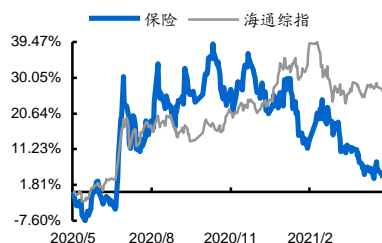


投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

### 相关研究

《保险行业一季报回顾：寿险新单正增长，产险龙头盈利大幅改善，投资提振利润表现》2021.04.30

《保险行业 3 月月报：寿险保费承压，预计产险龙头保费表现优于行业》2021.04.27

《车险行业秩序已现好转，利好根基深厚、控费能力强的产险龙头》2021.04.17

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:李芳洲

Tel:(021)23154127

Email:lfz11585@htsec.com

证书:S0850519060002

## 车险综改促进行业提质转型，看好质地最优的中国财险

- 我国的车险费率市场化改革大致可分为三个阶段：第一次车险费率市场化改革阶段（2001-2006）、车险统颁条款时代与改革准备期（2006-2015）、深化商车费改阶段（2015 年至今）。其中第三阶段又可细分为一次费改、二次费改、三次费改、综合改革。

1) 一次商车费改：①修订保费公式保费影响因素明显增加，定价浮动区间扩大。②开始针对综合成本率实施阈值监管，盯住综合成本率上升幅度不得超过前三个年度相应期间平均同比变动幅度。

2) 二次商车费改：①原保监会下发 145 号文，各地区按照不同标准下调商业车险费率浮动系数下限。②升级阈值管理，要求综合成本率、综合费用率、未决赔款准备金提转差率均不得超过同期历史三年均值。

3) 三次商车费改：①进一步下调商业车险费率浮动系数下限，最低地区自主核保系数和自主渠道系数下限仅为“双 0.65”。②银保监会发布 57 号文，实施“报行合一”，严控险企大规模费用投放。

4) 车险综合改革：①交强险责任限额提升，费率浮动系数下限降至-50%；②商车险主险条款扩充 6 大责任，三责险限额调高至 10-1000 万；③商车险附加费用率上限由 35% 下调为 25%，“自主定价系数”系数放开分两步走；④NCD 系数将考虑赔付记录的范围由前 1 年扩大到至少前 3 年；⑤修改示范产品准入方式、加强车险监管等。
- 综改半年成效初显：“降价、增保、提质”让利消费者，车险市场中长期或将进一步向头部集中。

1) 综合改革落地实施后车均保费降幅达 20%，据银保监会测算全国车险消费者为此减少保费支出达 1047 亿。从获益比例看，大约 89% 的消费者保费支出下降。

2) 车险保障水平及投保率增长明显：改革实施以来单均保额大幅提升，约在 45%-53% 左右，交强险、三责险保额提升显著，商车险、车损险、三者险投保率均有明显提升。

3) 改革后赔付率水平提升，费用率明显下降：综合赔付率水平由改革前的 57%，升至 2021 年 3 月末的 71%，大幅上升 14pct。综合费用率同比下降 10pct 至 27.5%。其中，车险手续费率为 8.2%，同比下降近 7pct。整体来看对短期综合成本率形成一定压力。

4) 短期内行业保费增速承压，车险占比下降，预计长期向头部企业集中趋势不变：①截止 2021 年 2 月末，全国车险签单保费同比下降 11.1%。其中，商业车险签单保费同比下降 16.5%。②截止 3 月末车险市场份额占比为 47.73%，同比下降 6.12pct。③短期内中小险企受益于政策优惠车险业务取得较快增速，但我们认为其业务盈利压力并未改善，预计中长期市场集中度的提升仍然是大概率趋势。
- 推荐关注中国财险：龙头地位愈发稳固，高股息低估值优质标的。

1) 产险绝对龙头，市占率和盈利能力遥遥领先。2021 年一季度公司在车险综改压力下产险保费仍实现同比 6% 的增长，市占率进一步提升至 35.6%，超过平安与太保市占率之和，这主要得益于非车险实现了 18% 的高增速。公司 2012-2020 年平均综合成本率为 97.4%，持续领先行业。其中费用率长期在 35% 以下，远低于平安产险、太保产险，这得益于公司坚持规模化、精细化管理，公司在品牌、服务、定价与成本等多重竞争优势突出，将带来持续性的低费用率优势。

2) 车险业务质地优，预计公司是车险综合改革最利好标的之一。

①综合改革压力下公司车均保费降幅低于行业平均水平，车险业务结构持续优化。2020 年公司家自车市场份额同比提升 0.95pct。②公司线上化转型和直销渠道建设加快推进，直接销售渠道保费贡献占比提升至 2020 年的 26%。③公司车险业务盈利能力持续保持领先地位。2021 年一季度公司车险综合成本率同比+0.4pcts 至 94.6%，预计较行业偏低 4pct 左右。

3) 意健险等非车险快速发展，信用保证险业务风险基本出清。

①公司主动压降信用保证险规模，2021 年一季度末公司信用保证险保费仅为 4.9 亿元，综合成本率降至 102.2%，承保亏损仅为 0.3 亿元，我们预计风险已经基本出清。②意健险、农险等非车业务快速发展，预计将成为公司未来重要的增长引擎和利润贡献点。

4) ROE 水平居行业领先地位，分红稳定+估值极低，凸显投资价值。中国财险 2012-2020 年 ROE 平均水平为 17.77%，近年来分红率稳定在 40% 左右，对应股息率约为 7.7%。2021 年 5 月 7 日公司股价对应 2021E PB 仅 0.68 倍，处于历史低位，具备较高投资价值。
- 风险提示：车险保费增速过低；综合改革实施后行业综合成本率承压时间较长。

## 目 录

1. 车险费率市场化历程完整回顾 .....	5
1.1 车险费率市场化历程回顾.....	5
1.2 车险综改回顾：交强险、商用车险责任限额均提升，循序渐进放开商用车险定价 .....	8
1.2.1 交强险：责任限额提至 20 万，费率浮动系数下限降至-50%。 .....	9
1.2.2 商用车险：主险条款扩充 6 大责任，三责险限额调至 10 万-1000 万区间 .....	9
1.2.3 商用车险费率市场化机制：费用率上限下调+逐步放开自主定价系数浮动范围 .....	10
1.2.4 车险产品准入方式：商用车险示范产品由审批制改为备案制 .....	11
1.2.5 推进配套基础建设改革，全面加强和改进车险监管 .....	11
2. 综改半年成效初显：“降价、增保、提质”让利消费者，车险市场中长期或将进一步向头部集中 .....	11
2.1 车均保费降幅达 20%，保险让利超千亿 .....	11
2.2 赔付率上升+费用率下降，严控费用仍是未来常态 .....	13
2.3 改革以来车险保费持续承压，预计市场向非车险业务与头部企业集中 .....	14
3. 中国财险：龙头地位愈发稳固，高股息低估值优质标的 .....	16
3.1 产险绝对龙头，市占率和盈利能力遥遥领先.....	16
3.2 车险业务仍然保持优势，预计为综合改革最利好标的 .....	17
3.3 非车业务风险加速出清，信保业务积极压降且赔付高点已过.....	19
3.4 ROE 表现稳定，高股息+低估值凸显价值 .....	22
3.5 投资建议：看好车险综改背景下中国财险的长期发展；公司盈利确定性高，估值极低，建议积极关注！ .....	23

## 图目录

图 1	商车费改政策历程.....	5
图 2	综合改革实施以来车险单均保费同比降幅情况 .....	12
图 3	综改前后 NCD 系数与新车自主定价系数变化 .....	12
图 4	综合改革实施以来车险单均保额同比变化情况 .....	12
图 5	综改前后交强险与三责险平均保额变化（万元） .....	13
图 6	商业险、车损险及三责险投保率变化.....	13
图 7	综改前后综合赔付率与综合费用率变化情况.....	13
图 8	车险综改以来车险保费增速持续承压.....	14
图 9	车险保费占产险总保费比重持续下降.....	14
图 10	综改后人保与平安保费增速低于其他公司 .....	15
图 11	中国财险、中国平安、中国太保产险市占率情况 .....	15
图 12	中国财险、中国平安、中国太保车险市占率情况 .....	15
图 13	中国财险历年保费及同比增速情况 .....	16
图 14	中国财险、中国平安、中国太保车险市占率情况 .....	16
图 15	中国财险归母净利润及同比增速 .....	17
图 16	中国财险承保利润变动情况 .....	17
图 17	中国财险、平安产险、太保产险综合成本率对比 .....	17
图 18	中国财险、平安产险、太保产险综合赔付率对比 .....	17
图 19	中国财险、平安产险、太保产险综合费用率对比 .....	17
图 20	2018 年以来公司直接销售渠道占比持续提升 .....	18
图 21	中国财险车险承保利润率显著高于行业 .....	19
图 22	中国财险保费结构.....	19
图 23	2020 年中国财险信用保证险保费同比下降 77% .....	20
图 24	中国财险意健险业务保费规模及增速.....	21
图 25	中国财险农险保费规模及占比情况 .....	22
图 26	中国财险农险业务市占率情况 .....	22
图 27	中国财险历史 PB 倍数.....	23

## 表目录

表 1	第一阶段：车险费率市场化改革初级阶段（2001-2006）	7
表 2	第二阶段：车险统颁条款时代与改革准备期（2006-2015）	7
表 3	第三阶段：深化商车费改阶段（2015 年至今）	8
表 4	交强险责任限额变化情况（万元）	9
表 5	无责任赔偿限额变化情况（万元）	9
表 6	道路交通事故费率浮动系数变化情况	9
表 7	商车险主险条款新增 6 个方面的保险责任	10
表 8	示范产品商业三责险责任限额（万元）变化情况	10
表 9	商业车险附加费用率及预期赔付率变化情况	10
表 10	2012-2020 年中国财险各险种综合成本率情况（%）	22
表 11	2021 年一季度中国财险分险种综合成本率情况	22
表 12	2012-2020 年中国财险 ROE 情况	23
表 10	上市保险公司估值及盈利预测	25

## 1. 车险费率市场化历程完整回顾

### 1.1 车险费率市场化历程回顾

我国的车险费率市场化改革大致可分为三个阶段：第一次车险费率市场化改革阶段（2001-2006）、车险统颁条款时代与改革准备期（2006-2015）、深化商车费改阶段（2015 年至今）。其中第三阶段又可细分为一次费改、二次费改、三次费改、综合改革。

图1 商车费改政策历程



资料来源：银保监会，海通证券研究所整理

**第一阶段（2001-2006 年）：第一次车险费率市场化改革阶段。**2001 年前，我国车险市场实行统一的费率管控制度。2001 年 9 月，原保监会发布《关于在广东省进行机动车辆保险费率改革试点的通知》，广东成为机动车辆保险市场化改革的试点省份。该《通知》取消费率上下浮动比例的限制，保险公司可参照现行费率标准，自主制定公平合理的车险费率，报当地保险监管部门备案后适用。试点于同年 10 月 1 日起正式启动。此次试点开启了我国车险费率市场化改革的历程。

原保监会于 2002 年 3 月和 8 月分别发出《关于改革机动车辆保险条款费率管理办法有关问题的通知》和《关于改革机动车辆保险条款费率管理制度的通知》，规定从 2003 年 1 月 1 日起，取消全国统一颁布的条款和费率，车险条款费率管理制度改革在全国实行，由保险公司自主制定车险费率、监管部门审查备案。但由于大部分市场主体缺乏费率厘定的数据基础，导致出现恶性价格竞争的局面。面对市场的恶性竞争，消费者权益受损，原保监会于 2006 年 3 月发布《关于进一步加强机动车辆保险监管有关问题的通知》，规定自 2006 年 6 月 1 日起，各公司通过无赔款优待、随人因素、随车因素等方式给予投保人的所有优惠总和不得超过车险产品基准费率的 30%（七折令）。该《通知》实施，宣告第一次车险费率市场化改革的终止。

