

行业研究/深度研究

2018年09月17日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
保险II 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

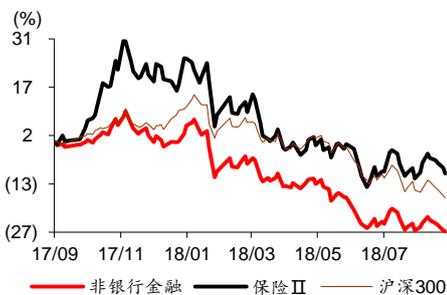
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
研究员 0755-82713386
liuxuefei@htsc.com

相关研究

- 1 《银行/非银行金融: 行业周报(第三十六周)》2018.09
- 2 《非银行金融: 底部磨砺分化加剧, 关注优质龙头》2018.09
- 3 《非银行金融: 弱势环境承压, 优质券商相对稳健》2018.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

动能转换促发展, 展望产险新格局

财产保险行业深度研究

观往知来: 动能转换塑造产险格局

我国财险自 1979 年恢复业务以来, 已历经了恢复期、分业成长期、快速发展期和调整优化期四个发展阶段, 目前仍处在渗透低增速快, 行业集中度较高的发展阶段。经济发展推动我国保险需求处于 S 曲线高速增长环节, 购买力上升激活业务增长潜力, 此外产业政策奠定发展基调, 塑造产业格局。车险与非车险的动能转换将协同推动产险市场发展, 对保险板块维持增持评级。

洞若观火: 分险种探究增长动能

我国财产险第一大支柱为车险业务, 2016 年占比达到七成, 然而随着汽车保有量趋缓的增长态势, 车险保费增长乏力, 商车费改与报行合一双管齐下, 推动综合成本率结构优化, UBI 车险的引入有望激发市场潜力。农业保险潜在市场广阔, 财政补贴释放产品需求, 渠道建设增加业绩护城河。责任险占比低发展快, 在政策支持下内生动力十足。企业财产险由于中资险企缺乏比较优势, 拖累保费增长, 而外资险企在精细化运营下增长动力强劲, 为中资险企提供更多的经验学习。

条分缕析: 自上而下探究盈利来源

产险公司的盈利由承保和投资双轮驱动。在承保端, 承保利润由已赚保费、赔付率和管理费率三个维度来决定, 体现了公司市场规模、产品设计和运营效率等方面的业务能力。在投资端, 由保费组成的浮存金推高投资杠杆, 投资范围扩大、分散风险, 进而实现稳健的投资收益率, 共同推动投资收益稳步提升。

翘首展望: 多维度格局转变, 触发增长新动力

经营格局上, 产险的发展重心应有所调整, 险企需将资金由现金牛业务转向问题业务, 由粗放型向精细型转变, 创造新的增长极。车险一险独大的格局有望逐步改善, 业务重点有望聚焦微笑曲线两端, 通过产品创新提升独特优势。投资格局上有望日趋规范, 专业化的运作模式有望成为持续的增长动力。公司格局上, 大型保险集团布局较早, 规模优势构筑业绩护城河, 科技赋能金融有望迸发新的生命力。

沙场点兵: 禀赋差异塑市场, 八仙过海显神通

中国财险作为行业龙头, 保费规模快速发展, 多险种共同发力, 车险农险优势明显, 渠道护城河稳固, 规模效应带来长久优势。平安产险市场布局完善, 综合成本率持续优化, 多维布局协同增长, 科技赋能给予业务更广空间。太保财险市占率维持稳定, 增长动能有提升空间, 同时借力安信农险, 深化融合发展, 推动业务质态持续改善。A 股推荐中国平安。

风险提示: 市场波动风险、利率风险、政策风险、技术风险、消费者偏好风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
601318	中国平安	63.30	买入	4.87	6.70	8.43	10.01	13	9	8	6
601601	中国太保	32.13	买入	1.62	2.09	2.51	2.98	20	15	13	11

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

观往知来：动能转换塑造产险格局.....	5
发展历程：多轮驱动助力增长，结构调整静待变革	5
行业现状：渗透低增速快，行业集中度较高	6
内生动力：经济发展提振财险空间，潜力充足	7
外生影响：政策制定改变市场格局，塑造行业	8
洞若观火：分险种探究增长动能	9
车险：汽车保有量增速放缓拖累保费增长，市场规范化助力行业转型	9
汽车保有量持续增长，增长趋缓	9
商用车费改与报行合一双管齐下，大型险企优势明显	10
UBI车险：监管思路契合，市场潜力待释放	12
农险：农业补贴释放产品需求，渠道建设构筑业绩护城河	12
中央财政补贴主导，政策性影响较大	12
渠道建设增加业绩护城河，科技监测改善成本结构	13
责任险：应势而为政策大力支持，渠道发展释放增长潜力	13
法制系统完善	14
互联网保险降低了渠道成本，推动了责任保险普及	14
企业财产险：比较优势拖累保费增长，精细化运营推动增长	14
老牌保险品种，国内险企缺少重视	14
外资险企占比较高，技术与布局优势明显	15
条分缕析：自上而下探究盈利来源	16
分析框架：承保投资双轮驱动，推动盈利增长	16
盈利分析：收入成本定乾坤，三维度分析承保利润	18
市场规模：大型险企规模滚雪球，保费降压增加盈利空间	18
产品设计：拓展险种结构，优化精算模型	19
管理效率：管理效率提供业绩护城河，持久提供业绩复利	19
投资能力：浮存金推高杠杆，投资管理模式搭建投资能力	21
投资收益：浮存金与收益率双轮驱动，推高投资收益	21
收益率：投资周期贝塔属性明显，产品拓展增加投资灵活度	21
投资监管：监管重心调整，扩品种紧风险	22
翘首展望：多维度格局转变，触发增长新动力	23
经营格局：多维度提升，优化可期	23
发展格局：发展重心调整，粗放型向精细型转变	23
险种格局：车险结构调整，非车险占比增加	24
产业链格局：占据微笑曲线两端，研发服务驱动盈利增长	24
费率格局：行业趋向均衡，成本控制复利	25
产品格局：产品创新增加，定制化服务促进独特优势	25
投资格局：投资日趋规范，险企资管应势而为	26
监管格局：宽品种紧风险，制度日趋完善	26

投资模式：投资日趋专业，保险资管占优	26
公司格局：大险企成本优势，科技险企迸发新生命力	27
保险集团业务布局早，规模优势构筑业绩护城河	27
互联网险企拓展高配碎片化市场，或将引发深层次变革	27
沙场点兵：禀赋差异塑市场，八仙过海显神通	29
中国财险：规模赋能，铸就险企龙头	29
财险行业龙头，保费规模快速发展	29
多险种共同发展，车险农险优势明显	29
渠道护城河稳固，规模效应带来长久优势	30
平安财险：科技赋能，多维布局协同增长	30
非车险优先布局，促进保费增长	30
科技融入业务，降低管理费用	31
太保财险：险种赋能，深化融合优化结构	32
风险提示	33

图表目录

图表 1：我国产险发展历程	5
图表 2：主要国家保费深度	6
图表 3：主要国家保费密度	6
图表 4：财险保费收入	6
图表 5：财险保费增长速度	6
图表 6：财产保险市场集中度	7
图表 7：2016 年财产保险业务结构	7
图表 8：财产保险深度与人均 GDP 的 S 规律	7
图表 9：2017 年美国非寿险占比情况	8
图表 10：保险政策例举	8
图表 11：中外车险占比对比	9
图表 12：车险收入与增速	9
图表 13：新车和二手车销售量	10
图表 14：汽车保有量	10
图表 15：商车费改表现总结	10
图表 16：第一次商车费改不出险优待系数	11
图表 17：第二次商车费改系数调整	11
图表 18：第三次商车费改系数调整	11
图表 19：主要财险公司赔付率情况	11
图表 20：主要财险公司综合成本率情况	11
图表 21：中国粮食消费量和播种面积	12
图表 22：农业保险保费收入及增长率	12
图表 23：农业保险补贴政策汇总	13

图表 24: 责任保险保费收入及增速	14
图表 25: 各国责任险占比	14
图表 26: 部分责任险规定汇总	14
图表 27: 企财险保费收入与增速情况	15
图表 28: 内外资保险公司企财险业务占比	15
图表 29: 财险公司盈利分析图	16
图表 30: 行业公司 ROE 分解情况	17
图表 31: 承保业务拆分	18
图表 32: 产险行业各项费率占比	18
图表 33: 行业已赚保费收入情况	19
图表 34: 中国财险与行业已赚保费增速对比	19
图表 35: 综合费用率拆分	20
图表 36: 渠道费率比较	20
图表 37: 投资利润分析框架	21
图表 38: 上市保险公司投资收益率	22
图表 39: 保险行业资金投向占比	22
图表 40: 保险资管资产证券化法规汇总	22
图表 41: 财险业务波士顿矩阵图	23
图表 42: 我国第三产业占比稳步提高	24
图表 43: 保险产业微笑曲线	25
图表 44: 保险资管专项投资监管政策	26
图表 45: 中国财险渠道情况	27
图表 46: 大型险企综合成本率	27
图表 47: 众安在线退货险保费收入	28
图表 48: 中国财险已赚保费逐年增长	29
图表 49: 非车险种占比提升	29
图表 50: 中国财险业务拆分	30
图表 51: 中国财险综合成本率	30
图表 52: 平安财险已赚保费逐年增长	30
图表 53: 平安财险各险种原保费收入占比	31
图表 54: 平安财险 ROE 拆分	31
图表 55: 平安财险综合成本率	31
图表 56: 太保财险增长动能有提升空间	32
图表 57: 太保产险各险种原保费收入占比	32
图表 58: 太保产险综合成本率优化	32

观往知来：动能转换塑造产险格局

我国财险自 1979 年恢复业务以来，已历经了恢复期、分业成长期、快速发展期和调整优化期四个发展阶段，目前仍处在渗透低增速快，行业集中度较高的发展阶段。经济发展推动我国保险需求处于 S 曲线高速增长环节，购买力上升激活业务增长潜力，此外产业政策奠定发展基调，塑造产业格局。

发展历程：多轮驱动助力增长，结构调整静待变革

中国财产保险行业自 1979 年恢复业务以来，已经发展了接近 40 年，在不同的发展动能助力下，中国财产保险行业历经了恢复期、分业成长期、快速发展期和调整优化期四个发展阶段。据银保监会数据披露，2017 年末我国产险公司保费收入为 10542 亿元，占 GDP1.27%，占比较低。

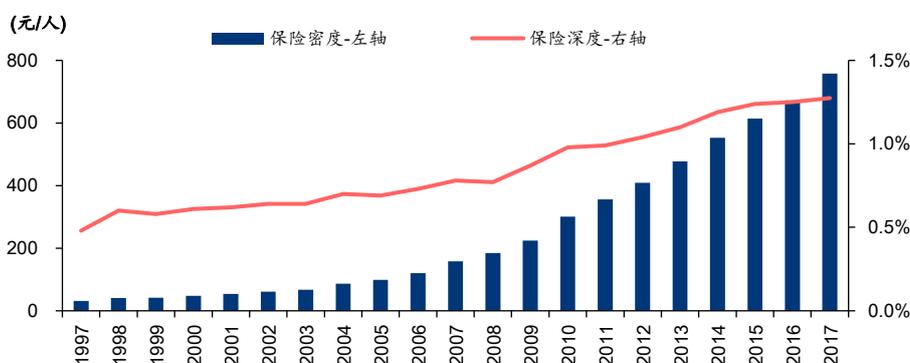
恢复期：1979 年-1994 年。1979 年 10 月，央行颁布《关于恢复国内保险业务和加强保险机构的通知》，对恢复国内保险业务和设置保险机构做出部署，同年推出企财险、货运险和家庭财产保险三个险种，保险业以财险为着手点开始恢复业务。1983 年开始，我国实行强制性机动车辆第三者责任保险，开启我国车险快速发展的历史。截至 1995 年，我国财产保险密度达到 47.44 元/人，财产保险市场初步形成。

分业成长期：1996-2002 年。保险法明确“同一保险人不得同时兼营财产保险业务和人身保险业务”，我国保险进入分业经营的时代，平安保险，太平洋保险和人民保险将财险业务划分为独立财险公司。截至 2002 年末，我国共有 19 家财产保险公司，保险密度为 60.35 元/人，分业经营过程中财险公司实力逐渐提高，稳步发展。

快速发展期：2003-2014 年。2001 年中国加入 WTO，释放经济发展潜力，居民保险意识逐渐增强，保险深度逐年增加。2002 年保险法放宽对保险公司分业经营的限制，允许产险公司进入短期健康险和意外伤害保险领域，财产保险公司经营自主权提高。该阶段我国财产保险发展迅速，2014 年财产保险深度达到了 1.19%，财产保险密度为 553 元/人，市场规模和居民承保意识得到了快速发展。在保险结构中，车险一险独大的情况日趋明显，银保监会数据显示，2014 年车险占财险比例为 73.18%，我国财险市场险种结构失衡明显。

调整优化期：2015 年至今。2015 年商车费改推出，车险定价体系更为灵活，整体价格下降，财险经营承压，承保利润分化加大。保险投资宽品种严风险趋势明显，保险公司投资业务更为规范。互联网保险公司发展迅速，保险创新层出不穷，已现结构变革端倪，财产保险迎来转型发展新契机。

