

证券研究报告

2021年05月18日

行业报告 | 行业深度研究

保险

龙头险企的COR相较行业的优势正在扩大!

作者:

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号: S1110518110003

联系人 周颖婕

联系人 舒思勤



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级: 强于大市 (维持评级)

上次评级: 强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

财险行业盈利模式清晰、赛道具备独特优势，但目前处于周期底部：

- 财险盈利模式简单清晰且稳定，优秀财险公司业绩确定性及其可持续性较强，具备长期投资逻辑；
- 财产险周期主要受监管政策、商车费改进程、新车销售、非车险新险种推出等因素的影响。2020年9月车险综合改革推进，财险进入调整周期；但存在预期差的点在于，强监管环境下，费用下降程度超预期，且龙头公司体现出更明显的优势，阶段性COR低于市场预期。

目前市场对车险改革过度悲观，存在三大预期差：

- **保费角度：**新车销量回暖叠加投保率提升，车险保费降幅小于车均保费降幅；
- **成本角度：**费用率下降的程度或超过市场预期，源于监管“常态化”趋严，且在“75+25”的统一费用管控后，中小保险公司价格优势收敛，大公司品牌优势更为明显；
- **格局角度：**随着中小公司因现金流压力、偿付能力充足率压力逐步退出车险市场（承保利润率很薄，必须形成规模效应），龙头公司将凭借对车险产业链的深度把控，及数据、定价、服务等优势进一步提升市场份额。

投资建议：中国财险当前估值为0.8XPB（MRQ），处于估值底部，我们判断，当前估值低位主要源于车险改革后市场对综合成本率的悲观预期，若后续验证公司的承保盈利性，估值有望恢复。

风险提示：财务口径的综合成本率逐步反应车险综改的影响；中小保险公司退出市场的程度不及预期；非车险业务的赔付率波动较大。

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)			P/E		
02328.HK	中国财险	7.58	买入	1.10	1.26	1.40	6.89	6.02	5.41

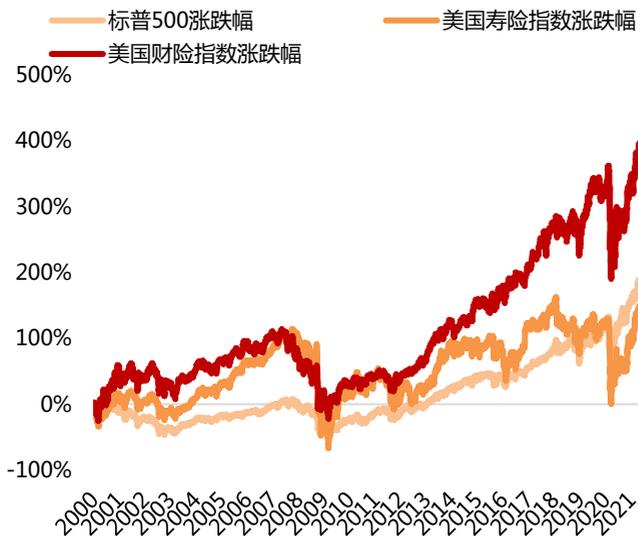
目录

1、	财险盈利模式及周期性	4 页
2、	车险费改历史复盘	8 页
3、	当前市场三大预期差	12 页
4、	中国财险业务概况	22 页

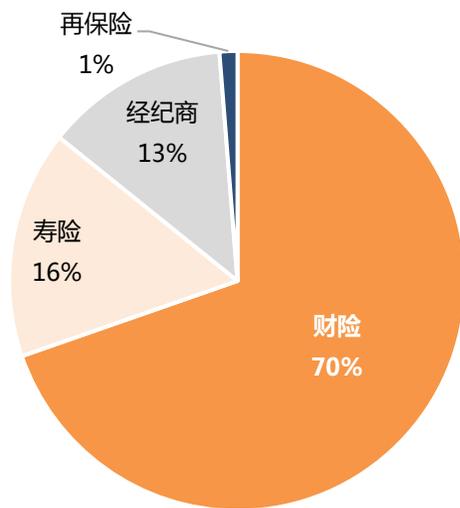
1.1 盈利模式：海外牛股聚集，业务模式有其独特优势

- 海外财险大牛股聚集，核心在于财险盈利模式简单清晰且稳定，优秀财险公司业绩确定性及其可持续性较强，使其具备长期投资逻辑。美股财险表现卓越，显著跑赢寿险指数及大盘，并孕育出伯克希尔哈撒韦、丘博保险、前进保险、旅行者集团等大牛股。
- 财险VS寿险：经营成果体现在当期损益，负债端不存在时间刚性价值成本、投资端“浮存金”赚取投资收益；且利率风险更小，利率下行期业绩可控度更高。
- 财险VS银行：大型财险在大部分年份的负债端成本为负，即无需资本即可获得保险负债，且不存在坏账风险。

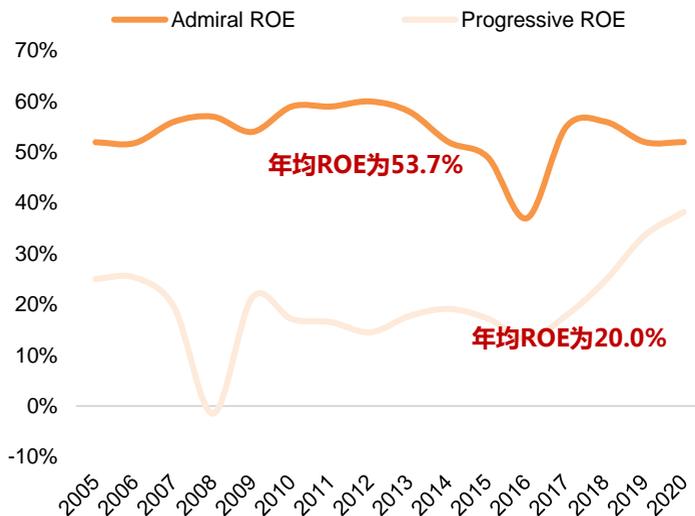
图：美国财险股显著跑赢寿险股及大盘



图：目前美国上市保险公司以财险为主



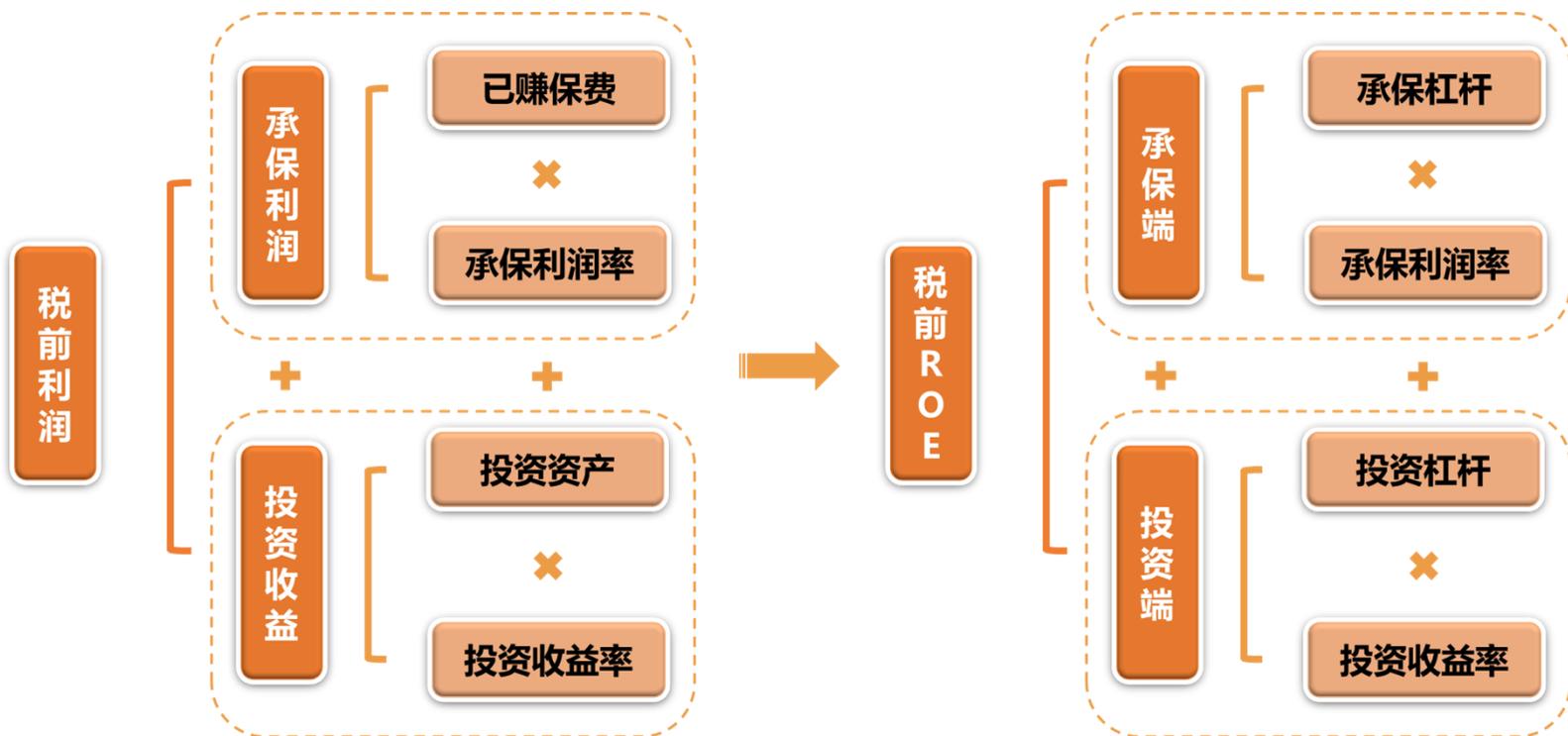
图：美国龙头财险公司的ROE水平



1.1 盈利模式：ROE由保费增速、综合成本率、投资收益率驱动

- 我们认为，财险赛道具备其独特的优势：1) 承保角度：业务普遍为一年期，承保盈亏直接反应在当期损益，而财险龙头竞争壁垒较高（对销售端和服务链条的控制力），基本可保障承保盈利；2) 投资角度：负债端产品滚动投保的过程中产生“浮存金”，在负债端资金成本为负的前提下，投资端将获取可观投资收益；3) 业绩角度：财险模式低负债成本叠加“浮存金”的投资杠杆，助力财险公司实现高ROE及业绩复利增长。与其他金融子行业（寿险、银行）相比，财险受长端利率走势和宏观经济变动影响较小，负债端具有明显的低成本优势。