**第二阶段（2006-2015 年）：车险统颁条款时代与改革准备期。**2006 年 7 月，原保



监会批准《机动车商业保险行业基本条款 A 款（中保协条款〔2006〕2 号）》、《B 款中保协条款〔2006〕3 号》和《C 款中保协条款〔2006〕4 号》），规定由中国人保、平安财险、太保财险 3 家公司分别推出 A、B、C 三款产品，各款产品实施统一条款和费率，保险公司从中选择一款开展车险业务，我国车险行业正式进入统颁条款时代。

2010 年 1 月，北京保协制定了《2011 年度北京地区机动车商业保险费率浮动档次升降方案》，将无赔款优待及上年理赔记录、多险种投保、行驶里程等几项因素纳入费率调整因子。2010 年 6 月，深圳保协出台《深圳地区机动车商业保险费率浮动方案》，该《方案》中，个人车辆费率系数包含了赔款记录系数、险别系数、车型系数以及交通违法记录系数四项。北京与深圳两地车险费改的尝试为改革在全国更大范围推广奠定了基础。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》，提出符合条件的保险公司可自主拟定商业车险条款和费率，并报原保监会批准。同月，中保协进一步发布《机动车辆商业保险示范条款》，对原有商业车险条款进行梳理和修订，对机动车实行统一条款。

**第三阶段（2015 年至今）：深化商业车险条款费率管理制度改革阶段。**2015 年 2 月，原保监会发布《关于深化商业车险条款费率管理制度改革的意见》，提出以行业示范条款为主体，创新条款为补充，建立标准化、个性化并存的商业车险条款体系；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的目标。2015 年 3 月，原保监会印发《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》，提出商业车险改革的具体实施方案。同月，中保协发布《中国保险行业协会机动车商业保险示范条款（2014 版）》，对 2012 年版商业车险示范条款进行了修订完善。

**一次商车费改启动 vs 阈值管理开启（2015 年 6 月-2017 年 5 月）：**2015 年 6 月 1 日起，各财产保险公司在黑龙江、山东、广西、重庆、陕西、青岛 6 个试点地区全面启用新版商业车险条款费率，标志着我国商业车险条款费率管理制度改革试点全面实施。2016 年 1 月 1 日起，试点地区扩大到 18 个省市，将天津、内蒙古、吉林、安徽、河南、湖北、湖南、广东、四川、青海、宁夏、新疆等 12 个地区纳入第二批商车费改试点范围。2016 年 6 月底，商车费改第三批试点大范围启动，推广至全国。

2015 年 3 月，原保监会印发《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），监管机构开始针对综合成本率实施阈值监管，车险综合成本率上升幅度超过本财产保险机构综合成本率前三个年度相应期间平均同比变动幅度（取绝对值计算）时，应及时对商业车险费率进行调整。2016 年 5 月，由于实际综合成本率与报送材料不一致，原保监会对 6 家公司下发监管函（安诚、安华、华安、大地、渤海、中华联合），责令停止使用相应地区条款费率，修改费率方案，并高度重视产品管理、杜绝此类问题。此事件堪称阈值监管的标志事件，使得行业开始高度重视对综合成本率的监管。2017 年 3 月，原保监会印发《关于 2017 年车险市场现场检查工作的方案》，严查数据不真实情况。

**二次商车费改启动 vs 阈值管理升级（2017 年 6 月至 2018 年 2 月）：**2017 年 6 月 9 日，原保监会下发《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），调整深圳，河南，天津，河北，福建，广西，四川，青海，青岛，厦门等地区的自主核保系数和自主渠道系数。

为了加强费用监管，145 号文的内容同时致力于堵住准备金调整的漏洞，其中加入了综合费用率和未决赔款准备金提转差率，将阈值监管继续升级。2017 年 7 月 11 日印发《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），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。

**三次商车费改启动 vs “报行合一”实施（2018 年 3 月至 2020 年 6 月）：**2018 年 3 月 8 日，监管部门下发《中国保监会关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》，决定进一步放宽四川、山西、山东、福建等七个省市的商业车险自主定价范围。2018 年 3 月 30 日，中国银保监会决定在广西、陕西、青海保监局辖区，自主系数调整范围

可自行确定，试点期为一年。

2018年6月29日，银保监会下发的《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》（银保监办发〔2018〕57号），推出“报行合一”新政策，指保险公司报给银保监会的手续费用取值范围和使用规则需要与实际使用保持一致，也就是保险公司按照规则制定费率、确定和报送手续费取值范围和使用规则，并按照使用规则支付手续费。2019年1月，《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）再度表明强化车险业务监管，整治市场乱象之决心。明确要求各财险公司严格执行报批的车险条款费率，强化数据真实性管理，严禁各类数据造假。

**综合改革阶段（2020年7月以来）：**2020年7月9日，银保监会就《关于实施车险综合改革的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见。此次商车费改不同于此前三次的商车费改，主要由于此次费改不仅涉及商业车险、还涉及交强险。对于交强险的改革是自2008年调整以来的第一次整改；对于商业车险的改革也将分步实现自主定价系数完全放开。由于此次费改广度与力度均大，故我们称之为综合改革。银保监会在9月2日印发，并在9月3日于银保监会官网正式发布《关于实施车险综合改革的指导意见》，自2020年9月19日起开始施行。

表1 第一阶段：车险费率市场化改革初级阶段（2001-2006）

发布时间	发布机构	文件名称	主要内容
2001.9	原保监会	《关于在广东省进行机动车辆保险费率改革试点的通知》	机动车辆保险在广东省不再作为主要险种管理，取消费率上下浮动比例的限制，保险公司自主制定车险费率，报监管部门备案后适用。
2002.3; 2002.8	原保监会	《关于改革机动车辆保险条款费率管理办法有关问题的通知》和《关于改革机动车辆保险条款费率管理制度的通知》	取消全国统一颁布的条款和费率，保险公司总公司统一负责制订、修改车险条款。保险公司及经总公司直接授权的分支机构可以制订、调整车险费率，需向保监会或当地保险监管部门备案。车险条款费率管理制度改革在全国实行。
2006.3	原保监会	《关于进一步加强机动车辆保险监管有关问题的通知》	各公司通过无赔款优待、随人因素、随车因素等方式给予投保人的所有优惠总和不得超过车险产品基准费率的30%。同时加强对车险产品手续费（佣金）标准等的管理。

资料来源：原保监会，海通证券研究所

表2 第二阶段：车险统颁条款时代与改革准备期（2006-2015）

发布时间	发布机构	文件名称	主要内容
2006.7	原保监会	《机动车商业保险行业基本条款A款（中保协条款〔2006〕2号）、《B款中保协条款〔2006〕3号》和《C款中保协条款〔2006〕4号》	批复同意中保协制定的机动车商业保险行业基本条款A款、B款和C款，其中C款规定，在出险索赔的情况下，若该保单年度内满期赔付率低于70%，则下一年度NCD系数仍维持在新车等级，也就是不浮动；若满期赔付率超过70%，则下一年度保费等级随出险次数依次升高。
2010.1	北京保协	《2011年度北京地区机动车商业保险费率浮动档次升降方案》	将无赔款优待及上年理赔记录、多险种投保、行驶里程等几项因素纳入费率调整因子。对2009年没有保险理赔记录、2010年发生1至2次理赔的车辆仍执行2010年度的系数，获取优惠的条件有三：1）09、10连续两年都在北京市投保商业车险，2011年仍将在北京市投保；2）2009年没有出险理赔记录；3）2010年发生1至2次保险理赔，但累计赔款金额小于当年所缴保费金额。
2010.6	深圳保协	《深圳地区机动车商业保险费率浮动方案》	个人车辆费率系数包含赔款记录系数、险别系数、车型系数以及交通违法记录系数四项。一、对“赔款记录”系数的浮动幅度进行了调整。二、对于交通违法记录系数，方案实施首年，不追溯以往交通违法记录，自方案实施之日起开始计算浮动系数。三、对七类交通违法行为的表述进行了进一步的规范和明确。四、对费率浮动系数的计算公式进行分类表述。
2012.3	原保监会	《关于加强机动车辆商业保险条款费率管理的通知》	符合条件的保险公司可自主拟定商业车险条款和费率，需报保监会批准，该条件包括经营商业车险业务3个完整会计年度以上、最近连续2个会计年度综合成本率低于100%、最近连续2个会计年度偿付能力充足率高于150%、拥有30万辆以上机动车辆商业保险承保数据等。
2012.3	中保协	《机动车辆商业保险示范条款》	修订原有商业车险条款，对机动车实行统一条款。其修订内容主要包括：1）调整车辆损失险承保、理赔方式，2）扩大保险责任，减少免赔事项，3）强化如实告知，简化索赔资料，4）简化产品体系，优化条款条例，便于车主阅读理解。

资料来源：原保监会，中保协，中国新闻网，深圳特区报，海通证券研究所

表 3 第三阶段：深化商车费改阶段（2015 年至今）

发布时间	发布机构	文件名称	主要内容
2015.2	原保监会	《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》	提出以行业示范条款为主体，创新条款为补充，建立标准化、个性化并存的商业车险条款体系；以大数据法则为基础，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的目标。
2015.3	原保监会	《深化商业车险条款费率管理制度改革试点工作方案》	提出商业车险改革的具体实施方案，要求保险业协会拟定商业车险行业示范条款及商业车险保费行业基准，建立商业车险创新型条款评估和保护机制；明确财产保险公司可以选择使用商业车险行业示范条款或自主开发商业车险创新型条款，须依法报批商业车险条款费率；提出建立商业车险条款费率监测调整机制，明确车险综合成本率上升幅度超过本财产保险机构综合成本率前三个年度相应期间平均同比变动幅度（取绝对值计算）时，应及时对商业车险费率进行调整，并重新向中国保监会报批，开始车险阈值监管。
2015.3	中保协	《中国保险行业协会机动车商业保险示范条款（2014 版）》	条款修订共减少 15 条责任免除事项；确立了车损险保险金额确定方式，实施代位求偿机制；明确了车上人员、第三者等概念；整合险种体系，原有 38 个附加险及特约条款保留 10 个，新增 1 个。
2017.6	原保监会	《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》	第二次费改：调整深圳，河南，天津，河北，福建，广西，四川，青海，青岛，厦门等地区的自主核保系数和自主渠道系数，除深圳为双 0.7、河南为单 0.75 外，其余试点地区调整为双 0.75。
2018.3.8	原保监会	《中国保监会关于调整部分地区商业车险自主定价范围的通知》	第三次费改：进一步放宽四川、山西、山东、福建等七个省市的商业车险自主定价范围，四川进入双 0.65 时代，山西、福建、山东、河南、厦门五地调整为双 0.7，新疆调整为双 0.75。
2018.3.30	银保监会	《关于开展商业车险自主定价改革试点的通知》	开启商业车险自主定价的改革试点，试点地区为广西壮族自治区，陕西省和青海省，试点为一年
2018.6.29	银保监会	《关于商业车险费率监管有关要求的通知》	推出“报行合一”新政策，“报行合一”指保险公司报给银保监会的手续费用取值范围和使用规则需要与实际使用保持一致，也就是保险公司按照规则制定费率、确定和报送手续费取值范围和使用规则，并按照使用规则支付手续费。
2019.1.21	银保监会	《关于进一步加强车险监管有关事项的通知》	整治当前车险市场未按照规定使用车险条款费率和业务财务数据不真实两个方面的问题，要求银保监会各派出机构依法对辖区内财产保险机构车险经营违法违规行为进行查处，由中保协建立对会员单位投诉举报的受理、核查制度，由中保信建立车险费率执行相关数据的监测机制，再度表明强化车险业务监管，整治市场乱象之决心。
2020.7.9	银保监会	《关于实施车险综合改革的指导意见（征求意见稿）》	1) 交强险纳入改革范畴，总责任限额由 12.2 万提至 20 万，在道路交通事故费率调整系数中引入区域浮动因子，浮动比率中的上限保持 30% 不变，下浮由原来最低的 -30% 扩大到 -50%。2) 商用车险主险条款增加机动车全车盗抢等 7 项保险责任，示范产品商业三责险责任限额从 5 万 - 500 万元档次提升到 10 万 - 1000 万元档次，支持新能源车险、UBI 等创新产品发展。3) 建立每 2 - 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，将“自主渠道系数”和“自主核保系数”合二为一，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，商用车险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。4) 商用车险示范产品的准入方式由审批制改为备案制，全面推行车险实名缴费制度，积极推广电子保单制度，加强新技术研究应用等。
2020.9.2	银保监会	《关于实施车险综合改革的指导意见》	多数内容同 7 月 9 日意见稿，较意见稿改动包括：1) 增加“鼓励通过互碰自赔、在线处理等方式处理轻微交通事故，不纳入费率上调浮动因素”。2) 商用车险主险条款增加机动车全车盗抢等 6 项保险责任，删除“指定修理厂责任”3) 商用车险行业纯风险保费测算时间由“每 2 - 3 年调整一次”调整为“每 1 - 3 年调整一次”。4) 商用车险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”调整为“前 1 年扩大到至少前 3 年”。

