

动态报告/行业快评

保险

《关于改革完善保险营销员管理体制的意见》快评

推荐

(维持评级)

2010年10月25日

渠道改革初探，短期影响中性

分析师： 邵子钦 0755-82130468 shaozq@guosen.com.cn SAC 执业证书编号：S0980210040001
分析师： 童成墩 0755-82130513-1326 tongcd@guosen.com.cn SAC 执业证书编号：S0980210040010

事项：

10月21日保监会发布《关于改革完善保险营销员管理体制的意见》，提出保险营销员管理体制改革的总体思路：“稳定队伍、提升素质、创新模式”。要点包括：

①**稳定队伍+提升素质**。各保险公司和保险中介机构依法理顺和明确与保险营销员的法律关系。要规范公司招聘行为。要缩减保险营销队伍组织管理层级。要逐步转变人力和规模考核导向的利益分配机制，激励考核向基层绩优人员，向业务质量倾斜。要加强保险营销队伍建设，加大对保险营销员的教育培训投入和力度。要改善保险营销员的收入水平和福利待遇。

②**创新模式**。鼓励鼓励保险公司加强与保险中介机构合作，建立起稳定的专属代理关系和销售服务外包模式。鼓励保险公司投资设立专属保险代理机构或者保险销售公司。鼓励包括外资在内的各类资本投资设立大型保险代理公司和保险销售公司。

评论：

■ **代理人渠道改革将是漫长的渐进过程，短期影响中性。**主要判断依据：

一是，目前客户认知的是公司品牌。由于社会诚信体系尚未建立，保险经纪公司和代理公司拓展业务相对艰难。截至2010年上半年，全国共有保险专业中介机构2538家。其中，保险代理公司1856家，保险经纪公司381家，保险公估公司301家。保险经纪公司和保险代理公司的保费占比仅为4%。

二是，代理人队伍的独立性尚待培育。由于单一代理制下，代理人非常依赖保险公司在招聘、培训、品宣、中后台的全面支持，脱离保险公司自立门户现阶段存在一定难度，也很难具有谈判能力。若保险公司投资设立专属保险代理机构或保险销售公司，增强了独立性，但并不会对保险公司盈利产生实质性影响。

■ **渠道改革是大势所趋，长期导致行业分化。**渠道改革大势所趋的判断依据：

一是，在诚信的前提下，保险代理机构更具中立性和代表客户利益。

二是，由代理人渠道的金字塔结构决定，与其他渠道相比成本偏高。

行业分化的展望：

一是，保险经纪公司和代理公司迎来良好发展时机。有望在小基数上快速增长，但整体规模短期内难有优势。

二是，具有品牌力的保险公司，将在与中介机构的谈判中具有明显的竞争优势。

三是，具有渠道创新能力的公司将脱颖而出。保险行业正在步入E行销时代，不仅有中介机构的竞争，更有银保、电销、网销的竞争。因时而变的公司有望在未来行业高成长阶段获得更大市场份额。

■ 具有 27%-57% 的上涨空间，维持行业“推荐”评级。

人寿、平安、太保 2011 年估值分别为 35.5 元/股、102.1 元/股、34.4 元/股。寿险假设贴现率 10%-11%、长期投资回报率 4.7%-5.0%、21-24 倍新业务乘数，产险、银行、证券按 2 倍 PB，信托、集团及其他按 1 倍 PB 计算，人寿、平安、太保 2011 年估值分别为 35.5 元/股、102.1 元/股、34.4 元/股，分别较目前股价有 31.3%、57.1%、27.1% 上涨空间。维持中国平安“推荐”评级、中国人寿和中国太保“谨慎推荐”评级。

注：我们曾在 9 月 2 日发表过两篇关于保险营销的报告——《富士康的启示》和《金字塔结构的挑战》，指出面对代理人队伍放缓和新渠道竞争，保险公司应对之道是：提高产能+拓展新渠道。

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

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：保险股绝对估值

单位：百万/元	2010E			2011E		
	中国人寿	中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
国信证券假设下估值						
贴现率假设	10.0%	11.0%	11.0%	10.0%	11.0%	11.0%
长期投资回报率假设	5.5%	5.5%	5.2%	5.5%	5.5%	5.2%
未来 5 年 NBEV CAGR	15.0%	18.0%	15.0%	15.0%	18.0%	15.0%
5 年后永续增长率	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
新业务乘数（倍）	24	24	21	24	24	21
每股寿险调整后净资产	6.3	7.6	4.6	7.5	9.4	5.4
每股寿险有效业务价值	6.0	10.0	4.0	7.1	12.7	5.1
每股寿险一年新业务价值	0.78	2.09	0.73	0.87	2.64	0.85
每股寿险内含价值	12.3	17.7	8.6	14.6	22.1	10.5
每股寿险评估价值	31.1	66.8	23.8	35.5	84.2	28.2
每股非寿险业务价值	0.0	16.0	5.9	0.0	17.9	6.2
每股价值	31.1	82.8	29.7	35.5	102.1	34.4
每股价值/股价	15.1%	27.4%	9.8%	31.3%	57.1%	27.1%
投资评级	谨慎推荐	推荐	谨慎推荐	谨慎推荐	推荐	谨慎推荐

注：非寿险业务中，产险、银行、证券按 2 倍 PB 估值，集团及其他业务按 1 倍 PB 估值

资料来源：公司数据、国信证券研究所

表 4：保险股相对估值

代码	名称	价格	NBEV（元）		EV（元）		NBM（倍）			P/EV（倍）			P/B（倍）	投资评级
		（元）	10E	11E	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	10E	
601628	中国人寿	27.1	0.70	0.78	11.7	13.9	27.1	22.0	17.0	2.7	2.3	1.9	3.34	谨慎推荐
601318	中国平安	65.0	2.09	2.64	26.6	31.9	27.3	18.3	12.5	3.1	2.4	2.0	4.23	推荐
601601	中国太保	27.1	0.69	0.80	13.4	15.5	26.7	19.9	14.5	2.3	2.0	1.8	2.77	谨慎推荐

资料来源：公司数据、国信证券研究所

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

分析师承诺:

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，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

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。