

2010-07-18

行业研究 / 跟踪报告

非银行金融

增持/ 维持评级

广东地区保险调研简评与近期观点

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007

021-68498610 licong@lhqz.com

调研收获:

- 保费收入的增长还是非常强劲,新的增长点必将是银保渠道,今年将是成本相对较低,但是增速相对较为为的一年。(典型的蜜月期)今年在广东地区,我们所调研的保险公司都维持了较高的增长,基本上都维持了 30%以上的正增长。分公司都普遍表示目前的销售并没有出现瓶颈。我们维持整个行业未来 5 年内继续保持 15%左右的高复合增长率。
- 保险公司开始重视银保渠道的个险销售,普遍开始在银保渠道进行期缴保单的销售,目前这一块在前几位的保险公司进行的较为明显,例如:中国人寿、中国太保与新华人寿等。其中的例外是中国平安,中国平安目前在银保渠道的销售主要还是趸交产品,其对于期缴产品的销售主要还是在个险渠道。
- 银行目前的反应还处于初期,对于银行渠道所销售的期缴产品所收取的费用并不高(相对于保单价值),每家公司与银行都处于各自谈判的状态,大的保险公司处于明显的优势,有些银行并没有要求对续期保费收取手续费,或者收取也是较低的水平,我们相信对于大多数公司而言,其销售费用可能低于个险渠道,但是这种状况能维持多久将是下一个疑问,但是根据我们的判断在未来的 1 年内这种状况还不太容易改变。
- 银信业务的暂停,导致银行的中间业务收入降低,银行为了减少其带来的损失,在一定程度上也需要加大对于保险的销售,在未来的 1 年内也将促进保费的销售。
- 调研的多家分公司都普遍表示,目前公司的人力成本出现了一定的上升趋势,特别是代理人的队伍,人均的招募费用出现了明显的上涨。
- 普遍反映,目前的个险渠道保单主要还是靠推销出去,保户对于保单的价值认识并不是很清楚,买保单的最大可能性还是对于代理人的信任,因此,对于传统险而言,普遍表示,即便定价利率放开,降价并不能有效的刺激出消费。
- 退保影响应该很小,主要逻辑在于,如果保户退保,其可能遭受惩罚性扣费和新买保单的再扣费影响,不太容易退保。

后附此次调研情况的一些详细总结

2010-07-18

行业研究 / 跟踪报告

非银行金融

增持/ 维持评级

广东地区保险调研简评与近期观点

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007

021-68498610 licong@lhqz.com

我们的近期观点:

受传统保单定价利率放开的消息的影响, 近期保险在短期内都遭受到了较大的跌幅, 中国太保下跌了 10.4%, 中国人寿下跌了 11.5%, 接下来的问题是值得我们思考的, 保险是否还要下跌, 或者说这个事件的反应是否已经过激, 是否有修复的可能性?

结合在上周对于保险行业的调研, 以及在近期自己对于保险的进一步分析, 我们的观点如下:

- 1、传统险定价利率的放开, 影响偏负面毋庸置疑,** 在我们这次对广东地区的调研, 反应已经非常明显, 即便保险公司对传统保单进行降价, 由于产品之间总有些差异, 因此保单的可比较性较差, 同时对于传统保单的销售, 主要还是取决于保户对于营销员和公司品牌的信任, 降价也较难刺激出有效需求。根据我们在调研中的反馈, 保险公司也较难对保单进行降价, 最有可能的方式是加大对于传统保单的保障范围, 达到变相的降价 (传统保单主要是医疗保险、重疾险及健康险等)。其最终对于保费量的影响将相对有限, 但是成本的上涨不可避免, 至于会上升多少很大程度还是取决于市场可能竞争达到的程度。但是由于目前市场传统保单的销售量毕竟有限, 我们认为其影响其实相对有限, 至少其对近两年的业绩几乎没有实质性影响, 但是其对于未来预期的变化的还是存在的, 从预期上来讲, 对于中国人寿的影响稍大, 其更主要的影响还是未来估值水平的下移, 如果竞争加剧。
- 2、商业车险利率市场化,** 从整个市场的发展来说, 无疑是一个好事, 但是对于公司而言, 也必将进入一个相对来说较低的利润率, 靠管理来赢取效益的阶段。但是其中带给我们的信号是非常值得我们注意的, 那就是偿付能力的监管, 以后保监会爹妈式的管理必将远去, 逐渐, 偿付能力的监管必将成为主流。这种模式既保证了企业的活力, 同时也杜绝了企业的恶性竞争。但是短期的阵痛是不可避免的, 市场化的进程不可逆转。
- 3、行业的趋势并没有改变:** 从我们此次调研的情况来看, 保险公司的保费收入情况依然保持强劲, 至少在未来的 1 年都仍将处于蜜月期, 成本相对有限, 但是总量上增速较快, 我们看好三家上市公司在未来的保费收入情况。
- 4、短期的最后一根稻草——中期业绩:** 从我们所了解的情况来看, 目前的市场对于中期的业绩的预期还是较为混乱的 (这里我们主要指大家对于净资产的预期)。所以, 从我们的判断而言, 中期业绩的逐渐明确将是保险股阶段性

2010-07-18

行业研究 / 跟踪报告

非银行金融

增持/ 维持评级

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000210020007

021-68498610 licong@lhzq.com

广东地区保险调研简评与近期观点

见底的一个标志。从我们的预期来看，相对一季度末，中国平安净资产在今年中报大约缩水 3% 左右，中国太保大约缩水 5.5%-6.1% 左右，中国人寿预计缩水 4%-5% 左右。所以目前而言，市场距离这样的底部也越来越近，从时间点上来讲，大家目前应该考虑的问题是什么时候买入？我们认为，在短期保险股经过极具的调整后，在目前的位置已经没有必要再过渡悲观，从时间点上来讲，大家在中报业绩逐渐明朗的时候，将是较好的长期买入时点。

- 5、较低的估值成为支撑因素：目前三家保险公司的估值都已经相对较低，基于对 2010 年业绩的预期，从 P/EV 的角度来看，中国平安、中国太保、中国人寿的倍数分别为：1.83 倍、1.54 倍、1.9 倍。其对应的一年期新业务价值倍数分别为：11 倍、10.5 倍和 14.5 倍。即便是最为保守的 P/B，目前也仅为：3.31 倍、2.11 倍和 2.74 倍。较低的估值，已经使目前的保险股具有了较好的安全边际，从相对长期的角度来讲，目前的保险股已经到了非常便宜的阶段，我们认为可以逐渐介入。长期我们依然维持“增持”的评级，对于短期而言，我们依然维持“中性”的评级，但是经过短期的急剧反映，我们开始偏乐观，但是时间点上，我们选择中报的明朗作为标志。

附：

广东地区保险公司调研简报

总体而言，此次调研，我们基本上取得了我们预期的效果，即强化了我们以前对于保费收入仍将持续增长的判断，同时也获取了一些市场一线的资料，以及市场上正在演变趋势。我们相信这些所见的趋势在未来也将为市场逐渐所知。

调研的背景

在目前的阶段，虽然市场仍处于权益类市场急剧反映的阶段，但是当市场逐渐趋于平缓之后，市场的焦点也仍将转移到保险公司的保费收入上来。

从战略的角度来讲，广东省的发展比较早，同时其经济也相对发达，因此一直排名全国保费收入的首位，同时在中国保险业产生的种种变革，也基本是从广东开始的。广东是平安的发源地，是其财险和寿险的 1 类机构，广州、深圳是平安 A 类干部的大本营。广东财险是太保财险系统中最重要分公司。广东也是国寿保费收入最主要分公司。

