

行业报告

保险

推荐

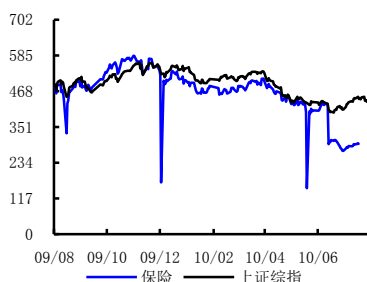
(维持评级)

2010年9月2日

本报告的独到之处

- 产能低是代理人队伍增速放缓原因之一。
- 提升产能路径：提高人员素质和交叉销售。

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

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。

行业专题报告

富士康的启示

● 富士康事件的大背景是刘易斯拐点的到来。

富士康的基本工资将于 10 月 1 日提高到 2000 元/月，且“两班制”转成“三班制”。受此影响的不单是制造业，还有代理人队伍。

● 代理人队伍增速放缓。

队伍增长是一年新业务价值增长的核心动力之一。但代理人同比增速由 2007 年的 29.3%，逐步下降到 2008 年的 27.1%，2009 年 13.5%。直接后果是个险占比由 2005 年的 43% 下降至 2010 年上半年的 28.8%。

● 放缓原因是人均产能低。

产能决定收入，收入决定增员。07 年-09 年寿险行业代理人月均收入分别为 1864 元、1502 元和 1566 元，低于富士康深圳员工调整后的基本工资。

● 面对老龄化和刘易斯拐点的解决之道是提高产能。

从代理人在总人口中的占比来看，保守估计还有 0.8 倍增长空间。但要面对刘易斯拐点和老龄化，即人力资源的紧缺，人力要向高回报的领域流动。只有提升产能，才能解决长期发展问题。

● 提升产能路径：提高人员素质、实现交叉销售。

在人员素质不变的情况下，提高人均产能是缓慢而困难的。高素质人员留存的关键是不同队伍之间的隔离。美国富国银行的经验告诉我们：1. 时间越久的客户购买交叉销售的产品数量越多。2. 随着交叉销售产品数量增长，收入呈几何级数增长。3. 交叉销售可以增加客户粘性，降低资金成本，提高 ROA 水平。

● 推荐产能提升路径清晰的中国平安。

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优于今年，给予“推荐”评级。从公司层面，代理人增员困难是行业共同面临的难题。而在这方面平安未雨绸缪，并在提升人员素质、交叉销售的实践中取得了一定成果。给予“推荐”评级。

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

资料来源：公司资料和国信证券预测

内容目录

一、富士康事件只是冰山一角	4
二、代理人队伍增速放缓	4
2.1 队伍增长是一年新业务价值增长的核心动力之一	4
2.2 2007 年以来代理人队伍增速明显放缓	4
2.3 直接后果是个险占比降低	5
三、放缓原因：人均产能低	5
3.1 产能决定收入，收入决定增员	5
3.2 提升产能是面对增长瓶颈的唯一对策	6
四、提升产能路径：提高素质、交叉销售	7
4.1 提高人员素质的关键是不同队伍之间的隔离	7
4.2 交叉销售有利于队伍留存和提高产能	7
五、推荐产能提升路径清晰的中国平安	10

图表目录

图 1: 我国保险营销员数量及增长率.....	4
表 1: 总保费渠道构成 (产险+寿险)	5
表 2: 人均产能比较.....	5
表 3: 保险营销员平均年收入 (税前)	6
表 4: 保险营销员税负整体偏高.....	6
表 5: 营销员占人口比重	7
图 2: 中国人口增长率	7
图 3: 富国银行: Cross-sell for wholesale banking products per relationship.....	8
图 4: 富国银行: Retail bank household cross-sell.....	8
图 5: 富国银行: Long relationships have higher cross-sell and revenue.....	9
图 6: 富国银行分部结构	9
图 7: 富国银行分部结构	9
表 7: 富国银行财务指标	9
表 8: 2010 年相对估值	10

一、富士康事件只是冰山一角

背景资料：8月18日富士康副总裁程天纵在媒体见面会上说，富士康深圳地区的工人经考核合格后，基本工资将于10月1日提高到2000元/月，内陆其他城市的富士康工人工资将根据当地物价水平而定。员工每月加班时数从80小时要逐步降到36小时，把原来的“两班制”转成“三班制”，在成本大幅增加的情况下，要想保证效益，就必须大幅度提高效率和品质。

富士康事件暴露的不仅仅是企业管理、社会公平、产业链利润划分的问题，它的大背景是刘易斯拐点的到来。受此影响的不单是制造业，还有以人力资本为核心要素的平均工资水平不高的代理人队伍。

二、代理人队伍增速放缓

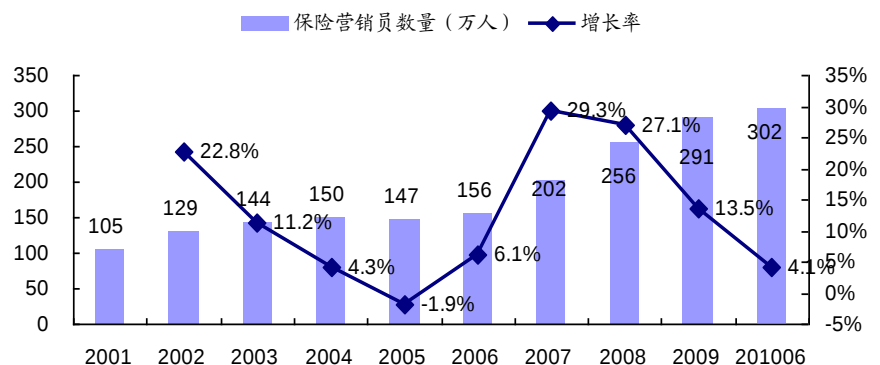
2.1 队伍增长是一年新业务价值增长的核心动力之一

一年新业务价值增长有赖于两个变量：一是代理人队伍的净增长，二是人均产能的提升。因代理人整体素质提升较慢，人均产能在现有业务结构下提升的空间有限，所以一年新业务价值增长更多要依赖队伍规模增速。

2.2 2007年以来代理人队伍增速明显放缓

据保监会统计，保险营销员数量同比增速由2007年的29.3%，逐步下降到2008年的27.1%，2009年13.5%，2010年6月的4.1%。（较09年底）目前保险营销员13个月的留存率平均只有30%左右，两年留存率不到15%。

图 1：我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

2.3 直接后果是个险占比降低

面对银行网点、新渠道等的挑战，营销员渠道总保费占比从 2005 年的 43.2% 下降至 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%，成为主要的保费来源。

表 1: 总保费渠道构成（产险+寿险）

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

三、放缓原因：人均产能低

3.1 产能决定收入，收入决定增员

产能是收入的基础，代理人收入低于富士康员工。代理人以佣金为主要收入来源，产能是收入的基础。07 年-09 年寿险行业代理人佣金总额分别为 395 亿元、406 亿元、484 亿元，人均年收入为 2.24 万元、1.80 万元、1.88 万元，人均月收入分别为 1864 元、1502 元和 1566 元，低于富士康深圳员工调整后的基本工资，也低于国家统计局公布的城镇单位就业人员平均劳动报酬（07-08 年年收入分别为 2.47 万元、2.89 万元）。2007 年以来寿险代理人平均收入非但没有增长，反而下降。

代理人税负重于普通员工。由于营销员代理人身份特征需要双重缴纳营业税和个人所得税，对于月收入低于 5000 元的人群，税负明显高于普通员工。

面对双重压力：增员困难和其他渠道竞争。整体收入偏低、税负高、没有社保，完全靠佣金提成，增员难以为继，同时还要面对银行物理网点，以及电销、网销等新渠道的竞争。

表 2: 人均产能比较

项目	中国人寿	中国平安	中国太保
寿险营销员（万人）			
2008 年底	71.6	35.6	22.6
2009 年底	77.7	41.7	25.4
个险新单规模保费（百万）			
2008	39,344	20,025	6,776
2009	34,664	27,781	7,763
2009 年人均新单规模保费（元/月）	3,870	5,990	2,695

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所

表 3: 保险营销员平均年收入（税前）

年份	营销员数量（万人）		营销渠道保费（亿元）		营销员佣金（亿元）		人均年保费（元）		人均年收入（元）	
	寿险	产险	寿险	产险	寿险	产险	寿险	产险	寿险	产险
2007	176.7	24.8	2596.2	597.7	395.2	49.0	146,924	241,133	22,363	19,764
2008	225.2	30.9	2681.1	698.9	405.7	64.6	119,072	226,275	18,019	20,915
2009	257.7	32.9	3250.6	876.3	484.2	86.4	126,154	266,258	18,792	26,248
2010H1 年化	263.3	39.1	1832.7	473.2	221.26	41.0	139,237	241,998	16,810	20,942

资料来源：CIRC、国信证券经济研究所

表 4: 保险营销员税负整体偏高

假设个人月收入（元）	1000	2000	3000	4000	5000	10000
保险营销员税负测算						
营业税金及附加（月收入*5.5%）	55	110	165	220	275	550
应纳税额（收入-展业成本-营业税金及附加）	545	1090	1635	2180	2725	5450
所得税（不考虑社保）	0	0	0	9	47.5	392.5
营业税金及附加+所得税	55	110	165	229	322.5	942.5
税负	5.50%	5.50%	5.50%	5.73%	6.45%	9.43%
非保险营销员税负测算						
所得税（不考虑社保）	0	0	75	175	325	1225
税负	0.00%	0.00%	2.50%	4.38%	6.50%	12.25%

注：国税总局规定佣金的 40%作为展业成本，免征个人所得税。

资料来源：CIRC、国信证券经济研究所

3.2 提升产能是面对增长瓶颈的唯一对策

从代理人在总人口中的占比来看，保守估计还有 0.8 倍增长空间。以台湾为参照，静态尚有 2.8 倍的增长空间，考虑目前我国城镇化率为 46.6%，而台湾全部城镇化，做个调整也还有 0.8 倍的增长空间（即 133474 万人*46.6%*0.73%-258 万人=196 万人）。

当然我们要面对人口老龄化的压力。参照联合国人口预测数据，我国 2012 年 20-59 岁人口增长率开始低于总人口增长率，2021 年开始负增长，代理人队伍需要面对人口结构调整的压力。

面对长期老龄化压力的唯一对策还是提高人均产能。无论是老龄化，还是刘易斯拐点的出现，其本质都是人力资源的紧缺，这就意味着人力要向高回报的领域流动，衡量人力回报的基础就是人均产能。只有提升产能，才能提高对人力的吸引力，从而解决长期发展问题。

表 5: 营销员占人口比重

	中国大陆 (09)	台湾 (09)	日本 (08)	韩国(09)	美国 (08)
人口 (万人)	133,474	2,311	12,769	4,888	30,406
寿险营销员 (万人)	258	17	120	16	91
寿险营销员占人口比重	0.19%	0.73%	0.94%	0.34%	0.30%

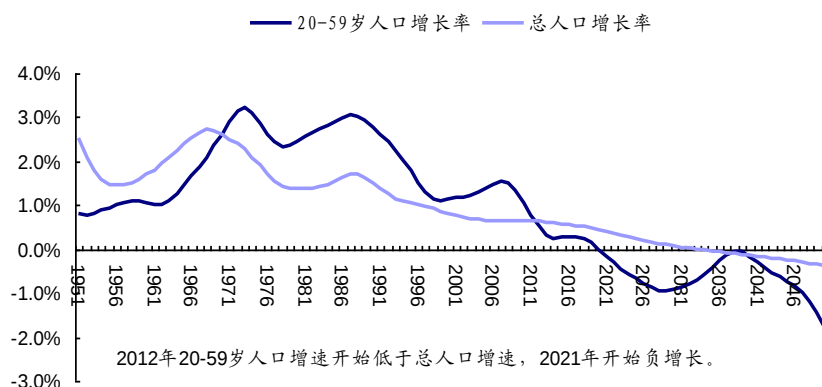
注: 台湾寿险营销员为寿险公司代理人, 不包括经纪和代理公司代理人。

日本寿险营销员为直属代理人+在代理机构驻点的销售代表。

美国寿险营销员为代理人、经纪人及相关服务人员合计

资料来源: 各国行业协会、国信证券经济研究所

图 2: 中国人口增长率



资料来源: 联合国、国信证券经济研究所

四、提升产能路径: 提高素质、交叉销售

4.1 提高人员素质的关键是不同队伍之间的隔离

在人员素质不变的情况下, 提高人均产能是缓慢而困难的。我们在今年 5 月份调研中国平安南京分公司的时候, 曾与一个独特的由大学毕业生组成的代理人团队进行座谈。虽然这个队伍的培育期比较长, 但是他们的绩效明显高于其他团队。其成功的原因之一是与其他代理人的隔离。根据自身特点形成独特的团队管理风格和管理模式。

4.2 交叉销售有利于队伍留存和提高产能

所谓交叉销售, 就是在立足寿险行业的同时, 通过销售其他非寿险产品, 在零售金融里切更大的蛋糕。

交叉销售的好处: 一是, 帮助新人留存, 提高留存率。从平安经验来看, 相

对于复杂的个险产品来说，信用卡作为标准产品更容易被客户所接受，通过销售信用卡可以帮助新人留存。平安信用卡接近 60%都是代理人销售的。二是，通过一个客户多个产品，提升服务效率，提高人均产能。预计目前代理人收入中的 10%左右来自非寿险业务，这一比例还在持续上升中。

表 6: 平安交叉销售情况

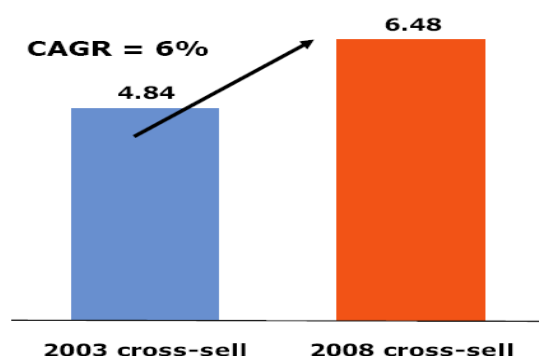
项目	2009 年		2010 上半年	
	金额	占比	金额	占比
产险业务保费收入	5,635	14.5	4,091	13.6
企业年金受托业务	623	7.5	679	17.7
企业年金投资管理业务	671	7.4	388	6
信托计划	5,650	4.5	6,174	11.6
银行公司业务存款（年日均余额增量）	2,509	10.4	4,200	22
银行公司业务贷款（年日均余额增量）	788	5.2	3,000	17
信用卡（万张）	124	56.5	67.9	61.9

资料来源：公司数据、国信证券

美国富国银行的经验告诉我们：

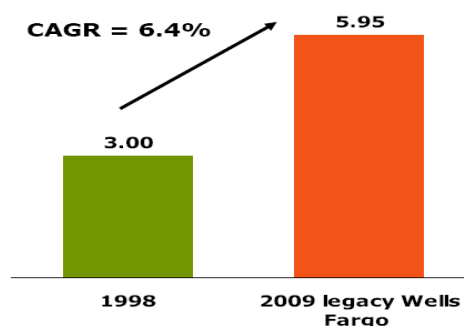
1. 时间越久的客户购买交叉销售的产品数量越多。
2. 随着交叉销售产品数量增长，收入呈几何级数增长。
3. 交叉销售可以增加客户粘性，降低资金成本，提高 ROA 水平。

图 3: 富国银行: Cross-sell for wholesale banking products per relationship



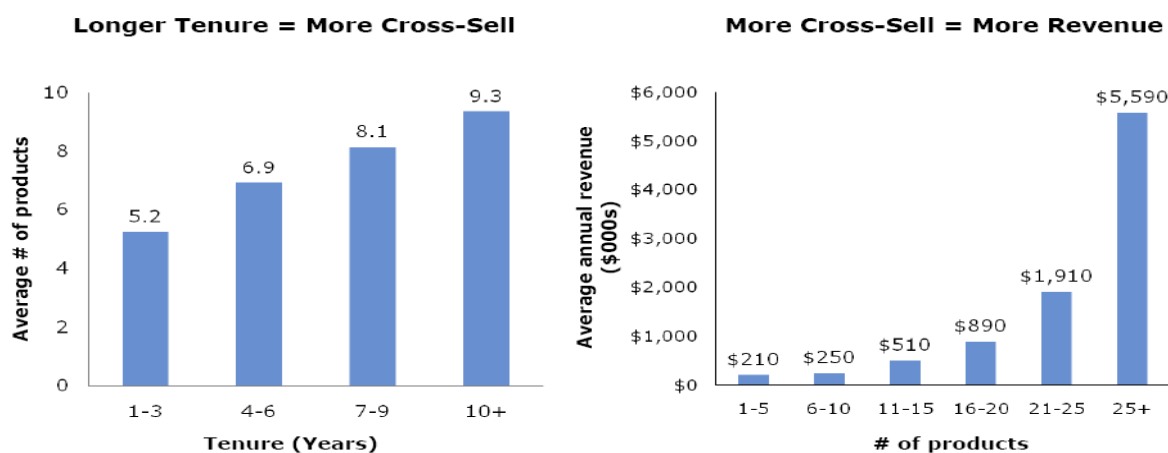
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 4: 富国银行: Retail bank household cross-sell.



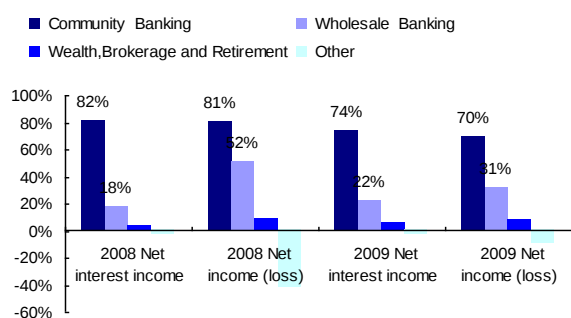
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 5: 富国银行: Long relationships have higher cross-sell and revenue



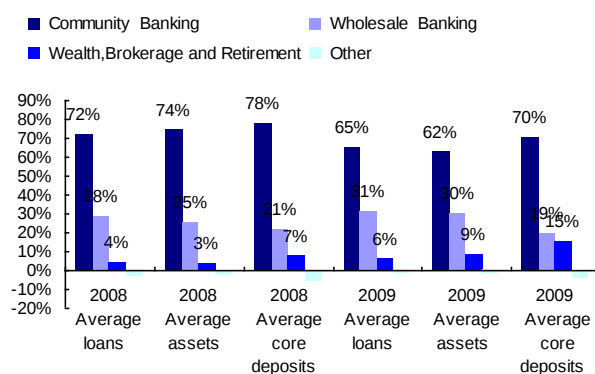
资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

图 6: 富国银行分部结构



资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

图 7: 富国银行分部结构



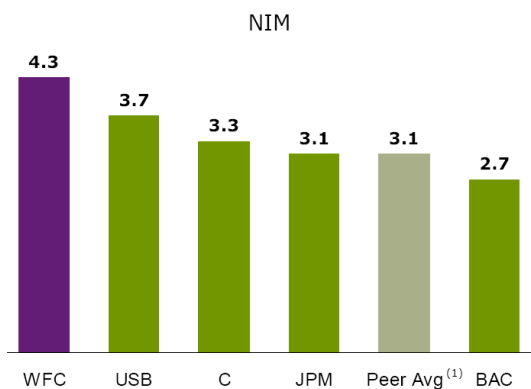
资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所

表 7: 富国银行财务指标

项目	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ROA	1.0%	1.7%	1.5%	1.1%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.4%	0.2%	1.0%
ROE	9.8%	16.7%	15.2%	12.6%	17.9%	18.0%	18.5%	18.9%	18.4%	16.9%	2.7%	11.0%
杠杆	10.0	10.1	10.3	11.3	11.5	11.3	11.3	11.8	10.5	12.1	13.2	11.1
总资产增长率		7.5%	13.0%	12.9%	13.6%	11.1%	10.3%	12.6%	0.1%	19.4%	127.6%	-5.0%

资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

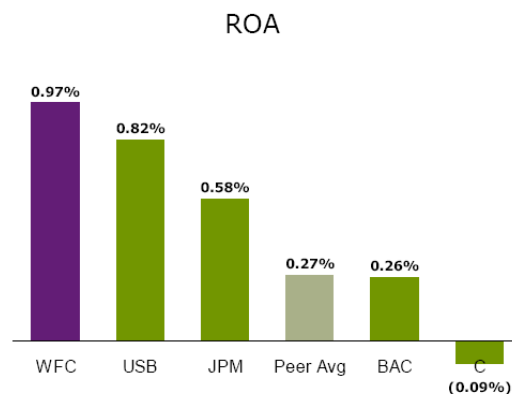
图 8: 富国银行 NIM



Full year 2009, Peer includes BAC, BBT, C, COF, FITB, JPM, PNC, RF, STI, USB

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 9: 富国银行 ROA



Full year 2009, Peer includes BAC, BBT, C, COF, FITB, JPM, PNC, RF, STI, USB

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

五、推荐产能提升路径清晰的中国平安

在看好保险行业发展前景的同时, 更看好具有产能提升空间的中国平安。代理人增员困难是行业共同面临的难题。解决之道是提升人均产能。而在这方面平安未雨绸缪, 并在提升人员素质、交叉销售的实践中取得了一定成果。

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优于今年, 给予“推荐”评级。从公司层面, 因平安机制灵活、提升产能路径清晰、资产配置能力强, 给予“推荐”评级。

表 8: 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

免责条款

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	