

中国财险 (02328.HK)

龙头优势夯实，稳健增长持续

优于大市

核心观点

中国财险是我国财产险行业稀缺标的。作为龙头国有财产保险公司，中国财险综合实力强劲，保费规模稳居亚洲财险首位及全球第二。截至2023年末，中国财险保费规模首次突破5000亿元至5158.1亿元，同比增长6.26%。公司于2003年11月6日在香港联交所主板挂牌上市，也是目前我国保险行业中唯一上市的纯财险属性标的，“稀缺性”显著。

财险具有参与门槛高、资本前期投入大、新技术应用敏感等特点，“护城河”效应明显。当前我国财险业格局保持稳定，马太效应突出。中国财险、平安产险、太保产险等“老三家”凭借在产品体系、销售渠道、品牌影响力和稳健的投资能力等方面有绝对优势，保持相对稳定的市场份额和盈利能力。截至2023年末，前三名保费收入占市场总保费收入的63.42%。

龙头优势打开业务增长空间，车险与非车险携手并进。作为我国财险行业龙头企业，中国财险具备网点服务、业务规模、数据储备等优势。公司彰显出更强的成本风控力和盈利能力，赋能负债端可持续化增长，承保利润水平高于行业平均，ROE保持10%以上。1) **车险：**把握多维度优势，提升承保盈利水平。2023年12月末，实现车险保费2856.3亿元，列行业第一，判断后续优势可以保持。2) **非车险：**意健险、农险、责任险、企财险贡献主要保费收入增长，稳居国内行业首位，或将成为公司“二次增长”的重要贡献。

资产端“固收+”布局，减少利率中枢下降的冲击。在当前长端利率下移背景之下，受负债端资金需求影响，财产险负债久期短，利差损风险小，公司资产短投资践行“固收+”策略。

盈利预测与估值：我们预计公司2024年至2026年归母净利润为284.18/319.82/342.43，对应增速为15.6%/12.5%/7.1%；预计公司2024年至2026年每股收益为1.28/1.44/1.54元/股。财险商业模式具备资产端及负债端的“双轮驱动”优势，叠加当前生产生活的持续复苏及新能源车崛起等契机，我们预计合理目标价为11.45-12.10港元，仍有16.6%以上的空间。首次覆盖我们给予中国财险“优于大市”评级。

风险提示：盈利预测及估值风险；市场竞争加剧；利率下行风险；投资收益持续震荡；渠道费用导致的负债端成本上升风险；监管趋严等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	441,954	473,296	504,398	536,712	568,237
(+/-%)	5.57%	7.09%	6.57%	6.41%	5.87%
归母净利润(百万元)	26,708	24,585	28,418	31,982	34,243
(+/-%)	19.45%	-7.95%	15.59%	12.54%	7.07%
摊薄每股收益(元)	1.20	1.10	1.28	1.44	1.54
EBIT Margin	6%	7%	5%	6%	6%
PE	8.32	9.04	7.82	6.95	6.49
PB	1.06	0.96	0.89	0.84	0.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

港股·港股 II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

联系人：王京灵

0755-22941150

wangjingling@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次评级)
合理估值	11.45 - 12.10 港元
收盘价	9.70 港元
总市值/流通市值	215755/66923 百万港元
52周最高价/最低价	11.54/8.03 港元
近3个月日均成交额	318.84 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司简介	5
历史沿革：国内稳居先锋的财险公司	5
股权结构：股权稳定集中，股东优势凸显	7
公司治理：高管团队经验丰富，深耕保险行业多年	7
行业概况：马太效应突出，业务结构优化	8
中国财险：践行可持续化的稳定增长	11
车险：综改助力稳健发展	13
行业车险综改成效显著	13
车险业务：定价风控能力凸显	15
非车险业务：贡献核心业务增速	18
意外伤害及健康险（意健险）：实现较快增长	21
农险：政策性产品领域的竞争优势	21
责任险：政策推动业务实现高增	22
信用保证险：加快风险出清	24
风险减量：科技赋能风控水平	25
科技引领风险减量，万物互联共筑安全防线	25
资产端：利率下移背景下的收益韧性	27
负债资产驱动模式	27
资产配置：把握高分红及债券配置机遇	28
华夏银行：经营状况改善	30
财务分析	31
盈利预测	33
假设前提	34
未来3年盈利预测	34
盈利预测的敏感性分析	34
估值与投资建议	35
相对估值：目标价为11.45-12.10港元/股	36
投资建议	36
风险提示	38
附表：财务预测与估值	39

图表目录

图 1: 2018 年至 2024Q1 中国财险原保险保费收入及同比增速 (单位: 亿元、%)	5
图 2: 2018 年至 2024Q1 中国财险归母净利润及同比增速 (单位: 亿元、%)	5
图 3: 2019 年至 2024Q1 财险公司车险业务市占率 (单位: %)	6
图 4: 2019 年至 2024Q1 财险公司非车险业务市占率 (单位: %)	6
图 5: 中国财险控股子公司 (截至 2024 年第 1 季度末)	7
图 6: 2019-2024Q1 财险公司整体业务市占率 (单位: %)	9
图 7: 2023 年不同规模的财险公司保费增速及 ROE (单位: %)	9
图 8: 2019 年至 2024Q1 财险公司各业务保费收入占比 (单位: %)	9
图 9: 2019 年至 2024Q1 财险公司保费收入结构 (单位: 亿元)	9
图 10: 2006-2023 年机动车及新能源汽车保有量 (单位: 辆)	10
图 11: 2018-2024Q1 不同财险公司综合成本率 (单位: %)	10
图 12: 2010-2023 年 CR3 及中小险企综合成本率 (单位: %)	10
图 13: 2018-2023 年不同财险公司综合赔付率 (单位: %)	11
图 14: 2018-2023 年不同财险公司综合费用率 (单位: %)	11
图 15: 2023 年中国财险原保险保费收入构成 (单位: 亿元、%)	12
图 16: 中国财险原保险保费收入结构 (单位: 亿元)	12
图 17: 中国财险总利润构成及增速 (单位: 亿元、%)	12
图 18: 中国财险承保利润结构 (单位: 亿元)	12
图 19: 中国财险“八项战略服务”具体措施	13
图 20: 2011 年至 2023 年中国财险分红水平 (单位: 亿元、%)	13
图 21: 2012 年至 2023 年中国财险与不同板块股息率 (单位: %)	13
图 22: 综合改革前后车辆平均所缴保费、车险综合费用率、车险手续费率变化情况 (单位: 元、%)	14
图 23: 2019 年至 2023 年行业车险原保险保费收入及增速 (单位: 亿元、%)	15
图 24: 2019 年至 2023 年中国财险车险总保费收入、承保利润及其增速 (单位: 百万元、%)	15
图 25: 2021 年至 2023 年中国财险、太保产险、中国平安车险业务综合成本率对比 (单位: %)	16
图 26: 2019 年至 2023 年中国财险车险业务综合赔付率、费用率及成本率变动情况 (单位: %)	16
图 27: 2021-2023 年新能源汽车销量及增速情况 (单位: 万辆、%)	17
图 28: 2020 年至 2023 年中国财险新能源车承保数量持续增加 (单位: 万辆、%)	18
图 29: 2019 年至 2023 年中国财险非车险业务保费收入及增速 (单位: 百万元、%)	19
图 30: 2019 年至 2023 年中国财险各业务保费收入构成与占比 (单位: %)	19
图 31: 2019 年至 2023 年中国财险非车险业务承保利润贡献情况 (单位: 百万元)	20
图 32: 2019 年至 2022 年中国财险意健险保费收入、承保利润、赔付率、费用率、综合成本率 (单位: 百万元、%)	21
图 33: 2019 年至 2022 年中国财险农险保费收入、承保利润、赔付率、费用率、综合成本率 (单位: 百万元、%)	22
图 34: 2019 年至 2022 年中国财险责任险保费收入、承保利润、赔付率、费用率、综合成本率 (单位: 百万元、%)	23
图 35: 2011 年至 2022 年财险行业保证险保费增速 (单位: %)	24

图 36: 2019 年至 2022 年中国财险信用保证险保费收入、承保利润、综合成本率 (单位: 百万元、%)	24
图 37: 中国财险风险减量服务的管理框架	25
图 38: 中国财险风险减量服务的管理框架	26
图 39: 风险减量模型承保前服务分类及实施方案	26
图 40: 保险公司资产负债联动机制	27
图 41: 保险公司资产负债联动机制	28
图 42: 公司投资资产规模增速企稳 (单位: 百万元, %)	29
图 43: 公司投资端贡献主要利润 (单位: %)	29
图 44: 2019 年至 2023 年公司资产配置结构 (单位: %)	29
图 45: 2023 年公司资产配置结构 (单位: %)	29
图 46: 中国财险 2023 年资产配置结构 (按会计计量方式, 单位: %)	30
图 47: 上市险企历年总投资收益率 (单位: %)	30
图 48: 公司总投资收益的标准差优于其他险企 (单位: %)	30
图 49: 中国财险 2023 年资产配置结构 (按会计计量方式, 单位: %)	31
图 50: 2018-2023 年公司已赚净保费及增速 (单位: 亿元, %)	31
图 51: 2018-2023 年公司已赚净保费及增速 (单位: 亿元, %)	31
图 52: 中国财险 COR 拆分 (单位: %)	32
图 53: 财险行业历年综合成本率 (单位: %)	32
图 54: 财险业过去 14 年累计承保利润排名 (单位: 亿元)	32
图 55: 中国财险偿付能力充足率 (单位: %)	33
图 56: 2018 年至 2023 年上市险企 ROE 水平 (单位: %)	33
图 57: 中国财险历史 PB 水平 (单位: 倍)	36
表 1: 1949 年至 2023 年中国财险发展历程	6
表 2: 中国财险前四名股东持股情况 (截至 2024 年第 1 季度末)	7
表 3: 中国财险董事及高管深耕保险行业多年	8
表 4: 《关于实施车险综合改革的指导意见》主要内容	14
表 5: 中国财险、太保产险和中国平安在新能源车险领域的行动和策略	18
表 6: 2019 年至 2022 年中国财险非车险主要险种 COR 构成	20
表 7: 责任险相关政策梳理	23
表 8: 各类保险产品对应的资金需求及配置偏好	28
表 9: 中国财险盈利能力预测 (单位: 百万元)	34
表 10: 中国财险 2024 年 EPS 随保险服务收入及保险服务支出的敏感性分析 (元)	35
表 11: 中国财险 2025 年 EPS 随保险服务收入及保险服务支出的敏感性分析 (元)	35
表 12: 中国财险 2026 年 EPS 随保险服务收入及保险服务支出的敏感性分析 (元)	35
表 13: 中国财险可比公司估值 (P/B)	36

公司简介

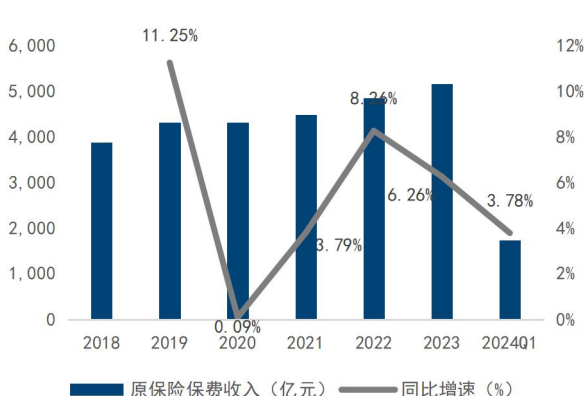
历史沿革：国内稳居先锋的财险公司

中国人民财产保险股份有限公司（以下简称“中国财险”）总部位于北京，是中国内地最大的财产保险公司。1949年10月，中国财险前身中国人民保险公司宣告成立。1996年7月，受分业经营要求，中国人民保险公司更名为中国人民保险（集团）公司并将业务重组，分别由中保财产保险有限公司、中保人寿保险有限公司、中保再保险有限公司三家子公司承担。1999年1月，中保财产保险有限公司继承人保品牌，更名为中国人民保险公司。2003年7月，中国人民保险公司重组后更名为中国人保控股公司并发起设立中国财险。2003年11月6日，中国财险在香港联交所主板挂牌上市，成为中国内地第一家在海外上市的金融企业。

作为大型国有财产保险公司，中国财险历史悠久、综合实力强劲，保费规模稳居亚洲财险首位，同时排名高居2023标普全球TOP 50财险公司第二，是我国财险行业标杆。公司主要业务涵盖机动车辆保险、农业保险、意外伤害保险、短期健康保险、责任保险等保险和再保险业务，以及国家法律法规允许的投资和资金运用业务。近年来，中国财险积极围绕国家政策实施“八项战略服务”，践行“保险+风险减量服务+科技”新商业模式。

截至2023年末，中国财险保费规模首次突破5000亿元至5158.1亿元，同比增长6.26%。随着公司逐步迈入稳健发展阶段，整体保费增速有所放缓，但不改逐年扩大趋势。截至2024年第1季度末，中国财险整体业务规模占全市场的35.47%，市场份额位列行业第一，其中车险业务市占率达32.32%，接近平安产险与太保产险（分别位列行业第二及第三）两者市占率之和；非车险业务市占率达37.91%，超越平安产险与太保产险两者市占率之和。中国财险车险及非车险业务市占率始终居于首位，龙头优势显著。过去五年，CR3市场集中度始终保持较高位置，车险业务合计占市场的约70%，非车险业务合计占比市场约60%。

图1：2018年至2024Q1中国财险原保险保费收入及同比增速（单位：亿元、%）



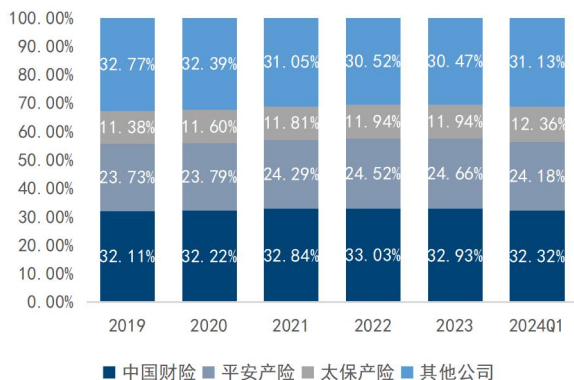
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图2：2018年至2024Q1中国财险归母净利润及同比增速（单位：亿元、%）



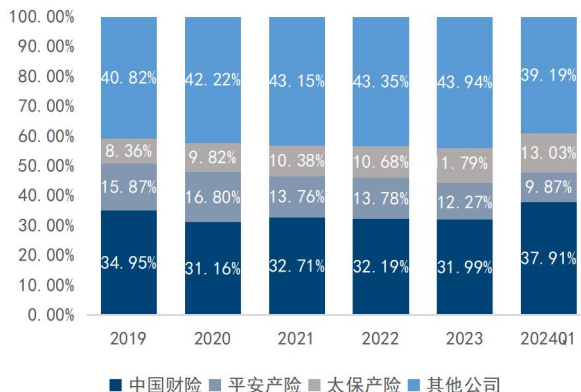
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图3: 2019年至2024Q1 财险公司车险业务市占率(单位: %)



资料来源: 公司财报, 国金融监督管理总局, 国信证券经济研究所整理

图4: 2019年至2024Q1 财险公司非车险业务市占率(单位: %)



