

中国财险(02328)

从海外经验看中国财险估值—公司专题系列研究(四)

事件: 本篇报告重点分析海外财险市场,探讨海外上市财险公司估值水平。希望能进一步理解中国财险的合理估值水平,供投资者参考。

海外财险市场:美国COR表现较差,德国、日本COR表现优异

2007-2022年美国、日本、德国财险行业的平均COR分别为100.6%、98.4%、96.0%。美国承保盈利能力较差、日本和德国承保盈利能力较强,主要系:
1) 美国自然灾害的发生频次高于日本和德国,07-22年美、日、德的自然灾害发生次数为739、582、12次。**2) 日本的财险市场集中度显著高于美国和德国**,日本财险公司的定价权更强,赔付率更低。07-22年日、美、德的平均赔付率为65%、73%、77%。**3) 德国财险行业的费用率显著低于美国和日本**。07-22年德、美、日的平均费用率为19%、27%、33%。

他山之石:多环节压降COR,投资端增厚利润

1) 前进保险: 公司COR表现优异,主因公司直销渠道占比高,费用率低。
2) 安联保险: 公司赔付率长期小于70%,主因公司核保、理赔等能力较强。
3) 东京海上: 全球化经营带来风险分散,使得赔付率低。**4) 丘博保险:** 组织结构精简提高运营效率,使得费用率低。风控团队完备有效防御风险,使得赔付率低。**5) 伯克希尔哈撒韦:** 不同于上述公司,公司主要优势在于投资端。公司善用保险资金赚取利差。

中国财险目标估值探讨:公司理论估值为1.27倍PB

上述海外上市财险PB与ROE的相关性较强。考虑到中国财险的商业模式与上述海外财险基本一致,我们认为中国财险的估值水平可以对标海外上市财险。中期视角下,我国经济稳增长有望带动财险保费增速维持稳定,预计中国财险的承保杠杆和投资杠杆有望稳定在2.05和2.68。基于公司历史数据和发展现状,我们认为公司未来的COR和投资收益率预计为97.5%和4%,实际税率为20%。基于此,我们测算得出公司ROE可保持在12.7%,对应理论估值为1.27倍PB。当前公司估值仅0.8倍PB,被显著低估。

盈利预测、估值与评级

2024年中国财险业绩改善的确定性较强,公司的ROE有望达12%以上,我们预计公司估值有望进一步修复。我们预计公司2023-2025年净利润分别为247/288/321亿元,对应增速-7%/+16%/+12%。我们给予公司1倍PB的目标估值,维持12.0港元目标价,维持“买入”评级。

风险提示: 自然灾害超预期,市场竞争加剧,资本市场大幅波动。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	449,533	487,533	526,536	563,393	608,465
同比增长	3.8%	8.5%	8.0%	7.0%	8.0%
营业利润(百万元)	26,028	30,919	28,723	33,431	37,276
同比增长	5.5%	18.8%	-7.1%	16.4%	11.5%
净利润(百万元)	22,365	26,653	24,706	28,756	32,063
同比增长	7.2%	19.2%	-7.3%	16.4%	11.5%
每股收益(元)	1.01	1.20	1.11	1.29	1.44
PE	8.74	7.34	7.91	6.80	6.10
PB	0.95	0.92	0.83	0.78	0.70

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年02月02日收盘价

行业: 非银金融/保险II
 投资评级: 买入(维持)
 当前价格: 9.68港元
 目标价格: 12.00港元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	22,242.77/6,899.29
流通市值(百万港元)	66,785.16
每股净资产(元)	11.10
资产负债率(%)	66.72
一年内最高/最低(港元)	10.70/6.89

股价相对走势



作者

分析师:曾广荣
 执业证书编号:S0590522100003
 邮箱:zenggr@glsc.com.cn
 分析师:刘雨辰
 执业证书编号:S0590522100001
 邮箱:liuyuch@glsc.com.cn

联系人:朱丽芳
 邮箱:zhulif@glsc.com.cn

相关报告

1、《中国财险(02328):保费端的刚需属性有望持续凸显》2024.01.13
 2、《中国财险(02328):公司核心竞争力分析—公司专题系列研究(三)》2024.01.09

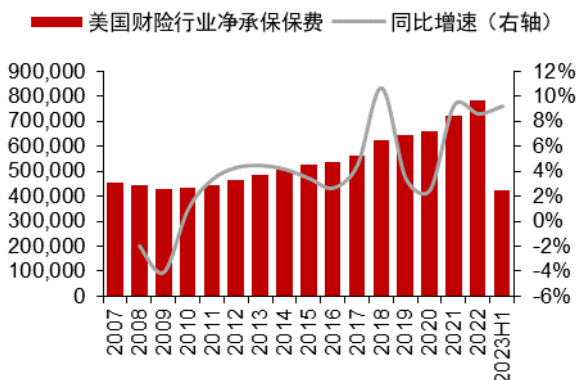
1. 主要海外财险行业经营情况分析

1.1 美国：市场格局分散，承保盈利不佳

美国为全球第一大财险市场，2022年美国财险行业的保费收入同比增长8.6%至7816.24亿美元。得益于美国经济增长、监管政策完善、自然灾害频发带动居民保障意识提升，近年来美国财险行业的保费规模持续增长，2007-2022年保费CAGR为3.7%。2020年美国财险行业的保费增速放缓至2.5%，主要系疫情影响汽车出行，保险公司退还了部分车险保费。2021年美国财险行业的保费增速恢复至9.3%，主要系经济复苏和低基数。2022和2023H1美国财险行业的保费增速分别为8.6%和9.2%，维持在较高水平，主要系通货膨胀带动零部件和人力成本增加，保险公司提高了保险费率。

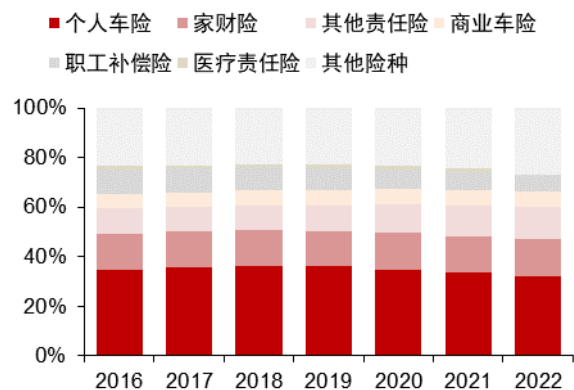
从保费结构来看，个人车险是美国财险行业的第一大险种，非车险呈现多元化发展态势。美国财险行业的前三大险种分别为个人车险、家财险、其他责任险，2022年这三大险种的保费占比分别为32.1%、14.9%、13.0%。近年来个人车险的保费占比持续小幅下滑，主要系车险市场发展趋缓，其他新兴险种的规模持续提升。

图表1：美国财险市场的保费规模及增速（百万美元）



资料来源：NAIC，国联证券研究所

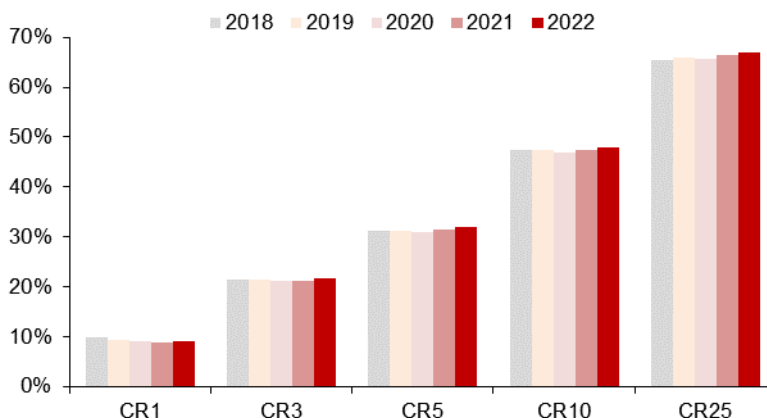
图表2：美国财险市场的保费结构



资料来源：NAIC，国联证券研究所

从市场格局来看，美国财险行业的市场格局较为分散。2022年美国财险行业的CR1、CR3、CR5、CR10、CR25分别为9.0%、21.6%、32.0%、47.9%、67.1%，市场集中度较低且格局较为稳定。2022年美国财险行业保费市占率最高的为州立农业，其次为伯克希尔哈撒韦、前进保险，与2021年相比保持稳定。美国财险行业的市场格局较为分散主要系：(1)美国保险行业的监管是以州监管为主，对于保险公司跨州经营，部分州存在一定的准入门槛。(2)各家财险公司的业务结构和优势险种存在一定的差异。(3)美国保险行业存在退出机制，因此市场竞争更良性。

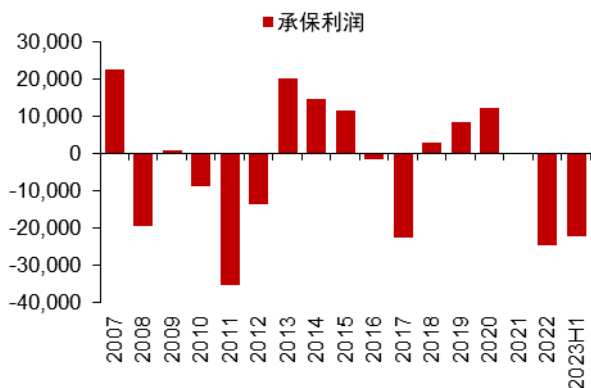
图表3：美国财险行业的保费市占率情况



资料来源：NAIC，国联证券研究所

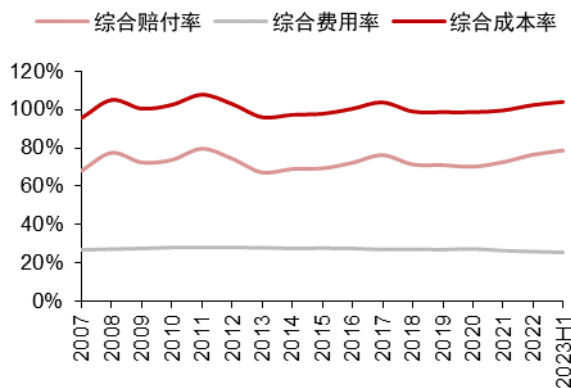
从承保盈利能力来看，美国财险行业的承保盈利能力不佳。2007-2022年间，美国财险行业的平均COR为100.6%，其中平均赔付率为72.6%、平均费用率为27.4%。美国财险行业的承保盈利水平较差主要系巨灾导致赔付率较高。此外，部分年份中，通货膨胀也是重要影响因素之一。2023H1美国财险行业的整体COR同比抬升4.4PCT，其中赔付率抬升5.1PCT，主要系：1) 疫后汽车出行增加导致汽车出险率抬升。2) 自然灾害加剧导致家财险赔付率抬升，2023H1家财险的赔付率同比抬升15.0PCT至81.2%。3) 2023H1美国的平均CPI为4.9%，通货膨胀导致重置成本提高。

