

行业报告

保险

寿险渠道专题之二

推荐

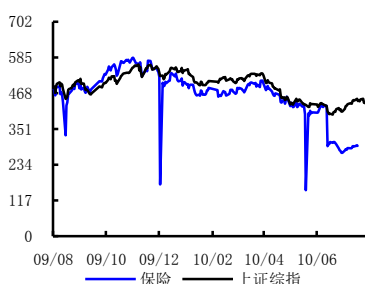
(维持评级)

2010年9月2日

本报告的独到之处

- 代理人渠道正面对银保、电销、网销的竞争。
- 解决之道：高附加值银保+新渠道。

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《险资投资渠道放开快评：若达到政策上限，可提升投资回报率 50BP》——2010-8-6

《传统险预定利率自由化快评：整体影响可控，个股差异较大》——2010-7-12

《保险行业快评：750 日移动平均国债收益率的影响有望低于市场预期》——2010-7-9

分析师：邵子钦

电话：0755-82130468

E-mail: shaozq@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040001

分析师：童成墩

电话：0755-82130513

E-mail: tongcd@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号：S0980210040010

行业专题报告

金字塔结构的挑战

● 零售金融竞争将是保险、银行、证券相互融合的综合实力的竞争。

是银行网络、保险代理人队伍、电销、网销在内的多渠道竞争，争夺的目标就是日益增长的“家庭钱包”。

● 直属代理人渠道正面对银保、电销、网销的竞争。

中国保险代理人渠道总保费占比从 05 年的 43% 降至 10 年上半年的 28.8%。保监会建议用 5 年左右时间对营销员队伍进行多元转化，目前有 4 个转型方向：保险公司或保险中介公司的销售员工、以保险公司为用人单位的劳务派遣公司员工、个人保险代理人。从台湾、日本、法国的经验来看，银保渠道是不可忽视的后发力量。

● 客户需求变化也要求渠道变革。

随着人均 GDP 提升、人口结构老化、理财意识增强、成熟度提高，客户保险需求呈现以下特征：由被动购买到主动购买、由复杂产品到简单产品、由单品购买到资产配置、由高佣金渠道向低佣金渠道转移。

● 应对之道：高附加值银保+新渠道。

只有与银行深度融合，提升产品附加值，才能提高银保渠道效率。印度 ICICI 通过新渠道用 10 年时间快速成长为印度第二大银行的经验告诉我们：新渠道未来具有巨大潜力。平安产险通过电话车险的先发优势，市场份额超越太保，位居第二。

● 推荐银保、新渠道有所准备的中国平安。

从行业层面，我们看好寿险资产负债未来 3 年翻一倍的前景，以及预期明年投资环境好转，给予“推荐”评级。从公司层面，代理人渠道正在面对银保和新渠道的竞争。平安通过收购深发展，在理论上具备银行和保险深度融合的条件；同时在电销、网销等新渠道方面，凭借完善的运营平台已有所突破。给予“推荐”评级。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

重点公司盈利预测及投资评级

名称	NBEV (元)		EV (元)		NBM (倍)		P/EV (倍)		投资评级
	09A	10E	09A	10E	09A	10E	09A	10E	
中国人寿	0.6	0.7	10.1	11.2	19.6	16.0	2.2	2.0	谨慎推荐
中国平安	1.6	2.1	21.1	25.8	15.8	9.9	2.2	1.8	推荐
中国太保	0.6	0.7	11.6	12.9	20.9	15.7	2.0	1.8	谨慎推荐

内容目录

一、直属代理人渠道面临挑战.....	4
1.1 面临银保、电销、网销的竞争	4
1.2 保监会建议用 5 年左右时间对营销员队伍进行多元转化.....	4
1.3 从海外经验看，银保渠道是强劲竞争对手	5
二、客户需求变化也要求渠道变革.....	7
2.1 由被动购买到主动购买	7
2.2 由复杂产品到简单产品	8
2.3 由单品购买到资产配置	8
2.4 由高佣金渠道向低佣金渠道转移.....	9
三、应对之道：高附加值银保+新渠道.....	9
3.1 与银行深度融合，提升产品附加值	9
3.2 新渠道具有后发优势	9
四、推荐银保、新渠道有所准备的中国平安	11