资料来源: 公司财报, 国家金融监督管理总局, 国信证券经济研究所整理

表1: 1949年至2023年中国财险发展历程

时间	事件
1949	中国人民保险公司在北京成立。
1958	国务院提出停办国内保险业务, 中国人民保险公司转向经营涉外保险业务。
1979	中国人民保险公司复业, 并且一直垄断中国保险市场至1985年左右。
1984	中国人民保险公司正式从中国人民银行中分设出来, 成为副部级建制单位。
1996	受分业经营要求, 中国人民保险公司更名为中国人民保险(集团)公司并将业务重组, 分别由中保财产保险有限公司、中保人寿保险有限公司、中保再保险有限公司三家子公司承担。
1998	人保集团被撤销, 旗下三家公司独立门户, 分别更名为中国人民保险公司、中国人寿保险公司、中国再保险公司。
1999	中保财产保险有限公司继承人保品牌, 更名为中国人民保险公司。
2003	中国人民保险公司重组后更名为中国人保控股公司, 并同时发起设立中国人民财产保险股份有限公司和中国人保资产管理有限公司; 中国人民财产保险股份有限公司在香港联交所主板挂牌上市, 成为中国内地第一家在海外上市的金融企业。
2007	中国人保控股公司复名为中国人民保险集团公司。
2009	中国人民保险集团公司改制为中国人民保险集团股份有限公司(以下简称“中国人保”)。
2012	中国人民保险集团股份有限公司在香港联合交易所完成H股上市。
2018	中国人民保险集团股份有限公司在上海证券交易所完成A股上市; 中国人保在集团总部完成机构改革和“三定”工作(定部门职责、定内设机构、定人员编制); 中国人保为集团确立了“3411工程”的高质量转型发展主线, 并加快构建“保险+科技+服务”商业模式。
2020	中国人保为集团制定“卓越保险战略”, 其核心是“1+7”战略框架。
2021	中国财险在集团战略指引下完成启动“三湾改编”实施关于体制机制变革的“5+5”方案; 中国人保提出“六大战略服务”, 服务乡村振兴、智慧交通、健康养老、绿色环保、科技创新和社会治理。
2023	中国人保提出“八项战略服务”, 服务现代化产业体系建设、乡村振兴、科技自立自强、增进民生福祉、绿色发展、安全发展、区域发展、“一带一路”, 并践行“保险+风险减量服务+科技”新模式。

资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

股权结构：股权稳定集中，股东优势凸显

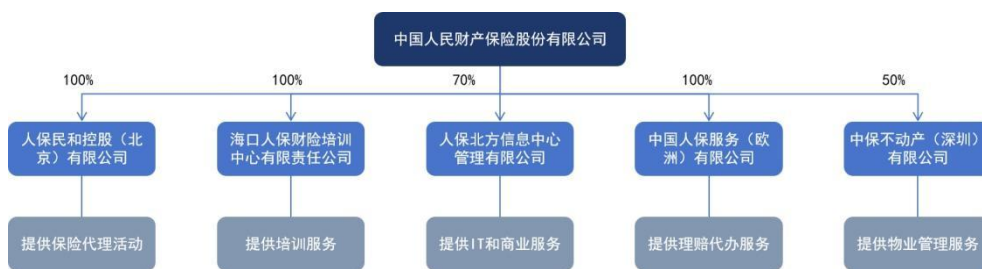
从股权结构来看，中国财险具有较强的“国有”属性，股权脉络清晰且结构相对稳定集中。截至 2024 年第 1 季度末，公司前四大股东为中国人民保险集团股份有限公司、Citigroup Inc. (花旗集团)、BlackRock, Inc. (贝莱德集团)、GIC Private Limited (新加坡政府投资有限公司)，持股比例分别为 68.98%、2.85%、1.80%、1.56%。相较 2023 年末，Citigroup Inc 追加持股份额，持股比例上升 0.62pct，且 GIC 为该季度新增股东，利好中国财险发展。中国人保是中国财险第一大股东兼控股股东，同时作为央企，其控股股东为中国财政部，因此中国财险的实际控制人为国家财政部。整体来看，公司股权结构稳定，且央企背景可为公司提供政策支持、资金支持和资源支持等天然优势；其余 H 股参股股东持股比例小，作为外资投资机构，有助于提升公司的国际化水平和综合竞争力。

表2: 中国财险前四名股东持股情况（截至 2024 年第 1 季度末）

股东名称	股东性质	股份类型	持股总数（万股）	持股比例
中国人民保险集团股份有限公司	国有法人	内资股	1,534,347.15	68.98%
Citigroup Inc. (花旗集团)	境外法人	H 股	63,503.05	2.85%
BlackRock, Inc. (贝莱德集团)	境外法人	H 股	40,115.67	1.80%
GIC Private Limited (新加坡政府投资有限公司)	境外法人	H 股	34,711.67	1.56%

资料来源：公司偿付能力报告，国信证券经济研究所整理

图5: 中国财险控股子公司（截至 2024 年第 1 季度末）



资料来源：公司偿付能力报告，国信证券经济研究所整理

公司治理：高管团队经验丰富，深耕保险行业多年

高管团队经验丰富，深耕中国保险行业，人均具备近 30 年的管理工作经验。公司董事长王廷科于 2020 年 4 月获委任中国人保副董事长，2023 年 10 月起任中国财险董事长，在银行、保险业均有管理经验。公司副董事长兼总裁于泽于 2019 年 12 月起获委任中国人保副总裁，2021 年 7 月起任中国财险总裁，在财险业具备多年实践基层经验。总体来看，中国财险高管团队共 11 人，其中 10 人均在中国保险行业拥有超 20 年的经营管理经验，6 人具有保险行业协会、保险资产管理业协会等学会、协会工作经验，团队成员深入涉足经济、管理、金融保险等领域。中国财险的高管团队凭借深厚的行业背景、卓越的专业素养和丰富的管理经验，引领公司在市场竞争中快速适应外部变化，有效应对各种挑战，保持领先地位。

表3: 中国财险董事及高管深耕保险行业多年

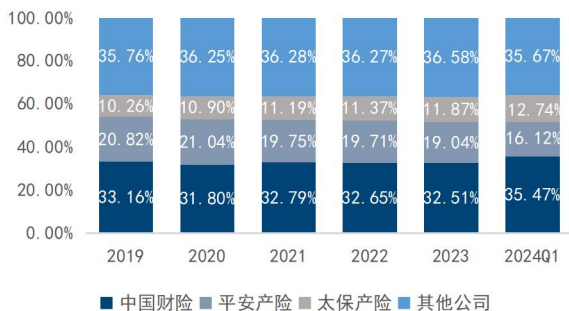
姓名	职务	性别	年龄	履历
王廷科	董事长、非执行董事	男	59	王先生于1995年7月毕业于陕西财经学院（现西安交通大学），曾先后获经济学学士、经济学硕士、经济学博士学位。曾任职于中国光大银行股份有限公司、中国光大集团股份公司。曾任中国太平保险集团有限责任公司副总经理，中国出口信用保险公司副董事长、总经理，中国人民保险集团股份有限公司合规负责人、首席风险官，中国人民健康保险股份有限公司和中国人民养老保险有限责任公司非执行董事、董事长等。现兼任中国人保资产管理有限公司和中国人民保险（香港）有限公司非执行董事、董事长。
于泽	副董事长、总裁、执行董事	男	52	于先生于1994年7月毕业于南开大学，获经济学学士学位。曾任职中国人民保险公司天津分公司车辆保险事业部常务副总经理，太平保险有限公司天津分公司总经理、市场总监、助理总经理、副总经理、总经理，中国人民保险集团股份有限公司合规负责人、首席风险官，人保投资控股有限公司董事长，人保金融服务有限公司和人保信息科技有限公司非执行董事、董事长。
降彩石	副总裁、执行董事	男	58	降先生在中国保险行业拥有36年经营及管理的丰富经验。曾任中国人民保险公司天津市分公司国际部总经理、天津市分公司副总经理、财产保险部总经理、团险营销管理部总经理、大型商业风险保险部总经理、深圳市分公司总经理、农业保险部总经理，中国人民保险集团公司高级专家兼业务发展部总经理、执行副总裁、监事会主席、监事。现兼任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。
张道明	副总裁、财务负责人、执行董事	男	48	张先生毕业于清华大学经济管理学院，获工商管理硕士学位，在中国保险行业拥有26年管理工作的丰富经验。曾任本公司人力资源部综合规划处副处长、战略发展部市场研究处副处长、市场研究部/渠道管理部总经理助理、副总经理、浙江省分公司副总经理、合规部/风险管理部总经理、江西省分公司总经理、广东省分公司总经理、总裁助理，安邦财产保险股份有限公司人力资源部副总经理。现兼任中国人民人寿保险股份有限公司董事，人保金融服务有限公司董事及总裁。
胡伟	副总裁、执行董事	男	55	胡先生毕业于山东省委党校，在中国保险行业拥有33年经营管理工作丰富经验。曾任本公司山东省济宁市市中区支公司副科长、科长营业部经理助理、副经理、兖州支公司经理、济宁市分公司副总经理、总经理、济南市分公司总经理、山东省分公司副总经理、总经理、本公司总裁助理。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

行业概况：马太效应突出，业务结构优化

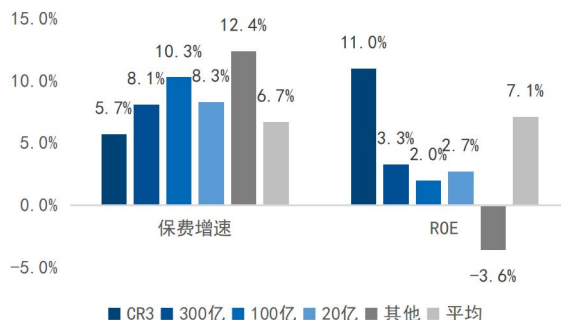
目前我国财险业格局保持稳定，马太效应依旧突出。从整体看，头部险企市场集中度高，盈利能力强，是行业整体的利润来源及价值增长点；中小险企市场份额小，对行业保费收入增速贡献度高，但盈利能力较弱，部分公司出现持续亏损。截至2023年末，人保财险、平安产险、太保产险业务的保费收入分别为5,158.1、3,021.6、1,883.4亿元，CR3保费收入之和为10,063.09亿元，较去年总和增长6.20%，且占市场总保费收入的63.42%。截至2024年第1季度末，CR3市场份额进一步扩大，市占率上升0.91pct，其中中国财险与除CR3外的财险公司保费收入之和几乎持平。此外，不同规模的财险公司保费增速与ROE表现呈现倒挂趋势，由于保费收入基数较高，头部险企保费增速不及中小险企，而ROE水平则远超中小险企。CR3凭借在产品体系、销售渠道、较大的品牌影响力和稳健的投资能力等方面的绝对优势，保持相对稳定的市场份额和盈利能力，呈现较强的马太效应。

图6: 2019–2024Q1 财险公司整体业务市占率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国家金融监督管理总局, 国信证券经济研究所整理

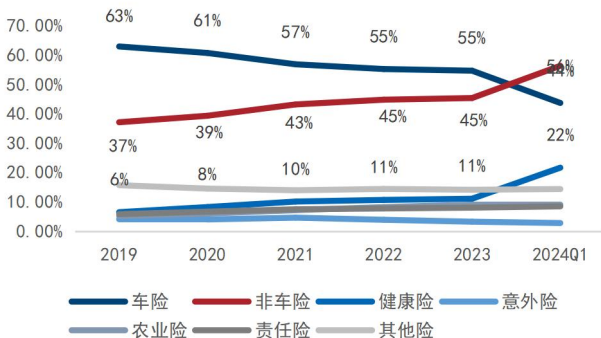
图7: 2023 年不同规模的财险公司保费增速及 ROE (单位: %)



资料来源: 13 精数据, 国信证券经济研究所整理

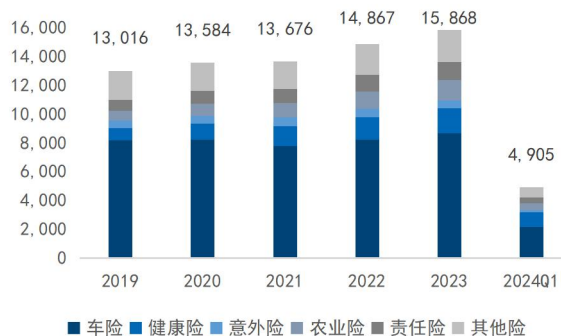
近年来, 财险公司各险种保费收入及保险服务收入均实现明显增长, 且行业由发展车险业务向非车险业务转变趋势明显。行业整体与公司个体两个层面的车险保费规模占比与非车险保费规模占比之差均呈逐年收窄的趋势。截至 2023 年 12 月末, 非车险业务总体增长速度超过车险业务, 为财险公司保费收入增长贡献 3.62%, 车险业务贡献 3.11%, 保费收入规模总计同比增长 6.73%。非车险中, 农业险增速最快, 同比增长 17.31%, 其次为健康险, 同比增长 10.89%, 第三为责任险, 同比增长 10.45%, 均超过车险 5.64% 的增速。此外, 中国财险 2023 年实现保险服务收入 4,572.03 亿元, 同比增长 7.7%。其中车险保险服务收入 2,821.17 亿元, 同比增长 5.28%; 占比总服务收入 61.7%, 同比下降 1.44pct。非车险保险服务收入 1,750.86 亿元, 同比增长 11.95%; 占比总服务收入 38.3%, 同比上升 1.44pct。

图8: 2019 年至 2024Q1 财险公司各业务保费收入占比 (单位: %)



资料来源: 国家金融监督管理总局, 国信证券经济研究所整理

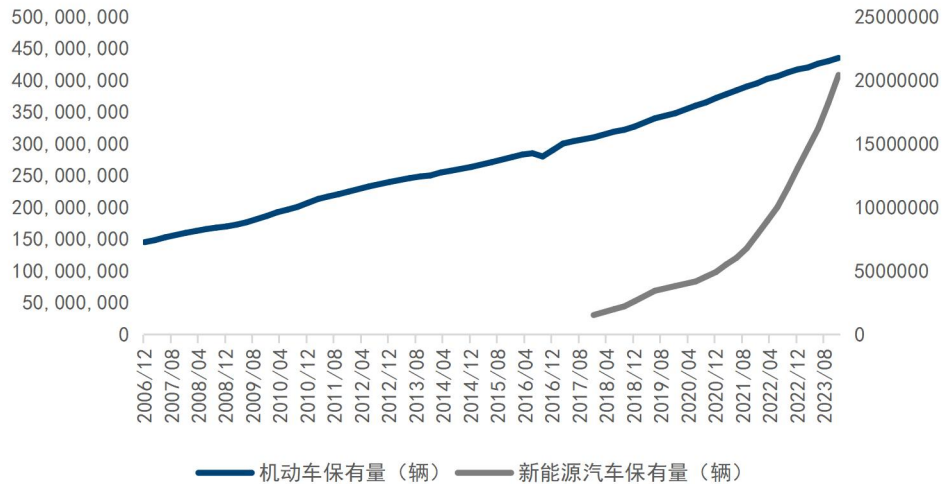
图9: 2019 年至 2024Q1 财险公司保费收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: 国家金融监督管理总局, 国信证券经济研究所整理

1) 车险方面, 得益于汽车保有量的持续增加、新能源汽车产销量的稳健增长和新能源汽车购置税减免政策, 机动车辆保险释放广阔需求空间; 但疫情后汽车出行大幅提升导致出险率的上升加之新能源汽车赔付率较高的特点, 可能对新能源车的承保成本施压。2) 非车险方面, 由于政策导向和公众保险意识的提升, 农险和健康险市场稳步扩张, 保费收入持续增长。3) 市场竞争格局方面, 由于车险一直占据财险业绝对市场份额, 且以 CR3 为代表的险企经营时间长久、布局深远, 具有规模优势, 因此车险业务的竞争格局较为稳定; 而对于非车险, 市场参与主体更多, 且 CR3 在非车险业务的市占率不及车险业务, 因此中小型企业在该赛道上更具优势, 总体来看非车险业务市场竞争较车险业务更为剧烈。