图表4：美国财险行业的承保利润情况（百万美元）



资料来源：NAIC，国联证券研究所

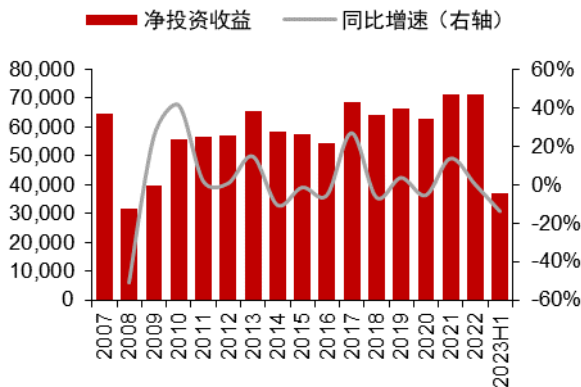
图表5：美国财险行业的综合成本率情况



资料来源：NAIC，国联证券研究所

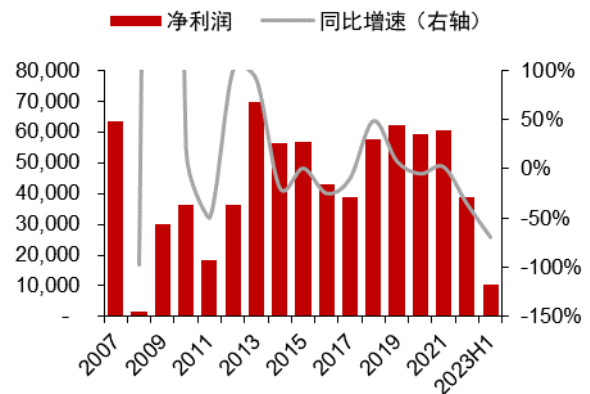
从利润构成来看，投资收益是美国财险行业主要的利润来源。从历年的利润表现来看，美国财险行业的净投资收益仅在2008年出现明显负增长，主要系金融危机影响。其余年份美国财险行业的投资收益均较为稳定，进而抵消了承保利润波动性大对利润产生的负面影响。投资收益成为了美国财险行业主要的利润贡献来源。

图表6: 美国财险行业的投资收益情况 (百万美元)



资料来源: NAIC, 国联证券研究所

图表7: 美国财险行业的净利润情况 (百万美元)



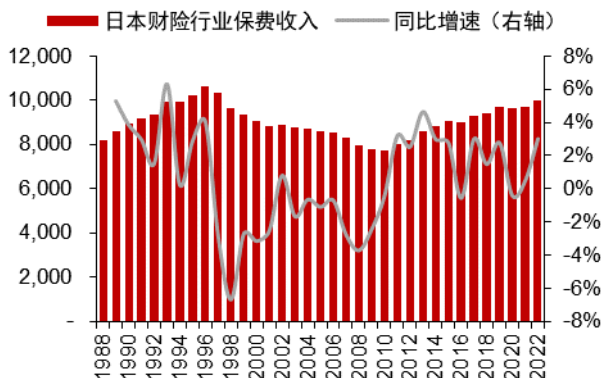
资料来源: NAIC, 国联证券研究所

1.2 日本: 市场集中度高, 承保盈利较好

日本是全球第八大财险市场, 2022 年日本财险行业的保费收入同比增长 3% 至约 10 万亿日元。日本财险行业的发展主要得益于监管要求车险强制承保、车险市场竞争更为充分、地震及火灾等自然灾害频发推动客户保险意识提升。整体来看, 日本财险行业的保费增速波动较大。1997-2009 年日本财险行业的保费规模整体持续下滑, 主要系国内经济下行导致财险需求放缓。2010 年以来日本财险行业的保费规模整体持续增长, 主要系国内经济恢复带动需求改善。2022 年日本财险行业的保费收入同比增长 3%, 主要系海运险 (yoy+20%)、火灾保险 (yoy+9%) 增长较快。

车险是日本财险行业的第一大险种, 2022 年保费占比为 50.8%。日本财险行业的前三大险种分别为车险 (汽车自愿保险+汽车交强险)、火灾险、人身伤害险, 2022 年前三大险种的保费占比分别为 50.8%、19.4%、9.0%。车险是日本财险行业主要的保费收入贡献来源, 但近 16 年来非车险的占比有所提升。

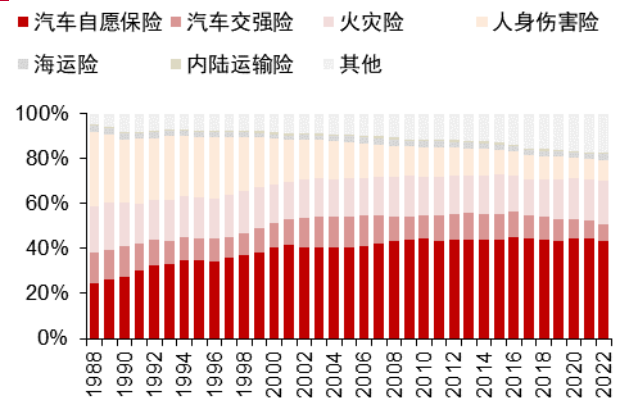
图表8: 日本财险市场的保费规模及增速 (十亿日元)



资料来源: GIAJ, 国联证券研究所

备注: 日本财险市场的年度数据统计区间为当年 4 月至次年 3 月。

图表9: 日本财险市场的保费结构

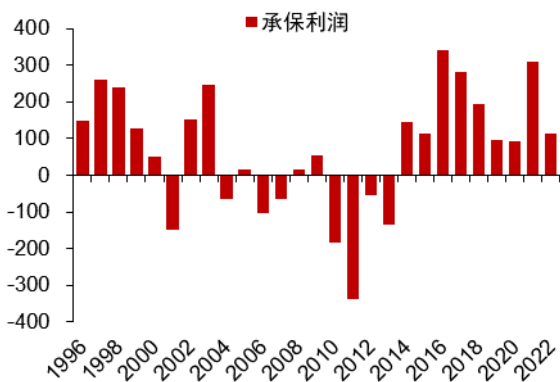


资料来源: GIAJ, 国联证券研究所

从市场格局来看，日本财险行业的市场集中度高。2022 年日本前三大财险公司——MS&AD 控股、东京海上控股、SOMPO 控股的市场份额合计约为 90%，市场集中度极高。日本财险行业的市场格局集中主要系：（1）2000 年前后日本财险行业出现了合并潮。1996 年日本与美国签署了《日美保险框架协议》，揭开了日本车险费率市场化改革的序幕。在改革的过程中，日本国内的财险公司通过兼并重组的方式以巩固规模优势、与外资企业竞争。如 1999 年 10 月，三井海上、日本火灾、兴亚火灾 3 家保险公司宣布合并。（2）日本国内财险市场竞争激烈，因此日本财险公司均积极拓展海外市场。日本经济下行、车险费率市场化改革导致保险公司的效益降低，因此日本财险公司积极发力海外业务以寻找新的增长点。

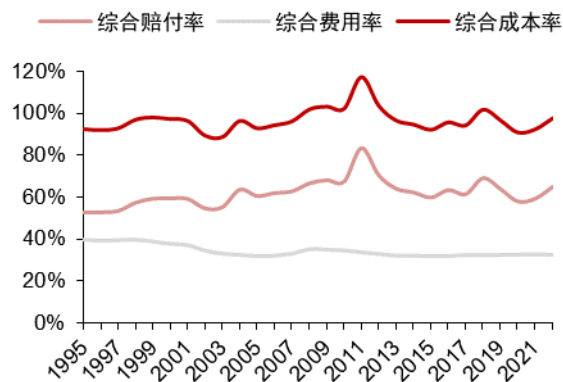
从承保盈利能力来看，日本财险行业的承保盈利能力较佳。1995-2022 年间，日本财险行业的平均 COR 为 96.4%，其中平均赔付率为 62.0%、平均费用率为 34.4%，承保盈利能力优异。日本中小财险公司在经济危机后逐步出清，日本财险行业基本形成寡头竞争格局。在此背景下，日本财险行业的费用率整体下降，赔付率处于优异水平。2022 年日本财险行业的 COR 同比抬升 5.3PCT 至 97.5%，主要系台风等自然灾害影响加剧及汽车出行恢复带动赔付率抬升了 5.6PCT。

