



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业动态
证券研究报告

2011 年 8 月 4 日

保险

研究部

毛军华

分析师，SAC 执业证书编号：

S0080511020001

maojh@cicc.com.cn

缩短承保周期，负面影响渐进可控

商业车险费率市场化预案简评

事件：

据相关媒体披露，保险行业协会计划今年 9 月底前出台商业车险费率自由化相关细则，并于 2012 年 1 月开始正式实施。

评论：

商业车险条款费率管理细则年底前出台的概率较大。我们认为，商业车险定价市场化是行业发展趋势。据了解，此次细则有望在年底前出台，明年初开始实施。

此次预案并非完全自由化，而是体现出可控的渐进市场化进程。我们认为，车险费率市场化的进程将采取一种可控的渐进方式。理由如下：

- 预案对完全独立开发新条款和费率提出非常严格的条件，包括偿付能力，综合成本率以及业务规模等多方面的要求。根据我们预计，在 2012 年初有资格独立开发新产品的公司仅包括平安财险、太保财险等少数公司。
- 对不具备独立开发条件的公司，预案仅放开对费用的自由定价，仍然限制了赔款部分。同时，通过每年的合理性验证和调整措施来防止保险公司出于恶性价格竞争的目的而制定低于实际经营管理水平的费率。
- 新版商业车险条款和费率采用审批制度而非报备制度。通过审批制度，监管机构将保留对所有上报条款以及费率最终决定权，这有利于监管机构把握市场化的进度。

我们认为此次预案将对财险市场形成渐进可控的负面影响，但并不会造成行业明显的大幅逆转。理由如下：

- 市场竞争加剧将缩短承保周期。费率市场化增加了财险公司的竞争手段，加剧了行业竞争，将缩短此轮承保硬周期至 2012 年年中。
- 但资本充足率状况决定现有中小财险公司仍不具备全面二次价格战的能力。在偿付能力监管体系下，决定财险公司价格战能力的关键因素是资本充足率状况，而并不是费率市场化。费率市场化只是提供了一种价格竞争手段。现有中小财险公司的资本充足率状况虽然相比 2008 年有了较大改善，但仍不具备全面二次价格战的能力。

估值与建议：

维持对保险行业“推荐”的评级。由于此次费率市场化方案和价格竞争将是有节制的，我们认为财险行业盈利能力并不会出现明显的大幅逆转。作为行业龙头的中国财险，由于具有翔实的基础数据库、强大的精算队伍以及领先行业的风险选择能力，受到负面影响的程度将相对较小。另外，公司充足的准备金储备，持续改善的内部管理流程以及不断提升的电话车险业务占比，都将对未来利润率继续保持在较高水平形成强有力的支撑。我们维持对中国财险 12 个月 16.65 港币的目标价。

商业车险条款费率管理细则年底前出台的概率较大。

我们认为，商业车险定价市场化是行业发展趋势。据了解，此次细则有望在年底前出台，明年初开始实施。现在行业已经完成初步的数据采集工作，并下发相关征求意见稿，9月底前或即将出台相关规定。

此次预案并非完全自由化，而是体现出渐进的市场化过程

- **预案对完全独立开发新条款和费率提出非常严格的条件**，主要包括：（1）经营商业车险业务3个完整会计年度以上，数据充足真实，公司治理结构完善，内控制度健全；（2）最近连续3个会计年度商业车险综合成本率低于100%；（3）最近连续4个季度偿付能力充足率高于150%；（4）上年度商业车险承保车辆数达到30万辆次以上。我们认为，条件（1）将开业不满三年的新公司排除在外，条件（4）则将规模保费小于10亿（按商业车险车均保费3500元假设计算）的小公司又排除在外，而再经过条件（2）和（3）筛选之后，所剩下具有资格的公司就屈指可数。根据我们预计，在2012年初有资格独立开发新产品的公司仅包括平安财险、太保财险等少数公司。
- **对不具备独立开发条件的公司，预案仅放开对费用的自由定价，仍然限定了赔款部分**。公司需要参照行业协会统一制定的示范条款和纯风险损失率来制定费率。同时，通过每年的合理性验证和调整措施来防止保险公司出于恶性价格竞争的目的而制定低于实际经营管理水平的费率。
- **新版商业车险条款和费率采用审批制度而非报备制度**。通过审批制度，监管机构将保留对所有上报条款以及费率的最终决定权，这有利于监管机构把握市场化的进度。