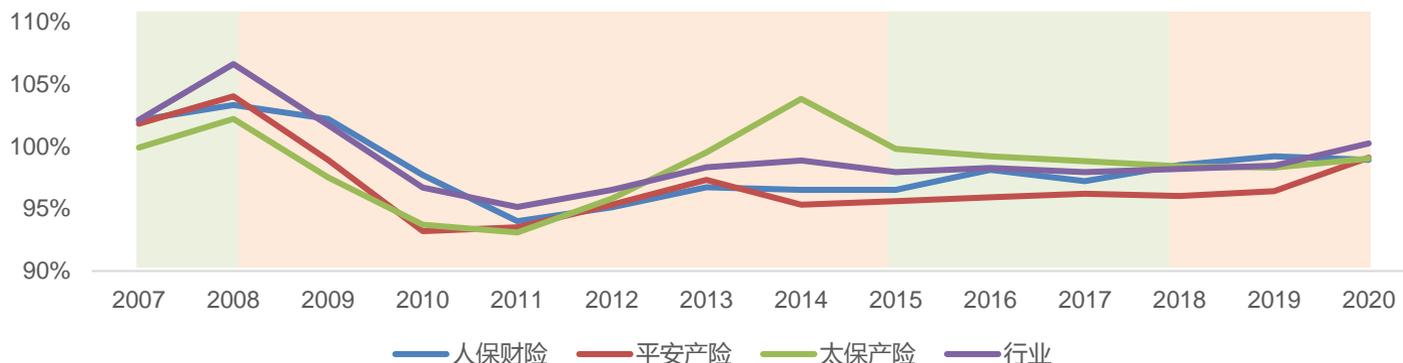
图：财险行业公司的盈利来源以及ROE拆分



1.2 周期性：财产险行业的周期性显著

- 财产险周期（承保利润）主要受监管政策、商车费改进程、新车销售、非车险新险种推出等因素的影响。当监管对于费用竞争管控加强，商车费改无推进，新车销售改善，非车险新险种推出时，财产险进入上升周期。
- 2020年9月开始，车险综合改革推进，财险进入调整周期；**但存在预期差的点在于，强监管环境下，费用下降程度超预期，且龙头公司体现出更明显的优势，阶段性COR低于市场预期。**

图：财险行业综合成本率（承保盈利性）呈现周期性



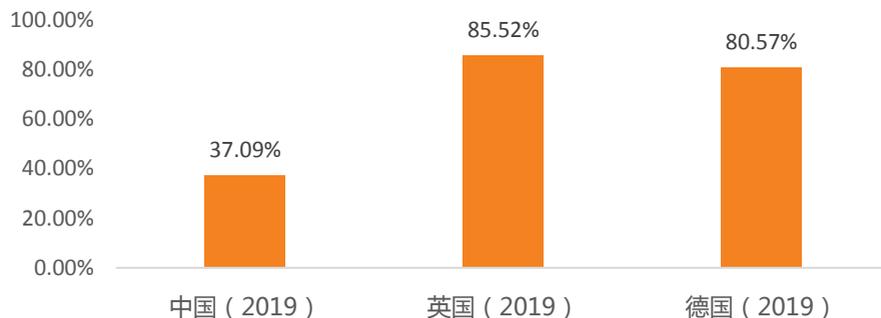
表：财险行业周期

轮次	周期	时间区间	市场特点
1	调整期	2003-2007	第一次商车费改启动，监管放松，行业费用竞争加剧导致了2006年行业的整体亏损。
2	扩张期	2008-2015	商车费改终止，车险统颁条款，监管2008年发布“70号文”扼制竞争并整治乱象，行业走出亏损阴霾并恢复盈利；产险行业保费增速较高。
3	调整期	2016-2018	二次商车费改启动，车险的车均保费不断下降；费用率上升，所得税率大幅上升；产险保费增速下降，但分化加剧。
4	扩张期	2019-2020	监管从2019年初开始严格限制费用竞争，严格执行“报行合一”；税收政策优化，所得税率下降；非车险保费增速高，农险、责任险迎来机遇期。
5	调整期	2021-	车险综合改革实施带来车均保费的下降及COR的抬升，未来保费和盈利呈向龙头集中的趋势。

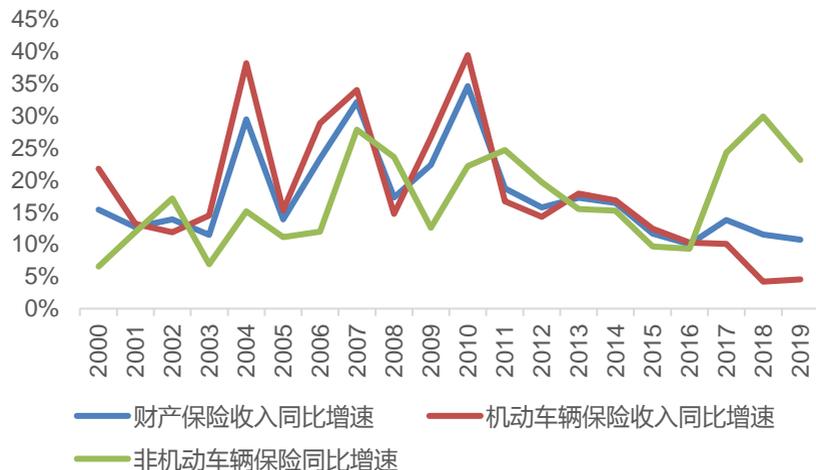
1.2 周期性：车险增速放缓、非车险成为重要增长极

- 近年来财险行业增长动能发生转化，2017年来车险增长放缓，财险保费增长由非车险高速增长带来。但对比海外，目前非车险的占比仍然较低。
- 展望未来，汽车存量市场趋于饱和，车险综合改革降低车均保费，预计2021-2022年车险保费将下滑；非车险尤其是责任险、农险等将成为未来财险行业的保费增长的新增长极。

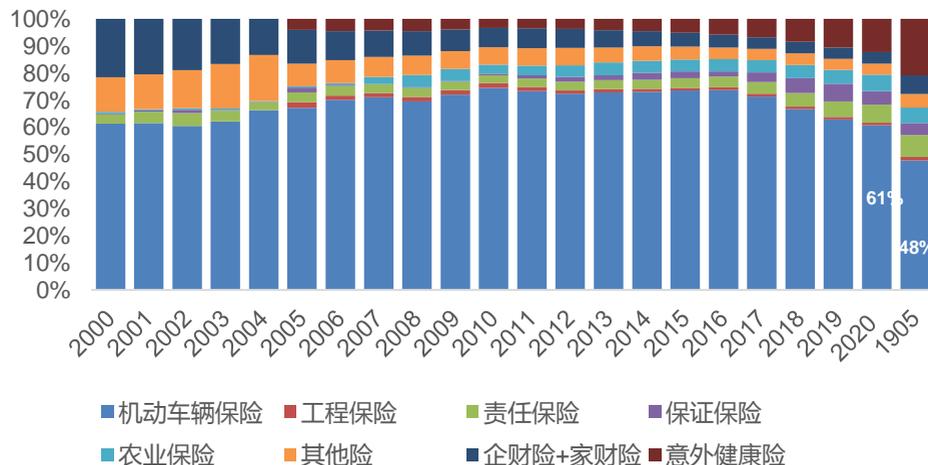
图：非车险占比的国际比较



图：财险行业保费收入同比增速



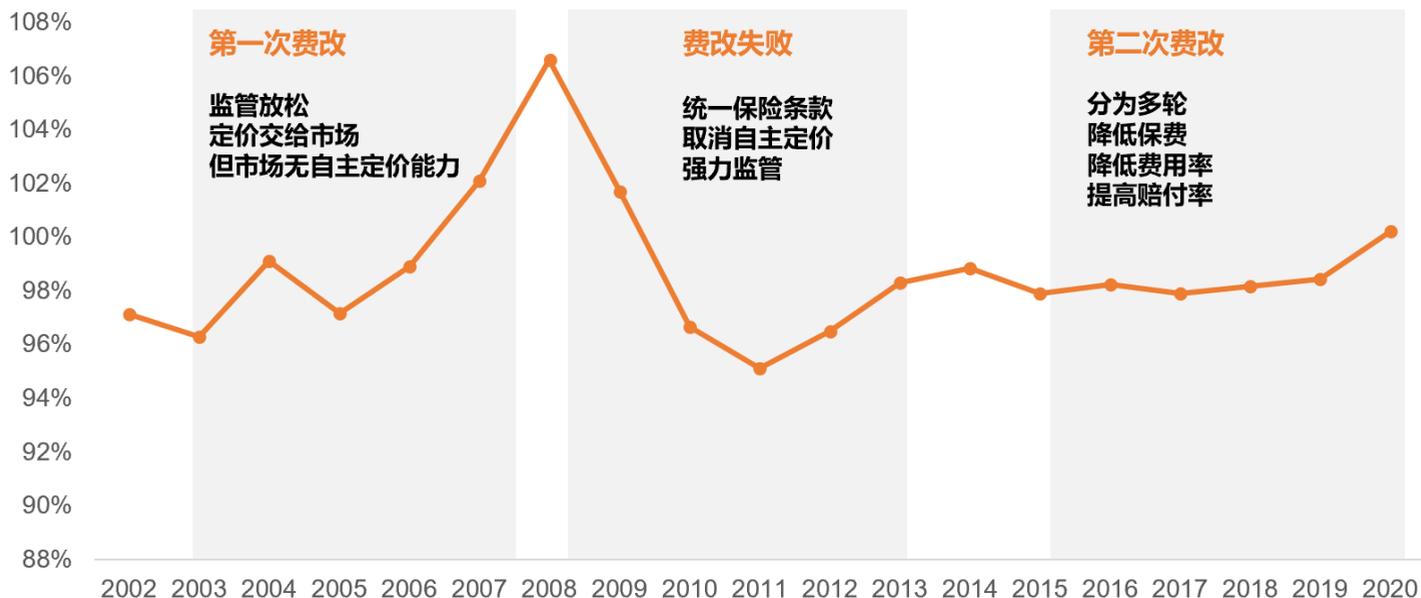
图：行业分险种保费收入占比



2.1 车险费改历史复盘——第一次费改

- 中国车险费率市场化改革大致可分为三个阶段：第一次车险费率市场化改革阶段（2003-2006）、车险统颁条款时代与改革准备期（2006-2015）、深化商车费改阶段（2015年2月至今）、车险综合改革新时期（2020年9月至今）。其中第三阶段又可细分为一次费改、二次费改、三次费改及后续及车险综合改革。
- 2003年开启第一次商业费改：取消全国统颁条款和费率，保险公司自主制订车险费率，监管部门审查备案。但改革结果与目标背道而驰，保险公司在缺乏定价能力的情况下，进行恶性价格竞争，保费费率快速下降，综合成本率快速上升，行业陷入亏损。监管严查数据真实性、希望达到控费的效果，但没有从根本上解决问题。
- 2006年费率市场化终止，第一次费改失败：2006年3月，监管管制费率，严格上下浮动限制，亏损逐步消除。

图：车险改革历史复盘（各个费改阶段的综合成本率情况）



2.2 车险费改历史复盘——第二次费改

- 2015年启动第二次商车费改：深化商车费改阶段又可细分为一次费改、二次费改、三次费改及后续。
- 一次费改的影响：1) 第一次商车改革试点全国铺开以来，商业车险车均保费较改革前下降8%。2) 2016年车险行业COR为99.1%，同比-0.3pct；以人保为例，车险COR+0.6pct，其中费用率+1.6pct，赔付率-1pct。
- 二次费改的影响：1) 2018年，全国商业险单均保费为3220元，同比降低9.4%。2) 2017年车险行业COR为99.0%，同比-0.1pct；以人保为例，2017年车险COR-0.3pct，其中费用率+0.3pct，赔付率-0.6pct。

