

行业平稳增长，费改强者恒强

财险行业专题报告

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2018-05-08

核心观点：

● **高增长之后，财险行业步入平稳期**

我国财险行业保费经历了高增长时期之后步入平稳增长期，2011-2017年保费增速在15%左右，2016年受费改影响，行业保费增速仅10%，2017年回升至13.8%。总体来看，财险行业在历经多轮政策调控并伴随汽车增速放缓等原因，未来保持保费平稳增长的可能性更大。

● **商用车费改：小步快跑，龙头受益**

我国商用车费改的源头最早可追溯至2006年，彼时行业恶性价格战趋势愈演愈烈，行业承保亏损大面积传播。随后保监会陆续发布70号文、16号文、174号文等文件着重整治费率乱象，行业盈利空间有所改善。但伴随汽车市场不断饱和，获客成本不降反升，车险市场作为财险业务的主战场，其盈利空间日益缩窄。2015年起，“小步快跑”的商用车费改大幕拉开，经过前两次以放宽费率管控为主的改革后，行业总体经营情况得到了一定程度的改善，2018年3月，以控制费用率为主的三次费改开始推行，其着力点是抑制中介渠道无序竞争乱象，我们判断三次费改将抑制通过投费用换市场的行为，令中小险企面临更大压力，市场集中度有望提升。

● **非车险：快速增长，前景广阔**

以农险、企财险和责任险为主的非车险业务近年来快速增长，其占财险业务的比例接近30%。参照美国经验，财险业务中，车险占40%，非车险占60%。在车险业务增速放缓背景下，非车险有望成为财险业务新增长点。以农险为例，在国家支农、惠农政策的支持下，农险保费收入从2007年的53.5亿元增加到2017年的479.1亿元，但保障范围仍十分不足，成长空间巨大。在美国财险中占比12.45%的责任保险，国内仅占比3.9%。

● **大数据与互联网，财险革新之道**

伴随UBI在国外财险市场如火如荼的发展，大数据和互联网对于财险公司在成本管控上的重要性越发明晰。在过去两年，人保与腾讯、四维图新针对车险改革合作尝试；平安入股凯立德挖掘车主驾驶数据，尝试差异化定价；太保战略投资美国UBI车险服务商Metromile加速布局国内UBI车险商业版图。当前行业综合成本率逼近100%的情况下，通过大数据寻求客户理赔成本收益的最优解，有望为财险业务开辟新的路径。

● **投资建议**

财险市场增速较为平稳，受长端利率的干扰更少，经营优劣来自规模经济下的日常经营和成本控制，综合成本率（赔付率+费用率，衡量财险承保盈利能力）是最核心的评价指标。三次费改推行之际，我们更加看好行业龙头的竞争优势。2015-2017年，人保财、平安财和太保财平均综合成本率分别为97.2%、96.0%和99.2%，ROE均值分别为16.7%、17.3%和11.0%，推荐：中国平安、中国太保，建议关注：中国财险。

● **风险提示**

财险市场竞争持续恶化，汽车增长量放缓，渠道费用管控不力，外部投资环境波动，相关政策红利不及预期等。

相对市场表现



相关研究：

养老诚可贵，税延来助威：商业养老保险个税递延专题报告	2018-04-12
保险行业2018年1至2月概况：市场延续分化调整，龙头公司保持优势	2018-04-05
转型释放契机，稳健创造价值：2017保险行业业绩综述	2018-04-02

目录索引

行业概述	5
我国保险行业的历次发展周期	5
车险一家独大，非车险增速更高	6
行业集中度提升，龙头效应显著	8
商车费改：小步快跑，加速行业集中	10
费改背景：乱象丛生，恶性竞争	10
费改效果：马太效应，强者恒强	10
海外车险：专注运营，管控费用	15
非车险：快速增长，前景广阔	18
农险业务表现亮眼	18
信用保证保险市场空间巨大	19
大数据与互联网，开启财险新时代	21
海外 UBI 车险发展迅猛	21
我国 UBI 车险现状及趋势	23
互联网保险发展如火如荼	25
大公司承保优势显著	27
人保财险：车险+农险	27
平安财险：车险+信用保证保险	28
太保财险：车险+企财险	30
投资建议	32
风险提示	33

图表索引

图 1: 我国财险行业周期性发展 (%)	5
图 2: 我国财险行业保费收入 (亿元) 及其增速 (%)	6
图 3: 2016 年财险市场组成情况	6
图 4: 我国汽车保有量 (亿辆) 及其增速 (%)	7
图 5: 非车险发展迅速 (%)	7
图 6: 车险保费占财险保费比重 (%)	8
图 7: 财险行业市场集中度 (%)	8
图 8: 中国财险, 平安财险, 太保财险与行业平均综合成本率历年数据 (%)	9
图 9: 2016 年前十财险公司营业利润占比	9
图 10: 三家财险公司市场占有率情况 (%)	10
图 11: 一次商车费改后车险费率计算公式	11
图 12: 2013-2017H 车险综合成本率 (%) 和盈利公司数量 (家)	12
图 13: 2017 前三家财险企业机动车保险市场占有率 (%)	13
图 14: 平安、太保、人保赔付率 (%)	14
图 15: 平安、太保、人保费用率 (%)	14
图 16: 平安、太保、人保综合成本率 (%)	14
图 17: 美国财险公司保费收入 (美元)	15
图 18: 美国财险市场险种占比 (%)	16
图 19: GEICO 公司综合成本率拆分 (%)	16
图 20: GEICO 承保盈利 (百万美元)	17
图 21: Progressive 综合成本率领先行业 (%)	17
图 22: Progressive 近五年综合成本率拆分 (%)	17
图 23: 平安产险综合成本率领先行业 (%)	18
图 24: 平安产险近五年综合成本率拆分 (%)	18
图 25: 农业保险保费及增速 (%)	18
图 26: 人保农业保险保费、保费占比 (%) 及承保利润占比 (%)	19
图 27: 太保农业保险保费及保费占比 (%)	19
图 28: 信用保险保费 (亿元) 及赔付率 (%)	20
图 29: 平安财险保证保险历史数据	20
图 30: UBI 保单数 (万)	21
图 31: 英国车险各年龄层平均保费, 平均索赔额及平均索赔率 (%) (2016)	22
图 32: UBI 项目渗透率 (%)	23
图 33: 全球 UBI 项目设备类型结构 (%)	23
图 34: UBI 市场空间巨大	24
图 35: 2013 年全球 UBI 项目或试点 (个)	25
图 36: 2016 年全球 UBI 项目或试点 (个)	25
图 37: 互联网财险保费收入现状	26
图 38: 2017 年互联网保险签单 (件) 分布情况	26
图 39: 互联网海量流量数据	26

图 40: 众安保险利用互联网科技降低成本 (%)	26
图 41: 人保财险各项目保费收入占比 (%)	27
图 42: 人保车险、农险承保利润及其占比 (%)	28
图 43: 人保财险近年综合成本率 (%)	28
图 44: 平安产险各项目保费收入占比 (%)	29
图 45: 平安车险、保证保险、责任保险承保利润 (百万元) 及占比 (%)	29
图 46: 平安产险近年综合成本率 (%)	30
图 47: 太保产险各项目保费收入占比 (%) (2016)	30
图 48: 太保车险、企财险、责任保险承保利润 (百万元) 及综合成本率 (%)	31
图 49: 太保产险近年综合成本率 (%)	31
图 50: 平安产险、太保产险、人保财险历年 ROE (%) (加权平均)	32
图 51: 中国财险 PB 估值与 ROE (%)	32
表 1: 一次费改前后商业车险无赔款优待系数情况	11
表 2: 二次费改系数调整情况	13
表 3: 三次费改系数调整情况	15
表 4: UBI 定价模式	22

行业概述

我国保险行业的历次发展周期

财险保险行业从1979年恢复以来，保费增长和承保盈利有一定的变化规律，以此为参考可将财险的发展划分为5个周期。

1979至1996年为恢复发展期。全国保险会议召开以后，财险保费收入从4.6亿元增长到了452.5亿元，年平均增速超过GDP增速，此时第三者责任保险作为法定保险对待，奠定了车险为主的行业基础。

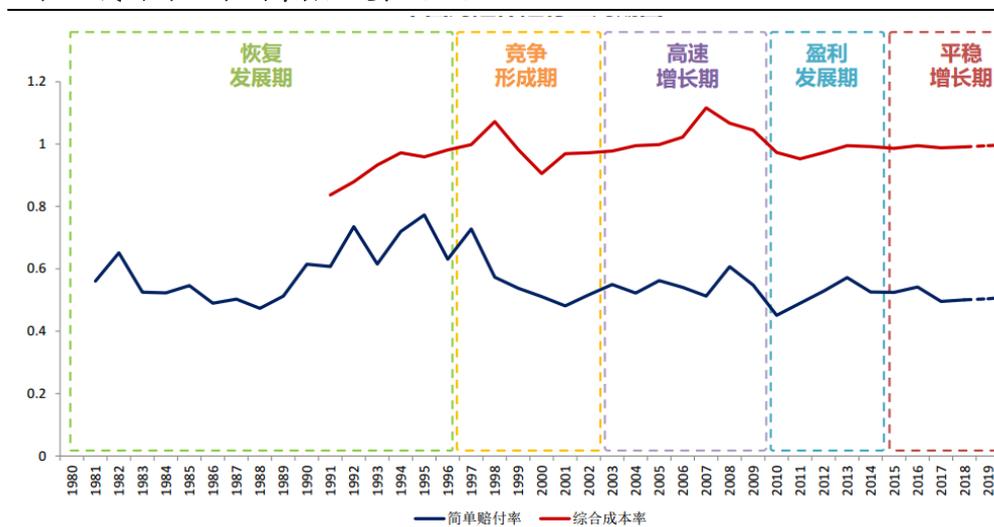
1997年至2002年为竞争形成期。保险公司数量增加到了23家，竞争格局形成并加剧，保险费率由此不断下滑至3.29%，保费年收入年均增速小于11%，慢于GDP增速。

2003年至2009年为高速增长期。2003年开始保费收入进入了高速增长期，车险、农险等一系列政策利好不断出台，再加上汽车销量的高速增长，至2009年保费收入增长至2875.83亿元。

2010年至2014年为盈利发展期。2008年70号文的出台保障了保险公司进入盈利发展阶段。

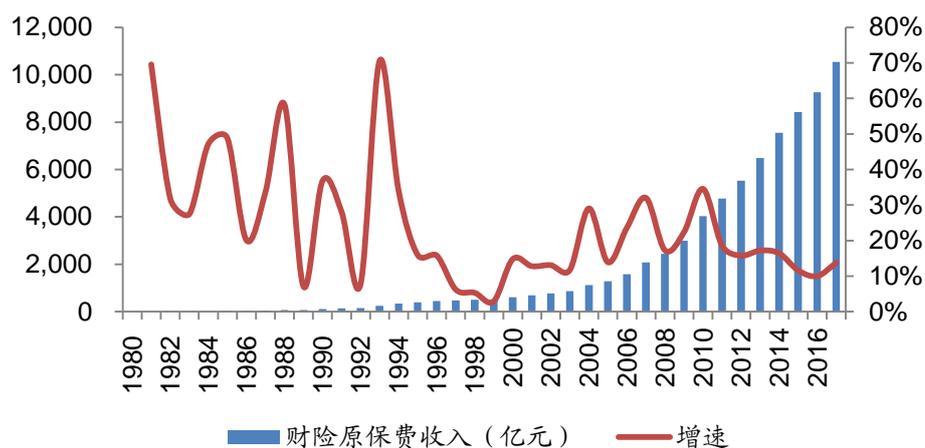
2015年以来为平稳增长期，2017年财险保费收入规模已达10,541亿元，增速为13.76%。

图1：我国财险行业周期性发展（%）



数据来源：《从财险周期更迭看财险发展轨迹》罗海平、广发证券发展研究中心

图2：我国财险行业保费收入（亿元）及其增速（%）

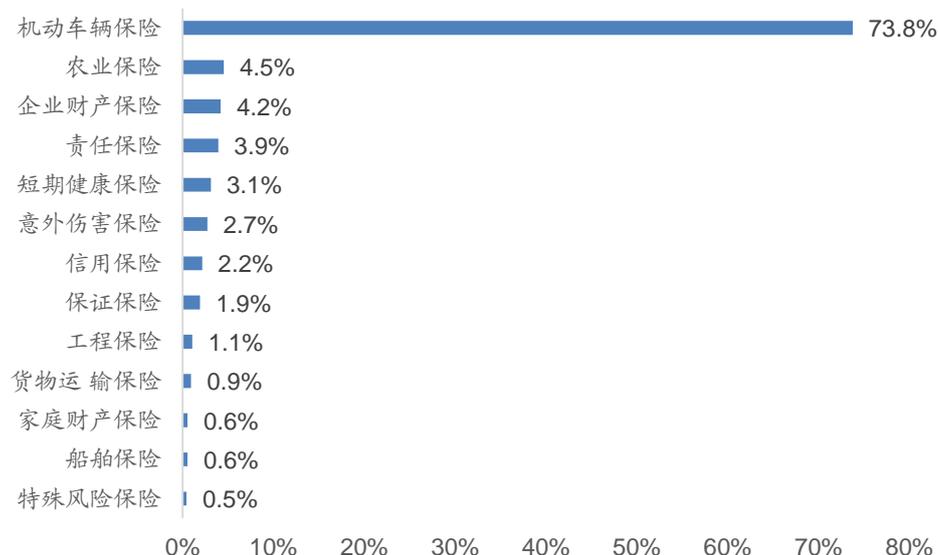


数据来源：中国保险年鉴，WIND，广发证券发展研究中心

车险一家独大，非车险增速更高

我国财险市场主要有机动车保险、企业财产保险、农业保险、责任险、意外伤害保险、短期健康保险等组成。截止2017年，机动车保险占比74%，仍是财险的最主要险种。占比第二大的是农业保险，占比仅4.5%，企业财产保险、责任保险、意外伤害保险也都只占财险市场的小部分。财险市场整体呈现车险独大，其他险种跟进的特点。