图表1：我国产险发展历程

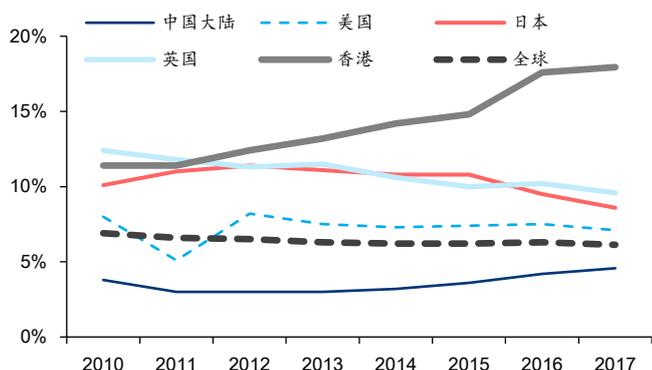


资料来源：Wind，中国保险年鉴，华泰证券研究所

行业现状：渗透低增速快，行业集中度较高

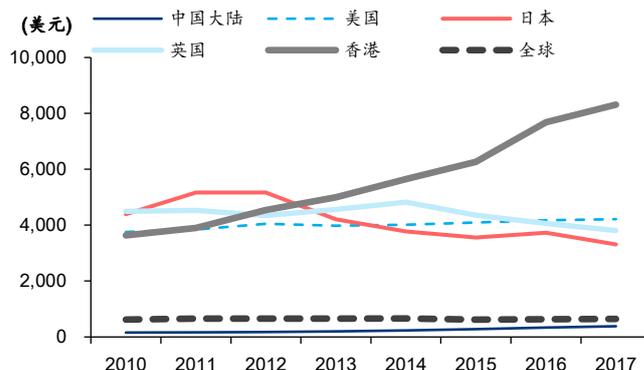
我国保险发展程度较低，增长潜力充足。根据 sigma 数据显示，我国 2017 年保费深度为 4.57%，保费密度为 384 美元，不仅低于美国日本英国等发达国家，也低于全球平均水平，和较发达的市场还有很大差距。从保险密度上看，我国保险密度分别为美国、日本、英国和全球的 9.2%、11.6%、10.1%和 59.1%；从保险深度来看，我国保险对 GDP 贡献程度处于低位，与美国、日本、英国和全球的水平相差 2.53pct、4.02pct、5.01pct 和 1.56pct。保险市场发展程度相对较低，我国保险市场仍有较大潜力释放空间。

图表2：主要国家保费深度



资料来源：Sigma，华泰证券研究所

图表3：主要国家保费密度



资料来源：Sigma，华泰证券研究所

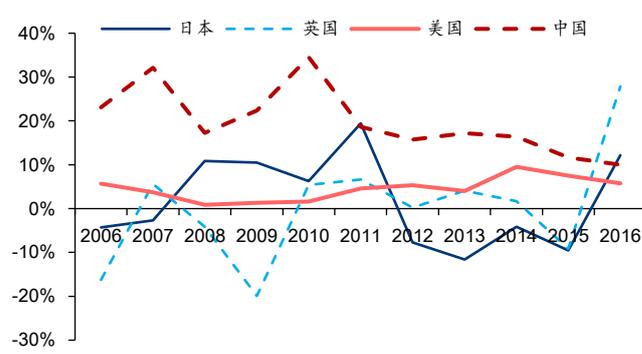
我国产险市场持续增长，增速领先。我国保险市场基数较低，2006 年财险保费仅为 1579 亿元，占 GDP 的 0.73%，经过十年发展，2017 年我国财险保费为 10541 亿元，占 GDP 的 1.27%，保费规模年化复合增长率为 18.18%，增长速度常年领先部分欧美发达国家，发展态势良好。

图表4：财险保费收入



资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

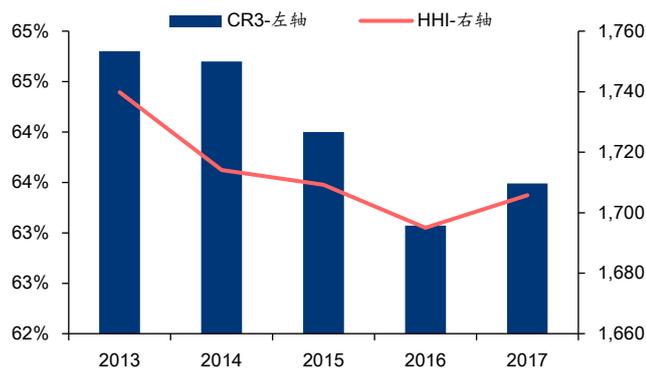
图表5：财险保费增长速度



资料来源：OECD，中国保险年鉴，华泰证券研究所

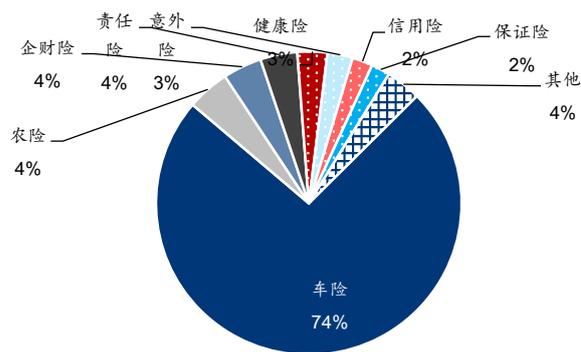
行业集中度与业务集中度较高。根据银保监会数据显示，截至 2018 年 5 月，共有 87 家财险公司公布原保费收入业绩，人保、平安和太平洋财险原保费收入约占整个市场的 63.88%，HHI 指数为 1726，市场处于低寡占 I 型阶段，较为集中。2016 年财产保险前 3 大险种为车险、农险和企财险，分别占比为 73.8%、4.5%和 4.1%。车险占据我国财产保险总收入的近 3/4，财产保险市场车险一家独大。

图表6：财产保险市场集中度



资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

图表7：2016年财产保险业务结构

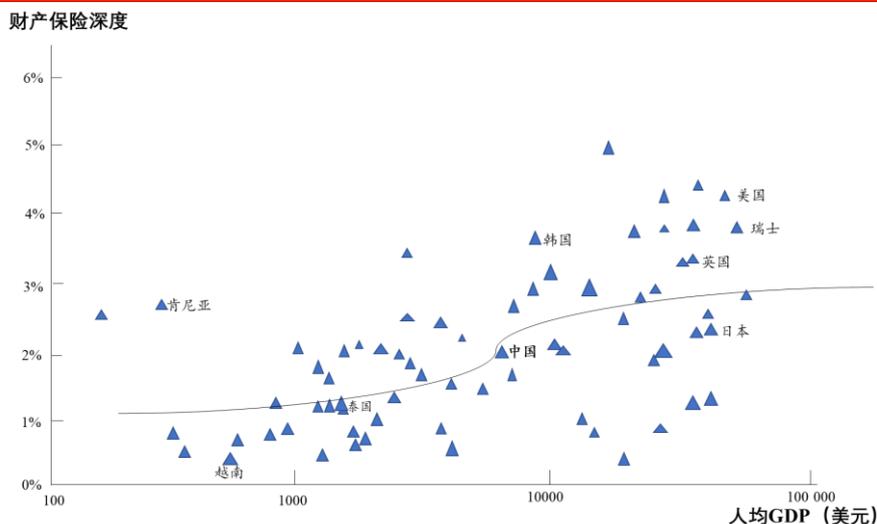


资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

内生动力：经济发展提振财险空间，潜力充足

保险发展与人均 GDP 发展的“S”规律。当前理论研究中，经济对保险的促进作用基本得到认可，学术界已得出一个国家和地区的保险深度和人均“GDP”之间存在着“S”型关系的结论，当一个国家人均 GDP 低于 1000 美元时，保险发展处于较低水平；当一个国家 GDP 超过 1000 美元时，保险深度增长开始加速，该国对保险业的需求迅速提高。当人均 GDP 接近 10000 美元时，保险需求增速达到最快，随后 GDP 和其它自然资源增长限制，保险深度增速下降，到达一个较高的稳定状态。统计局数据显示，我国 2017 年人均 GDP 为 8827 美元，财产保险增长潜力充裕。

图表8：财产保险深度与人均 GDP 的 S 规律



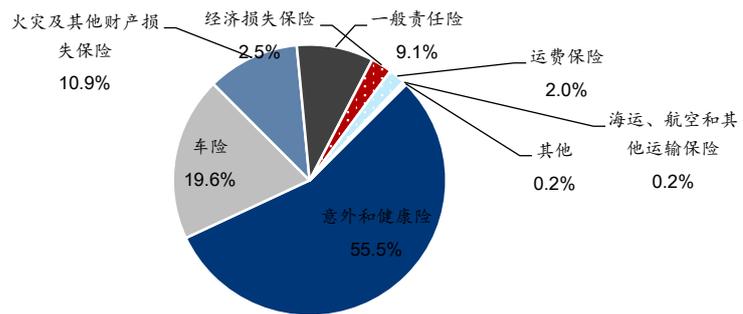
注：根据 2017 年 Sigma 公布数据制图

资料来源：Sigma，华泰证券研究所

财产增加促需求，购买力上升助发展。财产保险属于对有形财富的补偿，在风险发生后，可以通过保险金的赔付使生产快速恢复，实现经济平稳发展。随着人均 GDP 的增加，人们对财产的保障需求随着提升，同时日益增长的居民财富降低了恩格尔系数，人们对保险的购买力增加，促进保险深度增长。

法律健全促进责任险发展，投保意识助力保险规模增长。以美国为例，随着法律的健全，法院对责任人赔偿的判定和索赔要求金额增长迅速，为了防止因责任赔偿而造成的破产风险，一般责任险的投保数量较多。2017 年一般责任险保费规模约占非寿险总量的 9.1%，为美国第四大非寿险险种。随着经济的发展，保险教育不断深化，居民投保意识也将进一步提高，促进保费的增长。

图表9： 2017年美国非寿险占比情况



资料来源：OECD，华泰证券研究所

外生影响：政策制定改变市场格局，塑造行业

产业政策奠定发展基调，塑造产业格局。我国保险市场另一个驱动力是产业政策，国家政策的出台和调整奠定产业发展基础，促进保险业发展和转变。产险寿险分业经营的模式，促进了保险公司专业化，短期内大量公司将精力偏向寿险，重塑了保险市场，也一定程度上造成财险在1996年-2002年增长速度放缓。个人代理人制度引进、资金运用政策放开、农业保险保费补贴、健康险税优、相互保险和资管新规等政策，也在改变着保险发展进程。

图表10： 保险政策例举

法律名称	实施时间	制定机构	影响
《国务院关于农民个人或联户购置机动车船和拖拉机经营运输业的若干规定》	1984年2月	国务院	个人与联户的机动车及拖拉机必须参加保险
《中华人民共和国保险法》	1995年10月	人大常委会	1.规定了财产保险范围 2.实施财产保险和人身保险分业经营
《保险管理暂行规定》	1996年7月	央行	1.放宽险种监管 2.明确险种条款和费率由央行决定
《保险代理人管理规定（试行）》	1997年11月	央行	规范了保险代理人管理，寿险增员模式
《关于成立中国保险监督管理委员会的通知》	1998年11月	国务院	监管权由央行转向保监会
《中华人民共和国外资保险公司监管条例》	2002年2月	国务院	降低外资保险公司限制

资料来源：国务院，人大常委会，央行，华泰证券研究所

洞若观火：分险种探究增长动能

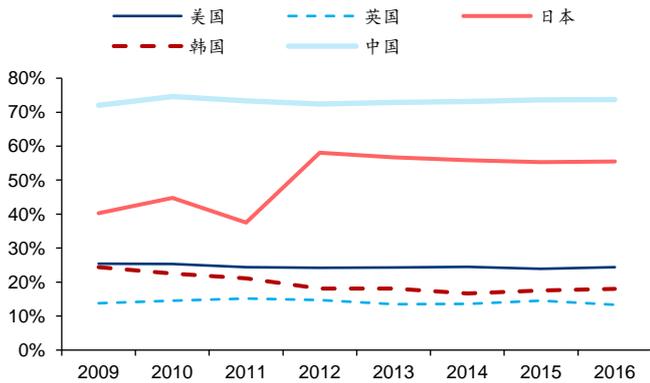
我国财产险第一大支柱为车险业务，2016年占比达到七成，然而随着汽车保有量趋缓的增长态势，车险保费增长乏力，商车费改与报行合一双管齐下，推动综合成本率结构优化，UBI车险的引入有望激发市场潜力。农业保险潜在市场广阔，财政补贴释放产品需求，渠道建设增加业绩护城河。责任险占比低发展快，在政策支持下内生动力十足。企业财产险由于缺乏比较优势，拖累保费增长，而外资险企在精细化运营下增长动力强劲，为中资险企提供更多的经验学习。

车险：汽车保有量增速放缓拖累保费增长，市场规范化助力行业转型

我国车险占比较高，近年来增速放缓。车险作为我国第一大财产险，2016年在我国财产险中占比为74%，车险占比远高于美国、英国、日本等发达国家。我国车险保费规模从2004年的746亿上升到2016年的6834亿元，年化复合增长率为20.27%，增长速度较快。

增长动能轮换，推动车险发展。2000年保监会发布了《机动车辆保险条款》和《机动车辆保险费率规章》，进一步规范车险市场，促进车险市场进一步发展。2004年-2010年车险增速受汽车保有量影响，波动上升，2009年各大保险公司成立电话销售部门，推动车险市场高速发展。2011年-2014年中国经济发展进入新常态，汽车消费和经济发展情况密切相关，车险增速随之下降。2015年之后受商车费改影响，汽车保费价格下降，车险规模增速进一步放缓。