图表10：日本财险市场的承保利润情况（十亿日元）



资料来源：GIAJ, Wind, 国联证券研究所

图表11：日本财险市场的综合成本率情况



资料来源：GIAJ, 国联证券研究所

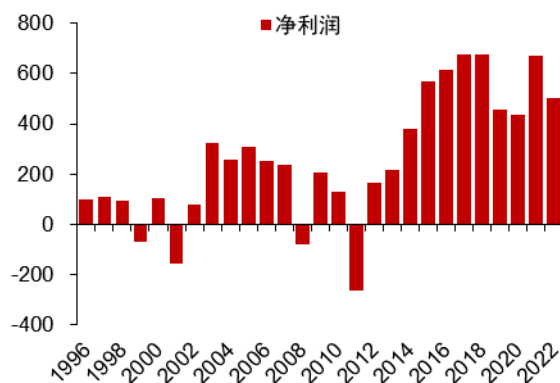
从利润结构来看，投资收益是日本财险行业重要的利润来源。从历史表现来看，日本财险行业的净投资收益仅在 2008 年为负值，主要系金融危机影响。其余年份日本财险行业的投资收益均显著为正，从而为财险行业持续贡献利润。

图表12: 日本财险市场的投资收益情况 (十亿日元)



资料来源: GIAJ, Wind, 国联证券研究所

图表13: 日本财险市场的整体净利润情况 (十亿日元)



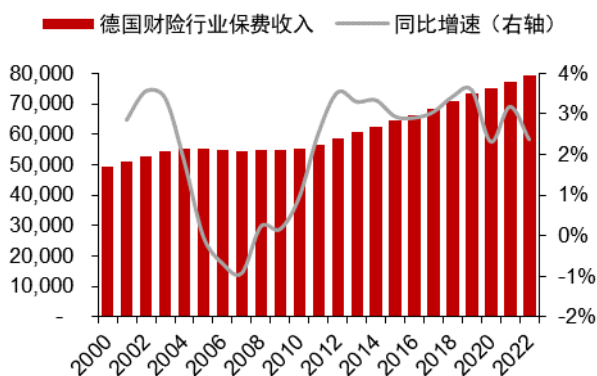
资料来源: GIAJ, Wind, 国联证券研究所

1.3 德国: 非车占比更高, 承保盈利稳定

德国是全球第三大财险市场, 2022 年德国财险行业的保费收入同比增长 2%至 791.24 亿欧元。德国财险行业的发展主要得益于德国的社会保险制度更加发达, 德国的实体经济对财险需求大。2007 年前德国财险行业的保费增速整体放缓, 主要系车险费率市场化改革导致市场恶性竞争, 车均保费下滑带动车险保费增速放缓。2007 年后德国财险行业的保费增速有所改善, 主要系车险 COR 持续抬升倒逼险企规范经营, 车均保费改善带动车险保费实现正增。2022 年德国财险行业的保费收入同比增长 2%, 主要系财产险 (yoy+6%) 增长较快。

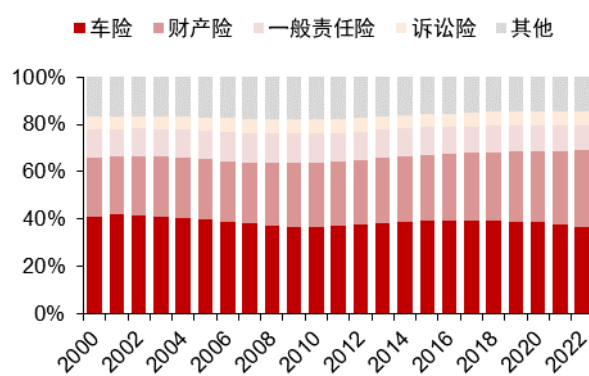
非车险是德国财险行业主要的保费贡献来源, 2022 年非车险的保费占比为 63.2%。德国财险行业的主要险种为车险 (第三方责任险+自损车险)、财产险 (私人财产保险+非私人财产保险)、一般责任险、诉讼险, 2022 年上述险种的保费占比分别为 36.8%、32.3%、10.4%、6.0%。非车险是德国财险行业主要的保费贡献来源, 近年来非车险的保费占比持续提升, 主要系财产险增速较高。

图表14: 德国财险市场的保费规模及增速 (百万欧元)



资料来源: GDV, 国联证券研究所

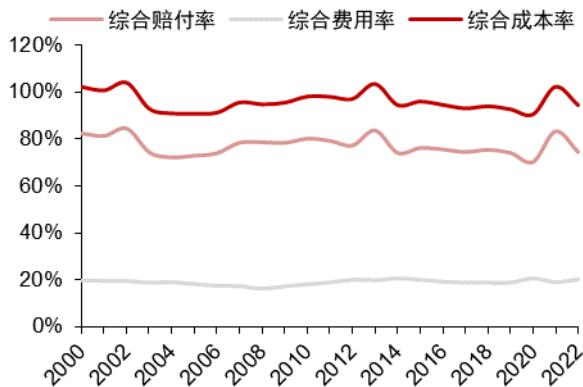
图表15: 德国财险市场的保费结构



资料来源: GDV, 国联证券研究所

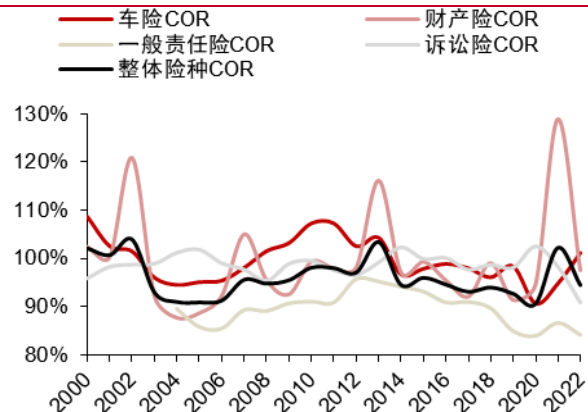
从承保盈利能力来看，德国财险行业的 COR 表现较好。2000-2022 年间，德国财险行业的平均 COR 为 96.1%，其中平均赔付率为 77.3%、平均费用率为 18.8%。德国车险出险率低、客源稳定，财险公司和代理商深度绑定，因此财险公司的议价权较大，行业费用率低。COR 走势与赔付率基本一致，2022 年德国财险行业的 COR 同比改善 7.7PCT 至 94.6%，主要系洪灾等自然灾害影响减弱带动财产险 COR 显著改善 31.5PCT。

图表16：德国财险市场的综合成本率情况



资料来源：GDV，国联证券研究所

图表17：德国财险市场细分险种的综合成本率情况



资料来源：GDV，国联证券研究所

2. 海外上市财险公司基本面及估值分析

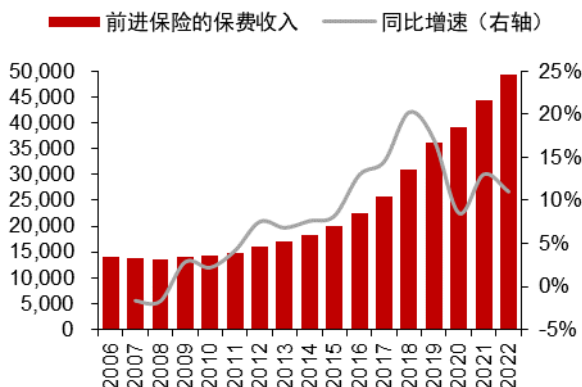
2.1 前进保险：车险为核心业务，承保盈利稳健

前进保险 (Progressive, 股票代码为 PGR.N) 最初以经营非标准车险业务为主，后逐渐拓展标准车险等业务。前进保险成立于 1937 年，起初公司主要为蓝领司机群体提供车险产品，并专注于为风险较高的群体提供车险产品。通过长期经营高风险业务，公司在非标准市场形成了较强的风险定价能力、打造了自身竞争优势。随着公司在非标准市场的份额不断提升，公司开始拓展标准市场。为了更好地拓展标准市场、获取客源，公司积极开拓电网销等直销渠道，从而便于客户能购买到公司的产品，这也为公司降低费用率、提高承保盈利能力提供了保障。为了更好地绑定客户，公司不断丰富产品内容。公司通过为客户提供车险、家财险等一篮子保险产品以满足其多元化的保险需求。同时公司注重对理赔团队的建设，公司通过为客户提供及时、高效的理赔服务以提升客户体验。

前进保险的保费规模持续稳健增长，车险业务是公司的核心业务。2022 年公司的保费收入同比增长 11% 至 492.41 亿美元，2006-2022 年间的保费年复合增速为 8.1%。从 2022 年的市场份额来看，公司是美国最大的商业车险公司、第二大个人车险公司、第十大家财险公司。从保费结构来看，2022 年公司的个人业务（主要为个人客户提供车险）、商用业务（主要为小型企业提供商业车险、责任险等）、房屋财产业务（主

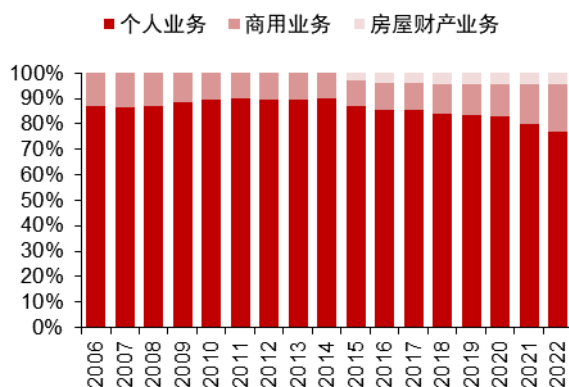
要为客户提供房屋财产险和租客险)三大部门的保费占比分别为 77%、18%、5%。其中车险业务分布于个人业务、商用业务两大部门,是公司主要的保费贡献来源。

图表18: 前进保险的保费收入情况(百万美元)



