。未来，随着业务结构优化，预计意健险盈利将持续改善。

**其他险种：**责任险、企财险以及信用保证险等法人型业务受市场竞争格局、疫情



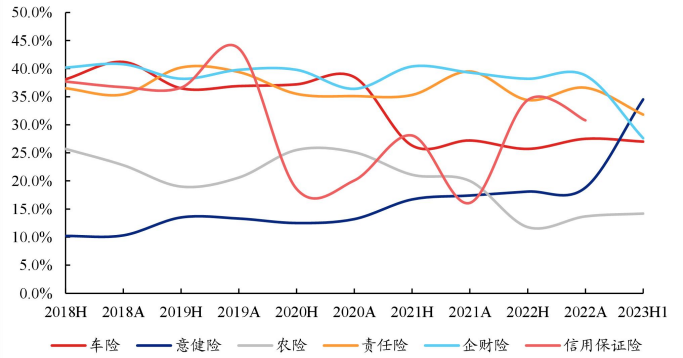
等因素影响，盈利能力普遍不佳。近年来，中国财险积极改造此类业务，持续压降高风险业务占比，预计随着高风险甩尾业务逐步出清，赔付率和费用率或优化。

图 44、中国财险非车业务分险种赔付率



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、中国财险非车业务分险种费用率



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国财险近年来通过投入资金、技术、人员等方式主动介入被保险标的的风险管理，在协助被保险人降低风险事故发生概率或降低事故损失程度的同时，推动自身成本的改善，实现公司效益与客户利益的双赢。比如，针对像雇主责任险、企财险等道德风险较高的业务，在承保前实施全量风勘，包括数字风勘、标准风勘、专业风勘等环节，通过配置专业队伍、开展营运调度、实施查勘服务，在核保前杜绝或者降低风险发生概率。

图 46、中国财险风险减量服务管理架构



资料来源：开放日材料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、中国财险法人业务全量风勘体系



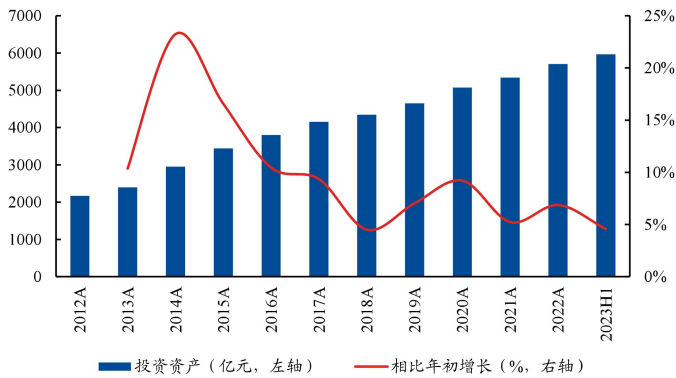
资料来源：开放日材料，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、投资稳健：规模稳步增长，股基配置增加，投资收益波动较小

规模方面，在负债端保费收入持续提升的支撑下，中国财险的总投资资产规模稳步增长。截至 2023 上半年末，公司投资资产规模提升至 5968.5 亿元，较 2012 年的 2170 亿元大幅提升 175%，年均复合增速达 9.2%。

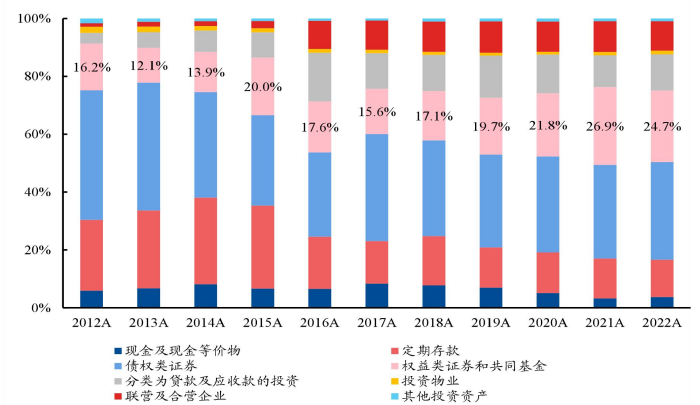
结构方面，中国财险投资资产配置较为灵活，近年来股票和基金配置占比增加。久期较短、成本较低的负债特点决定了中国财险在投资端以固收为主+流动性较高的资产配置风格。截至2023上半年末，公司固收类资产（含现金及现金等价物）占比总投资资产比重为62.4%，与其他主要上市险企同期70-84%的固收资产配置相比较低。从趋势看，中国财险近年来不断增配股基等权益类资产，公司权益类证券及基金（权益类资产）合计占比从2017年的15.6%提升至2022年的24.7%；2023上半年末股票和基金占总投资资产比重相对较高，达到14.3%，其中基金占比8.1%，明显高于其他主要上市险企（2.9-7.1%）。

图 48、中国财险投资资产规模稳步提升



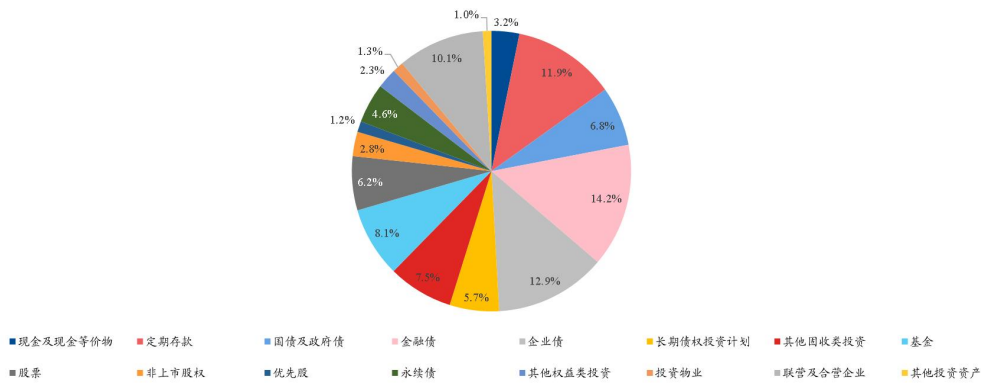
资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、中国财险 2018 年以来增配股票和基金资产



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

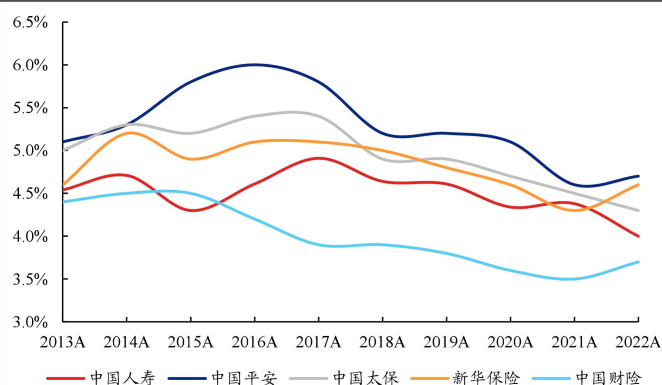
图 50、中国财险 2023 上半年末投资资产结构



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

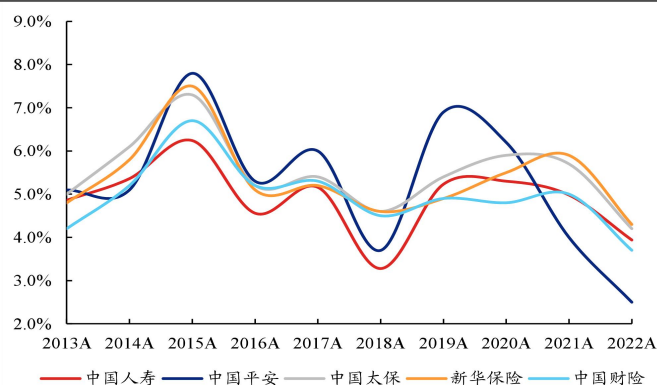
拉长周期看投资业绩波动较小。受资产久期较短等因素影响，中国财险的净投资收益率在主要上市险企中相对较低，因而拉低了总投资收益率表现。2018-2022年公司净、总投资收益率均值分别为3.7%、4.58%；然而近年来，长端利率持续下行、权益市场波动较大情况下，公司更短的负债久期和更为灵活的资产配置策略优势逐步显现，叠加华夏银行等长期股权投资稳定的投资收益贡献，2018-2022年净、总投资收益率波动率（标准方差）分别为0.14%、0.47%，显著优于其他主要同业。

图 51、上市险企净投资收益率



资料来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、上市险企总投资收益率



资料来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、中国财险 2018-2022 年投资收益率波动较低

净投资收益率	10 年几何平均	波动率	夏普比率	总投资收益率	10 年几何平均	波动率	夏普比率
中国人寿	4.50%	0.24%	4.54	中国人寿	4.89%	0.78%	1.92
中国平安	5.28%	0.46%	4.08	中国平安	5.25%	1.57%	1.18
中国太保	4.96%	0.38%	4.12	中国太保	5.48%	0.84%	2.46
新华保险	4.82%	0.28%	5.07	新华保险	5.36%	0.89%	2.21
中国财险	<b>4.00%</b>	<b>0.35%</b>	<b>1.72</b>	中国财险	<b>4.95%</b>	<b>0.75%</b>	<b>2.06</b>

资料来源：中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险、中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

需要说明的是，华夏银行为中国财险的合营企业，采用权益法核算。华夏银行的股价波动在后续计量中不影响其账面价值。华夏银行股价波动导致的公允价值与其账面价值差额对中国财险归母净资产的潜在影响比例近年来有所提升，2022 年达到了 13.8%。鉴于华夏银行在 2023 年的股价有所修复，预计对公司净资产的潜在影响将减小。兴业银行为中国财险的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（2022 年末中国财险的持股比例为 4.56%），其股价波动已直接反映在公司利润中。

表 8、中国财险持有华夏银行情况（单位：亿元人民币）

华夏银行	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31
持股比例	19.99%	19.99%	16.66%	16.66%	16.66%	16.66%	16.11%
公允价值	232	231	189	197	160	144	133
账面价值	261	296	329	348	370	400	422
账面价值变动	-	35	33	18	22	30	22
账面价值-公允价值	29	65	140	151	209	256	289
中国财险归母净资产	<b>1,193</b>	<b>1,331</b>	<b>1,415</b>	<b>1,700</b>	<b>1,875</b>	<b>2,029</b>	<b>2,099</b>
华夏银行（公允-账面）占净资产比例	<b>2.4%</b>	<b>4.9%</b>	<b>9.9%</b>	<b>8.9%</b>	<b>11.2%</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.8%</b>

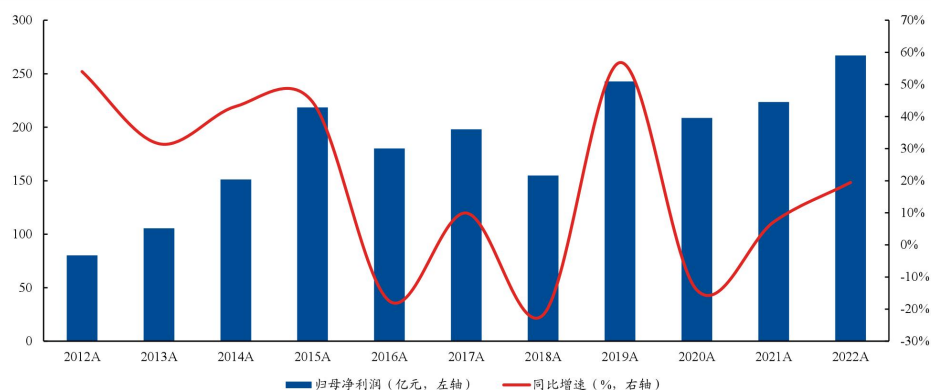
资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4、股息较高：盈利稳健+分红稳定，股息率有较好保证

优异的成本管控能力和稳定的投资业绩给中国财险带来了稳健的净利润表现。净利润=承保利润+投资利润=(1-综合成本率)\*已赚保费+平均投资资产\*投资收益率；如前文所述，中国财险综合成本率表现较优，投资收益率波动较小，因而净利润表现也较稳健，2018-2022年归母净利润从155亿提升至267亿元，年均复合增速达14.6%。