图3：2016年财险市场组成情况



数据来源：中国保险年鉴，广发证券发展研究中心

在目前财险业务上，车险无疑仍是占比最高、对行业影响最大的子板块。车险保费近年来的发展趋势和财险整体发展趋势趋同，2007年我国车险保费1484亿元，

而2017年已经达到7521亿元，增长407%。这主要得益于我国汽车保有量持续增长，2017年底汽车保有量已达3.1亿辆。

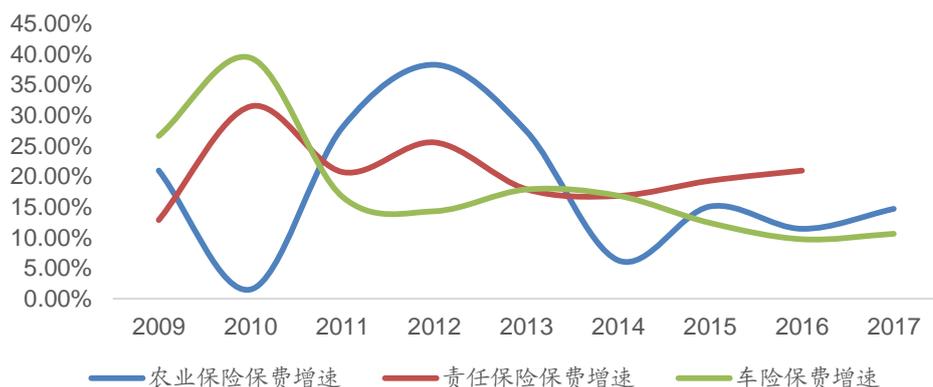
图4：我国汽车保有量（亿辆）及其增速（%）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

相较于车险，非车险在近年来发展更快。我国车险保费近10年复合增长率为17.9%，责任保险保费复合增长率为20.6%，信用保证保险复合增长率为23.68%。在近三年，车险保费复合增长率为10.16%，责任保险和农业保险复合增长率分别为20.1%与13.1%。可见财险行业主要的非车险保费增长速度大于车险保费增长速度。预计这个趋势会继续保持，车险占财险市场比例将持续降低。

图5：非车险发展迅速（%）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图6: 车险保费占财险保费比重 (%)

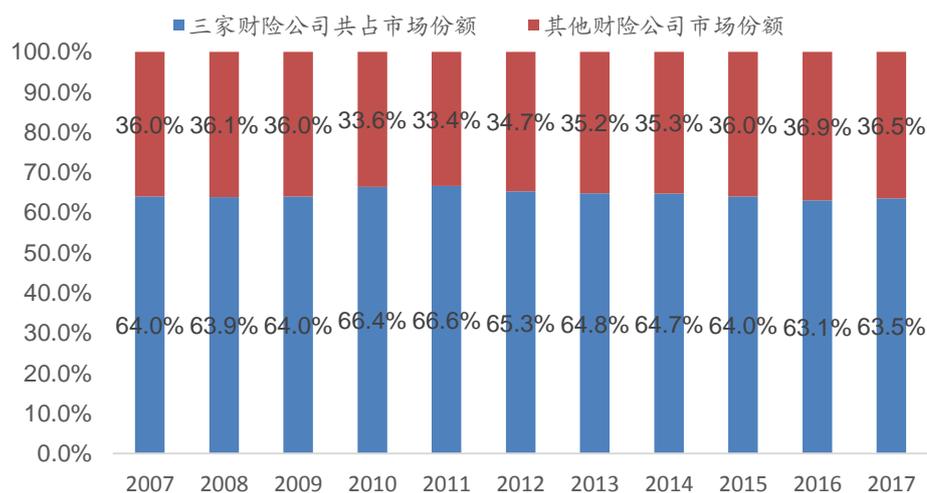


数据来源: 中国保险年鉴, 广发证券发展研究中心

行业集中度提升, 龙头效应显著

中国财险市场龙头公司的优势极其明显。主要体现在综合成本率和市场占有率方面。2007-2017年, 人保财险、平安财险、太保财险三大巨头财险公司共占财险市场份额的65%左右, 这一数据有所波动, 但在十年来相对稳定。2012年保险牌照逐渐放开以来, 市场竞争有所加剧, 三大龙头企业的市占率略有下滑。但商车费改以来, 龙头公司的竞争优势再次体现, 2016年以来市场集中度再次提升。

图7: 财险行业市场集中度 (%)

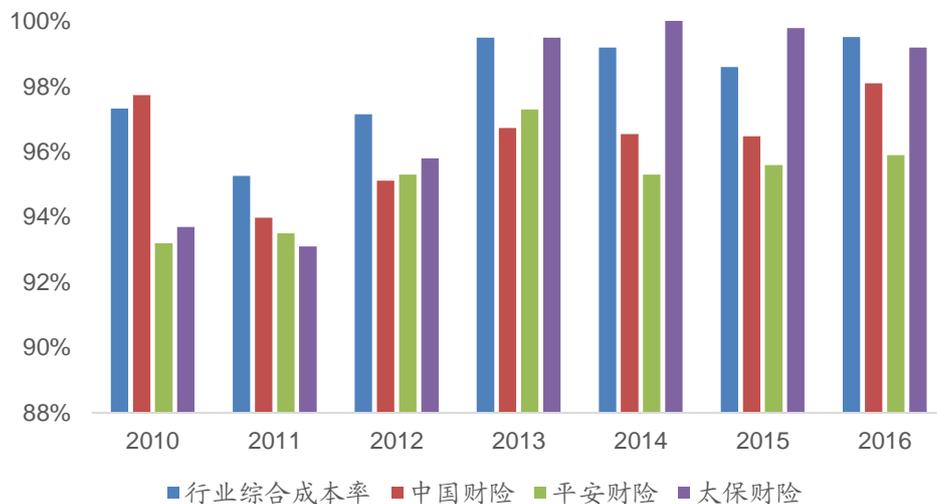


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

龙头公司优势另一反面体现在综合成本率。平安产险、人保财险、太保产险2017年综合成本率分别为96.2%, 97%和98.8%, 在行业中处于优势地位。大部分中小型险企的综合成本率高于100%。在监管逐渐加严的环境下, 规模化优势将会使龙头公

司受到的影响变小，强者保持强势。龙头险企在综合成本率上的优势也使其占有了市场上大部分营业利润。

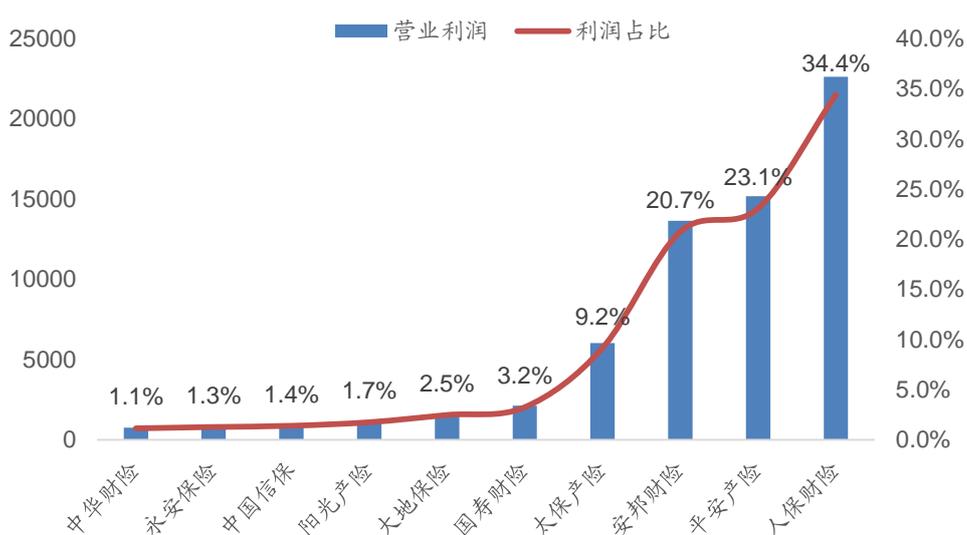
图8：中国财险，平安财险，太保财险与行业平均综合成本率历年数据（%）



数据来源：中国保险年鉴，广发证券发展研究中心

财险市场的大部分利润归属于龙头公司。在2016年，营业利润排前十的财险公司占财险行业总营业利润的比例高达98.66%，人保财险、平安产险、安邦财险、太保产险这四家营业利润占总利润达87%。有34家财险公司营业利润为负，在年鉴统计的80家财险公司中占很大比例。

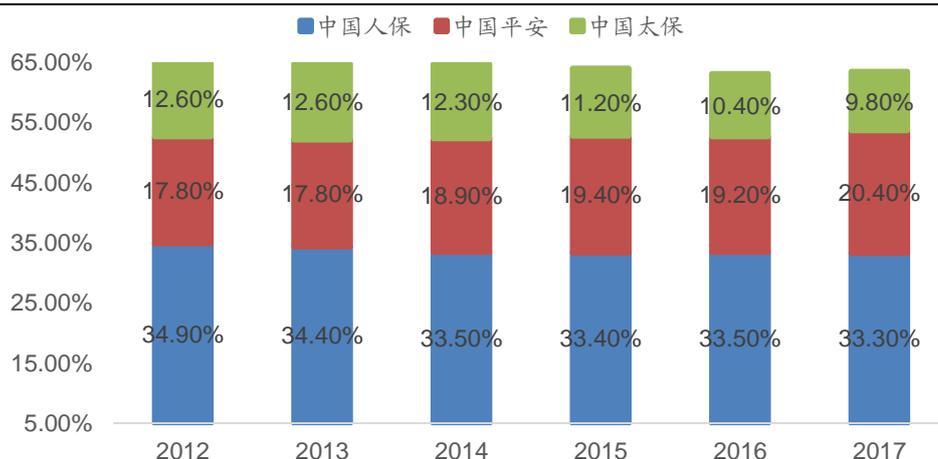
图9：2016年前十财险公司营业利润占比



数据来源：中国保险年鉴，广发证券发展研究中心

再细看三家上市财险公司在近年来的市场表现，人保财险近五年来的市场份额略有下滑，平安产险呈现了涨势，太保产险则维持稳定。

图10: 三家财险公司市场占有率情况 (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

市场领先的财险公司在成本节省上、品牌效应上具有很显著的优势, 而成本管理的成功与否是财险、车险企业能否取得承保利润的关键性因素。规模较小的企业由于需要在渠道上耗费更多的成本, 所以其费用率居高不下, 无法达到较低的综合成本率, 在未来的竞争中将处于劣势。

商车费改: 小步快跑, 加速行业集中

费改背景: 乱象丛生, 恶性竞争

我国商车费改的源头最早可追溯至2006年, 彼时行业恶性价战趋势愈演愈烈, 保监会后规定险企折扣不得低于七折, 行业承保盈利空间才得以缓冲。然而后续2008年开始, 受金融危机、汶川地震和车险恶性竞争加剧等原因, 行业综合成本率再创新高, 财险行业承保亏损已成为行业常态, 变革在所难免。2008年, 保监会70号文出台, 进一步对行业乱象采取整治措施, 对不遵守规则的恶意价格战公司, 可撤换高管人员并追究总公司级别的管控责任, 堪称史上最严条例。70号文出台后, 行业综合成本率步入一波下行阶段, 但并不持久。2011年, 车险霸王条款问题遭曝光, 随后2012年保监会下发16号文, 严格管控车险费率条款, 引导行业回归投保人利益, 但由于费率严格受限, 本就亏损严重的车险行业再次进入死胡同, 新的费改迫在眉睫。2015年开始, 小步快跑的商车费改拉开序幕, 目的就是挤压费用空间, 让利消费者的同时, 将定价权更多的交还保险公司, 倒逼其全面提升风险定价能力。

费改效果: 马太效应, 强者恒强

一次费改: 2015年2月-2017年6月

2015年2月保监会出台《中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》, 3月下发《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作的方案》, 商业

