



中信证券研究部



童成墩
非银分析师
S1010513110006



邵子钦
首席非银分析师
S1010513110004



田良
非银分析师
S1010513110005



薛皎
非银分析师
S1010518110002

核心观点

全球低利率环境下，美国前进保险等产险公司凭借低负债成本优势，实现大幅超额回报。中国财险与前进保险相比，具有相近的盈利能力，但估值被显著低估。中国产险处于寡头格局，车险仍有较大增长空间，非车险依赖政府推动处于增长起点。中国财险凭借寡头地位、政府资源优势，有望维持较高的 ROE 水平和稳定的成长性，是被低估的中国“核心资产”，合理估值 2019 年 1.5 倍 PB，对应目标价 12.3 港元/股，上调至“买入”评级。

■ 前进保险是全世界最优秀的财产险公司之一。前进保险是美国第四大财产险公司，主营业务为个人车险，目前市值 446 亿美元。前进保险 (PGR.US) 股价在过去 10 年里累计涨幅达+357.47%，跑赢标普 500 指数 (+189.69%)。前进保险过去 5 年平均 ROE 为 19.2%，平均 PB 为 2.9 倍，均为全球市值前十财产险公司中最高。前进保险的 ROE 主要来自于承保利润，过去 5 年公司平均承保利润率为 7.2%，高出行业平均水平 3.1 个百分点。

■ 前进保险发展过程中进行过三次转型，从小市场做到大市场，从高风险客户做到低风险客户。1937 年公司成立，主营针对蓝领工人的车险业务，借助二战红利迅速发展；1956 年公司进入非标准市场，把目标客户锁定为高风险群体，在这一低竞争市场培养了自己的风险定价能力，建设了独立代理人网络；1993 年公司进入标准市场，凭借着定价能力和对电销、网销的全力投入迅速扩张；2009 年公司开始用多元化产品组合来吸引、留住优质客户。

■ 前进保险的成功来自于稳定的公司治理和持续进化的定价、渠道能力。前进保险管理层长期稳定且多为内部提拔，历任高管始终坚持承保利润优先、重视技术创新的战略定位。风险定价能力是前进保险在非标准市场的核心能力，也是公司进入标准市场后的重要优势，而这一能力的培养主要依靠大量的数据收集和分析。前进保险是美国独立代理人渠道最大的保险公司，在进入标准市场后大力打造品牌发展直销，并妥善解决了代理人 and 直销之间的利益冲突。

■ 中国财险盈利能力与前进保险类似，但估值远低于前进保险。中国财险过去 5 年平均 ROE 为 17.3%，在全球市值前十财险公司中仅次于前进保险；过去 5 年平均承保利润率为 2.7%，行业领先。但是公司过去 5 年平均 PB 只有 1.54 倍，而前进保险平均则高达 2.9 倍，中国财险估值被显著低估。低估主要源于公司治理、车险费改、利率下行等因素导致的 ROE 下降。

■ 中国财险寡头地位稳固，主要非车险资源优势显著，是被低估的中国“核心资产”。与前进保险相比，中国财险目前 ROE 水平具有可持续性：我们预计未来十年中国汽车保有量仍有翻倍空间，公司为中国财险第一品牌、渠道和县域优势显著，公司凭借先发优势已经形成车险寡头地位，连续五年市场份额稳定在 34% 左右；非车险方面中国市场刚刚起步，主要依靠政府推动，中国财险拥有独特的地方政府资源，责任险、农险、意健险有望迎来高增长。预计公司未来三年平均 14% 左右 ROE 水平，对应合理估值应为 2019 年 1.5 倍 PB，未来一年目标价为 12.3 港元/股，上调至“买入”评级。

■ 风险因素：利率中长期下行、车险费率市场化改革、巨灾损失、自动驾驶等新技术。

中国财险 02328.HK

评级	买入 (上调)
当前价	9.36 港元
目标价	12.3 港元
总股本	22,243 百万股
港股流通股本	6,899 百万股
52 周最高/最低价	9.89/7.54 港元
近 1 月绝对涨幅	+7.34%
近 12 月绝对涨幅	+9.99%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
归母净利润(百万人民币)	19,807	15,485	25,652	24,294	26,436
同比	9.9%	-21.8%	65.7%	-5.3%	8.8%
归母净资产(百万人民币)	133,107	141,495	164,084	181,449	201,439
同比	11.6%	6.3%	16.0%	10.6%	11.0%
EPS(人民币)	1.34	0.70	1.15	1.09	1.19
BVPS(人民币)	8.98	6.36	7.38	8.16	9.06
PE (倍)	9.50	12.15	7.33	7.74	7.12
PB (倍)	1.41	1.33	1.15	1.04	0.93

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 9 月 11 日收盘价

目录

投资聚焦	1
核心结论	1
独特之处	2
前进保险：全球最优秀的产险公司	2
前进保险：全球最赚钱的上市产险公司	2
前进保险概况：保证 4%承保利润率下实现份额大幅提升	3
前进保险发展简史：从车险非标准市场到标准市场	5
前进保险成功要素：公司治理优秀+专注定价和渠道能力	8
公司治理：长期一致的公司管理和战略定位	8
定价能力：从非标市场起步，注重技术、数据和模型	9
渠道能力：专注独立代理人，用直销切入标准市场	12
前进保险对中国财险的启示	15
从盈利能力看，中国财险和前进保险一样优秀	15
从历史估值看，中国财险和前进保险显著分化	18
中国财险明显低估，未来估值具有显著提升空间	21

插图目录

图 1: 2009~2019 前进保险、北美财险行业、标普 500 指数涨跌幅	3
图 2: 2018 年前进保险各险种净保费收入占比	3
图 3: 2018 年前进保险各险种承保利润占比	3
图 4: 2015-2018 年前进保险各险种有效保单数量及增长率	4
图 5: 2007~2018 美国主要财产险公司市占率	5
图 6: 2007~2018 美国主要财产险公司总保费收入同比增长率	5
图 7: 1984-1993 前进保险与行业平均 ROE	6
图 8: 1984-1993 前进保险与行业平均综合成本率	6
图 9: 前进保险 UBI 车险发展进程	10
图 10: Snapshot 车载装置	11
图 11: Snapshot 保费收入占比	11
图 12: 1998-2002 GEICO、Progressive 与 Allstate 净保费收入和综合成本率	12
图 13: 2008 前进保险个人车险直销、代理渠道保费收入占比	13
图 14: 2018 前进保险个人车险直销、代理渠道保费收入占比	13
图 15: 2007-2018 前进保险与中国财险市占率	16
图 16: 2003-2018 前进保险与中国财险综合成本率	16
图 17: 2014-2018 平安产险、太保产险、中国财险费用率	16
图 18: 2014-2018 平安产险、太保产险、中国财险综合成本率	16
图 19: 2009-2018 前进保险与中国财险保费收入增速	17
图 20: 2009-2019 中国财险、太保、平安保费收入增速	17
图 21: 2014-2018 前进保险与北美财险行业投资收益率	17
图 22: 2014-2018 中国财险、平安、太保总投资收益率	17
图 23: 2018 年前进保险投资组合	17
图 24: 2018 中国财险投资组合	17
图 25: 2003-2018 前进保险与中国财险 ROE 与 ROA	18
图 26: 2003-2018 前进保险与中国财险财务杠杆	18
图 27: 2003 至今前进保险与中国财险 PB	18
图 28: 2009-2019 前进保险 PB 与承保利润率	19
图 29: 2009-2019 前进保险 PB 与 ROE	19
图 30: 2009-2019 前进保险 PB 与回购股数总价值	20
图 31: 2018 前进保险税前利润结构	20
图 32: 2018 中国财险税前利润结构	20
图 33: 2009-2019 中国财险 PB 与承保利润率	21
图 34: 2009-2019 中国财险 PB 与 ROE	21
图 35: 2003-2018 前进保险与中国财险股息回报率	22
图 36: 2018 美国财产险行业各险种占比	23
图 37: 2019 上半年中国财产险行业各险种占比	23
图 38: 2019 上半年中国财险主要险种保费收入占比	23
图 39: 2014-2018 中国财险主要险种保费增长率	23
图 40: 2003-2019 中国财险历史 PB	24

表格目录

表 1: 全球市值前十财产险公司 PB 与 ROE	2
表 2: 2009-2018 美国主要上市财险公司和行业平均综合成本率、费用率与赔付率	4
表 3: 前进保险主要历史事件	7
表 4: 前进保险管理层概览	8
表 5: 前进保险主要股东与持股比例	9
表 6: 前进保险渠道方面的创新	12
表 7: 中国财险绝对估值简化模型-PB	23
表 8: 中国财险财务报表主要数据预测及估值	25

■ 投资聚焦

核心结论

- 1、虽然全球低利率甚至负利率，但产险行业照样走出大牛股。**前进保险是全球最赚钱的产险公司，过去十年前进保险股价上涨 3.6 倍，目前市值 446 亿美元，PB 为 3.47 倍，PE 为 13.6 倍。公司股价持续上涨的核心原因：全球首屈一指的承保盈利能力（过去十年平均承保利润率 7%），稳健的资产配置策略，带来全球领先且十分稳定的高 ROE 水平（过去十年平均 ROE18.7%）。即便面临全球低利率甚至负利率压力，优秀的产险公司凭借承保盈利能力实现了超额回报。
- 2、中国财险盈利能力仅次于前进保险，但估值仅为 1.1 倍 PB。**在全球前十大市值产险公司中，中国财险（5 年平均 ROE 17.3%）盈利能力仅次于前进保险（5 年平均 ROE 19.2%），明显好于其他 8 家保险公司。与前进保险的差别是，公司投资收益率好于前进保险，承保利润率低于前进保险。但站在中国市场看，中国财险承保利润率保持领先水平，费用率持续好于中国平安和 G 太保；近五年保持 34% 左右市场份额，竞争地位十分稳固。
- 3、中国财险显著低估，未来有望在多个方面优于前进保险，估值有望显著提升。**目前中国汽车保有量为 2.5 亿部，我们预计未来十年仍有翻倍的空间，车险保费仍将具有可持续的平稳增速；中国财险凭品牌和服务网络优势、凭借线下队伍和县域市场优势，有望保证稳固的市场份额，充分分享汽车保有量的持续增长。中国非车险发展不足，需要政府推动；中国财险凭借政府资源优势，未来有望在农险、责任险、健康险等方面迎来长期可持续的较高增速。目前中国财险估值仅为 1.15 倍 PB，预计公司未来三年平均 14% 左右 ROE 水平，对应合理估值应为 2019 年 1.5 倍 PB，未来一年目标价为 12.3 港元/股，上调至“买入”评级。
- 4、借鉴前进保险的经验，优秀的公司治理、长期稳定一致的战略和管理层、持续提升渠道端和定价能力是长期成功的关键。**与前进保险相比，目前中国财险优势主要来自于先发优势带来的寡头地位和政府资源背景，未来需要进一步完善公司治理和核心能力的迭代建设。具体来看：
 - ✓ 治理上：重视长期财务股东利益，保持管理层稳定和战略的长期一致。
 - ✓ 战略上：在保证承保利润率的前提下全力驱动保费增长。
 - ✓ 布局上：积极进入蓝海市场，获得市场增量；积累经验数据，提升风险定价能力。
 - ✓ 能力上：在红海市场，重视技术创新，专注细分定价能力；提升渠道能力，通过品牌、服务、多元产品等策略经营核心客户。