资料来源：银保监会，中保协，上海保监局，上海发布，今日保搜狐号，海通证券研究所

## 1.2 车险综改回顾：交强险、商用车险责任限额均提升，循序渐进放开商用车险定价

2020 年 9 月 2 日，中国银保监会印发了《关于实施车险综合改革的指导意见》（以下简称“指导意见”）。《指导意见》共 9 部分 32 条，主要包括总体要求、提升交强险保障水平、拓展和优化商用车险保障服务、健全商用车险条款费率市场化形成机制、改革车险产品准入和管理方式、推进配套基础建设改革、全面加强和改进车险监管、明确重点任务职责分工、强化保障落实等内容。实施车险综合改革，将有利于健全市场化条款费率形成机制，激发市场活力，规范市场秩序，提升服务水平，有效强化监管，促进车险高质量发展。



### 1.2.1 交强险：责任限额提至 20 万，费率浮动系数下限降至-50%。

交强险总责任限额由 12.2 万提至 20 万。根据《机动车交通事故责任强制保险条例》，银保监会会同国务院公安部门、卫生主管部门、农业主管部门研究提高交强险责任限额，将交强险总责任限额从 12.2 万元提高到 20 万元，其中死亡伤残赔偿限额从 11 万元提高到 18 万元，医疗费用赔偿限额从 1 万元提高到 1.8 万元，财产损失赔偿限额维持 0.2 万元不变。无责任赔偿限额按照相同比例进行调整，其中死亡伤残赔偿限额从 1.1 万元提高到 1.8 万元，医疗费用赔偿限额从 1000 元提高到 1800 元，财产损失赔偿限额维持 100 元不变。

表 4 交强险责任限额变化情况（万元）

责任限额	改革前	改革后
死亡伤残	11	18
医疗费用	1	1.8
财产损失	0.2	0.2
总计	12.2	20

资料来源：银保监会，海通证券研究所

表 5 无责任赔偿限额变化情况（万元）

责任限额	改革前	改革后
死亡伤残	1.1	1.8
医疗费用	0.1	0.18
财产损失	0.01	0.01
总计	1.21	1.99

资料来源：银保监会，海通证券研究所

在道路交通事故费率调整系数中引入区域浮动因子，费率浮动系数下限降至-50%。在提高交强险责任限额的基础上，结合各地区交强险综合赔付率水平，在道路交通事故费率调整系数中引入区域浮动因子，浮动比率中的上限保持 30% 不变，下浮由原来最低的 -30% 扩大到 -50%，提高对未发生赔付消费者的费率优惠幅度。鼓励通过互碰自赔、在线处理等方式处理轻微交通事故，不纳入费率上调浮动因素。

表 6 道路交通事故费率浮动系数变化情况

浮动系数	改革前	改革后
浮动系数上限	30%	30%
浮动系数下限	-30%	-50%

资料来源：银保监会，海通证券研究所

### 1.2.2 商车险：主险条款扩充 6 大责任，三责险限额调至 10 万-1000 万区间

理顺商车险主险和附加险责任。引导行业将示范产品的车损险主险条款在现有保险责任基础上，增加机动车全车盗抢、玻璃单独破碎、自燃、发动机涉水、不计免赔率、无法找到第三方特约等 6 个方面的保险责任，为消费者提供更加全面完善的车险保障服务。支持行业开发车轮单独损失险、医保外用药责任险等附加险产品。

表 7 商车险主险条款新增 6 个方面的保险责任

序号	保险责任	序号	保险责任
1	机动车全车盗抢	5	不计免赔率
2	玻璃单独破碎	6	无法找到第三方特约
3	自燃		
4	发动机涉水		

资料来源：银保监会，海通证券研究所

**优化商车险保障服务。**在基本不增加消费者保费支出的原则下，支持行业拓展商车险保障责任范围。引导行业合理删除实践中容易引发理赔争议的免责条款，合理删除事故责任免赔率、无法找到第三方免赔率等免赔约定。

**提升商车险责任限额。**支持行业将示范产品商业三责险责任限额从 5 万 - 500 万元档次提升到 10 万 - 1000 万元档次，更加有利于满足消费者风险保障需求，更好发挥经济补偿和化解矛盾纠纷的功能作用。

表 8 示范产品商业三责险责任限额（万元）变化情况

示范产品商业三责险	改革前	改革后
责任限额	5-500	10-1000

资料来源：银保监会，海通证券研究所

**丰富商车险产品。**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，探索在新能源汽车和具备条件的传统汽车中开发机动车里程保险（UBI）等创新产品，制定包括代送检、道路救援、代驾服务、安全检测等车险增值服务险的示范条款，为消费者提供更加规范和丰富的车险保障服务。

### 1.2.3 商车险费率市场化机制：费用率上限下调+逐步放开自主定价系数浮动范围

**完善行业纯风险保费测算机制。**支持行业根据市场实际风险情况，重新测算商车险行业纯风险保费，建立每 1 - 3 年调整一次的商车险行业纯风险保费测算的常态化机制。

**合理下调附加费用率。**引导行业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%。适时支持财险公司报批报备附加费用率上限低于 25% 的网销、电销等渠道的商车险产品。

表 9 商业车险附加费用率及预期赔付率变化情况

项目	改革前	改革后
附加费用率	35%	25%
预期赔付率	65%	75%

资料来源：银保监会，海通证券研究所

**逐步放开自主定价系数浮动范围。**引导行业将“自主渠道系数”和“自主核保系数”合二为一，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。为更好地保护消费者权益，在综合改革实施初期，对新车的“自主定价系数”上限暂时实行更加严格的约束。改革后，商业车险费率计算公式为：

$$\text{保费} = \frac{\text{基准纯风险保费}}{1 - \text{附加费用率}} \times \text{理赔记录系数} \times \text{自主定价系数} \times \text{交通违法系数}$$

**优化无赔款优待系数。**引导行业在拟订商车险无赔款优待系数时，将考虑赔付记录的范围由前 1 年扩大到至少前 3 年，并降低对偶然赔付消费者的费率上调幅度。

### 1.2.4 车险产品准入方式：商车险示范产品由审批制改为备案制

**发布新的统一的交强险产品。**支持行业按照修订后的交强险责任限额和道路交通事故费率浮动系数，拟订并报批准新的统一的交强险条款、基础费率、与道路交通事故相联系的浮动比率。

**发布新的商车险示范产品。**支持行业按照修订后的保险条款、基准纯风险保费和无赔款优待系数，发布新的商车险行业示范产品。各地区目前在商车险产品中已使用的交通违法系数因子，在实施综合改革后仍继续使用。

**商车险示范产品的准入方式由审批制改为备案制。**财险公司使用商车险行业示范条款费率的，应当报银保监会备案。财险公司开发商车险创新型条款费率的，应当报银保监会审批。财险公司在设定各地区商车险产品自主定价系数范围时，各银保监局要积极主动发挥引导作用。

**支持中小财险公司优先开发差异化的创新产品。**出台支持政策，鼓励中小财险公司优先开发差异化、专业化、特色化的商车险产品，优先开发网销、电销等渠道的商车险产品，促进中小财险公司健康发展，健全多层次财险市场体系。

### 1.2.5 推进配套基础设施建设改革，全面加强和改进车险监管

**全面推行车险实名缴费制度，积极推广电子保单制度，加强新技术研究应用。**财险公司要加强投保人身份验证，做好保单签名、条款解释、免责声明等工作，推进实名缴费，促进信息透明，防止销售误导、垫付保费、代签名等行为，维护消费者合法权益。在保障消费者知情权和选择权的基础上，鼓励财险公司通过电子保单方式，为消费者提供更加便捷的车险承保理赔服务。加强对车联网、新能源、自动驾驶等新技术新应用的研究，提升车险运行效率，夯实车险服务基础，优化车险发展环境，促进车险创新发展。

**完善费率回溯和产品纠偏机制，加强准备金监管、偿付能力监管、中介监管、防范垄断行为和不正当竞争等工作。**对于报批报备产品的利润测试与实际偏离度大，甚至以此进行不正当竞争的，银保监会及其派出机构可依法责令财险公司调整商车险费率。对于费率实际执行情况与报批报备水平偏差较大、手续费比例超过报批报备上限等行为，银保监会及其派出机构可依法责令财险公司停止使用商车险条款费率。银保监会将完善车险准备金监管制度，健全保费不足准备金计提标准，加强准备金充足性指标监测，健全完善偿付能力监管制度规则，建立健全车险领域保险机构和中介机构同查同处制度，鼓励和保护公平竞争，保护车险消费者和经营者的合法权益，进一步保障车险市场稳健有序发展。

## 2. 综改半年成效初显：“降价、增保、提质”让利消费者，车险市场中长期或将进一步向头部集中

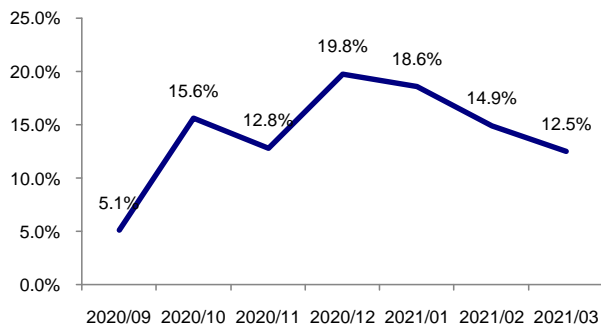
### 2.1 车均保费降幅达 20%，保险让利超千亿

**综合改革落地实施以来，车险单均保费出现明显下降。**根据中国银行保险监督管理委员会网站，本轮车险综合改革以“降价、增保、提质”为短期目标，意在通过降低车均保费和提升保障水平让利消费者。根据中国银保监会数据，全国车险业务单均保费水平自 2020 年 9 月以来整体呈现下降趋势，2020 年 10 月至 2021 年 3 月单均保费同比增速降幅在 12%-20% 区间内，其中 2020 年 12 月降幅最大，达到 19.8%。

**险企让利超千亿，消费者享受更多改革红利。**根据中国银行保险监督管理委员会网站，截至 2021 年 3 月末，消费者车均缴纳保费较改革前降低 689 元，降幅达到 20%，据此测算全国车险消费者为此减少保费支出达 1047 亿。从获益比例看，大约 89% 的消费者保费支出下降，其中降幅超过 30% 的占比达到 63%。浙江、广东等省份消费者获

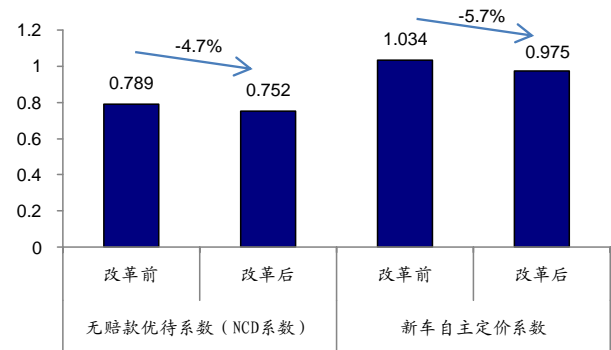
益比例分别高达 95%、92%。同时，商业车险平均无赔款优待系数（NCD 系数）由改革前的 0.789 下降至 0.752，新车自主定价系数从改革初期的 1.034 下降到目前的 0.975，利好驾驶习惯好、出险频率低的低风险车主。

图2 综合改革实施以来车险单均保费同比降幅情况



资料来源：银保监会，海通证券研究所

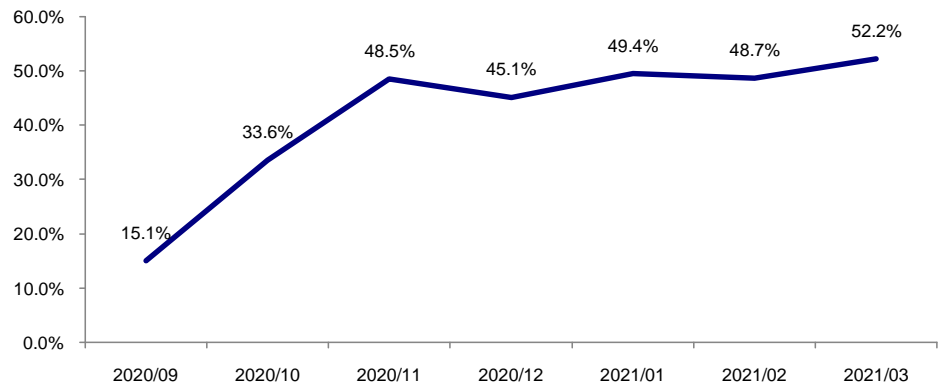
图3 综改前后 NCD 系数与新车自主定价系数变化



资料来源：银保监会，海通证券研究所

**改革促使险企加大保费折扣力度，车险保障水平及投保率增长明显。**根据银保监会数据，自综合改革实施以来车险单均保额大幅提升，增幅由 2020 年 9 月的 15% 迅速提升至 11 月的 49%，此后至 2021 年 3 月期间维持在 45%-53% 区间。根据银保监会数据，交强险在价格不变的情况下，保障水平由改革前的 12.2 万提升到 20 万。商业第三者责任险平均保额提升 44 万元，由 89 万元提升到 133 万元，其中保额 100 万及以上的保单占比达到 91%。从投保率上来看，根据中国银行保险报公众号，商业险投保率由 80% 提升至 82%，车损险投保率由 48% 提升至 53.4%，三责险投保率由 66.64% 提升至 72.16%。

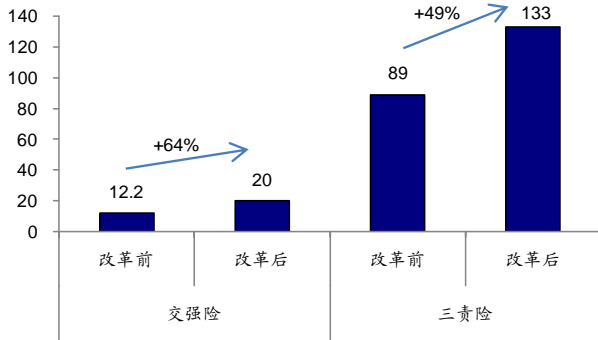
图4 综合改革实施以来车险单均保额同比变化情况



资料来源：银保监会，海通证券研究所

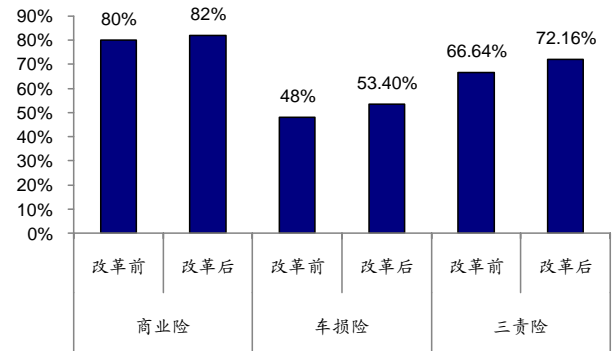


图5 综改前后交强险与三责险平均保额变化（万元）



资料来源：银保监会，海通证券研究所

图6 商业险、车损险及三责险投保率变化



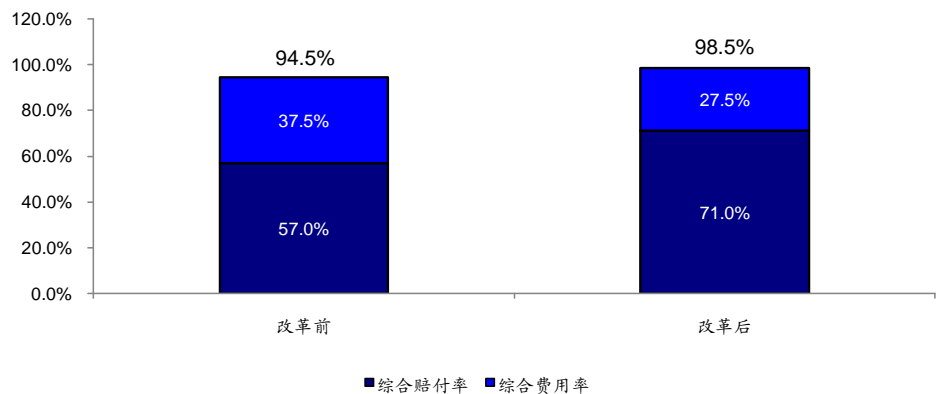
资料来源：中国银行保险报公众号，海通证券研究所

## 2.2 赔付率上升+费用率下降，严控费用仍是未来常态

**赔付率大幅上升短期内对险企承保利润空间产生负面影响。**根据 13 个精算师公众号，2020 年财险业承保利润为-108.44 亿元，同比减少 110.59 亿元，承保利润率为-0.9%，我们预计主要受车险保费承压与综合成本率的上升等因素影响。根据银保监会数据，车险综合成本率由改革前的 94.5% 上升至 3 月末的 98.5%，提升 4pct。而综合成本率抬升主要受到赔付率提高的影响，综合赔付率水平由改革前的 57%，升至 2021 年 3 月末的 71%，大幅上升 14pct。

**费用率明显下降，有助于车险市场规范经营。**根据中国银行保险监督管理委员会网站，改革后车险综合费用率同比下降 10pct 至 27.5%。其中，车险手续费率为 8.2%，同比下降近 7pct，个别省市下降幅度更大，如浙江车险手续费率已降至历史最低点 5%。车险业务及管理费率为 19.4%，同比下降近 4pct。银保监会将继续坚持从严监管的监管理念，切实规范车险市场秩序，全面加强和改进车险监管，运用“回溯机制、检查机制、反垄断机制”三大机制，持续保持监管高压态势。

图7 综改前后综合赔付率与综合费用率变化情况



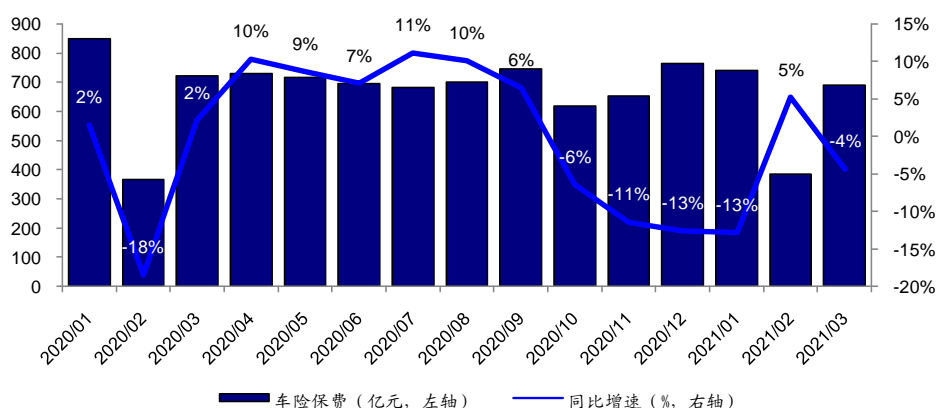
资料来源：银保监会，海通证券研究所

我们认为，从短期来看车险业务综合成本率仍然面临一定压力，但是随着赔付率水平的逐渐稳定，以及改革倒逼险企经营转型、严控费用率水平，车险承保盈利压力将逐步得到缓解。

## 2.3 改革以来车险保费持续承压，预计市场向非车险业务与头部企业集中

综合改革导致车均保费下降，短期内行业保费增速持续承压。如前文所述，我们认为，综合改革导致车均保费的下降，在新车销量难以出现大幅提升的背景下，车险保费增速短期内必然承压。根据中国银行保险报公众号，从改革落地至2021年2月末，全国车险签单保费累计3518.6亿元，同比下降11.1%。其中，商业车险签单保费2414.8亿元，同比下降16.5%。分月度来看，2020年9月至2021年3月车险保费同比增速分别为6.4%、-6.4%、-11.4%、-12.6%、-12.8%、5.2%和-4.3%，其中2021年2月增速转正预计主要受2月乘用车销量同比大幅增长，以及上年同期由于疫情影响基数较低等原因所致，而3月重回负增长预计主要由于上年同期车险保费回暖造成基数较高。我们认为，短期内车险保费增长仍然面临一定压力，距离走出增长压力区仍需一定时间。

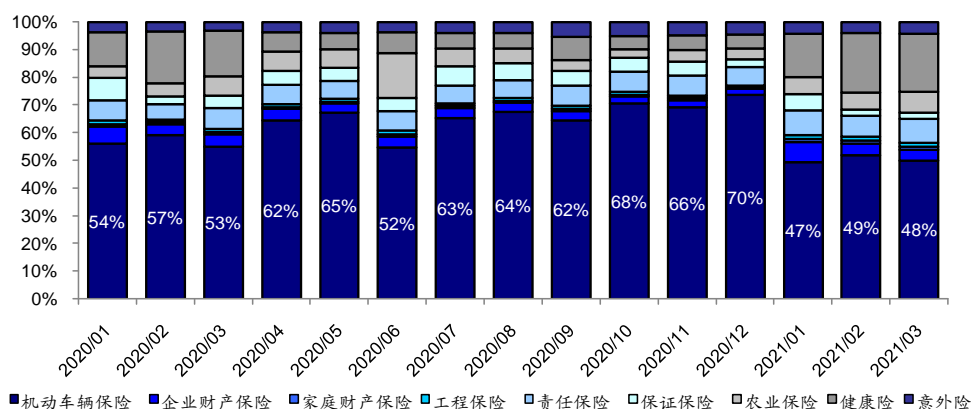
图8 车险综改以来车险保费增速持续承压



资料来源：银保监会，海通证券研究所

车险保费占比下降，预计健康险等非车业务迎来快速增长。由于车险市场面临着保费增速放缓、成本压力上升、监管力度趋严等特征，财险公司在一定程度上转变了传统的“车险独大”的经营思想，开始纷纷发力非车险业务。根据中国银行保险监督管理委员会网站，2021年以来车险单月保费占比下滑明显，截止3月末车险市场份额占比为47.73%，同比下降6.12pct，较年初下降。而一季度健康险/责任险/农险保费分别同比+31.7%、+29.9%、+27.8%，占比提升至17.9%、8.2%、6.3%，分别提升3.5pct、1.5pct、1.1pct。

图9 车险保费占产险总保费比重持续下降

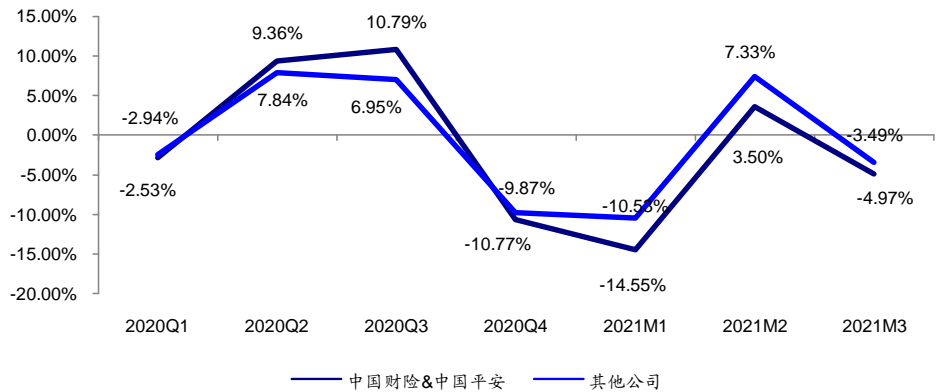


资料来源：银保监会，海通证券研究所

**产险市场集中度进一步提升。**截止 2021 年一季度末，中国财险、中国平安、中国太保产险市占率分别为 35.6%、17.4%、11.5%，较年初分别+3.8pct、-3.7pct、+0.6pct。我们预计龙头险企市占率的提升主要是依靠非车险业务增长拉动。

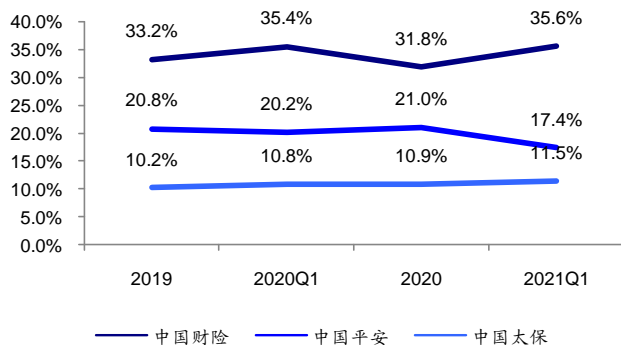
而从车险市场看，短期内中小险企受益于政策优惠取得较快增速，但我们认为其业务盈利压力并未改善，中长期市场集中度的提升仍然是大概率趋势。1) 单纯从车险保费增速情况来看，相比中小财险公司，短期内头部险企保费增速似乎受综改影响更大。综改前人保与平安车险保费增速均高于行业其他公司，2020Q2、Q3 人保与平安合计保费增速分别高于其他公司增速 1.52pct、3.84pct，而 2020Q4 至 2021 年 2 月增速持续低于其他公司。我们认为这与监管对于各地中小机构普遍给予更低的折扣系数空间有关。从 2021 年一季度车险市场份额来看，人保和平安确实较年初略有下滑。2) 但是我们认为，短期内保费增速占优并不意味着中小险企迎来超车机会。一方面龙头险企业务扩张能力显著优于小险企，目前受到监管政策影响经营策略相对谨慎，但后续针对规模提升难度不大。另一方面，中小险企车险业务的症结在于经营成本过高导致盈利空间小，在综改初期由于增量业务的整体综合成本率相对较高，因此增量保费规模的较快增长反而可能给险企后续会计年度带来一定的亏损压力，甚至有可能造成部分中小险企因此退出车险市场。因此，我们仍然认为龙头险企是本轮综合改革的最大受益者，从中长期来看车险市场可能进一步向头部集中。

图10 综改后人保与平安保费增速低于其他公司



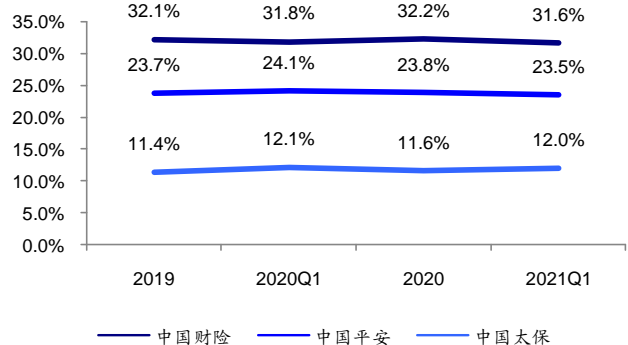
资料来源：银保监会，海通证券研究所

图11 中国财险、中国平安、中国太保产险市占率情况



资料来源：银保监会，上市公司财报，海通证券研究所

图12 中国财险、中国平安、中国太保车险市占率情况



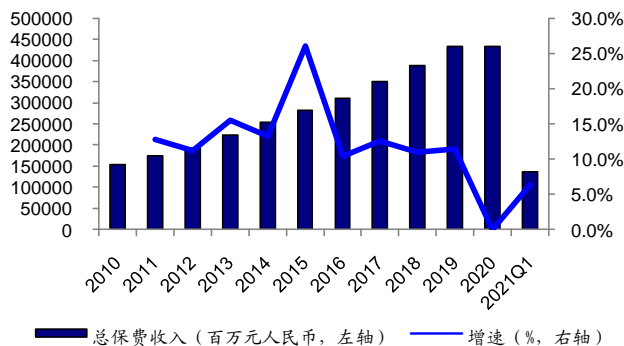
资料来源：银保监会，上市公司财报，海通证券研究所

### 3. 中国财险：龙头地位愈发稳固，高股息低估值优质标的

#### 3.1 产险绝对龙头，市占率和盈利能力遥遥领先

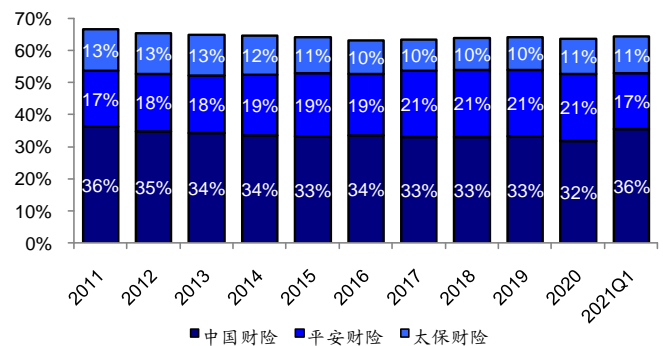
国内最大的产险公司，市占率超过第二、三名总和。中国人民财产保险股份有限公司（简称中国财险）于 2003 年 7 月由中国人民保险集团独家发起设立，是国内历史最悠久、业务规模最大、综合实力最强的大型国有财产保险公司，保费规模稳居亚洲财险公司第一。2020 年公司保费收入达 4332 亿元，2015-2020 年公司保费收入年均复合增速达 9%，市占率维持在 31%-34% 左右，超过平安产险与太保产险总和。2021 年一季度，公司保险业务收入 1358 亿元，同比增长 6.4%，市占率达 35.6%，较年初提升 3.8pct，市场龙头地位持续巩固。

图13 中国财险历年保费及同比增速情况



资料来源：中国财险历年财报、2021 年一季度，海通证券研究所

图14 中国财险、中国平安、中国太保车险市占率情况



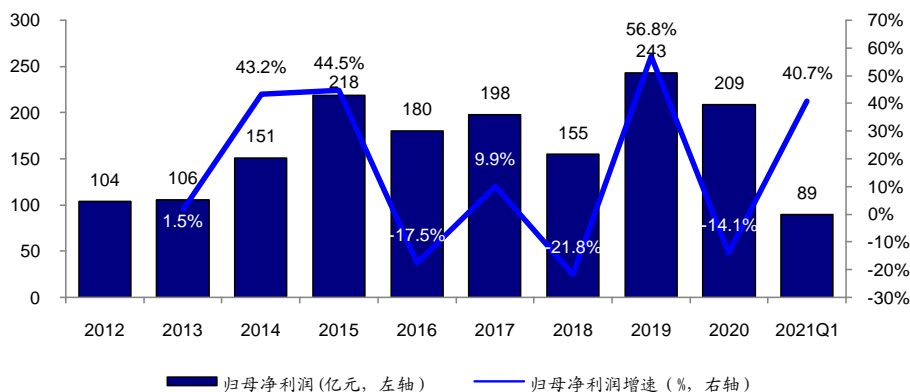
资料来源：各公司历年年报、2021 年一季度，银保监会，海通证券研究所

**盈利能力处于行业领先水平。** 1) 从归母净利润看，2021 年一季度公司归母净利润 89.42 亿元，同比增长 40.7%，2012-2020 年年均复合增速达 9%。2) 承保利润看，2021 年一季度实现承保利润 38.97 亿元，同比增长 45.4%。而 2020 年在疫情影响、信保业务赔付率上升、车险综改等背景下，依然实现承保盈利 42 亿元，同比增长 31.5%。3) 从综合成本率看，中国财险综合成本率水平整体上介于平安与太保之间，2012-2020 年平均综合成本率为 97.4%，优于太保（99.2%），略逊于平安（96.3%）。2021 年一季度公司综合成本率为 95.7%，同比-1.4pct，其中赔付率为 70.3%，同比上升 4pct，费用率为 25.4%，同比下降 5.4pct。

**我们认为，更低费用率体现公司强大的成本管控能力，品牌、服务、定价与成本等多重竞争优势突出。** 从费用率水平上来看，2010 年至今，除 2018 年外中国财险历年费用率均低于 35%，显著优于平安产险与太保产险。主要原因为，相比同业公司，中国财险具备多重竞争优势：1) 品牌优势。背靠中国人保集团，作为业内历史最悠久的财险公司，品牌知名度较高。2) 服务能力优势。人保财险拥有遍及全国城乡共 1.4 万多个机构网点，覆盖 36 家省级分公司，356 家中心支公司，1145 家营业部，9204 家营销服务部，383 个城网保险社区门店，乡镇级网点覆盖率超过 98%，线上线下互动、城网农网结合的立体化销售服务网络有助于提升服务体验与客户粘性。3) 定价优势。公司经营历史悠久、客群规模庞大，数据积累深厚，精准定价能力好。4) 成本优势。一方面，公司自有渠道建设完备，对车险服务链等拥有强大控制能力。另一方面财险行业具有显著的规模效应，公司庞大的规模体量对于固定费用等具有良好的摊薄作用。

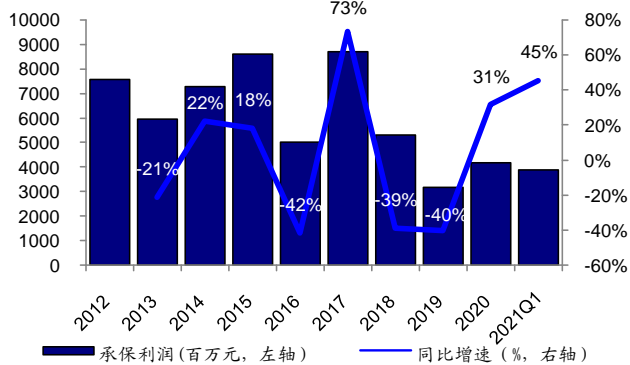


图15 中国财险归母净利润及同比增速



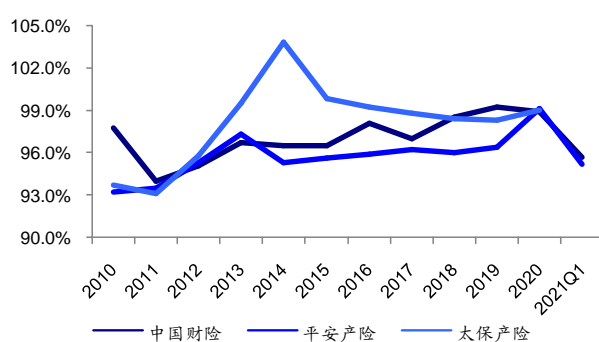
资料来源：中国财险历年年报，中国财险 2021 年一季报，海通证券研究所

图16 中国财险承保利润变动情况



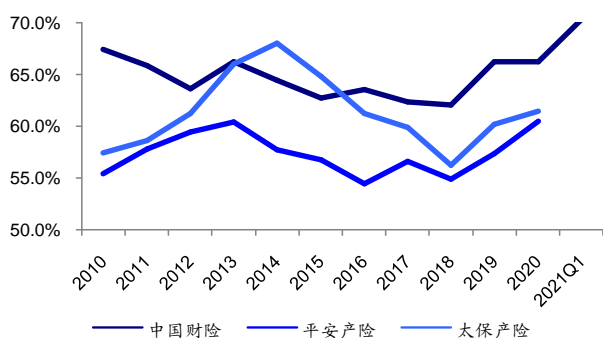
资料来源：中国财险历年年报，2021 年一季报，海通证券研究所

图17 中国财险、平安产险、太保产险综合成本率对比



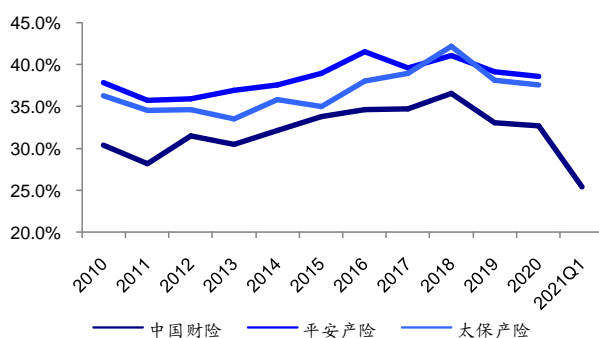
资料来源：上市公司历年年报，2021 年一季报，海通证券研究所

图18 中国财险、平安产险、太保产险综合赔付率对比



资料来源：上市公司历年年报，2021 年一季报，海通证券研究所

图19 中国财险、平安产险、太保产险综合费用率对比



资料来源：上市公司历年年报，2021 年一季报，海通证券研究所

### 3.2 车险业务仍然保持优势，预计为综合改革最利好标的

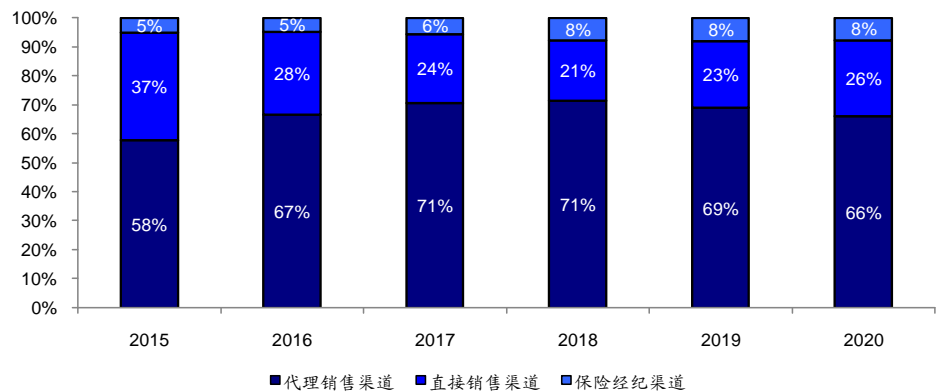
综改压力下车均保费降幅小于行业，业务稳定性高。根据中国银行保险报公众号报道，人保财险拟任总裁于泽在公司 2020 年度业绩发布会表示，综改推行后公

司车均保费 2742 元，同比-19.4%，其中商业车险车均保费 2224 元，同比-25.9%，交强险车均保费 826 元，同比-4.6%，我们预计公司车均保费下降情况好于市场平均水平。2021 年一季度公司车险保费收入为 575 亿元，同比下降 6.7%，降幅略高于行业，但差距不大。

**顺应车险综改浪潮，公司车险业务结构持续优化。**2020 年公司家自车承保数量同比+10.7%，保费占比同比提升 0.8pct，市场份额同比提升 0.95pct。商用车险续保业务中未出险客户占比同比+2pct，家自车续保率为 73.1%，同比提升 4.5pct。

**数字化转型加快实施，直销渠道占比提升，有助于降本增效。**2020 年末，公司家自车客户线上化率达 89.0%，较 2019 年年底提升 29.5pct；家自车理赔线上化率达 93.2%，较 2019 年年底提高 26.5pct。公司旗下“中国人保”APP 累计服务客户 5300 余万人，“人保 e 通”实现保费收入 647.5 亿元。2018 年以来公司直接销售渠道保费贡献占比持续提升，由 2018 年的 21%提升至 2020 年的 26%。我们认为，通过提升直销直控能力，不仅可以强化渠道协同，推动业务融合发展，更有助于进一步控制渠道费用成本。

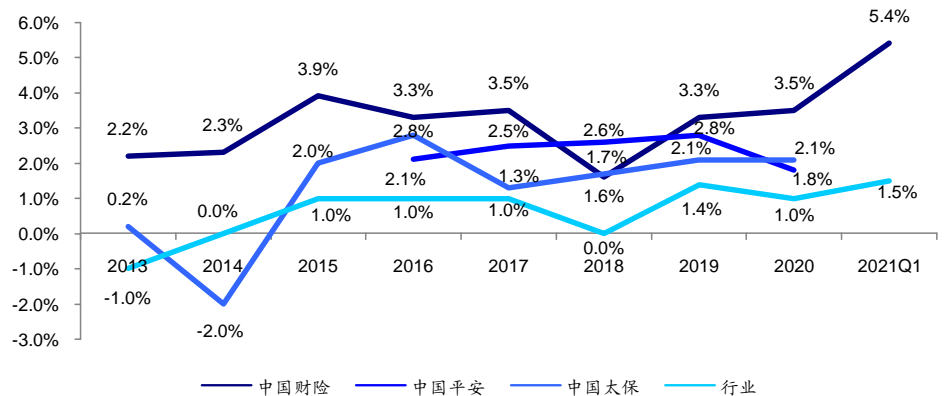
图20 2018 年以来公司直接销售渠道占比持续提升



资料来源：中国财险历年年报，海通证券研究所

**预计公司车险业务盈利能力将持续保持领先地位。**综合改革背景下，2021 年一季度公司车险综合成本率同比+0.4pcts 至 94.6%，预计综合成本率小幅上行是由于综改后赔付率合理走高；但我们预计公司车险综合成本率仍较行业偏低 4pct，成本控制能力在综改下进一步凸显。需要说明的是，由于车险保单年度与会计年度存在一定差异，2021 年一季度综合成本率中不仅包含车险综合改革之后的新增业务，也包含综改之前的存量业务，而后者综合成本率相对较低，因此在一定程度上拉低了整体成本率表现。我们认为，随着新增业务比重的逐渐提升，公司综合成本率可能会出现一定程度的上行。但即便仅考虑一季度的保单口径综合成本率，我们预计 2021 年一季度行业车险综合成本率约在 107-108%之间，公司仅为 97-98%，仍然具有明显优势。

图21 中国财险车险承保利润率显著高于行业



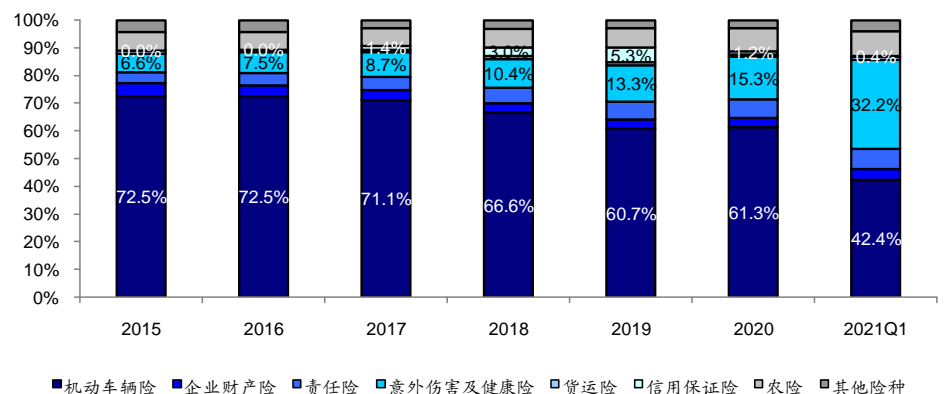
资料来源：13个精算师公众号，A智慧保公众号，银保监会，各公司2013-2020年报、2021年一季报，海通证券研究所

我们认为，费改大趋势下，差异化、科技化、规模化为车险承保盈利的关键要素，以中国财险为代表的龙头险企掌握着绝对主动权。1) 龙头险企的客户积累与技术积累丰富，历史数据与风控模型能带来对优质保户更精确的筛选与管理，理赔支付控制能力强，赔付率优势将进一步扩大。2) 龙头险企网点布局范围广，深入县域与乡村，线下与O2O服务能力突出，可充分发挥品牌优势，进一步提升市场份额。3) 龙头险企对车险服务链拥有强大的控制力，可将零配件价格控制在合理范围内，降低运营成本与费用率。4) 中小公司普遍承保亏损，在针对费用投入持续高压监管下难以发起费用竞争，龙头险企在市场策略方面拥有主动权。

### 3.3 非车业务风险加速出清，信保业务积极压降且赔付高点已过

非车业务成保费增长引擎，未来仍有较大空间。1) 公司非车险保费占比已由2015年27.5%上升至2020年的38.7%，非车险占比明显高于同业（2020年平安为31.4%，太保为35.2%）。2) 2015~2020年公司意健险、责任险及农险保费的复合增速分别达29.0%、19.8%、13.8%，我们预计非车险未来将成为带动保费增速的主力险种。3) 车险业务相对简单，产品服务同质化，市场竞争激烈、中介费用高导致利润容易周期性大幅波动。根据2019年投资者开放日披露，公司将对标国际平均水平，逐步达到车险占比40%、非车险占比60%的结构性目标。根据这一目标来看，我们认为未来公司非车业务仍有较大发展空间。

图22 中国财险保费结构



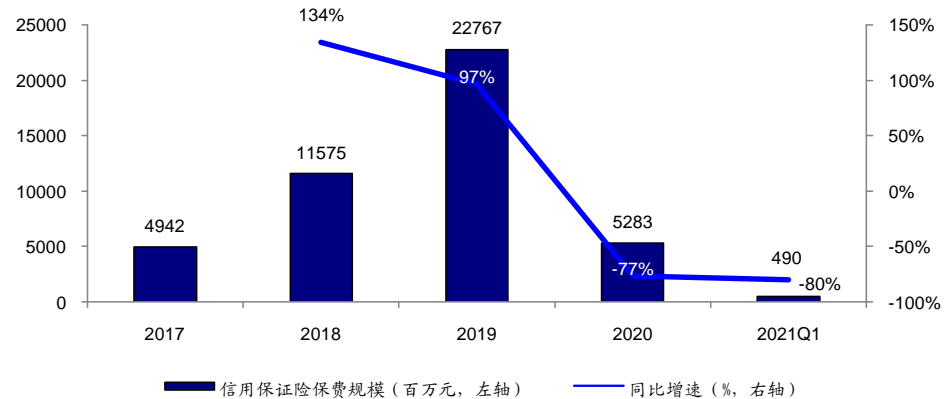
资料来源：中国财险2015-2020年年报，保费收入公告，海通证券研究所

### 信用保证险：业务规模快速压降，新增业务结构向好，风险基本出清

疫情爆发以来，随着国内整体社会信用风险水平提高，保证保险业务逾期率上升，赔付成本同比增加。为控制赔付风险，公司主动压缩低利润率的信保业务。2020年公司信用保证险保费同比下降76.8%，而2020年新增业务中，我们预计高风险的融资类业务占比有一定程度下降，整体业务结构向好。2021年一季度延续压降趋势，降幅达80.4%，一季度末公司信用保证险保费仅为4.9亿元，整体业务规模已经得到良好控制。

从承保盈利情况来看，2020年公司信用保证险综合成本率为144.8%，同比上升23.1pct，其中赔付率大幅增长46.6pct，全年承保亏损51.04亿元。而到2021年一季度，融资性信用保证险业务综合成本率降至102.2%，承保亏损仅为0.3亿元，考虑到其他非融资性信保产品风险水平更低，预计公司信用保证险业务整体综合成本率会更低。我们认为，随着经济持续复苏带动赔付改善，预计2021年全年存量及增量保单赔付均有限，风险已基本出清。

图23 2020年中国财险信用保证险保费同比下降77%



资料来源：中国财险历年年报、保费收入公告、海通证券研究所

### 意健险：保持快速增长势头，政策性业务带来庞大潜在客群

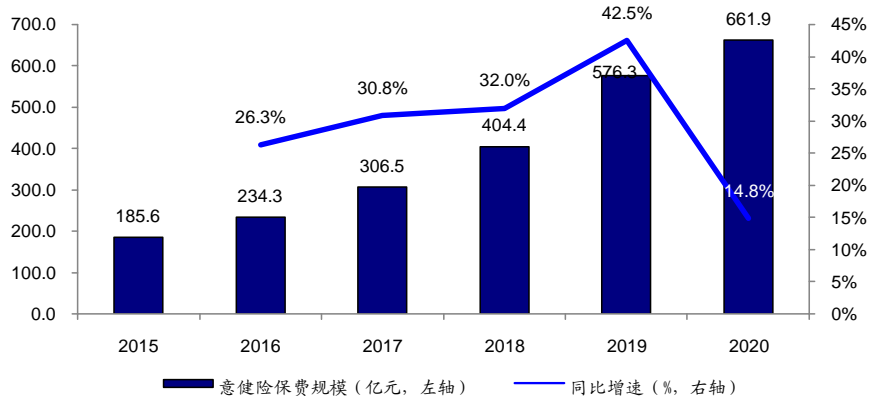
近年来公司意健险业务保持快速增长势头。2015年-2018年公司意健险保费收入年复合增速为29.6%，2019年受益于大病保险的政策支持，保费收入增速达42.5%；疫情之下线上短期健康险需求显著增长，2020年同比增速同样达到14.8%。2021年一季度，公司意健险保费占比大幅提升，达32.2%。

公司意健险规模迅速增长主要得益于社会医疗保险业务、意外险和商业健康险业务的快速发展。一方面，公司紧抓大病保险新政机遇，对接国家脱贫攻坚和“健康中国”战略，积极参与各地长期护理保险试点工作，推动大病保险、补充医疗保险、护理保险等社会医疗保险业务实现显著增长。另一方面，公司深入推动产品与商业模式创新，推动政策性业务与商业性业务融合，推动线上线下渠道均衡布局，个人业务尤其是驾意险、百万医疗保险和社保融合商业健康险业务实现快速发展。

政策性业务为公司健康险发展提供巨大的客户增长潜力。2020年公司承办的各类政策性医疗保险保障人群规模达8.6亿人，其中社保业务覆盖31个省（直辖市、自治区）、296个地市，服务覆盖人群超7亿人次；普惠式商业补充医疗保险（“城市保”）项目累计上线31个，覆盖67个地市，累计投保人数近1000万人。我们认为，虽然政策性医疗保险对于公司利润的直接贡献相对较小，但是可以为公司提供巨大的潜在客群，通过深入挖掘、二次转化能够为公司健康险业务提供更多助力。



图24 中国财险意健险业务保费规模及增速



资料来源：中国财险历年年报，海通证券研究所

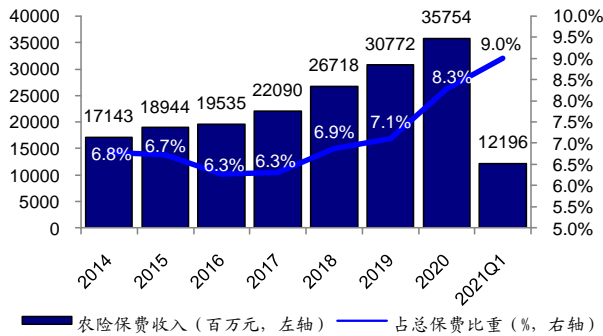
### 农险：市占率达 51%，已成为公司第二大非车险业务

农险业务保费稳定增长，仍保持市场绝对领先地位。2021 年一季度公司农险保费收入达 121.96 亿元，同比增长 24.9%，在各类险种中增速仅次于意健险（一季度同比增速为 25.4%）。农险在公司总保费收入中所占比重由 2014 年的 6.8% 提升至 2021 年一季度的 9.0%，目前是公司非车险业务中第二大的险种。2015-2020 年年均复合增速 13.5%，略低于行业保费增速的 16.8%。公司 2020 年末市占率为 43.9%，较 2014 年的 52.6% 有所下滑，预计主要是受行业参与主体增多等因素影响。在车险综改落地实施、行业普遍发力非车险业务背景下，公司农险快速增长，2021 年一季度末市占率重回 50% 以上，仍保持市场绝对领先地位。

中国财险在农险发展上具备诸多优势。1) 业务经验丰富：公司自上世纪 50 年代起就开始试办农业保险，是我国开办农业保险时间最早、历史最长的保险公司。2) 产品体系完善：公司构建了“中央政策性险种为主导，地方政策性险种、商业型险种和创新型险种为补充”的立体式农险产品体系，承保 250 多个品种，农险产品数量达到超过 3200 个。3) 服务网络庞大：公司在农村地区设有三农营销服务部 7726 个、三农保险服务站 2.69 万个和三农保险服务点 31 万个，网点覆盖 98% 的乡镇和 57% 的行政村，并且拥有一支 39 万人的农村保险基层服务队伍，可以为农险业务开展提供有力支持。4) 政企关系良好：作为国内最大的国有财产险公司，中国财险实际控制人为国家财政部，与各级政府之间具有良好的互信和合作关系，目前国内农险市场以政策主导为主，这也为公司农险业务的持续稳定发展提供了独特的竞争优势。

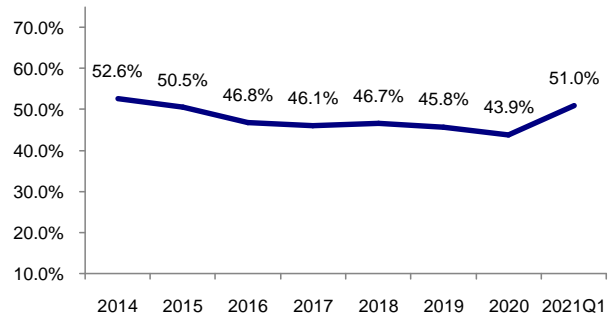
农险业务承保利润率经历了由高降低的过程，预计未来仍有提升空间，但空间相对有限。2014、2015 年公司农险承保利润率高达 16.7%-16.8%，2016 年农险受自然灾害影响，承保利润率迅速降至 2.6%，2017 年回升至 7.6%，2018 年后重新回降，2019 年受非洲猪瘟等因素影响，农险业务首次出现承保亏损，利润率为 -1.7%。2020 年在关于农险承保利润率的影响因素，我们认为主要包括：1) 自然灾害因素。通常上半年以春季作物灾害为主，但一般灾害较轻，下半年灾害大多发生率较高，以暴雨、洪水、台风、病虫害等为主，对赔付率形成压力。近年来随着农业治理的进步，预计自然灾害影响逐步得到收缩。2) 政策因素。农险业务大量保费来自于政府补贴，目前农险行业的定位还是偏重于保本微利、普惠民生，因此不太可能给予保险公司过高的利润空间。

图25 中国财险农险保费规模及占比情况



资料来源：中国财险历年年报，海通证券研究所

图26 中国财险农险业务市占率情况



资料来源：中国财险历年年报，银保监会，海通证券研究所

表 10 2012-2020 年中国财险各险种综合成本率情况 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
机动车辆险	96.2	97.8	97.7	96.1	96.7	96.4	98.4	96.7	96.5
企业财产险	98.5	111.7	97.9	108.9	123.4	103.1	109.6	105.8	104.1
责任险	91.9	88.7	93.6	96.9	96.7	95.2	93.9	99.7	97.2
意外伤害及健康险	95.6	96.0	99.5	106.9	101.5	105.2	99.5	101.8	101.3
货运险	76.5	67.2	90.7	89.5	89.5	88.1	90.7	87.5	82.9
农险		88.7	83.3	83.2	97.4	92.6	95.8	101.7	99.8
信用保证险						101.3	96.9	96.9	144.8
其他险种	87.6	86.6	90.1	99.5	115.3	102.0	105.0	109.4	91.9
全险种	95.1	96.7	96.5	96.5	98.1	97.0	98.5	99.2	98.9

资料来源：中国财险 2012-2020 年年报，海通证券研究所

表 11 2021 年一季度中国财险分险种综合成本率情况

险种	承保利润 (百万元)	综合成本率 (%)
机动车辆险	3162	94.6
融资性信用保证保险业务	-30	102.2
政策性业务	-322	102.1
商业非车险业务	1087	93.2
合计	3897	95.7

资料来源：银保监会，海通证券研究所

注：融资性信用保证保险业务指信用保证保险业务中的融资性保险业务，政策性业务包括意外健康险中的社会保障类业务和农险中的政府补贴型业务，商业非车险包括除机动车辆险、融资性信用保证保险业务、政策性业务之外的其他保险业务

### 3.4 ROE 表现稳定，高股息+低估值凸显价值

公司历年 ROE 表现相对稳定。2012-2020 年中国财险 ROE 平均水平为 17.77%，相比国内外同业公司仅略低于平安产险（18.62%）与前进保险（22.15%），明显高于太保产险（11.30%）等公司。2021 年一季度在车险综改、自然灾害多发及资本市场波动的前提下，公司依然成功实现 4.65%（未年化）的 ROE，领先同业。我们认为，承保盈利能力强，投资收益稳健是公司持续维持高 ROE 的主要原因。

表 12 2012-2020 年中国财险 ROE 情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	平均
中国财险	25.82%	20.51%	21.10%	22.44%	15.79%	15.69%	11.28%	15.59%	11.68%	17.77%
平安产险	13.80%	16.45%	16.63%	17.38%	17.39%	20.80%	20.86%	24.30%	19.93%	18.62%
太保产险	5.87%	9.49%	10.23%	14.16%	9.10%	10.89%	12.55%	16.92%	12.49%	11.30%
Progressive Corp	15.28%	19.11%	19.53%	17.83%	13.52%	18.47%	26.01%	32.42%	37.15%	22.15%
ALLSTATE Corp	11.75%	10.84%	13.02%	10.26%	9.25%	14.79%	10.27%	20.49%	19.84%	13.39%
TRAVELERS COS IN	9.92%	14.63%	14.88%	14.20%	12.88%	8.76%	10.82%	10.74%	9.78%	11.85%
MARKEL Corp	6.96%	5.32%	4.50%	7.55%	5.59%	4.40%	-1.38%	17.77%	6.84%	6.39%
WR BERKLEY Crop	12.28%	11.57%	14.54%	10.96%	12.48%	10.50%	11.81%	11.85%	8.57%	11.62%

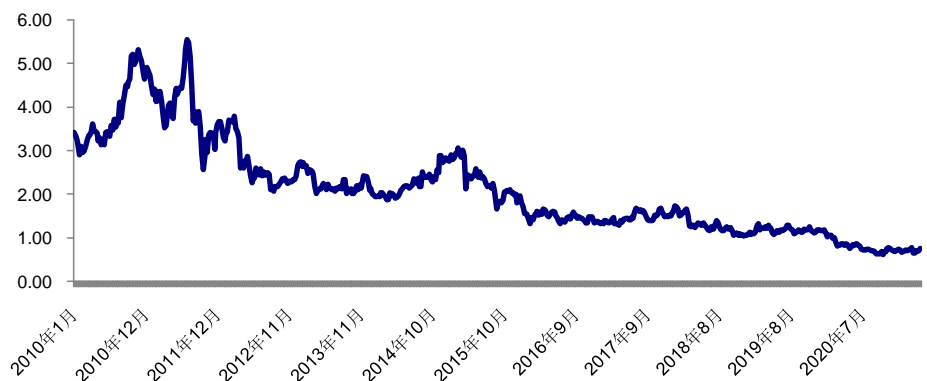
资料来源：中国财险、中国平安、中国太保 2012-2020 年年报，wind，海通证券研究所

注：为方便对比，上表均采用净资产收益率（平均）数据

近年来分红率保持在 40% 左右，预计 2021 年股息率为 7.7%。自 2006 年至今，中国财险共实施现金分红 11 次，累计现金分红规模 575 亿元，平均分红率 32.57%。近年来公司分红率稳步提升，目前保持在 40% 左右。以该分红率水平测算，我们预计公司 2021 年股息率将达到 7.7%。

当前估值处于历史低位。通过公司历史 PB 数据可以看到，2012-2015 年期间，公司 PB 多数时间在 1.5x 以上，五年平均 PB 达 2.0x。而自 2016 年初股价大幅下跌，PB 降至 1.5x 以下，并持续维持低位。2021 年 5 月 7 日公司股价对应 2021E PB 仅 0.68 倍，处于历史低位。

图 27 中国财险历史 PB 倍数



资料来源：wind，海通证券研究所

### 3.5 投资建议：看好车险综改背景下中国财险的长期发展；公司盈利确定性高，估值极低，建议积极关注！

我们看好中国财险的当前投资价值，主要基于以下几点：

1) 市占率稳居第一，分销网络庞大。2021 年一季度公司在车险综改压力下产险保费仍实现同比 6% 的增长，市占率进一步提升至 35.6%，超过平安与太保市占率之和。六年保费复合增长率 12.4%，庞大的保费基数下，增速仍能与行业基本持平。公司拥有遍及全国城乡共 1.4 万多个机构网点，乡镇级网点覆盖率超过 98%；同时积极推进直销渠道和线上化转型，线上线下一体化布局，服务能力持续强化。

2) 综合成本率持续低于同业，规模化、精细化运营有效降低费用率。公司 2012-2020 年平均综合成本率为 97.4%，持续领先行业。其中费用率长期在 35% 以

下，远低于平安产险、太保产险，这得益于公司坚持规模化、精细化管理，公司在品牌、服务、定价与成本等多重竞争优势突出，将带来持续性的低费用率优势。

**3) 车险业务规模优势、成本优势、渠道优势均十分突出，预计公司是车险综合改革最利好标的之一。**

①综合改革压力下公司车均保费降幅低于行业平均水平，车险业务结构持续优化。2020 年公司家自车承保数量同比+10.7%，保费占比同比提升 0.8pct，市场份额同比提升 0.95pct。

②公司线上化转型和直销渠道建设加快推进，直接销售渠道保费贡献占比提升至 2020 年的 26%。通过提升直销直控能力，不仅可以强化渠道协同，推动业务融合发展，更有助于进一步控制渠道费用成本。

③公司车险业务盈利能力持续保持领先地位。我们认为费改大趋势下，差异化、科技化、规模化为车险承保盈利的关键要素，公司作为车险龙头、掌握绝对主动权。我们预计随着新增业务比重的逐渐提升，公司全年综合成本率可能会较一季度出现一定程度的上行，但相比行业平均水平仍有望偏低 5-10pcts，成本优势十分突出。

**4) 意健险等非车险快速发展，信用保证险业务风险基本出清。2020 年公司非车险保费占比提升至 38.7%，以 60%占比的结构性目标来看，仍有较大发展空间。**

①公司主动压降信用保证险规模，2021 年一季度末公司信用保证险保费仅为 4.9 亿元，综合成本率降至 102.2%，承保亏损仅为 0.3 亿元。我们认为，随着经济持续复苏带动赔付改善，预计 2021 年全年存量及增量保单赔付均有限，风险已基本出清。

②意健险业务保持快速增长，2015-2020 年均复合增速达 29%，2021 年一季度保费占比大幅提升至 32.2%，显著高于同业公司。公司承办的各类政策性医疗保险保障人群规模达 8.6 亿人，从长期来看为公司健康险业务带来巨大的客户增长潜力。

③公司农险保费增长稳定，市占率保持绝对领先地位，我们认为公司具备的客群优势、数据优势、政府关系优势等将持续保证业务领先。农险业务承保利润率经历了由高到低的变化，我们预计未来仍有一定的稳定利润空间，将成为公司重要的利润贡献点之一。

**5) ROE 水平居行业领先地位，分红稳定+估值极低，投资价值明显。中国财险 2012-2020 年 ROE 平均水平为 17.77%，在国内外同业公司中居前。近年来分红率稳定在 40%左右，对应 2021 年股息率约为 7.7%。2021 年 5 月 7 日公司股价对应 2021E PB 仅 0.68 倍，处于历史低位，具备较高投资价值，建议积极关注。**

**风险提示：行业保费增速低于预期；商车费改使行业承保利润持续承压。**

**风险提示：车险保费增速过低；综合改革实施后行业综合成本率承压时间较长。**



表 10 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格 (元)	EV (元)				1YrVNB (元)			
A 股	人民币	2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
中国平安-A	72.50	65.67	72.65	84.21	97.56	4.15	2.71	2.99	3.33
中国人寿-A	33.07	33.33	37.93	42.14	47.80	2.08	2.07	1.90	2.09
新华保险-A	48.61	65.72	77.12	88.16	100.89	3.13	2.94	3.09	3.40
中国太保-A	32.89	41.16	47.75	54.25	62.01	2.56	1.85	1.95	2.11
证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	人民币	2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
中国平安-A	72.50	1.10	1.00	0.86	0.74	1.64	-0.06	-3.92	-7.53
中国人寿-A	33.07	0.99	0.87	0.78	0.69	-0.13	-2.35	-4.78	-7.06
新华保险-A	48.61	0.74	0.63	0.55	0.48	-5.46	-9.69	-12.79	-15.39
中国太保-A	32.89	0.80	0.69	0.61	0.53	-3.24	-8.01	-10.96	-13.77
证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	人民币	2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
中国平安-A	72.50	8.17	7.83	8.84	10.14	36.83	41.72	48.01	55.03
中国人寿-A	33.07	2.06	1.78	2.13	2.62	14.29	15.92	17.56	19.59
新华保险-A	48.61	4.67	4.58	5.06	5.65	27.07	32.59	33.05	34.47
中国太保-A	32.89	2.88	2.56	2.81	3.07	18.55	22.37	23.88	25.29
证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	人民币	2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
中国平安-A	72.50	8.87	9.26	8.20	7.15	1.97	1.74	1.51	1.32
中国人寿-A	33.07	16.04	18.59	15.51	12.64	2.32	2.08	1.88	1.69
新华保险-A	48.61	10.42	10.61	9.60	8.60	1.80	1.49	1.47	1.41
中国太保-A	32.89	11.41	12.87	11.70	10.71	1.77	1.47	1.38	1.30

资料来源：保险公司历年财报，WIND，海通证券研究所（基于 2021 年 04 月 30 日收盘价）

# 信息披露

## 分析师声明

孙婷 银行行业, 非银行金融行业  
李芳洲 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 兴业银行, 中信银行, 第一创业, 江苏银行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中国人寿, 汇丰控股, 国泰君安, 苏州银行, 上海银行, 重庆银行, 兴业证券, 中国银行, 招商证券, 常熟银行, 中国银河, 华安证券, 华泰证券, 中国平安, 工商银行, 平安银行, 中国财险

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:	类 别	评 级	说 明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准:	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
A 股市场以海通综指为基准; 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。		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

## 法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通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。

## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓 勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
联系人  
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com  
李 俊(021)23154149 lj13766@htsec.com

金融工程研究团队  
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队  
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其薇(021)23154167 wqw12576@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
邵 飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com  
王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com

策略研究团队  
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com  
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
联系人  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com  
杨 锦(021)23154504

中小市值团队  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王固沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队  
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业  
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱红军(021)23154143 zjh10419@htsec.com  
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业  
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
彭 婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业  
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com  
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com

公用事业  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com  
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

批发和零售贸易行业  
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com  
高 瑞(021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

互联网及传媒  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
联系人  
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com

有色金属行业  
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业  
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

**电子行业**

周旭辉 zxh12382@htsec.com  
 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
 联系人  
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

**煤炭行业**

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com  
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

**电力设备及新能源行业**

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com  
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com  
 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

**基础化工行业**

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com  
 联系人  
 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张峰青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com  
 联系人  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

**非银行金融行业**

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
 联系人  
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

**交通运输行业**

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com  
 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

**纺织服装行业**

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 周 丹 zd12213@htsec.com  
 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com  
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com  
 联系人  
 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

**建筑工程行业**

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

**军工行业**

张恒晖 zhx10170@htsec.com  
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
 联系人  
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

**银行行业**

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com  
 联系人  
 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com  
 联系人  
 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

**造纸轻工行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com  
 联系人  
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

## 研究所销售团队

**深广地区销售团队**

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160  
 oymc11039@htsec.com  
 巩柏合 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

**上海地区销售团队**

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com  
 张钧博 zjb13446@htsec.com  
 高 瑞 gr13547@htsec.com  
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com



海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com