图：车险改革历史进展

发展阶段	发布时间	地区	发布机构	文件名称	主要内容	
第三阶段	一次费改	2015.2	全国	保监会	《关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见》	建立健全科学合理、符合我国国情的商业车险条款费率管理制度。
		2015.6	广西、陕西等6地)	保监会	《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》	✓ 确定计算公式，引入无赔款优待系数因子： 商业车险保费=基准纯风险保费 / (1-附加费用率) * 无赔偿优待系数 * 自主核保系数 * 自主渠道系数 (* 交通违法系数)
		2016.1	安徽、天津等12地)			✓ 基准纯风险保费和无赔款优待系数费率调整方案参照中国保险行业协会拟定的费率基准执行，附加费用率预定为35%。
		2016.7	全国			✓ 保险公司可以自主调整核保系数和渠道系数，全国范围内除深圳外[0.85-1.15]，深圳[0.75-1.25]
	二次费改	2017.6	全国	保监会	《中国保监会关于商业车险费率调整及管理等有关问题的通知》	✓ 二次商车费改：下调双系数下限，降低商业车险费率水平 • 深圳：自主核保系数[0.70-1.25]，自主渠道系数[0.70-1.25] • 河南：自主核保系数[0.80-1.15]，自主渠道系数[0.75-1.15] • 广西等8地：自主核保系数[0.75-1.15]，自主渠道系数[0.75-1.15] • 其他：自主核保系数[0.85-1.15]，自主渠道系数[0.75-1.15] ✓ 对费用率和未决赔款准备金提转差率的监管进一步加强，限制保险公司在渠道端的过度投入，抑制费用率的提升。 开启“三率”阈值监管的模式：三率 (COR、费用率、准备金提转差率) 不超过历史三年平均值

2.2 车险费改历史复盘——第二次费改

- **三次费改的影响：**1) 市场主体费用投入力度进一步加大，费用竞争越加激烈，2018年费用率达到费改以来最高水平，使得行业车险COR接近100%。2) 2018年8月开始，行业开始实行报行合一，2019年行业车险盈利水平为费改后最佳水平，预计源于费用率的大幅下降。
- **广西、陕西、青海全面放开定价的影响：**对保险公司而言，赔付率、费用率、利润率和价格联动，车险经营管理的基本逻辑发生了改变。试点后，陕西商业车险新产品车均保费较改革前下降51.1%，其中家用车车均保费较改革前下降60%。截至2019年8月末（试点一年时间），陕西商业车险签单数量同比增长16.5%，商交投保率从改革前的56%上升到70.2%，商业车险的车均保额由改革前的48.4万元上升至102.9万元，同比上升112.6%，同时，车险综合成本率从改革前的100.49%下降至99.01%，其中综合费用率从改革前的49.61%下降至29.49%，下降20.12pct；综合赔付率从改革前的50.88%提升至69.52%，提升18.64pct。

图：车险改革历史进展

发展阶段	发布时间	地区	发布机构	文件名称	主要内容
第三阶段 三次费改	2018.3	四川等7个地区	银保监会	《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》	✓ 再次下调双系数下限： <ul style="list-style-type: none"> 四川：自主核保系数[0.65-1.15]，自主渠道系数[0.65-1.15] 山西等5地：自主核保系数[0.70-1.15]，自主渠道系数[0.70-1.15] 新疆：自主核保系数[0.75-1.15]，自主渠道系数[0.75-1.15]
	2018.4	广西、陕西、青海	银保监会	《关于开展商业车险自主定价改革试点的通知》	试点自主确定调整系数，试点期一年
	2018.5	试点地区	银保监会	《关于商业车险自主定价改革试点地区费率方案报送有关要求的通知》	附加费用率不得超过35%，低于35%应进行解释说明
	2018.07	全国（除广西、陕西、青海）	银保监会	《关于商业车险费率监管有关要求的通知》	报行合一：要求保险公司提前报备费用计划，实际费用率不得超过报备费用率
	2019.01	全国	银保监会	《关于进一步加强车险监管有关事项的通知》	进一步加强对车险条款费率、公司财务数据的监管，严谨通过给予保险合同约定以外的利益或虚列其他费用套取手续费变相突破报批手续费率水平。

2.3 车险费改历史复盘——车险综合改革

- 2020年9月19日，开启车险综合改革：9月19号正式实施的车险综合改革以“保护消费者权益”为主要目标，短期阶段性目标为“降价、增保、提质”。
- 车险综改后，行业车险保费规模下降，赔付率上升，费用率下降，COR有抬升的压力。

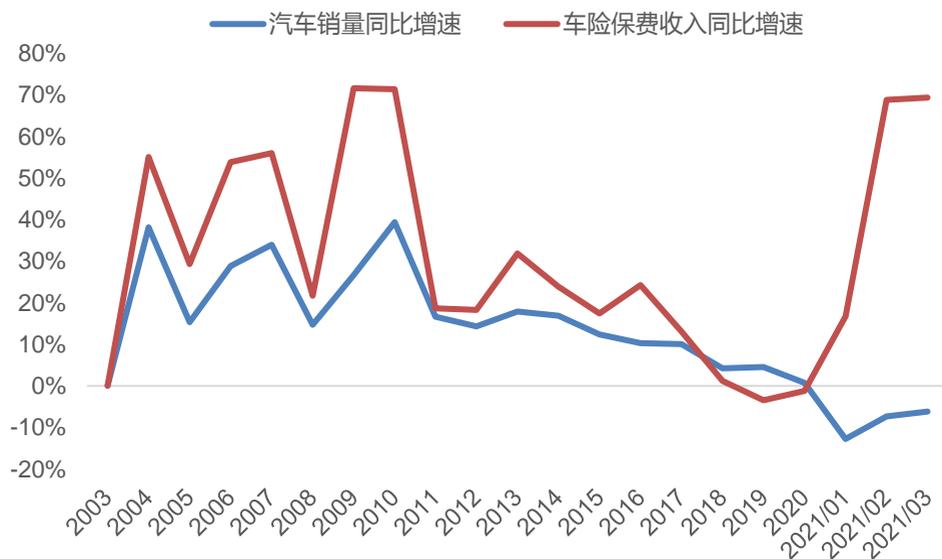
图：车险综合改革内容

改革项目	具体内容
交强险改革	提升责任限额，提高对未发生赔付消费者的费率优惠幅度
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 将交强险总责任限额从12.2万元提高到20万元；无责任赔偿总限额从1.21万提高至1.99万 ✓ 在道路交通事故费率调整系数中引入区域浮动因子，浮动比率中的上限维持30%，下限从-30%扩大到-50% 	
分析： 此项改革预计将压缩交强险的盈利空间	
商车险改革	降低费率提升赔付率，扩大责任范围
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 附加费用率上限从35%下调为25%，预期赔付率上限从65%提高至75%。经测算，在基准纯风险保费不变的情况下，此变化将带来基准保费下调约15% ✓ 将“自主渠道系数”和“自主核保系数”整合为“自主定价系数”，第一步将浮动范围定为【0.65-1.35】，后续将适时完全放开定价系数。 ✓ 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 ✓ 在基本不增加消费者保费支出的原则下，拓展商车险保障责任范围，增加了机动车全车盗抢、玻璃单独破碎、自燃、发动机涉水、不计免赔率、无法找到第三方特约等。删减容易有争议的免责条款，如交通事故责任免赔率、无法找到第三方免赔率等免赔规定。 	
分析： 1、商车改革将带来商车险保费的降低和赔付率的上升，且赔付率上升的幅度预计高于费用率的下降，所以COR也将有提升的压力。 2、尽管车险自主定价系数范围为[0.65 - 1.35]，但为防范恶性竞争，各地监管机构目前对自主定价均值有相应要求，也就是说，险企并不能给所有客户都报最优价。	
其他改革	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 商业三责险责任限额从5万—500万元提升到10万—1000万元 ✓ 丰富商车险产品，如新能源车险、驾乘人员意外险、机动车延长保修险等

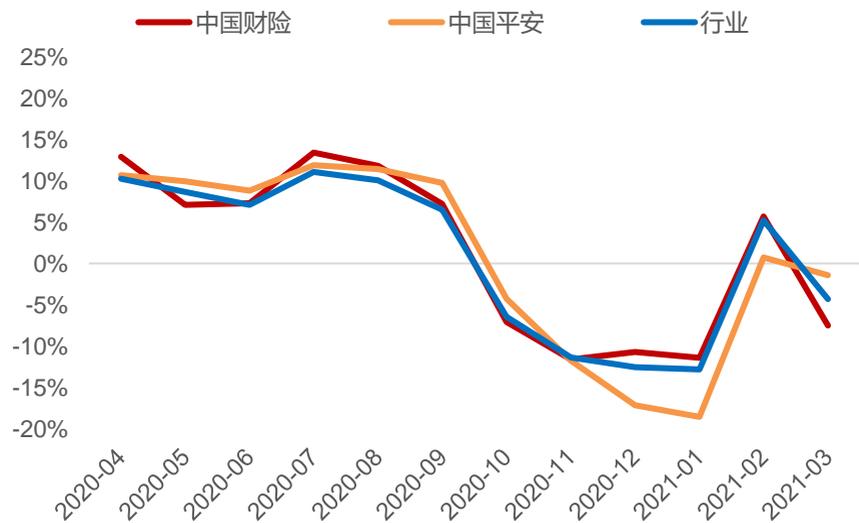
3.1 预期差一：新车销量回暖+投保率提升，车险保费降幅小于车均

- 汽车保有量是影响车险保费的核心因素。近年来随着新车销量下滑，汽车保有量及车险保费增速放缓，叠加去年一季度受到疫情影响，汽车销量增速出现断崖式下滑。
- **今年新车销量持续复苏，有助于提振车险保费。**此前商务部鼓励相关地区优化汽车限购措施，开展新一轮汽车下乡和以旧换新，驱动汽车销量持续复苏。2021年1-3月，新车销量同比+76%；下半年经济增速持续恢复、以及疫情影响滞后需求释放、叠加低基数效应下，行业同比增速有望持续恢复。
- **新能源车将成为未来一大增长亮点。**监管已经明确表态支持车险领域的产品和模式创新，这有望成为车险领域新的增长点，我们判断亦将利好车险保费增速。

图：汽车销量同比增速及车险保费收入同比增速



图：2020年至今，车险保费收入当月同比增速



3.1 预期差一：新车销量回暖+投保率提升，车险保费降幅小于车均

- 投保率有所提升，预计保费收入下降幅度小于车均保费。随着保费费率降低、条款责任完善、NCD系数进一步优化，车险消费者的投保意愿显著提升。商业险投保率提升2pct.至82%；车损险投保率提升5.4pct.至53.4%；三责险投保率提升5.52pct.至72.16%。