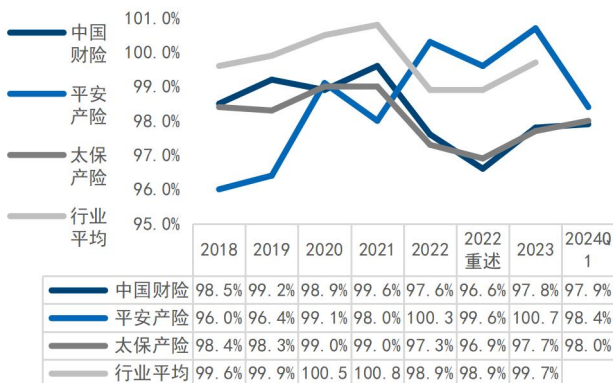
图10: 2006-2023 年机动车及新能源汽车保有量 (单位: 辆)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

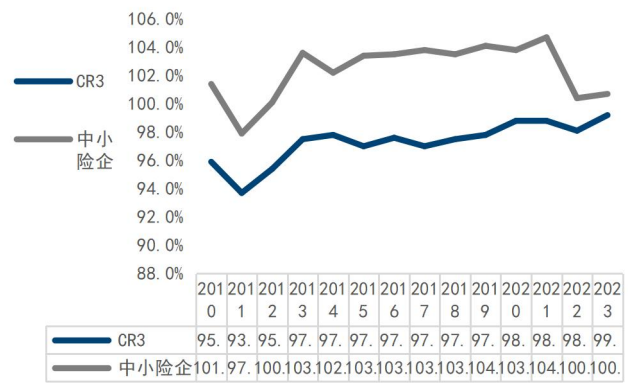
盈利能力方面, 近十年来, CR3 综合成本率显著低于其他中小险企, 低于 100%, 实现承保盈利; 中小险企平均综合成本率连年超过 100%, 实现承保亏损, 行业分化效应持续。1) **综合成本率**: 截至 2023 年末, 行业平均 COR 在 100% 以下, 财险公司整体实现承保盈利; CR3 中, 太保产险 COR 最低为 97.7%, 中国财险紧随其后为 97.8%, 而平安产险 COR 较高为 100.7%; CR3 与行业平均 COR 同比 2022 年重述后的 COR 均有不同幅度的上升, 主要来源于赔付率的上升。2) **综合赔付率**: 财险业整体赔付率呈现上升趋势。截至 2023 年末, 行业平均水平达 70.3%, 除太保产险低于行业平均, 其他两家均高于行业平均。3) **综合费用率**: 与赔付率相反, 费用率整体呈现下降趋势。截至 2023 年末, 行业平均水平达 29.5%, CR3 费用率均低于行业平均, 其中中国财险表现最优, 受益于公司严格把控费用成本管理。整体来看, 当前监管引导行业降费让利, 财险公司正逐步将综合费用率的支出部分转向综合赔付率, 让利消费者。在此背景下, 财险业也逐步从费用竞争向服务竞争模式转变, 这对公司的产品创新、定价、风控、理赔等能力提出更高要求, 总体利好龙头企业。

图11: 2018-2024Q1 不同财险公司综合成本率 (单位: %)



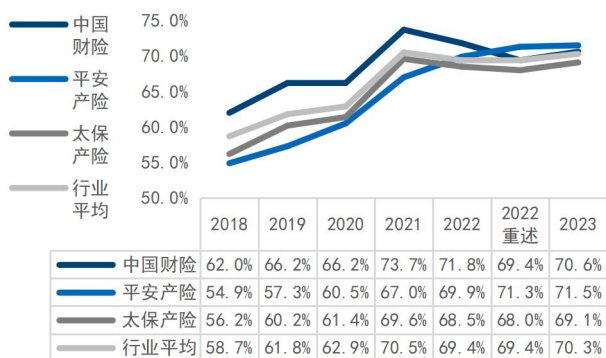
资料来源: 公司财报, 13 精数据, 国信证券经济研究所整理

图12: 2010-2023 年 CR3 及中小险企综合成本率 (单位: %)



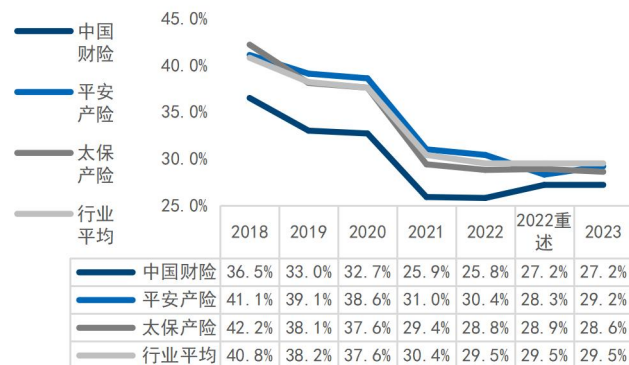
资料来源: 13 精数据, 国信证券经济研究所整理

图13: 2018-2023年不同财险公司综合赔付率(单位: %)



资料来源: 公司财报, 13 精数据, 国信证券经济研究所整理

图14: 2018-2023年不同财险公司综合费用率(单位: %)



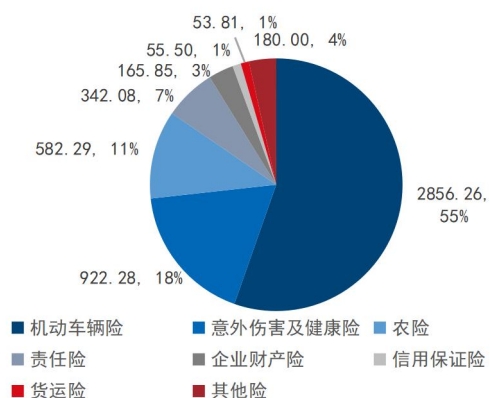
资料来源: 公司财报, 13 精数据, 国信证券经济研究所整理

中国财险: 践行可持续化的稳定增长

中国财险持续推动公司在车险、非车险、资产管理等领域的高质量发展。1) **车险业务方面**, 公司车险业务原保险保费收入多年稳居国内行业第一。面临车险综改、新能源车行业快速发展、车险“报行合一”严监管态势, 公司把握在数据、定价、渠道、理赔方面优势, 提升承保盈利水平。具体来看, 公司经过多年深耕, 在车辆使用情况、用户画像等方面积累了丰富的数据, 以此构建多因素模型, 实现精准定价; 同时, 公司在个人代理渠道和直接销售渠道方面具有优势, 并积极推进承保理赔数智化转型, 与汽车维修平台厂家保持深度合作, 为公司降本增效。2) **非车险业务方面**, 意外及健康险(以下简称“意健险”)、农险、责任险、企业财产险(以下简称“企财险”)贡献主要保费收入, 公司非车险业务原保险保费收入亦多年稳居国内行业第一。一方面, 公司抓住疫情后旅游业快速恢复的机遇, 积极拓展意健险并严格管控费用成本, 2023年公司意健险一改前四年承保亏损态势, 扭亏为盈; 另一方面, 公司确立“八项战略服务”, 不断创新产品供给, 开辟业务发展新空间, 并积极探索风险减量服务实践, 降低事故发生概率及损失程度, 进而降低综合成本率。3) **资产管理方面**, 公司投资资产规模逐年扩大, 投资收益具有较强韧性, 整体波动优于A股上市险企。基于新金融工具准则实施和资本市场波动的现实, 公司将持续优化资产结构, 提高利率债配置规模, 择机拉长久期, 逐步压降非标金融产品占比, 加大优质股权项目投资, 积极把握市场机会。

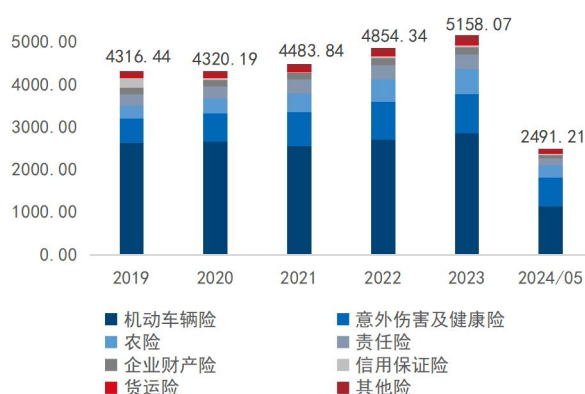
截至2023年12月末, 公司原保险保费收入5158.1亿元, 其中车险保费2856.3亿元, 非车险保费2313.4亿元, 均位列财险公司保费收入第一。截至2024年5月末, 公司原保险保费收入2491.2亿元, 位列上市险企财险业务保费收入第一。财险公司的总利润包括承保利润及投资收益两部分。截至2023年12月末, 中国财险总利润构成中承保利润101.9亿元, 总投资收益208.07亿元, 总利润同比下降12.74%, 主要是车险承保利润下滑所致。受疫情后出行率上升叠加暴雨台风等自然灾害、新能源车出险率较高、新保险合同准则下费用分摊等因素影响, 车险承保利润下降41.08%, 但公司整体业务的总利润增长趋势依旧保持。

图15: 2023年中国财险原保险保费收入构成(单位:亿元、%)



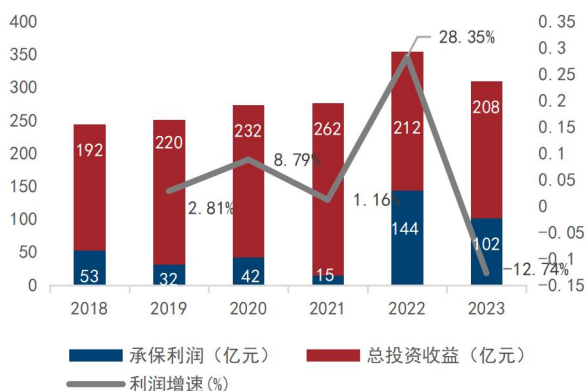
资料来源:公司财报,国信证券经济研究所整理

图16: 中国财险原保险保费收入结构(单位:亿元)



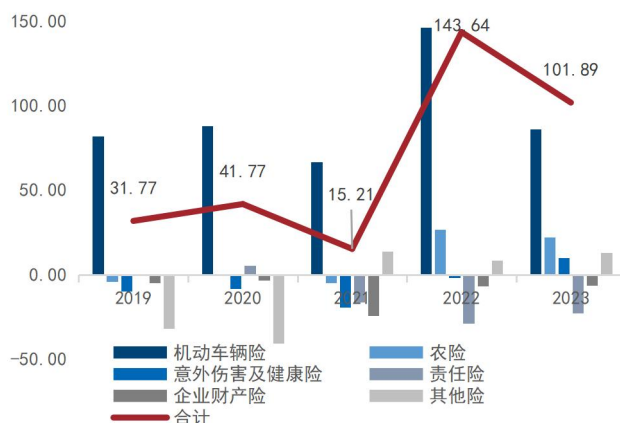
资料来源:公司财报,国信证券经济研究所整理

图17: 中国财险总利润构成及增速(单位:亿元、%)



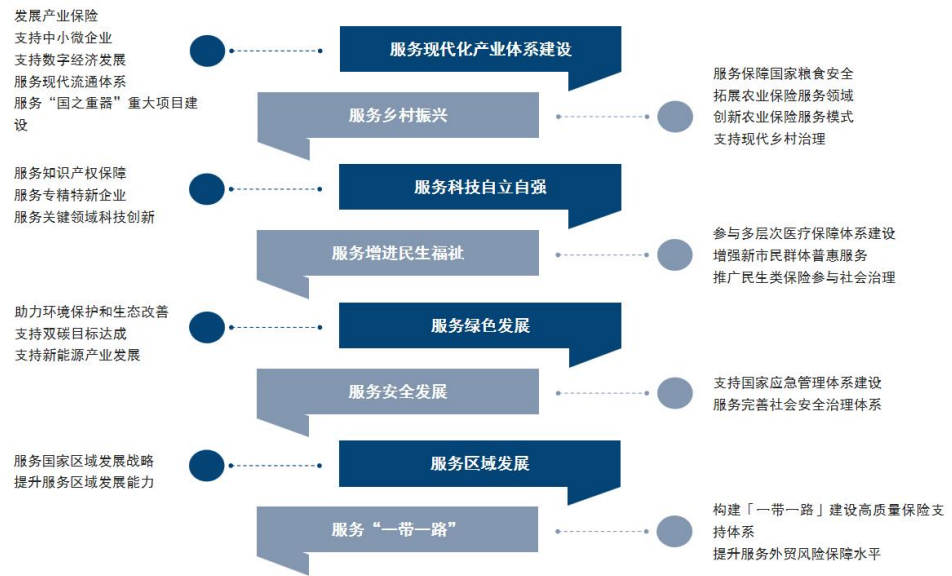
资料来源:公司财报,国信证券经济研究所整理

图18: 中国财险承保利润结构(单位:亿元)



资料来源:公司财报,国信证券经济研究所整理

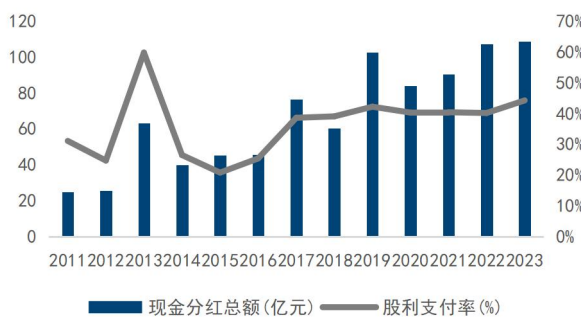
图19: 中国财险“八项战略服务”具体措施



资料来源: 公司可持续发展报告, 国信证券经济研究所整理

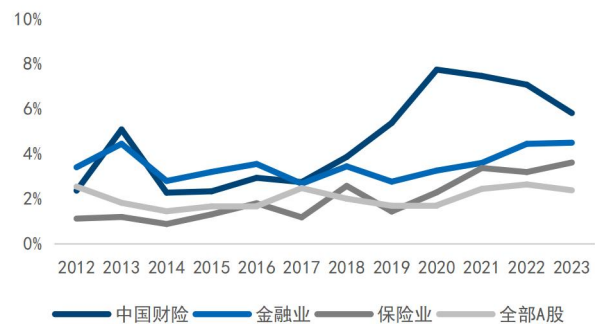
中国财险分红政策稳健, 近年来始终维持较高水平。自 2019 年始, 公司连续五年分红率超 40%, 2023 年突破新高, 达 44.24%, 现金分红总额超百亿元, 同时公司股息率领先 A 股市场及同业平均水平, 表现较强韧性。公司的承保利润和分红水平表现均稳定且优于市场, 可以为投资者提供类似固定收益产品的现金流, 而资产端的投资收益则视为对固收产品的收益增强, 进而使公司成为“高股息+低波动”的避险型投资标的类“固收+”标的。

图20: 2011 年至 2023 年中国财险分红水平 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 2012 年至 2023 年中国财险与不同板块股息率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

车险: 综改助力稳健发展

行业车险综改成效显著

自 2020 年 9 月原银保监会发布《关于实施车险综合改革的指导意见》(银保监会发

〔2020〕41号）以来，行业车险综合改革成效明显。基本实现“降价、增保、提质”的阶段性目标。截止2022年3月2日，改革为消费者节省支出超过2500亿元。

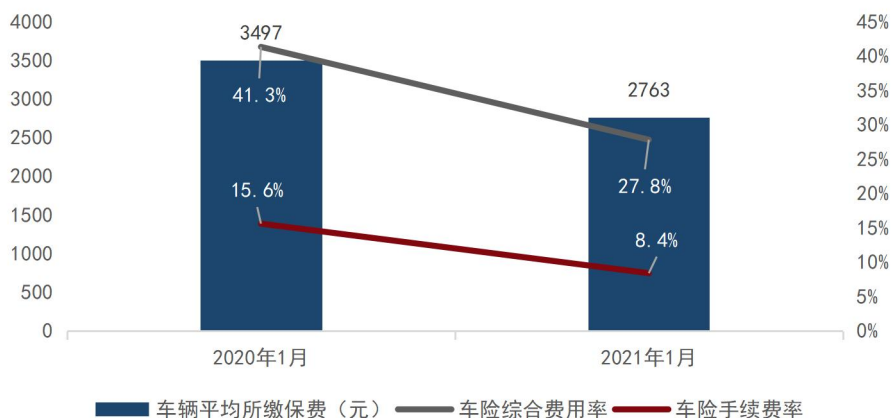
表4:《关于实施车险综合改革的指导意见》主要内容

文件	内容
《关于实施车险综合改革的指导意见》（银保监发〔2020〕41号）	交强险总责任限额从12.2万元提高到20万元，其中死亡伤残赔偿限额从11万元提高到18万元，医疗费用赔偿限额从1万元提高到1.8万元，财产损失赔偿限额维持0.2万元不变。无责任赔偿限额按照相同比例进行调整，其中死亡伤残赔偿限额从1.1万元提高到1.8万元，医疗费用赔偿限额从1000元提高到1800元，财产损失赔偿限额维持100元不变。
	商车险产品设定附加费用率的上限由35%下调为25%，预期赔付率由65%提高到75%。
	引导行业将“自主渠道系数”和“自主核保系数”整合为“自主定价系数”。第一步将自主定价系数范围确定为〔0.65—1.35〕，第二步适时完全放开自主定价系数的范围。
	引导行业在拟订商车险无赔款优待系数时，将考虑赔付记录的范围由前1年扩大到至少前3年，并降低对偶然赔付消费者的费率上调幅度。

资料来源：原银保监会，国信证券经济研究所整理。注：2023年1月12日，原银保监会发布《关于扩大商业车险自主定价系数浮动范围等有关事项的通知》，明确商业车险自主定价系数的浮动范围由〔0.65—1.35〕扩大到〔0.5—1.5〕。

车险综改一周年成效显著，件均保费普遍降低。截至车险综合改革实施一周年的2021年9月底，车辆平均所缴保费已降至2763元，较改革前降低21%。同时，全国车险综合费用率和手续费率也呈现下降趋势，车险综合费用率降至27.8%，车险手续费率降至8.4%，分别同比下降13.5个百分点和7.2个百分点。

图22: 综合改革前后车辆平均所缴保费、车险综合费用率、车险手续费率变化情况（单位：元、%）

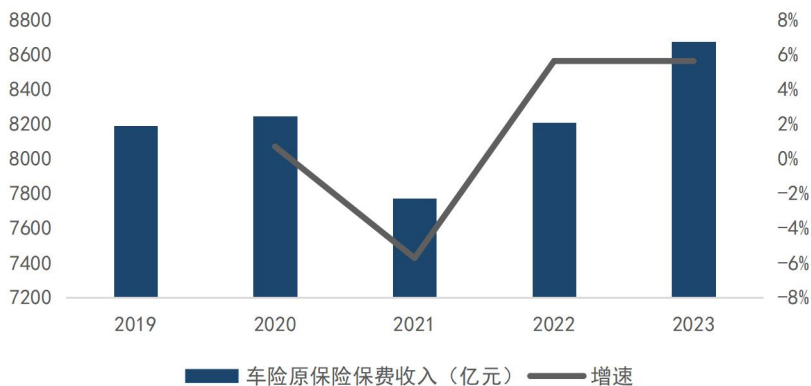


资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

车险市场逐步走向高质量发展，保费收入增速企稳。车险综合改革不仅带来保费的降低，也促进车险市场的健康发展。自改革以来，车险原保险保费收入呈现出先减后增的趋势。在2020年至2021年间，受车险改革影响及新车销量低迷的双重压力，车险总保费增速出现逐年放缓的趋势。然而，随后保费收入开始回升，主要归因于疫情影响的逐渐消退、车险综合改革的持续深化以及车险市场乱象得到有效整治。同时，三责险等险种投保金额的提升以及汽车保有量的稳定增长，共同为保费收入的回升提供坚实支撑。经过三年多的综合改革，保费下滑的压力已逐渐缓解，市场竞争格局明显改善，市场回暖迹象显著。目前，车险市场正处

于高质量发展的轨道上稳步前行，业内竞争也由过去的手续费竞争逐渐转变为更为注重服务品质与产品创新的多维度竞争。

图23：2019年至2023年行业车险原保险保费收入及增速（单位：亿元、%）

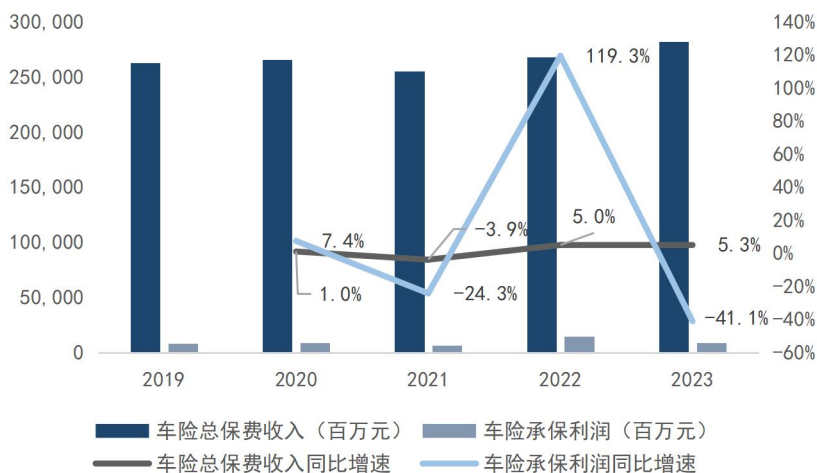


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

车险业务：定价风控能力凸显

规模优势助力公司打造长期差异化竞争“护城河”。作为资本密集型行业，财险业面临经营牌照、初始进入成本高等限制，从而使其具备天然的竞争“门槛”。作为我国财险行业绝对的龙头企业，中国财险在车险领域深耕多年，具备丰富的业务、服务、网点、规模、理赔等方面的优势。在当前行业及险种竞争激烈的背景之下，公司具备更低成本的获客优势，叠加其覆盖全国的网点及第三方合作平台，为保前核保及保后的查勘、定损、理赔、续保等方面提供差异化竞争优势。从2019至2023年，公司车险总保费收入由2629.3亿元增长至2821.2亿元，五年的复合增长率达1.42%。

图24：2019年至2023年中国财险车险总保费收入、承保利润及其增速（单位：百万元、%）

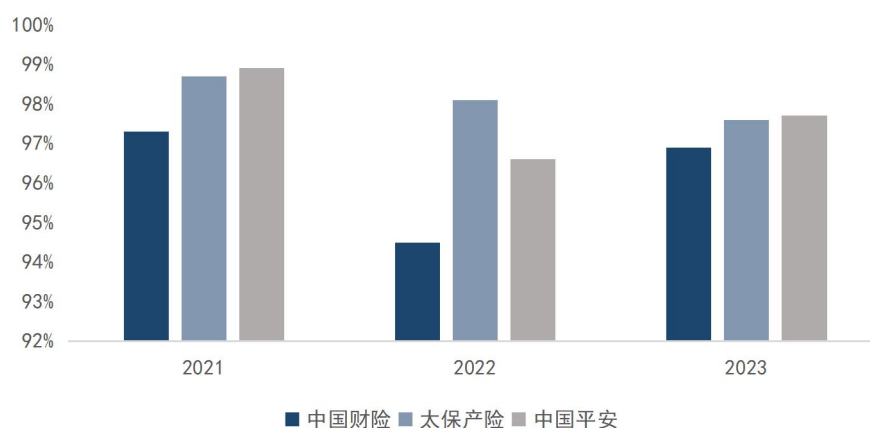


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司车险业务综合成本率控制方面表现出色。自2019年至2023年，其车险综合

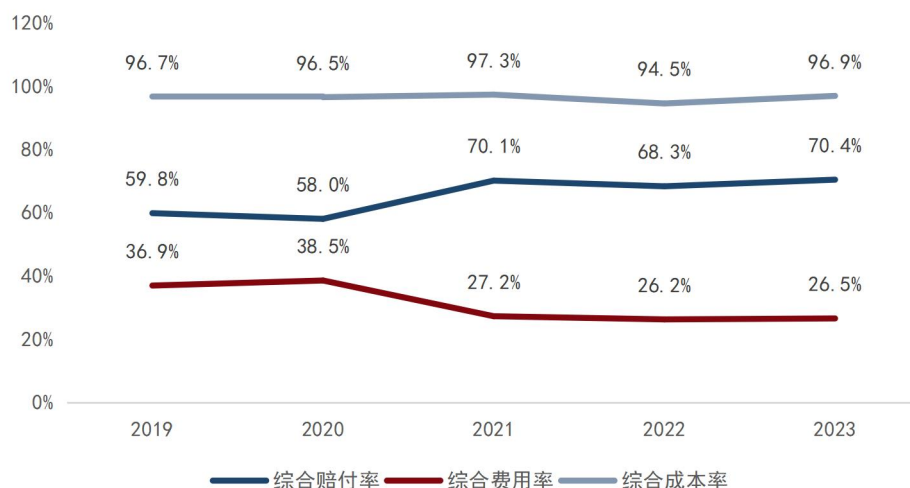
成本率稳定在 94.5%至 97.5%的区间内，盈利空间充足。2020 年车险综改的实施，将商业车险的附加费用率上限降低至 25%，并预期赔付率提升至 75%，改革显著影响公司的综合费用率和综合赔付率。中国财险迅速适应新规定，通过精细化的管理手段和优化的风险定价能力，应对改革带来的市场变化。公司基于“从人、从车和从用”等多个风险因子，构建行业领先的定价与风险识别模型。模型依托庞大的客户数据基础，为公司提供卓越的议价能力和成本管控能力。经过一系列调整和优化，公司的综合费用率从 2020 年的 38.5%下降至 27.2%，并持续保持在低位。在车险综改后，尽管车均保费不断下行，赔付在成本中的占比逐步提升。中国财险凭借对细分客户的精准定价能力，综合赔付率稳定在 70%左右，实现承保盈利目标，展现公司在车险市场中的稳健运营和市场领先地位。

图25: 2021 年至 2023 年中国财险、太保产险、中国平安车险业务综合成本率对比（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26: 2019 年至 2023 年中国财险车险业务综合赔付率、费用率及成本率变动情况（单位：%）

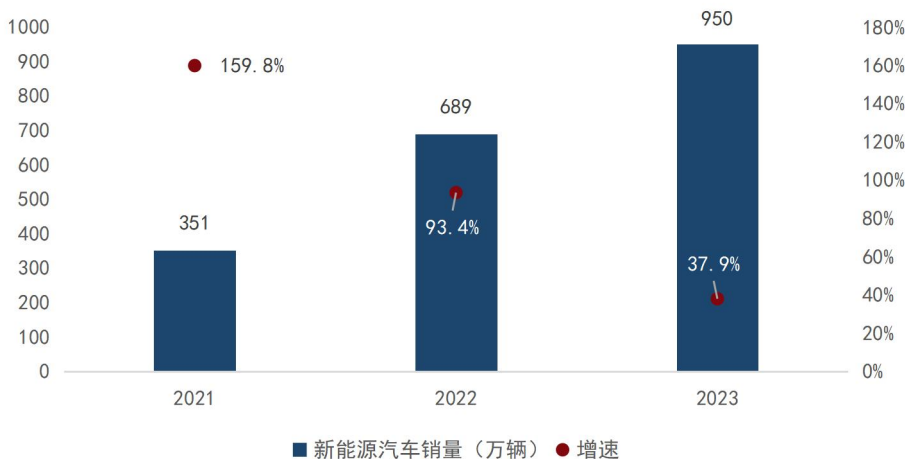


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新能源汽车保险市场迎来快速增长的机遇。尽管国家对新能源汽车的购置补贴政策在逐步调整，但众多地方政府仍积极采取多种措施，如延长购置补贴期限等，以持续推动新能源汽车的购买热情，确保新能源汽车市场销量持续保持强劲的增

长势头。从 2021 年至 2023 年，新能源汽车销量及增速均保持显著增长，2023 年销量达 950 万辆。这一趋势不仅为新能源汽车保险市场提供广阔的发展空间，也促进财险公司在该领域的布局与拓展。

图27: 2021-2023 年新能源汽车销量及增速情况（单位：万辆、%）

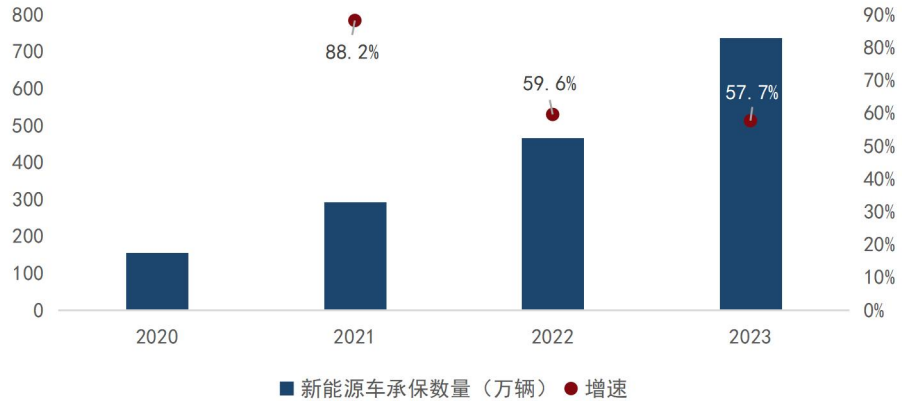


资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

在新能源汽车保险领域，中国财险作为行业龙头企业，凭借其显著的优势在市场中发挥着关键作用。2020 年至 2023 年，中国财险新能源车承保数量持续增长，增速保持在 60%左右，显著领先于行业平均水平。中国财险在新能源汽车保险业务上的差异化优势主要有三：1) **产业链深度合作优化定价策略。**公司通过与宁德时代等电池制造商建立战略合作伙伴关系，不断优化和完善新能源汽车保险的定价策略。深度的产业链合作使得中国财险能够更准确地评估新能源汽车的风险，从而制定出更具竞争力的保险产品和定价方案。2) **双向选择市场策略确保稳健盈利。**在当前新能源车险面临赔付高、盈利水平差等挑战的背景下，中国财险凭借其在财险市场的规模优势具备双向选择市场的能力。公司既能够承担更大承保风险，也具备拒绝低质量业务的能力，以确保公司业务的稳健性和盈利性。3) **独立考核单元彰显公司重视。**中国财险在内部考核体系中将新能源汽车保险业务作为独立考核单元，充分展现公司对新能源汽车保险业务的高度重视和投入。公司投入大量资源来加强新能源车险团队的建设，提升服务质量和效率，以满足新能源汽车市场的特殊需求。

当前新能源汽车保险的盈利水平仍然较低，监管部门也出台相关政策引导解决相关问题。随着新能源汽车技术的成熟和规模效应的显现，预计未来新能源车保险的赔付水平将有望下降，这将进一步缓解承保成本压力，为新能源汽车保险市场的健康发展创造更加有利条件。

图28: 2020年至2023年中国财险新能源车承保数量持续增加(单位:万辆、%)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

表5:中国财险、太保产险和中国平安在新能源车险领域的行动和策略

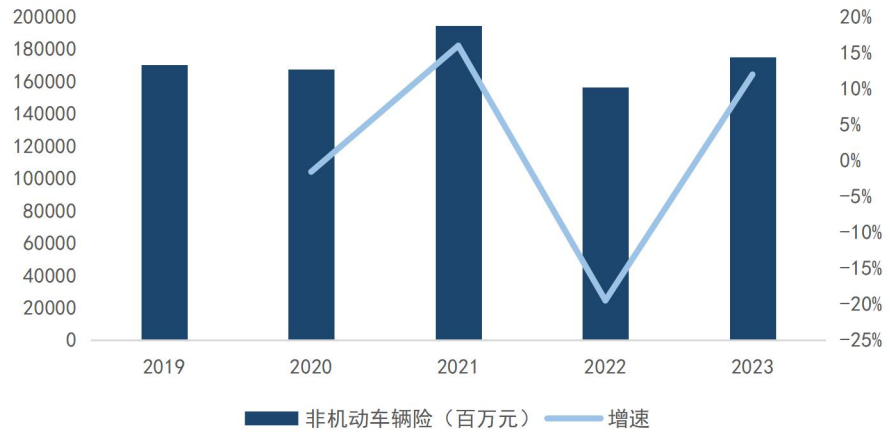
公司	行动和策略
中国财险	中国财险积极响应新能源汽车市场的发展趋势,与宁德时代等行业领军企业建立深度的战略合作。通过共同制定行业标准、共享渠道资源、整合大数据等方式,中国财险不断完善其新能源车险的定价模式,确保保费更加合理和精准。同时,中国财险将新能源车作为集团“服务绿色环保”战略的重要一环,体现其对于环保和可持续发展的坚定承诺。
太保产险	太保产险在新能源车险领域展现前瞻性的布局和决心。该公司成立新能源汽车保险事业发展中心,全面融入汽车产业生态,与各大车企建立紧密的协同合作机制。此外,太保产险的母公司中国太保还积极投资新能源汽车领域,通过入股智己汽车等方式,进一步加深其在新能源车险市场的参与度。太保产险的这些举措不仅有助于其在新能源车险市场的业务拓展,同时也为整个新能源汽车产业的发展提供有力的支持。
中国平安	中国平安在新能源车险领域的服务颇具特色。其旗下汽车之家平台为新能源主机厂提供包括媒体、线索等在内的全方位服务,帮助这些企业更好地推广其产品和服务。同时,中国平安还在全国范围内布局能源空间站,旨在通过提供便捷、高效的服务,进一步提升其在新能源车险市场的品牌影响力。这些举措不仅有助于中国平安在新能源车险市场的业务拓展,同时也为新能源车主提供更加优质、便捷的服务体验。

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

非车险业务:贡献核心业务增速

整体来看,公司的非车险业务在近几年呈现出较大的波动性和增长潜力。在疫情冲击和宏观经济下行的双重压力下,非车险保费在初期遭遇一定的下滑。2021年这一趋势得到显著逆转,非车险保费攀升至历史高点,达到1942.58亿元。这一显著增长主要系公司积极实施业务多元化战略,特别是通过推出乡村振兴、健康养老等六大战略服务,推动农险、意外伤害险及健康险等险种的保费收入增长。随后略有下降,至2023年稳定在1750.86亿元的水平。

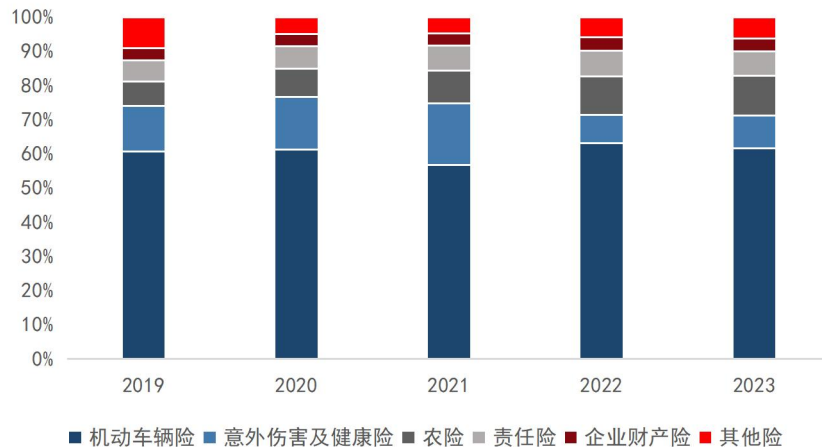
图29：2019年至2023年中国财险非车险业务保费收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

非车险业务在保费收入贡献占比方面亦呈现波动。2021年非车险业务保费占比达到高点43.2%，随后逐年下降至2023年的33.5%。尽管如此，非车险业务依然是中国财险的重要收入来源之一。为持续推动非车险业务的发展，公司不断扩大政策性业务的优势，积极探索商业非车险业务的发展空间。其中，意外伤害及健康险和农险作为主要的业务板块，在保费收入中占据相对较大的比例。特别是在2021年，公司通过推出乡村振兴等六大战略服务，其中的乡村振兴、健康养老战略服务显著推动农险、意外伤害险及健康险等险种的保费收入增长。

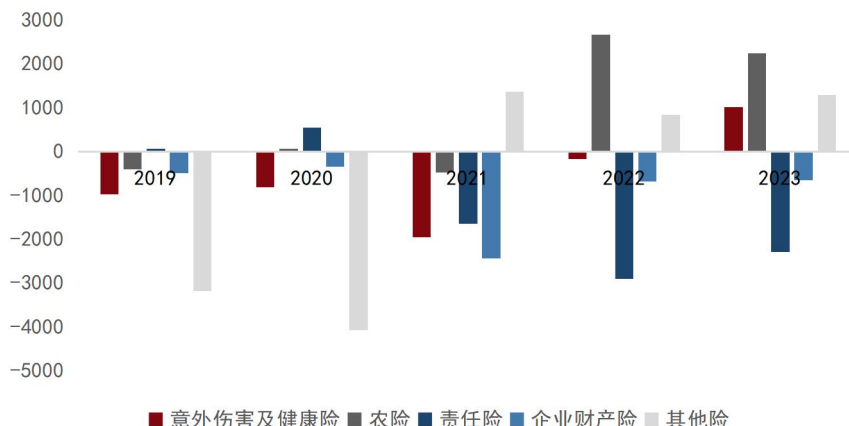
图30：2019年至2023年中国财险各业务保费收入构成与占比（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

非车险业务承保亏损逐渐改善。非车险业务在2019-2023年间长时间处于承保亏损状态。然而，自2022年起，农险率先扭亏为盈，两年承保利润分别为26.61亿元、22.33亿元；而2023年意外伤害及健康险也实现承保利润，承保利润达10.07亿元。这表明非车险业务正逐步向盈利方向转变，并有望成为未来财险公司增量承保业绩的重要来源。

图31: 2019年至2023年中国财险非车险业务承保利润贡献情况(单位:百万元)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

非车险 COR 高企, 公司亟需采取多项措施改善赔付端。自 2019 年起, 公司的非车险业务在多个险种上的 COR 普遍高于 100%, 导致承保业务持续处于亏损的境地。为扭转这一局面, 公司亟需采取全面而有力的措施来优化业务结构、强化风险管理, 并推动产品创新。1) **业务结构调整**, 主动规避高风险、盈利能力较弱的业务领域, 转而聚焦并发展高质量、有潜力的业务。这一战略转变旨在提升非车险业务的整体盈利能力, 使其能够稳健运行。2) **风险管理**, 采取多项措施加强非车险业务的核保和理赔工作。通过整合产品线, 实现法人业务核保的集中管理, 形成以客户为中心的多险种集成式核保体系。此外, 引入独立核保人制度, 以提升非车险业务的核保质量和效率。这些措施有助于降低赔付风险, 提高核保决策的合理性。3) **降低赔付损失**, 设立专业的理赔团队和风险研发中心。理赔团队凭借丰富的经验和专业知识, 能够快速准确地处理赔案, 减少不必要的纠纷和损失。而风险研发中心则致力于研发和完善非车险风控模型和费率体系, 为公司提供科学的风险评估和定价支持。4) **产品创新**, 积极探索具有市场潜力的新型险种, 致力于推动非车险业务的创新发展, 为公司带来新的业务增长点。

表6: 2019年至2022年中国财险非车险主要险种COR构成

	意外伤害及健康险		农险		责任险		信用保证保险	
	赔付率	费用率	赔付率	费用率	赔付率	费用率	赔付率	费用率
2019年	88.5%	13.3%	81.1%	20.6%	60.3%	39.4%	78.1%	43.6%
2020年	88.1%	13.2%	74.7%	25.1%	62.1%	35.1%	124.7%	20.1%
2021年	85.2%	17.4%	81.6%	20.0%	67.9%	39.5%	50.6%	16.1%
2022年	81.6%	18.8%	79.2%	13.7%	76.2%	36.6%	45.6%	30.8%

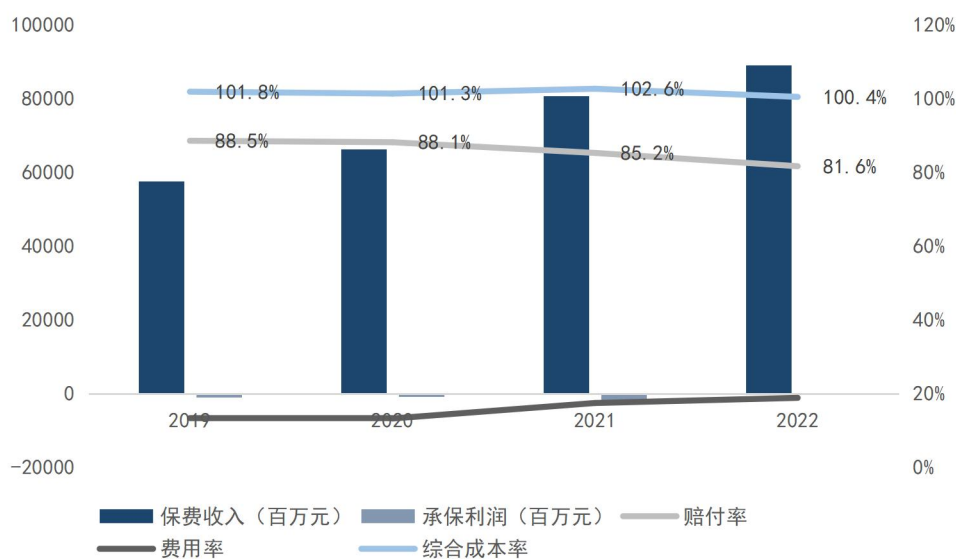
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

意外伤害及健康险（意健险）：实现较快增长

意健险市场增长显著。近年来，意健险市场呈现出强劲的增长势头，特别是在疫情和惠民保等项目的推动下，保费收入实现显著的增速。从2019年至2022年，该险种的保费收入由576.3亿元稳步提升至890.0亿元，四年的复合增长率为11.48%。这一增长趋势不仅反映市场需求的持续增长，也体现消费者对于健康与意外风险保障意识的提升。惠民保作为政策性业务，近年来发展迅速，并在健康险市场中占据重要位置。尽管惠民保本身的盈利空间有限，但各大保险公司看到其背后的市场潜力，并积极利用其对商业性险种的带动和辐射效应来拓展更广泛的市场空间。这不仅为健康险市场的整体增长注入新的动力，也为保险公司提供更多元化的发展机会。

承保利润持续亏损，赔付率高企。尽管保费收入持续增长，但意外伤害及健康险的承保利润却始终处于亏损状态。特别是在2021年，承保亏损达到-19.52亿元。这主要是由于赔付率居高不下，长期维持在80%以上的高水平，严重拖累承保利润。同时，综合成本率也始终保持在100%以上，显示出业务运营成本的高昂。不过，费用率相对较低，这主要归因于政策性业务（如大病保险、惠民保等）在业务结构中的较高占比。

图32：2019年至2022年中国财险意健险保费收入、承保利润、赔付率、费用率、综合成本率（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

农险：政策性产品领域的竞争优势

农险保费收入持续增长，市场主导地位稳固。中国财险在农险市场占据主导地位，2022年市占率为42.7%。其保费收入从2019年的307.72亿元稳步提升至2022年的520.60亿元，四年的复合增长率为16.5%。尤其在2022年，公司及其子公司积极服务乡村振兴和农业农村现代化，通过全面推广完全成本保险和收入保险等特色险种，实现承保利润的高点，达到26.58亿元。

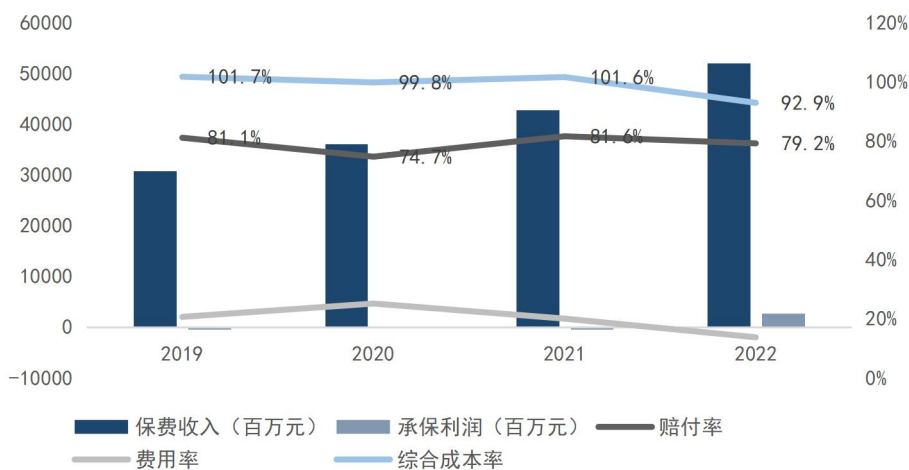
理赔管理优化，风险控制能力增强。中国财险实施农险理赔一体化管理策略，通过优化理赔作业模式、强化关键环节管控，显著提高风险识别和控制能力。尽管

在 2019 年和 2021 年因自然灾害和极端天气导致赔付率超过 80%，但整体赔付率仍控制在合理范围内。特别是 2022 年，综合成本率降至 92.9%。

费用管控有效，农险业务成本降低。中国财险在费用管控方面取得显著成效，2019 年至 2022 年期间费用率整体呈现下降趋势，2022 年降至 13.7% 的低位。这一成果不仅提升农险业务的盈利能力，也为公司的长期发展奠定坚实基础。

中国财险的农险业务正经历着显著的增长，这一增长背后的主要推手是其在政策性产品领域的显著竞争优势。正是这一优势，让农险业务成为公司非车险保费增长的核心动力。当前，农险市场呈现出蓬勃的发展态势和巨大的增长潜力，尽管与发达国家相比，我国农民在保险意识以及作物保险的覆盖广度和深度上尚存差距。然而，随着国家对农业乡村振兴战略的持续深化，农险市场无疑将迎来更为广阔的成长空间。作为行业的领军者，中国财险有望在这一进程中进一步扩大农险保费规模，实现业务的持续稳健发展。