有节制的市场化方案将对财险市场形成渐进可控的负面影响，但并不会造成行业明显的大幅逆转。

- **缩短对承保硬周期的判断至2012年年中**。费率市场化增加了财险公司的竞争手段，加剧了行业竞争，将缩短承保周期，从而对行业承保利润率构成负面影响。此前我们判断，在监管环境没有较大改观的情况下，此次财险承保硬周期将至少持续到2012年底。考虑到此次重大监管政策调整，我们缩短对承保硬周期的判断至2012年年中。
- **但决定财险行业承保业绩周期波动的关键因素是资本充足率状况，而并不是费率市场化**。在偿付能力监管体系下，决定财险公司价格战能力的关键因素是资本充足率状况，而并不是费率市场化。费率市场化只是提供了一种价格竞争手段。资本充足率状况是自2009年初以来此次财险行业承保周期大逆转的根本原因。2008年的雪灾、地震以及全球金融危机作为最后一根稻草，压垮了多年来持续亏损的财产保险行业。2008年底大部分财险公司注册资本金损耗殆尽，偿付能力充足率水平低于最低监管要求。资本不足导致行业竞争程度放缓，从而迎来较好的承保盈利周期。
- **中小财险公司虽然相比2008年资本充足率状况得到改善，但仍不具备全面二次价格战的能力**。我们认为，监管机构和现有财险公司，特别是中小公司，已经从上轮长达数年的恶性行业竞争中学到了经验和教训，此次费率市场化实施后，行业并不会出现明显的大幅逆转，仍将在较长一段时间内维持较高的承保利润率水平。

维持对保险行业“推荐”评级

由于此次费率市场化方案和价格竞争将是有节制的，我们认为财险行业盈利能力并不会出现明显的大幅逆转。作为行业龙头的中国财险，由于具有翔实的基础数据库、强大的精算队伍以及领先行业的风险选择能力，受到负面影响的程度将相对较小。另外，公司充足的准备金储备，持续改善的内部管理流程以及不断提升的电话车险业务占比，都将对未来利润率继续保持在较高水平形成强有力的支撑。我们维持对中国财险12个月16.65港币的目标价。

图表 1: 估值表

公司	股价	总股本	每股收益			每股净资产			集团每股内含价值			每股新业务价值			总资产收益率		
	2011-08-03		10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
中国人寿H股	25.55	28,265	1.40	1.53	1.82	8.7	10.0	11.5	12.41	14.13	15.63	0.83	0.96	1.07	2.40	2.20	2.20
中国平安H股	73.25	7,644	2.66	3.60	4.81	17.2	22.1	25.7	30.93	38.74	46.17	2.39	2.81	3.36	1.50	1.50	1.60
中国太保H股	29.70	8,600	1.17	1.49	1.84	11.0	12.2	13.5	15.06	17.82	20.46	0.83	1.01	1.19	1.80	1.80	1.80
中国财险	14.04	11,142	0.55	0.94	1.17	2.6	3.6	4.7							2.58	3.49	3.47
中国人寿A股	17.47	28,265	1.19	1.27	1.51	7.4	8.3	9.4	10.55	11.73	13.07	0.70	0.79	0.89	2.40	2.20	2.20
中国平安A股	44.05	7,644	2.26	2.99	3.99	14.7	18.6	22.0	26.29	32.15	38.32	2.03	2.33	2.79	1.50	1.50	1.60
中国太保A股	20.80	8,600	1.00	1.24	1.53	9.3	10.3	11.5	12.80	14.79	16.98	0.71	0.84	0.99	1.80	1.80	1.80
公司	市值		净资产收益率			市盈率(X)			市净率(X)			内含价值倍数			新业务价值倍数		
中国人寿H股	631,126		16.1	15.5	15.7	18.3	16.7	14.0	2.9	2.6	2.2	2.1	1.8	1.6	15.9	11.9	9.3
中国平安H股	484,847		15.5	14.6	15.1	27.5	20.3	15.2	4.2	3.3	2.8	2.4	1.9	1.6	14.4	8.3	3.3
中国太保H股	227,224		10.7	11.7	12.2	25.4	19.9	16.1	2.7	2.4	2.2	2.0	1.7	1.5	11.7	4.6	(0.2)
中国财险	156,431		22.4	29.8	28.0	25.5	15.0	12.0	5.4	3.9	3.0						
中国人寿A股	520,620		16.1	15.5	15.7	14.7	13.8	11.6	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3	9.9	7.2	5.0
中国平安A股	399,953		15.5	14.6	15.1	19.5	14.7	11.0	3.0	2.4	2.0	1.7	1.4	1.1	7.9	1.1	(2.7)
中国太保A股	187,439		10.7	11.7	12.2	20.9	16.8	13.6	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2	7.6	0.0	(4.0)

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