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

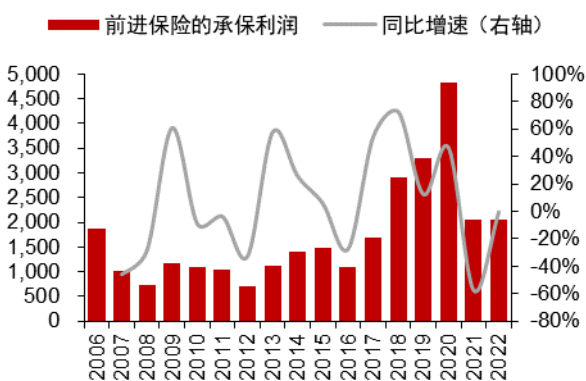
图表19: 前进保险的保费收入结构



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

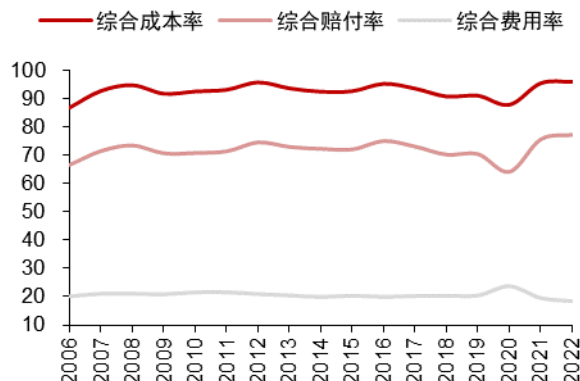
从承保盈利能力来看,前进保险的承保盈利水平较佳,COR常年处于95%以下。2006-2022年间,公司的平均COR为92.6%,其中平均赔付率为71.9%、平均费用率为20.7%。公司的赔付率水平优异,主要系公司拥有精准的定价能力、完备的理赔团队。公司的费用率较为平稳且处于优异水平,主要系公司积极建设费用率更低的直销渠道。2022年公司53.2%的个人业务是直销渠道贡献的(2021年为52.3%),直销渠道的贡献比重有所提升。

图表20: 前进保险的承保利润情况(百万美元)



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表21: 前进保险的COR情况(%)

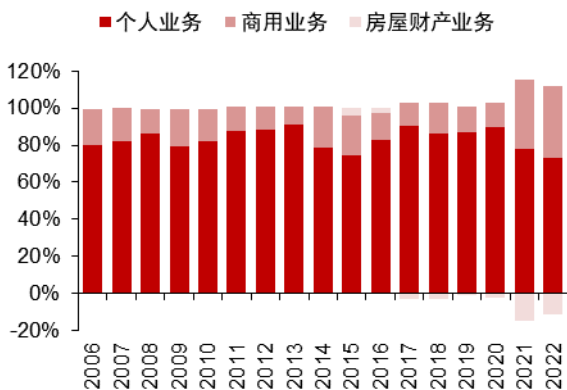


资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

个人业务是前进保险主要的承保利润贡献来源。2022年公司个人业务、商用业务、房屋财产业务三大部门对承保利润的贡献比重分别为73%、39%、-12%。个人业务能持续为公司创造稳定的承保利润,主要是系个人业务的保费规模最大且COR表现较佳,2022年个人业务的COR为96.0%。商用业务是公司承保盈利水平最佳的板块,主要得益于公司创新性地将UBI应用于商业车险领域。基于UBI技术,公司可以广泛搜集数据以提升其定价能力和风险识别能力,进而降低赔付率,2022年商用业务的COR为91.1%。房屋财产业务是公司2015年新开拓的业务,其COR处于较高水

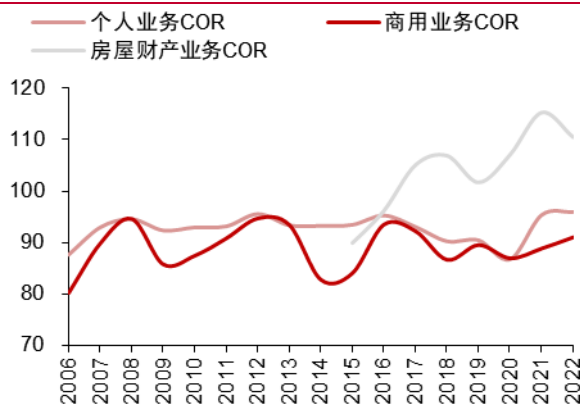
平，主要系该险种的经营和车险不同，公司缺乏经验，2022 年房屋财产业务的 COR 为 110.5%。

图表22：前进保险各部门的承保利润情况（百万美元）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

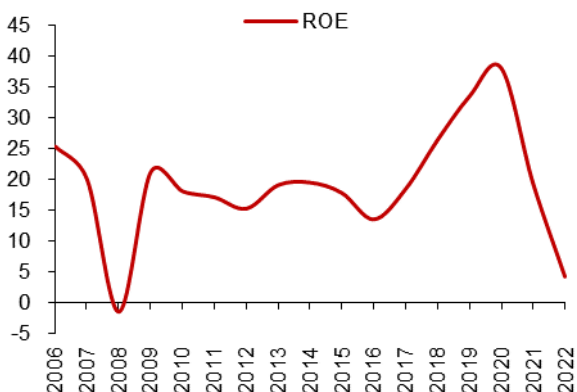
图表23：前进保险各部门的 COR 情况 (%)



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

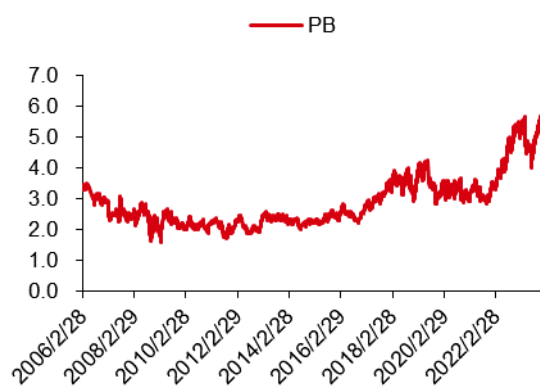
从 PB-ROE 来看，前进保险的 PB 和 ROE 存在较强的正相关性，公司估值的主要驱动力为业绩。2006-2022 年间，前进保险的平均 ROE 为 19.2%，主要得益于公司保费规模持续增长、承保利润率处于较好水平。2008 年、2022 年公司的 ROE 表现较差，主要系投资收益出现亏损，2008 年、2022 年公司的投资收益分别为-8.16、-6.76 亿美元。从公司 PB 和 ROE 的表现来看，两者存在较强的正相关性。2006-2016 年间公司的 ROE 在 20% 左右，PB 估值维持在 2 倍左右。2017-2019 年公司的 ROE 由 18% 提升至 38%，PB 估值由 2 倍提升至 4 倍，因此可以看出公司的估值主要是靠业绩驱动的。

图表24：前进保险的 ROE 情况 (%)



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

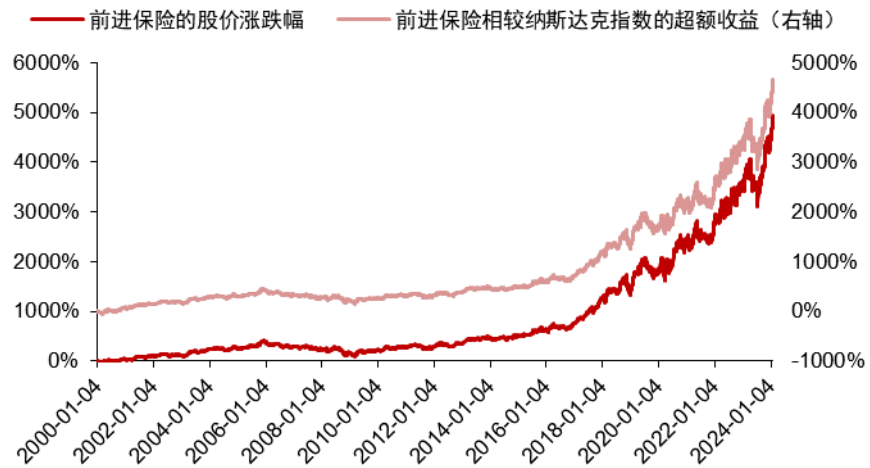
图表25：前进保险的 PB 情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

从前进保险的股票表现来看，2000 年以来公司的绝对收益和超额收益均显著为正。2000 年初至今，前进保险的股票累计上涨 4911%，纳斯达克指数上涨 276%，公司相较纳斯达克指数的超额收益为+4635%。公司股票持续上涨且超额收益显著为正，主要得益于公司优异的承保盈利能力。

图表26：前进保险（PGR.N）的股价表现及超额收益情况



资料来源：Wind，国联证券研究所
备注：股价区间为 2000.01.04 至 2024.01.31。

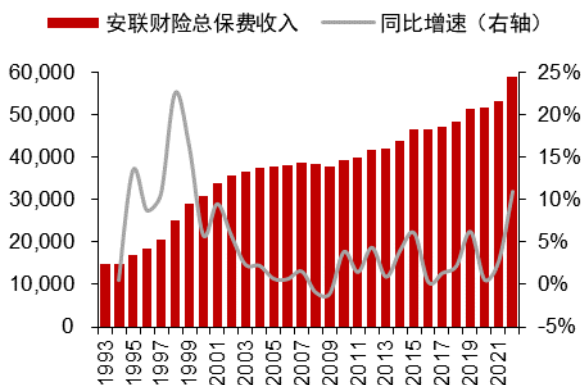
2.2 安联保险：业务遍布全球，赔付率持续改善

安联保险集团（Allianz，股票代码为 ALV.DF）是集综合保险和资产管理业务为一体的金融集团，其财险保费规模持续增长。安联保险集团成立于 1890 年，在发展过程中公司强化全球战略布局，不断通过并购搭建全球化保险平台。当前公司的业务遍布全球 70 多个国家和地区，财险业务在英国、亚太国家、土耳其三大市场的业务发展较快。具体来看，安联财险迅速拓展英国市场主要是通过并购英国 LVGIG 和 LGIL 两家公司实现的，在亚太国家实现高速发展主要是受益于亚太地区的财险需求快速增长，在土耳其实现高速增长主要得益于数字化转型带动公司竞争力提升。近年来安联财险的保费收入持续增长，2022 年安联财险的保费收入同比增长 11% 至 588.78 亿欧元。