图表目录

表 1: 中国寿险、产险总保费渠道构成	4
图 1: 中国保险营销员数量及增长率	4
表 2: 台湾新业务首年保费占比	5
图 2: 台湾寿险公司直属代理人数量	5
图 3: 日本寿险直属代理人和代理机构销售人员（千人）	6
图 4: 法国寿险业银保渠道总保费占比	6
图 5: 美国个人寿险新业务首年保费渠道构成	7
图 6: 英国长期险保费渠道结构（2008）	7
图 7: 北京人均 GDP 和人均寿险保费线性关系	8
图 8: 上海人均 GDP 和人均寿险保费线性关系	8
图 9: 中国正步入人口老龄化	8
表 3: 寿险佣金或手续费/总保费	9
表 9: 2010 年相对估值	11

零售金融发展到今天，已不再是单一系列的产品营销，及细分子行业的内部竞争，而越来越体现出跨行业特征，比如银行卖保险，保险代理人推信用卡，证券投资顾问、银行财富管理中心和保险经纪人都将未来定位于帮助客户进行资产配置和提供财务咨询服务。未来的竞争是包括银行网络、保险代理人队伍、电销、网销在内的多渠道竞争，未来的竞争是跨越监管条线的保险、银行、证券相互融合的综合实力的竞争，而争夺的目标就是日益增长的“家庭钱包”。

一、直属代理人渠道面临挑战

1.1 面临银保、电销、网销的竞争

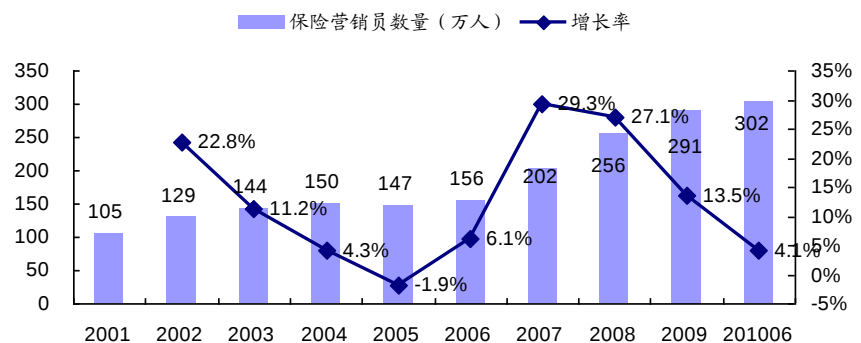
中国保险营销员（直属代理人）渠道总保费占比从 2005 年的 43% 降至 2010 年上半年的 28.8%，而兼业代理（主要是银行）占比则从 25.6% 上升至 40.7%，其他渠道保费占比则稳定在 20% 左右。

表 1：中国寿险、产险总保费渠道构成

项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010H1
保险代理公司	2.0%	1.9%	2.7%	2.8%	3.0%	2.4%
保险经纪公司	2.1%	2.2%	2.4%	2.5%	2.2%	1.6%
保险兼业代理	25.6%	28.2%	31.9%	42.4%	40.1%	40.7%
保险营销员	43.2%	47.0%	45.4%	34.5%	37.1%	28.8%
其他渠道	27.0%	20.6%	17.7%	17.8%	17.7%	26.6%
总保费	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：CIRC、国信证券经济研究所

图 1：中国保险营销员数量及增长率



资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

1.2 保监会建议用 5 年左右时间对营销员队伍进行多元转化

2009 年保监会发布了《关于改革完善保险营销体制机制的意见（征求意见稿）》，建议用 5 年左右时间，通过区域试点和逐步推进的方式，对保险营销员队伍

进行多元转化。

目前规划的4个转型方向包括：保险营销员可以成为保险公司的销售员工、保险中介公司的销售员工、以保险公司为用人单位的劳务派遣公司员工，以及符合保险法规定的个人保险代理人。