根据财政部关于提高国有资本收益上缴公共财政比例的要求，中国人保集团分红率不会低于30%，因而公司最低分红水平亦有保证。近年来中国财险综合考虑股东回报、业务发展、偿付能力、资本积累等因素，希望通过提升股息回报推动投资者长期持有公司的股票，2018-2022年分红率一直稳定在40%左右，股息率均值达到6.2%的较高水平；考虑公司在业绩会上曾明确表示“未来将保持分红政策的连续性、稳定性和可持续性，确保在公司稳定发展的同时，给予股东合理的回报”，预计未来分红水平依然可观。

图 53、近年来中国财险的归母净利润稳步提升



资料来源：中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、中国财险股息和分红水平较高

每股股利 (元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
中国人寿	0.16	0.73	0.64	0.65	0.49
中国平安	1.72	2.05	2.2	2.38	2.42
中国太保	1.00	1.20	1.30	1.00	1.02
新华保险	0.77	1.41	1.39	1.44	1.08
中国人保	0.05	0.12	0.16	0.16	0.17
中国财险	0.27	0.45	0.38	0.39	0.48
股利支付率	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
中国人寿	39.7%	35.4%	36.0%	36.1%	43.2%
中国平安	29.3%	25.0%	28.0%	42.5%	52.3%
中国太保	50.3%	39.2%	50.9%	35.9%	39.9%
新华保险	30.3%	30.2%	30.3%	30.1%	34.3%
中国人保	15.0%	22.9%	34.4%	33.5%	30.0%
中国财险	38.9%	42.1%	40.1%	40.4%	39.8%
<b>股息率</b>					
中国人寿	0.8%	2.1%	1.7%	2.2%	1.3%
中国平安	3.1%	2.4%	2.5%	4.7%	5.1%
中国太保	3.5%	3.2%	3.4%	3.7%	4.2%
新华保险	1.8%	2.9%	2.4%	3.7%	3.6%
中国人保	0.9%	1.5%	2.4%	3.5%	3.2%
中国财险	3.9%	5.4%	7.7%	7.5%	6.5%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、投资观点：短期基本面改善与长期成长性兼备，建议配置

### 4.1、估值复盘：ROE为锚，把握承保和投资盈利拐点

从中国财险历史资本市场表现与财务表现复盘来看，其投资机会往往伴随承保与投资盈利的拐点，进一步剖析其股价反转动因大致可归纳为两种情况：一是在资本市场景气度上升，公司投资表现较好时出现的上行趋势，但弹性较寿险略逊，以2005-2007年、2008-2015年为代表；二是在承保利润拐点叠加估值处于低位时出现的修复性行情，以2020-2023年为代表。

