

竞争格局将发生改变

——关于“农行拟控股嘉禾人寿”的点评

事件

农业银行 2011 年 2 月 11 日晚公告：董事会审议通过了《关于入股嘉禾人寿保险股份有限公司的议案》，农行拟认购嘉禾人寿保险股份有限公司新发行股份 1,036,653,061 股，认购金额约为人民币 25.92 亿元，每股 2.5 元。交易完成后，农行所持股份占嘉禾人寿股份总额的 51%，将成为其控股股东，交易须经相关监管部门审批。

研究结论

- 第一、未来 3—5 年，银行系保险公司的保费规模将随分公司数量的增加而超常规发展，市场份额迅速提高。
- 第二、长期依赖银保渠道而没有独立业务渠道的一些中小保险公司可能将面临困境。
- 第三、长期来看，上市保险公司的银保渠道业务也将受到冲击，但代理人数量上的优势，以及保险产品复杂的特性，使得上市保险公司仍然具有较强的竞争优势。
- 结论：渠道策略领先的公司将成为长期竞争中的胜出者。中国平安控股深发展，自建银行渠道，代理人渠道优势明显，因此在长期竞争中更占优势。

投资建议：

鉴于行业估值的安全边际较高，维持行业“看好”评级。

维持平安和太保买入评级，维持国寿增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师
8621-63325888 × 6084
Jinlin1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209120209

联系人

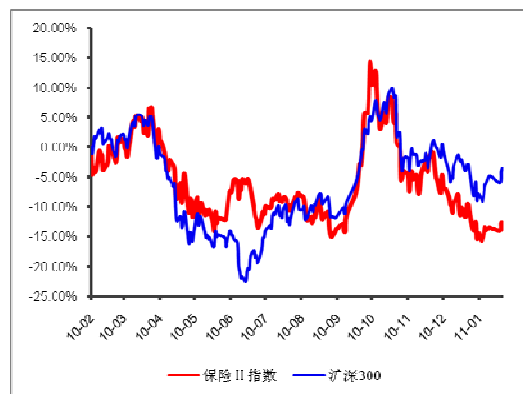
李海锋
8621-63325888 × 6083
lihaifeng@orientsec.com.cn

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股

行业 保险

报告发布日期 2011 年 02 月 14 日



重点公司盈利预测及投资评级

EPS	09A	10E	11E	股价	评级
中国人寿	1.16	1.25	1.37	21.37	增持
中国平安	1.89	2.34	3.51	49.97	买入
中国太保	0.95	0.99	1.57	22.62	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

一、银行系保险公司的现状

1、农行拟控股嘉禾人寿的概况

嘉禾人寿基本情况：嘉禾人寿总部在北京，是全国性人寿保险公司，成立于 2005 年 12 月 19 日，目前已有分支机构 264 家，其中省级分公司 15 家，中心支公司 71 家，营销服务部 178 家，服务网络覆盖中国主要经济区域（见图 1）。增资前股本 9.96 亿股。

农行基本情况：截至 2010 年 6 月 30 日，农行拥有 23,560 家分支机构，覆盖全国 100% 的省级行政区、100% 的地级市以及 99.5% 的县级行政区，是唯一实现物理网点全面覆盖全部大中城市和县域市场的大型商业银行。2010 年代理保险费规模超过 1000 亿。

拟进行交易情况：农行拟认购嘉禾人寿保险股份有限公司新发行股份 10.37 股，认购金额为人民币 25.92 亿元，每股 2.5 元。交易完成后，农行将占嘉禾人寿股份总额的 51%，成为其控股股东。

图 1 嘉禾人寿分支机构情况



资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

2、银行系保险公司现状

- 五大国有银行中的四家都有自己的保险公司（包括待批准），且中国邮政拥有全资寿险公司

表 1 四大行各自拥有的银行系保险公司目前情况

银行系寿险公司	控股银行	持股比例	注册资本	分公司数量
嘉禾人寿（待批准）	农业银行	51%	20.33 亿	15 家
工银安盛（待批准）	工商银行	60%	12.05 亿升至 14.05 亿	7 家
建信人寿（拟用名）	建设银行	51%	8 亿	3 家
交银康联（2009 年）	交通银行	62.5%	2 亿升至 5 亿	1 家
中邮人寿（2009 年）	中国邮政	100%	5 亿	5 家
中荷人寿（2010 年）	北京银行	50%	9 亿升至 13 亿	6 家