图：车险综合改革后，车均保费下降，但投保率有所提升（以下数据期间为改革后至2021年2月）

指标		改革后	改革前	同比
车均保费		2779元	3518元	-21%
保单保费	车险	3518.6亿元		-11.1%
	商用车险	2414.8亿元		-16.5%
投保率	商业险	82%	80%	+2pct
	车损险	53.40%	48%	+5.4pct
	三责险	72.16%	67%	+5.52pct
三责险平均保额		133万	89万	49.40%
NCD系数	商业车险	0.752	0.789	-0.037
	新车自主定价	0.975	1.034	-0.059

3.2 预期差二：费用率下降程度超市场预期，龙头优势凸显

- **车险综合改革后，对费用的管控更为严格。**与2018年实施的“报行合一”相比，从“运动式”监管转为“常态化”监管，措施更为有效。3月18日，吉林省保险行业协会下发《关于落实〈吉林银保监局办公室关于加强车险监管有关事项的通知〉的行业自律实施方案》的通知，其中，都邦财险、太保产险、中华联合财险、永诚财险4家险企在前2月存在新车自主定价系数超0.97上限的行为，被采取停止全省商业车险新车条款、费率15天的自律处罚决定，自2021年3月19日起执行。
- **阶段性行业费用率下降幅度或可能超预期。**车险改革后，综合费用率同比下降9.4pct.至31.04%；车险手续费率同比下降6.75pct.至7.8%；业务及管理费率同比下降2.87pct.至22.68%。此次改革没有与之前那同样出现“手续费率下降、业务及管理费率上升”的跷跷板现象，意味着两种费用在公司内部腾挪的问题得到缓解。

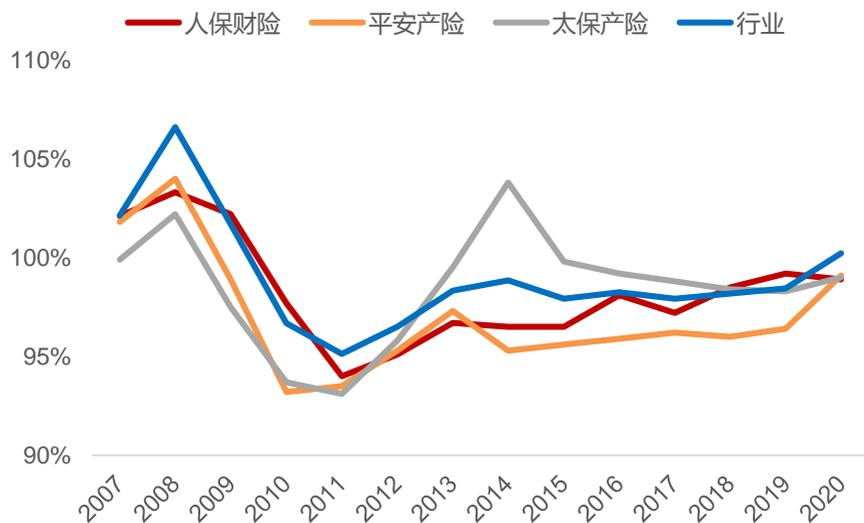
图：车险综合改革后，费用率大幅下降、赔付率提升

指标	改革后（截止今年2月底）	去年同期	同比
车险综合费用率	31.04%	40.43%	-9.39pct.
车险手续费率	7.80%	14.55%	-6.75pct.
车险业务及管理费率	22.68%	25.55%	-2.87pct.
指标	改革后（截止今年2月底）	去年同期	较改革前
车险综合赔付率	67.57%	54.99%	+12.58pct.

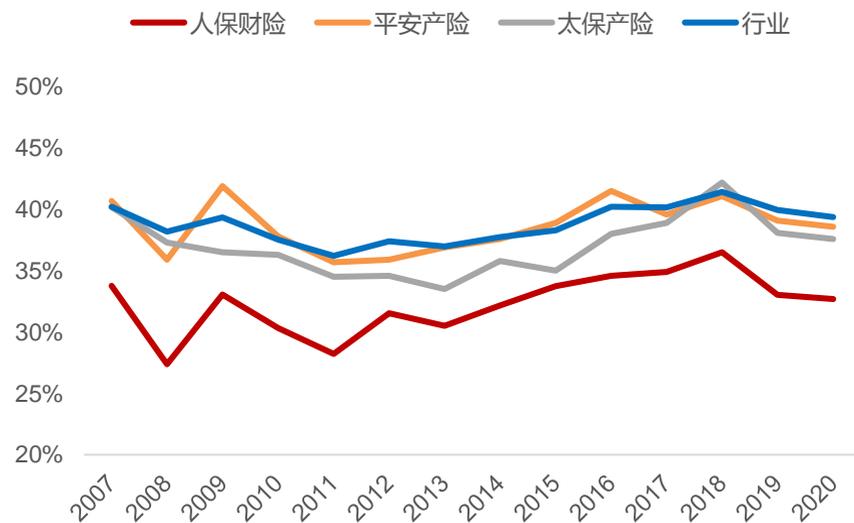
3.2 预期差二：费用率下降程度超市场预期，龙头优势凸显

- 监管明确“75+25”的规范，中小财险公司的“价格战”有望得到有效遏制。车险综合改革规定了75%的预定赔付率、25%的预定费用率，虽然并对不同类型的公司实行差异化管控，即监管对大、中、小财险公司的允许费用率由低到高。但考虑到小财险公司规模效应较小，固定分摊的成本较高，因此在费用支出方面并无优势。
- 此前中小保险公司通过价格战抢占市场份额，在严监管背景下，费用率被迫下降，吸引力边际趋弱，大型保险公司的品牌优势开始凸显。

图：2007-2020年，行业及公司的综合成本率



图：2007-2020年，行业及公司的费用率



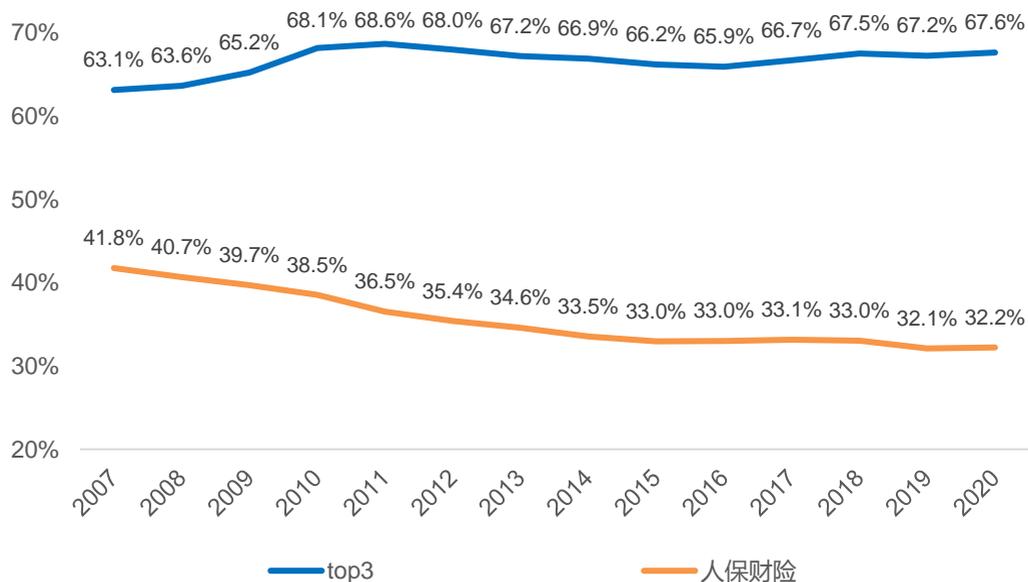
3.3 预期差三：龙头COR大幅优于行业，后续市占率有望提升

- 我们判断，公司未来的综合成本率水平有望优于行业十个点、优于中小公司十个点。
- 商车费改带来的综合成本率抬升，将倒逼保险公司进行供给侧改革、通过提升公司的运营效率控制管理费用率。我们认为，大型保险公司的车险业务改革优势在于：
 - ✓ **第一，品牌优势：**大型公司有遍布全国的销售网络，在开拓市场方面相对中小公司而言有优势，在与4S店、汽车主机厂、以及政府采购等方面有先发优势，获客成本更低。
 - ✓ **第二，定价优势：**车险综改后更考验公司定价（赔付率占比提升）。大型公司在风险定价、销售定价模型更有优势，也有更强的前端风险识别能力，从而使得定价更加准确。
 - ✓ **第三，数据优势：**定价基于大数法则，数据越多样本越多，波动性越小，预测也会更加精准。
 - ✓ **第四，成本优势：**1）规模效应后的固定成本摊销优势；2）理赔环节集中采购零配件的优势（零部件赔付成本占整体车险赔付的1/3左右）；3）大型公司积极发展车险“去中介化”的自主渠道，大规模的续保团队可以提升客户黏性、降低续保成本。

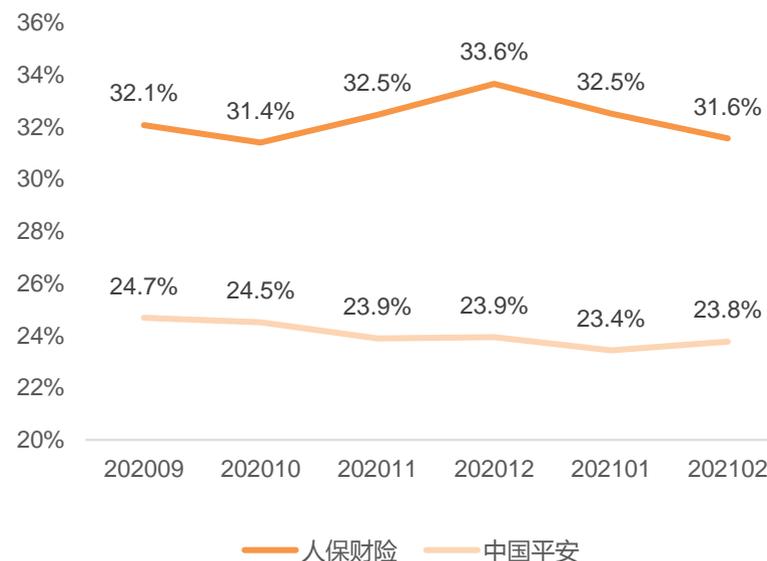
3.3 预期差三：龙头COR大幅优于行业，后续市占率有望提升

- 车险综合改革后行业COR有所上升，中小保险公司出现亏损。截至今年2月，经营车险的65家财险公司中，有49家亏损。行业整体COR也攀升到98.61%，同比上升3.19pct。对于中小公司而言，想要打平更为困难，不排除某些中小公司出现偿付能力不足及现金流的风险。
- 短期来看，改革后中小公司定价更低，在保费端抢占市场，但长期而言，随着中小公司因现金流压力、偿付能力充足率压力逐步退出车险市场（承保利润率很薄，必须形成规模效应），龙头公司将凭借对车险产业链的深度把控，以及数据、定价、服务等优势，COR将提升，并进一步提升市占率，车险市场寡头垄断有望进一步深化。