图 54、中国财险历史估值复盘



资料来源：Wind，中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理



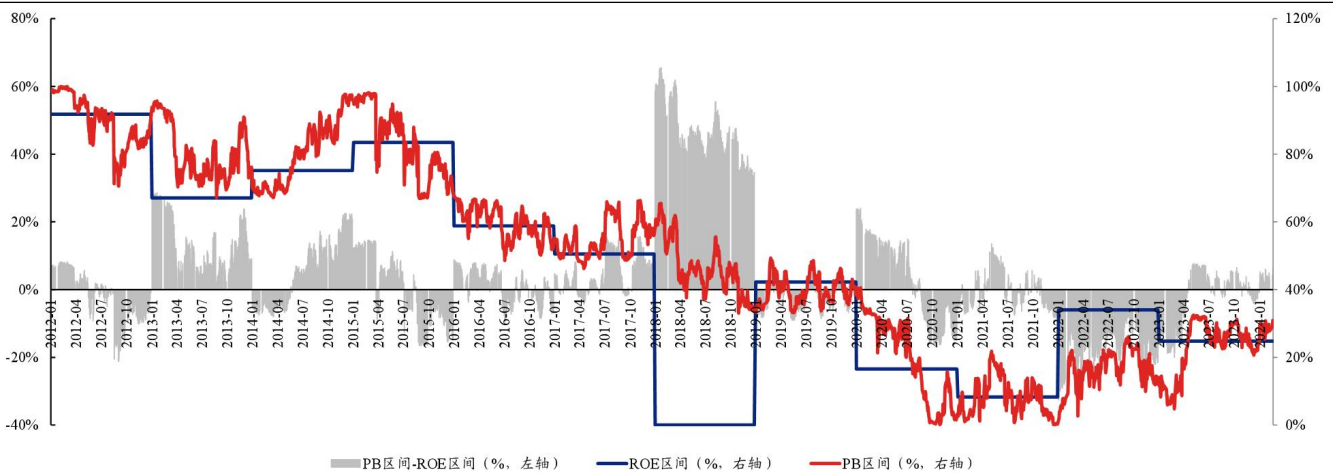
**4.2、投资建议：关注承保盈利改善带动的 ROE 提升机会**

从基本面看，短期中国财险承保利润改善有望带动 ROE 稳健提升。我们预计 2024 年公司在农险、意健险等非车业务带动下保费规模延续稳定增长；而综合成本率随着赔付率基数效应消除（2023 年受 2022 年疫情封控影响出险率基数较低+2023Q3 大灾赔付金额明显高于往年平均水平）、全面降本增效及风险减量服务推进或同比改善，“量稳价升”有望带动其承保 ROE 改善，增强公司抵御市场波动能力的同时保证分红水平稳定，成为公司估值进一步抬升的有力支撑。长期后综改时代，公司成本优势和定价优势进一步凸显，行业龙头地位有望进一步巩固。

从投资价值看，中国财险作为港股低波红利标的，对注重稳健收益的长期投资者而言具备较强的吸引力。得益于较低的经营杠杆特性、持续精进的承保盈利能力以及稳定的高分红率，中国财险相比其他上市险企在股价稳定性和股息率方面表现良好。在当前权益市场波动加剧以及我国无风险收益率（10 年期国债到期收益率）降至 3% 以下背景下，中国财险作为“低波红利”优质资产的稀缺性和配置性价比凸显，受到部分避险和长线资金的青睐。

从估值看，公司 PB 估值或在 ROE 提升带动下打开修复空间。当前中国财险 PB 估值约处于 2012 年以来底部向上 31% 分位区间，而截至 2023 年末公司 ROE 约处于 25% 分位区间，PB-ROE 分位数约处于 65% 分位区间。我们预计 2024 年在投资 ROE 稳定情况下，承保利润率改善或带动 ROE 向上，为估值修复打开空间；但需注意短期股价向上催化还需要港股资本市场环境配合。

图 55、中国财险 2012 年以来 PB-ROE 分位数情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
说明：此处为 PB 及 ROE 自 2012 年以来历史分位数区间。

表 10、中国财险资产负债表（单位：百万元人民币）

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
总资产	7,518.9	7,764.7	8,373.6	9,066.5

现金及现金等价物	212.5	146.3	165.1	211.0
债权类证券	1,929.7	1,994.3	2,144.4	2,314.4
权益类证券和共同基金	1,407.2	1,659.2	1,784.0	1,925.4
保险业务应收款净额	700.9	639.2	687.3	741.8
分保资产	444.6	433.1	465.7	502.6
定期存款	736.6	848.9	912.7	985.1
分类为贷款及应收款的投资	713.1	676.6	727.5	785.1
预付款及其他资产	264.7	274.9	295.6	319.0
联营公司投资	581.4	625.7	673.4	724.8
房屋、厂房及设备	247.7	262.4	275.9	290.0
投资物业	74.4	67.5	72.6	78.3
<b>总负债</b>	<b>5,391.4</b>	<b>5,501.3</b>	<b>5,917.8</b>	<b>6,387.8</b>
应付分保账款	246.3	259.6	279.1	301.2
卖出回购证券款	416.9	438.3	471.2	508.6
其他负债及预提费用	719.6	741.5	797.3	860.5
保险合同负债	3,848.8	3,908.8	4,202.9	4,536.0
应付债券	81.0	93.0	100.0	107.9
储备	1,876.1	2,011.9	2,203.9	2,426.4
<b>总权益</b>	<b>2,127.5</b>	<b>2,263.4</b>	<b>2,455.8</b>	<b>2,678.7</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>7,518.9</b>	<b>7,764.7</b>	<b>8,373.6</b>	<b>9,066.5</b>

资料来源：Wind，中国财险公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
说明：因暂未公布 2023 年新准则下财务数据，此处仍使用原准则数据。

表 11、中国财险利润表（单位：百万元人民币）

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>承保利润</b>	<b>103.3</b>	<b>87.4</b>	<b>122.7</b>	<b>144.4</b>
总保费收入	4875.3	5186.6	5576.8	6018.9
已赚净保费	4254.8	4560.3	4901.6	5291.2
已发生净赔款	-3056.3	-3328.4	-3565.9	-3857.0
保单获取成本及其他费用	-608.3	-636.0	-776.9	-828.9
<b>非承保部分</b>	<b>205.9</b>	<b>172.9</b>	<b>245.6</b>	<b>282.3</b>
<b>税前溢利</b>	<b>309.2</b>	<b>260.3</b>	<b>368.3</b>	<b>426.7</b>
税项支出	-42.7	-33.8	-47.9	-55.5
<b>年度溢利</b>	<b>266.5</b>	<b>226.4</b>	<b>320.4</b>	<b>371.3</b>
非控股股东应占溢利	-0.6	0.2	0.3	0.4
<b>归属公司股东年度溢利</b>	<b>267.1</b>	<b>226.2</b>	<b>320.1</b>	<b>370.9</b>
<b>EPS（元）</b>	<b>1.20</b>	<b>1.02</b>	<b>1.44</b>	<b>1.67</b>

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
说明：因暂未公布 2023 年新准则下财务数据，此处仍使用原准则数据。

## 5、风险提示

- 1、权益市场大幅波动。若权益市场大幅波动，将影响权益类资产投资收益。
- 2、利率大幅下行。若利率大幅下行，将影响固收类资产投资收益。
- 3、监管趋严。若监管政策趋严，将影响公司负债端和投资端经营环境，进而影响当期业绩。
- 4、大灾超预期。超预期的自然灾害将给公司的承保利润带来较大负面影响。

## 附表

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>总资产</b>	<b>7,518.9</b>	<b>7,764.7</b>	<b>8,373.6</b>	<b>9,066.5</b>
现金及现金等价物	212.5	146.3	165.1	211.0
债权类证券	1,929.7	1,994.3	2,144.4	2,314.4
权益类证券和共同基金	1,407.2	1,659.2	1,784.0	1,925.4
保险业务应收款净额	700.9	639.2	687.3	741.8
分保资产	444.6	433.1	465.7	502.6
定期存款	736.6	848.9	912.7	985.1
分类为贷款及应收款的 投资	713.1	676.6	727.5	785.1
预付款及其他资产	264.7	274.9	295.6	319.0
联营公司投资	581.4	625.7	673.4	724.8
房屋、厂房及设备	247.7	262.4	275.9	290.0
投资物业	74.4	67.5	72.6	78.3
<b>总负债</b>	<b>5,391.4</b>	<b>5,501.3</b>	<b>5,917.8</b>	<b>6,387.8</b>
应付分保账款	246.3	259.6	279.1	301.2
卖出回购证券款	416.9	438.3	471.2	508.6
其他负债及预提费用	719.6	741.5	797.3	860.5
保险合同负债	3,848.8	3,908.8	4,202.9	4,536.0
应付债券	81.0	93.0	100.0	107.9
储备	1,876.1	2,011.9	2,203.9	2,426.4
<b>总权益</b>	<b>2,127.5</b>	<b>2,263.4</b>	<b>2,455.8</b>	<b>2,678.7</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>7,518.9</b>	<b>7,764.7</b>	<b>8,373.6</b>	<b>9,066.5</b>

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
年度税前溢利	309.2	260.3	368.3	426.7
利息、股息和租金收入	-201.8	-181.6	-184.1	-198.6
保险业务应收款增加	-154.2	61.7	-48.1	-54.5
保险合同负债的净增加	391.8	60.0	294.1	333.2
已付企业所得税	-67.3	19.1	-74.1	-69.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>427.1</b>	<b>253.9</b>	<b>314.1</b>	<b>375.9</b>
<b>投资活动所产生的现金 净额</b>	<b>-321.9</b>	<b>-271.5</b>	<b>-210.3</b>	<b>-230.3</b>
<b>融资活动所产生的现金 流净额</b>	<b>-70.0</b>	<b>-48.6</b>	<b>-85.0</b>	<b>-99.6</b>
现金及现金等价物增加 净额	35.3	-66.2	18.8	45.9
年初现金及现金等价物	174.1	212.5	146.3	165.1
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>212.5</b>	<b>146.3</b>	<b>165.1</b>	<b>211.0</b>