图33: 2019 年至 2022 年中国财险农险保费收入、承保利润、赔付率、费用率、综合成本率（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

责任险：政策推动业务实现高增

责任险的增长主要得益于政策推动和法律体系的完善。随着生产安全法、环境治理等相关法案的出台，法律制度的不断完善为责任保险的需求侧带来显著增长。这些责任保险，包括雇主责任险、公众责任险、产品责任险及职业责任险，旨在保障被保险人因过失或疏忽对第三者造成的损害所负的赔偿责任。责任险的发展依赖于法律体系的成熟和社会责任观念的进步，进而明确公民和法人的责任范围，提高公众的维权意识，从而扩大责任险的市场需求。

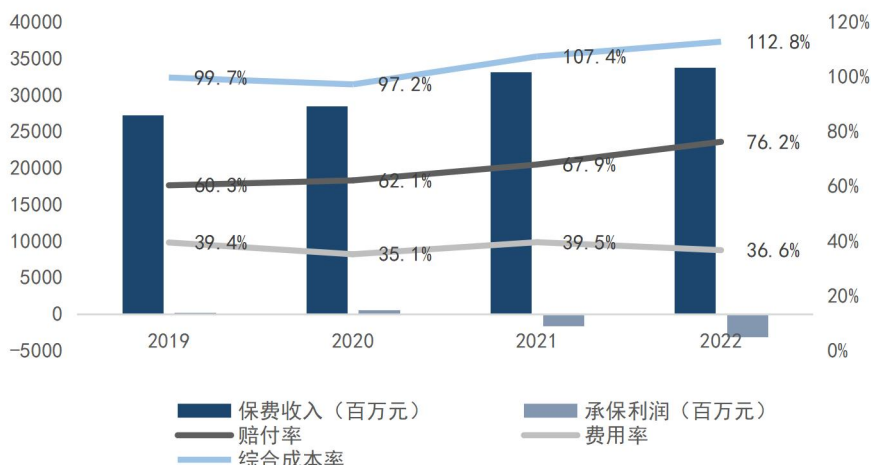
表7: 责任险相关政策梳理

时间	政策	内容
2020. 12	《责任保险业务监管办法》	规范责任保险承保边界, 规范市场经营行为, 规范保险服务, 强化内控管理。
2020. 12	《国务院办公厅关于印发强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案的通知》	危险废物相关企业依法及时公开危险废物污染防治信息, 依法依规投保环境污染责任保险。
2021. 05	《国务院关于印发“十四五”节能减排综合工作方案的通知》	积极推进环境高风险领域企业投保环境污染责任保险。
2021. 05	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	国家完善医疗风险分担机制, 鼓励医疗机构参加医疗责任保险或者建立医疗风险基金, 鼓励患者参加医疗意外保险。
2021. 06	《中华人民共和国安全生产法》	鼓励生产经营单位投保安全生产责任保险。
2022. 01	《上市公司独立董事规则》	上市公司可以建立必要的独立董事责任保险制度, 以降低独立董事正常履行职责可能引致的风险。
2022. 03	《中华人民共和国医师法》	医疗机构应当参加医疗责任保险或者建立、参加医疗风险基金。鼓励患者参加医疗意外保险。
2022. 05	《中华人民共和国道路运输条例(2022 修订)》	客运经营者、危险货物运输经营者应当分别为旅客或者危险货物投保承运人责任险。

资料来源: 国务院, 国家金融监督管理总局, 国信证券经济研究所整理

中国财险的责任险业务在近年来实现显著的增长, 这主要得益于政府的有力推动和产品创新的驱动。具体来看, 保费收入从 2019 年的 272. 23 亿元稳步增长至 2022 年的 337. 72 亿元, 四年的复合增长率为 5. 54%。这标志着责任险市场的持续扩大和业务的蓬勃发展。然而, 在保费收入稳步增长的同时, 承保利润却面临严峻的挑战。自 2021 年起, 承保利润持续亏损, 至 2022 年亏损额已扩大至 31. 53 亿元。这一状况表明, 尽管责任险业务规模不断扩大, 但盈利能力却未能同步提升。此外, 赔付率的持续上升和费用率在 35%-40% 之间的高位波动, 也进一步加大责任险业务的经营压力。综合来看, 尽管中国财险的责任险业务在快速发展中取得显著成果, 但同时也需要正视并应对承保利润亏损、赔付率上升等挑战, 以确保业务的持续健康发展。

图34: 2019 年至 2022 年中国财险责任险保费收入、承保利润、赔付率、费用率、综合成本率 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

信用保证保险：加快风险出清

保证险发展受监管影响，增速明显放缓。近年来，财险行业的保证险保费增速在监管政策的调整下呈现明显下降趋势。特别是在 2020 年至 2022 年期间，增速分别为-18.4%、-24.4%和 6.0%，其中 2021 年增速达到最低点。这一趋势体现监管层面对信用保证险业务的审慎态度，导致行业内多家财险公司纷纷调整业务策略，加速出清存量业务风险。

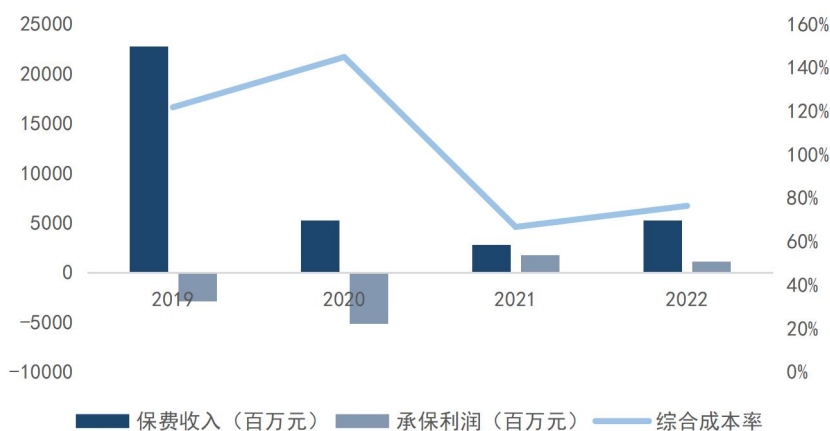
图35: 2011 年至 2022 年财险行业保证险保费增速（单位：%）



资料来源：国家金融监督管理总局，国信证券经济研究所整理

中国财险加速出清信用保证险业务，风险管控成效显著。随着监管政策的引导和市场环境的变化，因大量融资性业务带来的亏损推动中国财险自 2020 年起开始加速出清信用保证险业务。公司保费收入从 2019 年的 227.67 亿元显著下降至 2021 年的 28.4 亿元。然而，在积极调整业务结构和加强风险管控的推动下，2021 年承保利润实现扭亏为盈，达到 17.62 亿元。在 2020 年至 2022 年期间，综合成本率呈现下降趋势，但公司对于风险管理的重视和调整已经初显成效。

图36: 2019 年至 2022 年中国财险信用保证险保费收入、承保利润、综合成本率(单位:百万元、%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

风险减量：科技赋能风控水平

科技引领风险减量，万物互联共筑安全防线

风险减量服务正成为保险行业变革的关键趋势和有效手段。借助科技力量，公司能够减少社会风险总量，进而降低事故发生的可能性和损失程度。这种服务模式标志着保险行业从单一的灾后赔偿功能，逐步向综合性风险管理方案转型，涵盖灾前预防、灾中应急支援以及灾后快速响应。通过风险减量模型，公司不仅在产品供应上实现创新，还在服务层面进行深度整合，确保业务发展与风险管理全面融合，从而为客户提供更为全面和高效的保障。1) **产品供给方面**，公司将风险减量融入不同产品线部门的产品创设中，为客户提供包含风险减量的产品，从而进一步优化风控水平及客户体验。2) **服务开展方面**，分别由公司的风控部门和理赔部门负责保单周期不同阶段的风险减量工作，优化全生命周期的风控管理，最大程度降低风险损失。

图37：中国财险风险减量服务的管理框架



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

在风险减量模型中，“科技赋能”占据着核心地位。为了构建更为先进和精准的风险管理框架，公司利用万象云平台，有效地连接了政府、科研院所等社会风控资源，共同打造出创新性的风控模型。这一模型不仅集成了多方智慧，还通过四大核心功能提供强大的数据支持，确保风险减量服务的准确性和高效性。1) **动态风险画像**：万象云平台汇聚了内外部各类风险数据，动态刻画客户风险画像。目前平台可以提供超5300万风险画像。2) **灾害风险地图**：平台可以综合分析灾害风险的空间差异，了解客户所处空间的可视化风险管理，模拟损失情况，从而强化灾害风险的识别能力，助力风险减量服务水平的提升。3) **物联风控预警**：平台将“科技+人防”相结合，建立风险评估和预警模型，依托预警及理赔告知的形式，提升服务效率，降低理赔率。4) **服务场景赋能**：平台聚焦重点服务领域，科技赋能风险减量服务全流程。

图38: 中国财险风险减量服务的管理框架



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中国财险在风险管理的细节上不断深化，致力于在承保前降低潜在风险。为此，公司针对不同客户的运营场景，提供全面的风险勘查服务。这一服务通过匹配专业的风控团队，确保每位客户都能得到量身定制的风险管理方案。在运营调度工作中，风控团队会深入客户现场，实施风险查勘，精确识别客户运营中可能存在的安全隐患。根据查勘结果，中国财险将为客户提供详细的《隐患整改建议书》，帮助客户明确风险点并提出整改建议。最终，公司会根据客户的风险整改成果，制定个性化的承保方案，确保在承保后能够为客户提供更为精准和有效的风险保障。

图39: 风险减量模型承保前服务分类及实施方案



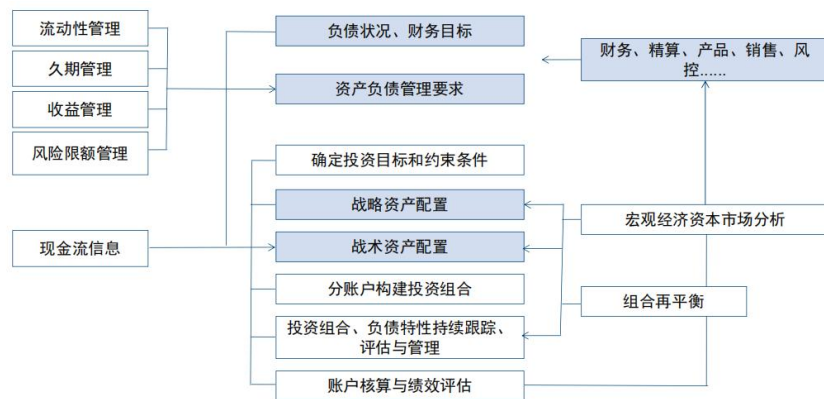
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资产端：利率下移背景下的收益韧性

负债资产驱动模式

资产负债联动是驱动保险公司利润增长的主要因素，负债端资金需求决定了险资产端配置偏好。不同于人身险公司，财险公司在负债端产品属性、资产久期、配置偏好、流动性等方面具有差异化的需求。1) 负债端方面：财产险负债端产品久期约为 1 至 2 年（未考虑续保等情况），远低于人身险行业的平均水平；2) 资产端方面：受负债久期较短影响，财险公司在久期匹配层面压力低于人身险公司，但对于流动性需求较高，主要为满足公司偿付需求。

图40: 保险公司资产负债联动机制



资料来源：保险资管业协会，国信证券经济研究所整理

在此背景之下，在资产配置维度，财险公司具备一定差异化特征及优势，从而使其在长端利率下行等背景之下具备更强的韧性。我们主要总结了以下几个方面：

1. **负债端利润空间+资产端投资收益=财险公司主要利润来源**：综合成本率（COR）是衡量财险公司负债端成本的核心指标，因此若公司得以控制 COR 在 100%以内，则代表有一定的承保利润，叠加资产端贡献的投资收益，共同构成了财险公司利润来源的主体部分。因此，相较于人身险公司，财险公司对于资产端投资收益的依赖程度偏低，从而使其具备更好的资产负债联动的天然优势，承保利润与投资收益的相辅相成。

图41: 保险公司资产负债联动机制



资料来源: 保险资管业协会, 国信证券经济研究所整理

2. **财险负债端刚性成本更低、久期偏短:** 财险公司负债端产品久期约为 1-2 年, 考虑到部分产品续保等其他因素后, 久期约为 4-5 年左右, 其产品属性决定更强的消费属性, 因此刚性兑付或赔付压力小于人身险公司, 但资金流动性需求则偏高。

3. **财险公司对于长端收益率敏感性更低:** 目前财险资产端久期略高于其负债久期, 受其负债端资金需求等因素影响, 在长端利率下行背景下, 财险标的资产端的韧性得以凸显, 利差损风险或低于人身险公司。

表8: 各类保险产品对应的资金需求及配置偏好

产品大类	产品类型	产品收益率	负债久期	流动性需求	配置偏好
寿险	中期传统险	3.50%	5 年左右	中	以固收 FVOCI 类资产为主, 同时配置少量权益
	长期传统险	3.50%	15-20 年左右	低	以固收 FVOCI 类资产为主, 同时配置少量权益
	分红险	2.5%-3.0%	15-20 年左右	低	倾向于 FVTPL 权益类资产, 提升投资收益
	万能险	2.5%-3.0%	10 年左右	高	倾向于 FVTPL 权益类资产, 提升投资收益
健康险	医疗险	不涉及	1 年	高	以固收 FVOCI 类资产为主, 同时配置少量权益
	重疾险	不涉及	15-20 年左右	低	以固收 FVOCI 类资产为主, 同时配置少量权益
财产险	财险	不涉及	1 年左右	高	以固收 FVOCI 类资产为主, 同时配置少量权益

资料来源: 保险资管业协会, 国信证券经济研究所整理和预测。*注: “产品收益率”为预估存量产品平均值, 具体应以各公司实际情况为准。

综上, 在当前长端利率下移背景之下, 财产险标的彰显出与长端利率更低的相关性, 因此在当前行业利差损风险加剧背景之下, 其负债端及资产端双重优势使其具备更好的投资价值。

资产配置: 把握高分红及债券配置机遇

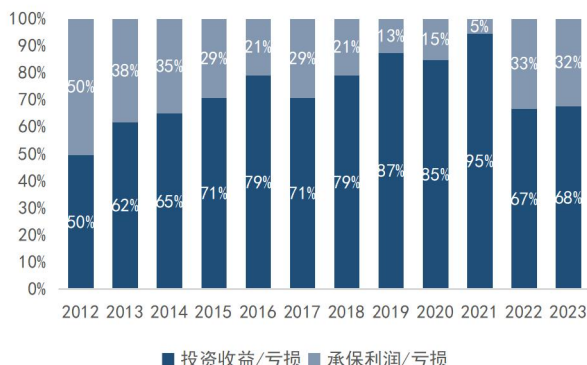
随着负债端保费收入增速的企稳及公司资产能力的提升, 公司投资资产规模稳步提升。截至 2023 年末, 公司总投资资产规模达 6007.1 亿元, 同比增长 4.3%。2013 年至 2023 年, 公司投资规模实现年均复合增速 9.8%。

图42: 公司投资资产规模增速企稳 (单位: 百万元, %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