图：2007-2020年，财险行业的集中度情况

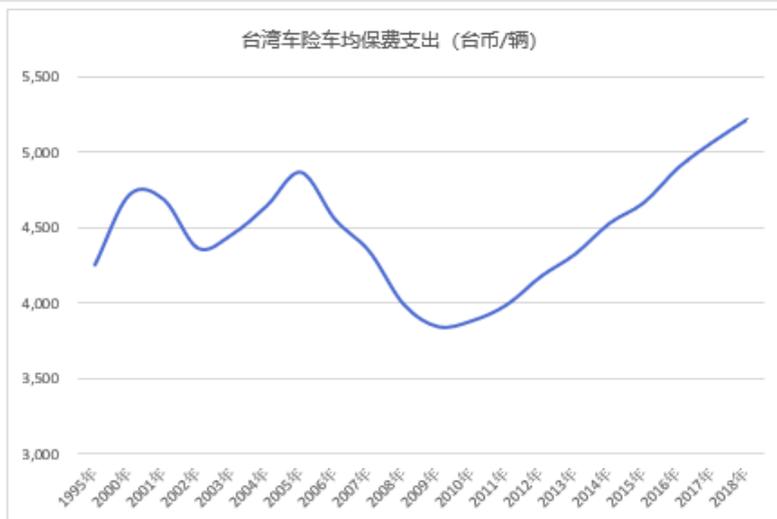
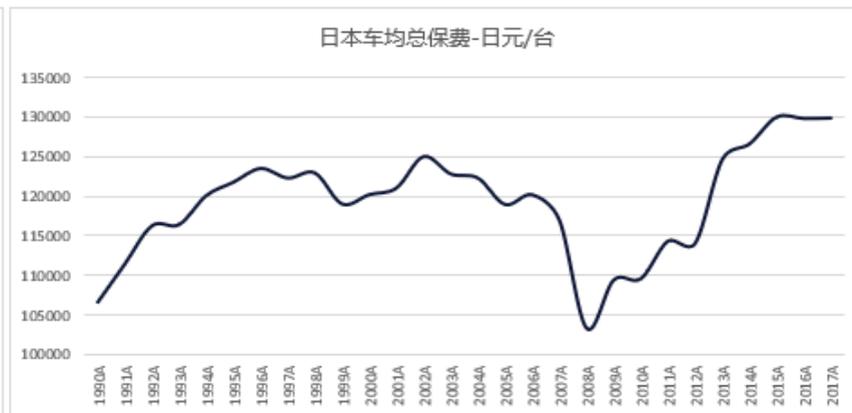


图：综合改革后，TOP2的市场份额



3.4 海外经验：车险费改后行业格局终将走向集中

- 参考海外车险费改经验，行业格局终将走向集中，头部公司将获取行业大部分的承保利润。且从车均保费来看，短期阵痛下滑后；长期有望上行。

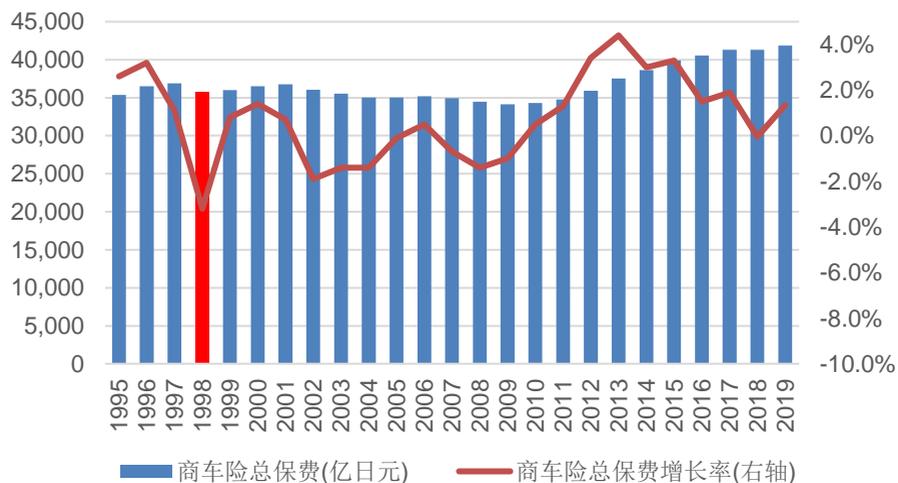


3.4 海外经验：日本

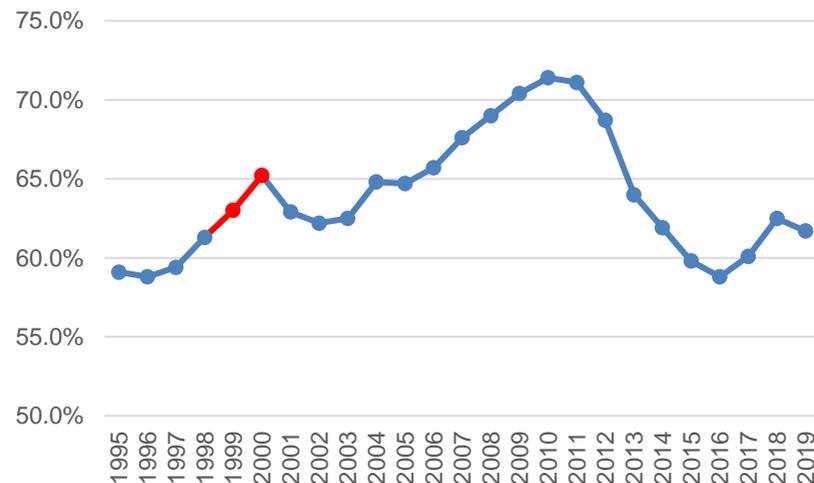
- 日本汽车保险分为两大类，一是自赔责保险，为国家强制实施的保险，类似于我国的“第三者责任险”，二是商业车险，商业保险在日本称为汽车综合保险，由车主自愿选择投保。自赔责保险费率由政府指定的专门委员会制定，而商业险费率已经实现市场化，保险公司可以自己拟定保费和理赔标准。

国家	市场化后保费费率的厘定	市场化后的市场竞争发展	车险市场配套及未来
日本	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 调整了非寿险费率算定会的地位，明确该会制定的保险费率只供保险公司参考。 ✓ 允许销售“风险细分型”车险，大藏省拟定“九大风险细分项目”作为费率因子，分别为：年龄、性别、驾驶经验、汽车使用目的、每年驾驶距离、地区、车型、安全装置及拥有车辆数。 ✓ 取消对车险手续费比例的限制。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 大批欧美保险公司涌入，尽管传统渠道上没有优势，但产品开发上经验丰富，以低廉的价格吸引消费者，日本本土险企受到巨大冲击。 ✓ 由于充分市场竞争，日本车险费率降低，赔付率上升，COR持续上升，导致许多保险公司出现亏损。 ✓ 车险改革后遇到经济泡沫崩溃，亚洲金融危机，人口老龄化等经济问题，日本保险公司掀起兼并重组高潮，淘汰了许多中小公司形成三井住友、日本财险、东京海上三足鼎立局面。 ✓ 依靠规模优势，现今大型险企的抗风险能力更强，与代理人结合更加紧密，渠道效率更高，COR下降。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 损害调查公司：发生交通事故后，如不涉及刑事犯罪，警察不参与责任认定和定损，勘察估损的责任交给损害调查公司。 ✓ 自研中心和AUDA：通过市场调查和国外经验，对事故车的维修成本制定标准，控制成本。 ✓ 未来：与代理人结合更加紧密，车险产品更加多样化，放弃价格竞争。

图：日本商车险时间演变



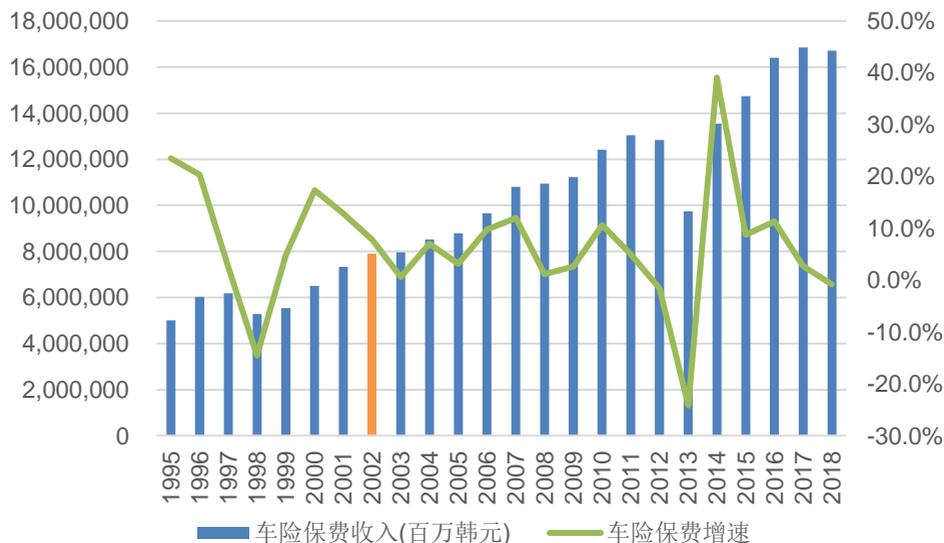
图：日本商车险损害率=(赔付+调查费用)/保费



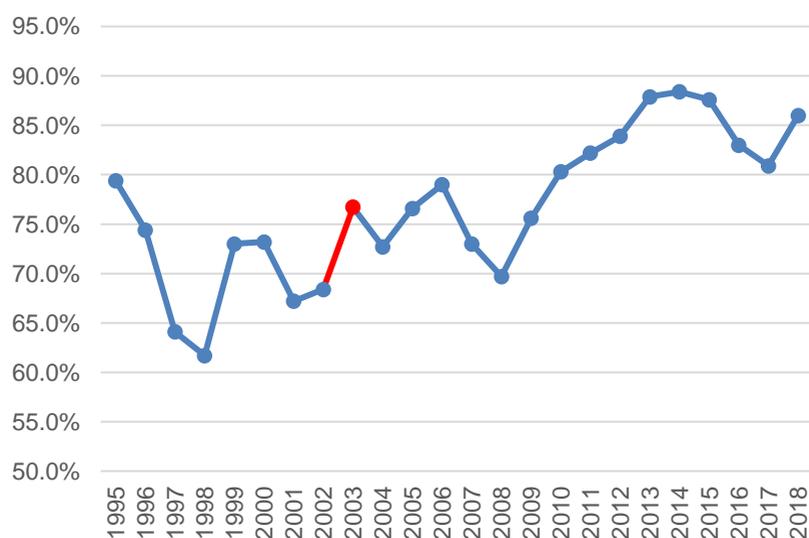
3.4 海外经验：韩国

- 韩国车险也分为两大品类：义务险和任意险。义务险必须购买，而任意险品类繁多且较为灵活，既可以用时间段买保险，比如半年，月，甚至日，符合年行驶7000公里以下条件又可以按照公里数进行保险购买。
- 韩国在车险费率市场化改革之前，各公司使用由财产保险费率制定委员会（现保险开发院）制定的协定费率，经监管部门批准后使用。与日本类似，市场化后，韩国保险开发院每年拟定车险标准条款和参考费率供险企参考，险企自行设定产品后进行报备。
- 由于韩国的汽车销售模式是由汽车厂家建立直营销售店直接销售，直营店只具备展示和销售功能，售后维修保养则由厂家直营的售后服务中心负责。因此韩国以前的汽车保险销售主要依靠代理人 and 车险公司营销人员，但在网络保险出现后，很快网络保险成了车险销售的主要渠道。我们判断，网络保险作为主流渠道后来居上主要因为价格便宜且对增值服务的重视，如免费送油、免费拖车等，但也因为价格战影响行业发展。