从承保盈利能力来看，近年来安联财险的 COR 处于 95% 左右，主要得益于赔付率表现较好。安联财险的 COR 走势与赔付率走势基本一致，2004 年以来公司的赔付率持续处于 70% 以下的优异水平，这也带动公司 COR 保持在 95% 左右。公司的赔付率显著改善且长期保持优异水平，主要系公司持续注重专业能力提升和数字化转型。专业能力方面，公司将专业能力视为公司发展的根基，通过严格执行核保核赔治理框架、布局风险减量管理以提升客户价值创造能力。在核保上，公司提出核保必须专注于业务的可持续性和盈利性。在理赔上，公司为人伤理赔、巨灾理赔、大案理赔、理赔反欺诈等不同领域的理赔制定了统一框架，从而使得理赔效率大幅提升。数字转型方面，公司积极推动数字化转型以提高生产运营效率。具体来看，公司通过推动内部运营的数字化升级以实现降本增效、压缩费用率，通过在定价、承保、理赔等关键环节使用数字化工具以实现精准定价、控制赔付率。2022 年公司的 COR 为 94.3%，其中赔付率为 67.5%、费用率为 26.8%。受通货膨胀和出行恢复的影响，赔付率出现小幅抬

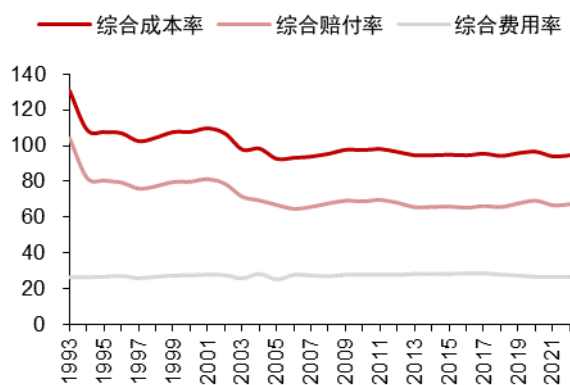
升，但仍保持在优异水平。

图表27：安联财险的总保费收入情况（百万欧元）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

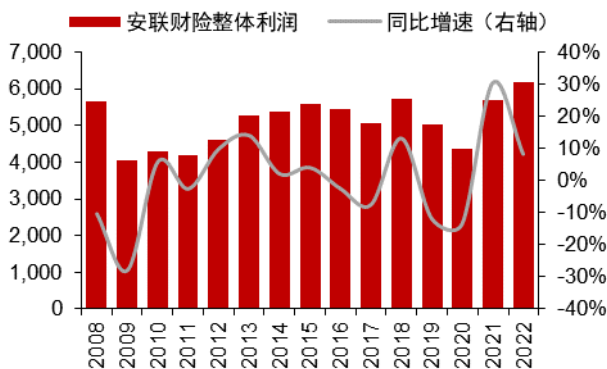
图表28：安联财险的整体COR情况（%）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

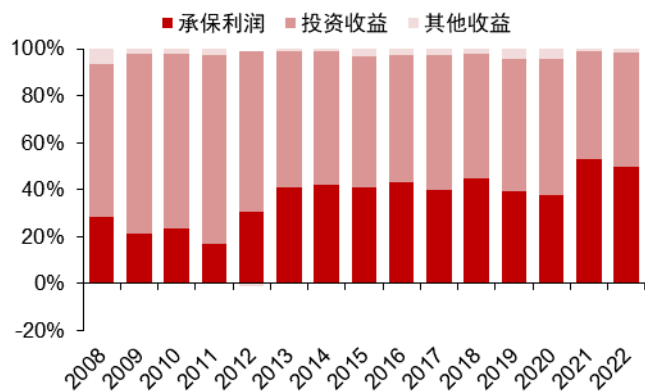
从利润结构来看，投资收益是安联财险主要的利润贡献来源，但近年来其贡献比重有所下滑。2022 年公司的承保利润、投资收益分别为 30.80、30.26 亿欧元，对整体利润的贡献比重分别为 49.8%、48.9%。公司的投资收益持续为正，主要系公司的保费规模持续增长、承保利润持续为正，进而使得公司的可投资资产规模不断增长。2021、2022 年公司的投资收益贡献比重有所下滑，主要系公司的 COR 改善带动承保利润显著增长。

图表29：安联财险的整体利润情况（百万欧元）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

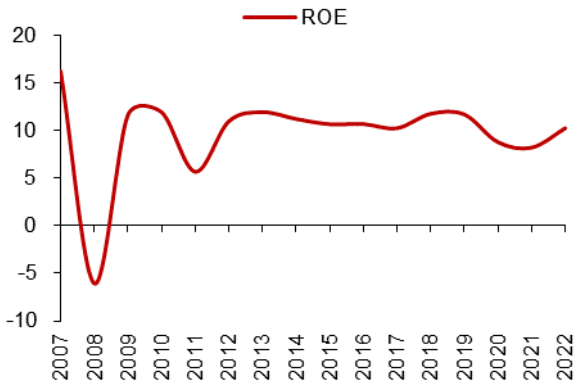
图表30：安联财险的利润结构（%）



资料来源：Bloomberg，公司公告，国联证券研究所

从 PB-ROE 来看，安联保险的 PB 和 ROE 存在较强的正相关性，公司估值的主要驱动力为业绩。2000-2022 年间，安联保险的平均 ROE 为 9.7%，2012 年以来整体保持稳定。从公司 PB 和 ROE 的相关性来看，两者的相关性较强。2008 年公司的 ROE 为 -6%，PB 估值下滑至 1 倍以下。2009-2019 年公司的 ROE 维持在 10%左右，PB 估值维持在 1 倍左右。2020 年至今公司的 ROE 先降后升，PB 表现一致，因此可以看出公司的估值主要是靠业绩驱动的。

图表31: 安联保险的ROE情况(%)



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

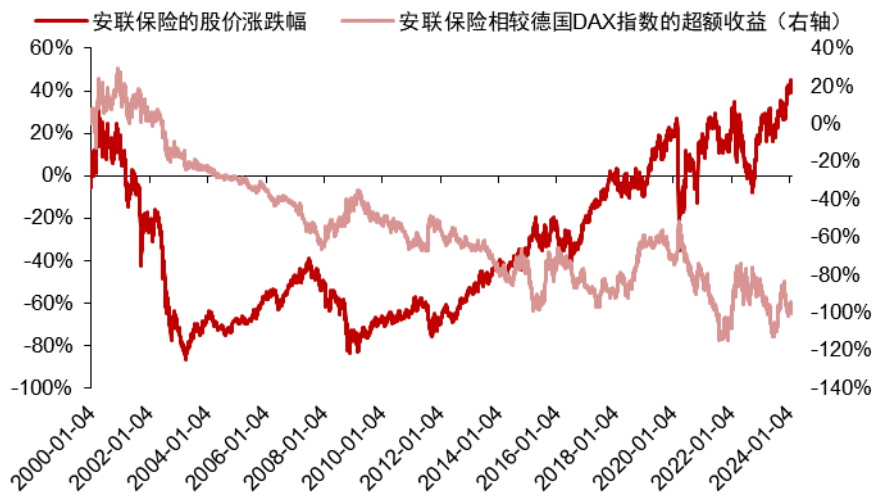
图表32: 安联保险的PB情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

从安联保险的股价表现来看,2000年以来公司的绝对收益为正,相对收益为负。2000年初至今,安联保险的股价累计上涨44%,德国DAX指数上涨143%,公司相较于德国DAX指数的超额收益为-99%。

图表33: 安联保险(ALV.DF)的股价表现及超额收益情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所
备注: 股价区间为2000.01.04至2024.01.31。

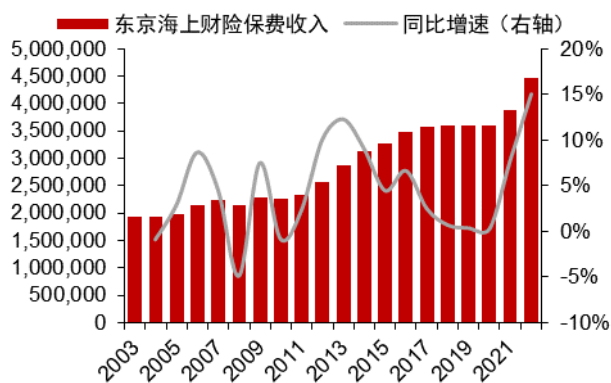
2.3 东京海上: 国际化经营, 风险更为分散

东京海上(Tokio Marine, 股票代码为8766.T)是日本规模最大的财产保险公司,其发展思路是通过兼并收购的方式拓展海外业务。东京海上成立于1879年,当前已发展成为一家全球性保险公司,海外业务是公司重要的利润贡献来源,2023年国际业务对公司利润的贡献比重为56%。2000年左右,公司确立了全球化经营的思路,主要系日本经济下行带动国内保险需求减弱,行业恶性竞争导致财险公司亏损严重。在进军海外市场时,公司针对不同的地区采取了不同的策略。对于新兴市场,公司的主要发展策略是紧抓新兴市场的保险业务增长机遇,将财险和寿险业务从日本

国内拓展到该地区。对于欧美等成熟市场，公司的主要发展策略是通过兼并收购方式拓展该地区的保险市场、提升市场份额。随着公司对国际业务拓展进程加深，公司会通过收购小公司以拓展自身的资产类别，也会通过出售低效业务以优化资产配置。经过长期的发展和兼并收购，公司的财险保费规模持续增长，2022年东京海上的财险保费收入同比增长15%至4.5万亿日元。

从承保盈利能力来看，东京海上的COR呈现改善态势，当前公司的承保盈利水平较为优异。2012年起，东京海上的COR持续处于100%以下，且整体呈现改善态势，主要系全球化的经营思路使得公司的风险更为分散、赔付率更低。2022年公司的COR同比抬升5.2PCT至95.8%，主要系台风、飓风等自然灾害加剧导致赔付率抬升5.7PCT。

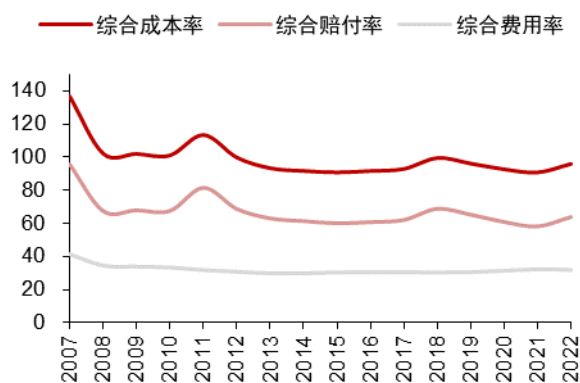
图表34：东京海上财险业务保费收入情况（百万日元）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

备注：东京海上年报的数据统计区间为当年4月至次年3月。

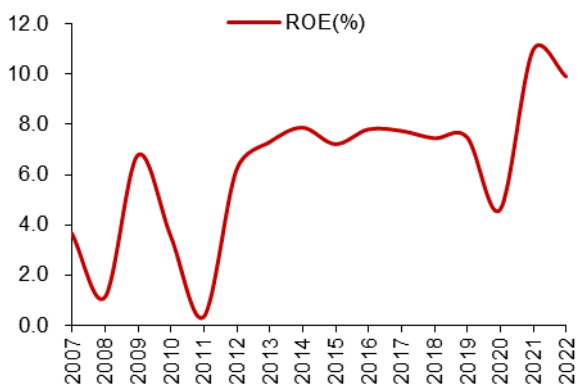
图表35：东京海上财险的整体COR情况 (%)



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

从PB-ROE来看，东京海上保险的PB和ROE存在较强的正相关性，公司估值的主要驱动力为业绩。2007-2022年间，东京海上的平均ROE为6.2%。2021年公司的ROE显著提升至10.9%，主要得益于公司较高的保费增速及持续改善的COR。从公司PB和ROE的表现来看，两者存在较强的正相关性。2012-2017年公司的ROE稳定在7%左右，PB估值在1倍左右。2020年至今公司的ROE由4.6%提升至10%左右，PB估值由1倍以下提升至2倍，因此可以看出公司的估值提升主要靠业绩驱动。

图表36：东京海上的ROE情况



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表37：东京海上的PB情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

从东京海上的股价表现来看，2002年4月以来公司的绝对收益和相对收益均显著为正。2002年4月至今，东京海上的股价累计上涨853%，日经225指数上涨229%，公司相较日经225指数的超额收益为+624%。公司股价显著上涨且超额收益显著为正，主要得益于公司优异的承保盈利能力。

图表38：东京海上（8766.T）的股价表现及超额收益情况

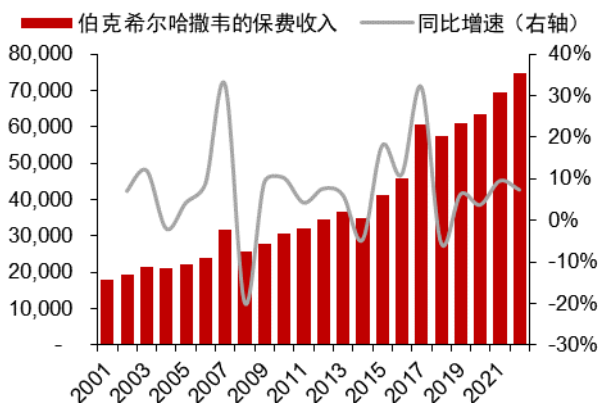


资料来源：Wind，国联证券研究所
备注：股价区间为2002.04.01至2024.01.31。

2.4 伯克希尔哈撒韦：保险业务为基，投资业务为翼

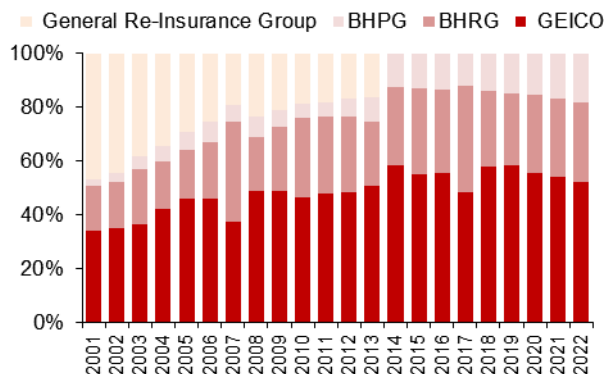
伯克希尔哈撒韦（BERKSHIRE HATHAWAY，股票代码为BRK_A.N）的保险业务以财产险和再保险为主，其中财产险业务是公司保费收入的主要贡献来源。伯克希尔哈撒韦旗下的保险业务主要有三大板块：（1）经营车险为主的GEICO。（2）经营财险、意外险等再保业务的Berkshire Hathaway Reinsurance Group（BHRG）。（3）经营多种财产险、健康险、意外险等业务的财险集团Berkshire Hathaway Primary Group（BHPG）。2022年伯克希尔哈撒韦的保费收入同比增长7%至746.45亿美元，GEICO、BHRG、BHPG的保费占比分别为52%、29%、18%，GEICO是公司主要的保费贡献来源。

图表39: 伯克希尔哈撒韦的保费收入情况 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

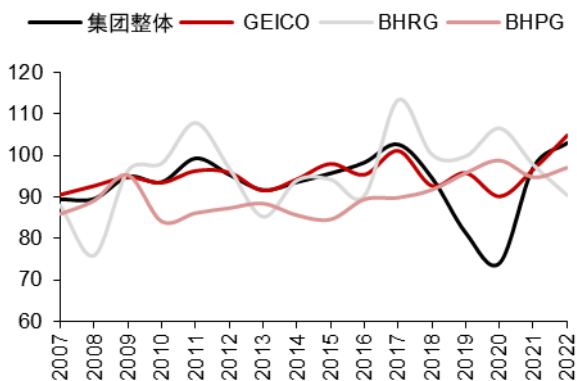
图表40: 伯克希尔哈撒韦的保费收入结构



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

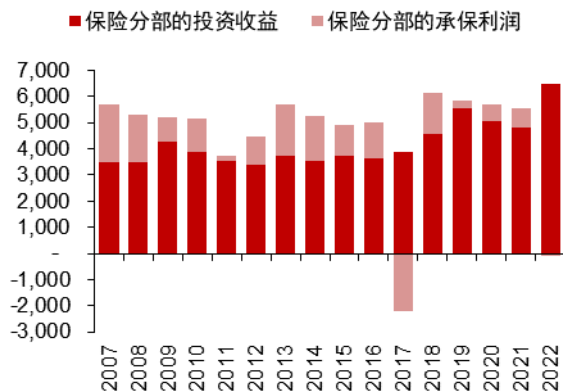
伯克希尔哈撒韦的商业模式是通过开展保险业务获得低成本的保险资金, 进而将其用于投资以获取投资收益。从承保盈利能力来看, 2007-2022 年间, 公司平均 COR 为 93.3%, 其中 GEICO、BHRG、BHPG 的平均 COR 分别为 95.3%、95.9%、90.3%, 均处于 100% 以下, 公司的承保盈利水平较好。公司卓越的负债端表现使得公司可以用较低的成本获取保险资金, 从而将其用于投资以赚取利差。从公司保险板块的利润结构来看, 投资收益是公司保险板块主要的利润贡献来源。

图表41: 伯克希尔哈撒韦的 COR 情况 (%)



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

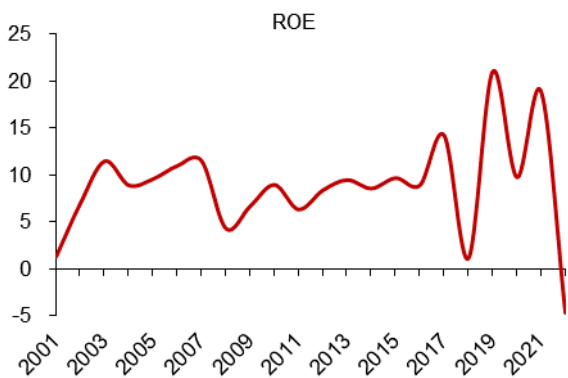
图表42: 伯克希尔哈撒韦保险板块的投资和承保利润 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

从 PB-ROE 来看, 2018 年前伯克希尔哈撒韦的 PB 和 ROE 存在较强的正相关性。2001-2022 年间, 伯克希尔哈撒韦的平均 ROE 为 8.8%, 整体波动较大。2022 年公司 ROE 显著下降至-4.7%, 主要系公司整体投资收益显著为负, 拖累公司净利润表现, 2022 年公司净利润为-220.58 亿美元。从公司 PB 和 ROE 的表现来看, 2002-2017 年公司的 ROE 整体在 9% 左右, PB 估值在 1 倍至 2 倍之间, 公司估值的主要驱动力为业绩。2018 年至今公司的 ROE 维持在 1.5 倍左右, 但 PB 波动较大, 两者的相关性较弱。

图表43: 伯克希尔哈撒韦的 ROE 情况 (%)