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>承保利润</b>	<b>103.3</b>	<b>87.4</b>	<b>122.7</b>	<b>144.4</b>
总保费收入	4875.3	5186.6	5576.8	6018.9
已赚净保费	4254.8	4560.3	4901.6	5291.2
已发生净赔款	-3056.3	-3328.4	-3565.9	-3857.0
保单获取成本及其他费 用	-608.3	-636.0	-776.9	-828.9
<b>非承保部分</b>	<b>205.9</b>	<b>172.9</b>	<b>245.6</b>	<b>282.3</b>
<b>税前溢利</b>	<b>309.2</b>	<b>260.3</b>	<b>368.3</b>	<b>426.7</b>
税项支出	-42.7	-33.8	-47.9	-55.5
<b>年度溢利</b>	<b>266.5</b>	<b>226.4</b>	<b>320.4</b>	<b>371.3</b>
非控股股东应占溢利	-0.6	0.2	0.3	0.4
<b>归属公司股东年度溢利</b>	<b>267.1</b>	<b>226.2</b>	<b>320.1</b>	<b>370.9</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.20</b>	<b>1.02</b>	<b>1.44</b>	<b>1.67</b>

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性(%)</b>				
总保费收入增长率	8.5	6.4	7.5	7.9
已赚保费增长率	7.2	7.2	7.5	7.9
非承保收益增长率	-16.0	-16.0	42.0	15.0
归属股东净利润增长率	19.4	-15.3	41.5	15.9
<b>盈利能力(%)</b>				
承保利润率	2.4	1.9	2.5	2.7
非承保利润率	3.6	3.6	2.9	3.8
ROE	12.9	10.4	13.7	14.6
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	70.6	69.7	69.5	69.3
<b>营运能力(次)</b>				
权益乘数	3.5	3.4	3.4	3.4
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益 (EPS)	1.20	1.02	1.44	1.67
每股股利	0.48	0.41	0.58	0.67
每股净资产	9.43	10.04	10.91	11.91
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	7.61	8.98	6.35	5.48
PB	0.97	0.91	0.84	0.77

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

说明: 因暂未公布 2023 年新准则下财务数据, 此处仍使用原准则数据; 截至 2024 年 2 月 21 日收盘价。

## 海外公司深度研究报告

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:沪深两市以沪深300指数为基准;北交所市场以北证50指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理集团有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、Chouzhou International Investment Ltd、桐庐新城发展投资有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、安庆盛唐投资控股集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理股份有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、成都银行股份有限公司、成都新津城市产业发展集团有限公司、滁州经济技术开发区总公司、珠海华发集团有限公司、华发投控 2022 年第一期有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、泰州医药城控股集团有限公司、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔浔源污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、北京银行股份有限公司杭州分行、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股(香港)投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理集团有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中国国际金融(国际)有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆农村商业银行股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、Zhejiang Boxin BVI Co Ltd.、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co.,Ltd.、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、云南省能源投资集团有限公司、Yunnan Energy Investment Overseas Finance Company Limited、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司、CMS International Gemstone Limited.、招商证券国际有限公司、中国光大银行、台州市城市建设投资发展集团有限公司、合肥市产业投资控股(集团)有限公司、XianJin Industry Investment Company Limited、SDOE Development I Company Limited、山东海洋集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、武汉葛化集团有限公司、杭州上城区城市建设综合开发有限公司、Zhejiang Baron BVI Co Ltd.、江苏华靖资产经营有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、上饶市城市建设投资开发集团有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、广西金融投资集团有限公司、广西投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、青岛国信发展(集团)有限责任公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 海外公司深度研究报告

天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、济南天桥产业发展集团有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、澳门国际银行股份有限公司、大丰银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、广州开发区控股集团有限公司、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、中金公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shanghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业（香港）有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理股份有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城（广州）投资集团有限公司、海垦国际资本（香港）有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

#### 上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

#### 深圳

#### 北京

地址：北京市朝阳区建国门大街6号SK大厦32层01-08单元

邮编：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

#### 香港（兴证国际）

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  
邮编：518035  
邮箱：research@xyzq.com.cn

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  
传真：(852) 35095929  
邮箱：ir@xyzq.com.hk