图：韩国商车险时间演变



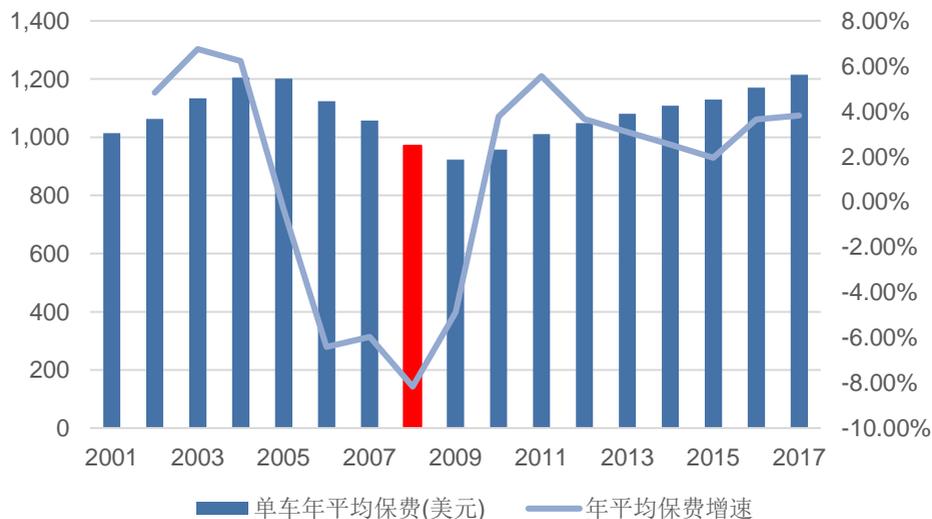
图：韩国车险COR



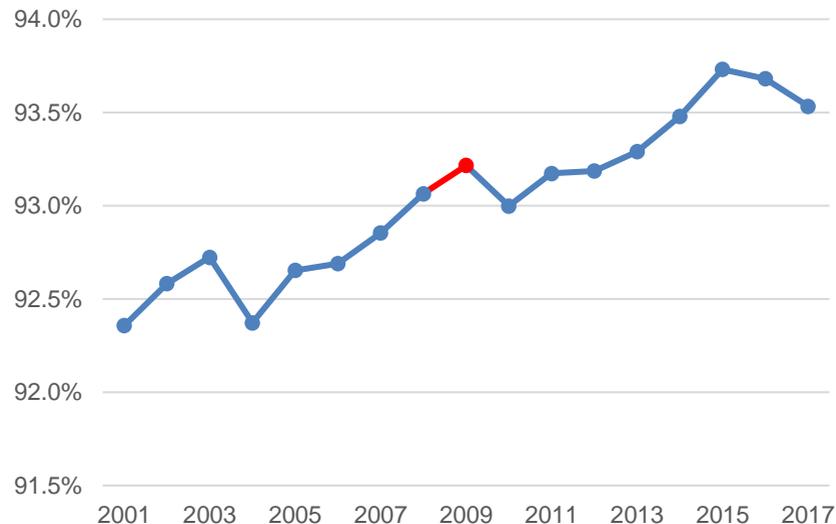
3.4 海外经验：美国（马萨诸塞州）

- 美国各州采用相对独立的保险监管体制，对车险条款费率的管理可分为四大类型：一是事前审批；二是事前备案；三是事后备案；四是自行备案。我们以马塞诸塞州为例进行剖析。
- 马塞诸塞州的险种也包含机动车强制责任险和商业险，为了保持机动车强制险的低价，在开放费率之前，政府通过监管机构进行商业险定价，使得强制险能够让大部分人负担得起。尽管马塞诸塞州受益于低价的强制险拥有90%以上的车险覆盖率，但是由于强制的商业险定价，许多保险公司选择退出市场，到2007年，仅有19家保险公司在马塞诸塞州运作。
- 2008年的有度保险市场化也使得马塞诸塞州引入了诸如GEICO和Progressive的创新性互联网保险企业。并且由于保险业更加成熟，保险公司并未因为保险市场化而进行提价，而是通过定价因子对特定群体推出折扣，如学生折扣，新能源车折扣，忠诚客户折扣等。
- 但由于2008年金融危机爆发，各家公司在此以后又纷纷提价，使得市场化降价的效果并不明显。

图：马塞诸塞州商车险时间演变



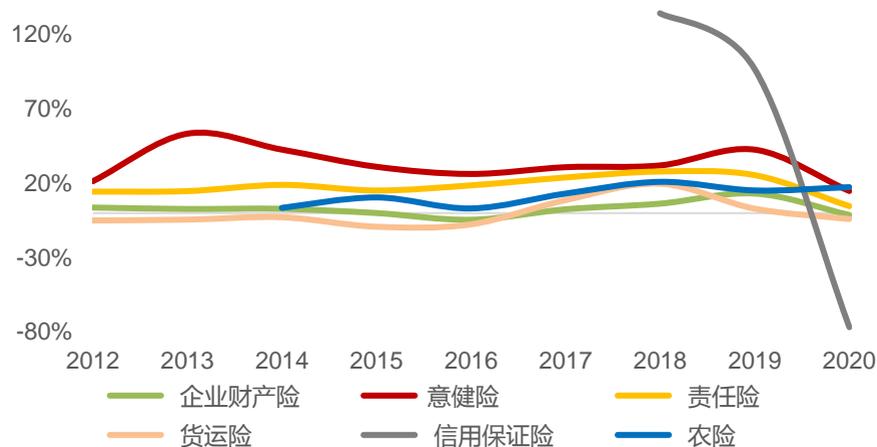
图：马塞诸塞州COR



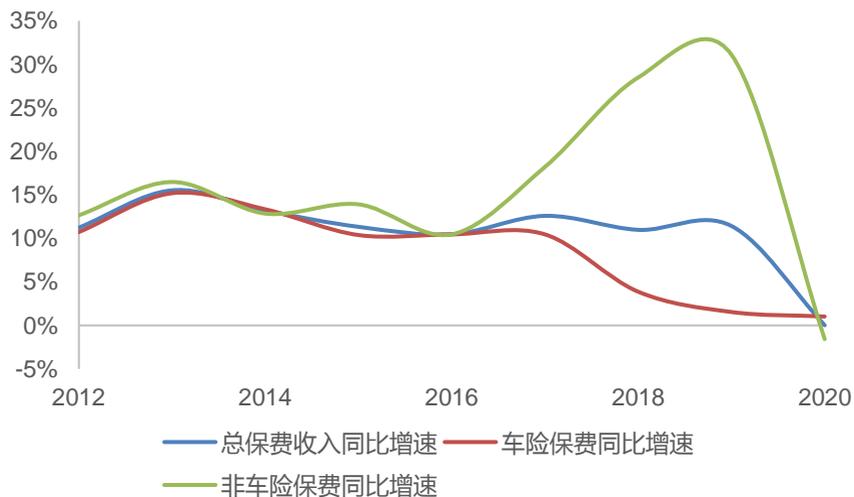
4.1 中国财险：保费——非车险成为重要增长极

- 人保财险保费增长稳定，2012-2020年CAGR10.6%，但增长动能发生转化，2017年来车险增长放缓，非车险驱动增长。2020年保费增长大幅放缓主要由于：车险综合改革导致车险保费下滑，主动收缩信保业务（-77%）导致非车险保费下滑（-1.4%）。
- 2020Q1公司财险保费同比+6.4%。车险同比-6.7%，由车险综合改革带来的车均保费下滑所致；非车险保费同比+18.3%，其中，农险、责任险、意健险保费分别同比+24.9%、+19.1%、+25.4%。

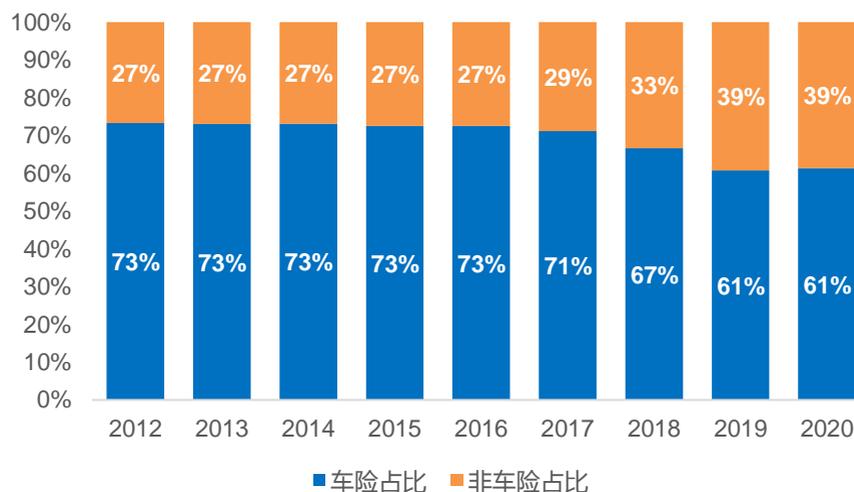
图：2012-2020年，人保财险保费收入增速



图：2012-2020年，人保财险保费收入增速



图：2012-2020年，人保财险的保费结构



4.1 中国财险：保费——未来展望

- 展望未来，汽车保有量是影响车险保费的核心因素，近年来随着新车销量下滑，汽车保有量增速放缓，但近期有所复苏，新能源车将成为未来一大增长亮点。车险综合改革的实施，降低车均保费，对保费收入的影响将在2021-2022年继续体现。
- 非车险尤其是责任险、意外伤害及健康险、农险等将是保费增长的新动能，预计信保业务在主动收缩高风险业务后，2021年的负增长幅度将收窄。

图：2021-2023年，人保财险的保费收入预估

单位：亿元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总保费收入	3888	4332	4332	4326	4477	4885	11%	11%	0%	0%	4%	9%
车险	2589	2629	2657	2391	2200	2200	4%	2%	1%	-10%	-8%	0%
企业财产险	134	152	150	159	170	181	6%	13%	-1%	6%	6%	6%
意健险	404	576	662	794	953	1144	32%	43%	15%	20%	20%	20%
责任险	217	272	285	342	410	492	28%	25%	5%	20%	20%	20%
货运险	39	40	38	40	42	44	20%	3%	-4%	5%	5%	5%
信用保证险	116	228	53	26	29	32	134%	97%	-77%	-50%	10%	10%
农险	267	308	361	433	520	624	21%	15%	17%	20%	20%	20%
其它险种	121	127	127	140	154	169	15%	5%	0%	10%	10%	10%
非车保费	1299	1702	1675	1935	2278	2686	28%	31%	-2%	16%	18%	18%