图表11：中外车险占比对比



资料来源：OECD，中国保险年鉴，华泰证券研究所

图表12：车险收入与增速

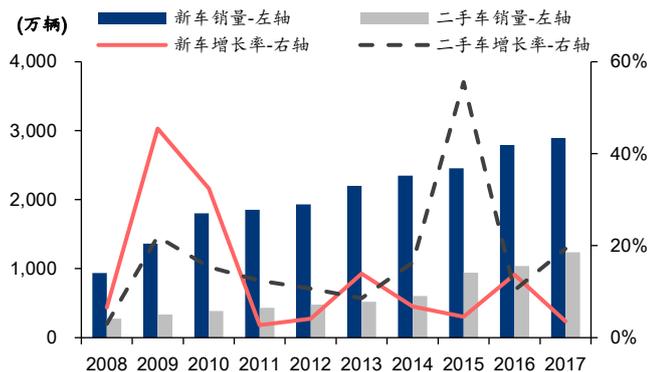


资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

汽车保有量持续增长，增长趋缓

新车降量二手车增量，保有量增速放缓。近年来随着中国经济增长，新车销售量稳步增长，增速放缓。2017年新车销售量为2894万辆，增长率下降到3.6%，为近年来较低水平。二手车市场自2015年以来发展迅速，2017年销量达1240万辆，同比增长19.3%。因汽车所有权关系转变并不会给汽车带来新的保费收入，二手车增长不会带来增量汽车保险需求，同时因为侵蚀新车市场，拖累保费增长。截至2018年6月底，我国机动车保有量为3.19亿辆，较年初增长2.9%，增速较为缓慢。

图表13: 新车和二手车销售量



资料来源: 中国汽车工业协会, 华泰证券研究所

图表14: 汽车保有量



资料来源: 中国汽车工业协会, 华泰证券研究所

商车费改与报行合一双管齐下, 大型险企优势明显

商车费改改变定价体系, 让利于投保人。自2015年2月起, 先后进行了3次商车费改。商车费改核心是改变车险保费定价体系, 增加保险公司自主定价空间, 防止险企大力提高渠道费而导致恶性竞争。保费定价分为基准保费和费用调整系数两部分, 通过不出险优惠系数、交通违法系数、自主核保和渠道系数的调整, 给予保险公司投保空间, 实现对投保人的引导和教育。第一次费改奠定了现有保费定价公式, 随后两次费改分别对保费系数变动和产品进行调节, 达到降低渠道和费用率、提高赔付率的目的, 引导车险行业良性竞争。

图表15: 商车费改表现总结

	一次商车费改	二次商车费改	三次商车费改
时间	2015年2月-2017年6月	2017年6月-2018年2月	2018年3月开始
定价公式	$\text{保费} = \text{基准保费} \times \text{NCD因子 (不出险优惠系数)} \times \text{交通违法系数} \times \text{自主渠道系数} \times \text{自主核保系数}$ 其中基准保费 = 基准纯风险保费 / (1 - 附加费用率)		
措施1 定价系数调整	设置定价系数区间 放宽定价自主权	进一步放开定价系数: a. 扩大了双系数 (自主渠道和核保渠道系数) 下调商业车险费率浮动系数下限, 分区域确定不同地区费用系数范围。 b. 不同地区不同标准	
措施2 监管		综合成本率、费用率和未决赔款准备金提转差率全面监督: 1. 综合成本率和费用率不高于前三年均值。 2. 未决保费提转不低于前三年均值。	引入了保监会中介监管部共同参与, 首次对销售中介进行规范监管。
措施3 市场化			通过市场化手段进一步降低商业车险费率水平
改革结果	1. 行业综合成本率较为稳定, 赔付率下降而费用率提升 2. 低赔付、高费用	1. 保险公司自主定价空间提高 2. 市场格局改变, 双寡头	1. 保险公司自主定价权提高 2. 赔付率提高、费用率降低

资料来源: 银保监会, 华泰证券研究所

价格因素冲击市场, 降低保费收入。商车费改主要采用增加价格灵活性的方式, 激励人们安全驾驶, 降低保费价格, 增加赔付率, 让利投保人。消费者的逆向选择会影响商车费改结构, 以第一次费改为例, 因对不出险的激励措施增加, 投保人倾向于不上报事故, 以便获取优惠保险费率, 最终导致第一次商车费改后保险市场赔付率走低。此后两次费改对监管措施和定价空间进行进一步的放宽。截至第三次商车费改情况, 厦门的费率下限低至0.196, 最高上限四川高至2.81, 定价空间进一步被放开, 冲击市场。

图表16：第一次商车费改不出险优待系数

无赔款优待等级	费改前	费改后	变动
连续三年无出险	0.7	0.6	-0.1
连续两年无出险	0.8	0.7	-0.1
上一年无出险	0.9	0.85	-0.05
新车	1	1	0
上一年出险 1 次	1	1	0
上一年出险 2 次	1	1.25	0.25
上一年出险 3 次	1.1	1.5	0.4
上一年出险 4 次	1.2	1.75	0.55
出险 5 次以上	1.3	2	0.7

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表17：第二次商车费改系数调整

地区	自主核保系数	自主渠道系数	费率系数上限	费率系数下限
深圳	0.7-1.25	0.7-1.25	3.125	0.736
河南	0.8-1.15	0.75-1.15	2.645	0.36
天津、河北、福建、广西、四川、青海、青岛、厦门	0.75-1.15	0.75-1.15	2.645	0.3375
其他	0.85-1.15	0.75-1.15	2.645	0.3825

注：费率系数考虑 NCD 因子、自主核保系数和自主渠道系数，其中 NCD 因子上下限分别取 0.6 和 2。

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

图表18：第三次商车费改系数调整

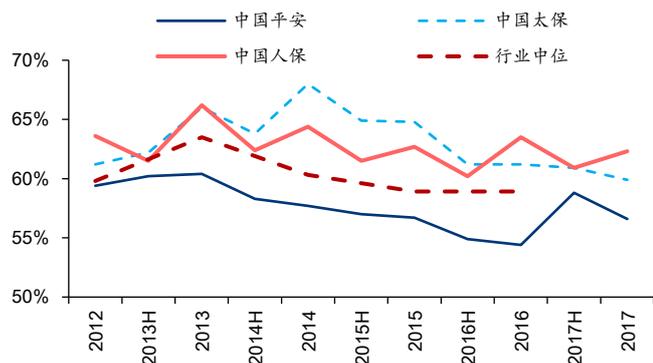
地区	自主核保系数	自主渠道系数	费率系数上限	费率系数下限
四川	0.65-1.15	0.65-1.25	2.875	0.2535
山西、福建、山东、河南	0.7-1.15	0.7-1.15	2.645	0.294
厦门	0.7-1.15	0.7-1.15	2.645	0.294
新疆	0.75-1.15	0.75-1.15	2.645	0.3375

注：费率系数考虑 NCD 因子、自主核保系数和自主渠道系数，其中 NCD 因子上下限分别取 0.6 和 2。

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

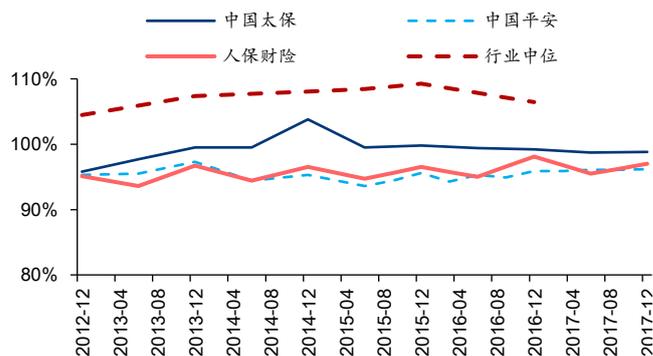
报行合一增加险企透明度，大型险企优势明显。2018年8月1日起，《关于商业车险费率监管有关要求的通知》正式生效，要求财险公司报给银保监会的手续费用需要与实际使用的费用保持一致，即“报行合一”。上报范围也由之前综合成本率、综合费用率、未决赔款准备金提转差率三个指标，扩大至手续费、服务费、推广费、薪酬、绩效、奖金、佣金等具体细项费用。报行合一提高了财产保险公司透明程度，降低个别保险代理人返还佣金换取保费市场的空间，促进行业良性发展。在保险竞争透明情况下，投保人对同种保险产品实际支付费用趋于稳定，降保费换市场的模式受限。大型保险公司渠道布局领先，内部组织科学，成本优势明显，保费规模增加和盈利能力优势双因素共振，未来竞争优势显著。

图表19：主要财险公司赔付率情况



资料来源：公司公告，中国保险年鉴，华泰证券研究所

图表20：主要财险公司综合成本率情况



资料来源：公司公告，中国保险年鉴，华泰证券研究所

UBI车险：监管思路契合，市场潜力待释放

监管思路契合，车联网技术助力保险发展。UBI，即基于用户使用车险。从三次商车费改和报行合一的监管政策可以看出，监管对于促进保费回到正常合理水平，提高保险的赔付率，有很强的导向作用。随着 OBD 数据采集盒子的换代更新、智能化汽车的推广，我国推广 UBI 车险的硬件门槛较低。而 UBI 车险对使用者安全驾驶的正向激励，为车险企业挑选优质客户和降低管理费用率，都与监管方向相契合，推动了 UBI 车险未来的发展。

UBI 千亿市场，险企和科技公司已有布局。根据《普华永道思略特：UBI 车险 2020 展望》估计，2020 年中国 UBI 渗透率可以达到 10%-15%，我们认为渗透率大小另一个关键因素是监管放开程度。中国汽车未展现出保有量快速增长的推动力量，根据上半年增速推测，我们认为 2018 年的汽车保有量将会实现约 7% 的增长。商车费改和报行合一规范车险企业的保费收入，而投资监管趋严降低了以投资弥补保费亏损的可能性，我们认为未来保费价格降低取决于公司治理优化，管理能力的改善。我们预计未来三年车险市场增长率为 6.5%，2020 年车险保费规模约为 8800 亿元，UBI 车险规模在 880 亿元-1320 亿元之间。UBI 车险推广门槛较低，前期发展需要大量数据来获得保费信息，验证精算模型的准确性，预计将会以 S 型曲线发展。腾讯、平安、人保等公司已经通过设立 UBI 车险和投资 UBI 创业公司的方式，布局该领域，促进产业发展。

农险：农业补贴释放产品需求，渠道建设构筑业绩护城河

农业保险潜在市场广阔，增速稳健。根据国家统计局数据，截至 2016 年底，我国播种面积为 1.67 亿公顷，粮食产量为 6.16 亿吨，进口粮食 1.15 亿吨，粮食自给率为 84.31%，低于 90%，有一定的粮食供给风险，保护农户利益、提高农户农业生产积极性变得尤为重要，农业保险市场空间广阔。自 2007 年农业保险财政补贴试点以来，我国农业保险潜力得到进一步释放，农险保费收入从 2007 年的 53.4 亿元上升到 2017 年的 479.1 亿元，年化复合增长率为 24.53%，增速稳健。

图表21：中国粮食消费量和播种面积



资料来源：国家统计局，海关总署，Wind，华泰证券研究所

图表22：农业保险保费收入及增长率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

中央财政补贴主导，政策性影响较大

农业保险关系国计民生，保费补贴促进产业发展。农业作为影响到国计民生的重点工程，粮食产量受气候变化的影响较大。我国目前农业生产以家庭联产承包为主，随着工作选择更趋多样，农业生产不确定性会降低生产意愿，对我国粮食产量带来不利影响。农业生产可支配收入较低，中央财政出台政策，提高对农业保险补贴力度，能够有效降低承保门槛，增加农户灾害承受能力，促进农业保险发展。2007 年农业补贴试点前，农险保费维持在较低水平，增长较为缓慢。受保费试点政策影响，Wind 数据披露 2007 年保费同比增加 529%，保费潜力得到释放，农险市场表现出强烈的政策属性。

图表23： 农业保险补贴政策汇总

法律名称	时间	制定单位	影响
《中共中央国务院关于促进农民增加收入若干政策的意见》	2003年12月	国务院	1.加快建立政策性农业保险制度，试点种养业保费补贴制度
《中央财政农业保险保费补贴试点管理办法》	2007年4月	财政部	1.在内蒙古、吉林、江苏、湖南、新疆和四川六省试点推行农业保险补贴政策； 2.“低保障，广覆盖”原则确定保费水平，推广农业保险； 3.财政部和各省级财政部各承担25%的保费补贴。
《关于规范政策性农业保险业务管理的通知》	2009年4月	保监会	1.规定了政策性农业保险产品的保险责任范围和费率确定原则； 2.明确政策性农业保险业务收支需要单独核算。
《农业保险条例》	2012年10月	国务院	1.农业保险实行政府引导、市场运作、自主自愿和协同推进的原则。
《中央财政农业保险保险费补贴管理办法》	2016年10月	财政部	1.提出构建市场化农业生产风险分散机制； 2.坚持“中央保大宗、保成本，地方保特色、保产量”的基本要求，建立多层次农业保险体系； 3.规范了补贴资金预算管理和拨付流程，增加了追究审批责任的内容； 4.引入了“无赔款优待”鼓励农户投保，引导保险公司降低保险费率。
《中央财政进一步完善农业保险保险费补贴制度》	2017年1月	财政部	1.提高对产粮大县稻谷、小麦和玉米农业保险保费的补贴比例； 2.扩大农业保险覆盖面，缓解产粮大县财政支出压力。
《关于将三大粮食作物制种纳入中央财政农业保险保险费补贴目录有关事项的通知》	2018年7月	财政部	1.将三大粮食作物制种纳入中央财政农业保险保险费补贴目录。

资料来源：国务院，财政部，银保监会，华泰证券研究所

土地承包经营权流转，提振农险内部增长动力。在土地流转快速发展背景下，外出务工人员土地日益集中起来，推动了农业生产的集约化进程，合作经营和农场式大规模经营层出不穷。集约化经营增加了土地承保规模，风险潜在损失增加，承包土地固定成本也使其风险厌恶系数增加，提高购买农业保险倾向。我们认为相比于散户农民，集约化农业大户资金实力更为雄厚，利用农业保险转移风险具有更现实的可能性，农业保险内生增长动力更为明显。