因此，此次我们选择了中国平安、中国太保、中国人寿的广东分公司，此外还有国内的某知名保险中介机构，国内某著名的外资保险公司以及国内寿险业的一个新贵。从这样的一个角度，我们将能够较为全面的了解整个行业的情况。

表：广东保险业 2010 年前 5 个月保费情况

月份	财产险	财险同比 增长	寿险	寿险同比 增长	意外伤害 险	健康险
5 月	230,103	27%	568,816	41%	20,026	42,489
4 月	235,163	22%	617,510	34%	21,689	44,791
3 月	263,752	28%	983,268	23%	24,330	60,026
2 月	164,943	17%	840,298	26%	10,926	33,173
1 月	365,866	38%	1,082,883	79%	21,141	54,909

资料来源：CIRC、华泰联合证券

表：全国主要地区保费收入情况

地区	保费总收入	地区	保费总收入	地区	保费总收入
全国合计	67,370,612	全国合计	16,495,575	全国合计	46,829,267
江苏	5,746,921	江苏	1,308,103	江苏	4,131,880
广东	5,686,102	广东	1,259,827	广东	4,092,776
北京	4,322,965	浙江	1,085,686	北京	3,129,056
上海	4,091,696	山东	1,027,312	河南	3,006,948
山东	3,843,006	河北	859,277	上海	2,974,847

资料来源：CIRC、华泰联合证券

从市场占比来看，前 5 个月，广东总保费收入占全国总保费收入 8.4%，寿险占比 8.7%，

财险占比 7.6%。

表：广东历年的保费情况

	财产险	人身险	再保
2009	8.6%	8.3%	8.7%
2008	9.0%	8.9%	9.0%
2007	8.9%	9.3%	8.7%

资料来源：CIRC、华泰联合证券

表：广东保费主要地区收入排名

地区名称	财产险	人身险	再保	其他
全省合计	1,728,085	5,036,371	132,851	299,875
广东省 - 广州市	419,310	1,321,345	38,843	108,951
广东省 - 深圳市	468,258	943,595	34,740	64,486
广东省 - 东莞市	182,409	521,179	11,648	23,228
广东省 - 佛山市	163,461	461,316	13,132	26,040
广东省 - 中山市	64,035	271,428	6,001	11,625
广东省 - 江门市	51,649	253,737	4,942	6,459
广东省 - 汕头市	31,853	186,497	2,427	4,831
广东省 - 珠海市	52,796	180,101	4,153	6,436
广东省 - 惠州市	46,882	164,253	3,890	6,901
广东省 - 茂名市	22,048	117,119	1,802	3,220

资料来源：CIRC、华泰联合证券

表、3 家机构基本市场占有率情况分析如下：

机构名称	保费收入	市场占有率	排名	占比
国寿股份粤分	1,588,524	18.2%	第 1 位	36.3%
太保寿粤分	219,017	74.6%	第 5 位	5.0%
平安寿粤分	785,552	30.0%	第 2 位	17.9%
财险				
太保财粤分	226,086	40.3%	第 3 位	17.3%
平安财粤分	290,386	50.8%	第 2 位	22.2%

资料来源：CIRC、华泰联合证券

调研成果：

保费收入仍将维持高速：

广东地区的保费收入在过去几年都维持了较高的增速，在 2006 年到 2009 年 4 年期间保费收入维持了 27% 的复合增长率，在今年的上半年，各家保险公司的保费收入都较为理想，基本上都维持了 30% 以上的增速。同时都表示目前的高速保费增长依然能够维持。