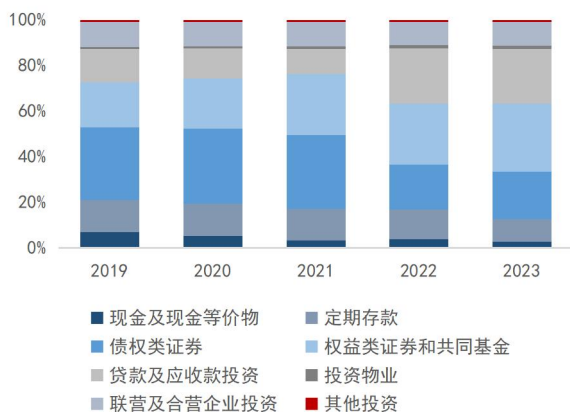
图43: 公司投资端贡献主要利润 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理 (注: 合计为税前利润)

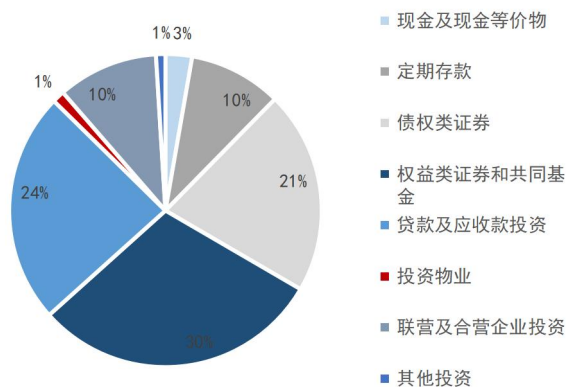
资产配置结构以固收类资产为主，OCI 权益类资产（高分红股票等）投资比例位列上市险企首位。中国财险坚持长期稳健的投资理念，根据其综合需求平衡收益与风险。截至2023年末，由于存款利率的持续下降及存量定期存款的到期，公司现金及现金等价物、定期存款类投资余额有所下降，债券及权益类资产配置比例持续提升。截至2023年末，公司固收类资产及权益类资产投资余额为3497.49亿元及1584.17亿元，同比上升2.0%及12.4%，对应占比分别为58.2%及26.4%。其中，债券、股票及基金的配置比例分别为34.3%、6.0%、7.7%。

图44: 2019年至2023年公司资产配置结构 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

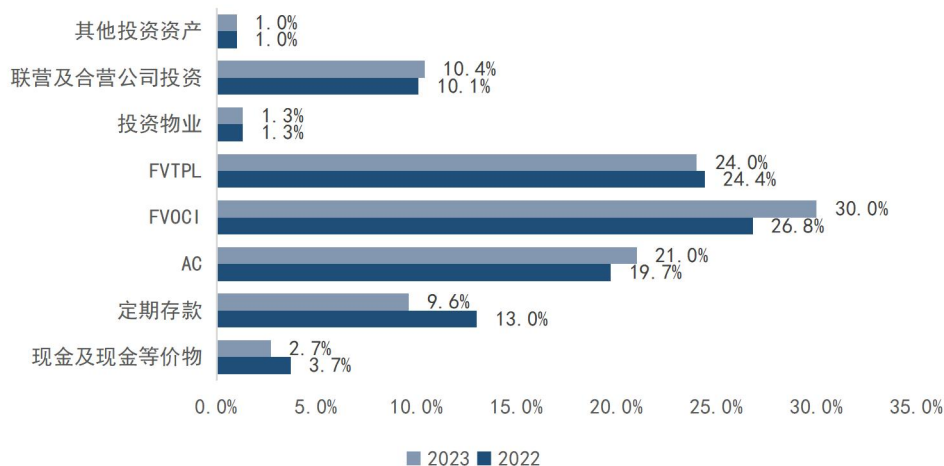
图45: 2023年公司资产配置结构 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

在新金融工具准则实施的背景之下，公司进一步加大以公允价值计量及其变动计入损益的金融类资产的投资比例，从而更好的在资本市场下跌导致权益类资产公允价值大幅下降及利率下行的背景下，实现固收类资产及权益类资产收益的对冲。此外，公司适时增加了股票型基金的配置规模，把握市场投资机遇，并于2023年初重点增加永续债配置比例。

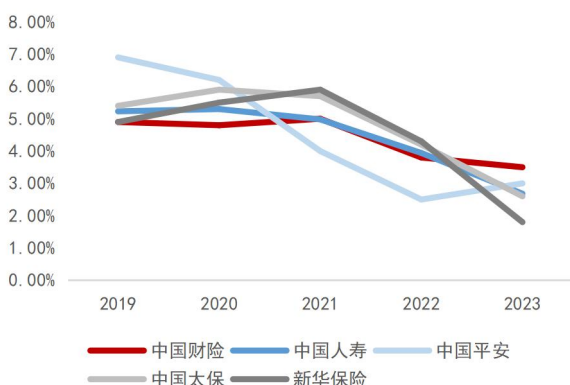
图46: 中国财险 2023 年资产配置结构（按会计计量方式，单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

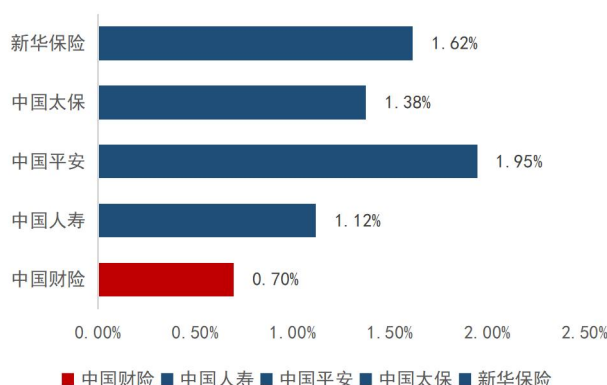
公司投资收益具有较强韧性，整体波动优于寿险属性标的。2019 年至 2023 年，受资本市场波动及长端利率下行等因素影响，公司整体投资收益水平有所下行，总投资收益率分别为 4.9%/4.8%/5.0%/3.8%/3.5%，其中 2022 年受权益市场波动及可供出售金融资产收益下降等因素影响，公司投资收益为-37.1 亿元。但公司波动水平显著低于寿险公司。为更好的拆分投资收益率的波动性，我们分别分析了过去 5 年 A 股 5 家上市险企总投资收益的标准差。其中，中国平安、新华保险、中国太保、中国人寿总投资收益率的标准差分别为 1.95%/1.92%/1.38%/1.12%，中国财险仅为 0.70%，显著低于上述人身险属性更强的险企。

图47: 上市险企历年总投资收益率（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图48: 公司总投资收益的标准差优于其他险企（单位：%）



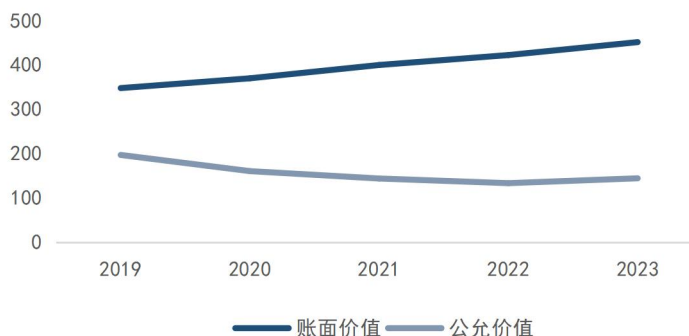
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

华夏银行：经营状况改善

2023 年，部分联营与合营企业经营业绩回升，中国财险应占联营及合营企业的损益同比增加。截至 2023 年末，公司实现联营及合营企业投资收益 626.01 亿元，同比增加 7.7%。其中，为更好地促进银保渠道的发展及获取长期稳健投资收益，

公司持有华夏银行股权，并作为联营公司的权益法进行核算。截至 2023 年末，公司持有华夏银行股权比例为 16.106%，账面价值为 451.3 亿元，约占总资产的 6.4%；公允价值为 144.1 亿元，约占总资产的 2.0%。近年来，中国财险持有华夏银行的账面价值及公允价值间的差额不断走扩，具备一定的减值风险。公司于 2023 年进行了相关减值评估，根据评估结果，于年底决定无需计提减值准备。此前，华夏银行相关风险已在股价中得以体现，预计随着华夏银行经营状况的改善，未来对于中国财险资产端冲击有望减弱。

图49: 中国财险 2023 年资产配置结构（按会计计量方式，单位：%）

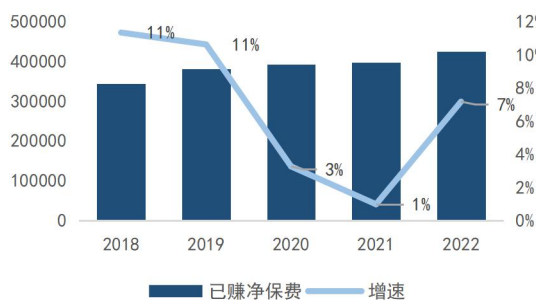


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

财务分析

保费收入增速及已发生赔款是保险公司主要的资金流入及支出项。1) **已赚净保费方面**，2018 年至 2022 年，公司分别实现已赚净保费 3441.2 亿元/3806.8 亿元/3931.3 亿元/3970.0 亿元/4254.8 亿元，同比增速为 11%/11%/3%/1%/7%。其中，2020 年以来，受车险费改、疫情导致的财险需求下降等因素影响，财险行业整体保费收入同比增速有所放缓。2) **已发生净赔款方面**，2018 年至 2022 年，公司分别发生 2133.0 亿元/2518.2 亿元/2603.2 亿元/2915.9 亿元/3056.4 亿元，对应同比增速 11%/18%/3%/12%/4%。其中，2021 年受郑州洪灾等极端天气因素影响，公司赔款出现大幅上升，但考虑到相关因素主要为一次性影响，预计对长期赔付及准备金影响有限。

图50: 2018-2023 年公司已赚净保费及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

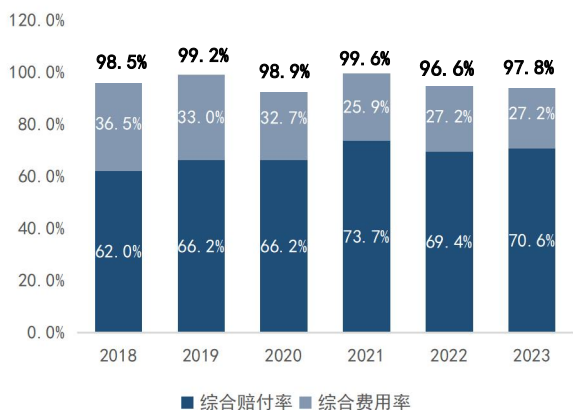
图51: 2018-2023 年公司已发生净赔款及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

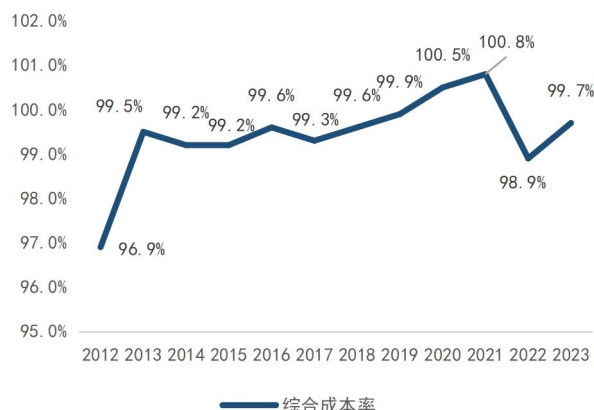
公司整体综合成本率维持在盈利水平（小于 100%）。随着 2020 年行业费改以来，公司综合费用率有一定下降，但近年来大灾频发导致公司综合赔付率有所上升。截至 2023 年末，公司综合费用率及综合赔付率分别为 26.5%及 70.4%，对应 COR 为 96.9%，优于行业平均值的 99.7%，龙头优势凸显。

图52: 中国财险 COR 拆分（单位：%）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

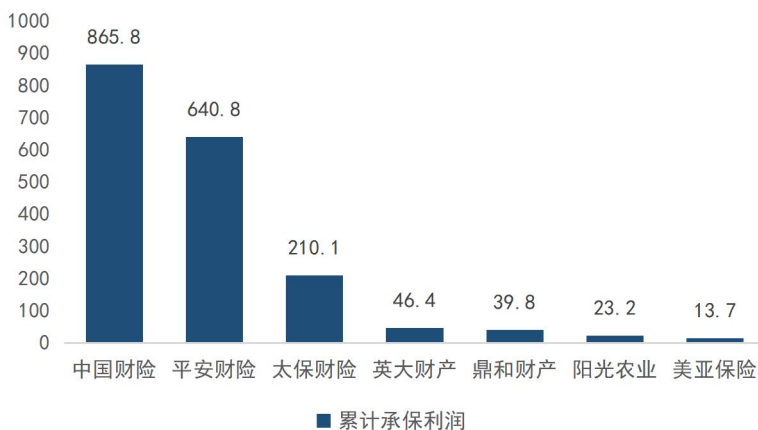
图53: 财险行业历年综合成本率（单位：%）



资料来源：13 精数据，国信证券经济研究所整理

作为我国财险行业龙头，中国财险整体承保利润水平位居行业首位，过去 14 年累计承保利润达 865.8 亿元，位列行业第一。

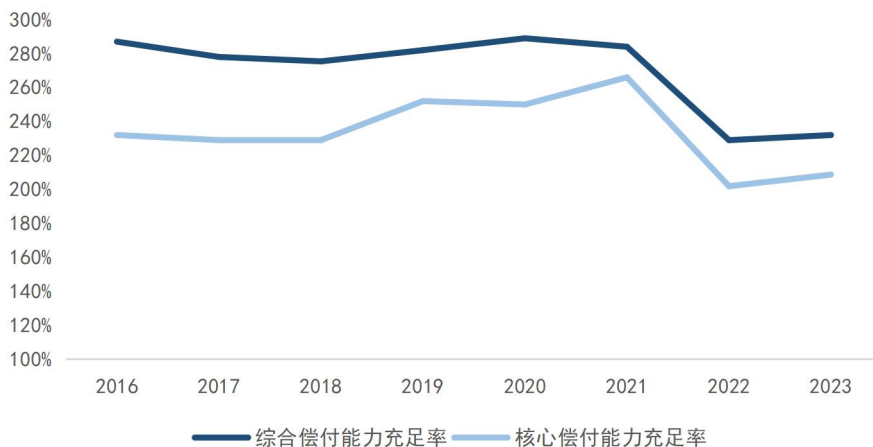
图54: 财险业过去 14 年累计承保利润排名（单位：亿元）



资料来源：13 精数据，国信证券经济研究所整理

公司偿付能力充足率常年保持在健康水平，远高于监管要求。截至 2023 年末，公司综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率分别为 232%及 209%，远高于监管要求的 150%及 50%。“偿二代”二期工程的实施加大了对险企资本的约束，保险行业偿付能力充足率随之下行。整体来看，公司偿付能力充足率仍维持在行业前列，资本充足。

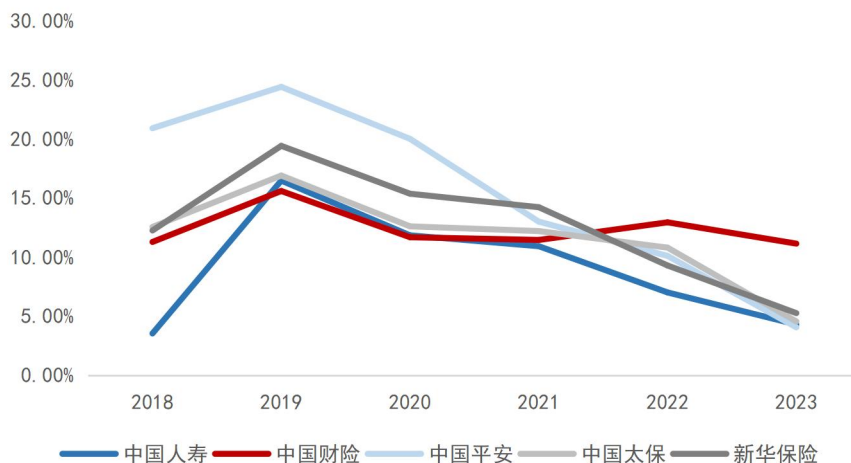
图55: 中国财险偿付能力充足率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