资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

- 注册资本都在 5 亿以上，理论上在分公司设置上已经没有限制
- 中资保险公司的分公司开业速度非常快

表 2 中资保险公司分公司开业速度（截至 2010 年 12 月）

寿险公司	开业时间	分公司数量
嘉禾人寿	2005 年 12 月	15 家（13 家是 06、07 两年设立）
中邮人寿	2009 年 8 月	5 家（另有 3 家已批准筹建）
幸福人寿	2008 年 4 月	20 家
人保寿险	2005 年 11 月	32 家（其中 25 家是 2007 年下半年设立）
生命人寿	2003 年 9 月	29 家（其中 7 家是 2010 年设立）

资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

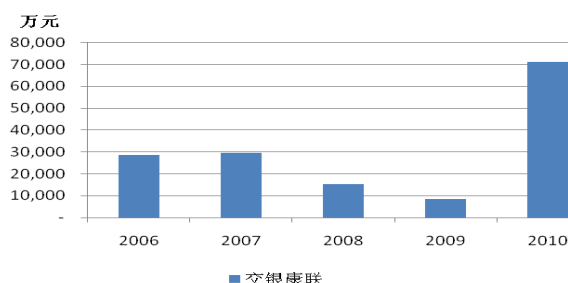
二、未来竞争格局的演变

1、3-5 年内，银行系保险公司将迎来超常规发展

- 一方面银行系保险公司之前因分公司数量较少，基数较低，而银行控股之后资本后盾强大，分公司数量在 3-5 年会有较快增长，尤其是中资银行系保险公司
- 另一方面，肥水不流外人田，银行控股之前这些公司在竞争中不占优势，而银行控股之后很自然的将重心倾斜到自己的子公司

以最早的银保系保险公司交银康联为例，交银康联在 2010 年 1 月开业，在只有上海一家分公司的情况下，2010 年保费 7.1 亿人民币，同比增长 748%（见图 2）。

此外，中邮人寿在 2010 年上半年开业 3 家分公司，2010 年下半年 4 季度另外 2 家分公司才开业，而 2010 年当年的保费规模就已达 20 亿人民币。与此同时，中邮人寿的另外 3 家公司又已经获批筹建。

图 2 交银康联 2010 年 1 月开业后的保费情况


资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

2、主要依赖银保渠道的中小公司将面临困境

银行系保险公司的快速推进，对于没有独立渠道的中小保险公司而言，竞争的结果将是非常残酷。

- 没有保费规模，因此也就没有规模效应，亏损可能出现
- 股东资本实力不雄厚或者股东认为无利可图，没有后续追加资本，偿付能力可能不足
- 偿付能力不足，进而投资和分支机构审批暂停，业务继续下滑

以上就是无独立渠道，完全依靠银保渠道的中小公司未来可能面对的问题。

3、上市保险公司仍能保持竞争优势

- 银保渠道业务将受到冲击

短期来看，上市保险公司在银保渠道还具有一定优势，因银行系保险公司在分公司没有完全建立之前更倾向于与大保险公司合作。

长期来看，银保渠道业务将随银行系保险公司分支机构的开设而逐渐萎缩。

- 代理人渠道业务仍能保持竞争优势

保险产品复杂的特性使得代理人渠道仍然有独特的优势，同时上市保险公司保险代理人数量上的优势也保证其竞争优势。

三、结论

渠道策略领先的公司将成为长期竞争中的胜出者。中国平安控股深发展银行，自建银行渠道，代理人渠道优势明显，因此在长期竞争中将更占优势。

维持行业看好评级。

维持中国平安和中国太保买入评级，维持中国人寿增持评级。

附图：相关上市公司近期资金流向





注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn