

行业研究 | 行业专题研究 | 非银金融

中国财险 COR 与自然灾害的相关性解析



| 报告要点

2021-2023 年间，中国财险单季度的股价表现与业绩呈现较强的正相关性。受自然灾害分布影响，中国财险的承保利润（即 COR）呈现“Q1 及 Q2 表现更好，Q3 及 Q4 表现相对较弱”的季节性波动，这使得公司的股价表现也呈现“高开回落”态势。但 2024 年以来，中国财险的承保利润与自然灾害造成的直接经济损失的相关性有所减弱，主因公司持续落实风险减量服务使得大灾对公司的影响有所降低。后续随着公司持续践行“保险+风险减量服务+科技”的新商业模式，公司的 COR 有望延续向好态势，从而能对业绩和估值形成有力支撑。

| 分析师及联系人



刘雨辰



朱丽芳

SAC: S0590522100001 SAC: S0590524080001

非银金融

中国财险 COR 与自然灾害的相关性解析

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《非银金融：国泰君安与海通证券吸收合并预案出台，合并后新主体发展值得期待》2024. 10. 10
- 2、《非银金融：低利率环境下海外保险公司的突围之路》2024. 09. 27



扫码查看更多

业绩改善是驱动中国财险股价上涨的主因

通过复盘中国财险 2019 年以来的承保利润，我们发现公司的承保利润呈现明显的季节性特征，即 Q1 及 Q2 的承保利润表现更好，Q3 及 Q4 的承保利润表现相对较弱。受此影响，公司的净利润也呈现季节性特征。同时通过复盘公司 2019-2023 年单季度的股价涨跌幅，我们发现公司的股价表现也呈现季节性特征，即前三季度公司股价上涨的概率更大，而第四季度公司股价相对更大概率承压。归因来看，我们发现公司的股价表现主要与业绩相关，业绩改善是驱动公司股价上涨的主因。

自然灾害损失增加会影响中国财险的 COR 表现

严监管背景下，财险行业的费用率整体相对稳定。而自然灾害具有不可控性等特点，因此自然灾害成为了影响财险赔付率和 COR 表现的主要因素。通过复盘 2010-2023 年中国财险的赔付率、COR 与自然灾害造成的直接经济损失的相关性，我们发现中国财险的赔付率、COR 走势均与自然灾害造成的直接经济损失走势基本一致。这表明自然灾害造成的损失越高，中国财险的赔付率及 COR 表现越差。

风险减量服务有望助力中国财险降本增效

2024 年以来，风险减量服务的赋能效应持续显现使得中国财险的 COR 表现与自然灾害造成的直接经济损失的相关性有所减弱。2024Q2 自然灾害造成的直接经济损失环比 2024Q1 有所增加，但中国财险的单季 COR 环比呈现改善态势。后续随着公司持续推进“保险+风险减量服务+科技”的新商业模式，风险减量服务的防灾减损效应有望继续显现。公司的 COR 与自然灾害造成的直接经济损失的相关性有望减弱。即使发生重大自然灾害，公司出现重大损失和赔付的可能性也在降低。

投资建议：业绩改善是支撑中国财险估值修复的核心

在长端利率中枢下行的背景下，中国财险负债成本为“负”的商业模式具备稀缺性。短期来看，2024H2 随着公司持续加强风险管控，自然灾害对公司 COR 的影响有望好于预期。叠加权益市场回暖有望带动投资收益向好，2024 年全年公司的净利润有望同比改善。在此背景下，我们预计公司的 ROE 有望达 12% 左右，进而能对公司估值形成有力支撑。中长期来看，公司凭借模式、定价、服务等优势有望带动 COR 持续优于同业，我们看好公司的长期发展空间。

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。

正文目录

1. 中国财险的股价表现与业绩的相关性较强	4
2. 自然灾害是影响中国财险 COR 表现的主因	5
3. 投资建议：业绩是支撑估值修复的核心	8
4. 风险提示	9