中国财险 ROE 彰显较强韧性, 位列行业第一。受行业负债端转型及会计准则调整等因素影响, 人身险行业 ROE 呈下降趋势。2018 年至 2023 年, 中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险 ROE 均出现大幅下降。截至 2023 年末, 中国财险 ROE 为 11.1%, 受大灾频发及赔付上升等因素影响, 同比下降 1.8pt, 但仍远高于其他 4 家上市险企, 位列行业首位。此外, 相较于人身险公司, 财险公司负债端产品的消费属性创造了一定的利润空间, 在赔付水平相对稳定的情况下, 在长端利率下行背景下, ROE 彰显较强的韧性。

图56: 2018 年至 2023 年上市险企 ROE 水平 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

根据中国财险 2022 年及 2023 年财务数据，我们对其 2024 年至 2026 年盈利能力进行了预测，预测结果主要基于以下关键假设：

- 1. 保险服务收入：**新会计准则实施后，承保端利润更易拆分。保险服务收入方面，公司龙头优势持续释放，叠加经济形势的持续复苏，以及行业费改和新能源车险定价系数调整等因素，利好中国财险保费收入的企稳，因此我们预计 2024 年至 2026 年公司保险服务收入增速分别为 4.5%/5.5%/6.5%。
- 2. 投资收益：**2023 年新会计准则的实施加大保险公司利润表波动，其中权益类资产计量方式的变化加大投资收益带来的利润波动。此外，权益市场持续低位震荡，导致险资投资收益承压。预计未来随着资本市场的回暖及高分红权益类资产配置比例的提升，公司投资收益将持续修复。我们预计公司 2024 年至 2026 年投资收益增速分别为 4.0%/4.0%/5.5%。
- 3. 保险服务费用：**新准则下，保险公司利润表支出项下不再单独列示赔付支出等科目，采用“保险服务费用”该综合性支出科目列示险企承保支出项。随着保费收入规模的不断抬升，及公司风险减量的不断推进，预计公司 2024 年至 2026 年保险服务费用增速分别为 4.8%/5.0%/6.0%。

未来 3 年盈利预测

基于以上假设，我们对中国财险 2024 年至 2026 年进行盈利预测。我们预计公司 2024 年至 2026 年归母净利润增速为 15.6%/12.5%/7.1%，对应每股收益为 1.28/1.44/1.54 元/股。

表9：中国财险盈利能力预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
保险业务收入	425,480	不适用	不适用	不适用	不适用
保险服务收入	不适用	457,203	487,662	519,305	549,936
利息收入	不适用	11,710	12,178	12,666	13,299
投资收益	-3,706	4,077	4,240	4,410	4,652
手续费及佣金收入	0	0	0	0	0
汇兑收益	802	111	115	121	128
其他收益	0	195	203	211	221
营业收入合计	441,954	473,296	504,398	536,712	568,237
行政开支	11,965	不适用	不适用	不适用	不适用
保险业务手续费及佣金支出	60,834	不适用	不适用	不适用	不适用
保险服务费用	不适用	431,991	462,801	490,531	519,020
其他业务支出	36,718	3,354	3,455	3,593	3,772
营业支出合计	414,849	445,895	477,000	505,285	534,268
利润总额	26,803	33,477	27,398	31,427	33,970
净利润	26,653	24,566	28,396	31,958	34,217
归属于母公司净利润	26,708	24,585	28,418	31,982	34,243

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测。“不适用”主要因会计准则变动导致的科目变化。

盈利预测的敏感性分析

我们对于上述盈利能力预测进行了敏感性分析，其中我们主要保险服务收入及保险服务费用变化对于 EPS 的影响进行了分析（双因素敏感性分析），结果如下：

表10：中国财险 2024 年 EPS 随保险服务收入及保险服务支出的敏感性分析（元）

EPS	2024 年 EPS 随保险服务收入及保险服务支出的敏感性分析（元）					
	保险服务费用					
	-3%	2%	4%	6%	9%	
保险服务收入	-3%	1.26	0.41	0.07	-0.26	-0.77
	2%	2.15	1.31	0.97	0.63	0.12
	4%	2.51	1.66	1.33	0.99	0.48
	7%	3.05	2.20	1.86	1.52	1.02
	9%	3.40	2.56	2.22	1.88	1.38
	11%	3.76	2.92	2.58	2.24	1.73

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表11：中国财险 2025 年 EPS 随保险服务收入及保险服务支出的敏感性分析（元）

EPS	2025 年 EPS 随保险服务收入及保险服务支出的敏感性分析（元）					
	保险服务费用					
	-3%	2%	4%	6%	9%	
保险服务收入	-3%	1.26	0.37	0.02	-0.34	-0.87
	2%	2.19	1.31	0.95	0.60	0.07
	4%	2.57	1.68	1.33	0.97	0.44
	7%	3.13	2.24	1.89	1.53	1.00
	9%	3.50	2.61	2.26	1.91	1.38
	11%	3.87	2.99	2.63	2.28	1.75

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

表12：中国财险 2026 年 EPS 随保险服务收入及保险服务支出的敏感性分析（元）

EPS	2026 年 EPS 随保险服务收入及保险服务支出的敏感性分析（元）					
	保险服务费用					
	-3%	2%	4%	6%	9%	
保险服务收入	-3%	1.41	0.48	0.11	-0.26	-0.82
	2%	2.40	1.47	1.10	0.73	0.17
	4%	2.79	1.86	1.49	1.12	0.56
	7%	3.39	2.46	2.08	1.71	1.51
	9%	3.78	2.85	2.48	2.11	1.55
	11%	4.17	3.24	2.87	2.50	1.94

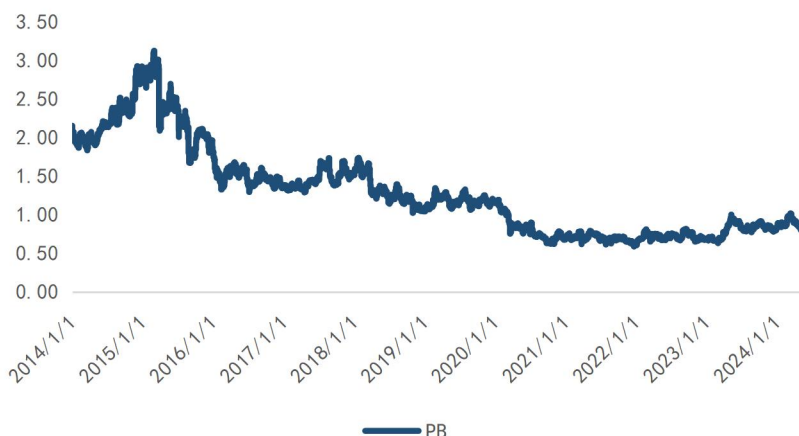
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

相对估值：目标价为 11.45-12.10 港元/股

当前中国财险 PB 位于过去 10 年 31.8%的分位，仍有一定的提升空间。回顾公司过去 10 年的历史 PB 水平，最低为 0.59，最高为 3.12，分别出现于 2021 年末及 2015 年 3 月。在当前长端利率下行及人身险行业调整背景下，财险商业模式具备资产端及负债端的“双轮驱动”优势，叠加当前生产生活的持续复苏及新能源车崛起等契机，我们认为中国财险估值应大于 1 倍 PB。2024 年 6 月 17 日收盘价为 9.85 港元，对应 PB 为 0.86x，我们预计合理目标价为 11.45-12.10 港元，仍有 16.6%以上的空间。

图57: 中国财险历史 PB 水平（单位：倍）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表13: 中国财险可比公司估值 (P/B)

代码	公司名称	当前股价		BPS						PB		
		2024/6/17	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
2328.HK	中国财险	9.85	9.43	10.40	11.16	12.03	12.93	1.04	0.95	0.88	0.82	0.76
601318.SH	中国平安	41.58	46.97	49.37	52.76	57.00	60.61	0.89	0.84	0.79	0.73	0.69
601601.SH	中国太保	28.47	23.75	25.94	28.76	31.89	35.18	1.20	1.10	0.99	0.89	0.81
8766.T	东京海上	5585.0	1,970.92	2,149.74	-	-	-	1.44	1.64	-	-	-
PGR.N	前进保险	208.24	28.89	24.41	-	-	-	7.21	8.53	-	-	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测。注：2024 年至 2026 年数值均采用自“Wind 一致预期”。东京海上及前进保险单位分别为日元、美元。

投资建议

行业层面：不同于人身险行业，财产险负债端具备较短的负债久期，因此决定了其资产配置面临相对较低的久期配置压力，在当前长端利率下行背景之下，我们强调财险标的具备较强的韧性。此外，随着监管政策引导行业不断优化费用水平，利好行业中长期利润空间的企稳。综合来看，财险公司的商业模式具有“**负债端利润空间+资产端投资收益**”的双重性，叠加其资产端稳健的配置结构，在当前资本市场震荡背景下具备较好的避险属性。

公司层面：作为我国财险行业的唯一龙头，中国财险在市占率、议价能力、业务规模等方面具备绝对优势，结合近年来公司风险减量等科技赋能手段，利好整体承保利润的持续优化。资产端方面，公司不断优化资产配置结构，新准则实施以来，公司适时增配高分红类股票及长债等资产，整体投资收益波动显著优于寿险标的。

估值层面：我们预计公司 2024 年至 2026 年归母净利润增速为 15.6%/12.5%/7.1%，对应每股收益为 1.28/1.44/1.54 元/股。在当前长端利率下行及人身险行业调整背景下，财险商业模式具备资产端及负债端的“双轮驱动”优势，叠加当前生产生活对策持续复苏及新能源车崛起等契机，我们认为中国财险估值应大于 1 倍 PB。2024 年 6 月 17 日收盘价为 9.85 港元，对应 PB 为 0.86x，我们预计合理目标价为 11.45-12.10 港元，仍有 16.6%以上的空间。首次覆盖我们给予中国财险“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测及估值的风险

盈利预测的风险：我们对公司 2024 年至 2026 年的盈利能力及估值进行了预测。如上文所示，我们预计公司 2024 年至 2026 年归母净利润增速为 15.6%/12.5%/7.1%，对应每股收益为 1.28/1.44/1.54 元/股。而以上预测主要基于主观假设，投资者应关注可能存在的以下风险：

1. 赔付支出及手续费为财险公司两大支出项，其在预测层面有较大不确定性。其中，赔付支出主要依赖于自然灾害、实际赔付情况发生的概率及严重性，因此预测值与实际发生值或有一定差异。
2. 手续费方面，随着市场竞争加剧，手续费支出或存在上浮的风险，从而侵蚀公司利润表现。
3. 我们预计 2024 年公司投资收益将有所回暖，然而若缺乏具备“赚钱效应”的优质资产，公司或将面临一定资产利率匹配的压力。
4. 目前我国财险行业“马太效应”显著，市场竞争加剧。尤其随着近年来新势力车企纷纷入场财险行业，或对公司整体格局造成一定影响。此外，部分非车险险种仍面临承保亏损的情况，从而可能导致整体盈利水平有一定下滑。

估值的风险：我们使用了相对估值法对公司未来三年的 P/B 值进行估值。然而宏观经济表现及公司本身未来实际经营状况均会影响我们对于最终企业估值的准确性，投资者还应关注以下主要风险：

1. 未来宏观经济的预测仍存在诸多不确定性，同时宏观经济的表现也受许多包含各类主观及客观因素的影响，例如大灾频发、战争等预期外因素均有可能影响我们对于宏观经济预测的准确性。
2. 监管政策导向及公司自身盈利能力决定其 ROE 水平，若 ROE 增速不及预期，则可能会对整体估值水平造成一定影响。

市场风险

市场风险，是指由于利率、权益价格、房地产价格、汇率等不利变动导致公司遭受非预期损失的风险。其中，利率风险是指因利率波动而导致公司资产端承受潜在损失的风险。随着长期利率的下行，导致长期型债券现价上升，从而影响公司整体投资收益及投资表现。同时权益市场的波动直接影响资产端投资收益，对其资产端收益或具有更大的负面影响。因此，若资产端整体投资收益不及预期，保险公司整体盈利能力及估值增速也将受挫。

自然灾害频发导致的高赔付风险

财险公司赔付水平有绝大部分依赖于自然灾害的发生频次及损失金额，因此若相关自然灾害频发，如地震、台风、火灾等，会导致公司综合赔付率及 COR 有一定程度的上升，从而降低公司短期承保盈利水平。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	21,250	16,526	17,187	17,875	18,768	保险业务收入	425,480	不适用	不适用	不适用	不适用
应收保费	96,554	27,312	28,678	30,111	31,617	保险服务收入	不适用	457,203	487,662	519,305	549,936
衍生金融资产	0	0	0	0	0	利息收入	不适用	11,710	12,178	12,666	13,299
其他应收款	96,554	27,312	28,678	30,111	31,617	投资收益	-3,706	4,077	4,240	4,410	4,652
定期存款	73,657	57,785	59,519	61,304	63,756	手续费及佣金收入	0	0	0	0	0
物业、厂房及设备	24,774	24,091	24,091	24,091	24,091	汇兑收益	802	111	115	121	128
投资性物业	7,440	7,576	7,803	8,193	8,685	其他收益	0	195	203	211	221
无形资产	0	0	0	0	0	营业收入合计	441,954	473,296	504,398	536,712	568,237
其他资产	410,559	173,404	182,074	192,999	206,509	行政开支	11,965	不适用	不适用	不适用	不适用
资产总计	751,887	703,623	738,862	776,674	819,414	保险业务手续费及佣金支出	60,834	不适用	不适用	不适用	不适用
卖出回购金融资产款	41,690	40,037	41,238	42,475	43,750	保险服务费用	不适用	431,991	462,801	490,531	519,020
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	0	0	0	0	其他业务支出	36,718	3,354	3,455	3,593	3,772
应付账款及票据	24,626	0	0	0	0	营业支出合计	414,849	445,895	477,000	505,285	534,268
其他应付款	8,097	8,365	8,616	8,874	9,141	利润总额	26,803	33,477	27,398	31,427	33,970
保险合同负债	384,879	373,565	381,036	396,278	412,129	净利润	26,653	24,566	28,396	31,958	34,217
应付税项	3,435	8	8	8	8	归属于母公司净利润	26,708	24,585	28,418	31,982	34,243
递延所得税负债	0	0	0	0	0						
其他负债	76,412	47,344	48,291	50,223	52,231						
负债合计	539,139	469,319	490,231	512,433	536,498						
总权益	212,748	234,304	248,631	264,241	282,916						

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收增速	6%	7%	7%	6%	6%
每股收益	1.20	1.11	1.28	1.44	1.54
每股净资产	9.43	10.4	11.178	11.88	12.72
EBIT Margin	6%	7%	5%	6%	6%
ROIC	13%	10%	11%	12%	12%
ROE	13%	11%	11%	12%	12%
P/E	8.32	9.04	7.83	6.95	6.49
P/B	1.06	0.96	0.89	0.84	0.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032