渠道建设增加业绩护城河，科技监测改善成本结构

农业保险投保途径分为两种：农业大户、家庭农场和个体农户可以向当地保险公司直接投保，其他农户通过村委会组织，投保农业保险。农业保险营销以传统渠道为主，保险代理人布局构建业绩护城河，为保险公司提供稳健的保费收入。农业保险损失多为系统性灾害，受灾面积较广，理赔勘测成本耗费较大。以中国财险为例，通过建立无人机监测系统，利用高科技来实现受害面积的估计和测算，显著提高了保险理赔响应时间，降低核保成本，有效改善公司成本结构。

责任险：应势而为政策大力支持，渠道发展释放增长潜力

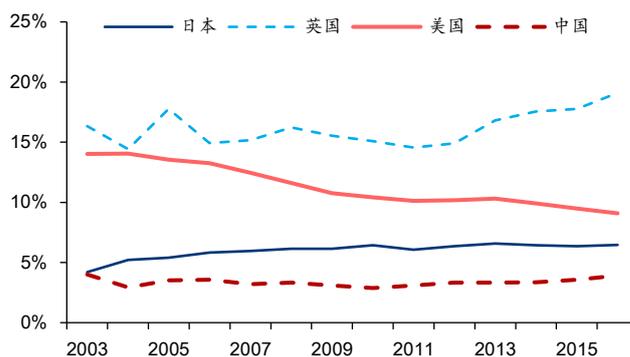
占比低发展快，内生增长动力十足。根据中国统计年鉴显示，我国责任险保费收入从2003年的34.82亿元上升到2016年的362.4亿元，年化复合增长率为19.75%。截至2016年，中国责任险占财产保险比例为3.91%，远低于英国美国日本责任险占比水平。根据西方保险业发展历程，保险最初保障物质利益的传统火灾保险和海上保险，发展到保障人身风险的寿险，最后将拓展到保障法律责任风险的责任保险。随着我国经济发展和法制制度健全，未来中国责任险发展潜力较大。

图表24: 责任保险保费收入及增速



资料来源: 中国保险年鉴, 华泰证券研究所

图表25: 各国责任险占比



资料来源: OECD, 中国保险年鉴, 华泰证券研究所

法制系统完善

责任体系完善, 法规推动责任保险发展。作为标的物为法律责任的保险, 责任险的发展与法律发展程度息息相关。目前我国银保监会下发的责任保险意见和办法共计四条, 各地区根据国务院和保监会的规定, 分别制定了各自的责任保险促进管理办法, 环境、养老院责任和医师责任保险等各细项责任保险层出不穷。法律系统明确了各方的责任关系, 提高了责任险市场潜在空间; 各责任险指导意见推出, 释放了责任险潜力, 促进责任保险发展。

图表26: 部分责任险规定汇总

法律法规	时间	部门	影响
《关于开展环境污染强制责任保险试点工作的指导意见》	2013年1月	环保部/保监会	1.健全环境污染责任保险制度; 2.促进环境污染强制责任保险发展。
《关于开展食品安全责任保险试点工作的指导意见》	2015年2月	保监会/食品药品监管局	1.食品安全责任保险制度初步建立
《会计师事务所职业责任保险暂行办法》	2015年6月	财政部/保监会	1.保障会计师事务所权益; 2.降低因给客户造成经济损失的赔偿风险。
《关于印发〈安全生产责任保险实施办法〉的通知》	2017年12月	财政部/银保监会/国家安监总局	1.规定高危行业领域的生产经营单位应当投保安全生产责任保险, 2.促进责任险普及

资料来源: 银保监会, 财政部, 华泰证券研究所

互联网保险降低了渠道成本, 推动了责任保险普及

互联网降低渠道成本, 高频碎片化责任保险迎来发展机遇。随着中国第三产业发展, 人与人的法律责任关系越来越丰富, 部分责任事件如网购退货展现出“责任触发高频次、保费金额低赔付”的特点, 和传统保险低频高赔付有很大不同。由于单个保险承保金额和发生概率都较低, 单个保险承保收入较低, 受限于运营成本, 传统保险渠道难以支撑起此类高频碎片化保险产品。互联网保险渠道费率较低, 通过数据联动可以有效提升赔付效率, 降低运营成本, 高频碎片化责任保险迎来发展机遇。

企业财产险: 比较优势拖累保费增长, 精细化运营推动增长

老牌保险品种, 国内险企缺少重视

起点高增速低, 企财险经营面临挑战。作为1979年恢复保险业务三大保险之一, 企业财产保险是国内老牌险种。企业财产保险保费收入从2003年的125亿元上升到2016年的381.2亿元, 年化复合增长率为8.96%, 近年来增速呈现下降趋势, 2015年起保费收入环比下降, 2016年保费收入环比下降1.3%。企业财产保险包括因火灾、雷电、洪水、破坏性地震、爆炸、暴风雨、空中飞行物体的坠落等自然灾害和意外事故造成的经济损失, 成本金额高, 发生概率低, 对精算要求较高, 在车险等险种快速发展的时期, 企财险发展的机会成本较高, 拖累发展速度。在保险公司精算资源增多, 其余险种盈利空间降低行业精细化发展的时期, 企财险或将焕发新的生命力。

图表27：企财险保费收入与增速情况

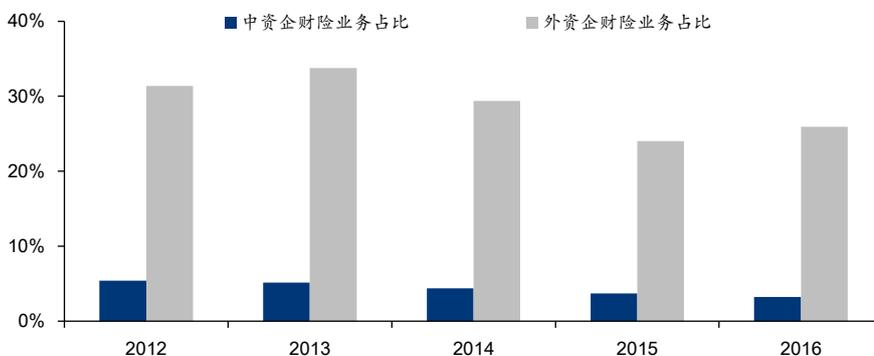


资料来源：中国保险年鉴，Wind，华泰证券研究所

外资险企占比较高，技术与布局优势明显

外资保险企业中企财险占比较高。从业务构成看，中资保险公司中企财险业务占比较低，占比从2012年的5.4%下降到2016年的3.2%，而外资财险公司中，企财险占比几乎在25%以上，占比较高，中资外资保险公司对于企财险重视程度存在差异。中资保险公司侧重于保险规模优势，以中国财险为例，针对餐饮企业和中小企业推出“万创宝”和“金福宝”两项标准化保险产品，便于推广，2017年报数据披露，企财险收入为127.6亿元人民币，占比3.64%。外资公司企财险业务注重精细化经营，需要对投保财产进行精算评估，一事一议，计算出对应的保费金额和承保额度。以美亚保险为例，其在中国只提供定制化的企业财产保险业务，企业依靠在精算上的布局和技术积累，能够给与企业最高的承保金额为1.5亿美元，最大限度满足客户需求。

图表28：内外资保险公司企财险业务占比



资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

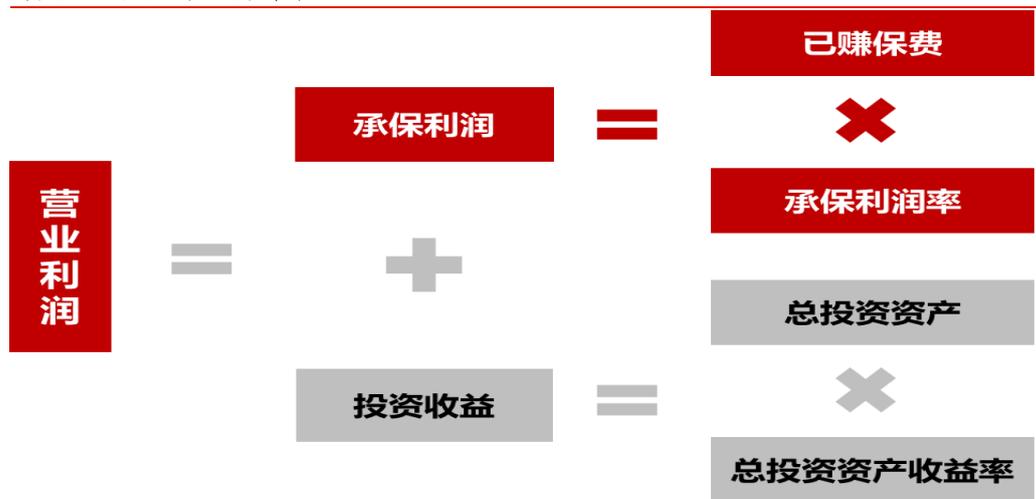
条分缕析：自上而下探究盈利来源

产险公司的盈利由承保和投资双轮驱动。在承保端，承保利润由已赚保费、赔付费率和管理费率三个维度来决定，体现了公司市场规模、产品设计和运营效率等方面的业务能力。在投资端，由保费组成的浮存金推高投资杠杆，投资范围扩大、分散风险，进而实现稳健的投资收益率，共同推动投资收益稳步提升。

分析框架：承保投资双轮驱动，推动盈利增长

承保投资双轮驱动，促进利润增长。产险公司业务包括保险承保和资产投资两大模块，保险承保业务吸引人们投保，运营保险和赔付意外损失；投资业务将保险资金灵活运用，进行保费的保值和增值。相比于寿险公司，财险公司保险期限较短，承保业务利润确定更为简明。承保业务和投资业务转化成的承保利润和总投资收益，共同组成了公司营业利润。

图表29：财险公司盈利分析图



资料来源：华泰证券研究所

财险行业是一个看重经营的行业，净资产收益率是衡量产险公司的重要指标。因不同公司净资产区别较大，为了通过可比口径衡量公司盈利能力，我们在之前分解的基础上，两边除以净资产以衡量公司的盈利能力，以 ROE 的方式衡量财险公司盈利表现。

$$ROE = \left[\text{承保利润率} \times \frac{\text{已赚保费}}{\text{净资产}} + \text{投资资产收益率} \times \frac{\text{总投资资产}}{\text{净资产}} \right] \times (1 - \text{所得税税率})$$

$$= [\text{承保利润率} \times \text{承保杠杆} + \text{投资资产收益率} \times \text{投资杠杆}] \times (1 - \text{所得税税率})$$

我们按照以上方式处理财险行业 2012-2016 年经营数据，在税率为 25% 的假设下，计算出财产保险公司 ROE 拆分数据，选取连续 5 年 ROE 居于前 50% 的公司，除 2016 年已赚保费规模外，其余各个指标取 5 年的平均值，汇总如下：

图表30：行业公司 ROE 分解情况

	2016年已赚保费					
	(亿元)	投资资产收益率	承保利润率	承保杠杆	投资杠杆	平均 ROE
平安产险	1533.5	3.11%	4.40%	2.62	4.64	19.30%
中国财险	2702.3	3.64%	2.66%	2.72	4.64	17.74%
阳光农险	28.0	2.12%	10.33%	1.70	2.38	15.56%
安邦产险	1120.7	6.04%	-86.82%	0.51	7.78	14.51%
阳光产险	247.8	4.42%	-1.39%	2.62	4.47	11.64%
太保产险	835.7	3.83%	0.19%	2.50	3.72	10.79%
永安保险	88.1	5.69%	-1.10%	2.09	3.15	10.47%
中再产险	220.0	3.94%	-0.35%	1.84	3.31	9.80%
英大财险	68.0	4.20%	-0.48%	1.84	3.19	9.39%
国元农险	41.4	3.89%	2.83%	1.40	2.28	9.14%
太平财险	155.1	3.43%	-0.82%	2.71	4.35	9.12%
中银保险	42.8	3.74%	0.94%	1.17	2.64	8.92%
国寿财险	528.1	3.46%	-0.73%	2.55	3.67	7.70%
华安保险	97.7	5.27%	-2.65%	1.58	2.59	7.17%
大地保险	282.6	3.99%	-0.55%	1.89	2.76	6.92%
鼎和财险	26.7	2.18%	1.10%	0.82	1.98	3.91%
三星财险	4.5	1.87%	2.16%	0.43	2.99	3.89%
安华农险	39.1	3.17%	-3.18%	2.33	4.64	3.80%
乐爱金财险	0.25	1.83%	-7.32%	0.11	2.74	2.88%

注：1、税率假定为 25%；2、总投资资产收益率用“总投资收益/总投资资产”估算，其中，总投资收益=投资收益+公允价值变动收益-资产减值，总投资资产=总资产-固定资产；3、承保利润率用“承保利润/已赚保费”估算。

资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

二维度三方式，经营禀赋助力业绩长虹。从我们的样本数据来看，2016 年有效样本 62 家财险公司中，19 家公司的 ROE 数值长期居于行业前 50% 行列，占比为 31%，公司高盈利特征具有一定的持续性。19 家盈利持续领先的公司可以分为三类：规模领先的龙头公司、主打差异化经营的中小公司和主打投资业务的投资公司，在承保和投资端推动业绩发展。

