

保险行业专题之车险费率市场化

价格战未必随即引发, 产险景气度仍将延续

推荐 (维持)

2011 年 8 月 16 日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
中国人寿	1.20	1.38	推荐
中国平安	2.90	3.82	推荐
中国太保	1.29	1.60	推荐

相关报告

保险 III:《中国平安收购深发展进展点评: 平深恋终告收官, 综合金融大幕开启》
2011-7-29

保险 II:《保险行业 6 月保费收入点评: 寿险增长依然缓慢, 产险增势持续向好》
2011-7-14

保险 II:《保险行业 2011 年下半年投资策略: 业绩走出低谷, 股价攻守兼备》2011-6-30

分析师 张颖
021-38565970
SAC: S0190511070001

联系人: 曾素芬
021-38565598
zengsf@xyzq.com.cn

投资要点

- **车险费率市场化将重启。**保监会于今年 7 月份向保监局和财险公司下发关于商业车险条款费率管理的通知(征求意见稿), 将制定示范条款和纯损失率, 各公司可参考制定费率, 最近 3 个会计年度实现承保盈利、连续 4 个季度偿付能力充足率高于 150%、上年度商业车险承保车辆超过 30 万辆且符合其他相关条件的公司可独立拟定条款和费率, 揭开了车险费率市场化改革重启的序幕。
- **费率市场化改革未必立即导致全面价格战, 承保景气周期仍将延续。**至于市场普遍关心的费率市场化是否会立即引来全面价格战, 我们通过对中外承保周期规律的分析, 认为无论是市场还是政策调节作用下出现的承保周期, 盈利或亏损周期都具有一定长度, 不是一降价就会立即使这种周期结束, 其内在驱动力是微观市场主体自身的博弈行为。在当前投资收益不理想、公司利润和资本缺乏积累、实力不够雄厚的背景下, 保险公司不会轻易牺牲承保利润, 即使采取竞争性的价格策略, 也会更多基于自身经营状况, 并不会出现类似 2003 年全国费率市场化背景下“自杀”性的降价行为, 因此持续了约 2 年的承保景气周期并不会戛然而止。
- **平安、太保有望率先开展车险费率市场化试点。**我们梳理了保费规模前 20 名的财险公司综合成本率和偿付能力充足率状况, 结果显示: 若以 2012 年为考察时点, 仅有平安、太保和安邦具备自主拟定条款和费率的资格。平安凭借综合金融优势和优秀的创新能力, 借助高度集中的后援集中平台能够不断降低经营成本, 从而能实现竞争性价格策略与较低综合成本率之间的良性循环。太保历来以良好的风险控制和费用管理能力见称, 也有能力自主定价, 通过竞争性价格拓展业务, 实现承保规模和质量双丰收。
- **投资建议: 长推平安, 短推太保。**7 月至 8 月初市场震荡下跌, 保险股估值水平降至历史低位: 国寿、平安、太保新业务价值倍数仅为 6.3、6.1 和 7.3 倍, 投资价值显现。就个股而言, 我们维持中期策略中的逻辑, 依然看好平安平台优势及产险、非保险业务利润贡献的提升, 予以长期推荐, 短期内鉴于太保较高的业绩弹性, 产险景气周期下产险利润贡献度进一步提升, 拉升总体业绩的增速, 因此在短期内我们主推太保。

目 录

一、费率管制制约行业发展	- 3 -
(一) 费率管制不利于保护投保人的利益	- 3 -
(二) 费率管制不利于市场有序竞争	- 4 -
二、中国车险费率改革实践：价格战爆发，行业濒临亏损	- 4 -
三、车险费率市场化改革重启影响何在？	- 7 -
(一) 关于车险费率市场化改革预案的总体评价	- 7 -
(二) 承保景气周期并未就此逆转	- 8 -
(三) 平安、太保有望率先进行改革试点	- 10 -
四、投资建议：长期看好平安，短期推荐太保	- 14 -

图表目录

图 1、费率管制加剧了保险逆选择	- 4 -
图 2、市场退出机制完善与否假设下费率市场化传导机制差异	- 6 -
图 3、G8 1999 年-2010 年承保和投资利润率	- 8 -
图 4、人保、平安、太保财险承保利润率	- 9 -
图 5、车险费率市场化对不同公司的作用机制比较	- 11 -
图 6、平安产险管理费用及占规模保费比	- 13 -
图 7、太保产险综合成本率大多数年份低于同行	- 13 -
图 8、三大上市保险股股价隐含新业务价值倍数	- 14 -
表 1、保险费率严格管制	- 3 -
表 2、部分发达保险市场费率市场化概况	- 4 -
表 3、中国车险费率市场化改革进程	- 5 -
表 4、我国现行保险市场退出机制	- 7 -
表 5、综合成本率下降与投资收益率上升对利润贡献效应对比-以人保为例	- 9 -
表 6、2010 年底财险公司偿付能力充足率	- 10 -
表 7、国内前 20 大财产保险公司盈利状况及偿付能力充足率	- 11 -
表 8、平安产险和太保产险综合成本率和偿付能力充足率	- 12 -
表 9、中国太保估值	- 15 -
表 10 中国平安估值	- 15 -
表 11 中国人寿估值	- 15 -

近日，媒体报道保监会向财险公司和保监局下发了《关于加强机动车辆商业保险条款费率管理的通知（征求意见稿）》，启动车险费率市场化改革预案，引发了继去年7月《关于人身保险预定利率有关事项的通知》发布之后社会关于保险费率市场化改革的广泛关注和讨论。本报告中，我们将围绕车险费率市场化的议题，重点探讨车险费率市场化是否会导致大规模价格战的出现从而使行业盈利状况急转而下，同时关注哪些公司可能从中受益。