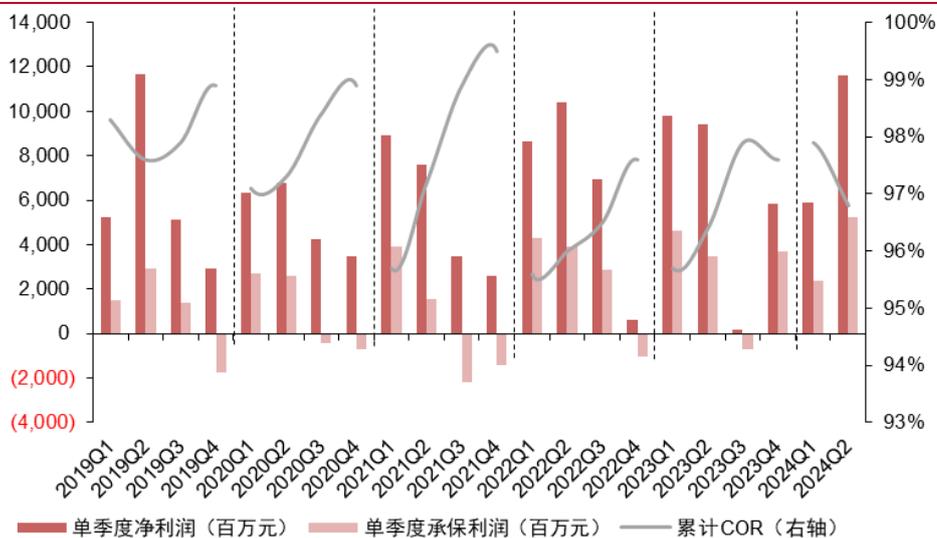
图表目录

图表 1：中国财险的承保利润、净利润均呈现明显的季节性特征	4
图表 2：中国财险的股价表现与业绩的相关性	5
图表 3：自然灾害损失与财险行业及中国财险赔付率的相关性	6
图表 4：自然灾害损失与财险行业及中国财险 COR 的相关性	6
图表 5：自然灾害造成的直接经济损失与中国财险承保利润的相关性	7
图表 6：中国财险提出的部分创新模式及主要内容	8

1. 中国财险的股价表现与业绩的相关性较强

中国财险的承保利润和净利润均呈现明显的季节性特征。从财险公司的商业模式来看，中国财险的净利润主要由资产端的投资收益和负债端的承保利润组成。通过复盘中国财险 2019 年以来的承保利润，我们发现公司的承保利润呈现明显的季节性特征，即 Q1 及 Q2 的承保利润表现更好，Q3 及 Q4 的承保利润表现相对较弱。受此影响，中国财险的净利润也呈现一定的季节性特征。

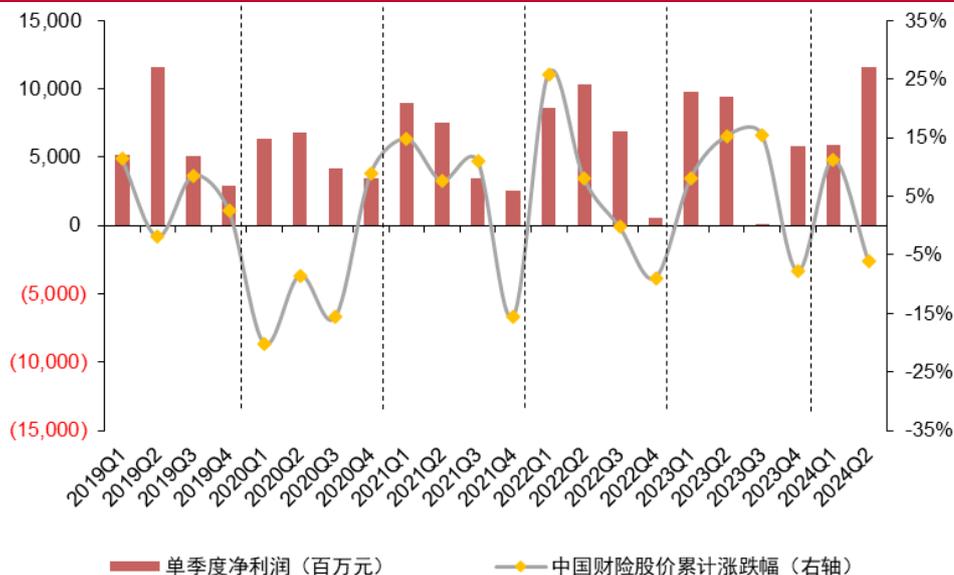
图表1：中国财险的承保利润、净利润均呈现明显的季节性特征



资料来源：公司公告，国联证券研究所

备注：中国财险的净利润和承保利润数据口径均为中国人保（601319.SH）报告口径，根据中国企业会计准则编制。

过去三年中国财险单季度的股价表现与业绩呈现较强的正相关性。通过复盘中国财险单季度的股价涨跌幅，我们发现 2020 年车险综改以来，2021-2023 年每年前三季度中国财险的股价实现上涨的概率更大，而第四季度公司股价相对更大概率承压。归因来看，中国财险的股价表现主要与业绩相关。2021 年前三季度、2022 年前三季度中国财险的净利润均取得较好表现，进而对公司股价形成支撑。2021Q4、2022Q4 中国财险的净利润环比走弱，公司的股价也出现下跌。2023H1 中国财险的净利润延续向好支撑公司股价上涨；2023H2 由于市场对公司的净利润存在一定的认知差，公司股价与业绩背离。2024Q1 中国财险的净利润取得较好表现以及红利风格占优带动公司的股价实现上涨；2024Q2 受权益市场情绪波动、市场风格切换以及中国财险保费增速放缓等因素影响，公司股价与业绩背离。

图表2：中国财险的股价表现与业绩的相关性


资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

备注：中国财险的净利润数据口径为中国人保（601319.SH）财报，根据中国企业会计准则编制。

整体来看，由于中国财险的承保利润（即COR）呈现季节性波动，2019-2023年间公司的股价表现也呈现“高开回落”态势。

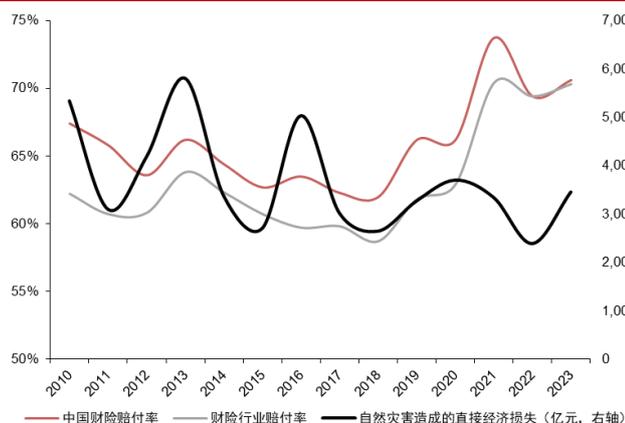
2. 自然灾害是影响中国财险COR表现的主因

自然灾害是影响财险COR及承保利润的主要变量。新准则下，财险的承保利润=（1-COR）*保险服务收入=（1-综合赔付率-综合费用率）*保险服务收入，综合赔付率、综合费用率、保险服务收入是影响财险承保利润的主要因素。其中保险服务收入主要取决于客户需求。财险的各个细分险种均具备一定的刚需属性，因此财险的保险服务收入增速不会出现大幅波动。综合费用率主要取决于市场竞争情况、公司的品牌优势和对渠道的议价能力等。近年来在严监管背景下，财险行业的费用率整体相对稳定。综合赔付率主要取决于自然灾害、公司对风险的识别和管控能力。其中自然灾害具有不可控性、可控难度大的特点，因此自然灾害也成为了影响财险COR及承保利润表现的主要因素。

从赔付率和COR来看，财险行业及中国财险的赔付率、COR均与自然灾害造成的直接经济损失呈现较强的正相关性。对于赔付率，2010-2023年，财险行业及中国财险的赔付率走势与自然灾害造成的直接经济损失走势基本一致。其中2020年财险行业及中国财险的赔付率走势与自然灾害造成的直接经济损失出现背离，主因2020年9月

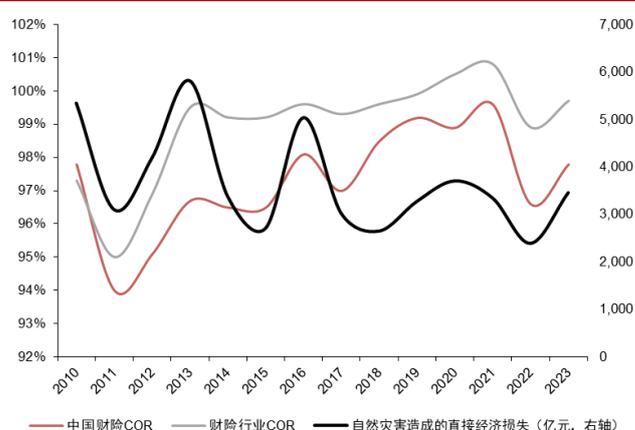
颁布的车险综改新规引导财险行业将商车险产品设定附加费用率的上限由 35%下调为 25%、预期赔付率由 65%提高到 75%。因此 2021 年自然灾害造成的直接经济损失同比减少，但财险行业及中国财险的赔付率同比承压。对于 COR，2010-2023 年，财险行业及中国财险的 COR 与赔付率走势趋同。因此，财险行业及中国财险的整体 COR 走势也与自然造成的直接经济损失走势基本一致。

图表3：自然灾害损失与财险行业及中国财险赔付率的相关性



资料来源：国家统计局，公司公告，“13个精算师”公众号，Wind，国联证券研究所
备注：中国财险 COR 数据口径为中国财险（2328.HK）财报。

图表4：自然灾害损失与财险行业及中国财险 COR 的相关性

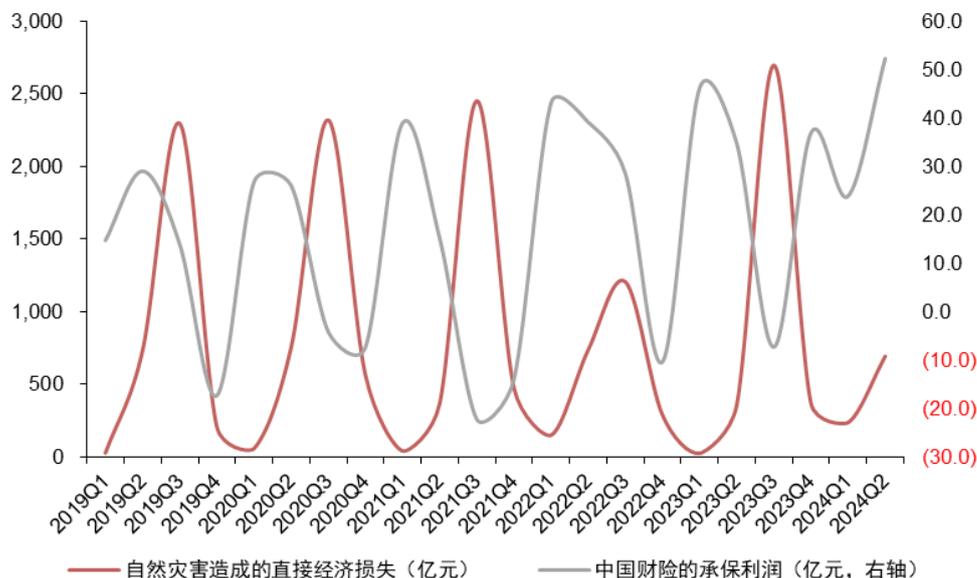


资料来源：国家统计局，公司公告，“13个精算师”公众号，Wind，国联证券研究所
备注：中国财险赔付率数据口径为中国财险（2328.HK）财报。

2020 年以来，中国财险的承保利润与自然灾害造成的直接经济损失呈现较强的负相关性。通过复盘中国财险单季度的承保利润和自然灾害造成的直接经济损失，我们发现 2020-2023 年间两者整体呈现较强的负相关性。即自然灾害造成的直接经济损失越大，中国财险的承保利润就越少；反之，中国财险能实现更多的承保利润。其中 2020Q4、2022Q4 两者出现背离，主因疫情、存量业务风险持续暴露等导致责任险、信用保证保险等法人业务的赔付支出显著增加。

但 2024 年以来，中国财险的承保利润与自然灾害造成的直接经济损失的相关性有所减弱。2024Q2 自然灾害造成的直接经济损失环比 2024Q1 有所增加，但中国财险的承保利润不降反升，单季 COR 也环比改善。归因来看，我们认为两者相关性走弱主要得益于中国财险持续落实风险减量服务使得大灾对公司造成的损失有所降低。

图表5：自然灾害造成的直接经济损失与中国财险承保利润的相关性



资料来源：公司公告，中华人民共和国应急管理部，国联证券研究所

备注：承保利润的数据口径均为中国人保（601319.SH）财报，根据中国企业会计准则编制。

风险减量服务赋能中国财险实现降本增效、助力中国财险保持长期竞争优势。近年来，中国财险积极践行“保险+风险减量服务+科技”的新商业模式，围绕保险全流程创新性地推出了一系列业务发展模式。对于保前和保中环节，中国财险搭建了“万象云”风险管理平台。该平台可以助力风控部门开展保前的风险勘察以识别客户风险，在承保过程中能为客户提供气象预警、隐患排查、监测预警、线上培训等非临灾性的服务以预防灾害发生。对于出险后的修理环节，中国财险推出了“驾安配”平台。基于该平台维修机构可以直接从主机厂调配件以省去中间流转环节，从而降低理赔成本。对于出险后的事故处理环节，中国财险积极推进“警保联动”、“余杭模式”，通过借助线上系统和多方联动等方式做到快速勘察、定损、理赔，从而提高理赔效率、提升理赔服务能力。在公司创新模式的赋能下，公司、车主和维修机构能实现三方共赢，公司也可以进一步提高客户满意度和粘性、降低理赔等成本，公司相较同业的优势也持续扩大。

从风险减量服务的实际效果来看，2023年在台风“杜苏芮”登陆前，中国财险创新运用水浸物联、“车扫扫”工具进行风险防范，使得“杜苏芮”造成的损失较2016年“莫兰蒂”减少约5亿元。2023年全年中国财险的人工和科技风险减量服务合计为公司减损约8.49亿元。

图表6：中国财险提出的部分创新模式及主要内容

创新模式	主要内容
风险减量服务	保险公司为提高社会抗风险能力、降低社会风险成本，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， 协助被保险人降低保险事故发生概率或降低事故损失程度。
“驾安配”平台	对接生产商和一级经销商，为维修企业与车主提供配件质量过硬、价格优势明显的汽车配件的 B2B 汽配电商平台， 从而实现降本增效。
警保联动	系统、人员、站点和服务的“四个联动”。 1) “系统联动” ：公安交警“12123 系统”与保险理赔核心系统相对接，实现“远程定责”、“线上理赔”，省去客户去交警队定责、定损点定损等繁琐程序，“让数据多跑路、让群众少跑路”，理赔时间从几天缩减到最短 15 分钟。 2) “人员联动” ：保险公司的理赔人员能在智能系统的快速引导下，第一时间赶往事故现场，开展现场查勘工作，既节约了警力、又提高了效率。 3) “站点联动” ：针对农村警力覆盖不足的问题，设立农村交通安全劝导站，保险公司协保员作为交通劝导员，开展道路交通安全检查劝导和巡查，及时制止各类交通违法违规行为。 4) “服务联动” ：发挥保险公司机构覆盖优势，将以往只能在政府机构办理的业务植入保险公司网点，设立车驾管社会服务站，办理机动车临牌、驾驶员补换证、交通违法处理、罚款缴纳等业务，为老百姓打造“家门口”的车管所。
余杭模式	在法院、公安、保险公司、司法鉴定机构等相关单位参与的交通事故一体化处理中心的基础上，通过流程对接、系统对接和数据共享，以调解前置、规则统一和信息系统运行为核心， 为交通事故当事人提供在线人身损害赔偿计算、赔偿调解、立案应诉和保险赔付的一体化处理模式。

资料来源：公司公告，公司官网，中国银行保险报，国联证券研究所

展望后续，随着风险减量服务的赋能效应持续显现，我们认为公司的 COR 与自然灾害造成的直接经济损失的相关性有望减弱。即使发生重大自然灾害，公司出现重大损失和赔付的可能性也在降低。

3. 投资建议：业绩是支撑估值修复的核心

业绩改善是支撑中国财险估值修复的核心动力。从商业模式来看，中国财险的负债成本为“负”，在长端利率中枢下行的背景下，其商业模式具备稀缺性。从公司的业绩表现来看，2024H2 随着公司持续加强风险管控，自然灾害对公司 COR 的影响有望好于预期。叠加权益市场回暖有望带动投资收益向好，2024 年全年公司的净利润有望同比改善。在此背景下，我们预计公司的 ROE 有望达 12% 左右，进而能对公司估值形成有力支撑。

中长期来看，随着财险行业的竞争日趋理性，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。中国财险凭借模式、定价、渠道等多方面的优势有望持续领先行业，公司的 COR 也有望继续优于其他同业。同时中国财险预计仍将坚持效益优先（即更看重盈利水平而非规模增速），通过积极践行“保险+风险减量服务+科技”的新商业模式、不断优化业务结构以降赔减损，公司的 COR 有望延续向好态势，我们看好公司的长期发展空间。

4. 风险提示

自然灾害超预期: 若发生重大超预期的自然灾害,可能会对财险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,可能会导致财险公司的费用率提升,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,可能会对财险公司的投资收益造成负面影响,进而影响公司的净利润。

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，北交所市场以北证50指数为基准；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性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	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
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