车险市场化改革正式拉开序幕，前者可视为纲领性文件，后者为改革方案的具体指引，改革经过三轮试点后于2016年6月推广至全国。

核心内容：设置定价系数区间，放宽定价自主权。根据保监会给定的商业车险定价公式： $保费 = 基准保费 \times NCD \text{因子} (\text{不出险优惠系数}) \times \text{交通违法系数} \times \text{自主渠道系数} \times \text{自主核保系数}$ ，其中基准保费 = $\text{基准纯风险保费} / (1 - \text{附加费用率})$ 。其中，基准纯风险保费、无赔款优待系数和交通违法系数均由保监会根据行业情况统一制定，且附加费用率一般执行35%的水平。而保险公司可自主决定自主核保系数和自主渠道系数，两个系数在全国范围内（深圳除外）的执行区间均为[0.85-1.15]，也即保险公司拥有[0.7225-1.3225]的定价浮动区间；两系数在深圳执行[0.75-1.25]的区间，保险公司定价浮动区间扩大为[0.5625-1.5625]；不考虑交通违法的理论费率系数最低可达0.4335。

图11：一次商车费改后车险费率计算公式

$$\begin{aligned} \text{商业车险保费} &= \text{基准保费} * \text{费率调整系数} \\ &= \text{基准纯风险保费} / (1 - \text{附加费用率}) * \text{费率调整系数} \end{aligned}$$

$$\text{费率调整系数} = \text{NCD因子} * \text{自主核保因子} * \text{渠道因子} * \text{交通违法因子}$$

0.6-2

0.85-1.15

0.85-1.15

不考虑交通违法因子：

$$\text{理论费率调整系数上限} = 2 * 1.15 * 1.15 = 2.645$$

$$\text{理论费率调整系数下限} = 0.6 * 0.85 * 0.85 = 0.4335$$

数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

表 1：一次费改前后商业车险无赔款优待系数情况

无赔款优待等级	原系数	费改后系数
连续三年无出险	0.7	0.6
连续两年无出险	0.8	0.7
上一年无出险	0.9	0.85
新车	1	1
上一年出险 1 次	1	1
上一年出险 2 次	1	1.25
上一年出险 3 次	1.1	1.5
上一年出险 4 次	1.2	1.75
上一年出险 5 次及以上	1.3	2.0

数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

改革结果：险企按最低取值定价，行业费用率抬升、赔付率下降。由于市场竞争激烈，险企在定价上基本按双系数的最低取值进行定价，小型险企增长较快。根据保监会披露数据，截止16年底，商业车均保费较改革前下降5.3%，保费减少250亿元；投保率上升4个百分点至77%；车险总保费6834亿元，同比增长10.25%。行

业综合成本率较为稳定，但从结构上看，赔付率下降而费用率提升。2014年车险的综合成本率100.2%，其中综合费用率36.9%；2015年车险综合成本率99.4%，其中综合费用率39.1%；2016年车险综合成本率99.1%，其中综合费用率41.2%，2017年1-6月，车险综合成本率98.5%，综合费用率40%。车险成本“四六开”的尴尬局面并未改善，期待中的机构理性经营也并未出现，改革释放的红利开始被费用率的抬升所吞噬。我们认为主要有以下几点原因：1）一次费改仅对结果性指标“综合成本率”进行监管，规定其上升幅度不超过之前三年平均变动幅度。也即一次费改仅针对整体盈利稳定性进行规定，而未涉及赔付率和费用率在结构上的要求；2）费改后对未出险客户进行更大幅度的价格优惠（也即NCD无赔款优待系数的执行），车险客户对小额赔付的需求下降（因为索赔会使其失去次年的价格优惠），行业赔付率出现下滑；3）综合成本率保持稳定和赔付率下滑的基础上，险企将更多的资源投入到渠道费用中以扩大市场份额。

图12: 2013-2017H车险综合成本率(%)和盈利公司数量(家)



数据来源：保监会、广发证券发展研究中心

改革结果与目标“背离”，为二次费改相关政策的出台埋下伏笔。车险市场化改革的愿景是车险定价市场化以及“让利于保户”，努力实现综合成本率的稳定,推动保险产品费率水平与风险水平相匹配，提升赔付率而降低费用率。而实际上，费改阶段性的结果在数据上反映为“低赔付、高费用”现象，阶段性背离了改革的美好初衷。

在这种情况下，监管开始严查数据不真实。2017年3月，保监会印《2017年车险市场现场检查工作的方案》，严查数据不真实情况，期望险企回归真实报表，理性面对经营结果，也为二次费改埋下伏笔。

二次费改：2017年6月-2018年2月

在2017年6月，保监会《关于商业车险费率调整及管理等有关问题的通知》、《关于整治机动车辆保险市场乱象的通知》，宣告第二次商车费改的正式启动。

核心内容之一：进一步放开定价系数。本次费改进一步扩大了双系数（自主渠道和核保渠道系数）的取值范围，同时在按不同地区进行不同标准，其中深圳地区优惠空间最大，理论上最低可实行双0.7费率，折扣率可达0.294，具体如下表所示。

表 2: 二次费改系数调整情况

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	2.8125	0.294
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

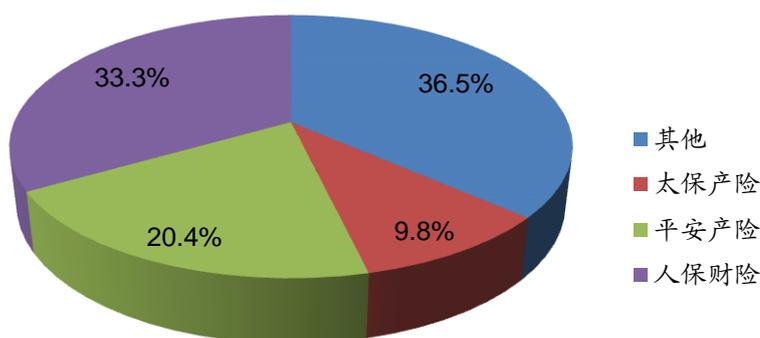
数据来源: 保监会、广发证券发展研究中心

核心内容之二: 对综合成本率、费用率和未决赔款准备金提转差率全面监管。

在一次费改中, 由于仅对综合成本率进行监管, 一定程度上加剧了渠道费用端的恶性竞争, 二次费改新提出对费用率以及未决赔款准备金提转差率指标的监管, 前者目的在于直接限制渠道端的价格战, 后者则降低了保险公司通过调整未决赔款准备金对会计科目进行调整的空间。具体的监管要求为: 1) 车险综合成本率、费用率等指标均不高于各指标前三年平均值; 2) 未决赔款准备金提转差率不低于前三年平均值。本次费改考虑到了一次费改中的短板, 将保险公司的渠道费用以及会计数据的可靠性纳入核心监管指标。且伴随行业全面严监管, 2017年7月, 保监会下发《中国保监会关于整治机动车辆保险市场乱象的通知》, 针对恶性竞争、虚列费用、数据造假、违规赠礼, 乃至与不具备相应资质的机构开展合作的问题都进行了明确的禁止。

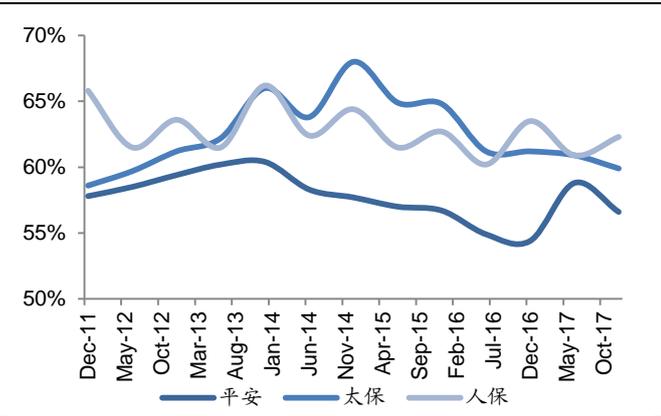
改革结果: 费改效果明显, 龙头效应显著。整体上看, 此次费改继续提升消费者优惠幅度, 进一步提高了保险公司自主定价空间。在这一阶段, 商车费改对市场格局的深刻影响开始显现, 双寡头开始发力, 马太效应愈发明显。2017年, 寡头两家、中型六家、其余公司的车险业务增速分别为12.2%、6.9%和8.6%, 龙头企业明显提速。从保费规模看, 人保和平安的市场份额稳步提升。2014年至2017年, 两家市场份额合计稳步增长, 分别达到 53.6%、54.1%、54.7%和55.8%。其中, 2014年以来人保的复合增速16%, 基本是市场的准心; 平安的复合增速更高达24%, 远远领先于市场水平。从承保利润来看, 人保和平安两家承保利润远超过行业整体。2017年, 人保车险承保利润率近4%; 平安车险承保利润率也近3%, 在哀鸿遍野的车险市场显得分外醒目。

图 13: 2017前三家财险企业机动车保险市场占有率 (%)



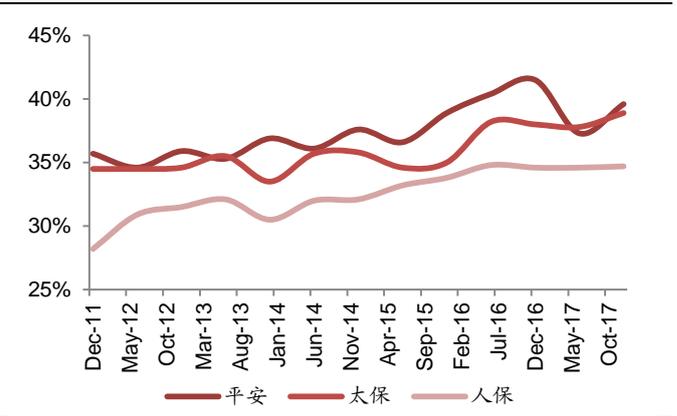
数据来源: 中国保险年鉴, WIND, 广发证券发展研究中心

图14: 平安、太保、人保赔付率 (%)



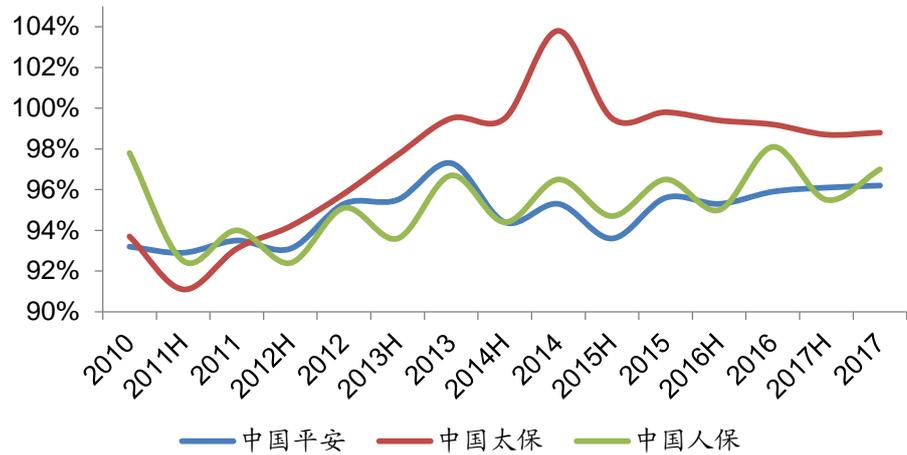
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图15: 平安、太保、人保费用率 (%)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图16: 平安、太保、人保综合成本率 (%)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

三次费改: 2018年3月开始

2018年3月15日, 中国银保监会正式发布了《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》, 标志着第三次费改在四川、山西、福建、山东、河南、厦门及新疆七个地区正式落地, 其中四川直接扩大至“双65”。通过商车费改, 可进一步扩大保险公司自主定价权, 下调商业车险费率浮动系数下限, 通过市场化手段进一步降低商业车险费率水平。“三次商车费改”将进一步扩大保险公司的车险自主定价权。

表 3: 三次费改系数调整情况

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	2.8125	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	0.196
新疆	0.75-1.15	0.75-1.15	2.645	0.294

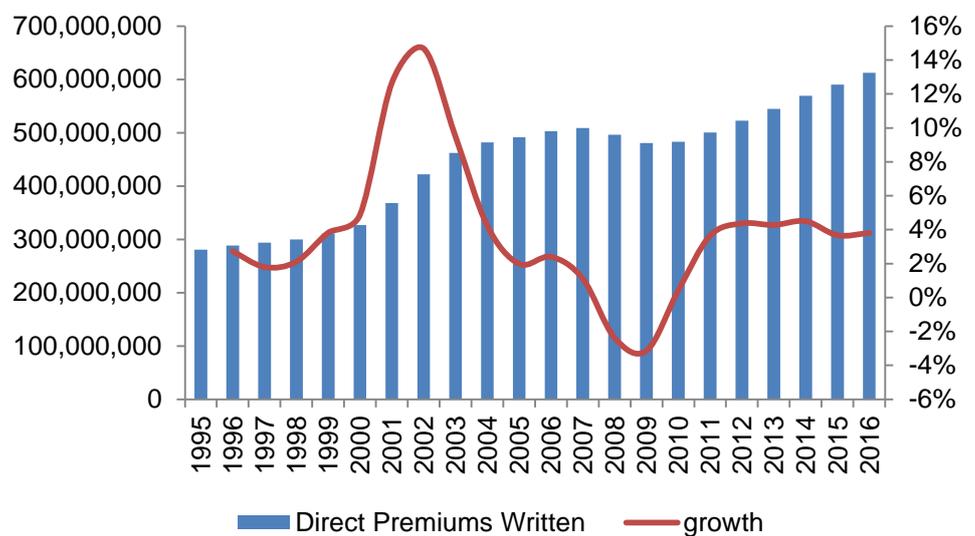
数据来源: 银保监会、广发证券发展研究中心

同时, 三次费改的目的还在于挤压费用空间。三次费改与前两次不同, 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, 以控制销售费用在中介环节的无序增长。同时, 2017年7月保监会发布174号文, 对保险产品的销售费用记账制度有了更严格要求, 销售费用增加意味着可能需要缴纳更多所得税。三次费改的目标是提高赔付率、降低费用率, 我们预计中小险企通过投费用换市场的行为将受到约束, 龙头受益, 市场集中度再度提升。

海外车险: 专注运营, 管控费用

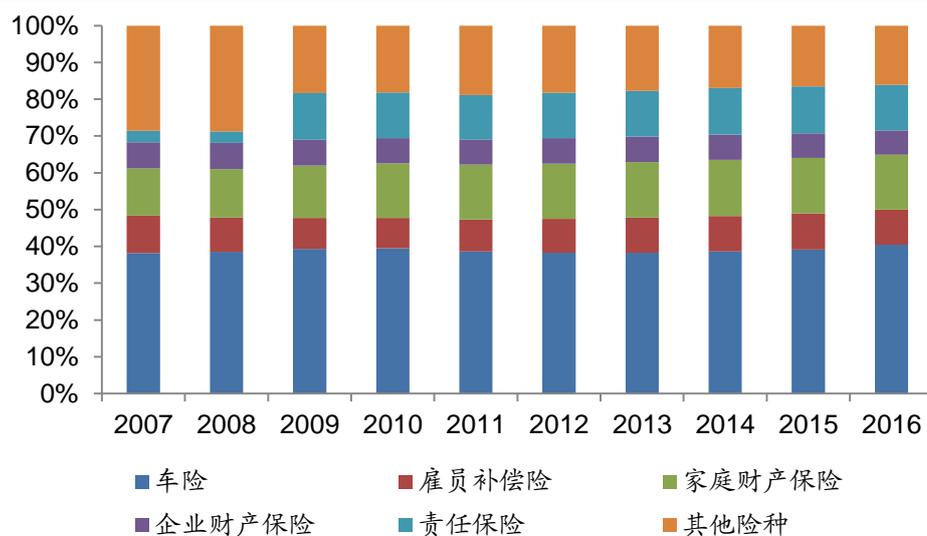
从海外市场来看, 过去20年以车险作为财产险市场最主要的险种。以美国为例, 2016年美国财险市场保费规模达6.12美元, 2011年以来以4%左右为增速平稳增长, 其中, 车险占比一直维持在40%左右, 家庭与企业财产保险占比将近21%, 责任保险占比近12%。

图17: 美国财险公司保费收入(美元)



数据来源: NAIC、广发证券发展研究中心

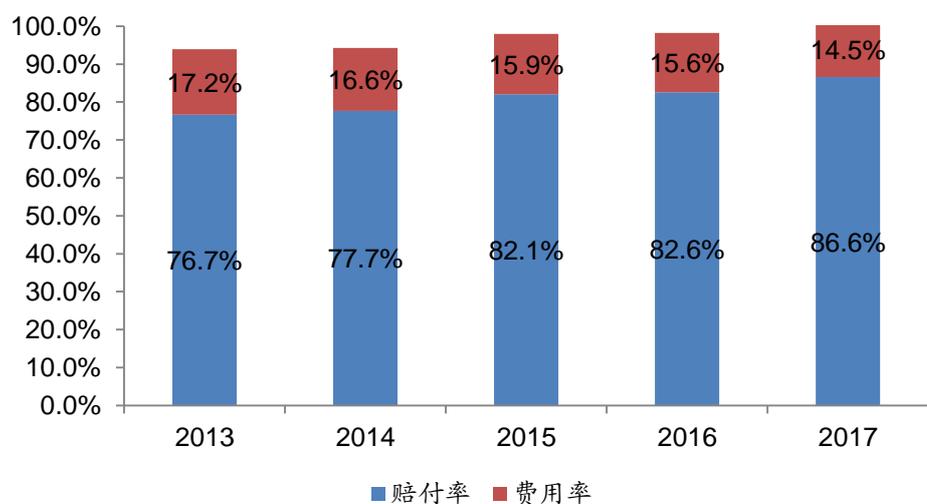
图18: 美国财险市场险种占比 (%)



数据来源: NAIC、广发证券发展研究中心

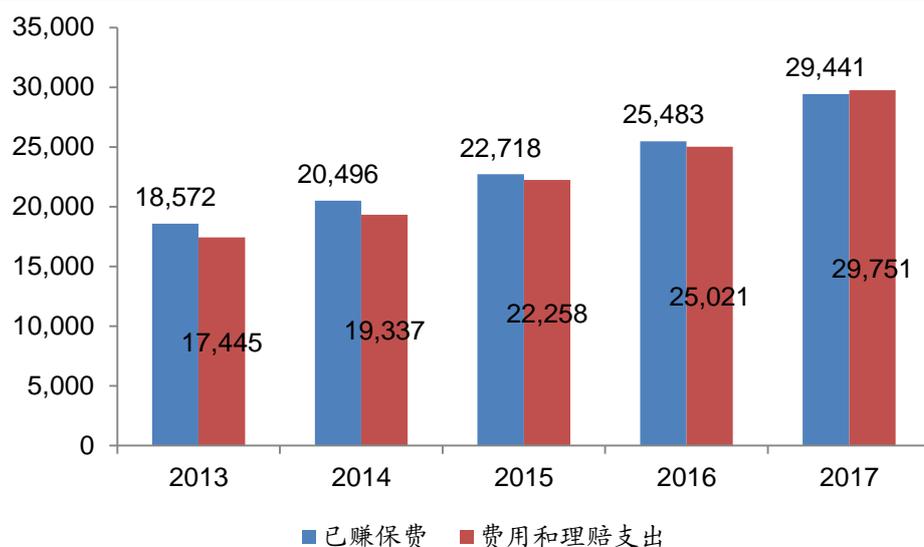
近年来, 海外财险市场也趋于集中度上升趋势。据A.M.BEST统计, 全美2016车险市场前5大巨头合占市场份额超过55%, 其中第二大车险公司GEICO市场份额由16年的11.9%增长至17年的12.8%, 这点与国内车险市场集中度上升趋势一致。以伯克希尔旗下GEICO公司为例, 该公司一直为巴菲特高度赞扬的财险公司, 持续多年保持承保盈利。而拆分其费用率和赔付率, 可以发现, 其费用率相对国内一直维持更低水平。2013-2017年, GEICO公司费用率由17.2%进一步下降至14.5%, 彰显出公司优秀的营运能力。虽然2017年GEICO公司出现承保亏损, 但主要考虑自然灾害事件较多, 导致公司赔付率上升4个百分点。总体而言, GEICO明显低于行业平均水平的费用率正是持续得到巴菲特青睐的关键。

图19: GEICO公司综合成本率拆分 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

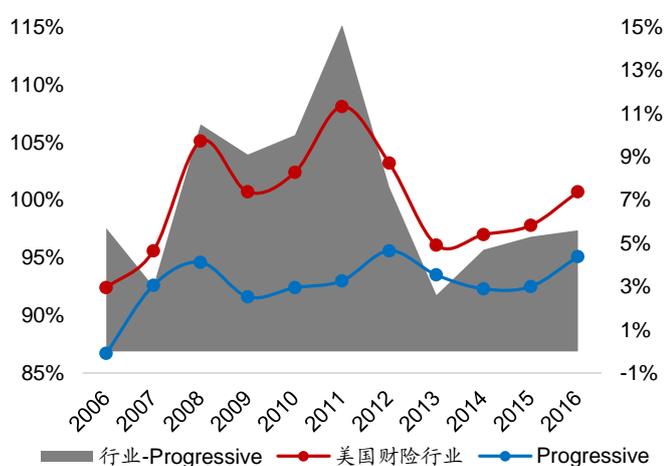
图20: GEICO承保盈利 (百万美元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

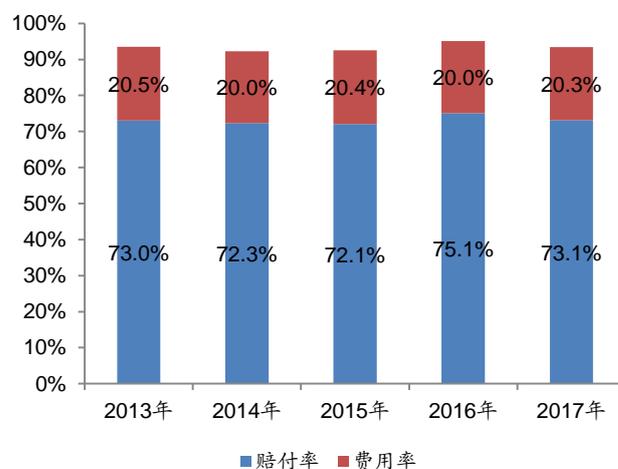
而另一家美国车险巨头Progressive同样具备较低的费用率。Progressive和平安产险作为中美两国财险行业的龙头公司, 都具有着领先于行业的综合成本率。Progressive在近十年间的综合成本率为92.72%, 在美国财险行业平均综合成本率为99.92%的情况下有7.2%的领先。承保盈利空间先对较大。平安产险是国内财险公司综合成本率控制最好的, 平安在近十年来的平均综合成本率为97.49%, 此间国内行业平均处于承保亏损状况, 综合成本率为101.07%。在近五年, 我国财险综合成本率得到了一定程度的降低, 行业平均综合成本率为98.79%, 平安产险为96.06%。由此可见, 我国财险龙头企业距离海外优秀险企在综合成本率控制上仍有一定差距, 所以进步空间仍存在。行业综合成本率则预计在未来维持在近年水准, 不会有较大波动。

图21: Progressive综合成本率领先行业 (%)



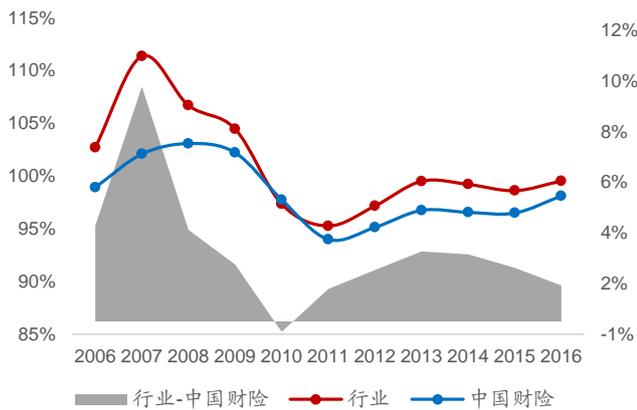
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图22: Progressive近五年综合成本率拆分 (%)



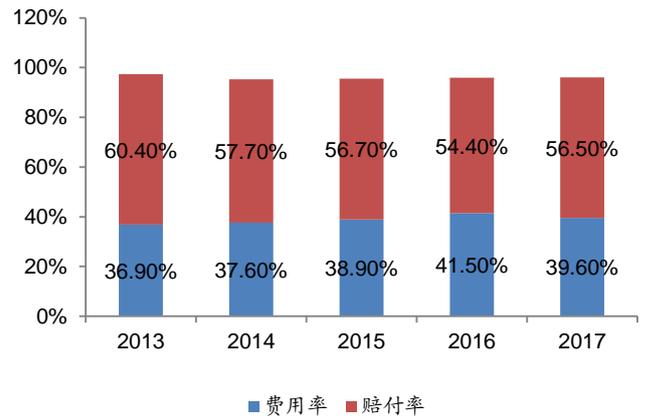
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图23: 平安产险综合成本率领先行业 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图24: 平安产险近五年综合成本率拆分 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

Progressive和平安产险在综合成本率上的拆分有较大不同。Progressive近五年平均综合成本率为93.4%，平均赔付率和费用率分别为73.1%和20.2%。平安产险平均综合成本率为93.4%，平均赔付率和费用率分别为57.14%和20.2%。平安产险平均赔付率为57.14%，费用率为38.9%。

平安产险作为国内综合成本率较低的龙头企业，费用率和赔付率占比相比较海外龙头有较大差别，这一定程度上说明我国险企在业务及管理费用管理能力上将进一步提升。

非车险: 快速增长, 前景广阔

农险业务表现亮眼

自2012年《农业保险条例》正式颁布开始, 农业保险在国家支农、惠农政策的支持下, 保持着平稳较快发展态势, 发挥了重要作用。农业保险从2007年的53.5亿元增加到2017年的479.1亿元, 农业保险保费规模增长了9倍, 年均增速24.5%, 快于同时期的财险业保费增速。

图25: 农业保险保费及增速 (%)

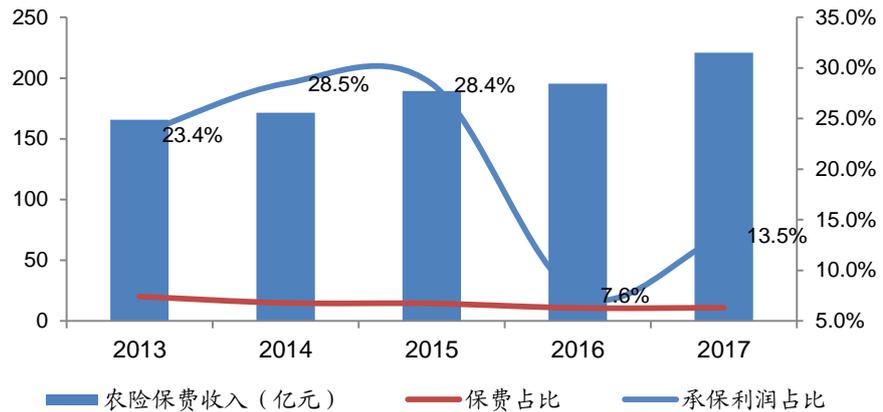


数据来源: 银保监会, 广发证券发展研究中心

近年来人保和太保持续扩大农险经营覆盖面，升级三农保险市场布局，且均取得亮眼成绩。得益于中央财政保费补贴品种已由最初的植业5个，扩大至种、养、林3大类15个；补贴区域已由6省区扩大至全国，农险产品保持着较高的承保利润率。

自人保2013-2017年加入农险业务以来，农险产品承保利润率分别为11.3%、16.7%、16.8%、2.6%及7.6%，分别高出公司全险种承保利润率8%、13.2%、13.3%、0.7%及4.6%。

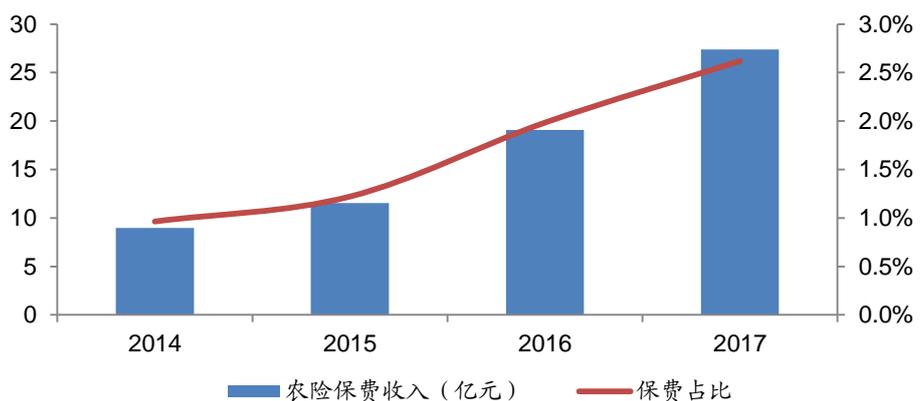
图26：人保农业保险保费、保费占比（%）及承保利润占比（%）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

太保也积极部署农险市场，在2017年实现农险业务收入达27.40亿，较2016年上升了43.6%；农险在全险种中占比 2.6%，较 2016 年底上升了0.6个百分点；近两年承保利润维持在2.1%。作为政策类产品，农险在国家政策的支持下将继续实现跨越式发展。

图27：太保农业保险保费及保费占比（%）



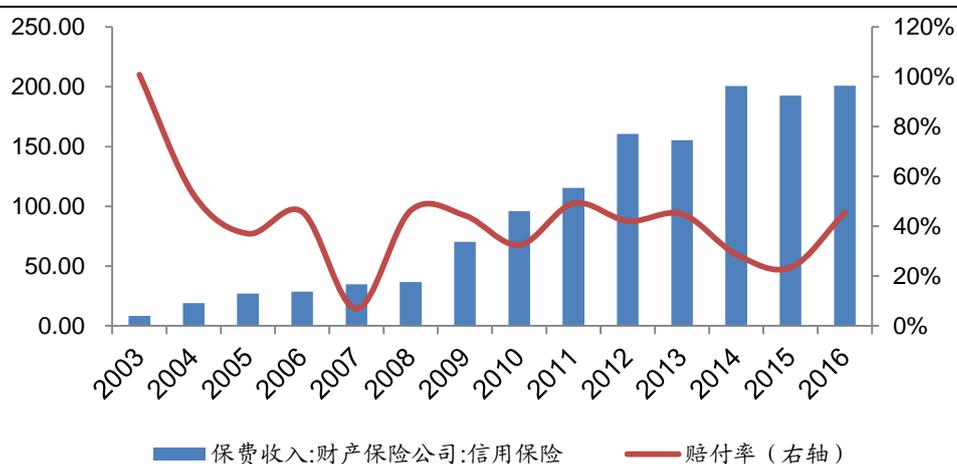
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

信用保证保险市场空间巨大

随着借贷业务和不良贷款率的增加，信用保证保险为金融市场的平稳运行提供

保障，其重要性日渐提高，信用保险的保费收入已从2003年的8.34亿上升至2016年的200.92亿，但同年P2P平台的交易规模已达2.06万亿元，信用保险保费收入存在进一步发展空间。但目前大量P2P平台倒闭等互联网金融风险事件频发，信用保险的保费收入、赔付率均出现大幅波动。随着监管的加强，未来金融风险被控制，保费规模有望逐步回升，配合征信、大数据方面的技术发展，赔付率将逐步降低。

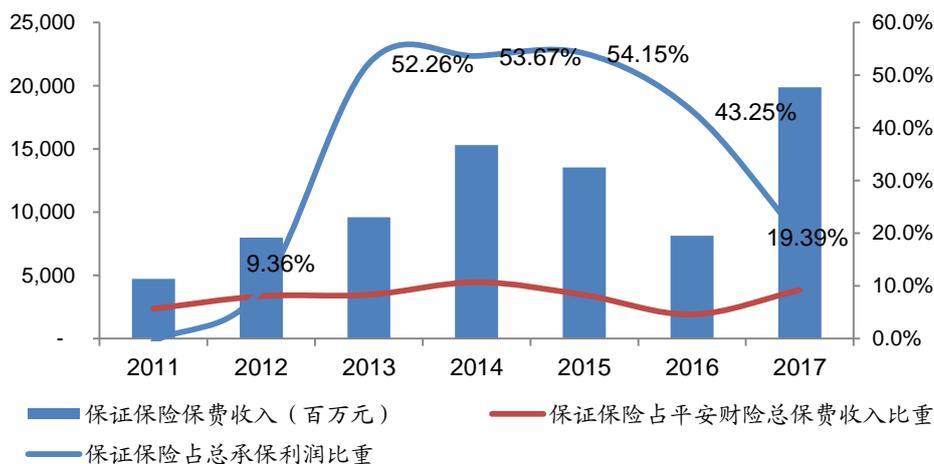
图28：信用保险保费（亿元）及赔付率（%）



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

信用保险将成为财险行业利润的重要来源。以平安财险为例，保证保险保费收入由2011年47.31亿元大幅增长至2017年的198.8亿元，近几年综合成本率保持在89%以内。从2012年开始，其承保利润占平安财险比重超过其保费收入占比，2013-2016年承保利润占比超过40%，2017年则由于其服务对象平安普惠的业务调整利润有所下降，随着业务结构的完善，未来保证保险承保盈利可期。

图29：平安财险保证保险历史数据



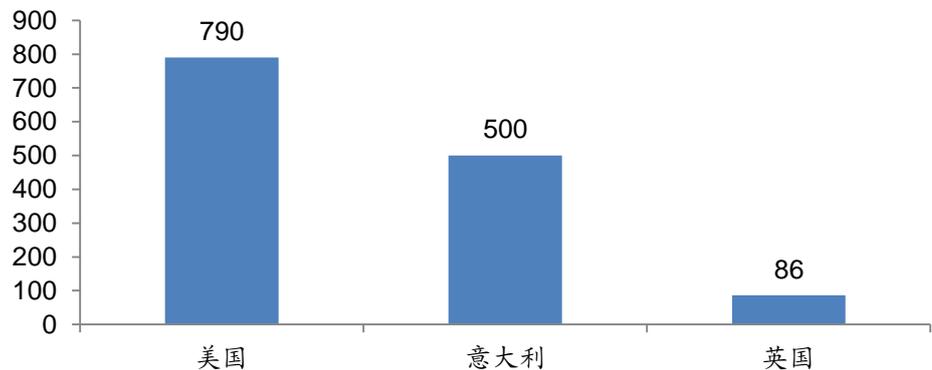
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

大数据与互联网，开启财险新时代

海外 UBI 车险发展迅猛

商业车险费率改革的全面铺开和车联网技术的提升使得我国的车险离“按使用/驾驶行为定价”的 UBI 时代似乎渐行渐近。UBI，全称为 Usage Based Insurance，根据驾驶员使用车辆的程度来设计的机动车保险，或者更广义得来说，User Behavior Insurance，是基于驾驶人各方面驾驶行为的差异化车险产品。驾驶人保费取决于实际驾驶时间、地点、具体驾驶方式或这些指标的综合考量。实际上，得益于欧美成熟保险市场良好的市场环境、严格的竞争监管，UBI 市场已在海外获得较大成功且渗透率快速提升，显著提升了保险公司的盈利能力。UBI 产品较为复杂，投保人的教育水平、对新事物的接受能力均影响着 UBI 的推广效果。UBI 产品适合直销的特点使得推出 UBI 产品的险企承保费用率不断下降，提升整体盈利能力；但这也建立在渠道分成严格管控、销售折扣相对理性的基础之上。2017 年，UBI 在全球范围内发展迅猛，增长了 26%，保单达 1,740 万份，其中美国年 UBI 保单数最高，达 790 万单。

图 30: UBI 保单数 (万)



数据来源: PTOLEMUS, 广发证券发展研究中心

UBI 定价模式

- 自我报告里程: 根据司机自我报告的里程计算保费
- 按里程付费 (Pay-As-You-Drive): 车辆上的插入式设备记录里程数据, 保险费全部或部分以里程为基础 (有时与时间和位置数据相结合), 行驶里程越长, 保费折扣越低
- 按驾驶行为付费 (Pay-How-You-Drive): 车辆上的设备记录驾驶行为数据, 保费随着驾驶员的风险评级而变化。更加强调的是驾驶员的驾驶习惯, 有没有超速、急刹等, 根据驾驶员驾驶习惯来决定保费的高低。

从目前国外的情况来看, UBI 以里程计费开始, 慢慢加入驾驶员驾驶习惯的数据分析, 到现在, 已经开始纳入行驶道路的情况, 即长期行驶在山路, 还是高速公路等。

表 4: UBI 定价模式

UBI 定价模式	公司
自我报告里程	Polis Direct (Netherlands), MileMeter (US), Real Insurance (Australia), Corona Direct (Belgium), MAAF (France), Mapfre (Spain), State Farm (US)
PAYD	Hollard Insurance (South Africa), State Farm (US), MetroMile (US), Progressive (US), UnipolSai (Italy), LibertyMutual (US), Norwich Union (UK), Allianz
PHYD	Discovery Insure (US), Progressive (US), State Farm (US), UnipolSai (Italy), LibertyMutual (US), InsureTheBox (UK)

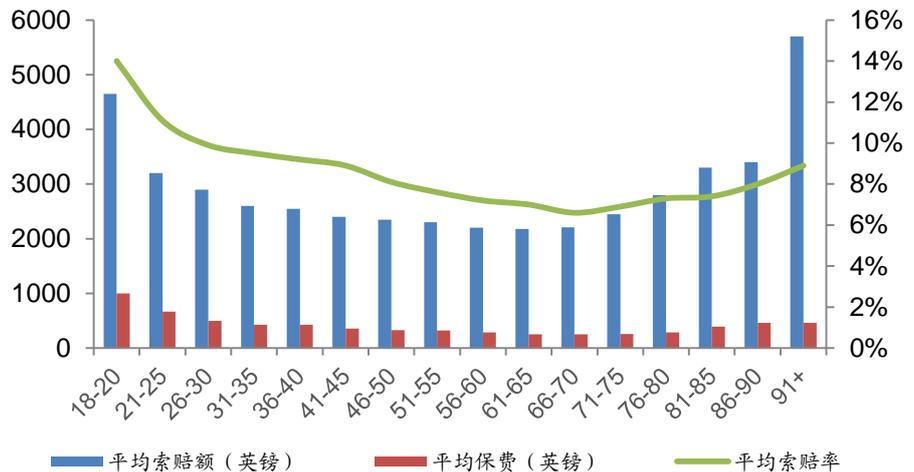
数据来源: PTOLEMUS, 广发证券发展研究中心

欧洲——UBI发源地

2006年,随着Norwich Union在英国推出PAYD保险计划, UBI保险正式步入欧洲。远程信息处理与汽车保险的有效结合,并协助降低风险使得UBI车险取得蓬勃发展。截至2015年11月,欧洲已有440万UBI保险客户,主要集中在意大利、英国、西班牙和法国。随着消费者的接受程度也越来越高,许多创新商业模式的诞生,欧洲已成为UBI保险领域最重要的市场之一。

英国最先发展的UBI产品主打年轻驾驶群体以解决其因频繁的事故率导致的高昂保费问题。英国首家专注UBI产品的保险公司 Insure the Box 专门针对年轻驾驶员开发的UBI产品,在不到两年时间内吸引了大约12.5万份保单大获成功。在此之后,许多保险公司纷纷进入这一领域,UBI呈爆发增长趋势。

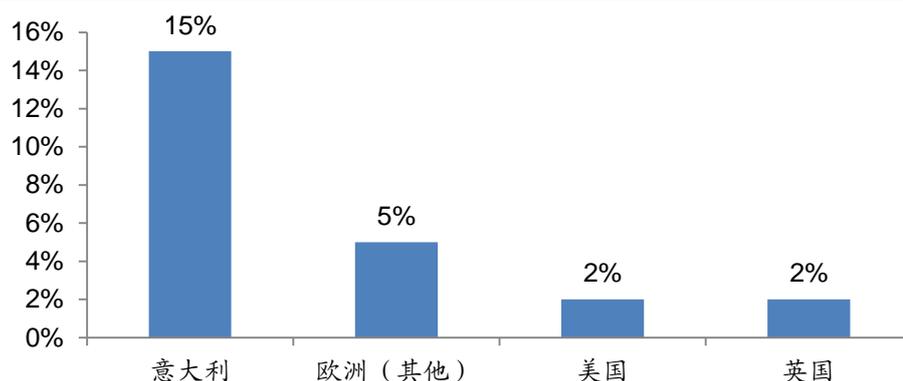
图31: 英国车险各年龄层平均保费, 平均索赔额及平均索赔率 (%) (2016)



数据来源: ABI, 广发证券发展研究中心

UBI车险在意大利获得成功更为显著: 2015年12月, Generali 表示其UBI保单已达80万份,且仅在2014年,就售出了14.5万份,占当年新业务的33%。此外,它的运营关键绩效指标同样取得优异成绩:平均损失率下降5个百分点、平均保留率增加3个百分点。当前,意大利UBI车险渗透率已达15%,是渗透率最高的国家。

图32: UBI项目渗透率 (%)



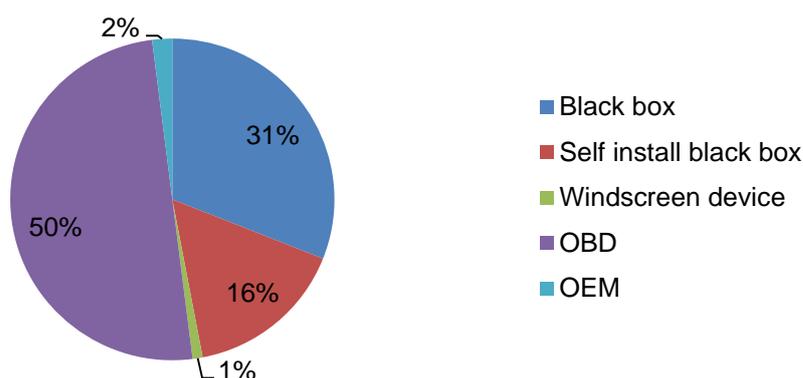
数据来源: PTOLEMUS, 广发证券发展研究中心

美国——持续高涨的UBI需求

1995年以后美国生产的所有车辆,都具有插入式OBD-II车载安装系统。因此,低成本的自行安装方案使得UBI保险在美国可以针对普通大众,而不仅仅针对特定的高端人群。此外,相当成熟的美国保险业自身拥有很强的数据搜集能力,无需依赖第三方服务商;在车险的产业链条中,保险公司制定商业模式和游戏规则,UBI产业链由保险公司主导。Progressive (前进保险) Snapshot的成功,也促进了各大型保险公司UBI保险试验浪潮 (除Geico外)。

UBI 保险在美国最初试行时,新单占比接近 30%,远高于 10%的预期。Allstate 的 DriveWise 项目在某些州甚至有着高达 50%的新业务占有率,远超 10%-15%的预期。

图33: 全球UBI项目设备类型结构 (%)



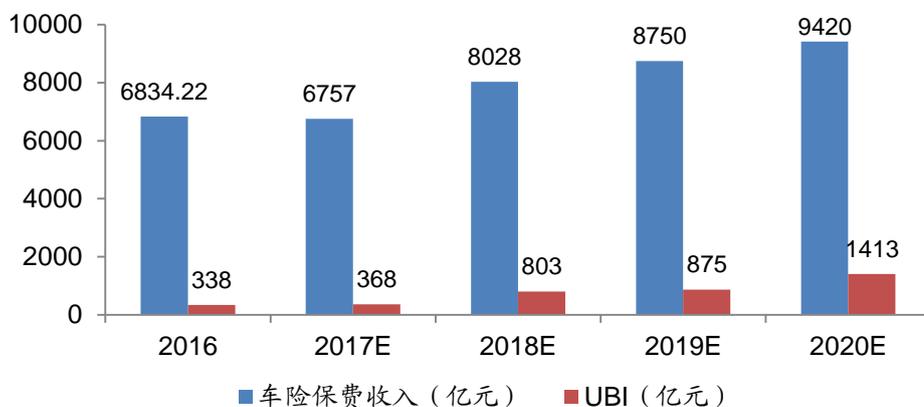
数据来源: PTOLEMUS, 广发证券发展研究中心

我国 UBI 车险现状及趋势

目前我国UBI车险尚属初步试点阶段,车联网渗透率低、智能车载装置尚未普及,仍未走出真正的UBI车险公司或UBI保险产品。但国内保险公司积极联合百度地图、高德地图等导航服务公司,利用他们已有的车辆的驾驶数据率先进入UBI市场。在过

去两年，人保就与腾讯、四维图新针对车险改革合作尝试；平安入股凯立德挖掘车主驾驶数据，尝试差异化定价；太保战略投资美国UBI车险服务商Metromile加速布局国内UBI车险商业版图。

图34：UBI市场空间巨大



数据来源：《普华永道思略特:UBI车险2020展望》，广发证券发展研究中心

未来UBI将是车险费率市场化改革的重点，它将驾驶行为、车速、操作记录等数据纳入车险成本计算模型，科学预测事故发生的频率与数学期望，从而实现科学定价，降低风险。与传统定价机制的简单价格战相比，企业可通过差异化条款设计、人工智能深度学习技术等方面展开竞争，降低费用率，提高车险盈利能力。根据《普华永道思略特：UBI车险2020展望》，假设车险费率完全市场化、车联网新车渗透率为50%、UBI的渗透率在2020年达到10%-15%，UBI将迎来1400亿元的市场空间。

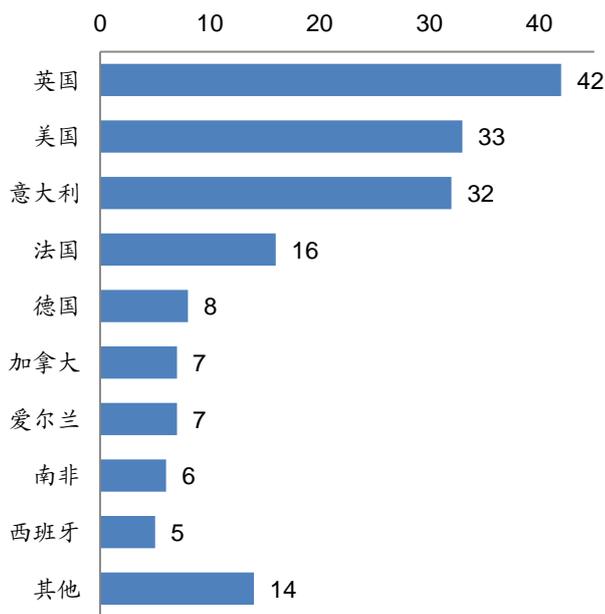
UBI产品能满足车险产业链各利益相关方的诉求，形成多赢的局面，是更符合保险产业盈利逻辑的必然发展趋势。

- 消费者—UBI 给消费者带来更大保费优惠，激励消费者采取更安全的驾驶行为。
- 保险公司—正向选择优质客群；更全面的风险评估指标带来更精确的损失估计；驾驶人更安全的驾驶行为间接降低了保险公司的赔付成本。
- 监管机构—政府和监管方也有望借UBI实现更安全的道路交通状况以及更好的环境保护。

截至2016年，已有292个UBI项目或试点在全球39个国家进行，保单合计1,740万份，UBI保费合计125亿美元。UBI符合各方面的利益诉求，产业链全面爆发可期。

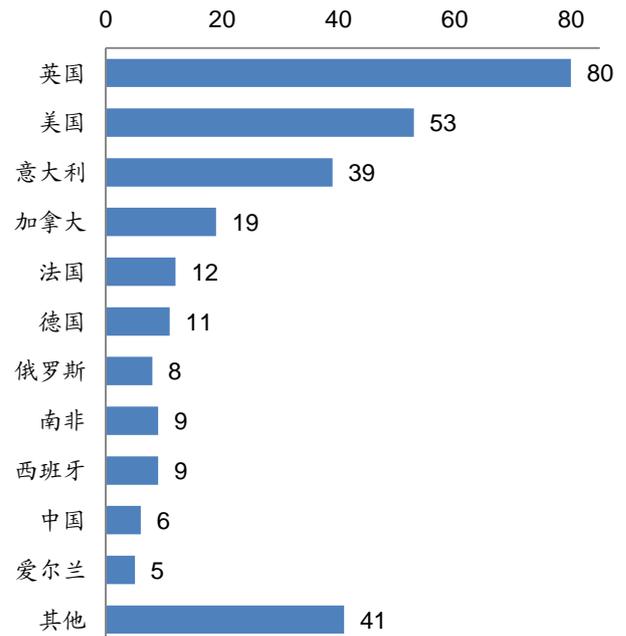
UBI车险活跃程度最高的国家依次是英国，美国，意大利和加拿大。随着国内保险监管政策某程度上的自由化，部分UBI项目已在试点。

图35: 2013年全球UBI项目或试点 (个)



数据来源: PTOLEMUS、广发证券发展研究中心

图36: 2016年全球UBI项目或试点 (个)



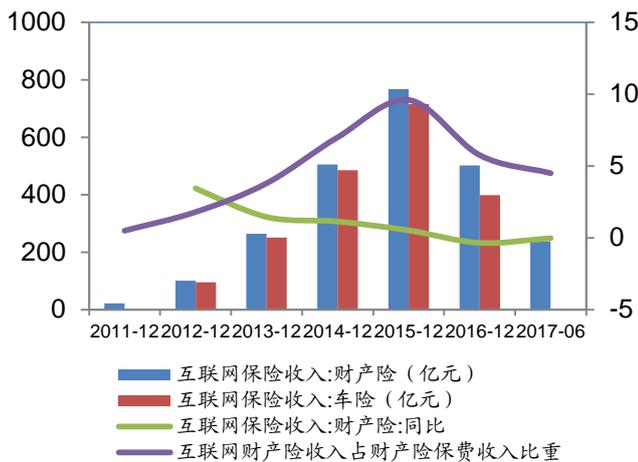
数据来源: PTOLEMUS、广发证券发展研究中心

互联网保险发展如火如荼

随着互联网的普及、电子商务日趋成熟和保险科技投入力度加大, 互联网保险蓬勃发展, 从财产险来看, 互联网保险保费收入从2011年的22亿元增长到2016年的502亿元, 复合增长率高达86.92%, 目前共有62家保险机构经营互联网财险业务, 占全部财险公司的42%。其中2015年互联网财险保费收入为768亿元, 占总保费收入的9%, 但从2016年上半年开始, 互联网财险保费收入出现大幅下滑, 渗透率也有所减少, 原因是互联网车险由于商车费改呈现负增长, 同时保监会对网销平台监管加强, 使得车险销售渠道回归传统。2017年上半年互联网保费收入增速已回升至-0.2%, 因此未来还有很大发展的空间。目前来看, 互联网财险的渗透率只有4.5%, 技术方面在保险行业的应用水平还处于初级阶段, 这与欧美发达国家相比有很大差距。

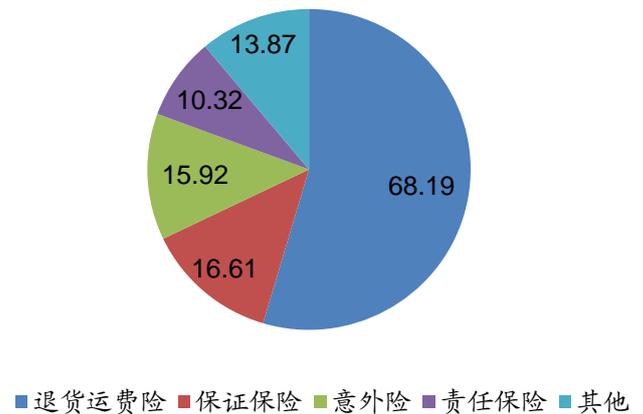
一方面, 保险公司可以依托互联网进行产品创新。互联网和电子商务的崛起催生了大量新的保险产品, 如今退货运费险签单件数占比高达68.19%, 第三方销售平台不仅催生了针对买家的保险, 还为卖家提供服务, 如众安保险推出旨在为加入淘宝消保协议的卖家履约能力提供保险的“众乐宝”, 类似的保证保险签单件数占比达16.61%。随着碎片化场景的细分, 外卖险、天气险、延误险“晚点乐”等创新型保险产品种类、市场规模快速增长, 但网络消费的客户自主性较强, 因此这些产品避免不了周期短、保费低的特点, 因此盈利空间有限。

图37: 互联网财险保费收入现状



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

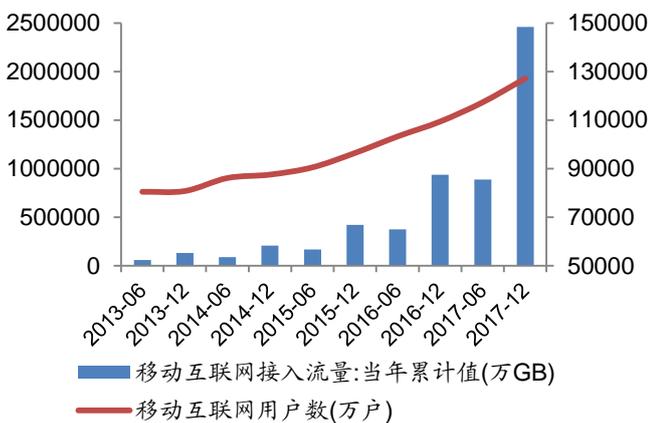
图38: 2017年互联网保险签单(件)分布情况



数据来源: 银保监会、广发证券发展研究中心

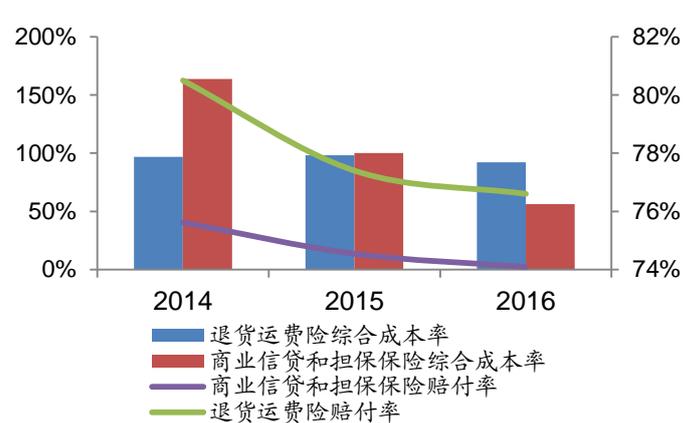
另一方面, 保险公司可以依托互联网提供更加精准的服务。未来互联网公司对保险业务参与程度将越来越高, 他们手中掌握大量数据及客户资源, 如今互联网流量已经达到每年百亿GB级别, 保险将成为流量变现的重要方式, 如利用大数据开拓新市场、进行需求开发、找到目标客户人群等。以支付宝、微信支付等第三方支付为例, 收集和分析消费者的消费行为方面的信息数据, 获取其支付能力、产品偏好、保险产品需求等信息, 从而能实现精准营销。除了标准化的产品, 大数据也可以用于实现个性化产品的大规模定制, 为客户提供不同费率和赔付率的险种, 满足客户个性化需求, 解决订单数量大而低效的问题。

图39: 互联网海量流量数据



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图40: 众安保险利用互联网科技降低成本(%)



数据来源: 众安在线年报、广发证券发展研究中心

互联网科技在保险行业的运用可以提高运营效率, 降低经营成本, 提高盈利能力。以众安保险的退货运费险及商业信贷和担保保险为例, 通过数据挖掘将赔付率分别降低至76.6% 和2.2%。通过在线互动、云计算推荐、网络保险平台等技术明确客户的需求, 提供产品, 量身定制投保方案, 享受个性化的服务, 还能节省代理费用和业务维护费用。人工智能技术则有效降低道德风险和不对称风险, 利用深度学习的AI审查其相应的资质, 判客户其信用情况, 从而减少保险欺诈案的发生,

降低综合赔付率和费用率。2017年5月，蚂蚁金服保险数据科学实验室推出“车险分”和“定损宝”两个产品，前者通过AI技术对车主进行精准画像和风险分析进行车险定价，提升风险识别能力，后者基于深度学习和AI技术进行车险自动定损，减少定损员工作量。

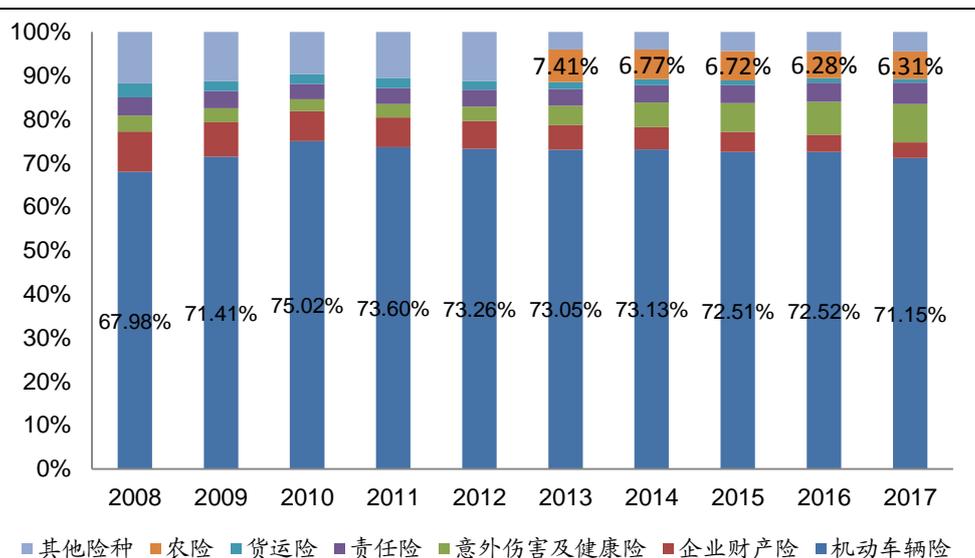
因此互联网保险不仅仅是简单的通过互联网将线下活动转移到线上，而是通过大数据、人工智能、区块链、移动互联网、物联网等前沿技术深化财险的发展。

大公司承保优势显著

人保财险：车险+农险

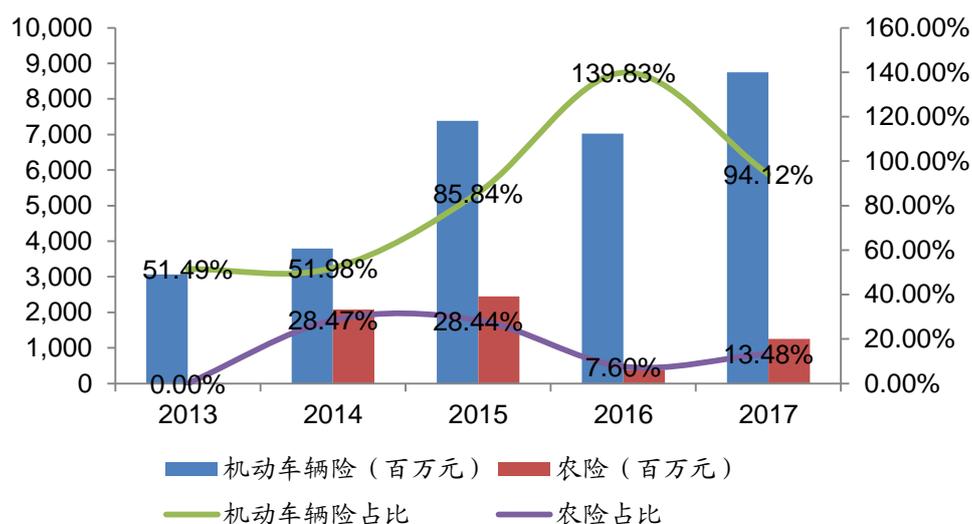
人保财险业务包括机动车辆险，农险，意外伤害及健康险，企财险，货运险，责任险以及其他险种。与其他财险公司相比，人保财险的业务特点是以车险和农险为盈利的主要来源。其中，机动车辆险占比最高，过去十年均占70%左右，承保利润占比保持在50%以上；而人保农险保费占总保费收入比例不高，2013年以来保持在7%左右的水平，占据将近一半的市场份额，且综合成本率较低，因此2017年承保利润占比高达13.48%，2014、2015年人保农险综合成本率均在84%以下，2016、2017年由于自然灾害事件多发，综合成本率有所上升，但均为行业内较高水平。

图41：人保财险各项目保费收入占比（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

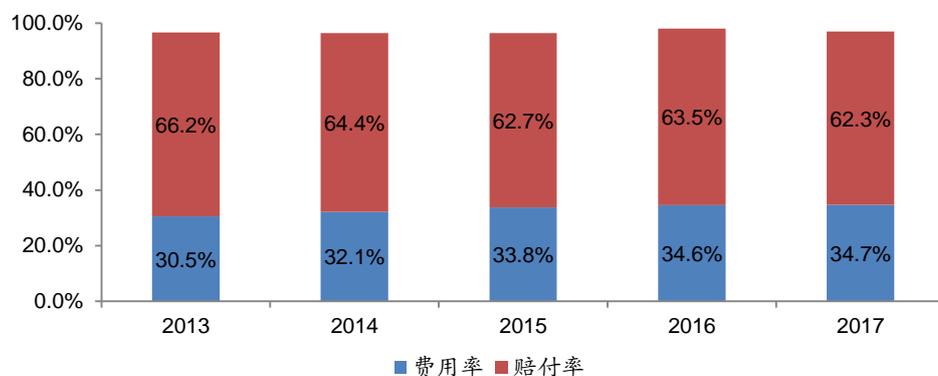
图42: 人保车险、农险承保利润及其占比 (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

人保财险2017年综合成本率是97%，同比下降1.1%，这主要是因为其车险综合成本率下降了0.3%至96.4%。人保财险车险综合成本率的降低一定程度上归因于车险费改的深化。

图43: 人保财险近年综合成本率 (%)

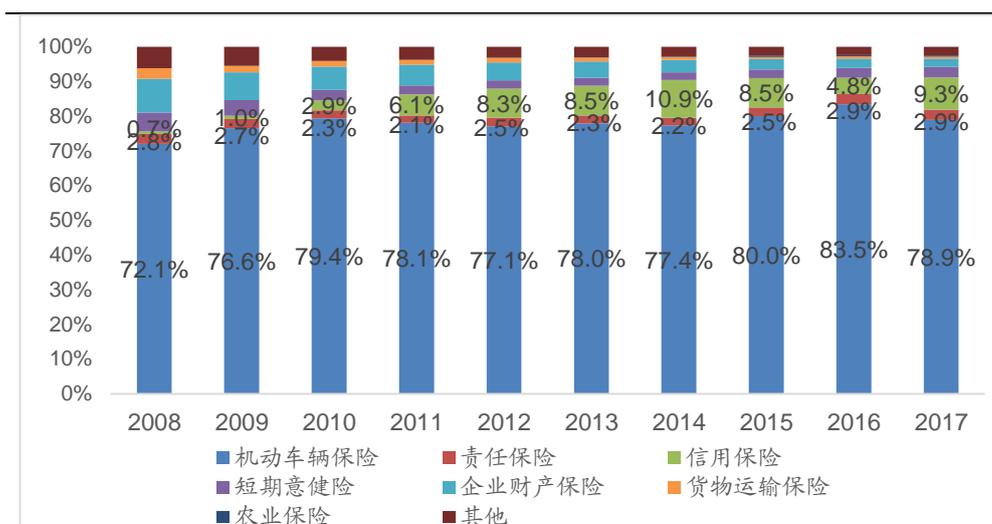


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

平安财险: 车险+信用保证保险

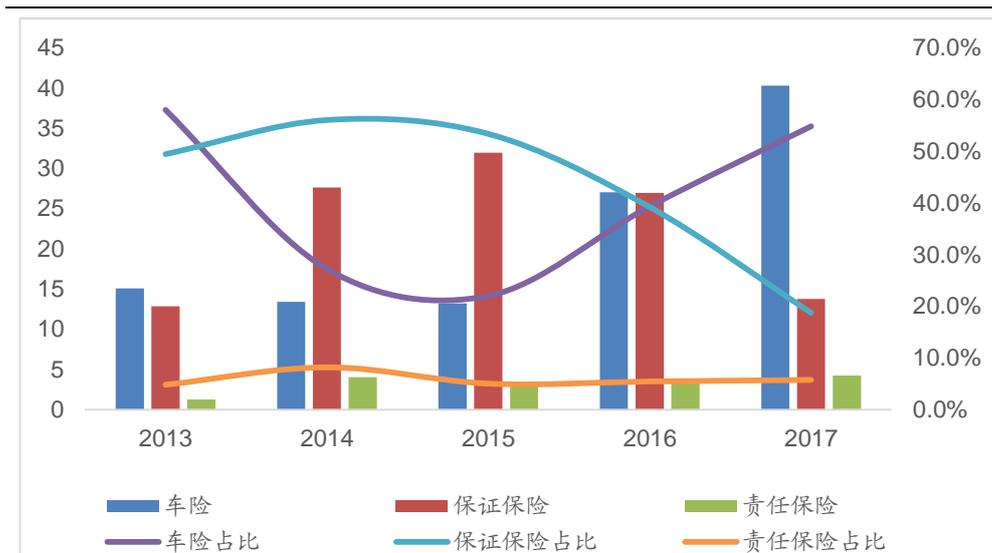
平安产险业务包括机动车辆保险, 责任保险、信用保险、短期意健险、企业财产保险、货物运输保险、农业保险等。机动车保险、信用保险和责任保险占平安产险保费收入和承保利润的大部分。车险在近十年占保费比例在80%左右, 占承保利润40%左右。信用保证保险发展迅速, 在14-16年其承保利润超过车险。责任保险也呈稳健发展态势, 占保费约3%, 占承保利润约6%。

图44: 平安产险各项目保费收入占比 (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

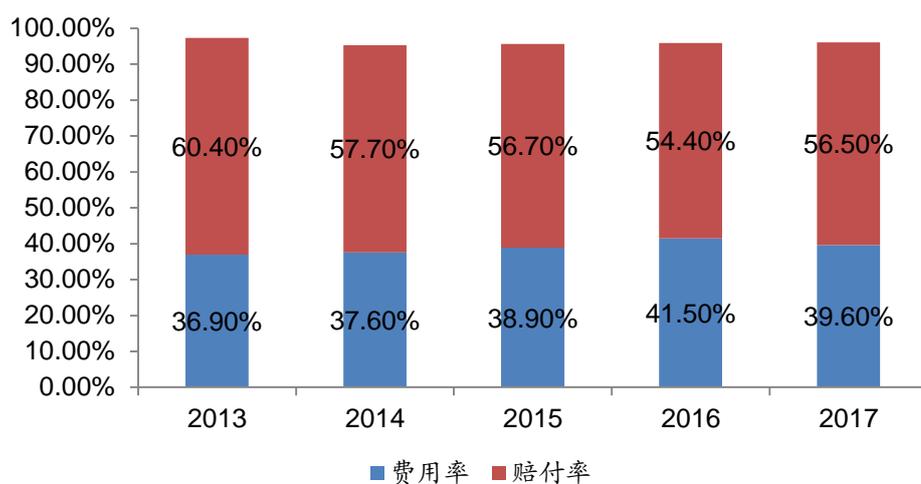
图45: 平安车险、保证保险、责任保险承保利润 (百万元) 及占比 (%)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

平安产险的综合成本率三年来在96%附近, 承保盈利空间较大。2017年, 平安产险的费用率达到了39.6%; 平安的赔付率是56.5%, 比人保财险的62.3%和太保产险的60.9%低了更多。保证保险、责任保险、意外伤害保险、企业财产保险的综合成本率分别是88.6%、91.2%、78.2%和82.8%, 均控制得比较理想。保证保险原保费收入同比增长144.35%, 达到19,880百万元, 贡献了平安财险承保利润的近百分之二十, 属于发展迅速并且健康的险种。

图46: 平安产险近年综合成本率 (%)

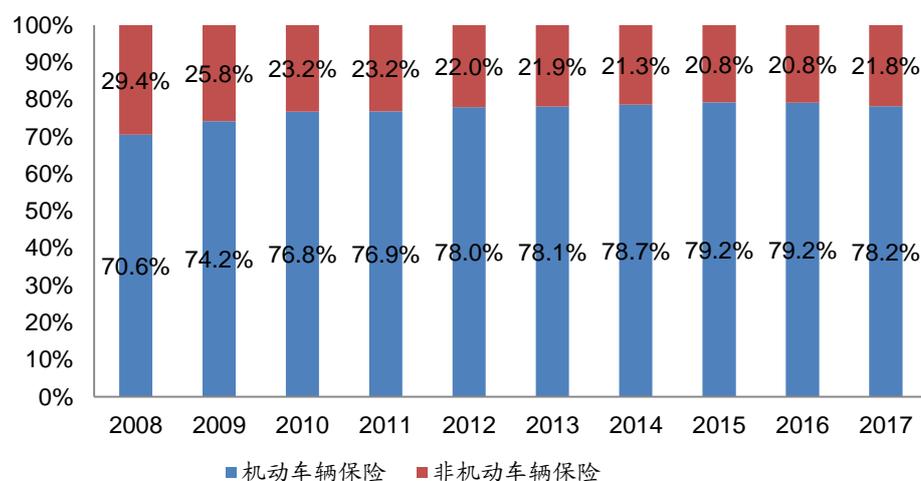


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

太保财险: 车险+企财险

太保产险业务包括机动车辆保险(商业车险, 交强险), 和非机动车辆保险(意外与健康险, 企业财产及工程保险, 企财险, 责任险, 农险, 其他)。其中机动车辆保险稳定在78%的占比。2017年实现车险业务收入818.08亿元, 同比增长7.4%; 综合成本率为98.7%, 其中综合赔付率61.4%, 同比上升1.6个百分点, 综合费用率37.3%, 同比下降0.1个百分点; 过去三年, 太保车险综合成本率均稳定在100%以内。

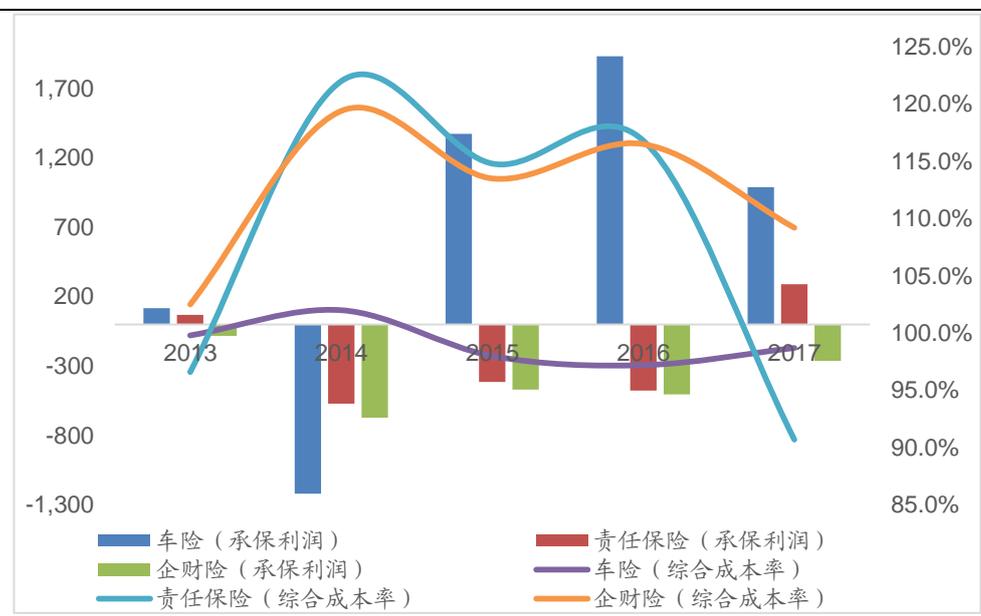
图47: 太保产险各项目保费收入占比 (%) (2016)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

太保非机动车险持续优化业务结构，加快新型业务领域布局。其中责任险在2017年扭亏为盈，综合成本率大幅下降至96.7%；企财险业务虽仍亏损，但业务品质持续改善，综合成本率也得以下降。

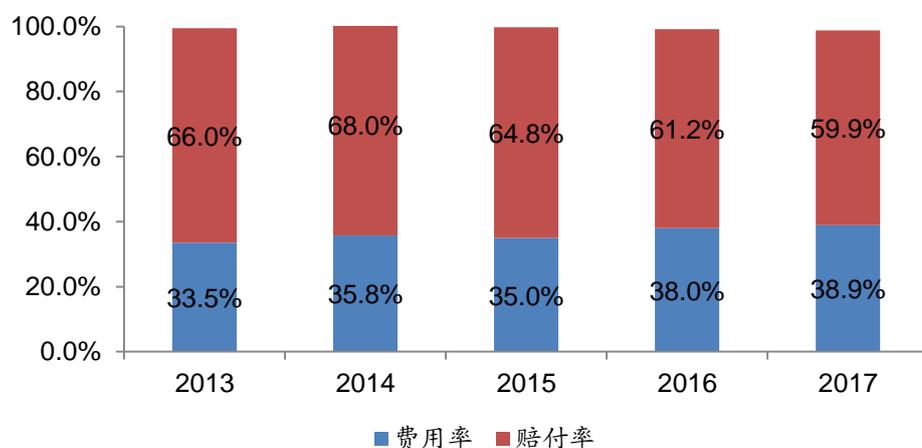
图48：太保车险、企财险、责任保险承保利润（百万元）及综合成本率（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

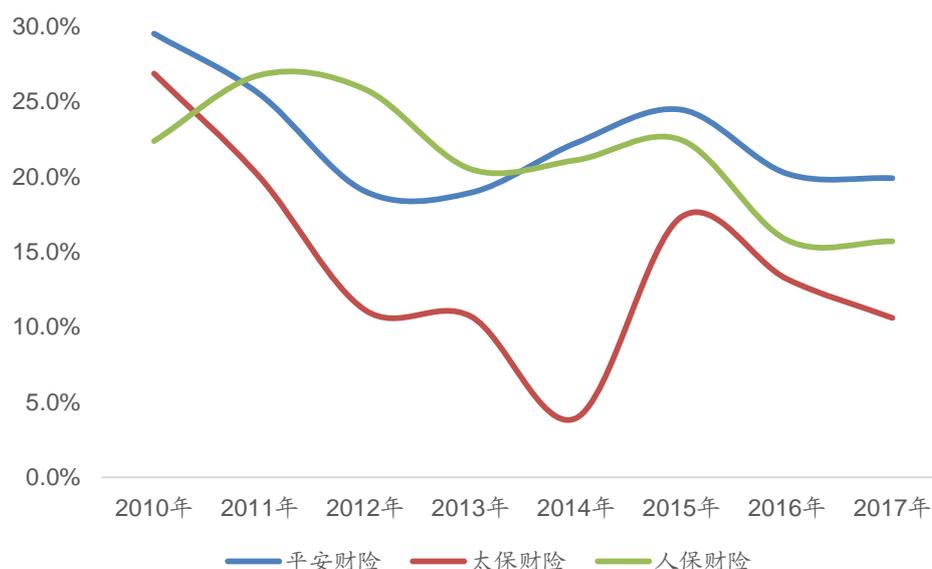
太保产险的综合成本率比平安和人保都要高一些，近年来在99%附近浮动，从2014年开始逐步下降，2017中季年达到了98.7%。太保车险通过积极应对商业费改，强化了风险选择，主动剔除连续三年赔付超过100%的劣质团车业务，未出险客户人数显著上升。

图49：太保产险近年综合成本率（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图50: 平安产险、太保产险、人保财险历年ROE (%) (加权平均)

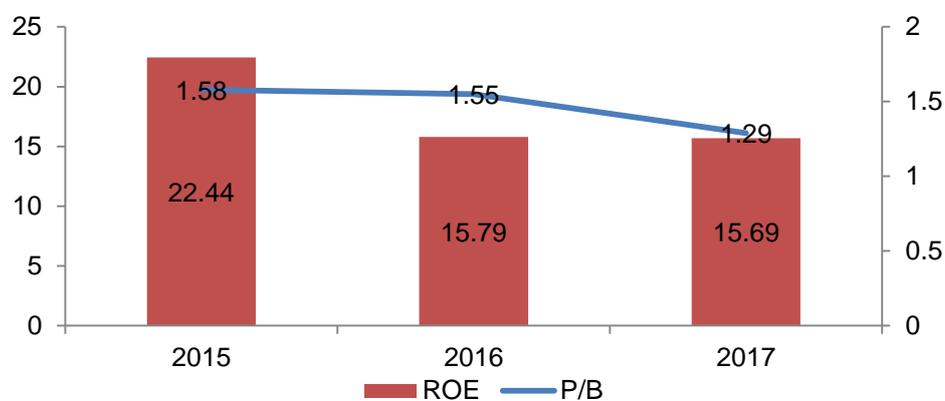


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

投资建议

财险市场增速较为平稳, 受长端利率的干扰更少, 经营优劣来自规模经济下的日常经营和成本控制, 综合成本率是最核心的评价指标。三次费改推行之际, 我们更加看好行业龙头的竞争优势。2015-2017年, 人保财、平安财和太保财平均综合成本率分别为97.2%、96.0%和99.2%, ROE均值分别为16.7%、17.3%和11.0%, 而人保财估值在1.3倍P/B, 我们认为未反映合理估值, 推荐: 中国平安、中国太保, 建议关注: 中国财险。

图51: 中国财险PB估值与ROE (%)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

风险提示

财险市场竞争持续恶化，汽车增长量放缓，渠道费用管控不力，外部投资环境波动，相关政策红利不及预期等。