一、费率管制制约行业发展

在我国保险复业初期，国内经营保险的机构仅人保一家，国家对费率实行指导性限制，保险公司可以在总公司费率基础上上下浮动30%。1986年，新疆兵团保险公司成立，1988年平安保险成立，基本上参照执行人保的费率，1991年第二家全国性保险公司太平洋保险成立，从而开始在全国范围内引入了竞争。随着竞争的加剧，价格战蔓延开来，出现个别险种甚至全行业亏损的局面，监管部门对费率的监管进一步严格化。1993年央行发文要求险企按核准的条款和费率执行，1995年保险法提出了主要险种的“批准费率”和其他险种的“报备费率”。

表 1、保险费率严格管制

时间	监管文件	内容
1993年4月	《关于下发全国性保险条款及费率（国内保险部分）的通知》	要求各保险企业均应按核准的的保险条款及保险费率执行
1995年	《保险法》	商业保险的主要险种的基本保险条款和保险费率，由金融监督管理部门制定。保险公司拟定的其他险种的保险条款和保险费率，应当报金融监督管理部门备案
2000年3月	《保险管理规定》	对1995年保险法的规定进行细化。

资料来源：兴业证券研究所

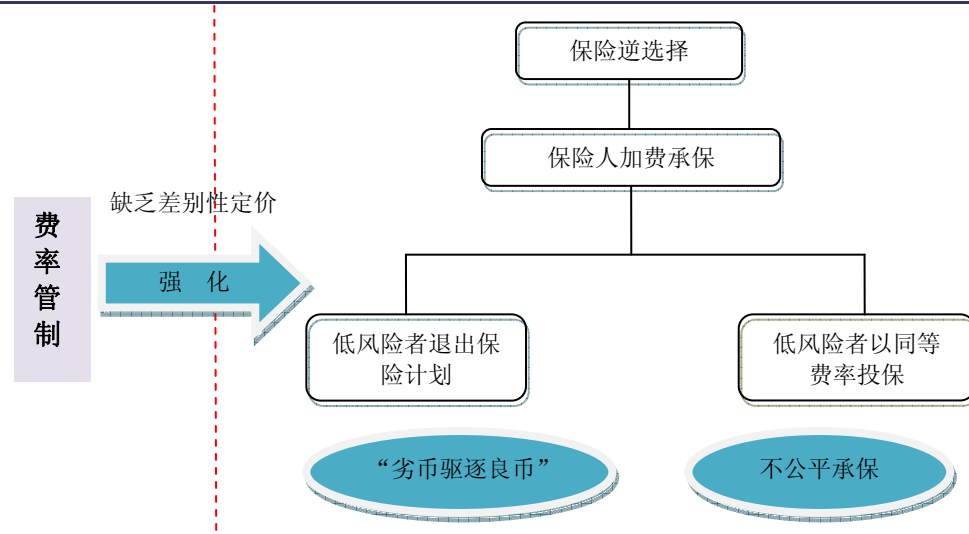
费率管制的初衷在于防止恶性竞争，稳定保险市场，对于保护保险公司的发展起到了一定的作用，但是费率管制扼杀了市场定价机制，不利于保护投保人的利益，也不利于激活保险公司经营，最终将阻碍保险行业的进一步发展。

（一）费率管制不利于保护投保人的利益

信息不对称往往会导致逆选择和道德风险，信息不对称的特征在保险交易中表现尤为突出，高风险的人倾向于投保，保险人只有提高费率承保方能与投保人的风险相匹配，这样一来风险相对较低的优质投保人会被排除在保险方案之外造成“劣币驱逐良币”，或者以高于实际风险的费率投保从而有失公平。

费率管制限制了保险公司根据被保险人实际的风险程度自主调整费率，从而在一定程度上实现差别费率，改善社会福利。在车险市场，“高保低赔”、不同风险标的以统一保费价格承保等现象广遭诟病，尽管不排除部分消费者存在误解，但也确实反映了投保人对保险产品和服务普遍存在的不满情绪，这也意味着在为客户提供个性化产品和服务，使价格充分反映不同客户风险差异方面，保险公司仍有很长一段路要走。

图 1、费率管制加剧了保险逆选择



数据来源：兴业证券研究所

（二）费率管制不利于市场有序竞争

费率管制的初衷在于防止恶性的价格战，保护保险公司的利润和偿付能力，从而维护保险市场的稳定。正是这种政策保护利润的存在使得保险公司经营缺乏活力，同时无法避免高手续费率和返佣等恶性竞争行为。一方面，由于费率管制定限了价格竞争，保险公司在创新产品、改善经营等方面的积极性受到了抑制；另一方面，由于实施费率管制，保险公司不能运用弹性费率的定价策略公平地进行价格竞争，不得不采取提高手续费率的方法变相进行价格竞争，从而导致佣金战和非法返佣回扣等现象横行，结果保险公司利润受到侵蚀，影响偿付能力充足性。

可见，通过保险费率管制保护投保人利益、维护行业利润和偿付能力充足性的目的均落了空，还制约了行业的发展，因此实行保险费率市场化改革是行业发展的必然要求。

二、中国车险费率改革实践：价格战爆发，行业濒临亏损

保险费率管制制约了行业的进一步发展，而随着中国加入 WTO，为响应市场开放的要求，保险费率的确定方式理应逐步与国际接轨，国际发达保险市场基本走过了费率市场化的阶段，因此保险费率市场化改革已是大势所趋，2001 年在广东开始的车险费率改革试点拉开了费率市场化的大幕。

表 2、部分发达保险市场费率市场化概况

国家	开始时间	内容
美国	20 世纪六七十年代	对保险的监管进入重新评估阶段，部分州废除费率“事先批准”规定，改为“申请使用”或“完全不用申请”方式；部分州从 60 年代末开始废除以往事前批准法律，开始放开管制，实施“公开”竞争的法律
比利时	1992 年	1992-1994 年 7 月过渡阶段：规定最低纯保费，没有考虑佣金、营业费用和利润等附加因素，保险公司可以自由确定附加保费；

		1994年7月以后完全自由阶段：除了强制性保险之外，寿险和非寿险保险公司可以完全自由定价。
韩国	1994年	渐进式改革：1994年4月在上浮下调系数上采用浮动费率，1995年8月在投保年限费率上采用浮动费率，1996年8月在基本保费上采用浮动费率，1998年8月扩大基本保费中的浮动费率的浮动范围，2000年4月，附加保费自由化，基本保费浮动费率浮动范围被废除，2002年4月以前各公司对自己纯保费制定不同费率，实现纯保费的差别化。
日本	1998年	1998年7月，日本《保险法》规定，原来实施的统一车险条款费率制度改为保险公司自主制定。
中国台湾	1995年	1995年修订人身险费率结构，适度调整及放宽附加费率空间，1996年开放寿险经营团体费率，由合同双方自由洽定，1997年开放伤害险及旅行平安险费率，采用弹性费率制度，一定范围内，保险公司可自行调降费率，人身险费率逐渐走向自由化。

资料来源：兴业证券研究所

2001年车险费率改革在广东试点，于2003年1月1日正式拓展到全国，车险费率市场化改革对于公司推出个性化服务、繁荣车险市场起到了一定作用，但价格战以及针对价格战而采取的各种行业监管和自律措施也随之而来，上演了一场车险费率“流血”、“割肉”和尽力挽救行业利润的混战，直至2006年保监会推出三套车险条款并规定费率折扣上限，价格战才得到一定程度缓解，但是曾被寄予厚望的车险费率改革也基本宣告失败，同时尽管表面上价格战结束了，但是为抢占市场份额，佣金战再一次硝烟四起。

表 3、中国车险费率市场化改革进程

时间	举措	结果
2001-4	保监会在深圳实施放宽车险产品条款费率监管的改革	保险公司获批自行决定机动车险条款和费率
2001-10-1	车险费率改革试点扩展到广东省	
2001-12	华泰打响车险降价第一枪，将车险客户分为四类：党政机关公务用车费率优惠45%，事业单位、银行系统自用车费率优惠35%，个人用车等非营运车费率优惠25%，出租车等费率不变。	业务量不升反降，主要原因在于客户资源主要集中在中介渠道手中，折扣使中介受损，中介做业务积极性下降
2002	各家公司竞相降价，费率从6折到5折，最后打到了2.8折	行业濒临亏损的危险境地
2002年初	行业协会实施价格同盟和自律公约来抵抗价格战：短短6个月内广东实行5次价格同盟，自律公约规定公司给予中介的手续费不超过保费的15%	价格同盟因因徒困境告吹，自律公约也没能管住市场
2002-7、8	监管部门携手出击，要求车险费率浮动方案报备，新保单返佣标准不得超过8%	价格战有所好转，但治标不治本
2003-1-1	全国产险公司实行由各公司自主开发厘定的车险条款费率	恶性竞争之下，行业呈现亏损之态势
2003下半年	保险公司纷纷进行车险费率上调	引起投保人不满
2006-7	交强险正式实施，推出A、B、C三套商业车险产品，监管部门下达车险优惠不得低于7折的限价令	行业价格战得到遏制，但车险费率市场化基本宣告失败

资料来源：兴业证券研究所

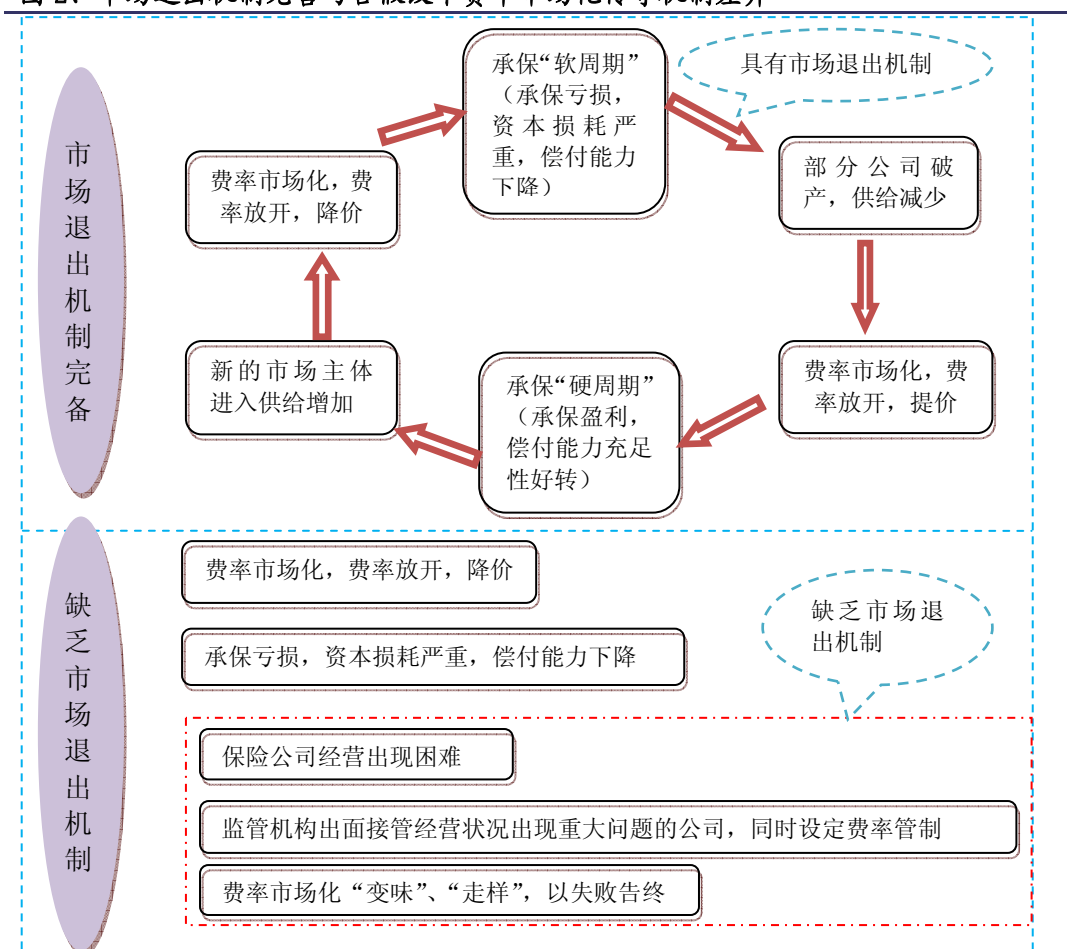
剖析中国车险费率改革失败的原因无外乎以下几个方面：

第一，保险公司经营者追求短期指标，将保费收入作为业绩考核的重要指标，忽视经营风险和盈利水平，更谈不上企业的长远发展，在费率松动情况下，保险公司倾向于杀价换取市场份额。

第二，中国保险中介市场发展不够完善，保险销售高度依赖中介渠道，在费率受到管制背景下，为了维持或抢占市场份额，保险公司通过提高中介手续费和佣金率等手段进行变相降价行为，费率放开带来的价格下降触及中介商的利益，打击了中介商的积极性从而影响业务的扩张，最终往往以保险公司妥协、提高手续费和佣金告终，保险公司盈利能力难以提高。

第三，也是最根本的一点在于，中国保险市场缺乏有效的退出机制，从而使市场机制在调节保险供求关系上缺乏重要一环而无法持续。在典型的市场经济环境下，保险定价应该由供给和需求相互作用决定，以财产保险为例，承保周期现象的根源就在于市场供求关系调整导致保险“硬周期”和“软周期”的交替出现¹。缺乏市场退出机制背景下，当保险公司亏损过多时监管部门要求整改或出手接管，导致自由定价无法持续。（见图2）

图2、市场退出机制完善与否假设下费率市场化传导机制差异



数据来源：兴业证券研究所

¹ 保险“硬周期”下，供给小于需求，价格上涨，保险公司承保盈利情况改善；“软周期”下，供给大于需求，价格竞争激烈，保险公司承保业绩变差。

三、车险费率市场化改革重启影响何在？

此次车险费率市场化改革预案的主要内容如下：

合并当前采用的 A、B、C 三款车险条款，制定一个行业参考条款和纯损失率，各公司可参考制定本公司条款和费率，上一会计年度综合成本率低于行业平均水平的，可适当增加保险责任。符合相关条件的公司可独立开发条款和费率：

- 1、经营商业车险满 3 个完整会计年度，最近 3 个会计年度实现承保盈利，即综合成本率成本率低于 100%。
- 2、最近连续 4 个季度偿付能力充足率高于 150%。
- 3、上年度商业车险承保车辆数达到 30 万辆次以上。

（一）关于车险费率市场化改革预案的总体评价

此方案出台的直接触发因素在于投保人关于“高保低赔”、“无责不赔”等现象的强烈不满，根本原因在于费率管制不符合保险市场规律，不利于行业的长远发展，该方案采取了循序渐进的方式。按照我们前文分析的框架，我国保险费率市场化难以成功实施的主要原因在于保险市场机制不完善，突出表现为缺乏完善的市场退出机制。《保险法》规定了我国保险市场现行的市场退出机制，尽管也有关于破产的规定，但是由于保险公司破产事关千万保户的利益，因此在实务当中我国尚未有保险公司破产，而是以被监管部门接管的方式告终。因此当前我国实行完全费率市场化的条件尚不具备，实施渐进式的改革符合我国当前的国情，而使费率市场化真正发挥其作用，也必须其他条件配套改进，否则改革往往会以“变味”、“走样”而告终。

表 4、我国现行保险市场退出机制

保险法	内容
第 90 条	保险公司有《中华人民共和国企业破产法》第二条规定情形的，经国务院保险监督管理机构同意，保险公司或者其债权人可以依法向人民法院申请重整、和解或者破产清算；国务院保险监督管理机构也可以依法向人民法院申请对该保险公司进行重整或破产清算。
第 92 条	经营有人寿保险业务的保险公司被依法撤销或者依法宣告破产的，其持有的人寿保险合同及责任准备金，必须转让给其他经营有人寿保险业务的保险公司；不能同其他保险公司达成转让协议的，由国务院保险监督管理机构制定经营有人寿保险业务的保险公司接受转让。 转让或者由国务院保险监督管理机构制定接受转让前款规定的人寿保险合同及责任准备金的，应当维护被保险人、受益人的合法权益。

资料来源：《中华人民共和国保险法》、兴业证券研究所

针对此次车险费率市场化改革提出的预案，从着眼于当前的角度来看，车险费率市场化改革重启，是否意味着 2010 年以来的产险行业景气周期将提早结束，如果最终出台的方案与预案中的规定基本相符，那么哪些公司又将可能从中受益呢？

(二) 承保景气周期并未就此逆转

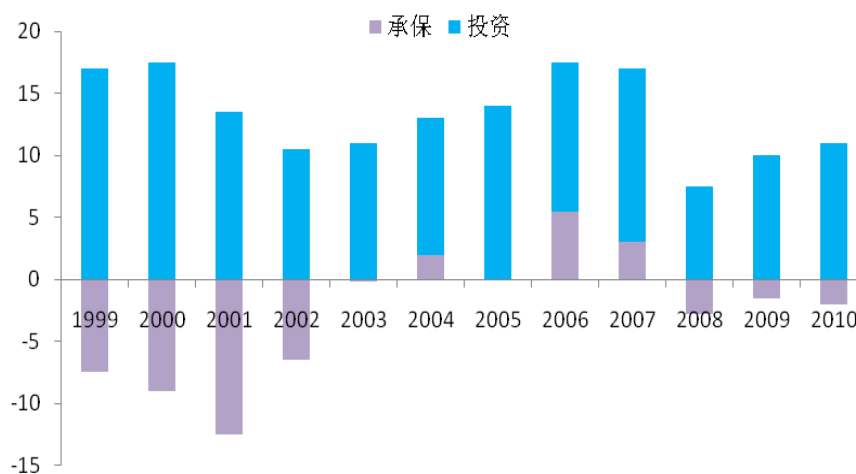
2010 年以来车险行业正处于承保景气周期当中，在此背景之下重提车险费率市场化改革，并且将定价与综合成本率挂钩，一方面使改革具备了一定的基础，即景气周期下产险公司盈利状况改善，资本得到充实，为开展费率市场化奠定了基础，另一方面，市场中有一批综合成本率达标的企业能够作为自主拟定条款和费率的标的。但与此同时，费率市场化之后可能伴随着降价的出现，那么产险承保景气周期是否会提前结束呢？不难发现此轮承保景气周期到来的主要原因是车险实现充分定价，因此要回答承保景气周期是否将随着车险费率市场化的实施而突生逆转，那么要判断的关键命题在于：产险公司是否会立即采用降价措施？降价幅度会有多大？

1、费率放开未必导致大规模降价

在市场机制较为完善的发达保险市场，财险行业存在承保周期规律，实证结果表明美国非寿险市场承保周期长度约为 6 年，瑞士再 SIGMA 杂志对英、美、法、德、加、意、俄、日八国进行研究，指出 20 世纪以来产险市场承保周期依然存在，而且平均长度也在 5-6 年。从图 3 中可以看到，2002 年及以前，八国普遍承保亏损，该局面于 2003 年获得改善，随后一直持续到 2007 年，2008 年至今处于另一轮承保亏损当中。八国集团大部分国家已经实现了保险费率市场化，市场机制在调节供求关系上切实发挥着作用，表现为承保“硬周期”和“软周期”交替出现。

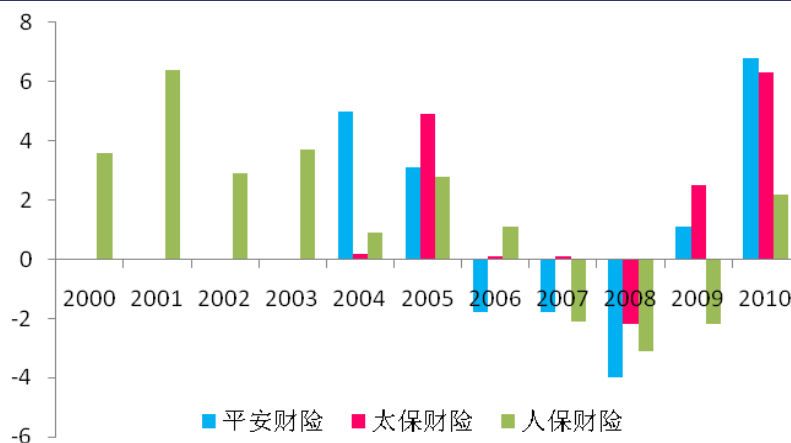
中国保险发展的历史较短，因此能截取的数据时间跨度也较短，但从可获取的上市公司数据来看，自 2001 年推出费率市场化改革以来，中国也存在着类似的承保周期规律，不同的是，中国承保周期的政策驱动性质更强，而不是市场规律自动调节的结果。

图 3、G8 1999 年-2010 年承保和投资利润率



资料来源：SIGMA、兴业证券研究所

图 4、人保、平安、太保财险承保利润率



资料来源：公司公告、兴业证券研究所

我们分析承保周期规律想要说明的是不论是在费率已经实现市场化的发达保险市场还是在费率市场化改革仍处于尝试阶段的中国，承保“软”、“硬”周期的出现和转换都有一定的时间跨度，费率市场化未必立即导致价格战的出现，还必须从微观市场主体的角度出发进行分析。

由前文分析可知，2006 年全国实行 A、B、C 三套车险条款和限制费率折扣率以后并不意味着价格战就此终结，各家公司通过提高手续费和佣金率的方式在进行着价格战。2010 年产险行业普遍实现盈利，尽管有监管加强的因素，有新车投保的因素，但经历连年亏损之后，产险公司日子并不好过，力图改变亏损局面是盈利改善的内在动力。在当前保险投资表现不佳的背景下，保险公司将更加关注承保业绩的表现。我们以人保财险为例进行了测算，结果显示，综合成本率每下降一个百分点所贡献的税前利润额度约等于投资收益率提升一个百分点所增加的税前利润，也即意味着当投资环境不佳投资收益率难以得到改善甚至出现下降的条件下，如果要保持利润的平稳增长保险公司就必须在改善综合成本率，提高承保利润方面下功夫。因此在投资收益不给力的情况之下保险公司不会轻易选择牺牲承保利润。

表 5、综合成本率下降与投资收益率上升对利润贡献效应对比-以人保为例

	2008	2009	2010
已赚保费	800.2	933.0	1229.9
综合成本率	103.1	102.2	97.8
综合成本率下降一个百分点			
税前利润增加额（记为 A）	8.0	9.3	12.3
投资收益	40.4	45.8	50.5
投资收益率	5.3%	5.0%	4.1%
税前利润增加 A 需提升投资			
收益率百分点	1.05%	1.02%	1.00%

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

2、即使降价也会有所节制

假设保险公司以追求业务增长为核心目标，选择降价策略，但与 2001 年开始的费

率改革不同的是，此次的改革方案并不是突然放开，也不是全面放开，各地的车险费率浮动方案在一定程度上实现了差别化定价，从而为市场化改革做了铺垫。同时，此次改革方案将费率拟定以及自主定条款和费率的资格认证与公司综合成本率挂钩，对采取降价策略的保险公司有一定的约束作用。此外，当前中资保险公司资本充足率处于较低水平，大举降价的底气稍显不足，以产险龙头人保财险为例，2010 年底公司偿付能力充足率为 115%，低于偿付能力充足 II 类水平，也逼近 100% 的偿付能力充足性达标线，一旦实行降价，业务可能在短期内获得较快增长，但是业务的扩张导致要求的法定最低资本上升，而粗放式扩张策略下业务质量低，盈利水平差，无法通过内生性的利润增长来补充资本金，结果资本耗费，严重影响业务持续发展。此外还有一点我们不得不承认，经过不断加强监管和自律，行业规范性也得以加强，对企业的行为也有一定的约束作用。

表 6、2010 年底财险公司偿付能力充足率

中资				外资	
人保股份	115	天平车险	222	美亚	532
平安财	179.6	安华农业	32	东京海上	679
太保财	167	都邦	-61	三井住友	658
大地财产	103	中银保险	199	安联	1182
国寿财产	214	阳光农业	206	三星	2520
阳光财产	223	民安	147	丰泰	966
天安	108	大众	151	苏黎世	754
安邦	542	长安责任	101	国泰财产	5346
永安	237	安诚	247	爱联谊	2842
永诚	160	浙商财产	153		
太平保险	154	鼎和财产	354		
华泰	806	渤海	412		
华安	79.4	紫金财产	888		
英大财产	436	中煤财产	32065014		
华农	1374				

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

（三）平安、太保有望率先进行改革试点

按照此次车险费率市场化改革预案，经营指标符合规定的公司基本可以实现自主定价，其他公司只能根据示范条款和纯损失率制定费率，同时费率还与公司历史综合成本率挂钩。由于本身资质不同，再加上改革方案的差别化规定，费率市场化对不同公司的影响程度不同。

根据方案规定，连续 3 个会计年度综合成本率低于 100%，最近 4 个季度偿付能力充足率高于 150%，上年度商业车险承保量在 30 万辆次以上的公司可以自行拟定条款和费率，而由于正式方案尚未出台，因此预计车险费率市场化的启动最早要到 2012 年，据此我们统计了届时可能符合条件的保险公司。由于对车险承保量有要求，因此成立时间短，规模太小的产险公司可能尚不具备资格，根据估测结果，要求上年度车辆承保量达到 30 万辆以上，我们按照车均保费 4000 进行计算，约 17 亿保费收入成为规模界定线，而目前保费规模排名在行业第 20 位的英大财险 2010 年的保费规模超过 17 亿，因此主要考察保费排名前 20 位的公司，结果显示：若站在 2012 年的时间点上来评判，大部分公司均不具备自主定价的资格，只有少

数几个，如平安、太保和安邦保险满足综合成本率和偿付能力充足性条件，上市公司中，人保财险和太平财险因 2009 年经营亏损而不具备资格，平安财险和太保财险凭借近几年良好的经营业绩和良好的偿付能力充足性有望率先获批自行拟定条款和制定费率。

表 7、国内前 20 大财产保险公司盈利状况及偿付能力充足率

	最近 3 年是否承保盈利			最近两年偿付能力充足率 (%)		是否可能具备资格
	2009	2010	2011E	2010	2011E	
人保财险	否	是	是	115	>150	否
平安财险	是	是	是	179.6	>150	是
太保财险	是	是	是	167	>150	是
中华联合	否	不详	不详	<150	<150	否
大地财险	是	是	是	103	<150	否
国寿财险	否	否	不详	214	>150	否
阳光财险	否	是	是	223	>150	否
天安	否	否	不详	108	<150	否
出口信用	否	否	不详	不详	不详	否
安邦财险	是	是	是	542	>150	是
永安财险	否	否	不详	237	>150	否
永诚	是	是	是	160	不详	不详
太平保险	否	否	不详	154	不详	否
华泰	否	是	是	806	>150	否
华安	否	否	不详	79.4	<150	否
英大财产	否	否	不详	436	>150	否
天平车险	是	是	是	<150	<150	否
安华农业	否	是	不详	32	<150	否
都邦	否	否	不详	-61	<150	否
中银保险	否	否	不详	199	>150	否

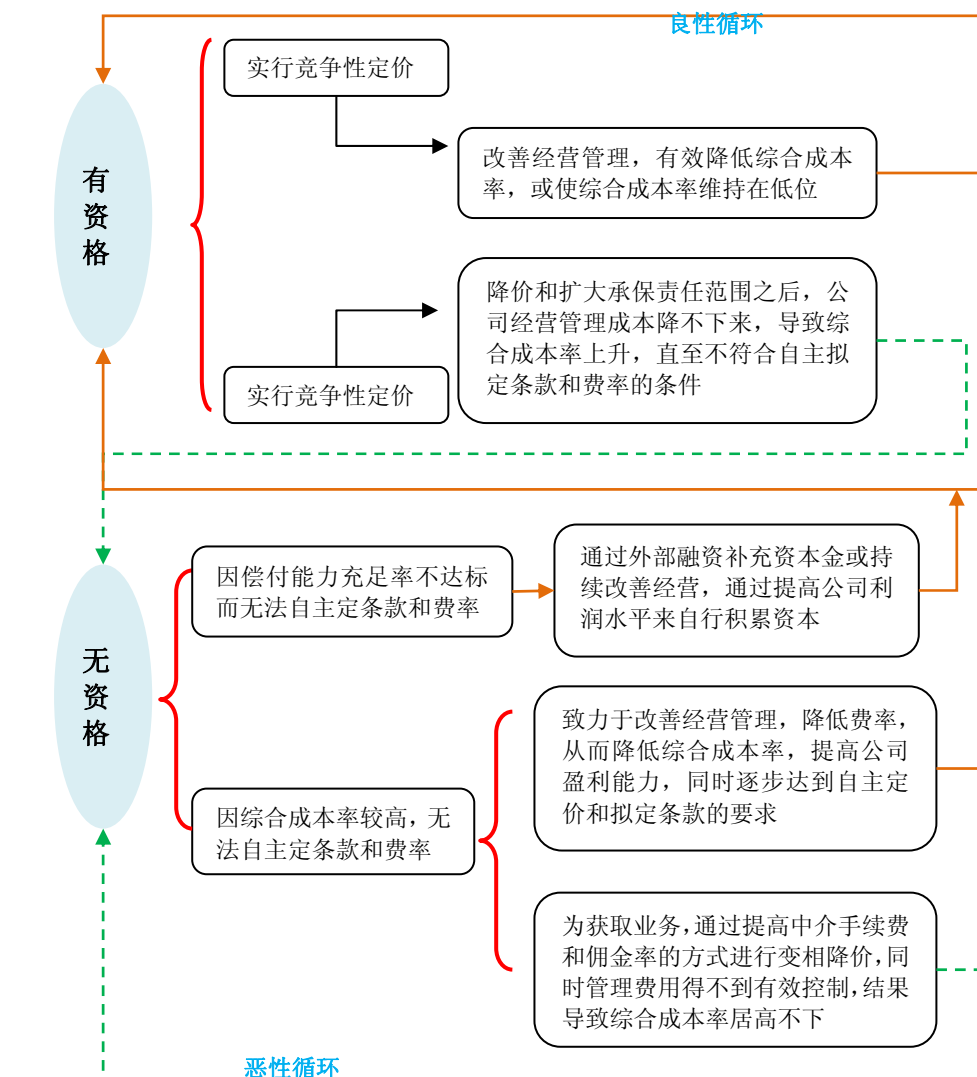
注：表中假设判断各公司是否具备开展车险费率市场化资格的时间点是在 2012 年初，因此采用的承保盈利状况数据为 2009-2011 年，偿付能力充足率数据为 2010-2011 年，偿付能力重点看 2011 年四个季度的数据，由于数据无法获取只能根据 2010 年底的偿付能力水平结合对行业 and 公司的理解做出基本的判断。

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

那么，对于有资格自行拟定条款和费率和无资格拟定条款和费率的产险公司而言，费率市场化对他们的影响又有哪些差异呢？我们分析了费率市场化对两类公司的作用机制。

有资格自主拟定条款和费率的保险公司可能通过扩大承保责任范围或降低费率的方式来增强业务的市场竞争力，于此同时若能够加强公司经营管理水平，同时使手续费率控制在合理的水平，则能够降低综合费用率从而使综合成本率继续维持在较低水平上，后续年份可以继续享有自主定价资格，形成良性的循环。相反，若公司采取了竞争性价格，却不能改善经营管理水平，使费率维持在高位，结果导致综合成本率上升，企业盈利水平下降，最终可能失去自主定价权。

图 5、车险费率市场化对不同公司的作用机制比较



资料来源：兴业证券研究所

本来无资格参与自主定价的保险公司，费率将根据自身综合成本率来确定，对于因偿付能力充足率不达标而不能自主定价的公司，只要继续保持稳定经营，通过自身资本积累或通过外部融资补充资本金，使偿付能力充足率达标，从而从无资格到有资格进行自主定价。对于因历史综合成本率较高，盈利水平差的公司而言，一部分公司可能逐步改善企业经营，加强风险控制和内部管理，降低综合成本率，从而逐步达到要求；也有一部分公司可能继续原有的经营风格，而由于费率与综合成本率挂钩，公司业务缺乏市场竞争力，他们可能转向通过提高手续费和佣金率的方式来变相进行降价，结果是综合成本率居高不下，公司盈利状况每况愈下。

由上分析可知，自主定价的产险公司若能同时改善经营管理水平，则能在保持价格竞争优势的同时使综合成本率维持在较低水平上，从而实现业务规模扩张和质量改善双重目标。具体地，拥有规模优势的公司则更容易实现。上市公司中，平安财险和太保财险具备这种潜质，2010年底平安财险和太保财险综合成本率均降到了94%以下，偿付能力充足率维持在偿付能力充足Ⅱ类。

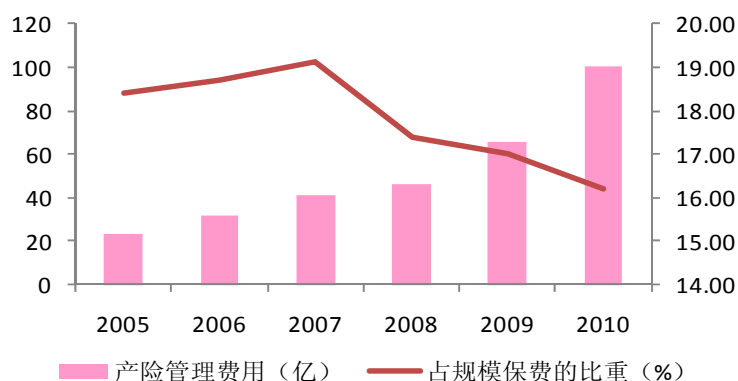
表 8、平安产险和太保产险综合成本率和偿付能力充足率

	综合成本率			偿付能力充足率		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
平安财险	104.0	98.9	93.2	153.3	143.6	179.6
太保财险	102.2	97.5	93.7	186	173	167

资料来源：公司公告、兴业证券研究所

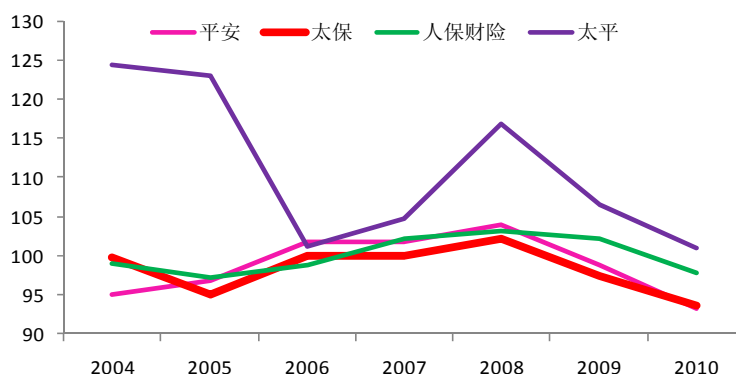
就平安而言，经营管理上的优势十分明显，尤其是依托逐步完善的综合金融平台，不同业务之间的协同效应不断显现，同时通过后援平台集中有效地降低了管理费用，2007年以来平安产险管理费用率明显下降，其中不排除规模经济的因素，但更多的要归功于综合金融平台下业务集中所带来的成本节约。此外，还值得一提的是公司优秀的创新能力，以电销为例，由于公司率先推出电话车险，目前建成了坐席人员达8000余人、能同时支持1万余人在线、技术水平领先的电话车险系统，大大节约了成本，一方面能够给予客户更低的费率折扣，另一方面也实质有效地降低了公司成本。目前越来越多的保险公司进入电话车险领域，竞争也越来越激烈，平安占据了先发优势，集聚了品牌效应，相信优秀的创新能力将有力地推动公司未来的发展。

图 6、平安产险管理费用及占规模保费比



资料来源：公司公告、兴业证券研究所

图 7、太保产险综合成本率大多数年份低于同行



资料来源：公司公告、兴业证券研究所

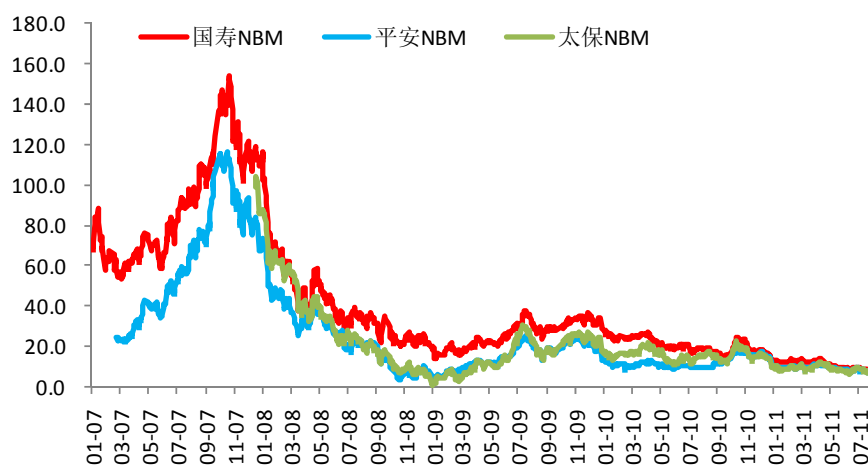
就太保产险来说，公司以良好的风险控制和管理水平见称，从而使综合成本率在同业之间具有明显的优势。2010年底太保财险综合成本率为93.7%，略高于平安产险93.2%的水平，但仍明显低于人保和太平，且基本创出2004年以来的新低，

当前良好的承保业绩表现使公司具备良好资质参与到车险费率市场化的改革中。

四、投资建议：长期看好平安，短期推荐太保

我们在下半年投资策略中提示：大盘反弹的时候即为买入保险股的良机，而从 7 月初到 8 月上旬，大盘跌幅超过 7%，同期保险股亦是随之大跌，国寿、平安和太保分别下跌 15.0%、15.1%、10.5%，股价均跌破我们在策略报告中提到的价值底线，三家公司的股价隐含一年新业务价值倍数仅为 6.3、6.1 和 7.3 倍，2011 年动态 PE 也分别仅为 12.0、14.4 和 15.4 倍，投资价值明显。

图 8、三大上市保险股股价隐含新业务价值倍数



资料来源：WIND、兴业证券研究所

从个股来看，鉴于我们在上文中的分析，以及我们在中期策略报告当中的逻辑，依然看好中国平安综合金融的平台优势和锐意创新的经营风格，中长期推荐中国平安，短期内鉴于太保较高的业绩弹性，产险景气周期下产险对集团的利润贡献度进一步提升，从而拉升总体业绩的增速，因此在短期内我们主推中国太保。

附：

表 9、中国太保估值

	2011E	2012E	2013E
寿险业务			
每股一年新业务价值	0.82	0.98	1.14
新业务价值乘数	17.79	13.93	11.22
寿险业务每股合理价值	23.99	24.45	25.04
产险业务			
EPS	0.58	0.75	0.90
每股合理价值	8.67	11.20	13.51
其他业务			
BVPS	4.47	5.08	5.81
每股合理价值	4.47	5.08	5.81
合计每股评估价值	37.13	40.73	44.36
股价隐含新业务价值倍数	7.30	3.91	1.28
P/EVPS	1.40	1.23	1.07

资料来源：兴业证券研究所

表 10 中国平安估值

	2011E	2012E	2013E
寿险业务			
每股一年新业务价值	2.34	2.70	3.12
新业务价值乘数	17.19	13.97	11.28
寿险业务每股合理价值	57.88	57.98	58.19
产险业务			
BVPS	0.70	0.91	1.19
每股合理价值	10.55	13.67	17.81
银行业务			
EPS	0.74	0.96	1.16
每股合理价值	5.15	6.75	8.12
信托业务			
EPS	0.17	0.22	0.29
每股合理价值	3.41	4.44	5.77
证券业务			
EPS	0.22	0.27	0.32
每股合理价值	3.99	4.78	5.74
其他业务			
BVPS	5.81	6.68	7.69
每股合理价值	5.81	6.68	7.69
合计每股合理价值	86.78	94.31	103.32
股价隐含新业务价值倍	6.28	3.99	2.10
P/EVPS	1.54	1.35	1.19

表 11 中国人寿估值

	2011E	2012E	2013E
每股一年新业务价值	0.78	0.86	0.95
新业务价值乘数	17.07	14.53	12.35
每股合理价值	24.71	25.23	25.87
股价隐含新业务价值倍数	6.37	4.25	2.36
P/EVPS	1.43	1.29	1.16

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。