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

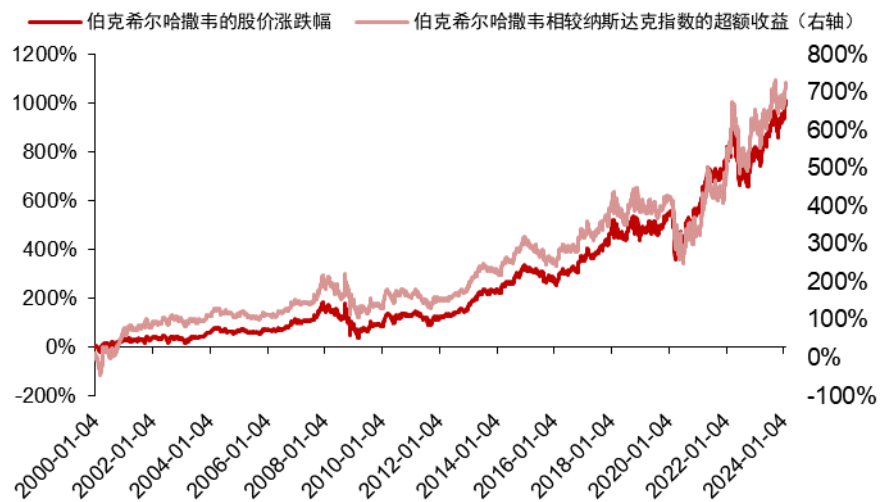
图表44: 伯克希尔哈撒韦的 PB 情况



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

从伯克希尔哈撒韦的股价表现来看, 2000 年以来公司的绝对收益和超额收益均显著为正。2000 年初至今, 伯克希尔哈撒韦的股价累计上涨 999%, 纳斯达克指数上涨 276%, 公司相较纳斯达克指数的超额收益为+723%。公司股价整体持续上涨且超额收益较高, 主要得益于公司卓越的商业模式和优异的投资能力。

图表45: 伯克希尔哈撒韦 (BRK_A.N) 的股价表现及超额收益情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所
备注: 股价区间为 2000.01.04 至 2024.01.31。

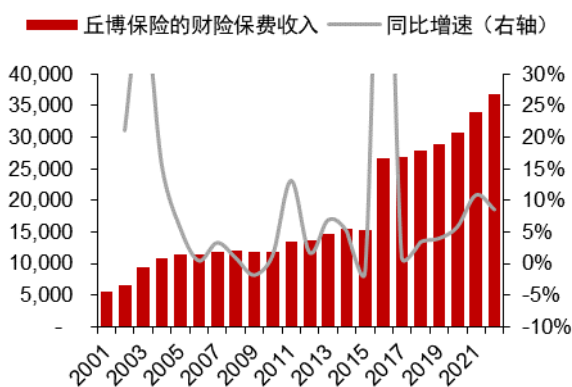
2.5 丘博保险: 注重海外业务拓展, 强调降费减损

丘博保险 (Chubb, 股票代码为 CB.N) 是一家全球性的保险集团, 公司通过丰富产品类别、拓展业务版图等方式发展财险等业务。安达保险集团 2016 年收购了丘博保险后, 继续以丘博保险的名字开展保险业务。收购丘博保险后, 公司 2016 年的保费收入实现高速增长, 同比增速为 75%。在发展中公司持续丰富保险产品类别, 当前公司通过北美商业财险、北美个人财险、北美农业保险、海上一般保险等部门为客户提供各类保险服务。同时公司持续加强与保险代理商和经纪人的合作以拓展海外市

场，当前公司为全球 54 个国家和地区提供保险业务。近年来公司的财险保费收入整体持续增长，2022 年丘博保险的财险保费收入同比增长 9%至 368.5 亿美元。

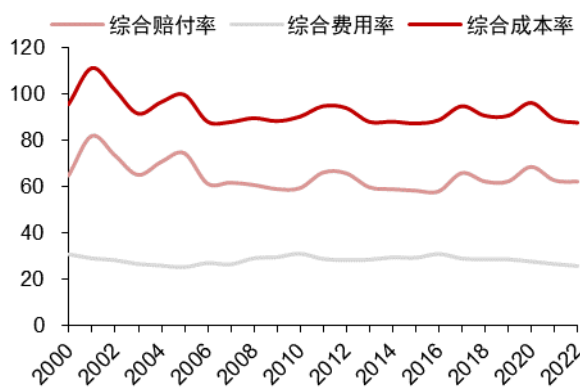
从承保盈利能力来看，丘博保险的 COR 表现优异，2022 年仅为 87.6%。2003 年起，丘博保险的 COR 持续处于 90%左右的水平，承保盈利能力强劲，主要得益于公司不断精简组织结构以减少运营成本、降低费用率，注重风险工程师团队的建设以有效防范和控制风险、降低赔付率。2022 年公司的 COR 同比优化 1.5PCT 至 87.6%，其中赔付率和费用率分别优化了 0.6PCT、0.9PCT，主要得益于巨灾损失减少、保单获取成本降低。

图表46：丘博保险的财险保费收入情况（百万美元）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

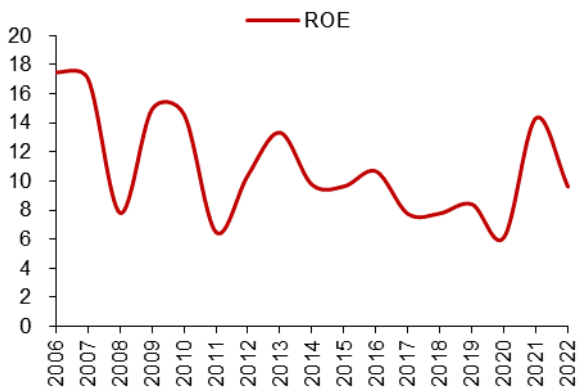
图表47：丘博保险的财险 COR 情况（%）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

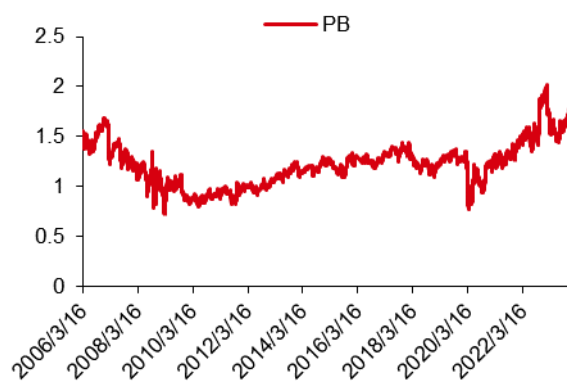
从 PB-ROE 来看，丘博保险的 PB 和 ROE 存在较强的正相关性，公司估值提升主要靠业绩驱动。2006-2022 年间，丘博保险的平均 ROE 为 11.0%，整体波动较大。从公司 PB 和 ROE 的表现来看，两者存在较强的正相关性。2006-2020 年，公司的 ROE 整体由 17%降至 6%左右，PB 估值由 1.5 倍降至 1 倍以下。2021 年至今，公司的 ROE 抬升至 15%左右，PB 估值持续提升至 1.5 倍左右。

图表48：丘博保险的 ROE 情况（%）



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表49：丘博保险 pb 情况

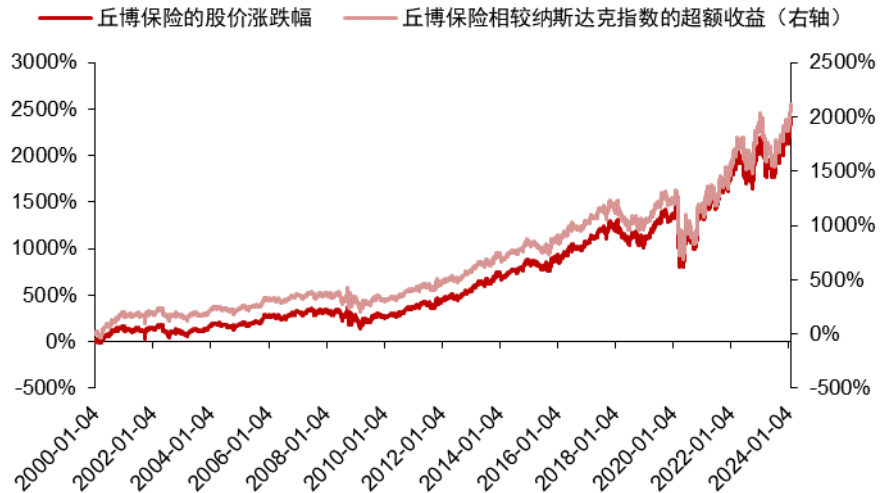


资料来源：Wind，国联证券研究所

从丘博保险的股价表现来看，2000 年以来公司的绝对收益和超额收益均显著为正。2000 年初至今，丘博保险的股价累计上涨 2398%，纳斯达克指数上涨 276%，公

司相较纳斯达克指数的超额收益为+2123%。公司股价整体持续上涨且超额收益较高，主要得益于公司优异的承保盈利能力。

图表50：丘博保险（CB.N）的股价表现及超额收益情况



资料来源：Wind，国联证券研究所
备注：股价区间为 2000.01.04 至 2024.01.31。

3. 中国财险的理论估值探讨

通过分析海外财险行业和优秀上市财险公司的经营情况，我们可以得到 2 个结论：1) 海外财险公司的股价表现较为优异。2) 海外财险公司的 PB 与 ROE 水平呈现出较强的正相关，适用于 PB-ROE 分析框架。

从海外优秀上市财险公司的经验来看，通过风险减量管理以及精细化经营，中国财险的 COR 有望进一步优化，从而支撑公司 ROE 稳定在较高水平。同时中国财险的估值应该根据 PB-ROE 框架来确定，公司的理论 PB 水平应与公司的 ROE 水平匹配。

3.1 公司的历史估值与 ROE 相关性较高，当前公司估值被低估

通过复盘中国财险（公司于 2003 年 11 月 6 日于港股上市）的股价表现，我们可以看到上市以来公司取得了明显的超额收益，主要系公司的业绩持续增长（这意味着公司的股价涨幅反映了盈利和净资产的增长）。从公司 PB 估值的变化情况来看，公司的估值中枢整体下移，且估值水平长期低于上市初期。