1.3 从海外经验看，银保渠道是强劲竞争对手

从台湾、日本、法国的经验来看，银保渠道是不可忽视的后发力量，而美国、英国则以经纪人、独立金融顾问为主渠道。

台湾：1996 年开启银行保险业务，2005 年在首年保费中占比 37.5%，2008 年和 2009 年提升至 47.8%和 63.2%。

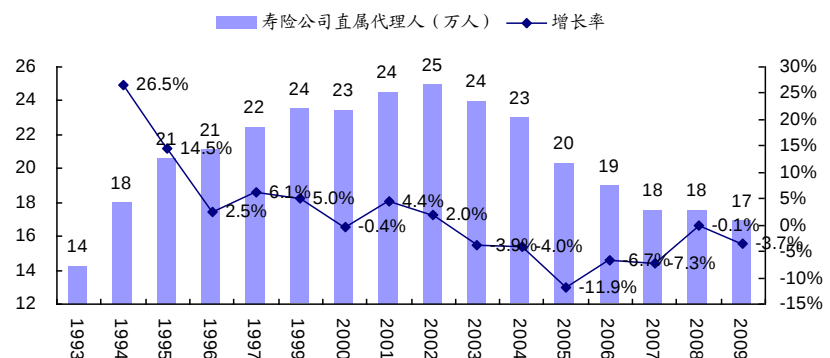
直属代理人曾是台湾最早的寿险业务渠道， 代理人数量 2002 年达到最高峰的 25 万人，2007 年个险在首年保费中占比达最高峰的 62%，但到 2010 年上半年降至 32.7%。

表 2：台湾新业务首年保费占比

FYP	2005	2006	2007	2008	2009	2010H
寿险公司	58.5	60.1	61.8	49.2	33.9	32.7
银保渠道	37.5	35.7	34.4	47.8	63.2	63.9
经纪和代理渠道	4.0	4.1	3.8	3.0	3.0	3.4
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：台湾人寿保险同业公会，国信证券经济研究所

图 2：台湾寿险公司直属代理人数量

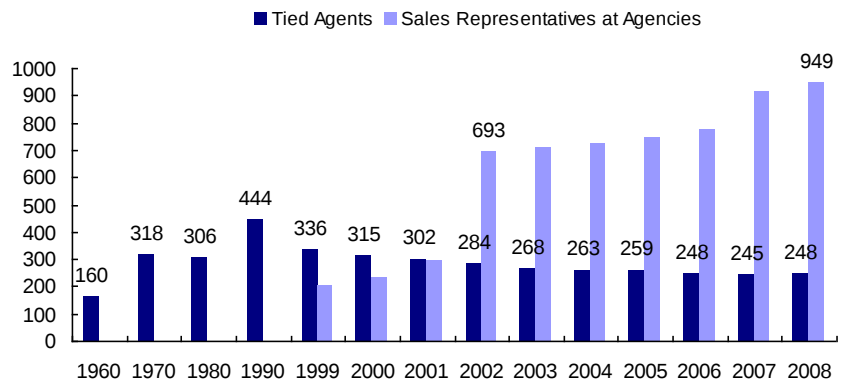


资料来源：台湾人寿保险同业公会，国信证券经济研究所

日本：2002 年消除银行销售保险的禁令，银行驻点数量迅速上升，银行等代理机构销售人员数量迅猛增长。

1960-1990 年直属代理人曾是日本寿险业主要销售渠道，人数在 1990 年达到最高峰 44 万人，之后开始逐步下降，2008 年降至 25 万人。

图 3: 日本寿险直属代理人和代理机构销售人员（千人）



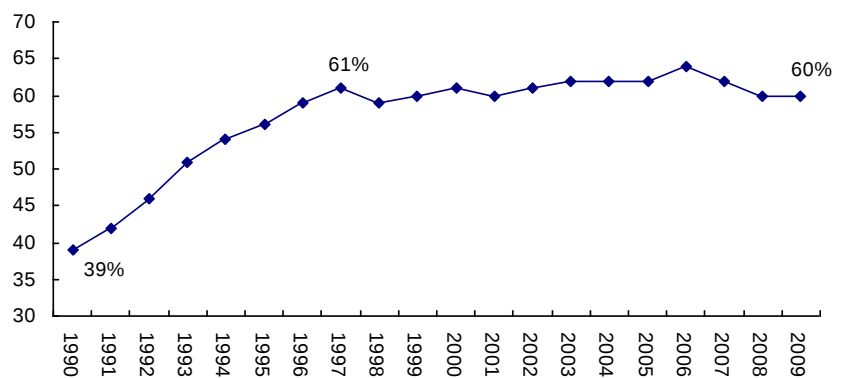
资料来源：国信证券经济研究所

法国：银保在总保费中占比从 1990 年的 39% 升至 1997 年的 61%。

1995 年以前，法国的人寿保险产品可以享受几种税收优惠，包括保费中高达 25% 的金额可减免税收，8 年后可减免资本收益所得税，并在大部分情况下减免遗产税。

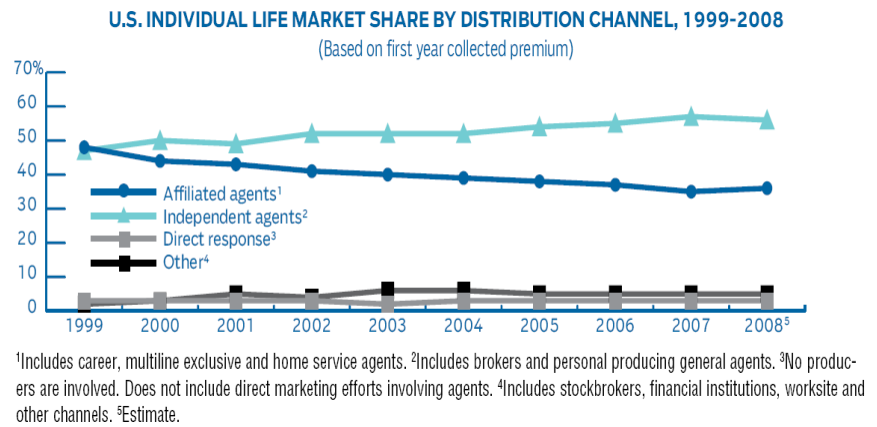
银行保险公司借助税收优势推出简单、低成本、长期的储蓄型保险产品。尽管 1995 年以后，开始逐渐撤去税收优惠政策，但银保产品逐渐向复杂产品渗透，仍维持 60% 以上的总保费占比。

图 4: 法国寿险业银保渠道总保费占比



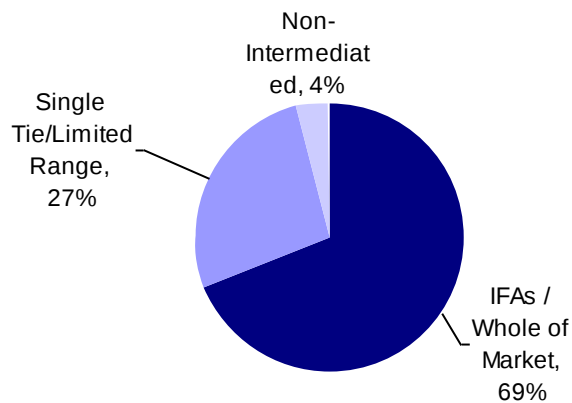
资料来源：国信证券经济研究所

图 5：美国个人寿险新业务首年保费渠道构成



资料来源：III、国信证券经济研究所

图 6：英国长期险保费渠道结构（2008）



注：IFAs(独立金融顾问)、Single Tie/Limited Range(单一或有限代理人)

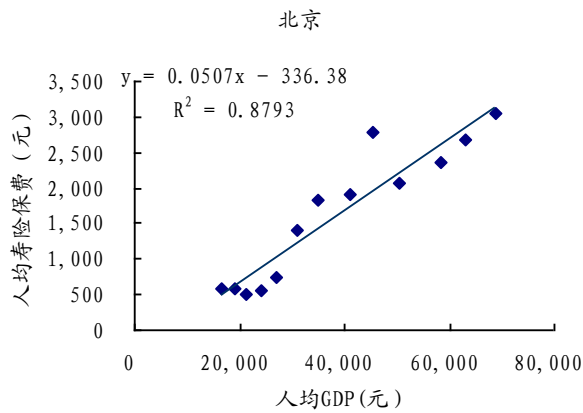
资料来源：ABI、国信证券经济研究所

二、客户需求变化也要求渠道变革

2.1 由被动购买到主动购买

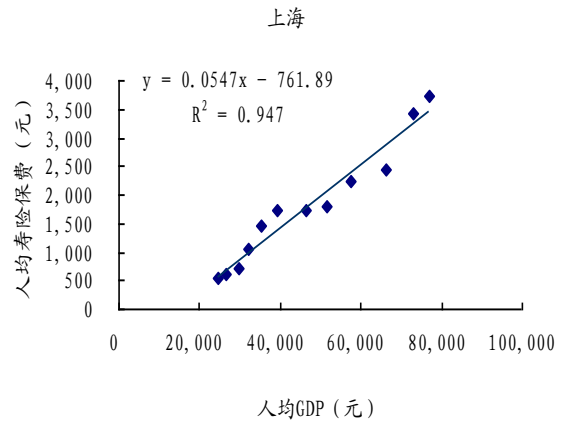
随着人均 GDP 提升和人口结构老化，人们的保险意识也逐步增强。用简单的话来说，就是有钱人的命更值钱，而且随着年龄增长，收入预期的下降，为了保证生活品质不下降，就需要为未来做更多的储备。这一点从全球经验来看，就是人均 GDP3000 美金至 10000 美金的时候，保费收入出现 S 型曲线加速上升。从北京、上海经验来看，寿险保费收入与人均 GDP 具有显著的线性关系。

图 7：北京人均 GDP 和人均寿险保费线性关系



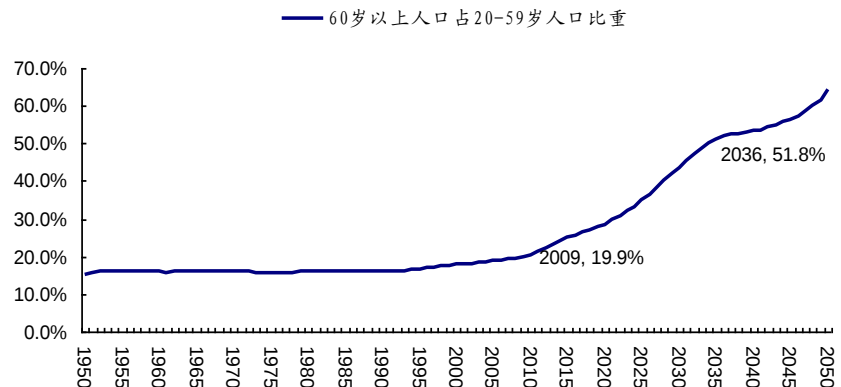
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 8：上海人均 GDP 和人均寿险保费线性关系



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 9：中国正步入人口老龄化



资料来源：联合国、国信证券经济研究所

2.2 由复杂产品到简单产品

随着人们投资意识的增强和理财知识的日益丰富，会越来越倾向于购买简单易懂的产品。就像当人们口味提升后，越来越倾向于吃自助餐，从而替代套餐盒饭一样。原来复杂捆绑的产品可能会细分为更清晰简单的产品，任由客户自由组合。

2.3 由单品购买到资产配置

从成本最小化角度出发，客户将越来越倾向于对金融产品通过货比三家后一站式购齐。一方面，逐步树立资产配置理念，在分散风险的同时，提高收益。另一方面，更倾向于采用成本低、便捷度高的银保渠道，以及电销、网销等新渠道。

2.4 由高佣金渠道向低佣金渠道转移

在各类渠道中，直属代理人渠道、代理机构、经纪机构佣金相对偏高，分别为11%、13%和11%，比较而言银行渠道佣金具有很大优势。随着代理人渠道产品复杂度的降低，以及银保渠道产品复杂度的提升，佣金率也会向中间水平靠拢。

表 3: 寿险佣金或手续费/总保费

	寿险营销员	银行	代理机构	经纪机构
2007	15.2%	3.2%	9.0%	6.9%
2008	15.1%	3.3%	12.4%	6.6%
2009	14.9%	3.7%	12.9%	9.9%
2010H1	12.1%	3.5%	12.6%	11.7%

资料来源：CIRC、国信证券经济研究所

三、应对之道：高附加值银保+新渠道

3.1 与银行深度融合，提升产品附加值

目前的银保产品相对简单，偏重储蓄功能，内含价值贡献低，主要利润被银行赚取。未来只有将保险营销员植入银行网点，卖保障功能多一点、相对复杂一点的产品，才能改变这种局面，同时也会提高银行渠道的运行效率。这一点平安与建行等大型银行正在尝试，规模尚小。

3.2 新渠道具有后发优势

印度 ICICI 通过新渠道实现增长奇迹。1997 年印度工业信贷投资银行（简称 ICICI）开始提供网上银行服务，2008 年网上银行使用量占比达到 21%，ATM/POS 机和手机/电话银行使用量占比分别为 37%和 30%。相比之下，传统渠道的使用量占比则由 2000 年 94%降至 2008 年的 7%。通过新渠道 ICICI 利用 10 年时间快速成长为印度第二大银行，规模仅次于印度国家银行。虽然中国 IT 普及率（尤其乡镇）不及印度，但随着经济的发展和客户使用习惯的改变，新渠道降低成本、快捷方便的优势会赢得越来越多的客户。

表 4: ICICI 银行迅速成长为印度第二大银行

项目	FY 2002	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010
ROA	0.2%	1.1%	1.2%	1.3%	1.2%	0.7%	0.7%	0.7%	1.0%
ROE	4.0%	16.4%	19.5%	18.7%	14.2%	11.3%	7.6%	7.4%	8.8%
杠杆	16.6	15.6	16.1	14.0	12.1	15.9	10.6	10.0	9.2
总资产增长率	—	2.4%	19.5%	36.5%	55.4%	42.2%	23.1%	-0.6%	1.4%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

表 5: ICICI 银行新渠道占比迅速提升

Channel	Usage 2000	Usage 2008
Branches	94%	7%
ATMs & POS terminals	3%	37%
Internet	2%	21%
Call centre & mobile banking	1%	30%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所

平安产险通过电话车险的先发优势，市场份额超越太保，位居第二。来自平安产险的数据显示：电话车险 07 年以来连续三年增长超过 100%，今年上半年同比增长 243%，续保率 70.7%。电话车险 15% 的价格优势正在冲击传统车险渠道，平安产险市场份额从 09 年 12.9% 提升至今年上半年的 14.4%。同时综合成本率降至 96.5%。

表 6: 平安产险保费结构

单位：百万	保费		占比		同比
	2009H	2010H	2009H	2010H	增长率
机动车辆保险	13,378	22,990	71.3%	76.1%	71.8%
非机动车辆保险	4,418	6,169	23.5%	20.4%	39.6%
意外与健康保险	968	1,032	5.2%	3.4%	6.6%
合计	18,764	30,191	100.0%	100.0%	60.9%

资料来源：公司数据、国信证券

表 7: 平安产险综合成本率

项目	2009H	2010H	变化
赔付率	43.00%	40.70%	-2.30%
费用率	58.20%	55.80%	-2.40%
综合成本率	101.20%	96.50%	-4.70%

资料来源：公司数据、国信证券

表 8: 产险市场份额

公司	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月份	2010 年 1-7 月份
人保股份	41.6%	39.9%	39.0%	38.8%
平安产险	10.9%	12.9%	14.4%	14.4%
太保产险	11.4%	11.4%	13.0%	12.9%
前 5 大合计	75.5%	74.1%	74.4%	74.3%
前 10 大合计	85.1%	85.0%	85.7%	85.5%
中资合计	98.8%	98.9%	99.0%	99.0%
外资合计	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%

资料来源：CIRC、国信证券

四、推荐银保、新渠道有所准备的中国平安

在看好保险行业发展前景的同时，更看重银保、新渠道方面有所准备的中国平安。代理人渠道正在面对银保和新渠道的竞争。平安通过收购深发展，在理论上具备银行和保险深度融合的条件；同时在电销、网销等新渠道方面，凭借完善的运营平台已有所突破。我们相信机会总是给有准备的人。

从行业层面，我们看好寿险资产负债未来3年翻一倍的前景，以及预期明年投资环境的好转，给予“推荐”评级。从公司层面，因平安机制灵活、银保和新渠道准备充分、资产配置能力强，给予“推荐”评级。

表 4：2010 年相对估值

代码	公司	股价 (元)	每股 NBEV (元)	每股 EV (元)	EPS (元)	BVPS (元)	PE (倍)	PB (倍)	P/EV (倍)	NBM (倍)	评级
601628	中国人寿	22.4	0.70	11.18	1.00	7.63	22.3	2.9	2.0	16.0	谨慎推荐
601318	中国平安	46.5	2.09	25.80	2.05	14.51	22.6	3.2	1.8	9.9	推荐
601601	中国太保	23.7	0.69	12.89	0.81	9.29	29.4	2.5	1.8	15.7	谨慎推荐

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	