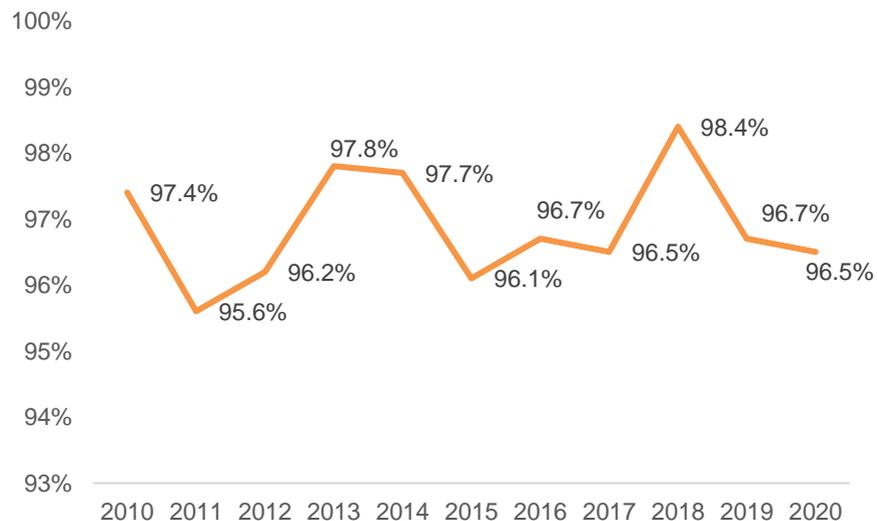
4.2 中国财险：综合成本率——车险COR长期控制在98%以内

- 人保财险的综合成本率2012-2020年综合成本率平均为97.4%，持续优于行业。2021Q1，公司的综合成本率同比-1.4pct至95.7%，超市场预期。车险综合成本率94.6%，优于行业平均3个百分点以上，其中赔付率68.9%，同比+9.5pct；费用率25.7%，同比-9.1pct，主要源于车险综合改革带来车险赔付率提高，且去年疫情期间车险的出险率较低所致。然而，目前财务口径的综合成本率还未完全反映车险综改的影响，后续将逐月提升，预计全年将保持在98%左右，优于行业。
- 目前人保财险在保单层面车险COR低于98%，公司车险COR长期目标控制在98%以内。

图：2012~2020年，中国财险的综合成本率



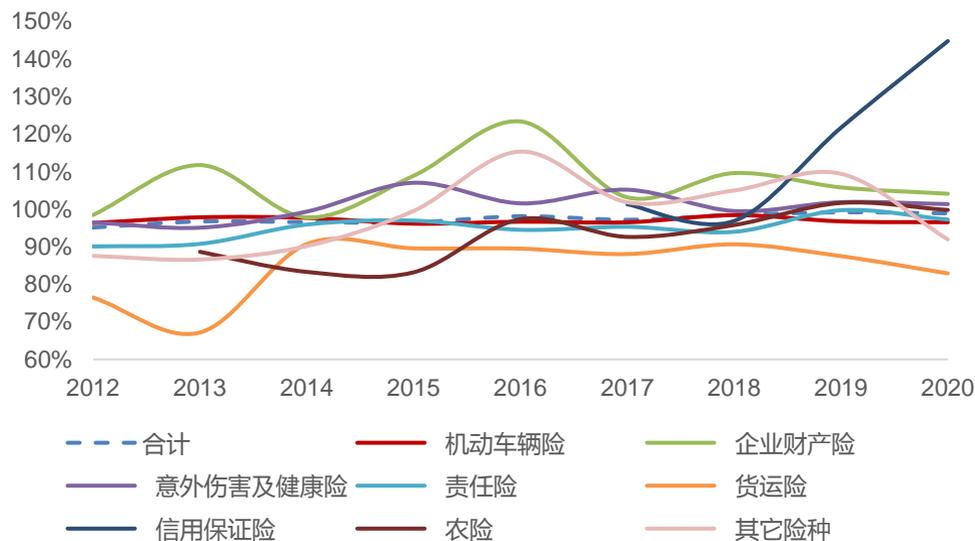
图：2012-2020年，中国财险的车险综合成本率



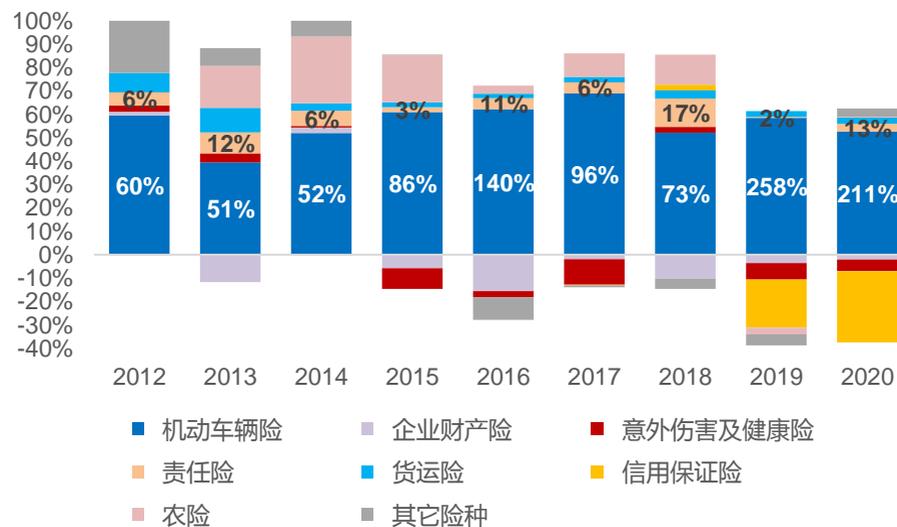
4.2 中国财险：综合成本率——融资类信保业务大幅减亏

- 一季度，非车险保利润大幅上升，主要由融资类信保业务的减亏带来。
- ✓ 政策型业务综合成本率（农险、大病保险）略有上升，上升了2pct.，至4pct.，主要是由于农险赔付率上升，受局部区域雪灾的影响和猪瘟赔款所致。农险一季度的综合成本率一般超过100%，主要由于雪灾影响。大病保险综合成本率101%左右，保持平稳。
- ✓ 商业非车险综合成本率93.2%，上升接近2pct.，成本率往上走。
- ✓ 融资类信保业务综合成本率同比下降54个点（去年同期亏21亿，今年只亏3000万），全年目标盈亏平衡。Q1敞口较年初下降约20%，存量业务（2020年前的业务）风险敞口将有75%左右在今年出清，25%将在明年出清。公司将加大催收力度，通过追偿的方式，来对冲今年存量业务可能发生的损失。

图：2012~2020年，中国财险分险种综合成本率



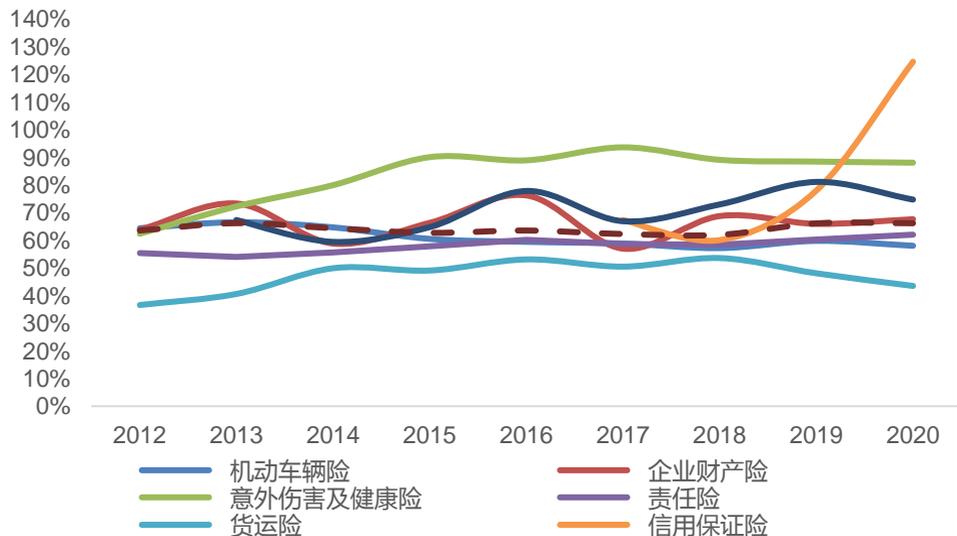
图：2012~2020年，中国财险的承保利润结构



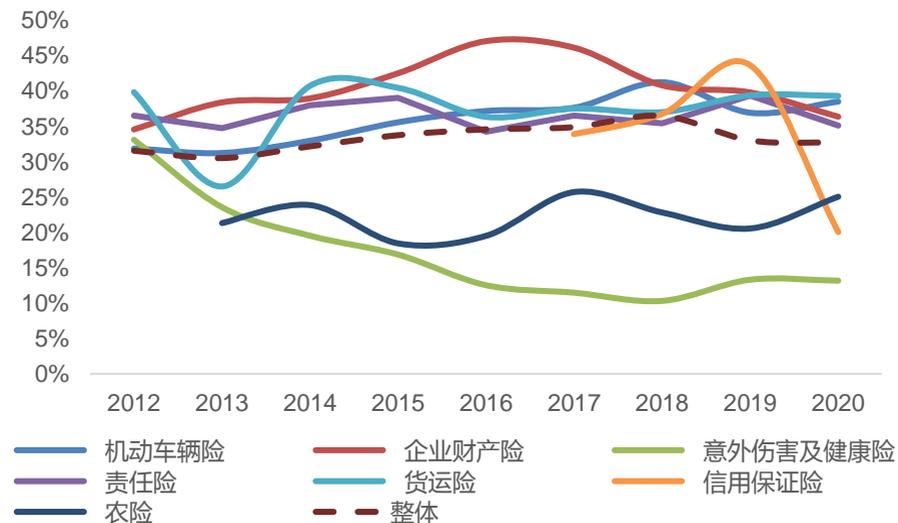
4.2 中国财险：综合成本率——未来展望

- 一季度赔付率68.9%，同比+9.5pct，主要是车均保费下降所致，预计后续影响将延续。1) 车险：预计后续赔付率控制在略高于70%的水平（行业75%），预计后端成本管控举措将有望冲减；2) 意健险：我们预计大部分为政策性业务，以“保本微利”为经营原则，赔付率中枢较高，预计后续在当前水平维持小幅波动；3) 农险：受自然灾、疫病的影响大，长期农险的赔付率波动仍会比较大；4) 信用保证险：存量业务的风险基本出清，2021年赔付率预计有大幅改善，长期赔付率将取决于公司对承保端的风险管控水平。
- 一季度费用率25.7%，同比-9.1pct，主要源于严监管及赔付率提升倒逼费用支出下降，预计继续下行。1) 车险：费用监管仍保持高压，预计后续维持25%左右水平；2) 责任险：我们判断公司2020年调整渠道布局，优化费用资源配置，使得责任险费用率下降4.3pct，预计中短期责任险的费用率保持平稳，长期有回落的动力，但取决于强制性险种的推进的力度；3) 农险、意健险：偏政策型的险种，费用率将维持在相对低位。