龙头公司：规模效应降低综合成本，保费规模推高业务杠杆

平安产险、中国财险、太保产险和国寿财险等龙头产险公司 5 年间 ROE 均保持在前 50% 水平，且排名较高。从指标上看，龙头产险的承保利润率居于前列，除国寿财险外，其余公司承保利润率均为正，平安产险的承保利润率最高，2016 年达 4.4%。投资资产平均收益率在 3.5% 左右，差异较小。承保杠杆在 2.6 倍左右，4 家龙头财险公司的投资杠杆均处于较高水平，平安产险和中国财险投资杠杆为 4.64 倍，高于行业水平。

龙头险企布局广泛，良好的线下渠道建设构建业绩护城河，维持公司保费增长。在产险主要险种车险竞争日趋激烈的状态下，保费竞争日趋激烈，大型保险公司在渠道建设和快速服务响应上规模效应更强，能够显著降低公司综合成本，维持保费利润正向增长。同时保险浮存金的存在使公司能够以较低的成本获取资金，推高投资杠杆，在稳健的投资风格下，构建业绩复利持续增长。

专业化产险公司：专注细分市场，差异化经营获得竞争优势

专业化的保险集团专注细分领域，保费竞争相对温和。阳光农险、国元农险和安华农险挑选细分领域，专注于农险行业，保费竞争压力相对较低，公司盈利空间较大，其中阳光农险以互助保险的方式分担保险风险，2016 年承保利润率达到 10.33%，为 19 家公司中最高。专注细分市场还可以通过优化布局降低管理费用，提高盈利水平。

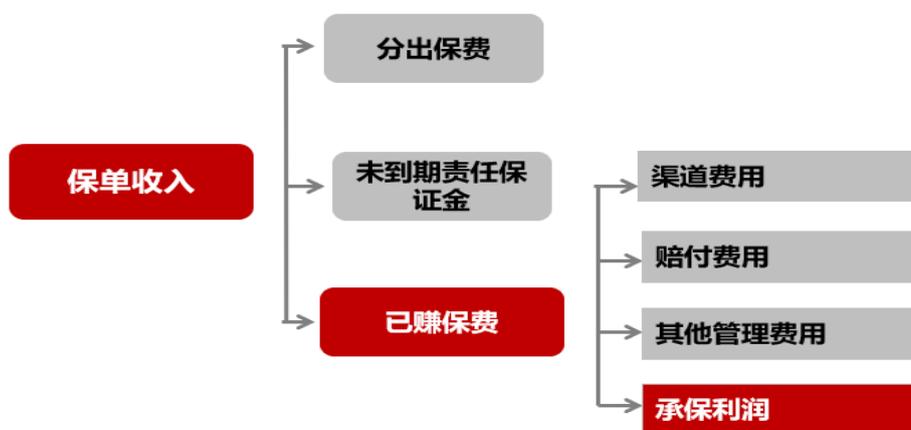
投资型产险公司：专注投资属性，承保亏损严重

保险公司拥有保险和投资两个属性，行业已缴保费构成保险公司浮存金，为公司的投资端提供资金，获得投资收益。以安邦产险为例，2016年承保业务营业利润率为-86.82%，综合成本率高达186.82%。安邦产险投资公司属性明显，利用高杠杆放大投资收益，弥补保费损失，公司ROE维持在14.5%的水平。

盈利分析：收入成本定乾坤，三维度分析承保利润

承保业务梳理。保险公司财产保险业务的核心指标是承保利润。产险承保业务的盈利模式较为简单，保险公司收到保险投保之后，按照规定将一部分保费分保给外部公司，其余保费自己承担风险。每年到期后，已经到期的保险收入计入已赚保费，当年赔付保险支出计入赔付费用，在扣除渠道和管理费用后，为保险公司承保利润。

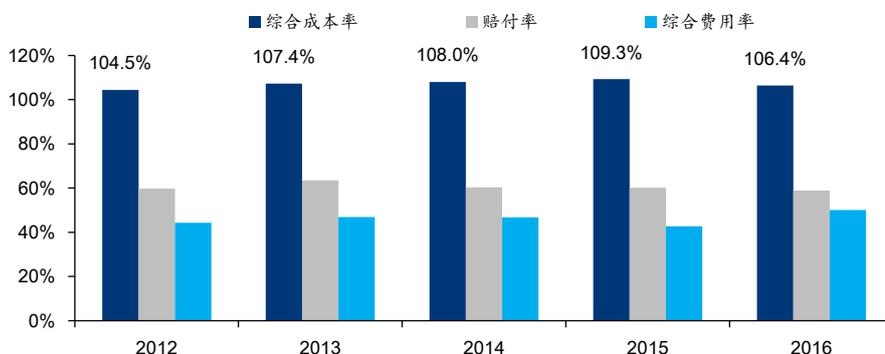
图表31：承保业务拆分



资料来源：华泰证券研究所

三维度拆分承保利润，多维分析财险公司运营能力。承保利润=已赚保费*(1-综合成本率)=已赚保费*(1-赔付率-综合费用率)。我们将承保业务划分为已赚保费、赔付率和管理费率三个维度，分别体现了公司市场规模、产品设计和运营效率等能力。

图表32：产险行业各项费率占比



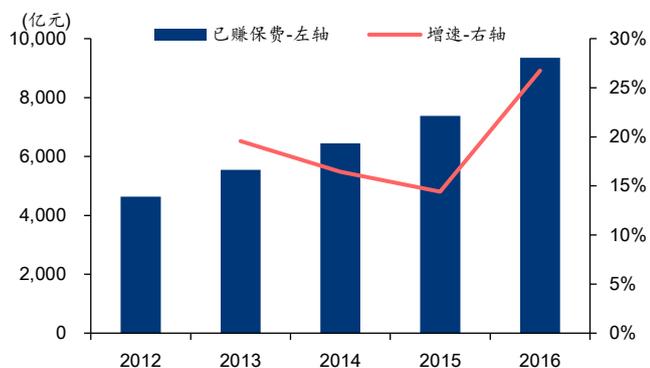
资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

市场规模：大型险企规模滚雪球，保费降压增加盈利空间

承保业务规模快速发展，行业竞争程度加深。根据中国保险年鉴统计，我国保险公司的已赚保费规模从2002年的4633亿元上升到2016年的9352亿元，年化复合增长率为19.2%，行业规模不断增长。统计公司数量从2012年的65家上升到2016年的80家，行业竞争程度加深。

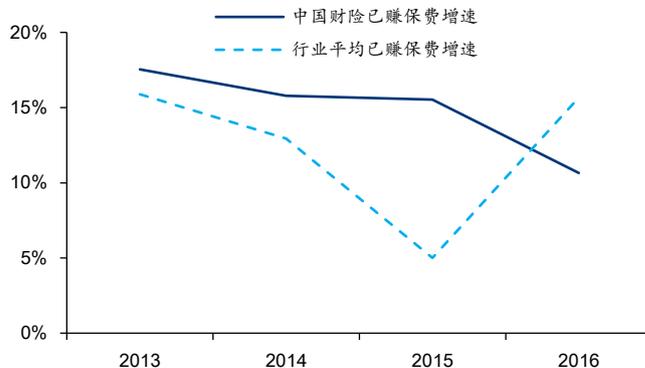
龙头财险公司保费稳健增长，优势明显。我国产险行业平均已赚保费规模从2012年的71.28亿元上涨到2016年的116.9亿元，年化复合增长率为12.28%。同时期中国财险已赚保费从1553亿上升到2702亿，年化复合增长率为14.85%。龙头财险公司的市场规模占比较高，产品渠道成本优势和社会信誉溢价优势明显，竞争中存在优势。以车险为主的中国财险，2016年商车费改对保费价格有向下冲击，已赚保费增速弱于行业水平。

图表33：行业已赚保费收入情况



资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

图表34：中国财险与行业已赚保费增速对比



资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

规模与定价空间共振，保费降压助涨盈利空间。市场规模是承保利润创造的基础，也是保险公司承保业务的起点。相比于寿险公司，产险行业更看重经营能力，规模较大的企业不仅能够获取较大的市场知名度，拓展市场规模，还减少了以降低费用换取市场的压力，保险价格预留盈利空间，整体成本率较低。

产品设计：拓展险种结构，优化精算模型

旧险种优化格局，新产品促进发展。市场竞争激烈，2016年中国财产保险市场中车险占比超过70%，竞争较为激烈，属于红海市场。在市场价格竞争日趋透明的情况下，车险的主要盈利来源在于改善现有经营结构，降低费用率。创新产品满足客户需求，市场竞争相对较小，售价较高，综合成本率相对较低。

新保险适应客户需求，产品盈利空间较高。以众安保险为例，旗下特色保险包括宠物伤害险、房贷宝、无人机第三者责任险、二手房交易合同履约保证保险等。新产品以较高的赔付频次，迎合投保者的保险需求，保费竞争较低，打开了新的蓝海市场。根据中国保险年鉴显示，众安保险2016年整体赔付率为41.57%，远低于行业赔付率的中位数58.91%。2017年保证保险的赔付支出为3.06亿元，保费收入为8.18亿元，赔付支出占保费收入比例为37.41%，产品内在盈利空间较高。

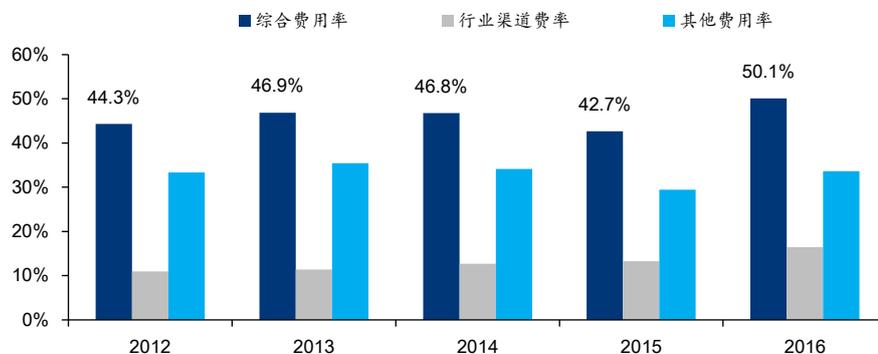
风控模型与措施，精准定价，降低赔付率。自从2015年商车费改允许险企对不同出险率的车主区别定价后，财险公司的赔付率呈现下降趋势。财产保险定价的核心在于对财产损失概率的精算，目前众安在线已经可以通过客户信息计算赔付率，实现个性化定价服务，保险产品定价因人而异。蚂蚁金服保险数据科学实验室于2017年5月推出“车险分”和“定损宝”两项产品，通过AI技术对客户以及保险损失进行快速确定，实现精准定价，快速服务。

管理效率：管理效率提供业绩护城河，持久提供业绩复利

掌控力度划分管理业务，渠道运营双维解析。公司的综合管理费用可以分为两部分，一种为渠道费用，财险公司的渠道费用与市场竞争环境和外部代理人的议价能力有很大的相关性，不完全受公司控制；另一种为其他费用率，主要为公司承保、日常运营，核算，理赔等工作所需费用，保险公司控制力相对较高。我们从渠道费用和其他费用两个角度分析管理费用，分析产险行业管理情况变化。

从管理费用拆分图中可以看出，2016年受商车费改降低行业价格影响，渠道费用和其他管理费率均有不同程度的上升，我们认为其他管理费率增加的驱动因素是保险价格下降，导致管理费用占比相对提高。而保费下降带来的保费市场激烈竞争，推升渠道费用，使其上涨幅度高于其他管理费用，推动综合费用率上升。

图表35：综合费用率拆分

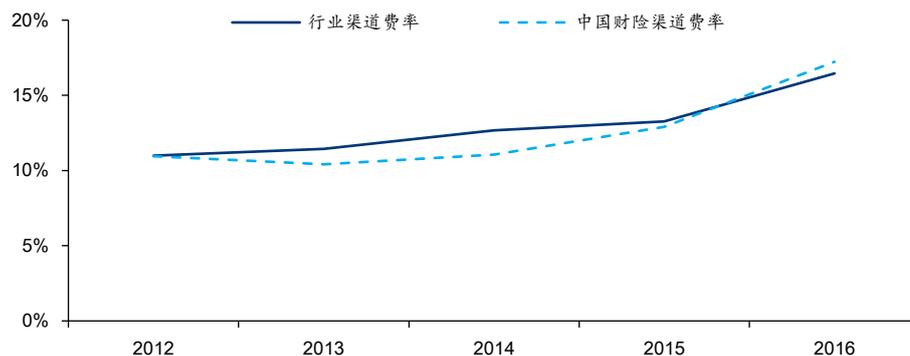


注：1、渠道费用率=渠道费用/已赚保费；2、其他费用率=综合费用率-渠道费用率。

资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

传统渠道的规模效应明显，构筑业绩护城河。财险公司目前主要销售渠道为代理人渠道，以中国财险为例，2017年报披露其拥有1万多个机构网点，超过300个地(市)级承保、理赔/客服和财务中心，2.5万个乡镇保险服务站和近30万个村级保险服务点，乡镇级网点覆盖率达98.94%，构建了城市农村共建共享、线上线下结合的立体化销售服务网络。大型保险公司的传统渠道已基本布局完成，业绩护城河优势明显。新进公司渠道争夺成本较高，大型险企固定成本支出有限，而中国财险2016年受商车费改影响，渠道费率较行业有小幅抬升。

图表36：渠道费率比较



资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

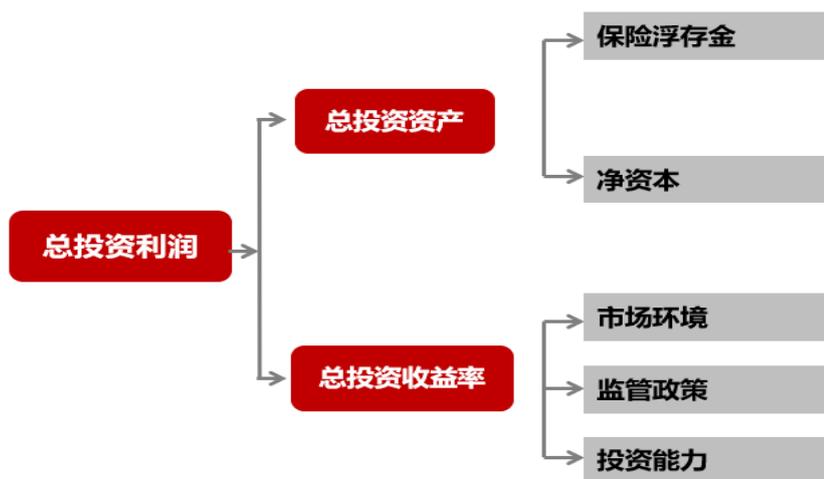
互联网保险突破渠道护城河，增加应用场景。互联网保险以互联网作为产品的销售和理赔的渠道，可以突破原有保险公司设立的渠道护城河，绕过传统渠道建设接触客户。规避了现有保费换市场的困境，有效降低了渠道佣金成本和其他管理成本，提高盈利能力。除拓展现有车险和农险渠道外，互联网保险也让小型责任险和信用险的购买更为方便，拓展新需求，增加应用场景。

投资能力：浮存金推高杠杆，投资管理模式搭建投资能力

投资收益：浮存金与收益率双轮驱动，推高投资收益

投资业务作为保险公司盈利的重要来源，保险公司的总投资收益计算公式为：投资利润=总投资资产*总投资收益率。保险公司的总投资资产分为保险浮存金和净资本，保险浮存金指保户向保险公司缴纳的保费，保险公司的资本结构相对稳定，净资本在一段时间内变化幅度较小，保险浮存金是总投资资产变动的核心因素。总资产收益率为保险公司增值程度的衡量指标，受到市场环境、监管政策和投资能力影响。在影响总投资利润的因素中，保险浮存金和投资能力是由保险公司自主控制，也是影响保险利润的核心因素。

图表37： 投资利润分析框架



资料来源：华泰证券研究所

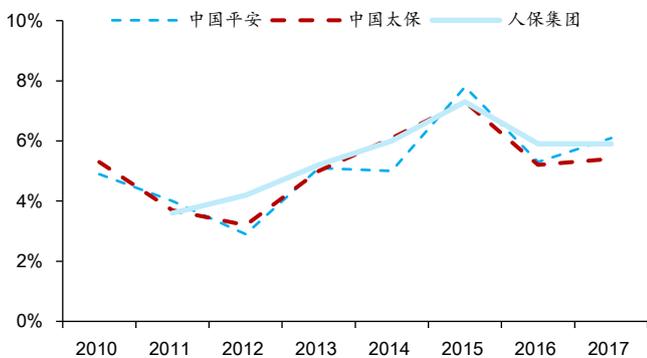
收益率：投资周期贝塔属性明显，产品拓展增加投资灵活度

保险投资模式梳理。保险公司的投资管理模式大体分为保险资产管理公司，委外以及自设投资部的模式。大型保险集团的资产管理公司投资专业，产险资金较为确定，投资范围不只局限于短期投资。在稳健投资限制下，各公司的收益差别较小。委外即公司将自身的投资资金委托给外部资产管理公司管理，实现广泛的资产配置和相对较高的投资收益。保险公司自设投资部方便公司进行保险资金投资，增加对资金的掌控度。

经济周期影响所有因素，投资能力提供持续竞争优势。大型保险公司的投资管理受宏观市场影响较深，总体投资收益率同向波动。良好的投资管理表现来自于投资团队的资产配置和择时能力，延续性较高。从平安、太保、人保的投资收益来看，各保险资管收益走势较为趋同，收益率受市场环境的影响，同向波动。受投资能力的影响，投资收益率领先的保险集团投资表现具有延续性，从图中可以看到中国平安在多数年份总投资收益率居于前列，显示出较强的投资管理能力。

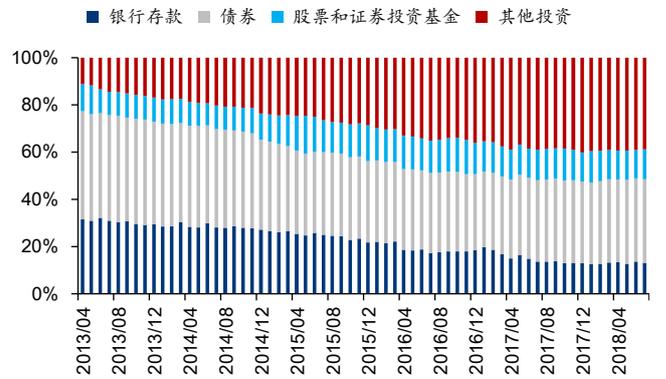
固定收益类比重下降，另类资产投资比重增加。随着保险资产管理规模的增加，资产配置更为广泛灵活，在保证收益的同时，增加高收益资产的配置，保险资管与实体经济关联度大大加深。从保险资金运用余额上来看，截至2018年5月，银行存款和债券等固定收益产品占行业总资金运用余额约为49.17%，股票和证券投资基金占比合计为12.38%，其他投资的占比增加到39.35%。其他投资包括ABS等偏固定收益类产品，还包括股权投资，母基金，不动产等类别资产，投资更为广泛均衡。

图表38：上市保险公司投资收益率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表39：保险行业资金投向占比



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

投资监管：监管重心调整，扩品种紧风险

监管多管齐下，扩品种紧风险。监管对于保险投资监管方式主要表现为扩品种紧风险。以ABS为例，监管部门发布一系列法规，逐步放宽对保险资管从事资产支持证券业务的限制，投资品种范围进一步扩展。在扩大投资品种的同时，监管注重对保险资管风险的控制。2016年保监会加紧对保险资金运用的监管，涉及到保险资金对大额未上市股权和大额不动产投资的规范、组合类保险资产管理产品业务监管以及保险资金股票投资监管规范。进一步规范了保险投资行为，防止系统性风险的发生。

图表40：保险资管资产证券化法规汇总

法律	时间	部门	内容
《关于保险资金投资有关金融产品的通知》	2012年10月	保监会	1. 提出项目资产支持计划，以满足保险资金配置需求。 2. 允许保险资金投资信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划。
《项目资产支持计划试点业务监管口径》	2014年7月	保监会	1. 保险资产支持计划引入试点阶段。 2. 规定限定了基础资产范围为信贷资产、金融租赁应收款、股权资产。
《资产支持计划业务管理暂行办法》	2015年8月	保监会	3. 禁止简易结构两层或多层嵌套，确立了逐单审批制度。 1. 规定对基础资产动态负面清单制度。 2. 执行基础资产穿透原则。 3. 确定了保险资管SPV具有信托的性质。

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

翘首展望：多维度格局转变，触发增长新动力

经营格局上，产险的发展重心应有所调整，险企需将资金由现金牛业务转向问题业务，由粗放型向精细型转变，创造新的增长极。车险一险独大的格局有望逐步改善，业务重点有望聚焦微笑曲线两端，通过产品创新提升独特优势。投资格局上有望日趋规范，专业化的运作模式有望成为持续的增长动力。公司格局上，大型保险集团布局较早，规模优势构筑业绩护城河，科技赋能金融有望迸发新的生命力。

经营格局：多维度提升，优化可期

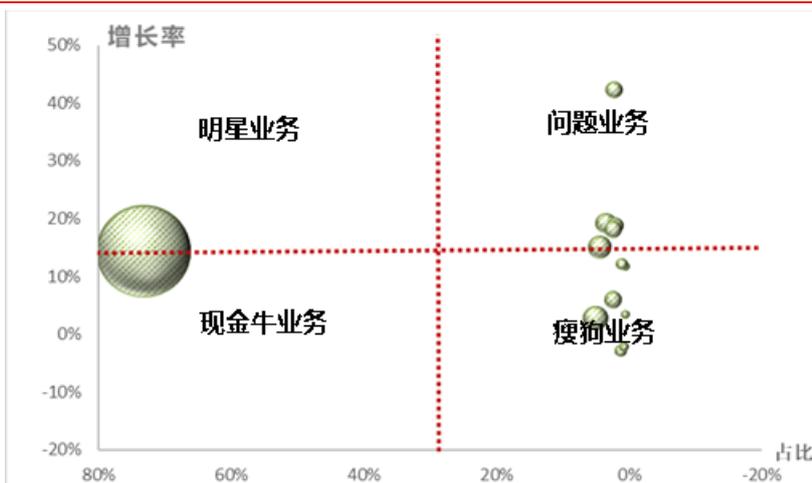
发展格局：发展重心调整，粗放型向精细型转变

采用波士顿矩阵，发展速度和业务占比双维度划分业务。我们从产险整体行业角度，从现有保险发展速度和业务占比两个维度，套用波士顿矩阵分析保险现有发展模式。根据2012-2016年中国保险年鉴数据，发展指标设为五年间年化复合增长率，占比指标设为五年间业务总量占总产险收入比例，增长率的分界线是统计范围内财险的年化增长率13.9%，根据险种分布情况将占比的分界线定为30%，将中国的保险业务分成明星业务，现金牛业务，问题业务和瘦狗业务四大模块。

深耕问题业务，拓展蓝海市场。从业务分析中可以看到，车险、责任险、保证险、农险、短期健康险和意外伤害险增长速度高于整个财产保险产业的增长速度。其中车险业务发展成熟，处于红海市场，为产险公司提供相对稳定的保费收入来源。目前中国机动车增速下降，车险行业收入增速下滑明显，业务定位逐渐由明星业务转向现金牛业务。处在问题业务模块的责任险、保证险、农险、短期健康险和意外伤害险，增长较快，对精算和行业布局的壁垒较高，处于新的蓝海市场。

粗放型向精细型转换，创造新的增长极。从中国保险业现状可以看到，目前保险的发展主要针对于现有成熟险种进行价格竞争，各保险公司之间产品差异较小。产险市场供给和需求未能充分匹配，只深耕于车险市场，拼营销和费率水平。信用险责任险等业务模块无法供给充足产品，影响问题业务的发展。我们认为保险公司需要将资金由现金牛业务转向问题业务，为其提供所需要的资金，保险的发展格局从粗放型到精细型转换，创造新的增长极。

图表41：财险业务波士顿矩阵图



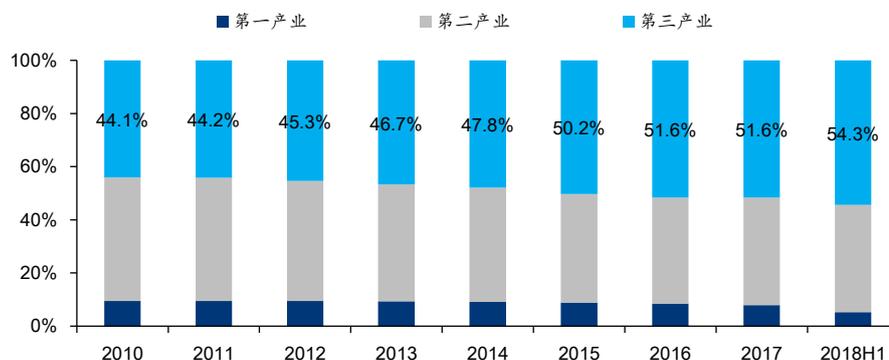
资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

险种格局：车险结构调整，非车险占比增加

车险一险独大，增长率放缓。车险在我国财产保险中占比一直处于高位，支撑起我国财产保险市场的增长。在现有强制险运作模式下，车险的保费增长的内生因素为车险收费价格，外生因素主要为机动车市场的增加。商车费改增加了保险公司的灵活性，客观上降低了保险的价格，减少保费收入。据 Wind 数据披露，截至 2017 年底，我国机动车保有量为 3.1 亿辆，户均拥有机动车 0.65 辆，机动车普及度较高。同期新车销售额也呈现放缓趋势，2017 年新车销售 2894 万辆，增速为 3.6%，在近年来处于较低的位置。费改和机动车数量双因素共振，预计我国未来车险保费将呈现增速放缓，结构调整状态迹象显现。

经济发展催生应用场景，保险意识推动产业发展。随着我国经济的发展，第三产业占比越来越高，截至 2018 年 6 月底，我国 GDP 中第三产业占比为 54.3%。随着第三产业的发展，居民间经济往来更为密切，信用违约风险和责任风险积聚，责任险和信用险等非车险保险需求有了更多的应用场景。责任保险是受保险意识最为显著的保险业务，在经济发展和车险的消费者教育双因素推动下，居民承保意识有望逐渐加强，为财产保险的发展提供更为广阔的空间。

图表42： 我国第三产业占比稳步提高



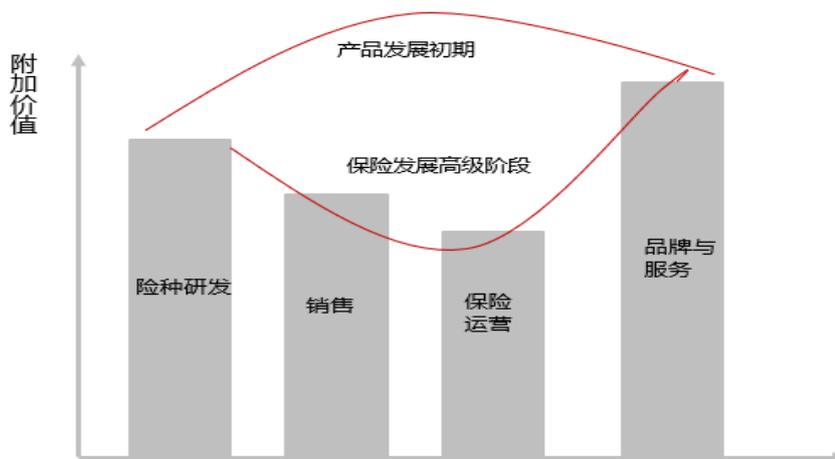
资料来源：Wind，华泰证券研究所

增长动能转变，险种格局重塑。受益于机动车数量的增长，车险市场规模快速发展，成为财产险市场第一大险种。在现有保费续保和机动车数量增长放缓正负双因素影响下，车险规模增速预计放缓，稳步发展。在经济发展和承保意识提高的带动下，财产保险中非车险险种迎来发展契机，需求不断提升。随着车险市场竞争加剧和保险公司精算能力的加强，非车财险的产品供给能力有望进一步提高，需求潜力不断得到释放，动能转换，推动非车险的发展。我们认为未来产险中车险规模将会稳步上升，占比逐渐下降，非车财险种类和数量进一步得到释放，占比不断增加，推动财产险的发展。

产业链格局：占据微笑曲线两端，研发服务驱动盈利增长

发展阶段转换，业务附加值变动。财产保险业价值链和一般产业价值链有一定的共性，包括险种开发、销售、保险运营和保险品牌经营与服务四个部分，也是保险产业价值创造的过程。在保险发展初期，市场规模较小，保险产品供不应求，利用现有成型险种，专注保险销售和运营业务可以给公司带来良好的收益。在保险发展成熟阶段，附加价值随产业链呈微笑形状。随着产险公司增多，产品市场竞争加剧，保险销售和保险运营业务的附加价值降低，险种开发和品牌服务给保险客户差异化服务，更容易占领市场，业务附加值较高。根据瑞士再保险 sigma3 数据，中国大陆 2016 年非寿险保费为 1757.37 亿美元，为第二大非寿险市场。中国车险市场竞争激烈，市场占比较高，保险的发展已经进入相对成熟阶段，需要转换产业链布局，增加附加值，实现盈利的持续发展。

图表43： 保险产业微笑曲线



资料来源：华泰证券研究所

销售运营业务承压，产业链转换需求有望呈现。中国产险行业经过近三十年的发展，产险公司众多，保费竞争激烈，根据中国保险年鉴数据，截至2016年底，行业综合成本率高于100%，过半数的财险企业承保业务亏损。销售和保险运营业务承压，附加价值较低，产险公司将会转变高附加价值业务，增加研发投入，提升品牌和服务意识，为保险公司提供充足竞争力，促进盈利增长。

费率格局：行业趋向均衡，成本控制复利

投资监管趋严，保费换市场难以持续。在激烈的车险市场竞争条件下，保费价格已经处于相对较低的水平，据保险年鉴数据披露，行业综合成本率2012-2016年超过100%，保费下降的空间较小。保险公司风险控制趋于严格，保费投资宽品种紧风险，以保费投资收益来补贴承保保费成本的经营模式难以持续，保费价格存在下限。

保费透明程度高，行业价格趋同。为拓展客户来源，保险公司宣传渠道建设更为成熟，潜在承保客户有多种途径获知不同保险公司报价，行业保费透明度较高。在产品设计和保险公司品牌服务相似的情况下，保险竞争迫使保险行业同险种价格趋于统一。

行业费率趋于稳定，成本控制提供持续增长力。产险行业费率趋于统一后，拥有良好渠道布局和组织管理能力的公司成本率较低，优势明显。良好的成本控制能力内化为公司的核心生产力，持续稳定地为公司提供业绩复利。

产品格局：产品创新增加，定制化服务促进独特优势

价值链提升推动产品创新。伴随着保险公司价值链的转移，保险公司在产品研发上投入加大，刺激和引导现有保险需求，增加保费来源。责任险和信用险等险种设计灵活，需求多样，如众安保险推出宠物险，房贷保和手机意外保险，承接了财产保险需求，促进保费增长。

定制化产品服务频出，客户黏性增加。随着第三产业的发展，经济活动形式更为多样，对于保险的需求种类也不断增加。保险公司在现有保险种类的基础上，针对客户需求为其量身打造保险产品，提供定制化服务就更为重要。如众安保险旗下的“老河沟”保护熊猫费用损失保险，针对老河沟大熊猫保护定制保险产品，补偿大熊猫面临生存威胁时导致的救援费用和因竹子无法食用导致的额外支出的费用。各保险公司可以针对客户需求，在现有保险精算模型基础上，针对客户定制保险产品，增加客户黏性。

投资格局：投资日趋规范，险企资管应势而为

监管格局：宽品种紧风险，制度日趋完善

资管新规推出，保险资金投资监管趋严。大资管新规发布之前，已有多项政策对保险资管业务发展进行了全面的规范，涉及产品设计、资金运用、委托投资、资产负债管理等方面，行业已步入良性规范的发展周期。2018年1月银保监会发布《保险资金运用管理办法》，为行业发展的纲领性文件，进一步明确保险资金投资的主要形式，拓宽投资范围，规定保险资金运用的管理模式，加强风险控制。

限定资产配置比例上限，动态检测风险指标。2014年1月保监会发布《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，系统梳理了现有的比例监管政策，并在整合和资产分类的基础上，形成了多层次比例监管框架，涵盖大类资产监管比例和集中度风险监测比例。

图表44： 保险资管专项投资监管政策

类别	比例限制	备注
大类资管监管比例		
投资权益类资产的账面余额	合计不高于上季末总资产的 30%	账面余额不包括保险公司以自有资金投资的保险类企业股权
重大股权投资的账面余额	不高于上季末净资产	账面余额不包括保险公司以自有资金投资的保险类企业股权
投资不动产类资产的账面余额	合计不高于上季末总资产的 30%	账面余额不包括保险公司购置的自用性不动产
购置自用性不动产的账面余额	不高于上季末净资产的 50%	
投资其他金融资产的账面余额	合计不高于上季末总资产的 25%	
境外投资余额	合计不高于上季末总资产的 15%	
集中度风险监测比例		
投资单一固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产、其他金融资产的账面余额	均不高于上季末总资产的 5%	投资境内的中央政府债券、准政府债券、银行存款，重大股权投资和以自有资金投资保险类企业股权，购置自用性不动产，以及集团内购买保险资产管理产品等除外
投资单一法人主体的余额	合计不高于上季末总资产的 20%	投资境内的中央政府债券、准政府债券和以自有资金投资保险类企业股权等除外

资料来源：财政部，银保监会，证监会，华泰证券研究所

投资模式：投资日趋专业，保险资管占优

市场监管双驱动，保险资管模式占优。随着金融市场的创新发展，金融工具层出不穷，投资更加注重专业化和规模化。受规模和专业程度的限制，保险公司内设投资部的管理模式在专业化运营和市场竞争上存在先天不足，难以适应投资管理专业化和服务多样性的要求。保险公司的外部委托模式难以对资金进行有效控制，资金管理的安全性较差。保险集团下设专业化的保险资产管理公司，不仅有效地增强了保险资金的经营管理能力和投资实力，对保险资金的控制能力也大幅加强。因此，设立专业的资产管理公司是我国保险集团资产管理模式的重要发展方向。

保险资管投资专业，推动公司发展。通过设立资产管理子公司，保险集团保险业务和资管业务相互独立，各司其职，业务分工更为专业。保险公司专注于保单设计和保险销售赔付等业务，通过设立投资协议的形式，委托集团下资产管理子公司投资管理资产。资产管理公司在协议框架内，根据其专业判断对保险资产进行自主投资，具有一定的投资灵活性。保险公司对自身资产的投向与资金应用掌控力加强，资金控制更为灵活。保险公司可以根据自身业务需要，向资产管理公司提出调整资金的投资方向和金额的要求，大大降低了资金风险。独立的保险资管公司明确集团内部分工，加强管理的专业性和工作效率，推动公司发展。

承接第三方业务，成为集团新增长点。保险资产管理子公司不仅可以管理集团保费收入，还能够承接第三方资管资金，为集团提供新的盈利增长点。从国外经验来看，大型保险集团旗下不止设立资产管理公司，还通过入股其他不同投资理念和投资风格的基金管理公司，拓展投资业务范围，增加投资收益。保险集团负责协调集团内部资金安排，控制投资风险。同时集团内部的投资管理体系还积极承接外部第三方业务委托，提供资产管理服务。保险集团的资产管理业务逐渐成为集团的独特优势，是集团新的增长点。

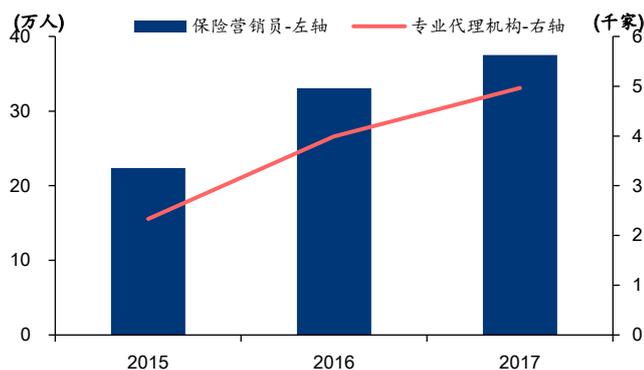
投资管理能力内化，持续增长力。作为财产保险公司盈利的重要来源，投资收益在营业利润中占有较高的比重，根据中国保险年鉴数据，2016年财险行业投资收入占营业利润比例为49.88%，贡献了将近一半的营业利润。在监管趋严，宽品种紧风险的投资环境下，高风险的投资风格难以继续维持，专业的投资管理平台可以覆盖更多投资品种，内化为投资能力，帮助公司获得持续稳定的收益。

公司格局：大险企成本优势，科技险企迸发新生命力

保险集团业务布局早，规模优势构筑业绩护城河

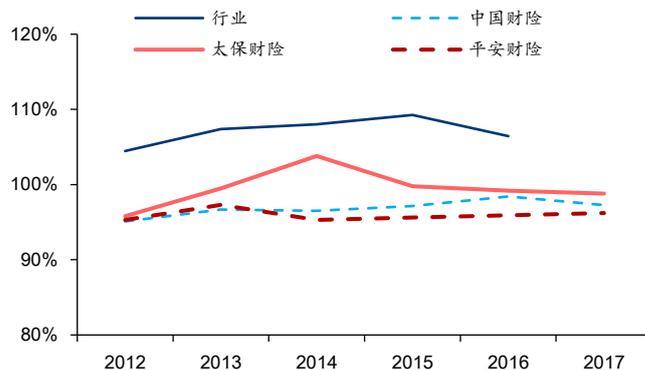
大型保险公司提早布局，成本优势推动行业分化。财产保险的销售、风险监控、认定和理赔直接影响到公司的保险销售规模和用户体验，需要保险公司投入资金搭建公司组织架构，维持组织的高效运营。大型保险公司进入财险公司较早，网点布局完善，各保险业务间协同效应明显。以中国财险公司为例，截至2017年底，中国财险已拥有37.52万保险营销员，4964家保险专业代理机构和2.1万家保险兼代理机构，1.4万家分支机构、服务和销售网点，7.28万名保险销售人员。作为中国最大的财产保险公司，中国财险的渠道布局的规模效应显现，综合成本率远低于行业水平，在大型保险集团中也处于低位。大型保险公司传统保险业务中布局较早，成本优势明显，盈利复利增加竞争优势，推动行业分化。

图表45：中国财险渠道情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表46：大型险企综合成本率



资料来源：中国保险年鉴，华泰证券研究所

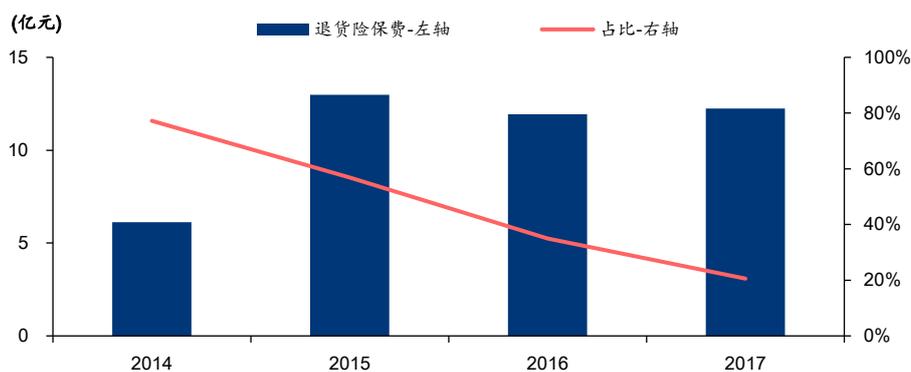
互联网险企拓展高配碎片化市场，或将引发深层次变革

网上保险超市形式，降低成本增加客户黏性。分销渠道是保险价值链中最容易被互联网冲击的领域，与传统的分销渠道相比，数字化分销渠道销售成本较低。线上保险超市的模式可以利用定制化策略，提供多种营销产品，将保险产品的选择权由保险公司主导转向客户需求主导。在低廉的渠道费用下，量大价低的高频碎片化保险产品迎来发展空间，成为互联网保险公司业务优势所在。

海量数据构造用户画像，实现精确定价。在传统保险领域，由于数据和计算能力有限，保险公司无法对客户信息进行全面挖掘。随着科技的发展，人们在电商和社交留下了海量的数据，而非结构化数据处理识别能力的提高也让保险公司精准识别客户画像提供了可能。个人数据的可度量性和可获得性让保险公司摆脱原有基于集群风险定价的模式，而是根据个人风险进行模型的测算，提供报价。从而为快速设计保险品种，挖掘用户需求提供了可能性。

科技公司深度布局险企行业，已进入车道。中国互联网科技公司布局保险行业，对行业的冲击已经开始显现。2013年，平安与腾讯、阿里共同发起众安保险，以退货险为进入市场契机，据年报披露，2017年保费收入已经达到59.54亿元，已发展为国内最大的互联网保险公司。蚂蚁金服旗下的定损宝已进入应用阶段，通过AI给车险定损，简化车险定损流程。2018年7月24日，京东入股安联财险，持有其30%股份，又一家科技公司进入保险赛道。科技公司进入保险领域，改变了保险渠道格局，为保险精算模型，定价，以及产品设计增加了更多的可能性。

图表47：众安在线退货险保费收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

沙场点兵：禀赋差异塑市场，八仙过海显神通

中国财险：规模赋能，铸就险企龙头

财险行业龙头，保费规模快速发展

中国财险已赚保费规模从2009年的933亿元上涨到2017年的3097亿元，年化复合增长率为16.18%。截至2018年6月，公司原保费收入占财险市场34%，高出第二名平安产险14pct，维持财险行业龙头位置。受商车费改等不利因素影响，2016年公司已赚保费增速由2015年的15.5%下降到10.7%，业绩承压。公司积极适应外部环境变化，调整业务布局，2017年保费增长恢复到14.6%，快速发展。

图表48：中国财险已赚保费逐年增长

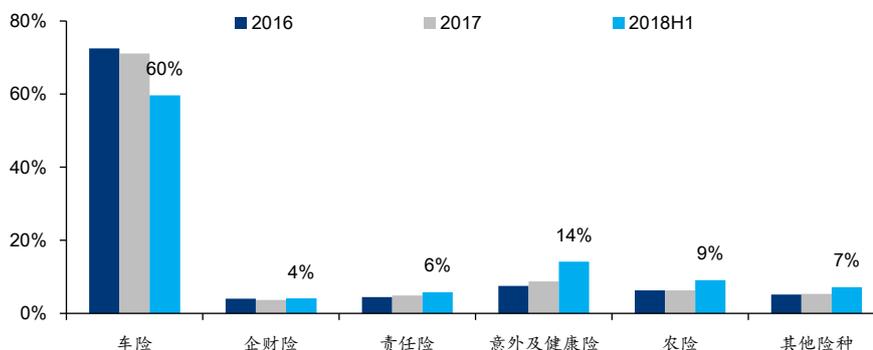


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

多险种共同发展，车险农险优势明显

车险增速放缓，非车险种增长迅速。据公告披露，公司1H18原保费收入为2052亿元，同比增长14.2%；其中车险收入1224亿元，同比增长3.9%，受新车销量减少和商车费改压力影响，车险销售收入占比下降到60%。非车险种增长迅速，意外及健康险、责任险和农险均保持了30%以上的增速，在财险中占比上升，提振财险发展。中国财险广泛布局，抓住责任险产品安全保险和商业健康险发展契机，创新农险品种，实现增长动能转换。

图表49：非车险种占比提升



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

渠道护城河稳固，规模效应带来长久优势

受益于良好的管理能力，中国财险承保和投资收益高于行业。渠道优势构建起保费护城河，推高已赚保费规模和浮存金规模，推高承保杠杆和投资杠杆，放大经营和投资利润。受益于良好的渠道控制能力和对商车费改影响的适应，中国财险的综合资金管理率 2017 年下降 1.16 pct，有力的增加了承保利润。随着中国财险险种布局日趋均衡，进入保费竞争激烈度底的非车险种，综合成本率有进一步下降的趋势。

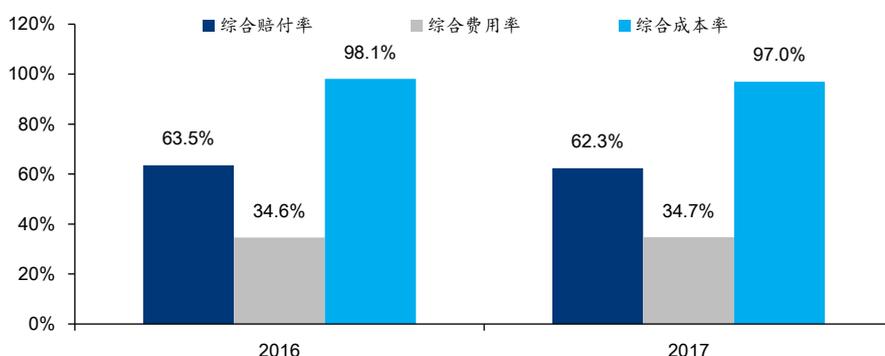
图表50： 中国财险业务拆分

	总投资收益率	承保利润率	承保杠杆	投资杠杆	ROE
2015	5.7%	3.5%	2.24	3.16	18.4%
2016	4.6%	1.9%	2.27	3.18	13.6%
2017	4.3%	3.0%	2.32	3.12	14.9%
16年行业中位值	2.5%	-5.2%	0.79	2.54	-8.41%

注：1、ROE=（总资产投资收益率*投资杠杆+承保利润率*承保杠杆）*（1-税率）；2、税率采用当年实际税率。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表51： 中国财险综合成本率



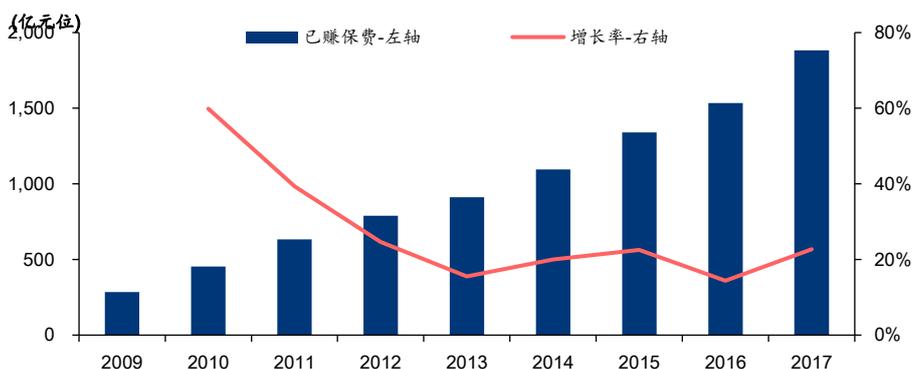
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

平安财险：科技赋能，多维布局协同增长

非车险优先布局，促进保费增长

平安财险已赚保费规模从 2009 年的 284 亿元上涨到 2017 年的 1882 亿元，年化复合增长率为 26.65%。平安财险中报披露 1H18 原保费收入占财险市场 20%，在财险行业排在第二位。中国平安财险采用科技和转换布局的方式增加发展动能，2017 年保费已赚保费增速为 22.7%，同比增加 8.3pct，保费实现快速发展。

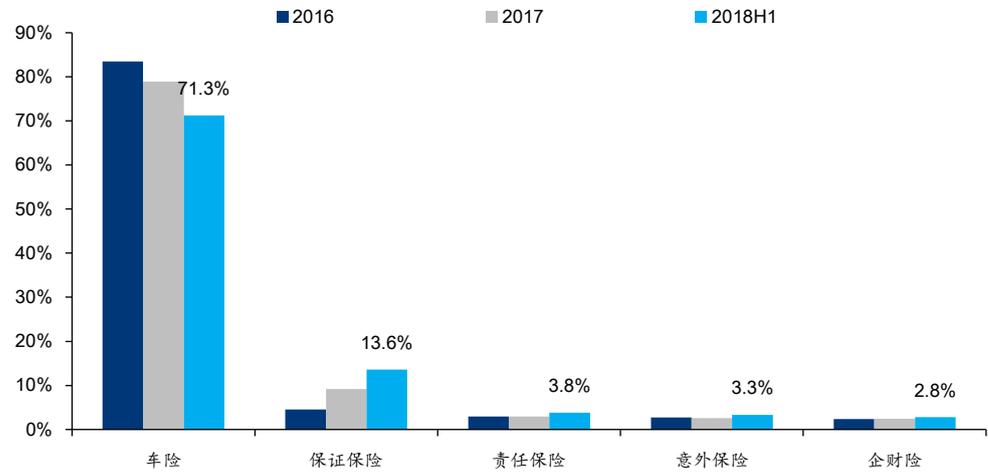
图表52： 平安财险已赚保费逐年增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

车险占比下降，保证险优势明显。平安产险中报披露 1H18 原保费收入为 1188.78 亿元，同比上涨 14.9%，其中车险原保费收入增加 5.6%，综合成本率上升 0.1pct。保证险原保费收入同比增长 69.8%，占比为 13.6%，成为平安财险第二大险种。同时保证险市场竞争较小，平安的保证险业务综合成本率为 87.5%，处于蓝海市场，有力的提振公司承保利润。

图表53： 平安财险各险种原保费收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

科技融入业务，降低管理费用

平安财险利用科技处理日常活动，增加管理效率，有效地压低了综合费用。受益于平安财险良好的精算能力和保证险种的低赔付率，综合成本率较低，为其经营提供持续竞争力。平安产险广泛布局，为其保费投资提供良好的收益率，高承保利润率和总资产投资收益率在净杠杆放大，助力盈利增长。

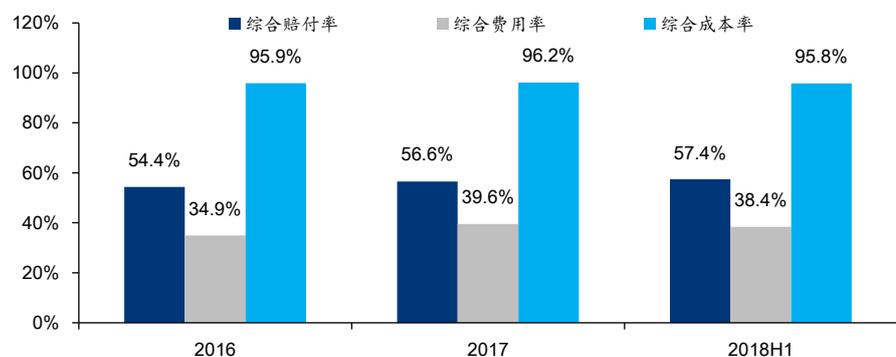
图表54： 平安财险 ROE 拆分

	总投资收益率	承保利润率	承保杠杆	投资杠杆	ROE
2015	6.5%	4.4%	2.30	2.63	20.42%
2016	4.8%	4.1%	2.51	3.11	19.86%
2017	5.3%	3.8%	2.82	3.28	20.53%
16年行业中位值	2.5%	-5.2%	0.79	2.54	-8.41%

注：1、ROE=（总资产投资收益率*投资杠杆+承保利润率*承保杠杆）*（1-税率）；2、税率采用当年实际税率

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表55： 平安财险综合成本率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

太保财险：险种赋能，深化融合优化结构

市占率维持稳定，增长动能有提升空间。太保财险已赚保费从2010年的349亿元上涨到2017年的890亿元，年化复合增长率为14.31%，与行业前两位相比增长动能有一定的提升空间。太保财险中报披露1H18原保费收入占财险市场10.03%，在财险行业排在第三位，市占率整体维持稳定。

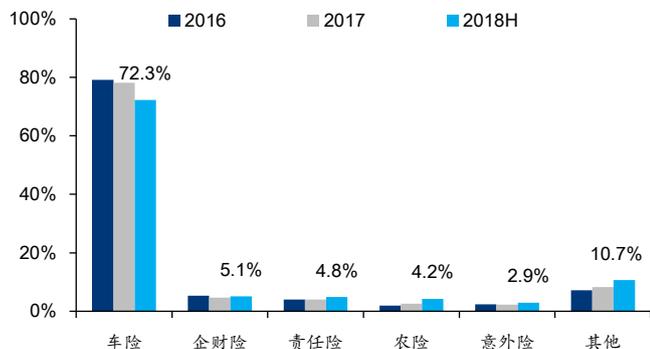
图表56：太保财险增长动能有提升空间



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

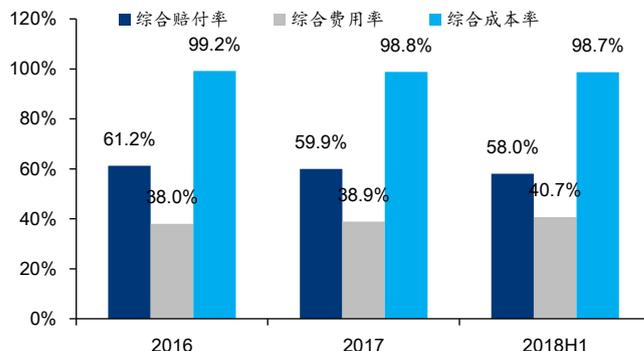
非车险占比提升，农险优势突出。太保产险中报披露1H18原保费收入为607亿元，同比上涨15.6%，其中车险原保费收入增加10.1%，非车险保费同比大幅提升33.1%。综合成本率下降0.1pct至98.7%。非车险中的农险和保证险大幅增长，分别同比提升63.6%和219.8%。借力安信农险业务优势，着力农险产品创新，深化融合发展，农险综合成本率94.2%，推动业务质态持续改善。

图表57：太保产险各险种原保费收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表58：太保产险综合成本率优化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风险提示

- 1、市场波动风险。公司利差来源主要是保费成本与投资收益差额，资本市场大幅波动可能带来险企投资收益急剧下降，投资端可能出现负增长甚至亏损，进而影响险企利润；
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。利率下行可能缩窄利差空间，进而影响会计利润；
- 3、政策风险。保险行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏；
- 4、技术风险。当前保险行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现；
- 5、消费者偏好风险。保险产品作为消费品，与需求端关系密切，保费收入若不及预期，可能导致整体行业业绩下滑。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com