从我们此次的调研的感受而言，我们较为认可这种观点，主要考虑因素如下：

- 1、目前保险的销售覆盖还是相对较低，在整个广东地区，保费收入的销售主要还是集中在广州、东莞、佛山等相对较大的城市。而对于三级城市或者更低级别的城市相对覆盖较少，在这一点上，中国人寿的优势还是较为明显，但是其被后来者侵入的趋势越来越明显，因此，换一个角度而言，可能中国人寿从深度上的挖潜可能相对较难，而其他保险公司，这一块的扩张空间非常大。
- 2、保险公司的保费销售的概念发生变化，银保渠道才刚刚打开。目前的保险产品加大了在银行渠道的销售，其在银行渠道的销售，主要还是依靠其较为稳定的相对较银行利率的收益，很多人购买的保险基本上都是将其用来替代存款。
- 3、各家公司目前才基本上算刚刚开始销售银保渠道的期缴产品，虽然这部分产品，目前大多以 3-5 年期的缴费为主，但是未来续期保费必然使保费收入的持续性得以提高。
- 4、银信合作的暂停，一定程度上也刺激了保单的销售，银行也希望通过银保渠道多销售保险产品的方式来提高自己的收入。

总体而言，我们之所以认为未来的保费收入能够持续的核心点还是银保渠道的挖潜，从目前经济相对发达，保费挖掘相对充分的广东地区来看，目前对于银行渠道的挖掘都还是处于刚刚起步的阶段，不可否认，未来的保费收入增长的核心力量还是来自于银保渠道。因此，得渠道者得天下。

银保期缴保单，新的增长点

从我们此次的调研看来，目前的几个巨头都非常重视银保渠道的期缴产品的销售，在这一块上，除了中国平安外，其他的几个都以开始竞争。但是整体而言，目前这一块都还是处于刚刚起步的阶段，由于银保渠道进行个险的销售，其对销售人员的要求还是相对较高，因此保险公司不得不进行销售前的培训，这些都需要一段时间的沉淀。其他公司要参与进来竞争毕竟需要对银行的销售人员进行培训，其要产生真正的效用，还需要一定的时间。

从目前的角度来看，最能支持银保期缴保单的理由就是，目前保单的理财吸引力在银行内部地位已经大大提高。由于近几年保险公司所给予的分红率都不低，保险产品的回报率再经过销售人员的宣传已经远超过银行存款的回报水平，因此越来越多的人将保险作为一个重要的理财手段，这一点在银行内部才刚刚开始，特别是银信暂停之后，银行有更大的动力来推动这一块的销售。

大公司议价能力明显超过小公司

根据我们的判断，保险公司未来比较依靠银保渠道来进行保单的销售，那么银行收取的费用将成为公司盈利多少的关键。

在我们这次调研中，发现一个非常有趣的现象，无论是中小保险公司还是国内的保险业巨头跟银行的合作都是靠分开谈判而定的，也就是说，目前的个案性还是相对较强的。即便是同一个保险公司跟同一银行的不同分行之间，其谈成的提成机制都不同。例如，对于在银保渠道卖出的期缴产品，有的银行需要对续期保费进行提成，有的银行却并不进行持续性提成。

但是整体而言，我们发现了一个趋势，大的保险公司在跟银行的谈判中，其占据着明显的优势，其得到的费率也相对较低，利润在整个广东地区，中国人寿的银保渠道所给予的手续费可能是最低的，银行在一定程度上也是向着中国人寿的品牌所能带来的销售量，正是这样的正向循环，大的保险公司占据着较为明显的优势。

从我们这次对保险中介机构的调研也验证了这个阶段，在委托中介结构进行销售的公司中，中小公司明显要给予更高的中介手续费。

银行处于反映初期，其收取费用相对合理

银行正在从原来帮基金公司销售趸交产品向帮基金公司销售期缴产品的过程当中，而这当中对于手续费的提取，其还没有进入恶性要价的阶段，特别是银信产品暂停之后，银行对于销售保险产品提高中间业务的诉求也使其降低了谈判的能力，在这次调研中，有家公司对我们表示，目前通过银行渠道进行个险期缴保单的销售，其所产生的费用甚至低于其在个险渠道的费用（包括招募、培训等等费用）。

从目前各家公司所反映的情况看来，有越来越多的保险公司开始重视银保渠道的期缴保费的销售，不可避免的未来成本的上涨将是必然，但是我们判断在未来的1年内这种上涨的势头还不明显，因此，目前仍处于一个相对的蜜月期。

代理人队伍建设出现一定瓶颈——成本端上升明显

在我们此次的调研中所走访的所有公司都无一例外的给我们表示，目前的个人代理人非常难招，并且有部分公司都出现了代理人人数的负增长，伴随着对代理人的需求，不可避免的是，代理人的招募成本出现了明显的上涨，其中伴随的主要原因如下：

- 1、广东地区的民工荒
- 2、物价的较快上涨
- 3、市场竞争的主体增多

上面的三个原因是代理人成本上涨的主要理由，在此次调研中，有公司给我们举了一个实例，以前公司招募一个新人的成本大约在2300左右，而目前成本已经上升到3000左右了，上涨的幅度还是较为明显的。

一方面公司招募代理人的成本出现了明显的上涨，与此同时在分公司层面，分公司十分希望能够实现帮代理人缴纳4险1金，以此来达到对代理人的维系。我们此次也了解到，管理层对于这件事也正在考虑知州，不排除未来推行这件事情的可能。在此次的调研中，我们发现有的公司目前也已经开始试点，但是目前所采取的模式是所有的缴费都是来自于代理人的提成，因此，保险公司自身并不需要额外的负担，但是如果未来的放开是需要公司也负担一部分的话，那么也有可能再次提高公司的成本，加大公司的负担。

定价利率放开并不影响传统险销售

对于这个问题，我们认为应该通过两个层面来看：

- 第一，定价利率方式对于销售需求的影响
- 第二，定价利率方式是否会引起退保的产生

对于销售的影响：

在此次调研中，当我们向各家公司询问此问题时，其回答都大同小异，都不认为目前的传统险的销售对价格敏感。普遍反映，目前的个险渠道保单主要还是靠推销出去，保户对于保单的价值认识并不是很清楚，买保单的最大可能性还是对于代理人的信任，因此，对于传统险而言，普遍表示，即便定价利率放开，降价并不能有效的刺激出消费。

对于退保的影响：

在保户层面：

首先，由于退保罚金的存在，保户并不会出现大规模的退保，同时由于新购保单的前期扣费也会在一定程度上限制住保户退保。购买传统保险的客户最关心的并不是价格，而是公司品牌和服务质量。服务质量不好，只靠价格竞争并不是保险公司的生存之法。多家公司的销售主管都表示了这样的观点：最能够吸引客户的是公司强大的品牌和良好的服务质量，与之相比，客户对价格的敏感性是第二位的。毕竟这些产品保户也无法比较。

在公司层面：

同一公司，很难发生新产品通过退保行为替代老产品的现象，公司会主动规避因新产品费率过低，客户退掉老产品购买新产品的可能性。

一方面，退保，尤其是大规模退保是一种对公司声誉的打击，无论对保监会监管、公司自身、投资者都会有负面的印象，因此，公司有主动规避该风险的动力。

另一方面，过多的退保也是对公司老产品盈利性的伤害。

因此，公司在新产品定价时很有可能会主动考虑到避免退保的情形。

从销售人员的角度，恶意引导退保是不正当销售行为

市场上仍有另一种担心，销售人员恶意引导客户退保老保单购买新保单，以赚取更多的佣金。

通过我们对公司的调研了解到，这种恶意引导客户退保的行为是一种违反销售人员操守的销售行为，公司内部或是保监会对这种行为都持否定态度，会对这种行为作出处理。而销售人员出于自身信誉的考虑，也不会采取这种极端的销售方式。因此，依靠这种被限制的行为引起大规模退保的可能性不大。

因此，我们认为传统险定价利率放开引起退保潮的可能性相对较小。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com