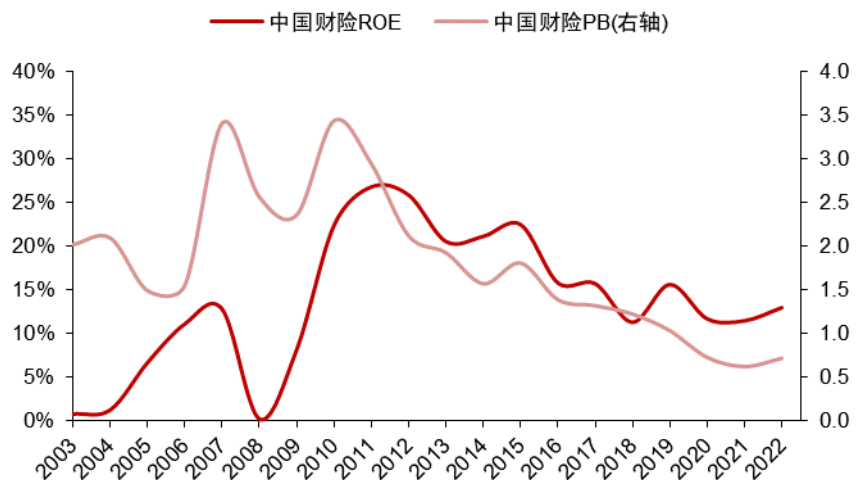
图表51：中国财险上市至今的PB变动情况



资料来源：Wind，国联证券研究所
备注：PB 为公司动态 PB 值，数据区间为 2003.11.6 至 2024.1.31。

通过复盘中国财险历年的 ROE 和 PB，我们发现两者有较强的正相关性。除了上市初期（2003-2005 年），公司的估值水平显著高于 ROE 对应的理论 PB 水平以外，其他年份公司的 PB 与 ROE 呈现出较强的正相关性。从估值水平来看，2012 年前公司的实际 PB 高于其 ROE 对应的理论 PB 水平，2012 年后公司的实际 PB 持续低于其 ROE 对应的理论 PB 水平，且 2019 年起两者差距逐渐拉大（2019 年公司的 ROE 偏高，主要系一次性退税导致的）。2020-2022 年公司 ROE 企稳后，PB 估值也随之企稳，但仍被显著低估（以 2022 年为例，公司全年 ROE 为 12.94%，但公司全年的 PB 均值仅为 0.71）。展望未来，在 PB-ROE 体系下，若公司的基本面和 ROE 持续向好，公司的估值有望进一步修复。

图表52：中国财险历年 ROE 与当年平均 PB 的相关性



资料来源：Wind，国联证券研究所
备注：PB 取的是各年的平均动态 PB 值。

3.2 公司盈利主要关注“两率两杠”，其中两率是关键

如我们在报告《财险是个怎样的行业？》中所述，财险公司的 ROE 可以拆解如下：

$$\begin{aligned}
 \text{ROE} &= (\text{承保利润} + \text{投资收益}) / \text{净资产} \\
 &= \text{承保利润} / \text{净资产} + \text{投资收益} / \text{净资产} \\
 &= \text{承保利润率} * \text{已赚保费} / \text{净资产} + \text{总投资收益率} * \text{投资资产} / \text{净资产} \\
 &= (1 - \text{综合成本率}) * \text{承保杠杠} + \text{总投资收益率} * \text{投资杠杠}
 \end{aligned}$$

上述公式中，承保杠杠代表公司的净资产周转率，投资杠杠可类比为权益乘数（投资资产一般是总资产的八至九成）。从杠杠水平来看，过去十年公司的承保杠杠和投资杠杠呈现下降趋势，近年来呈现稳定态势，主要是受到公司加大分红以及保费增速企稳的影响，未来预计公司的承保杠杠和投资杠杠水平均有望保持稳定。基于此，公司未来的 ROE 水平主要取决于综合成本率（COR）和总投资收益率（TII）。我们认为中期视角下，投资收益率 4% 与综合成本率 97.5% 的组合置信度更高。基于此，我们测算出 2024 年公司的 ROE 预计为 12.7%。

图表53：2024 年中国财险 ROE 的情景测算

ROE		TII（总投资收益率）				
		3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%
COR (综合成本率)	99.0%	8.1%	9.1%	10.2%	11.3%	12.4%
	98.5%	8.9%	10.0%	11.0%	12.1%	13.2%
	98.0%	9.7%	10.8%	11.9%	12.9%	14.0%
	97.5%	10.5%	11.6%	12.7%	13.8%	14.8%
	97.0%	11.4%	12.4%	13.5%	14.6%	15.6%

资料来源：wind，国联证券研究所

备注：假设中国财险的承保杠杠和投资杠杠分别为 2.05 和 2.68 且保持稳定，假设实际税率 20%。

基于上述分析和测算，在中期视角、中性假设下，我们认为公司的 ROE 可以保持在 12.7% 附近。参照海外上市财险公司的估值，我们认为应给予中国财险 1.27 倍的 PB 估值。

4. 投资建议：公司当前股价仍有较大修复空间

公司当前估值仅 0.8 倍 PB，具备较大修复空间，我们继续看好公司后续的股价表现。2023 年自然灾害影响加剧导致公司的承保利润略有承压，资本市场波动导致公司的投资表现不佳，预计 2023 年公司的净利润将同比下滑。展望 2024 年，在监管趋严的背景下，公司承保端的优势有望进一步扩大，整体 COR 同比改善的确定性较

强。叠加公司的投资收益有望在低基数下迎来改善，2024 年公司的净利润实现双位数正增长的确切性较强。鉴于公司 2024 年业绩改善的确切性较强，公司的 ROE 有望达 12% 以上，进而支撑公司的估值修复。

长期来看，随着财险行业竞争日趋理性，精细化的管理能力将成为决定财险公司实现承保盈利的胜负手。中国财险有望凭借股东、人才、模式、规模、渠道、服务等多方面的优势持续领先行业，承保利润率有望继续提升，我们看好公司后续的业绩改善和估值修复。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 247/288/321 亿元，对应增速 -7%/+16%/+12%。考虑到港股市场阶段性面临流动性偏紧和交易成本偏高的问题，我们维持公司目标估值 1 倍 PB，维持目标价 12.0 港元，维持“买入”评级。

5. 风险提示

自然灾害超预期：若自然灾害的发生频率提高，会对公司的赔付造成不利影响，进而会影响公司的承保利润和净利润。

市场竞争加剧：若财险市场的竞争加剧，会导致公司的费用率提升，进而会影响公司的盈利水平。

资本市场大幅波动：若资本市场波动加剧，会对公司的投资收益造成负面影响，进而影响公司的净利润。

财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产					
现金及现金等价物	17,414	21,250	19,844	20,836	21,878
债权类证券	172,851	192,970	197,897	211,750	226,572
权益类证券和共同基金	143,804	140,718	164,641	176,166	188,498
保险业务应收款	55,399	70,085	63,426	67,866	72,617
分保资产	37,535	44,456	42,974	45,982	49,201
定期存款	73,574	73,657	84,235	89,289	94,646
归入贷款及应收款项类的投资	58,638	71,313	67,135	71,834	76,862
联营公司及合营公司投资	56,945	58,143	67,024	71,716	76,736
投资物业	5,851	7,440	6,699	7,168	7,669
房屋及设备	23,743	24,774	27,183	28,814	30,543
使用权资产	5,926	5,558	6,785	7,260	7,768
递延所得税资产	7,116	15,054	8,147	8,717	9,328
预付款及其他资产	23,826	26,469	27,278	29,188	31,231
资产总计	682,622	751,887	783,269	836,586	893,550
负债					
应付分保账款	22,496	24,626	25,635	26,917	28,263
应付保险保障基金	994	1,230	1,133	1,189	1,249
卖出回购金融资产款	37,985	41,690	43,286	45,450	47,723
应交所得税	856	3,435	975	1,024	1,075
保险合同负债	338,781	384,879	386,058	405,361	425,629
保户储金及投资款	1,748	1,741	1,992	2,092	2,196
应付债券	8,058	8,097	9,182	9,642	10,124
租赁负债	1,786	1,484	2,035	2,137	2,244
预提费用及其他负债	64,269	71,957	73,238	76,900	80,745
负债合计	476,973	539,139	543,535	570,711	599,247
权益					
已发行股本	22,242	22,242	22,242	22,242	22,242
储备	180,645	187,614	214,272	240,062	240,062
归属于母公司股东权益	202,887	209,856	236,514	262,304	262,304
非控制性权益	2,762	2,892	3,220	3,571	3,571
权益合计	205,649	212,748	239,734	265,875	294,303
负债和权益合计	682,622	751,887	783,269	836,586	893,550

利润表

单位:百万元

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总保费收入	449,533	487,533	526,536	563,393	608,465
已赚净保费	396,997	425,480	459,518	491,685	531,019
已发生净赔款	-292,588	-305,634	-321,503	-344,008	-371,528
保单获取成本净额	-60,116	-60,834	-65,701	-70,300	-75,924
其他承保费用	-32,564	-36,718	-47,587	-50,918	-54,991
行政及管理费用	-10,208	-11,965	-14,922	-15,644	-16,572
承保利润	1,521	10,329	9,806	10,816	12,004
利息、股息和租金收入	17,996	20,180	15,740	14,953	16,150

已实现及未实现的投资净收益	3,634	-3,706	-1,393	2,593	3,122
投资费用	-456	-500	-435	-533	-585
汇兑损失净额	-282	802	698	854	938
其他收入/（费用）净额	624	689	744	796	860
财务费用	-1,533	-1,005	-1,085	-1,161	-1,254
应占联营公司及合营公司损益	4,524	4,225	4,648	5,112	6,042
税前利润	26,028	30,919	28,723	33,431	37,276
所得税费用	-3,663	-4,266	-4,017	-4,676	-5,213
净利润	22,365	26,653	24,706	28,756	32,063

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 02 月 02 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