图：2012~2020年，中国财险分险种综合赔付率



图：2012~2020年，中国财险的分险种综合费用率



4.2 中国财险：负债端展望

- **车险：**

- ✓ 综合改革之后，人保的车均保费同比下降了19.4%，其中商业车险同比下降25.9%，交强险同比下降4.6%，但商业险的投保率和保额有提升；Q1的车险保费降幅（6.4%）好于车均保费降幅。

- ✓ **我们判断人保车险的综合成本率将持续优于市场，且差距可能扩大：**1）现在为止人保还未释放准备金，准备金的充足程度是全行业最好的。2）人保通过品牌优势、线上线下的渠道优势、成本优势（车险的规模效应、分摊固定成本的优势）、定价优势（从人、从车、从佣的定价去找准价格）。

- ✓ **车险综改后，更聚焦盈利性，同时公司内部经营提升。**车险综合改革过程中，公司对车险的经营坚持有效益的发展，对新保的每一个保单都有盈利性的评估。内部经营提升体现在：1）业务结构改善。家自车保费增速高于行业30pct.，市占率提升1pct.；2）去中介化的自主渠道发展较好。目前公司建立了5万人左右的续保团队，带来的保费在整体保费中的占比约25%，加上传统直销，合计占比约30%，自主渠道加自控渠道合计占比60%-70%，比例还在逐渐上升。3）一季度车险续保率71.5%，同比上升4.2pct.，其中商业险续保率73.8%，同比上升4pct.。

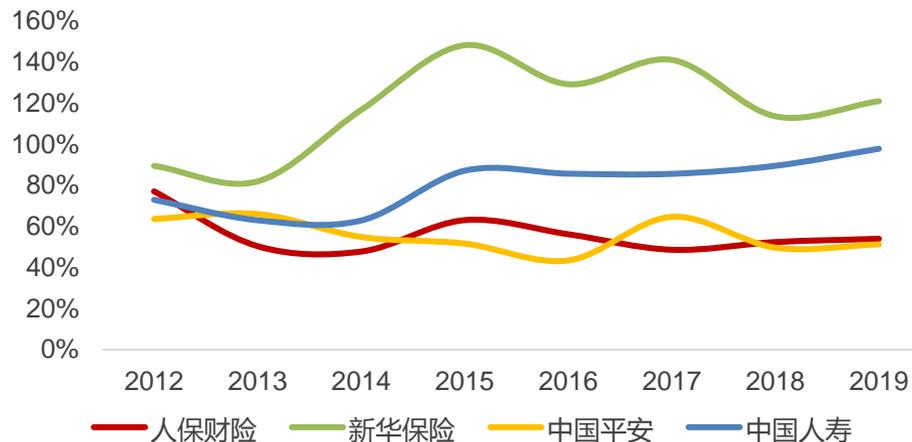
- **非车险：健康险、农险、责任险的发展较大程度依托于政府关系及大企业关系，人保在这一方面独具优势。**

- **长期来看，行业的保费和盈利将向龙头公司集中。**

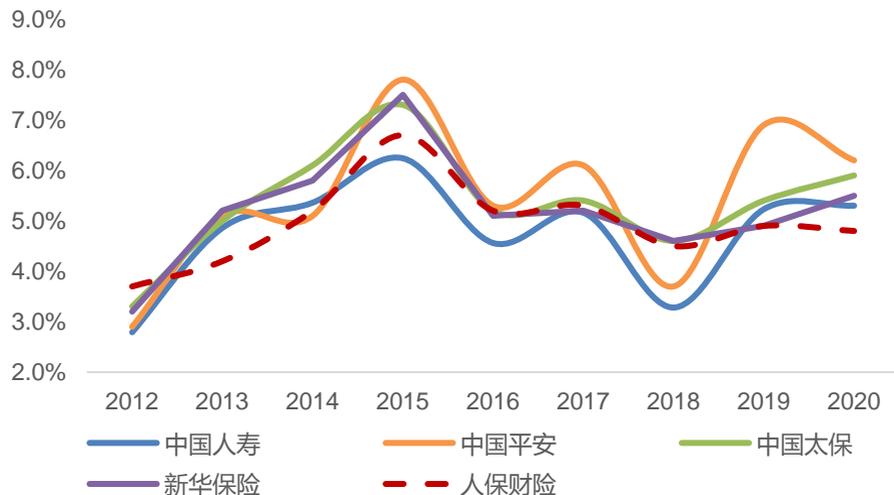
4.3 中国财险：投资表现更为稳健，受长端利率下行影响较小

- 人保财险总投资收益率表现更为平稳。1) 资产配置中，债券配置比例低于寿险公司10个多点，因此受长端利率下行的影响更小；2) 公司的杠杆倍数显著低于寿险公司，权益市场波动对财产险的影响相对较小。
- 人保财险的权益杠杆（=（权益型股票+基金）/净资产）2012-2019年平均为56%，低于寿险公司，投资收益及利润受股市波动的影响相对较小，投资稳健性好于同业。

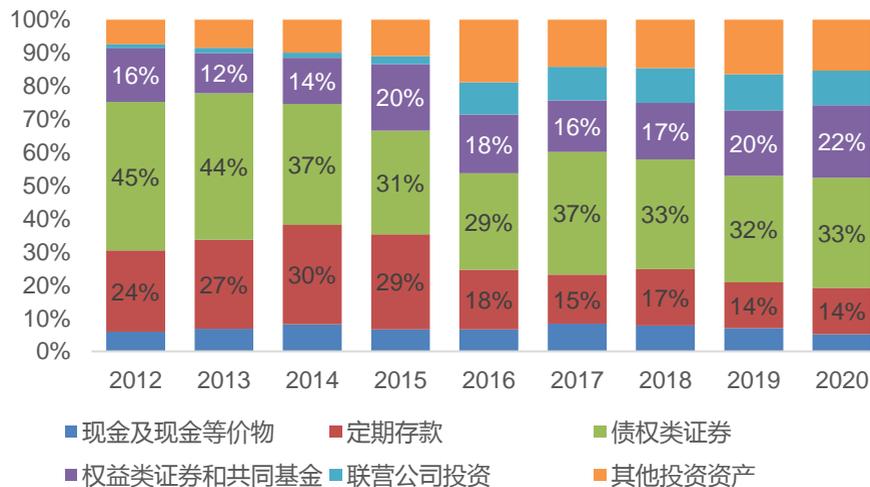
图：2012-2019年，中国财险及同业公司权益杠杆



图：2012-2020年，同业公司及行业总投资收益率



图：2012-2020年，中国财险投资资产结构



4.4 中国财险：分红持续维持在40%左右的水平

- 自2018年以来，中国财险的分红比例持续维持在40%左右的水平，预计后续会继续保持稳定。
- H股保险公司中，我们预测2021年中国财险股息率最高，为7.01%，其次为新华（6.45%）、国寿（5.59%）、太保（6.69%）、人保（5.24%）、平安（3.92%）。
- A股保险公司中，我们预测2021年太保股息率（4.67%）最高，其次为平安（3.74%）、新华（3.29%）、国寿（2.21%）、人保（1.94%）。

图：2013-2020年，中国财险的分红率



图：上市保险公司A+H的股息率水平

	总市值 (亿RMB)	股价RMB	A股				2018年分红比例	2019年分红比例	2020年分红比例	2021E分红比例
			2018股息率	2019股息率	2020股息率	2021E股息率				
中国平安	12397	69.14	2.49%	2.96%	3.18%	3.74%	29.3%	28.2%	28.8%	30.0%
中国太保	2824	32.16	3.11%	3.67%	3.73%	4.67%	50.3%	40.7%	37.1%	40.0%
中国财险	1682	-	-	-	-	-	38.9%	41.2%	40.0%	40.0%
中国人寿	7726	32.52	0.49%	2.24%	1.97%	2.21%	40.0%	35.4%	36.0%	36.0%
新华保险	1240	47.50	1.62%	2.97%	2.93%	3.29%	30.3%	30.2%	30.3%	30.0%
中国人保	2332	6.02	0.76%	1.93%	0.66%	1.94%	15.0%	22.9%	8.8%	20.0%

	总市值 (亿RMB)	股价HKD	H股				H股折价率
			2018股息率	2019E股息率	2020股息率	2021E股息率	
中国平安	12397	79.20	2.61%	3.11%	3.33%	3.92%	-5%
中国太保	2824	26.95	4.45%	5.26%	5.34%	6.69%	-30%
中国财险	1682	7.56	4.29%	7.14%	6.03%	7.01%	-
中国人寿	7726	15.42	1.25%	5.68%	4.98%	5.59%	-60%
新华保险	1240	29.05	3.18%	5.83%	5.74%	6.45%	-49%
中国人保	2332	2.68	2.05%	5.20%	1.79%	5.24%	-63%

4.5 中国财险：盈利预估

- 预计2021-2023年，中国财险净利润增速分别为+17.68%、+14.39%、+10.85%。

图：中国财险盈利预测

单位：百万元/人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总保费收入	4332	4332	4326	4477	4885
已赚净保费	3807	3931	3811	3907	4239
已发生净赔款	-2518	-2603	-2832	-2919	-3181
费用总额	-1257	-1286	-932	-942	-1011
保单获取成本净额	-779	-691	-419	-424	-455
其他承保费用	-384	-497	-410	-414	-445
行政及管理费用	-93	-98	-102	-104	-111
承保利润	32	42	48	46	47
利息、股息和租金收入	170	177	196	207	222
已实现及未实现的投资净损失	7	15	28	60	77
投资费用	-4	-4	-3	-3	-3
汇兑（损失）/收益净额	1	-6	0	0	0
其他收入	4	-1	4	4	4
财务费用	-14	-15	-17	-18	-20
应占联营企业收益	43	40	43	48	53
除税前利润	238	247	299	343	380
所得税	5	-38	-54	-62	-68
归属于母公司股东净利润	243	209	246	281	311
同比增速	56.81%	-14.06%	17.68%	14.39%	10.85%
核心假设					
总保费收入增速	11.42%	0.00%	-0.14%	3.50%	9.11%
综合赔付率	-66.15%	-66.22%	-74.30%	-74.72%	-75.04%
综合费用率	-33.02%	-32.72%	-24.44%	-24.11%	-23.85%

5. 风险提示

- **财务口径的综合成本率逐步反应车险综改的影响：**由于已赚保费口径影响，财务口径的综合成本率由过去12个月保单综合影响下产生，2021年一季度，公司的综合成本率仍未完全反应费改前水平，年内后续或会逐步上升。
- **中小保险公司退出市场的程度不及预期：**费改后，中小保险公司的车险业务普遍亏损，但由于车险业务贡献现金流，使其可以通过投资端维持整体盈亏平衡，后续退出市场的程度有可能不及预期。
- **非车险业务的赔付率波动较大：**公司的非车险业务受到自然灾害等因素的影响较大，长期赔付率波动或比较大。

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS