

海外保险行业专题报告:

推荐 (维持)

车险综合改革落地, 长期利好龙头

2020年9月22日

相关报告

《关注港股险企基本面改善带来的投资机会》20200915 海外事件点评报告

《车险综合改革加强保费不足准备金监管, 险企上新长期医疗险产品, H股全流通有序推进》20200912 海外跟踪报告

《车险综合改革长期内利好龙头, 券商 2020H1 业绩分化》20200905 海外跟踪报告

《把握当前港股保险板块三条投资逻辑》20200707 海外事件点评报告

《港股 2020 年海外保险行业投资策略: 负债端改善在即, 把握三条投资主线》20191108 海外行业深度研究报告

《港股 2019 春季海外保险行业投资策略: 基本面改善, 板块投资价值提升》20190422 海外行业深度研究报告

海外金融研究

分析师:

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

联系人:

张忠业

zhangzhongye@xyzq.com.cn

SAC: S0190120070060

事件:

- 据银保监会《关于实施车险综合改革的指导意见》, 车险综合改革已于 2020 年 9 月 19 日落地实施。落地当日, 中国财险等公司已上线新车险产品。

点评:

- **回顾: 三次商车费改, 奠定车险综合改革基础。**

- **历程:** 原保监会分别于 2015、2017、2018 年推出三次商车费改试点; 逐步放松车险自主定价系数范围。
- **影响: 1)、件均保费下降, 投保率提升。** 无赔款优待系数、自主核保系数及自主渠道系数的浮动下限降低, 致使商车险件均保费下降, 并带动投保率提升。**2)、赔付率先降后升、费用率先升后降。** 2015 至 2018 年, NCD 系数范围扩大致使部分车主放弃小额赔款, 车险赔付率下降; 在监管放松车险前端定价的背景下, 部分险企以短期效益换长期空间, 通过加大营销费用投放以抢占市场份额, 车险费用率提升。2019 年, 监管大力整治市场乱象, 车险费用率回落, 综合成本率降至 98.6%。**3)、龙头公司保持较高市占率及盈利水平。** 2015 至 2019 年, 中国财险市占率始终高于 33%, 其车险承保利润率始终较行业整体高出 1.5pcts 以上。

- **展望: 车险综合改革落地实施, 长期内利好龙头。**

- **改革内容: 1)、车险产品降价、增保、提质。** 交强险总责任限额从 12.2 万元提升至 20 万元, 费率浮动系数下限可至 -50% (此前最低 -30%)。**商车险的三者险责任限额提升到 10 万元至 1,000 万元档次; 新增 6 项车损险主险责任。****2)、健全商车险费率市场化形成机制:** 商车险产品的附加费用率上限由 35% 下调至 25%、预期赔付率由 65% 提高到 75%; 逐步放开自主定价系数浮动范围, 当前系数范围为 [0.65-1.35]; 无赔款优待系数将考虑赔付记录的范围由前 1 年扩大到前 3 年。
- **影响分析: 1)、短期带来车险保费及利润压力。** 附加费用率上限降低、预期赔付率上升导致相同保障水平的车险的保单价格降低、赔付率提升、承保利润压缩。**2)、预期险企整体合理竞争。** 我国车险市场正向存量竞争过渡, 险企压低自主定价系数、加大营销费用投入, 以短期利润换长期空间的实际效果削弱、动机下滑。**配套监管措施促进合理定价:** 建立费率回溯和产品纠偏机制, 并明确保费不足准备金 (PDR) 的评估标准。险企的车险自主定价系数越低, 计提 PDR 的概率及额度均越高, 进而直接压制当期净利润, 由此增加车险价格战成本, 倒逼险企合理定价。**3)、短期压力已被充分认知:** 中国财险的股价自 2020 年 7 月 9 日 (征求意见稿发布日) 开始持续下行; 截至 9 月 21 日收盘, PB 估值水平处于历史底部。**4)、长期内利好龙头:** 财险盈利能力的规模效应显著, 龙头公司的渠道、服务、品牌等优势将在车险费率市场化过程中被放大。车险价格下降可能使低线城市、县城、乡镇或农村的车险投保率提升, 龙头公司在上述市场具备网点优势及客群基础。

风险提示: 1)、宏观经济环境变动导致的资本市场波动; 2)、保费收入增长不达预期; 3)、政策落地效果不及预期; 4)、保险公司的经营风险

目 录

1、车险费率市场化持续推进	- 3 -
2、回顾：三次商车费改，奠定车险综合改革基础.....	- 3 -
2.1、三次商车费改历程	- 3 -
2.2、三次商车费改的主要影响	- 5 -
3、展望：车险综合改革落地实施，长期内利好龙头.....	- 8 -
3.1、车险综合改革落地，降价提质	- 8 -
3.2、短期带来保费及利润压力，长期利好龙头.....	- 11 -
4、风险提示	- 13 -
图 1、山东省商车险 NCD 系数等级结构	- 6 -
图 2、全国商车险件均保费及平均折扣系数.....	- 6 -
图 3、上市险企财险费用率提升至高点后回落.....	- 7 -
图 4、上市险企财险赔付率下降至低点后回升.....	- 7 -
图 5、中国财险的车险费用率、赔付率走势.....	- 7 -
图 6、财险公司的车险保费占比逐步下滑	- 7 -
图 7、龙头及上市险企的市占率提升	- 8 -
图 8、中国财险的车险承保利润率优于行业整体.....	- 8 -
图 9、2019H1、2020H1 全国财险公司原保费结构.....	- 12 -
图 10、2020H1 全国财险公司保费同比增速按险种.....	- 12 -
图 11、中国财险、平安财险、太保财险车险保费增速.....	- 12 -
图 12、中国财险 PB 值降至历史低位.....	- 12 -
表 1、三次商车费改相关文件	- 3 -
表 2、“一次费改”自主核保系数及自主渠道系数调整方案	- 4 -
表 3、“二次费改”自主核保系数及自主渠道系数调整方案	- 5 -
表 4、“三次费改”自主核保系数及自主渠道系数调整方案	- 5 -
表 5、商车费改前后 NCD 系数变化.....	- 6 -
表 6、车险综合改革相关文件	- 8 -
表 7、《关于实施车险综合改革的指导意见》主要内容.....	- 9 -
表 8、新交强险费率浮动系数方案	- 9 -
表 9、车险综合改革前后的车险赔付限额变化	- 10 -
表 10、产险公司盈利能力的龙头集聚效应显著.....	- 13 -

报告正文

1、车险费率市场化持续推进

车险综合改革落地实施，车险费率市场化持续推进。根据2020年9月3日银保监会发布的《关于实施车险综合改革的指导意见》，车险综合改革已于9月19日落地实施。落地当日，中国财险、平安产险、众安在线等迅速上线了新车险产品。

从车险费率市场化进程来看：2006年7月，原保监会批准《机动车商业保险行业基本条款》（含A、B、C三款），规定人保、平安、太保分别推出A、B、C三款产品，其他险企从中选择一款开展车险业务，各款产品内部实施统一的条款和费率，也即**车险条款统颁**。2012年3月，原保监会发布《关于加强机动车辆商业保险条款费率管理的通知》，提出符合相关条件（近两年综合成本率低于100%、偿付能力充足率高于150%等）的险企可在报备监管批准的条件下，自主拟定商业车险条款和费率。此后，原保监会分别于**2015、2017、2018年推出三次商车费改，探索车险费率市场化改革**。鉴于我国车险市场的高定价、高手续费、经营粗放、竞争失序、数据失真等问题相互交织，银保监会落地实施此次车险综合改革。

2、回顾：三次商车费改，奠定车险综合改革基础

2.1、三次商车费改历程

原保监会分别于**2015、2017、2018年推出三次商车费改**；险企的车险自主定价系数下限范围逐步放松。

表 1、三次商车费改相关文件

期间	公布时间	文件名称及编号	文件目的
一次商车费改	2015.02	《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》保监发〔2015〕18号	建立商业车险条款费率管理制度。以大数法则为基础，市场化为导向，逐步扩大财产保险公司商业车险费率厘定自主权。以动态监管为重点，偿付能力监管为核心，加强和改善商业车险条款费率监管
	2015.03	《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》保监产险〔2015〕24号	贯彻落实《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》，确保商业车险条款费率管理制度改革顺利开展
二次商车费改	2017.06	《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》保监产险〔2017〕145号	在全国范围内扩大财险保险公司商业车险费率定价自主权（“二次费改”）
	2017.07	《中国保监会关于整治机动车辆保险市场乱象的通知》保监财险〔2017〕174号	强化保险监管，打击套取手续费、虚列费用、恶性竞争等违法违规行为
三次商车费改	2018.03	《关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》保监财险〔2018〕61号	进一步放开部分地区商业车险自主定价范围， 第三次费改 在四川、山西、福建、山东、河南、厦门、新疆正式落地
	2018.07	《中国银保监会办公厅关于商业车险费率监管有关要求的通知》银保监发〔2018〕57号	要求各财产保险公司实施“报行合一”，险企实际使用的手续费用取值范围、使用规则要与报送给银保监会的一致

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2019.01

《中国银保监会办公厅关于进一步加强车险监管有关事项的通知》银保监办发〔2019〕7号

针对车险市场未按规定使用车险条款费率和业务财务数据不真实情况的三项举措：银保监会各派出机构查处违法违规行为、中保协建立投诉举报制度、中国信保建立监测机制以将数据异常情况及时报送银保监会

资料来源：原保监会、银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：2018年57号文的银保监会官网公示时间为2018年7月20日，成文日期（落款时间）为2018年6月29日

1)、第一次商车费改：2015年，《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》及《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》（24号文）的发布奠定第一次商车费改的政策基础。同年6月1日，广西、重庆、陕西、黑龙江、山东（不含青岛）、青岛6地启用新版商业车险条款费率，标志着一次商车费改落地实施；2016年1月及6月，试点范围两次扩大而推广至全国。同时，24号文对车险综合成本率进行阈值管理，规定其上升幅度不得高于前三年平均变动幅度。

费改后的车险定价公式为：保费=基准保费×费率调整系数，基准保费=基准纯风险保费/(1-附加费用率)，费率调整系数=无赔款优待系数×交通违法系数×自主渠道系数×自主核保系数。可知六项因素影响商车险定价：**1) 基准纯风险保费：**由中保协根据地区、车型、使用年限、使用性质确定；**2) 附加费用率：**上限统一规定为35%；**3) 无赔款优待系数：**根据投保车辆近年出险情况确定，北京和厦门的系数范围为[0.4-3.0]，其他地区为[0.6-2.0]，均较此前的[0.7-1.3]扩大；**4) 交通违法系数：**适用于保险公司已实现与交通管理平台对接的地区。截至2020年6月底，全国共计四个地区满足此要求，分别为：上海[0.9-1.1]、江苏[0.9-1.5]、北京[1-1.45]、深圳[1-1.5]；**5) 自主渠道系数、自主核保系数：**由险企在规定范围内自行确定。自主渠道系数视各销售渠道的实际成本而定，自主核保系数则根据个人驾驶因素及车辆因素而定。深圳的自主核保、自主渠道系数浮动区间为[0.75-1.25]，全国其他地区则为[0.85-1.15]。

表2、“一次费改”自主核保系数及自主渠道系数调整方案

开始时间	地区	自主核保系数	自主渠道系数
2015.06	6地区： 广西、重庆、陕西、黑龙江、山东（不含青岛）、青岛		
2016.01	18地区。新增12个地区： 青海、宁夏、新疆、内蒙古、吉林、天津、河南、安徽、湖北、湖南、广东、四川	深圳[0.75-1.25] 其他[0.85-1.15]	深圳[0.75-1.25] 其他[0.85-1.15]
2016.06	推广至全国		

资料来源：原保监会，兴业证券研究所整理

2)、第二次商车费改：2017年6月颁布的《中国保监会关于商业车险费率调整及管理有关问题的通知》标志着二次商车费改开始。**二次费改较一次费改的主要变化为：****1) 全国各地区的自主渠道系数范围放宽，深圳等10个地区的自主核保系数下限放宽。****2) 要求综合成本率、费用率、未决赔款准备金提转差率不得超过前三年均值，**否则不可在相应地区开展新业务。其中，限制未决赔款准备金提转差率的直接动因是提高险企操控会计数据的成本。

表 3、“二次费改”自主核保系数及自主渠道系数调整方案

地区	自主核保系数	自主渠道系数
深圳	[0.70,1.25]	[0.70,1.25]
河南	[0.80,1.15]	[0.75,1.15]
天津、河北、福建、广西、四川、青海、青岛、厦门	[0.75,1.15]	[0.75,1.15]
其他地区	[0.85,1.15]	[0.75,1.15]

资料来源：原保监会，兴业证券研究所整理

3)、**第三次商车费改**：2018年3月8日颁布的《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、厦门及新疆落地。第三次费改进一步扩大保险公司了前述7个地区的自主定价权。其中，四川的自主核保系数及自主渠道系数的下限为0.65，为最低值。同年3月30日，原保监会决定在广西、陕西、青海三地完全放开自主系数调整范围，试点期为一年。同年7月，银保监会官网发布的《中国银保监会办公厅关于商业车险费率监管有关要求的通知》（57号文）提出“报行合一”，要求险企实际使用的手续费用取值范围、使用规则要与报送给银保监会的一致。

表 4、“三次费改”自主核保系数及自主渠道系数调整方案

地区	自主核保系数	自主渠道系数
四川	[0.65,1.15]	[0.65,1.15]
山西、福建、山东、河南、厦门	[0.70,1.15]	[0.70,1.15]
新疆	[0.75,1.15]	[0.75,1.15]
广西、陕西、青海	自主决定	自主决定

资料来源：原保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、三次商车费改的主要影响

● 车险件均保费下降，投保率提升

无赔款优待系数（NCD系数）、自主核保系数及自主渠道系数的浮动下限降低导致车险件均保费下降。1)、NCD系数的下限降低。改革前，上年、连续两年、连续三年未发生赔款，NCD系数各为0.90、0.80、0.70，改革后则为0.85、0.70、0.60；同时改革后的北京和厦门考虑连续四年、连续五年无赔款的情况，NCD系数最低可至0.40。据中保信统计数据，山东省商车险NCD系数的加权平均数值从费改初期的0.89（起保日期在2015年6月至12月的保单）降至费改一年后的0.85（起保日期在2016年6月至12月的保单）。2)、自主核保系数、自主渠道系数的浮动下限随着三次费改的推进而不断走低。一次费改时：深圳的自主核保、自主渠道系数浮动区间为[0.75-1.25]，全国其他地区为[0.85-1.15]。二次费改时：深圳的自主渠道系数范围放宽至[0.70-1.25]，其他地区放宽至[0.75,1.15]。此外，10个地区的自主核保系数范围放宽：深圳放宽至[0.70-1.25]，河南放宽至[0.80-1.15]，天津、河北、福建、广西、四川、青海、青岛、厦门放宽至[0.75-1.15]。三次商车费改在四川等10个地区展开，其中四川的自主核保及渠道系数范围均为[0.65,1.15]。在车险自主定价系数下限降低的情况下，部分险企为了提高产品竞争力，采用较低的自主定价系数以压低保费、招揽客户。上述因素致使商车险件均

保费走低，2015至2018年分别为3,834、3,700、3,553、3,220元。件均保费走低则带动商车险投保率走高。据中保信官网数据，商车险投保率从2015年的75.0%提升至2018年的84.1%。

表5、商车费改前后NCD系数变化

被保车辆历史赔付情况	改革前NCD系数	改革后NCD系数	
		全国其他地区	北京、厦门
连续五年无赔款	/	/	0.40
连续四年无赔款	/	/	0.50
连续三年无赔款	0.70	0.60	0.60
连续两年无赔款	0.80	0.70	0.70
上年无赔款	0.90	0.85	0.85
新保车辆	1.00	1.00	1.00
上年赔款一次	1.00	1.00	1.00
上年赔款两次	1.00	1.25	1.25
上年赔款三次	1.10	1.50	1.50
上年赔款四次	1.20	1.75	1.75
上年赔款五次	1.30	2.00	2.00
上年赔款六次	/	/	2.15
上年赔款七次	/	/	2.30
上年赔款八次	/	/	2.45
上年赔款九次	/	/	2.60
上年赔款十次	/	/	2.75
上年赔款十次以上	/	/	3.00

资料来源：原保监会，兴业证券研究所整理

图1、山东省商车险NCD系数等级结构

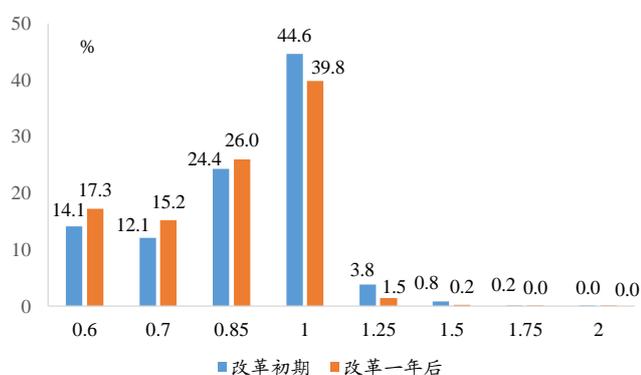
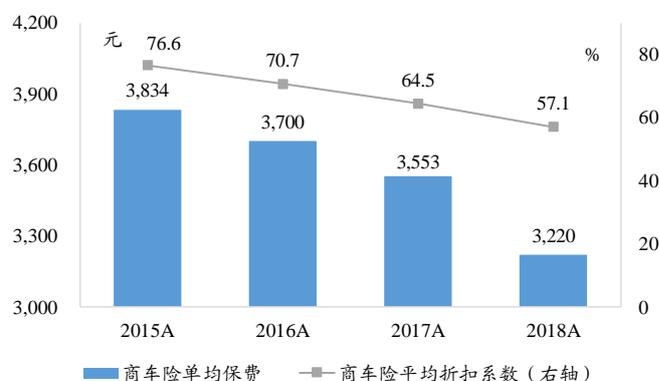


图2、全国商车险件均保费及平均折扣系数



资料来源：中保信官网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：中保信官网，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：改革初期对应起保日期在2015年6月至12月的保单；改革一年后对应起保日期在2016年6月至12月的保单

● 赔付率先降后升、费用率先升后降

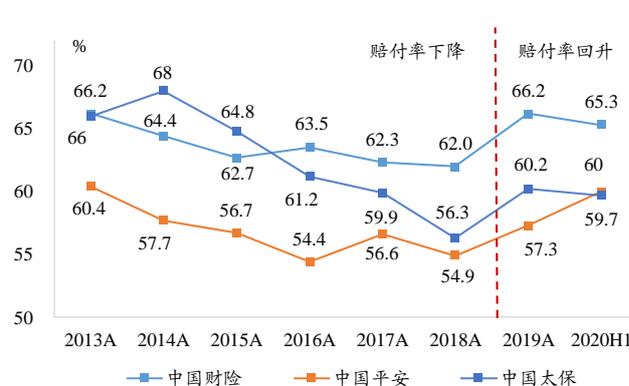
商车费改的初衷是降低费用率、提高赔付率以优化综合成本率结构，但2015至2018年行业整体呈现车险费用率上升、赔付率下降的趋势。1)、赔付率下降主要由于NCD系数范围扩大致使小额赔付减少。NCD系数区间扩大致使当期车险保费价格受上年出险理赔次数的影响变大。也即，未发生赔款的车辆享受更大的保费折扣优惠；而赔款次数多的车辆，其保费涨幅增加。例如，若被保车辆上年发

生过三次赔款，改革后的 NCD 系数为 1.50，较改革前的 1.10 提升 36.4%。为获得较低的 NCD 系数，部分车主在发生小额出险事件（如车辆刮蹭）时会选择当期不申请赔款（可能后期合并报案）。由此，车险小额理赔事件减少，并在一定程度上拉低实际赔付率。2）、费用率上升则是由于监管放松前端定价，被部分险企视为抢占市场份额的重要时间窗口，从而加大营销费用投放，包括提高代理人激励及中介手续费支出、增加客户补贴等；其他险企亦被动卷入竞争，由此致使承保费用支出增长。我们认为，险企这种做法的前提是彼时车险市场处于保费双位数增长的增量竞争阶段，险企预期短期费用增长对承保利润的压制效果将低于市占率提升后带来的长期效益，因此具备以短期效益换长期空间的动机。

图3、上市险企财险费用率提升至高点后回落



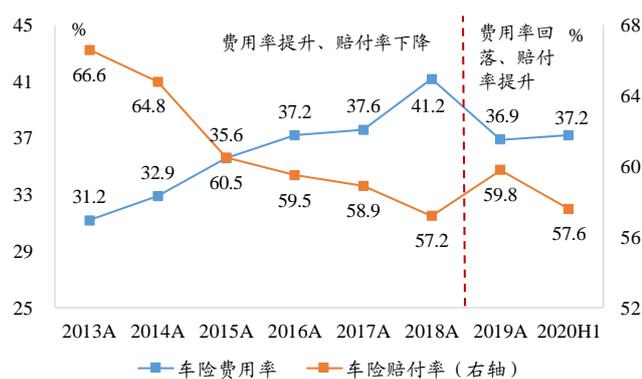
图4、上市险企财险赔付率下降至低点后回升



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

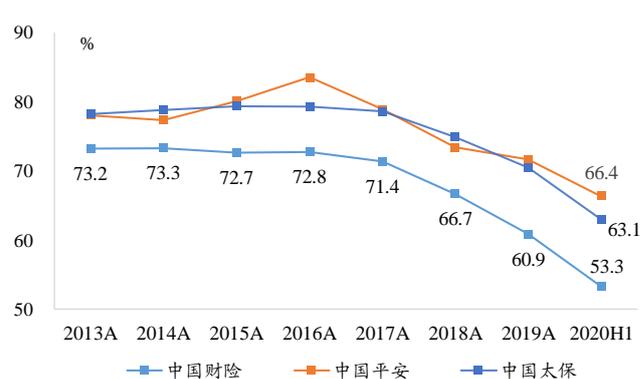
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、中国财险的车险费用率、赔付率走势



资料来源：中国财险财报，兴业证券经济与金融研究院整理
*注：2020H1 赔付率降低主要由于一季度车辆出行减少带来的出险率下降

图6、财险公司的车险保费占比逐步下滑



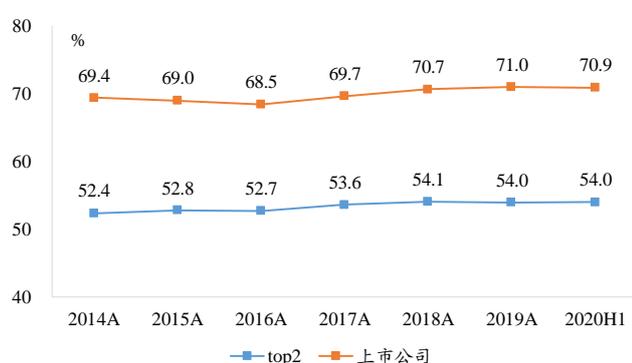
资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年，车险赔付率提升、费用率下降，符合监管的预期效果。1)、预计 2019 年车险赔付率上升的原因为：车险件均保费的下滑幅度高于 NCD 系数范围放宽带来的赔付额减少幅度，由此抬升赔付率。2)、2019 年监管大力整治市场乱象，且险企自身亦在对承保利润及市场份额的追求中把握平衡，车险费用率回落。

● 龙头公司在三次费改中维持竞争优势

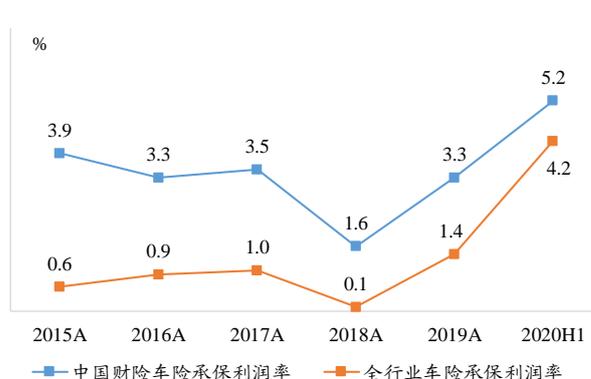
龙头公司在三次费改中保持较高市占率及盈利水平。从市场份额来看，中国财险和平安财险为财产险公司龙头，合计市占率始终高于 50%。2015 至 2018 年，龙头公司及港股上市险企的财险市占率分别提升 1.3 和 1.7pcts；此后市占率相对稳定。从盈利水平来看，2015 至 2019 年，中国财险的车险承保利润率始终较行业均值高出 1.5pcts 以上。2020 年一季度，新冠肺炎致使车辆出行减少、出险率下降，导致 2020H1 中国财险的车险承保利润率与行业整体的差额减少。

图7、龙头及上市险企的市占率提升



资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、中国财险的车险承保利润率优于行业整体



资料来源：中国财险财报、银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

3、展望：车险综合改革落地实施，长期内利好龙头

3.1、车险综合改革落地，降价提质

2020 年 7 月 9 日，银保监会发布《关于实施车险综合改革的指导意见（征求意见稿）》；9 月 3 日，正式版《关于实施车险综合改革的指导意见》发布；9 月 10 日，配套文件《示范型商车险精算规定》及《关于调整交强险责任限额和费率浮动系数的公告》发布；9 月 19 日，车险综合改革落地实施。此次改革对象包括商车险及交强险，短期内将“降价、增保、提质”作为阶段性目标。预计改革实施后，短期内“价格基本上只降不升，保障基本上只增不减，服务基本上只优不差”。

表 6、车险综合改革相关文件

发布时间	文件名称	主要内容
2020.7.9	《关于实施车险综合改革的指导意见（征求意见稿）》	初步公布车险综合改革方案，公开征求意见，意见反馈截止时间为 2020 年 8 月 8 日
2020.9.3	《关于实施车险综合改革的指导意见》	<p>1) 交强险：总责任限额从 12.2 万元提高到 20 万元，无责任限额从 1.21 万元提高到 1.99 万元</p> <p>2) 商车险：产品设定附加费用率的上限由 35% 下调为 25%，预期赔付率由 65% 提高到 75%；并逐步放开自主定价系数浮动范围，第一步将自主定价系数范围确定为 [0.65-1.35]。</p>

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2020.9.10	《示范型商用车险精算规定》	防范化解非理性竞争的两个着力点: 1) 建立费率回溯和产品纠偏机制; 2) 明确保费不足准备金 (PDR) 的评估标准。在其他条件不变的情况下, 险企的车险自主定价系数越低, 计提 PDR 的概率及额度均越高, 进而直接压制当期净利润, 由此增加车险价格战成本 明确了新交强险责任限额及费率浮动系数。交强险保单费率浮动系数因有责任交通事故的发生情况而异, 上浮系数上限全国统一为 30%, 下浮系数存在区域差异, 最低为-50%。
2020.9.10	《关于调整交强险责任限额和费率浮动系数的公告》	

资料来源: 银保监会, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、《关于实施车险综合改革的指导意见》主要内容

项目	内容
背景	(1) 车险普及率高, 影响面广。2019 年我国车险承保机动车达 2.6 亿辆, 保费 8,189 亿元。 (2) 我国车险市场的高定价、高手续费、经营粗放、竞争失序、数据失真等问题相互交织, 需要综合性改革。
目标	(1) 将“保护消费者权益”作为主要目标。具体包括: 市场化条款费率形成机制建立、保障责任优化、产品服务丰富、附加费用合理、市场体系健全、市场竞争有序、经营效益提升、车险高质量发展等。 (2) 短期内将“降价、增保、提质”作为阶段性目标。预计改革实施后, 短期内“价格基本上只降不升, 保障基本上只增不减, 服务基本上只优不差”。
交强险改革主要内容	(1) 提升责任限额。总责任限额从 12.2 万元提高到 20 万元, 无责任限额从 1.21 万元提高到 1.99 万元。 (2) 引入区域浮动因子。在道路交通事故费率调整系数中引入区域浮动因子, 调整系数的上限保持 30% 不变, 下限由原来最低的-30% 扩大到-50%。
商车险改革主要内容	(1) 拓展和优化商车险保障服务。一是责任限额提升。从 5 万至 500 万元档次提升到 10 万至 1,000 万元档次。二是保险责任更全面。新的车险示范产品新增了机动车全车盗抢、地震及其次生灾害、玻璃单独破碎、自燃、发动机涉水 6 项车损险主险保险责任; 并删除了实践中容易引发理赔争议的免责条款。三是丰富商车产品。支持行业制定新能源车险、驾乘人员意外险、机动车延长保修险示范条款, 探索开发机动车里程保险 (UBI) 等创新产品。 (2) 健全商车险条款费率市场化形成机制。一是合理下调附加费用率。将商车险产品设定附加费用率的上限由 35% 下调为 25%, 预期赔付率由 65% 提高到 75%。二是逐步放开自主定价系数浮动范围。将“自主渠道系数”和“自主核保系数”整合为“自主定价系数”, 第一步将自主定价系数范围确定为 [0.65 - 1.35], 第二步适时完全放开自主定价系数的范围。三是无赔款优待系数进一步优化。将考虑赔付记录的范围由前 1 年扩大到前 3 年, 并降低对偶然赔付消费者的费率上调幅度。

资料来源: 银保监会, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 交强险: 责任限额提升, 费率下浮

交强险方面: 1)、**赔付限额提升:** 新交强险的总责任限额从 12.2 万提升至 20.0 万, 无责任限额从 1.21 万提升至 1.99 万; 责任限额水平大幅提升, 具体提升幅度各为 63.9%、64.5%。2)、**费率浮动系数下限降低:** 交强险保单费率浮动系数因有责任交通事故的发生情况而异, 上浮系数全国统一且与此前一致; 下浮系数存在区域差异: A、B、C、D、E 五大区域的折扣水平递减。其中, A 区 (内蒙古、海南、青海、西藏) 的费率下浮系数可至-50%; 而此前最低为-30%。

表 8、新交强险费率浮动系数方案

有责任道路交通事故发生情况	费率浮动系数				
	A 区	B 区	C 区	D 区	E 区
(适用地区)	内蒙古、琼、青、藏	陕、滇、桂	陇、吉、晋、黑、新	京、津、冀、宁	其他地区
上一个年度 0 起	-30%	-25%	-20%	-15%	-10%
上两个年度 0 起	-40%	-35%	-30%	-25%	-20%
上三个及以上年度 0 起	-50%	-45%	-40%	-35%	-30%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

上一个年度 1 起、无死亡	0% (统一)
上一个年度 2 起及以上、无死亡	10% (统一)
上一个年度有涉及死亡交通事故	30% (统一)

资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：D 区的“宁”是指宁夏

表 9、车险综合改革前后的车险赔付限额变化

类别	责任限额项目	改革前 (元)	改革后 (元)
交强险	死亡伤残赔偿	110,000	180,000
	医疗费用赔偿	10,000	18,000
	财产损失赔偿	2,000	2,000
	合计	122,000	200,000
	无责任限额	死亡伤残赔偿 11,000 医疗费用赔偿 1,100 财产损失赔偿 100 合计 12,100	18,000 1,800 100 19,900
商用车险	三者险责任限额	5 万至 500 万	10 万至 1,000 万

资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：新的责任限额从 2020 年 9 月 19 日零时起实行。同时，截至 2020 年 9 月 19 日零时保险期间尚未结束的交强险保单项下的机动车在 2020 年 9 月 19 日零时后发生道路交通事故的，按照新的责任限额执行；在 2020 年 9 月 19 日零时前发生道路交通事故的，仍按原责任限额执行

● 商用车险：附加费用率上限降低、自主定价系数浮动范围扩大

商用车险方面：1)、三者险的责任限额提升。从 5 万至 500 万元档次提升到 10 万至 1,000 万元档次。2)、车损险责任范围及车险保障服务扩展。新的车险示范产品新增了机动车全车盗抢、地震及其次生灾害、玻璃单独破碎、自燃、发动机涉水 6 项车损险主险保险责任；并删除了实践中容易引发理赔争议的免责条款；同时新增了道路救援、安全监测、代驾、代送检 4 项服务。3)、丰富商用车险产品。支持行业制定新能源车险、驾乘人员意外险、机动车延长保修险示范条款，探索开发机动车里程保险 (UBI) 等创新产品。4)、健全商用车险条款费率市场化形成机制。一是完善行业纯风险保费测算机制，建立每 2 至 3 年调整一次的商用车险行业纯风险保费测算的常态化机制。二是附加费用率上限下调、预期赔付率上调。将商用车险产品设定附加费用率的上限由 35% 下调为 25%，预期赔付率则由 65% 提高到 75%。三是逐步放开自主定价系数浮动范围。将“自主渠道系数”和“自主核保系数”整合为“自主定价系数”，第一步将自主定价系数范围确定为 [0.65-1.35]，第二步适时完全放开自主定价系数的范围。四是无赔款优待系数进一步优化。将考虑赔付记录的范围由前 1 年扩大到前 3 年，并降低对偶然赔付消费者的费率上调幅度。从投保车辆的保费来看，此次综合改革后，在车险保险责任扩大和保障金额提升的情况下，多数投保人的保费支出还将明显减少。同时，由于此次根据实际风险状况 (个人驾驶行为、车辆状况等) 重新测算了基准纯风险保费，可能有少数消费者会出现签单保费价格上升的情况。

3.2、短期带来保费及利润压力，长期利好龙头

整体上，我们认为：1)、车险综合改革的短期压力主要来自于附加费用率上限下降、预定赔付率水平提升带来的件均保费下降、赔付额度提升；2)、基于监管措施及险企自身动机两方面考虑，预期险企不会过度压低自主定价系数，并将审慎投放营销费用；3)、改革对险企业绩的短期压力已被充分认知，且长期内利好龙头公司。

● 短期带来车险保费及利润压力，但压力可控

车险保费及利润存在压力：1)、从件均保费来看，附加费用率、自主定价系数、无赔款优待系数与商车险保费正相关，而前两项因素均将在车险综合改革后下降。一是附加费用率上限从35%下调至25%。二是此次自主定价系数下限全国统一为0.65，低于三次商车费改后的全国均值，险企为提高产品的价格优势，可能会采取较低的自主定价系数。2)、从车险总保费来看，件均保费下降可能带动商车险普及率继续提升，一定程度上缓解件均保费下滑对车险总保费的负面影响。3)、从利润来看，附加费用率上限从35%降至25%、预期赔付率由65%提高到75%，将直接导致相同保障水平车险保单的价格降低及赔付率提升，由此提高综合成本率、压缩承保利润。

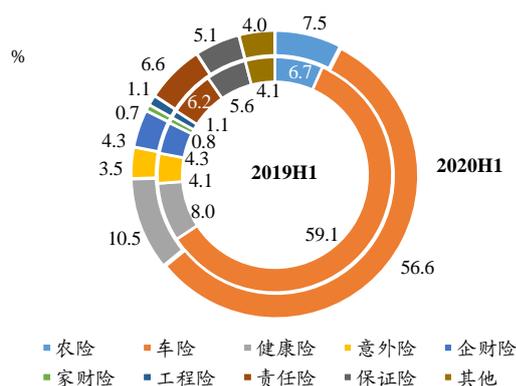
预期险企不会过度压低自主定价系数，并审慎投放营销费用：1)、险企自身压低定价、加大营销费用投入的动机削弱。一是此次预定费用率及赔付率的变更已致使险企保费及利润承压。二是我国当前新车销量下滑，车险增速下降而逐步向存量竞争过渡，险企以短期利润换长期空间的效果削弱、动机下滑。2)、监管在三次商车费改中积攒了丰富经验，此次的PDR等配套准则有助于促进险企合理定价。9月10日银保监会发布的《示范型商车险精算规定》旨在车险综合改革放开车险前端价格的情况下，以比较严格的精算制度作为保障，促进险企合理确定自主定价系数，来防范化解非理性竞争行为及车险经营风险。《精算规定》防范化解非理性竞争的两个着力点为：一是建立费率回溯和产品纠偏机制，动态监测、分析费率精算假设与公司实际经营情况的偏离度，及时对商车险费率进行调整；二是明确保费不足准备金(PDR)的评估标准。在其他条件不变的情况下，险企的车险自主定价系数越低，计提PDR的概率及额度均越高，进而直接压制当期净利润，由此增加车险价格战成本，倒逼公司合理定价。

2020年财险公司业绩压力可控：从车险承保利润来看，2020Q1新冠肺炎致使车辆出行减少、出险率下降，2020年前五个月的车险综合成本率由此降至95.8%。我们预期上半年车险承保利润的提升削弱了车险综合改革对今年全年车险利润的负面影响。从财险公司总保费来看，非车险是近年来我国财险公司业务增长的主要驱动力，非车险保费占比已提升至2020H1的43.4%。预期车险综合改革后，非车业务亦将对上市险企财险总保费产生明显提振作用。

● 短期压力已被认知，长期内利好龙头公司

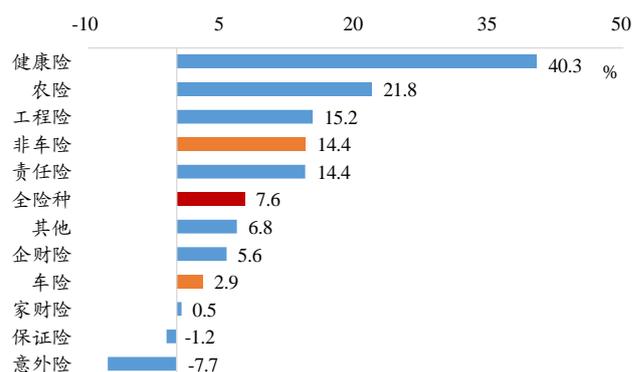
1)、短期压力已被充分认知。由于银保监会曾在7月9日发布征求意见稿，市场已充分预期此次车险综合改革对险企业绩的短期压力。从估值层面来看，龙头公司中国财险的股价自2020年7月9日开始持续下行；截至2020年9月21日收盘，PB估值水平处于近5年来后0.0%分位数，也即处于历史底部。

图9、2019H1、2020H1 全国财险公司原保费结构



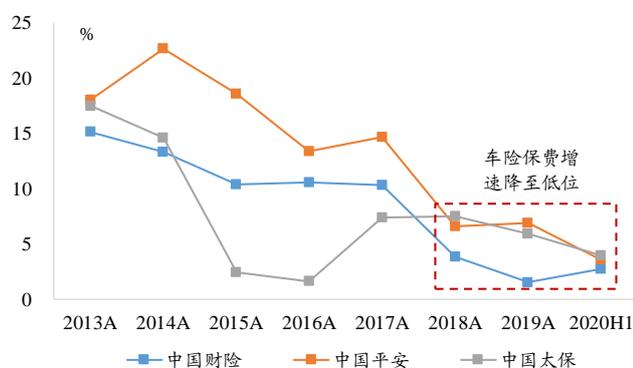
资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、2020H1 全国财险公司保费同比增速按险种



资料来源：银保监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、中国财险、平安财险、太保财险车险保费增速



资料来源：各公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、中国财险 PB 值降至历史低位



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2)、车险费率市场化长期内利好龙头。其一，从存量逻辑来看，龙头财险公司的盈利能力优于同业。按照险企偿付能力报告口径，2020年上半年，中国财险、平安产险合计实现财产险公司68.3%的总净利润，其“总净利润/总保费”指标为5.4%，较行业整体高出1.1pcts，盈利能力明显高于同业。原因一是龙头公司的大量保单摊薄固定成本而降低运营费用率，产生规模效应；二是掌控渠道议价权而降低渠道费用率；三是品牌优势降低获客成本。其二，从边际的角度看：1) 龙头公司的网点、服务等优势将在车险费率市场化过程中被放大；2) 在短期内行业整体承压的背景下，龙头公司所受到的冲击小于中小型公司，利于其充分发挥承保及核保能力，采取较为理性的竞争策略；3) 车险价格下降可能使车险投保率进一步提升。预期这一部分增量保费主要来自低线城市、县城、乡镇或农村，而龙头公司在上

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

述市场具备网点优势及客群基础。

表 10、产险公司盈利能力的龙头集聚效应显著

时间	梯队	门槛 (2020H1 保费)	公司数 (家)	总保费 (亿元)	总净利润 (亿元)	总净利润/总保 费	亏损公司数 (家)	亏损公司 占比
2020H1	第一梯队	1,000 亿元	2	3,905	210	5.4%	0	0
	第二梯队	100 亿元	6	2,106	66	3.1%	0	0
	第三梯队	10 亿元	32	919	28	3.0%	7	21.9%
	第四梯队	0 亿元	43	185	4	2.4%	13	30.2%
	合计		83	7,115	308	4.3%	20	24.1%
2020Q2	第一梯队	1,000 亿元	2	1,902	101	5.3%	0	0
	第二梯队	100 亿元	6	1,091	43	4.0%	1	16.7%
	第三梯队	10 亿元	32	469	9	2.0%	12	37.5%
	第四梯队	0 亿元	43	98	0	-0.3%	15	34.9%
	合计		83	3,559	153	4.3%	28	33.7%

资料来源：中保协官网各公司偿付能力报告，兴业证券经济与金融研究院整理

*注：天安、易安、信利暂未披露 2020 年第二季度偿付能力报告，上述数据不包括这三家公司

4、风险提示

1)、宏观经济环境变动导致的资本市场波动；2)、保费收入增长不达预期；3)、政策落地效果不及预期；4)、保险公司的经营风险

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。