独特之处

- 1、寻找全球最优秀产险公司，发现牛股是如何产生的。
- 2、与中国财险对比分析，明确中国财险的优势和被低估的事实。
- 3、探讨前进保险成功要素，为中国公司提供发展启示。

■ 前进保险：全球最优秀的产险公司

前进保险：全球最赚钱的上市产险公司

前进保险高盈利支撑高估值。2019年，在全球市值前十的财产险公司中，前进保险有着最高的ROE和最高的PB。前进保险近10年平均ROE为18.7%，最近5年平均ROE为19.2%，2018年ROE为26.5%，2019年上半年年化ROE为27.6%；最近10年平均PB为2.5倍，最近5年平均PB为2.9倍，2018年年底PB为3.4倍，目前PB为3.47倍（日期为2019/09/04）。

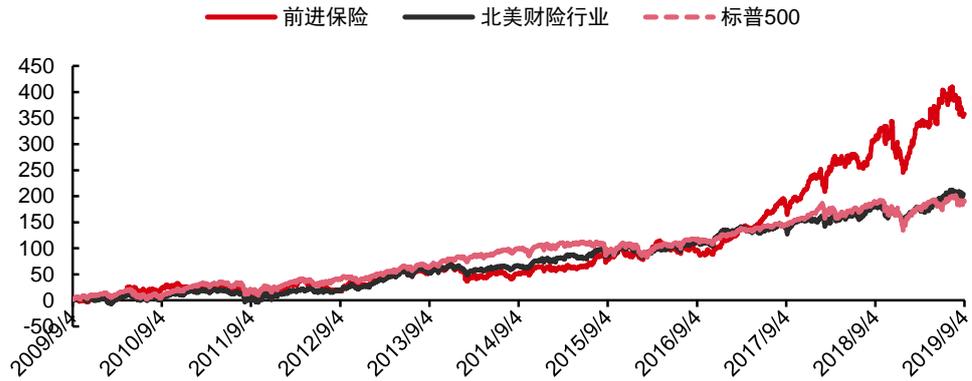
表 1：全球市值前十财产险公司 PB 与 ROE

公司名称	市值	PB (倍)							ROE						
		14A	15A	16A	17A	18A	19H	5年平均	14A	15A	16A	17A	18A	19H	5年平均
伯克希尔	520.20	1.55	1.27	1.42	1.41	1.44	1.27	1.42	8.6	9.7	9.0	14.3	1.2	7.8	8.6
安联	101.78	1.03	1.18	1.07	1.28	1.21	1.18	1.15	11.2	10.7	10.7	10.3	11.8	12.0	10.9
安达	67.18	1.28	1.30	1.28	1.32	1.18	1.25	1.27	9.8	9.7	10.7	7.8	7.8	7.2	9.2
苏黎世	52.66	1.39	1.22	1.34	1.39	1.52	1.22	1.37	11.7	5.6	10.4	9.4	11.7	12.7	9.8
前进	46.69	2.29	2.55	2.59	3.53	3.41	2.55	2.87	19.5	17.8	13.5	18.5	26.5	27.6	19.2
旅行者	38.94	1.37	1.42	1.47	1.55	1.38	1.54	1.44	14.7	14.1	12.8	8.7	10.7	11.1	12.2
东京海上	35.40	0.91	1.01	0.94	1.05	1.08	1.11	1.00	8.5	4.8	-4.2	0.5	4.2	n.a.	2.8
好事达	34.20	1.43	1.30	1.45	1.79	1.42	1.30	1.48	13.3	10.6	9.5	15.6	10.9	12.0	12.0
Sampo	33.56	1.96	2.27	1.97	1.97	1.70	2.27	1.97	14.3	14.8	14.1	17.9	13.4	12.8	14.9
中国财险	26.18	2.09	1.76	1.34	1.39	1.11	1.76	1.54	21.1	22.4	15.8	15.7	11.3	13.6	17.3
平均	102.38	1.53	1.53	1.49	1.67	1.55	1.55	1.55	13.2	12.0	10.2	11.9	11.0	13.0	11.7

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 备注：市值按2019/06/30数据统计，单位为十亿美元

前进保险能够给股东带来高额回报。近10年前进保险的累计涨幅为+357.47%，近5年前进保险的累计涨幅为+200.56%，近1年累计涨幅为+11.98%，显著高于北美财险行业平均水平（近10年、近5年、近1年涨幅分别为+204.27%、+81.94%、+8.76%）和标普500指数（近10年、近5年、近1年涨幅分别为+189.69%、+45.15%、+0.16%）。

图 1: 2009~2019 前进保险、北美财险行业、标普 500 指数涨跌幅 (%)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 备注: 以 2009/9/4 为基准, 北美财险行业为彭博北美财险可比公司平均表现

前进保险概况: 保证 4%承保利润率下实现份额大幅提升

前进保险是美国第四大财险公司, 目前市值 446 亿美元。2018 年公司原保费收入为 337.5 亿美元, 市场份额为 5.01%。2018 年公司原保费收入同比增长 20%, 行业平均增长率为 5.4%; 公司的承保利润率为 9.4%, 行业平均承保利润率 3.1%。公司 ROE 为 26.5%, ROA 为 6.6%, 财务杠杆 4.05。目前公司市值为 446 亿美元, PB 为 3.47, PE 为 13.6。

前进保险的主要业务为个人车险。个人车险是公司的最主要的业务, 2018 年个人车险占净保费收入比重为 84%, 占承保利润比重为 87%, 占有有效保单比重为 87%, 承保利润率为 9.7%, 市占率为 10.97%, 北美财险公司中排名第三; 商业车险是公司盈利能力最强的业务, 2018 年商业车险占净保费收入比重为 12%, 占承保利润比重为 16%, 占有有效保单比重为 3%, 承保利润率为 13.3%, 市占率为 10.86%, 排名第一; 家财险是公司发展最快的业务, 2018 年家财险占净保费收入比重为 4%, 占承保利润比重为-3%, 占有有效保单比重为 10%, 承保利润率为-6.9%, 市占率为 1.42%, 排名第十二。

图 2: 2018 年前进保险各险种净保费收入占比

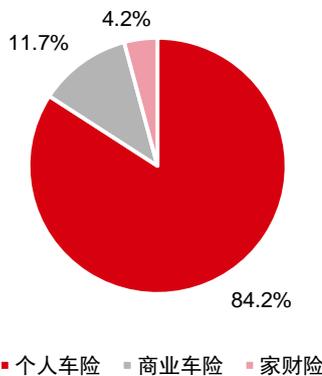
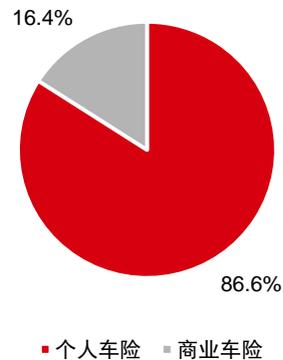


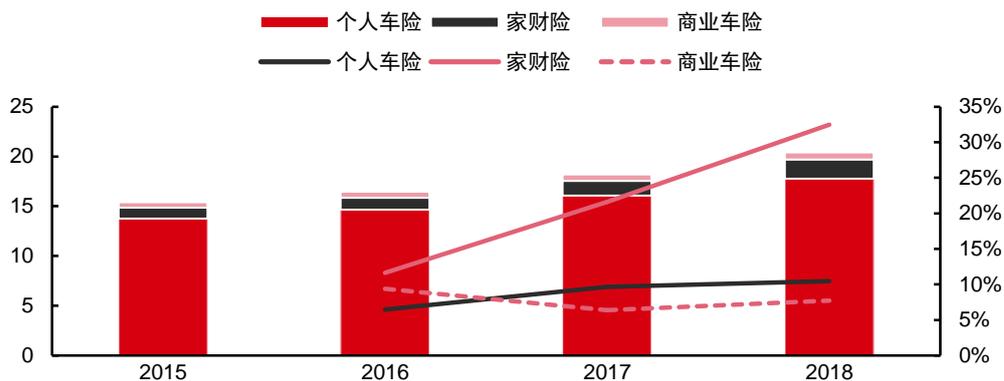
图 3: 2018 年前进保险各险种承保利润占比



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 备注: 家财险占比-3%

图 4: 2015-2018 年前进保险各险种有效保单数量 (百万件) 及增长率



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 备注: 有效保单数量为柱状图, 左轴

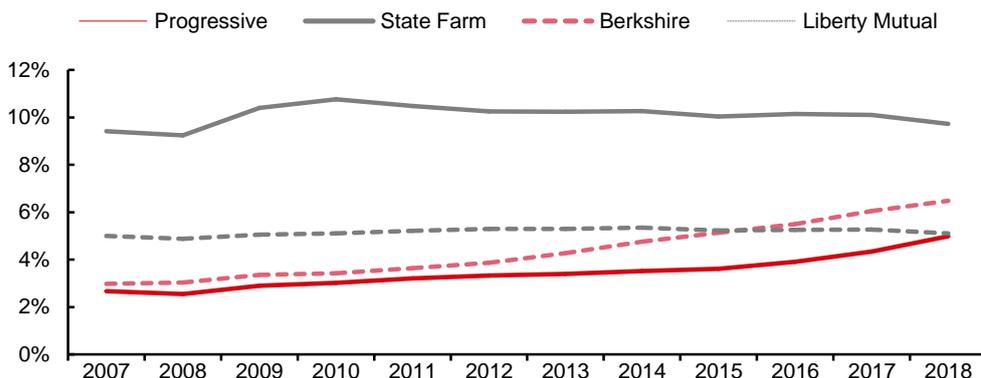
前进保险的战略是“在保证 96%的综合成本率和保证服务质量的前提下全力增长”。在过去的 30 年里, 前进保险的平均综合成本率为 93.5%; 过去 10 年的平均综合成本率为 93.0%, 过去 5 年平均综合成本率为 92.8%, 2018 年综合成本率为 90.6%, 优于行业平均水平 (过去 10 年、过去 5 年、2018 年分别为 96.6%、95.9%、96.9%)。保费增长方面, 过去 10 年公司的保费收入年复合增长率为 13.18%, 过去 5 年的年复合增长率为 12.67%, 2018 年同比增长 21.14%, 高于行业平均水平 (过去 10 年、过去 5 年、2018 年同比分别为 8.47%、4.39%、5.49%)。快速的保费增长使得公司的市占率也连续提升, 1985 年公司市占率排名第 55, 2009 年上升至第 9 名, 2018 年公司排名第 4。

表 2: 2009-2018 美国主要上市财险公司和行业平均综合成本率、费用率与赔付率

公司	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
综合成本率%										
行业平均	96.3	97.1	100.5	97.1	95.1	95.3	93.9	95.7	97.9	96.9
Allstate	96.2	98.1	103.4	95.5	92	93.9	94.7	96	93.6	93.6
Chubb	88.3	90.2	94.7	93.9	88	87.7	87.3	88.7	94.7	90.6
Progressive	91.6	92.4	93	95.6	93.5	92.3	92.5	95.1	93.4	90.6
Traveler	89.2	93.2	105.1	97.1	89.8	89	88.3	92	97.9	96.9
费用率%										
行业平均	30.6	31.5	31.6	31.3	31.8	31.6	32.3	31.8	31.9	32.5
Allstate	24.6	25.1	25.7	26.4	27.1	26.7	24.9	24.5	25	25.4
Chubb	29.5	31	28.7	28.2	28.4	29.4	29.2	30.9	28.9	28.5
Progressive	20.9	21.6	21.6	21	20.5	20	20.4	20	20.3	20.4
Traveler	31.9	32.2	32.2	32.2	31.9	31.4	31.7	31.5	30.7	30.1
赔付率%										
行业平均	66.2	65.3	71.1	66.7	62.5	62.9	60.4	61.7	67.2	65.3
Allstate	71.6	73	77.7	69.1	64.9	67.2	69.8	71.5	68.6	68.2
Chubb	58.8	59.2	66	65.7	59.6	58.3	58.1	57.8	65.8	62.1
Progressive	70.7	70.8	71.4	74.6	73	72.3	72.1	75.1	73.1	70.2
Traveler	57.3	61	72.9	64.9	57.9	57.6	56.6	60.5	67.2	66.8

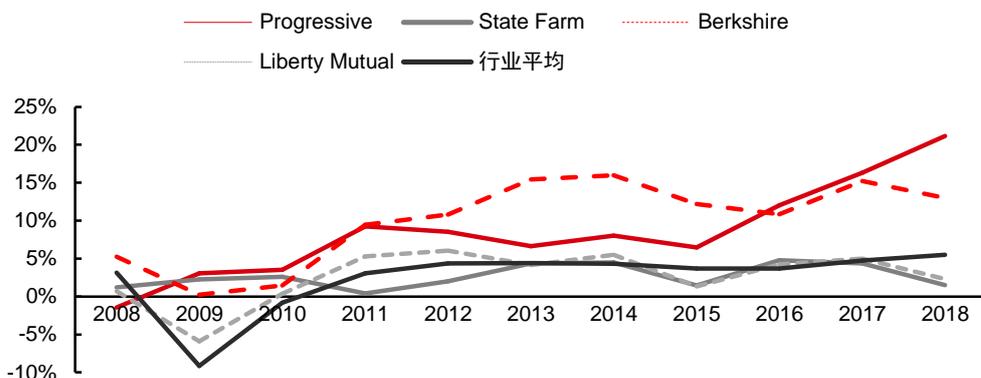
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 5: 2007~2018 美国主要财产险公司市占率



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 备注: 市占率按总保费收入计算

图 6: 2007~2018 美国主要财产险公司总保费收入同比增长率



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

前进保险发展简史: 从车险非标准市场到标准市场

1937-1955: 公司初创, 原始积累

前进相互保险由 Joseph Lewis 和 Jack Glenn 在 1937 年创立。在公司初创的近 20 年里, 前进保险主要经营针对蓝领工人的个人车险业务和针对汽车租赁公司的财产险业务, 借助二战的红利完成了一定程度的资本积累, 建立了自己小规模独立代理人网络, 并在服务理赔等方面进行了一定程度的创新。

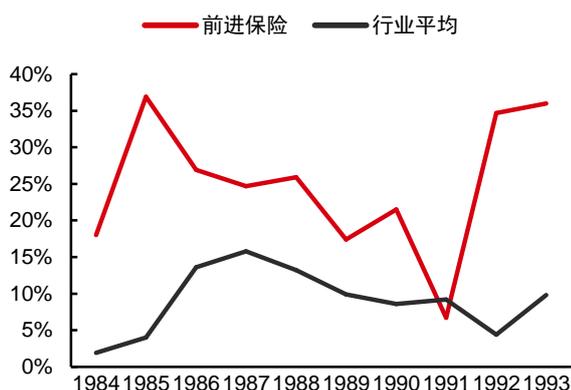
1956-1992: 深耕非标准市场, 完善产品线

Peter Lewis 1956 年的加入让公司进行了第一次战略转型, 前进保险发现了利基市场——非标准市场。根据被保险人风险特征, 美国个人车险市场分别为标准市场和非标准市场, 其中标准市场由中低风险用户组成, 而非标准市场则是由高风险用户组成, 高风险用户包括多次违章的司机、超过 65 岁的司机、不会说英语的司机、高性能车司机等。

非标准市场的市场规模主要由两方面因素决定：一是 Assigned Risk Plan 的价格，二是标准市场车险公司的风险倾向。Assigned Risk Plan 由政府主导运作，政府规定非标准市场的费率，然后把非标准市场的客户按比例分配给标准市场车险公司。例如一个标准市场车险公司承保了一个州 10% 的标准保单，那么这家公司就必须同时承保 10% 的非标准保单。作为提供给所有人的兜底保险，ARP 保费价格通常较高。此外，在 20 世纪 50 年代保险公司大多不会承保非标准市场的保单，这样一来非标准市场就有很大的定价空间。但由于高风险定价的难度较大，并没有很多的保险公司参与这一市场。

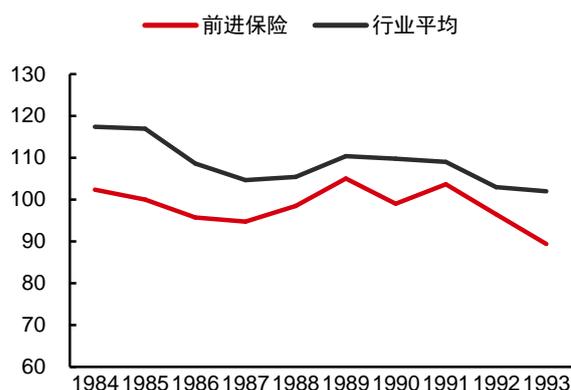
前进保险看准了这一“无人区”，通过对高风险业务的长期经营和深度研究，前进保险建立了一套业界领先的细分定价策略，识别出了高风险群体中相对低风险的人群，从而实现了较高的承保利润。此外，前进保险通过渠道和服务的一系列创新逐步完善了非标准车险业务的一整套的承保理赔服务体系。前进保险的独立代理人网络也伴随着高风险业务的发展逐渐扩张，前进保险在 1988 年成为全美独立代理人渠道最大的财险公司，这一销售网络的建立也为前进保险后来的业务扩张奠定了基础。

图 7：1984-1993 前进保险与行业平均 ROE



资料来源：Harvard Business School, 中信证券研究部

图 8：1984-1993 前进保险与行业平均综合成本率 (%)



资料来源：Harvard Business School, 中信证券研究部

1993-2008：进入标准市场，发展直销，打造品牌

20 世纪 80 年代，Allstate 等大型标准车险公司开始经营非标准业务，抢占原本就不大的非标准市场份额。面对非标准市场越来越严峻的竞争局势，前进保险开始考虑进入标准市场。1993 年，在经过长时间的试点和调研后，前进保险进入了标准市场，并且凭借着自己出色的定价能力在入场初期就取得了高额的承保利润。

但是，与非标准市场重点看定价能力不同，标准市场更加看重公司对费用率的把控，而降低费用率最有效的方式之一便是直销——GEICO 等保险公司已经证明了这一点。于是在进入标准市场的第二年，即 1994 年，前进保险便开通了电话直销，次年上线了保险行业第一个公司网站，1996 年便开始了网络直销。2018 年个人车险方面直销超过代理成为前进保险保费收入最大的渠道。

直销的发展在很大程度上依赖于品牌知名度的提升，而品牌知名度恰恰是非标准车险公司所欠缺的。于是前进保险在进入标准市场不久以后便开始自身品牌的建设，虽然大量

的广告投入在 1999 年造成了公司的亏损，但从长远来在广告上大笔投入对前进保险利远大于弊。

2009-2019：俘获优质客户，打造保险“终点站”

前进保险和 GEICO 等公司借助技术发展的红利实现了直销渠道保费的快速增长，多年激烈的竞争让财险市场的市场格局变得相对稳定。而在这样一个市场，如何留住客户变得更加重要。美国最大的财险公司 State Farm 客户留存度很高，其中很重要的一个原因是 State Farm 拥有几乎所有的财险产品，用户可以“一站购全”，而在同一家保险公司购买多种保险产品的用户往往有更低的价格敏感度、更高的忠诚度和更低的风险，是非常优质的客户群体。

从高风险到正常风险，前进保险的下一个目标放在了这些低风险客户身上。于是前进保险便开始着力发展家财险，完善自己的产品链条，把自己打造成“保险终点站”。

表 3：前进保险主要历史事件

时间	事件	影响	保费规模
1937	Joseph Lewis 和 Jack Glenn 合作成立前进相互保险公司，初始资本 1 万美元	公司创立	2 万美元
1956	Peter Lewis 进入公司，Progressive Casualty 成立，开始为高风险司机提供保险	进入非标准市场	450 万美元
1965	Peter Lewis 质押股权收购 Progressive Casualty，成立前进公司并担任 CEO，Peter 持有公司 26% 的股份	Peter Lewis 掌管公司	n.a.
1971	前进公司上市，以 18 美元的价格发行 371,180 股，共募集资金 668 万美元。同年开始经营商业车险业务	公司上市	n.a.
1986	前进保险进一步扩大商业车险承保标的范围，开始承保大货车和公交车队	业务扩展	7.8 亿美元
1990	推出 Immediate Response 快速服务，缩短客户询价购买时间	完善服务	12.0 亿美元
1993	开始经营标准市场业务，同时动手打造前进品牌，推出 Immediate Response Claim 来完善理赔服务	进入标准市场，业务扩展	19.4 亿美元
1994	开始电话直销	发展直销	24.1 亿美元
1996	开始网络直销	发展直销	34.7 亿美元
1997	收购非标准车险公司 Midland Financial Group	提升非标准市场地位	46.0 亿美元
1998	大规模电视广播广告宣传，赞助超级碗中场秀	打造品牌	52.9 亿美元
1999	在休斯顿试点 UBI 车险“Pay as you drive”	产品创新	61.1 亿美元
2004	针对直销和代理渠道分别打造了 Progressive Direct 和 Drive insurance from Progressive 两大品牌	打造品牌	137.7 亿美元
2008	Name your own price；虚拟人物 Flo	完善服务，打造品牌	128.3 亿美元
2009	全国范围内推广 Home Advantage Program，捆绑销售家财险和车险	发掘优质客户	145.3 亿美元
2010	推出 UBI 车险 Snapshot	产品创新	148.5 亿美元
2015	收购 ARX 62% 的股份，ARX 旗下的 ASI 是前进保险长期的家财险合作伙伴；收购 ASI 后，前进保险开始自营家财险业务；同年推出代理人渠道捆绑销售平台 Platinum	业务扩展，渠道创新	207.2 亿美元
2018	与 Uber 展开合作	数据获取、业务扩展	323.6 亿美元

资料来源：公司年报，Bloomberg，中信证券研究部

■ 前进保险成功要素：公司治理优秀+专注定价和渠道能力

经过对公司发展历史的研究和与同业对比，我们发现前进保险成功的最根本因素是长期一致的公司管理和战略定位，具体到业务层面是基于科技创新的风险定价能力和渠道能力。

公司治理：长期一致的公司管理和战略定位

前进保险在技术创新和承保利润方面一直走在行业前列，这与公司原 CEO Peter Lewis 有着密不可分的关系。

公司原 CEO Peter Lewis 在 35 年的任职期间（1965-1999）将自己的个人印记深深地烙在了公司文化里，他的战略思想也一直被传承至今。Peter Lewis 特别重视技术的力量，尤其是数据的获取和使用，前进保险几乎每一次产品创新都经历了长时间和大规模的数据收集阶段。此外，Peter 把承保利润视为公司盈利最重要的指标，公司的经营应当首先保证 4% 的承保利润率，不会为保费规模牺牲承保利润。在 20 世纪 90 年代，如果一个产品经理所负责的产品的承保利润率从 5% 降到 4%，那么他们的奖励会减少 8%，但是如果从 4% 降到 3%，那么奖励会降低 40%。

前进保险的现任高管多为公司内部培养。公司现任 12 位高管中有 7 位在 2000 年之前便加入了公司，其中两位高管是从实习生开始做起。公司自己培养的高管对公司的文化和理念有天然的认同感，增强了公司战略和治理的稳定性。

公司的股东结构也保证了公司治理的稳定性。此外 Peter Lewis 在 1999 年退休前一直为公司最大股东，公司后续大股东多为 Capital Group, Vanguard 和 Blackrock 等财务股东，股东很少会跟管理层产生矛盾冲突。

表 4：前进保险管理层概览

姓名	现任职位与就任时间	历任职位	加入公司时间	当前持股比例
Tricia Griffith	总裁、CEO (2016)	个人业务首席运营官、首席人力资源官	1988	0.07%
Steve Broz	首席信息官 (2016)	Capital One 高级业务经理	2016	<0.01%
John Barbagllo	商业业务总裁 (2007)	销售、运营负责人	1983	0.02%
Pet Callahan	个人业务总裁 (2015)	产品负责人	2002	0.01%
Jeff Charney	首席营销官 (2010)	Alfac 首席营销官	2010	0.02%
Bill Cody	首席投资官 (2003)	固定收益投资经理	1996	0.01%
Dan Mascaro	首席法务官 (2017)	理赔法务负责人、中部地区总经理	2002	0.01%
Lori Niederst	首席人力资源官 (2016)	公司财务分析师、员工薪酬与福利负责人	1997	<0.01%
John Murphy	客户关系管理总裁 (2015)	地区理赔经理、客服负责人	1992	0.01%
Andrew Quigg	首席策略官 (2018)	代理人渠道总裁、媒体负责人	2007	<0.01%
John Sauerland	首席财务官 (2015)	地区产品经理、直销渠道总裁	1990	0.06%
Michael Sieger	理赔总裁 (2015)	地区产品经理、地区理赔总经理	1988	0.01%
Glenn Renwick	已退休	总裁、CEO (2000-2015)、董事长 (2013-2016)	1986	0.3%

姓名	现任职位与就任时间	历任职位	加入公司时间	当前持股比例
Peter Lewis	已退休	总裁, CEO (1965-1999)、董事长 (2000-2013)	1956	13.1% (1999)

资料来源: 公司官网, Bloomberg, 中信证券研究部

表 5: 前进保险主要股东与持股比例

时间	股东名称	持股比例%	股东名称	持股比例%	股东名称	持股比例%
2019	Vanguard	8.0	Blackrock	7.1	n.a.	n.a.
2018	Vanguard	7.5	Blackrock	7.0	n.a.	n.a.
2017	Vanguard	6.9	Blackrock	6.7	n.a.	n.a.
2016	Vanguard	6.2	Blackrock	6.1	n.a.	n.a.
2015	Capital Research	9.7	Blackrock	5.7	Vanguard	5.5
2014	Capital Research	6.9	Blackrock	5.1	n.a.	n.a.
2013	Daniel Lewis	8.1	Davis Selected Advisers	6.1	Capital Research	5.4
2012	Davis Selected Advisers	8.4	Peter Lewis	7.2	Blackrock	6.1
2011	Davis Selected Advisers	10.7	Peter Lewis	7.7	Blackrock	5.1
2010	Davis Selected Advisers	11.4	Peter Lewis	7.3	n.a.	n.a.
2005	Ruane Cunniff & Goldfarb	13.0	The TCW Group	12.7	Davis Selected Advisers	10.1
2000	The TCW Group	16.5	Peter Lewis	12.9	Ruane, Cunniff & Goldfarb	7.8
1995	Peter Lewis	15.8	Ruane, Cunniff & Goldfarb	13.0	Oppenheimer Group	11.5

资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

员工激励计划 Gainsharing Plan 为公司实现承保盈利和保费增长提供了制度支持。

Gainsharing Plan 是前进保险员工薪酬计划的一部分, 所有的正式员工都能参与这一计划。一个员工能拿到的收入由三部分决定, 一是**职工薪酬**; 二是**岗位目标百分比**, 这一百分比与员工的职位有关, 从高管 (60%-150%) 到刚入门的员工 (0%-8%) 不等; 三是公司当年的**业绩指数**, 由各业务条线的财年有效保单增长率和综合成本率决定。¹

定价能力: 从非标市场起步, 注重技术、数据和模型

优秀的风险定价能力是前进保险在非标准市场的核心竞争力, 也是前进保险进入标准市场后的重要优势之一。非标准市场的竞争模式与标准市场的竞争模式有所不同。标准市场竞争激烈, 产品定价相对简单, 竞争主要体现在费用率上, 能够有效降低费用率从而降低保险产品价格的保险公司拥有较大的优势; 而非标准市场的竞争则相对缓和, 公司的竞争优势主要体现在定价能力上。

财险公司的定价离不开数据的支持, 前进保险在数据获取和使用方面投入了大量的人力物力, 除了基本的风险定价因子外, 前进保险敢于使用创新性风险定价因子和外部风险因子。除了技术方面的实力, 前进保险的管理层在判断行业发展趋势方面也有自己的独到之处, 针对行业趋势预测进行的提前调整使前进保险能够实现跨周期的稳定成长。

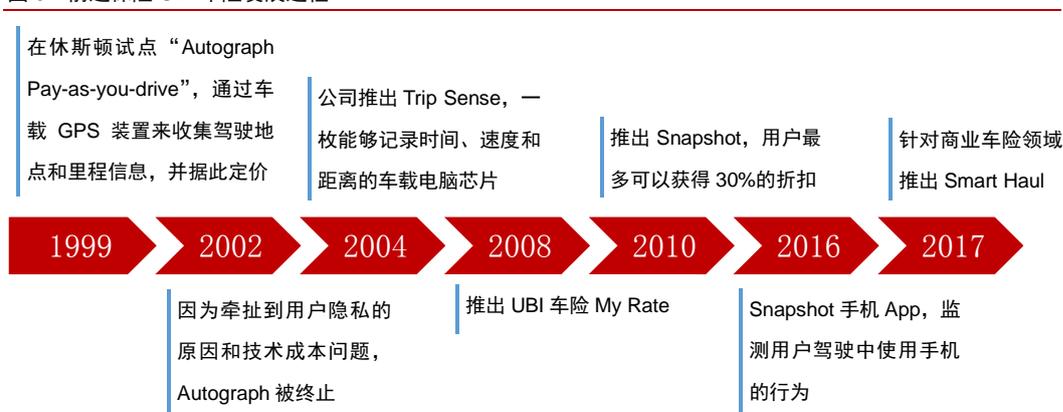
¹ 资料来源: 前进保险 2018 年 10K 文件

充足、可靠的数据来源和专业的数据分析与建模

前进保险在 20 世纪 50 年代到 90 年代主营非标准车险业务，公司投入比竞争对手更多的资本和人力来收集和分析事故数据。借助其庞大的数据库，前进保险得以根据被保险人生活方式、驾驶习惯、个人特征等进行更加精确的定价。与竞争对手相比，前进保险的被保险人风险特征分组更细，保险产品价格的范围也更大。例如 20 世纪 50 年代的时候大多数保险公司不会考虑将年龄作为风险因子，但前进保险会根据被保险人的年龄进行定价，从两个年龄组开始逐渐扩展到 11 个年龄组。²

随着互联网技术的发展，前进保险在 1999 年开始布局 UBI 车险，通过采集用户特有的驾驶数据来对用户的风险特征进行更精准的刻画，从而进行个性化定价。

图 9：前进保险 UBI 车险发展进程



资料来源：公司年报，中信证券研究部

Snapshot 是公司目前最主要的 UBI 产品，也是公司重点宣传的产品，于 2010 年上市。2016 年开始，用户可以选择安装车载装置或者直接使用手机 App。这一装置/App 会收集用户的驾驶时间点、车速、加速度、驾驶时常和里程等信息，公司根据用户的驾驶习惯给予最高 30% 的折扣，但同时也有 20% 左右的用户会被收取更高的保费。2017 年公司推出了商业车险领域的“Snapshot”——Smart Haul，用来收集货车司机的驾驶相关信息，只要司机安装这一设施便可以立刻获得 3% 的保费折扣，如果车主的驾驶习惯良好，在评估期过后便可获得额外的折扣。截至 2017 年底公司仅通过 Snapshot 手机 App 便已收集累计 3300 万次旅程和超过 300 亿英里的驾驶数据。

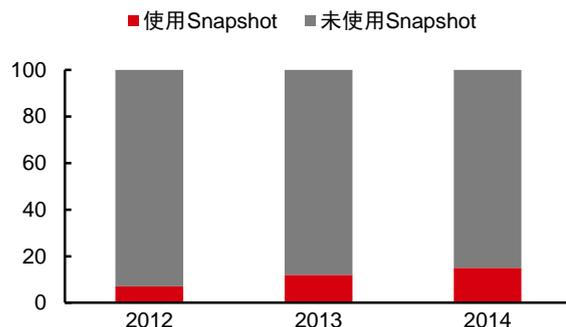
² 资料来源：Harvard Business School

图 10: Snapshot 车载装置



资料来源: 公司官网

图 11: Snapshot 保费收入占比



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

此外, CAS 显示, 前进保险目前共拥有 14 名财险精算师, 远远低于 Allstate、GEICO 等公司的财险精算师数量。但是, 从 20 世纪 70 年代开始, 前进保险便招聘大量数学统计领域的博士来进行数据分析和建模方面的工作。

合理运用外部风险因子及时调整模型

除了传统的风险因子, 前进保险也会参考利用外部数据, 如失业率、车险的覆盖率、居民负债情况、医疗条件的改变等, 如果这些外部因素发生重大变动, 前进保险会相应地修改自己的模型。此外, 前进保险还会实时收集美国几百个天气观测点的数据, 来帮助辨别实际天气的影响和预估天气影响之间的区别, 提升损失预估的准确性。

针对市场动态对费率的及时调整

1999 年末和 2000 年初前进保险对费率进行了大规模的调整, 在经历 2000 年的阵痛后, 在 2001-2003 年实现了盈利与保费的快速增长。

1999 年前进保险的保费收入增长 16%, 成为全美第四大车险公司, 但是公司的承保利润率快速下滑。主要原因有以下几点: ①事故频率和事故严重程度变化趋势的突然逆转; ②业务的过快发展带来更多的不确定性; ③公司的理赔人员在过去一年里增加了一倍以上, 公司的平均理赔质量也随之下降, 增大了赔付支出和相关费用; ④过高的广告费用支出。

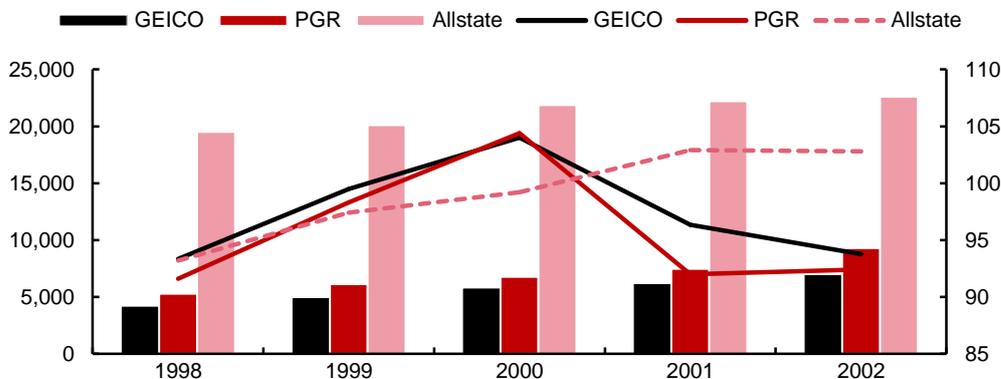
³

除了自身粗放发展带来的问题, 公司管理层也迅速感知到了行业马上就要进入市场疲软阶段, 于是他们决定比竞争对手提前提升费率。1999 年的前 6 个月, 前进保险的费率平均下降了 1.3%, 但下半年费率提高了 4.4%, 2000 年费率进一步升高, 并且公司把保险期限缩短为 6 个月, 便于费率的调整。因为竞争对手大多没有提升费率, 费率的升高自然会给前进保险的保费收入带来负面影响, 但前进保险也能够在业务不再扩张的情况下专注解决理赔和服务问题。当竞争对手意识到承保周期问题着手提高费率时, 前进保险已经提升了保费充足率并解决了自身的问题。2000 年公司的保费收入增长仅为 1%, 并且遭受了 4.4% 的承保损失 (行业损失率为 8.7%), 但是 2001 年和之后几年的承保利润和保费增

³ 资料来源: 前进保险 1999 年年报

长结果证实了前进保险策略的正确性，而调整较慢的 Allstate 等公司则经历了连续几年的承保亏损。

图 12: 1998-2002 GEICO、Progressive 与 Allstate 净保费收入 (百万美元) 和综合成本率 (%)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 备注: 左轴为净保费收入 (百万美元), 右轴为综合成本率 (%)

渠道能力: 专注独立代理人, 用直销切入标准市场

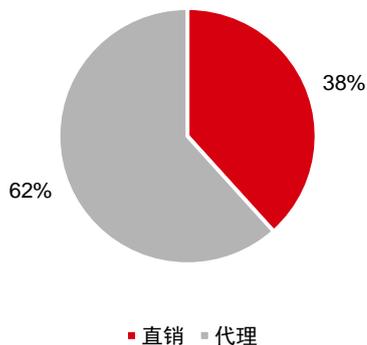
前进保险在非标准市场的发展主要依靠独立代理人, 进入标准市场后开始大力发展直销, 在市场高度成熟、竞争激烈的今天, 前进保险更加重视用户留存。

表 6: 前进保险渠道方面的创新

时间	事件	影响
1979	PROTEUS 系统	提升代理人效率
1993	ProRater (registered trademark) Plus 项目, 代理人可以电子询价、上传申请	提升代理人效率
1994	提供电话询价、比价、购买服务	行业首家, 开始电销
1995	建立公司网站 www.auto-insurance.com	行业首家
1996	在线询价、比价系统上线	完善公司网站
1997	在线购买系统上线	行业首家, 开始网销
2003	代理人的 Web-based quoting system	提升代理人效率
2004	"Drive Insurance from Progressive"	代理人渠道独立品牌
	"Progressive Direct"	直销渠道独立品牌
2005	ForAgentOnly.com, 改进代理人询价比价系统	提升代理人效率
	"Talk to me", 客服实时服务网站用户	完善网销服务
2007	上线 Web2.0 网站	行业首家, 完善网销
	代理人电子签名系统	提升代理人效率
2008	Name Your Price, 用户自己报价, 获得对应保障	提升产品购买体验, 尤其是直销端
2010	Android App	完善网销服务
2015	Platinum 平台, 代理人打包产品, 报价销售	完善代理人服务
2017	HomeQuote Explorer, 家财险询价比价平台	家财险网销服务
2018	BusinessQuote Explorer, 企业保险询价比价平台	商业条线网销服务

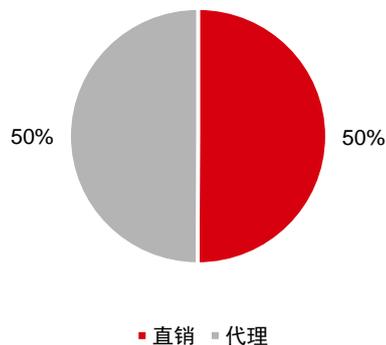
资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 13: 2008 前进保险个人车险直销、代理渠道保费收入占比



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 14: 2018 前进保险个人车险直销、代理渠道保费收入占比



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

保持独立代理人渠道的优势地位

2019 年前进保险有超过 30000 名独立代理人, 近一半的个人车险、几乎所有的商业车险和家财险是通过代理人渠道销售的。1992 年前进保险便成为独立代理人渠道最大的车险公司。

前进保险特别重视代理人的工作体验, 一直通过技术上的创新来为代理人提供便利。独立代理人渠道承保流程的优化能够降低费用。例如在 20 世纪 90 年代, 独立代理人渠道费用的一个重要来源是代理人的错误报价。在当时竞争对手主要通过信件和电话来与代理人进行沟通, 但是前进保险采用了电子化询报价系统, 这一系统降低了代理人出错的概率, 并提升了代理人的工作效率。

在发展直销渠道时, 前进保险妥善地解决了代理人与直销的利益冲突。冲突的妥善解决主要两方面的原因: 一是前进保险的独立代理人模式, 二是前进保险针对代理人和直销两个渠道采用差异化产品策略。首先, 美国的保险代理人分为两种, 一种是独立代理人, 这种代理人可以同时代理多家保险公司的产品; 而另一种代理人则是独家代理人, 这种代理人只能销售一家保险公司的产品。前进保险的代理人是前者, 而 State Farm, Allstate 的代理人是后者。在推广直销时, 来自后一种代理人的阻力更大, 而这种阻力使 Allstate 错过了直销发展的机遇期。另一方面, 前进保险除了给代理人提供各种便利以外, 还规定一部分保险组合只能从代理人渠道购买, 通过这种差异化产品结构来减少直销对代理人的冲击。

在行业内抢先大力发展直销

直销能够有效的降低车险的费用率, 从而降低费率。低价格是车险市场, 尤其是标准车险市场竞争中最大的壁垒。前进保险在 1994 年开始进行直销方面的尝试, 2018 年个人车险直销的保费收入超过代理人保费收入, 直销成为前进个人车险最重要的保费收入来源。

1994 年前进保险在车险行业率先推出电话询价、比价、购买服务, 其中的比价服务一直是前进保险的特色, 在当时虽然保险公司竞争激烈, 但是保费透明度并不高, 而用户

在向前进保险询价的同时便可以得知 State Farm, Allstate, Prudential 等竞争对手的报价, 大大降低了客户进行比较的成本。

2009 年的 Name Your Price 把在线首次询价即购买的客户数量提升了 5%。通过 Name Your Price, 客户先给出一个自己可以接受的价格, 然后前进保险根据用户的价格给出相应的保障。这一过程减少了客户自己的信息输入量, 降低了在线购买的繁琐程度。

与代理不同, 直销更加依赖于公司品牌的打造。前进保险在 1993 年以前以经营非标准业务为主, 而当时的非标准业务保险公司依赖独立代理人进行销售, 不需要打造自己的公司品牌。在进行业务转型的过程中, 前进保险将打造品牌视为关键战略。

1993 年前进保险将代理、金融服务等其他业务正式与车险分离, 将车险品牌独立出来, 为车险产品“贴上” Progressive 品牌。

1998 年前进保险展开了全国规模的电视、广播广告宣传活动, 在 1999 年更是冠名赞助了超级碗中场秀。

2008 年前进保险的虚拟形象代言人 Flo 正式登场, 由女演员 Stephanie Courtney 扮演。Flo 连续出现在数十个广告中, 并在社交媒体网站上获得了大量的关注者, 大大提升了前进保险品牌认知度。根据 Vox Market 的统计, 从 2008 年 1 月到 2009 年 11 月, Progressive 的品牌知名度提高了 5%, 品牌好感度提高了 23%, 品牌印象提升了 18%。

重视理赔和维修服务

Peter Lewis 在公司年报里多次说道：“我们所做的事情是减少人们的创伤和经济损失”。在 20 世纪八九十年代, 高风险车险公司的主流认知是通过缩水服务, 减少赔付来降低费用。但 Peter Lewis 认识到通过改善服务来降低费用才是正确的道路, 一个重要原因是在当时保险诉讼占了费用的很大一部分。前进保险在 1993 年推出 Immediate Response Claim, 大大提升了理赔的速度, 1992 年 51% 的理赔能够在报案 7 天内解决, 1993 年这一比率上升到 56%, 前进保险卷入的保险诉讼案件数量也下降了 20%, 费用率从 1992 年的 31.25% 下降到 1993 年的 27.74%。⁴

客户本身也能成为销售渠道。如果一个客户能够获得满意的服务, 那么他便很有可能向身边人推荐保险, 此时这个客户对于前进保险而言就不仅仅是客户, 而是“销售渠道”。为了判断这一“销售渠道”的表现, 前进保险在 2008 年开始采用 Net Promoter Score 来统计调查用户的满意度, 并根据 NPS 所反映的情况来进行服务方面的调整。

对“Robison”优质客户群体的挖掘

前进保险把购买车险、家财险等多种保险的用户群体称为“Robison”,这一群体的车险保费占了全行业个人车险总保费的 40%。与单纯购买车险的客户相比, “Robison”客户群体有着更高的忠诚度、更低的价格敏感性和更低的赔付率。前进保险并不把现有的“Robison”客户当作重点的发展对象, 因为让他们改变自己的保险提供商是很难的事。

⁴ 资料来源: Harvard Business School

前进保险重点培养自己的“Robison”客户群，向自己公司的车险客户推销家财险等其他保险产品。这一策略也与客户的生命周期相关，前进保险在发展直销的时候吸引了很大一批年轻客户群体，随着年轻客户年龄增长，他们的保险需求也从单纯的车险扩展到了其他险种，此时前进保险便可以为这一群体提供综合保险产品。

前进保险 1994 年开始评估家财险业务的可行性和必要性。最开始前进保险与其他保险公司合作，作为代理人销售家财险，但 2002 年因为成本问题暂时停止销售。

2008 年，前进保险发布 Home Advantage Program，代理销售家财险，到 2014 年 Home Advantage Program 的客户数量超过 100 万。

2015 年前进保险收购 ARX，开始自营家财险业务。自营的家财险业务增长迅速，2016 年有效保单同比增长率为 12%，2017 年有效保单同比增长率为 22%，2018 年有效保单同比增长率为 32%，有效保单数量达到 190 万。

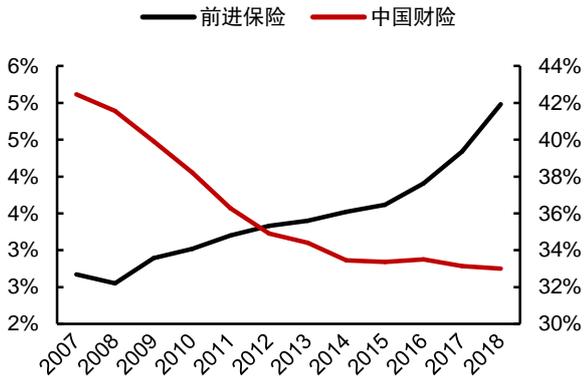
■ 前进保险对中国财险的启示

从盈利能力看，中国财险和前进保险一样优秀

前进保险市占率持续上升，中国财险保持在中国财产险行业龙头地位，市占率下降趋势出现反转。前进保险是美国第四大财产险公司，过去 5 年上升势头强劲，公司 2018 年市占率为 5%；中国财险凭借着先发优势，一直是中国财险行业的老大，虽然 2007-2014 年公司市占率有较大幅度的下滑，但是最近 5 年这一趋势已经逐步稳定，市占率维持在 34% 左右，2019 年上半年公司市占率为 35.1%，同比上升 1.1 个百分点，增量份额占比 44.8%，为市场第一。

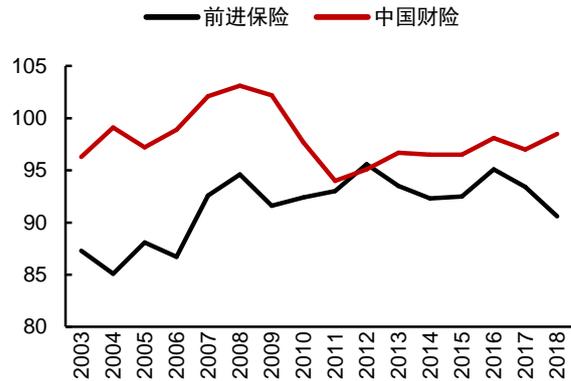
前进保险和中国财险都拥有稳定的承保利润。前进保险过去 5 年平均承保利润率为 7.2%，2018 年承保利润率为 9.4%，显著优于主要竞争对手和行业平均水平；中国财险过去 5 年的平均承保利润率为 2.68%，2018 年承保利润率为 1.5%，低于中国平安（过去 5 年平均 4.32%，2018 年 4%），优于中国太保（过去 5 年平均 0%，2018 年 1.6%）。值得注意的是，中国财险的费用率一直维持在一个较低的水平，过去 5 年平均费用率为 34.3%，2018 年费用率为 36.5%，优于中国平安（过去 5 年平均 39.6%，2018 年 41.1%）和中国太保（过去 5 年平均 38.0%，2018 年 42.2%）。

图 15: 2007-2018 前进保险与中国财险市占率



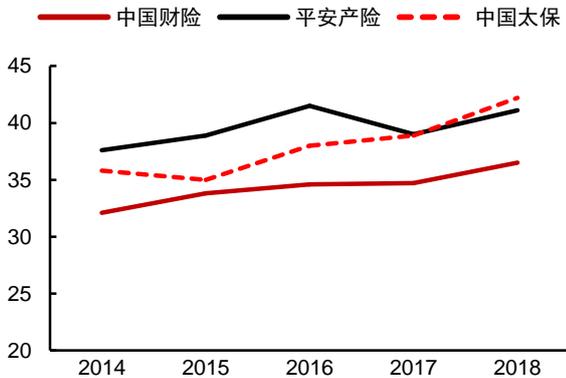
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 16: 2003-2018 前进保险与中国财险综合成本率 (%)



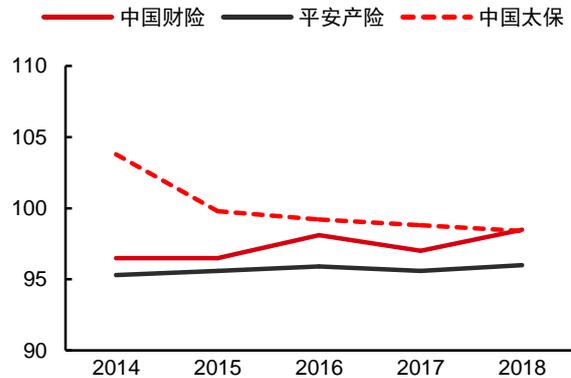
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 17: 2014-2018 平安产险、太保产险、中国财险费用率 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

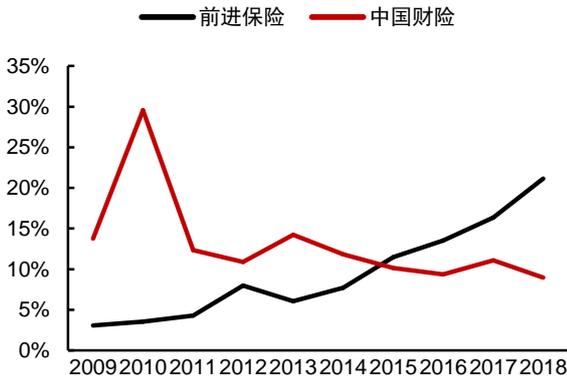
图 18: 2014-2018 平安产险、太保产险、中国财险综合成本率 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

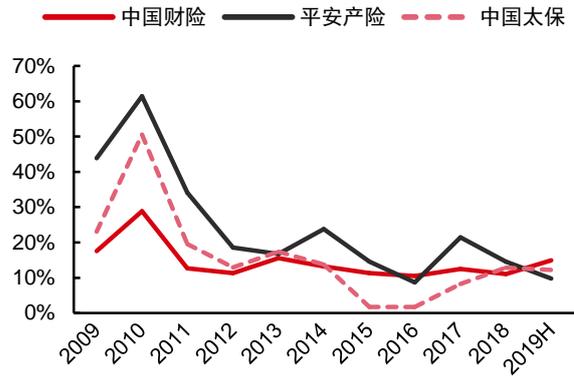
前进保险保费收入加速增长，中国财险借助非车险扭转颓势。2008 年以来前进保险的保费收入增速持续上升，过去 10 年公司的保费收入年复合增长率为 13.18%，过去 5 年的年复合增长率为 12.67%，2018 年同比增长 21.14%。中国财险的保费增速在 2010 年达到高峰以后呈现出下降的态势，过去 10 年公司的保费收入年复合增长率为 14.33%，过去 5 年的年复合增长率为 11.71%，2018 年同比增长 10.98%，落后于主要竞争对手平安产险。进入 2019 年以后，中国财险凭借着非车险业务的快速发展，保费增速有所回升，2019 年上半年公司保费收入同比增长 14.9%，高于平安产险(9.7%)和中国太保(12.2%)，其中非车险业务保费收入同比增长 31.4%。

图 19: 2009-2018 前进保险与中国财险保费收入增速



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 备注: 年度同比变化

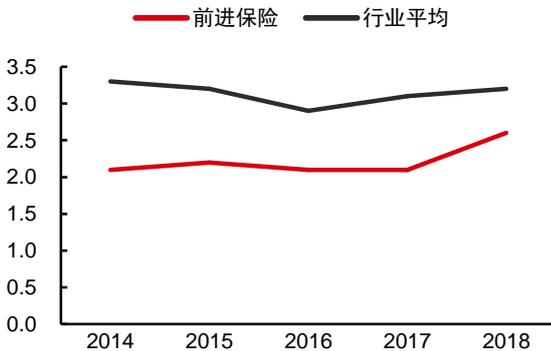
图 20: 2009-2019 中国财险、太保、平安保费收入增速



资料来源: 银保监会, 中信证券研究部 备注: 年度同比变化

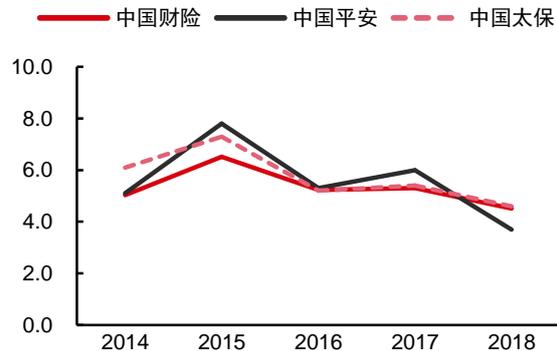
前进保险投资风格稳健, 中国财险投资收益率高。前进保险采取稳健的投资策略, 过去五年平均投资收益率为 2.2%; 2018 年投资收益率为 2.6%, 权益类资产占比 11%, 固定收益类组合久期为 2.8, 低于行业平均水平 4.4。中国财险过去 5 年平均总投资收益率为 5.3%; 2018 年总投资收益率为 4.5%, 权益类资产占比 17%。

图 21: 2014-2018 前进保险与北美财险行业投资收益率 (%)



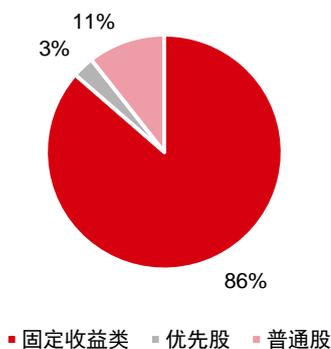
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 22: 2014-2018 中国财险、平安、太保总投资收益率 (%)



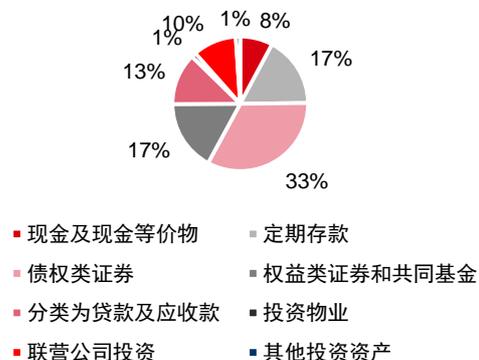
资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 23: 2018 年前进保险投资组合



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

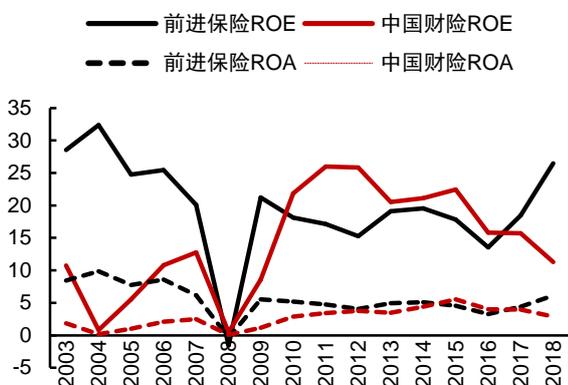
图 24: 2018 中国财险投资组合



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

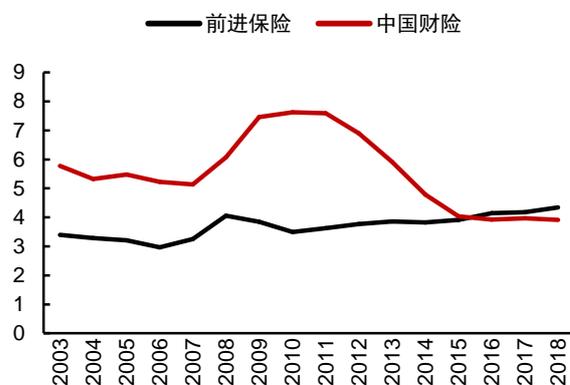
前进保险和中国财险都拥有很高的 ROE。在全球市值前 10 的财产险公司中，2018 年前进保险和中国财险在 ROE 排名上分列第一二位。前进保险过去十年平均 ROE 为 18.7%，平均 ROA 为 4.8%；过去 5 年平均 ROE 为 19.2%，平均 ROA 为 4.69%；2018 年公司 ROE 为 26.5%，ROA 为 6.1%，财务杠杆率为 4.35；前进保险的财务杠杆率基本保持稳定，ROE 主要由 ROA 驱动。中国财险过去 10 年平均 ROE 为 18.9%，平均 ROA 为 3.55%；过去 5 年平均 ROE 为 17.3%，ROA 为 4.17%；2018 年公司的 ROE 为 11.3%，ROA 为 2.9%，财务杠杆率为 3.92。中国财险 2010 年以后经历了财务去杠杆的过程，对 ROE 造成了一定的负面影响，2015 年以后财务杠杆基本保持稳定。由于承保端保费增速下滑和投资端收益率下滑，2015 年以来公司的 ROA 有所下降，导致 ROE 下行，但 ROE 仍然维持在相对较高的位置。

图 25: 2003-2018 前进保险与中国财险 ROE (%) 与 ROA (%)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 26: 2003-2018 前进保险与中国财险财务杠杆 (倍)

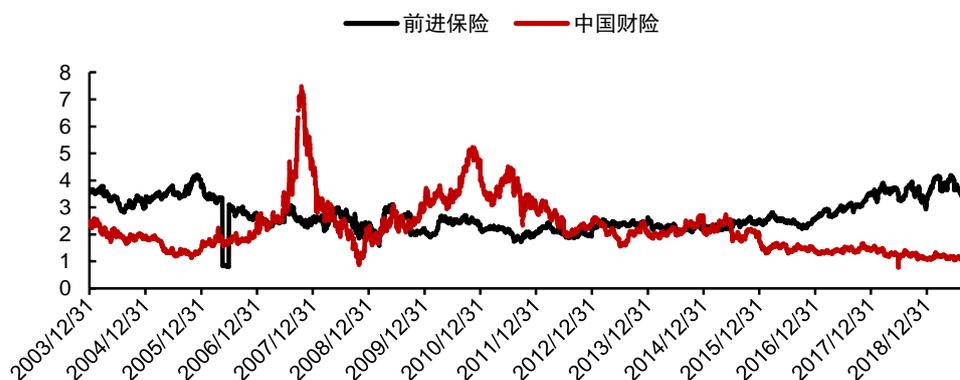


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

从历史估值看，中国财险和前进保险显著分化

在 2015 年以后，前进保险与中国财险的估值走势完全相反。除了盈利方面的原因以外，两家公司的公司治理、所处的市场环境和对股东的利益分配也产生了一定的影响。

图 27: 2003 至今前进保险与中国财险 PB (倍)

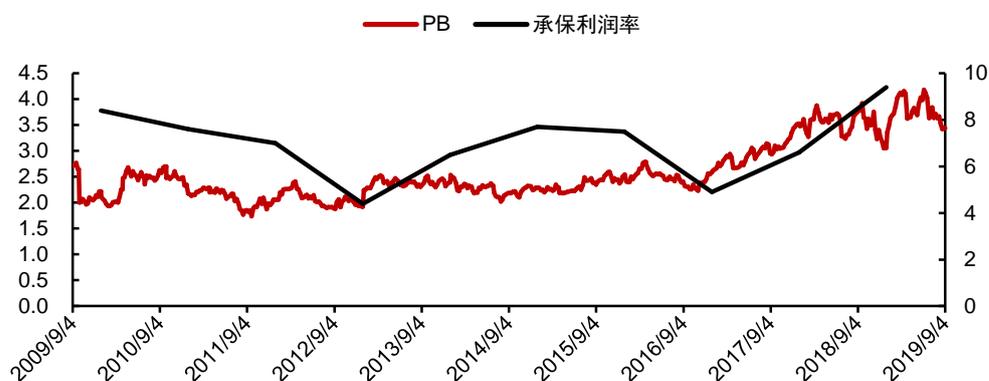


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

前进保险的估值变动主要由 ROE 推动，分红和回购也起到了一定的作用。2016 年以来前进保险的估值持续走高，主要归功于 ROE 的提升，而 ROE 的提升主要来自于承保利润的提升。此外，1990 年、1992 年、2011 年较大规模的股票回购在一定程度上推动了公司估值的上涨；2010 年以后，相对稳定和高额的股息助推了公司估值的上涨。

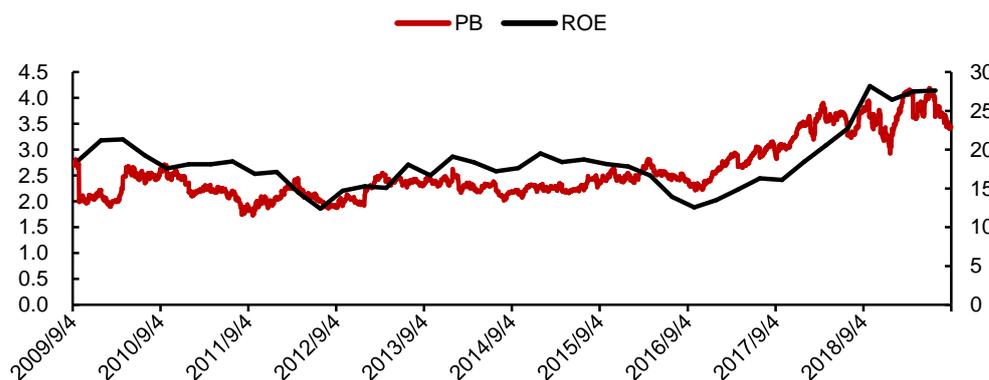
预计前进保险的未来盈利能力仍然会维持在较高的水平，从而支撑公司高估值。前进保险的 ROE 主要与承保利润有关，而公司的承保利润由保费收入和承保利润率决定。我们判断美国车险市场整体进入盈利增长的周期，未来一段时间内在行业整体实现承保收益的同时保费规模会较快增长，而前进保险作为车险行业具有竞争优势的公司，实现保费收入的较快增长的可能性很大。从承保利润率来看，行业整体进入承保盈利阶段，预计前进保险凭借风险定价能力和直销渠道优势能够保持较高的承保利润率。

图 28：2009-2019 前进保险 PB（倍）与承保利润率（%）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 备注：承保利润率（%）为右轴

图 29：2009-2019 前进保险 PB（倍）与 ROE（%）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 备注：ROE（%）为右轴

图 30: 2009-2019 前进保险 PB (倍) 与回购股数总价值 (百万美元)



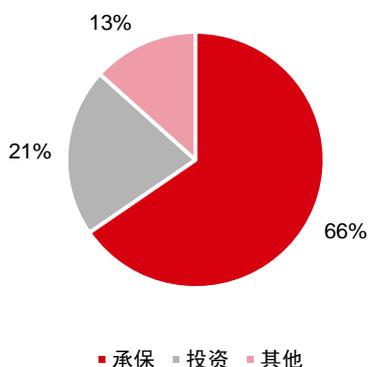
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 备注: 回购股数总价值为右轴, 单位百万美元

中国财险估值在 2015 年以后出现下行趋势。直接原因是 ROE 的下降, 具体原因包括: 公司治理方面股东独大, 管理层决策受到影响; 利润结构方面投资收益占比较大, 导致公司利润受资本市场波动影响较大, 投资端面临利率下行的压力; 承保方面受到监管不确定性、新车销售下滑等方面的影响。

公司治理方面, 人保集团公司持有中国财险 69% 的股份, 而人保集团的控股股东为财政部, 持有 68% 的股份。国家控股给中国财险带来独特政策支持和信用背书, 但在一定程度上影响了公司管理层决策的独立性。2016 年公司收购华夏银行 19.99% 的股份, 2018 年华夏银行计提资产减值损失 211 亿元, 中国财险计提视同处置联营企业损失 7.37 亿元。

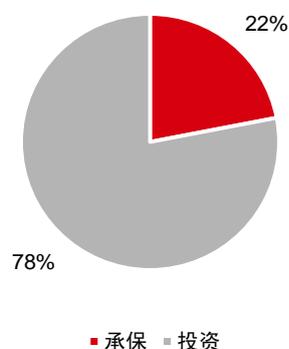
承保方面, 商车费改给承保利润率带来了短期的不确定性, 新车销售量的下滑在一定程度上影响了增量市场的保费收入。2018 年公司车险承保利润率为 1.6%, 为近 5 年最低, 2019 年上半年承保利润率有所回暖, 达到 1.9%。投资方面, 2015 年以来公司投资收益率下行, 受权益类资产价格波动影响较大。预计未来长期利率下行的风险也会给公司的投资收益带来压力。

图 31: 2018 前进保险税前利润结构



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 32: 2018 中国财险税前利润结构



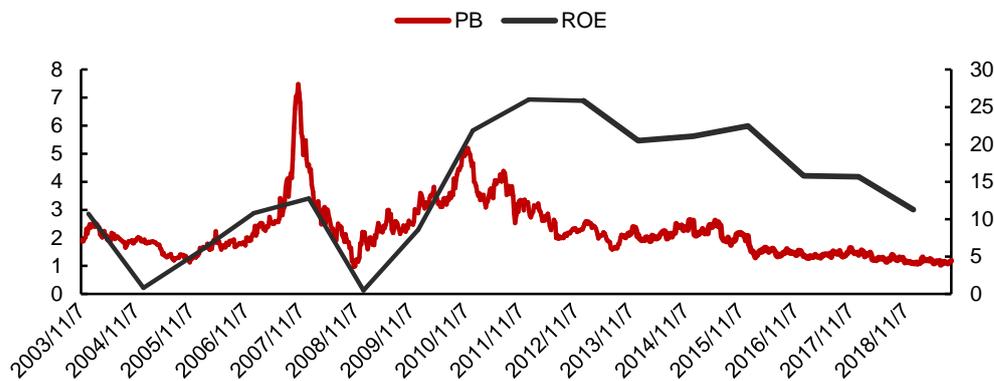
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 备注: 其他占利润-3%

图 33: 2009-2019 中国财险 PB (倍) 与承保利润率 (%)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 备注: 承保利润率 (%) 为右轴

图 34: 2009-2019 中国财险 PB (倍) 与 ROE (%)

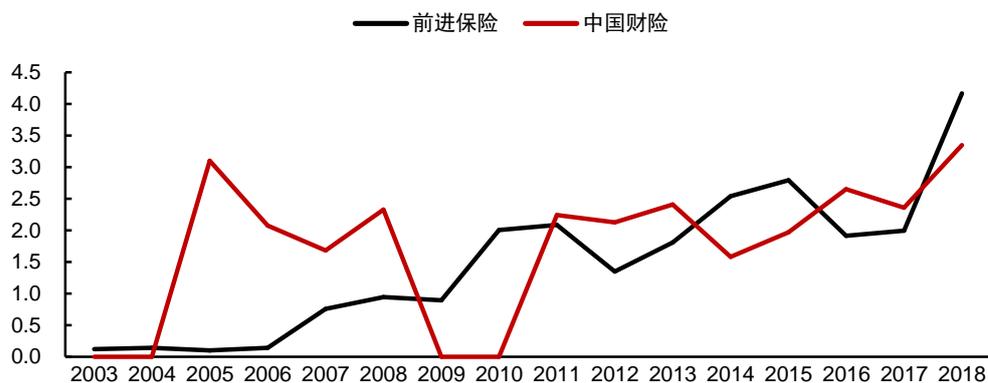


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 备注: ROE (%) 为右轴

中国财险明显低估，未来估值具有显著提升空间

和前进保险比，中国财险需要优化公司治理，进一步提高分红比例。前进保险成功最根本的原因是长期一致的公司管理和战略定位，而这一点离不开稳定的管理层。前进保险与中国财险的股息回报率大致相当，但前进保险还利用回购来回馈股东。中国财险偿付能力充足，流动性较好，如果能够增加股东回报，公司估值有望进一步提升。

图 35: 2003-2018 前进保险与中国财险股息回报率 (%)



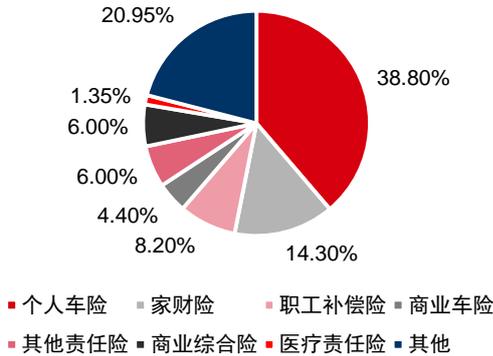
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

和前进保险比, 中国财险具有独特的优势, 估值有提升空间。车险方面中国财险有更加强势的品牌更全面的渠道、服务网络; 非车险方面中国财险能够受益于中国市场的巨大潜力和政策利好。

车险方面: 中国车险市场仍然有较大空间; 中国财险第一品牌、渠道强。中国新车销售虽然放缓, 但存量市场仍然很大, 目前中国汽车保有量为 2.5 亿部, 我们预计未来十年仍有翻倍的空间。车险领域中国财险品牌优势明显, 有利于电网销的发展, 从而进一步压低费用率; 代理人渠道覆盖城乡, 县域市场优势明显, 线下服务网络完善。政策层面, 虽然商车费改短期内给保费收入带来了压力, 但长期商车费改利好龙头财险公司, 尤其是保持费用率领先优势的财险公司。这些有利因素能够帮助中国财险维持车险的平稳增长、保住行业领先的地位。

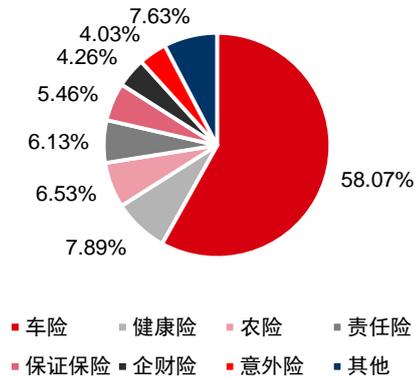
非车险方面: 中国市场由政府推动, 潜力巨大; 中国财险具有近乎独占的地方政府资源优势。2019 年上半年, 中国市场非车险保费占比达到 42%, 比年初提升 8.4 个百分点, 但相对美国市场而言, 中国非车险发展不足, 仍然有很大的发展潜力。未来政策方面也会进一步推动非车险的发展, 为中国财险大力发展政策性保险提供了便利。中国财险方面上半年非车险保费同比增长 31.4%, 远高于竞争对手平安产险 (上半年非车险保费同比增长 11.6%)。非车险占公司保费收入达到 46%, 其中意健险 (同比 41%)、农险 (同比增长 18%)、责任险 (同比增长 32.5%) 增长较快, 农险和责任险盈利好 (承保利润分别为 5.1%, 4.4%)。在车险业务相对平稳的状态下, 预计非车险能够成为拉动中国财险保费增长的关键力量。

图 36: 2018 美国财产险行业各险种占比



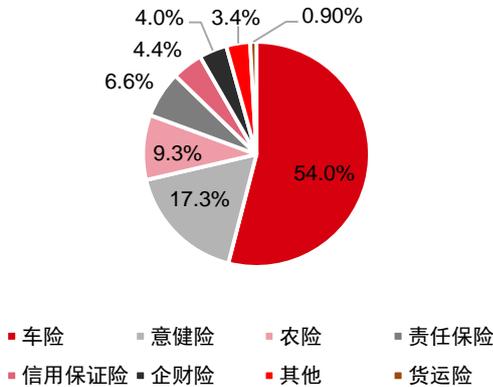
资料来源: NAIC, 中信证券研究部 备注: 按净保费计算

图 37: 2019 上半年中国财产险行业各险种占比



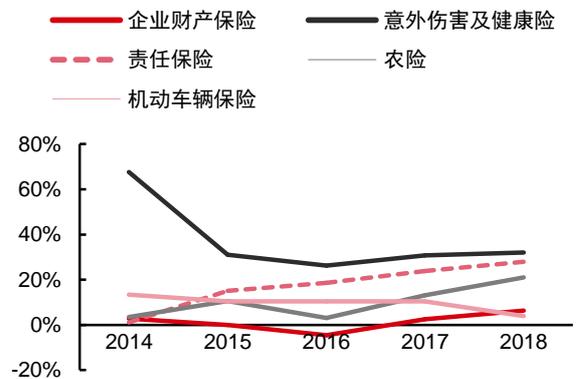
资料来源: 银保监会, 中信证券研究部 备注: 按原保费收入计算

图 38: 2019 上半年中国财险主要险种保费收入占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 39: 2014-2018 中国财险主要险种保费增长率



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

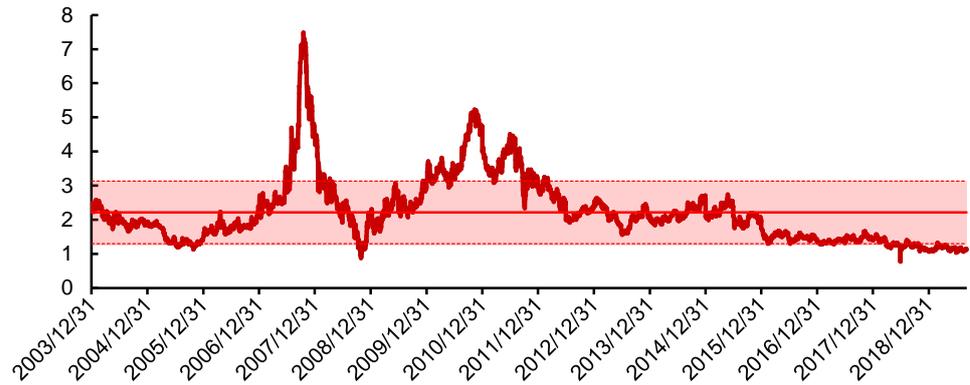
中国财险寡头地位稳固, 政府资源优势显著, 目前处于长期配置的最佳时间窗口, 上调至“买入”评级。公司过去 10 年平均 PB 为 2.2, 一倍标准差区间为 (1.3, 3.1); 过去 5 年平均 PB 为 1.5, 一倍标准差区间为 (1.1, 1.9)。按公司未来三年平均 14% 左右 ROE 水平看, 中国财险目标价至少为 1.5 倍 PB, 对应未来一年目标价为 12.3 港元/股。目前公司股价对应 2019 年仅为 1.15 倍 PB, 是被市场重视不够的“中国核心资产”, 目前仍处于长期配置的最佳时间窗口, 上调至“买入”评级 (维持 2019-21 年 BVPS 预测为 7.38/8.16/9.06 元, EPS 预测为 1.15/1.09/1.19 元)。

表 7: 中国财险绝对估值简化模型-PB (倍)

折现率	ROE (未来 10 年)									
	11%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
6%	1.59	1.73	1.90	2.07	2.26	2.46	2.68	2.92	3.18	3.46
7%	1.44	1.58	1.73	1.88	2.06	2.24	2.44	2.66	2.89	3.15
8%	1.32	1.44	1.57	1.72	1.87	2.04	2.23	2.42	2.64	2.87
9%	1.20	1.31	1.43	1.57	1.71	1.86	2.03	2.21	2.41	2.62
10%	1.09	1.20	1.31	1.43	1.56	1.70	1.85	2.02	2.20	2.39

资料来源: 中信证券研究部 备注: 假设公司永续, 10 年后 ROE=折现率

图 40: 2003-2019 中国财险历史 PB (倍)



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部 备注: 红色水平实线为过去 10 年平均 PB, 红色阴影区域为过去 10 年一倍标准差区间

风险因素: 利率中长期下行、车险费率市场化改革、巨灾损失、自动驾驶等新技术。

表 8: 中国财险财务报表主要数据预测及估值

	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
盈利预测与估值					利润表 (百万人民币)				
归母净利润(百万人民币)	15,485	25,652	24,294	26,436	保费收入	388,769	436,328	480,945	523,372
同比	-21.8%	65.7%	-5.3%	8.8%	已赚净保费	344,124	386,221	425,715	463,270
归母净资产(百万人民币)	141,495	164,084	181,449	201,439	已发生净赔款	-213,303	-251,044	-276,715	-301,125
同比	6.3%	16.0%	10.6%	11.0%	获取成本及其他承保费用	-117,328	-120,501	-130,269	-141,761
EPS(人民币)	0.70	1.15	1.09	1.19	行政及管理费用	-8,189	-9,191	-10,131	-11,024
BVPS(人民币)	6.36	7.38	8.16	9.06	承保利润	5,304	5,486	8,601	9,360
PE (倍)	12.15	7.33	7.74	7.12	利息、股息和租金收入	16,635	17,483	19,079	20,866
PB (倍)	1.33	1.15	1.04	0.93	已实现及未实现的投资收益	-1,226	1,557	1,713	1,884
DPS(人民币)	0.23	0.27	0.35	0.33	除税前利润	23,428	25,652	30,368	33,045
股息收益率	2.7%	3.2%	4.1%	3.9%	母公司股东应占净利润	15,485	25,652	24,294	26,436
关键假设及收入预测					其他综合收益	-1,424	-2,085	2,987	766
汇率假设 (人民币/港元)	0.88	0.90	0.90	0.90	综合收益	13,400	28,639	25,060	27,279
保费增长率	11.0%	12.2%	10.2%	8.8%	股息	-5,012	-6,050	-7,696	-7,288
机动车辆保险	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%	资产负债表 (百万人民币)				
企业财产保险	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%	债权	197,596	217,451	239,337	263,154
责任保险	27.9%	25.0%	25.0%	20.0%	贷款及应收款	54,097	59,533	65,525	72,045
意外伤害保险	32.0%	30.0%	30.0%	20.0%	持有至到期	41,789	45,988	50,617	55,654
货物运输保险	19.6%	5.0%	5.0%	5.0%	可供出售	96,067	105,720	116,361	127,940
农险	21.0%	15.0%	15.0%	10.0%	交易类	5,643	6,210	6,835	7,515
其他	14.9%	5.0%	5.0%	5.0%	股票及基金	74,102	81,548	89,756	98,687
承保盈利能力					可供出售	66,296	72,958	80,301	88,291
赔付率	-62.0%	-65.0%	-65.0%	-65.0%	交易类	7,806	8,590	9,455	10,396
费用率	-36.5%	-33.6%	-33.0%	-33.0%	存款	73,963	81,395	89,587	98,502
承保利润率	1.5%	1.4%	2.0%	2.0%	非标资产	50,182	55,225	60,783	66,831
ROAE	11.3%	16.8%	14.1%	13.8%	其他	33,797	37,193	40,936	45,010
ROAA	2.9%	4.4%	3.8%	3.8%	投资资产	4,582	5,042	5,550	6,102
杠杆	3.9	3.7	3.7	3.6	总资产	434,222	477,855	525,949	578,286
					已发行股本	550,619	605,948	666,935	733,301
					储备	22,242	22,242	22,242	22,242
					归属于母公司股东权益	119,253	141,842	159,207	179,197
					总权益	141,495	164,084	181,449	201,439

资料来源: 公司公告, Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2019 年 9 月 11 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500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20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。