

保险：新规或为变额年金铺路

代理保险机构扩容规定的点评

保险 领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

2011-04-11

报告关键点：

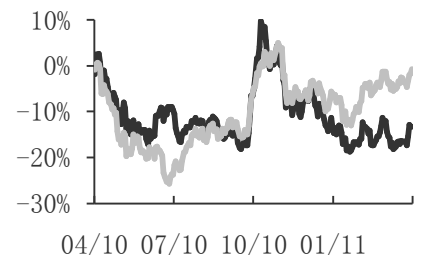
- 新规意在降低寿险对银行渠道的依赖及为变额年金铺路
- 除银行外，只有券商具备较强的分销网络
- 券商将主要销售变额年金及投连险，而不是储蓄型产品

报告摘要：

- 保监会发布《保险公司委托金融机构代理保险业务监管规定（征求意见稿）》，主要内容包括：1、将代理保险业务的金融机构从银行扩充到包括银行、证券公司等在内的非保险类金融机构；2、保险公司委托金融机构代理保险业务，应依法与金融机构签订书面委托代理合同；3、金融机构申请保险兼业代理资格，需经其主管的金融监管部门认可且具备开展代理业务的便利条件，其中全国性金融机构代理保险业务的，应向中国保监会申请保险兼业代理资格。
- 意在降低寿险对银行渠道的依赖及为变额年金铺路。2010年11月银监会下发《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》，2011年3月银监会和保监会又联合发布《商业银行代理保险业务监管指引》，均是力图规范银保业务。此次保监会允许除银行外的非保险金融机构代理保险业务，是此前监管态度和政策的延续，主要意图在于：1、降低寿险业务对银保渠道的依赖程度；2、为变额年金的推出铺路。
- 何为变额年金？变额年金一种将年金与变额保险特性相结合的产品，相当于国内的年金和投连险的结合。在通货膨胀时期，由于物价上涨使定额年金的货币购买力下降，为了抵御通货膨胀，变额年金在20世纪50年代应运而生并快速发展。变额年金分为四种，分别是最低年金给付保证（GMIB）、最低身故利益保证（GMDB）、最低累计利益保证（GMAB）和最低满期利益保证（GMWB）。
- 基金和变额年金、投连险具有较为类似的特征：1、产品均具备较高的投资性质，与股市的挂钩程度较高；2、投资者自担风险、自享收益。在美国，由于变额年金更多的是具备投资性质而非保险性质，变额年金的监管机构是美国证券交易委员会（SEC）而不是各州的保险监管机构。
- 券商将主要销售变额年金及投连险。在我国，券商的基金销售份额为10-15%，是基金的重要销售渠道。变额年金、投连险与基金性质较为类似，券商在保险代理业务方面将主要销售变额年金和投连险，而不是储蓄型产品。在美国，券商销售的变额年金的市场份额为13%，也是变额年金的重要分销渠道。
- 维持行业领先大市-A的投资评级，我们将密切关注变额年金推出对保险行业的影响，对保险股的排序为平安、太保和国寿。
- 风险提示：保费增速低于预期；投资环境发生较大改变。

首选股票	目标价	评级
601318 中国平安	72.0	增持-A
601601 中国太保	31.0	增持-A

12个月行业表现



— 保险 — 沪深300

杨建海

021-68765375
执业证书编号

首席行业分析师

yangjh@essence.com.cn
S1450511020022

报告联系人

贺立

021-68767803
heli@essence.com.cn

前期研究成果

保险：2010 年年报综述

2011-04-08

保险：评估利率年中见底是大概率事件

2011-04-06

保险：银保减速以对监管

2011-03-14

1. 保监会拟拓宽保险业务代理机构

1.1. 规定的主要内容

2011年4月8日，保监会发布了《保险公司委托金融机构代理保险业务监管规定（征求意见稿）》，主要内容包括：1、将代理保险业务的金融机构从银行扩充到包括银行、证券公司等在内的非保险类金融机构，即未来除银行和专业保险中介公司可代理保险业务外，证券公司、信托公司、租赁公司等皆可进行保险代理业务；2、保险公司委托金融机构代理保险业务，应依法与金融机构签订书面委托代理合同；3、金融机构申请保险兼业代理资格，需经其主管的金融监管部门认可且具备开展代理业务的便利条件，其中全国性金融机构代理保险业务的，应向中国保监会申请保险兼业代理资格。

我们认为本次征求意见稿出台的意义在于两个方面：1、降低寿险业务对银行渠道的依赖程度；2、为推出“变额年金”铺路。

1.2. 降低寿险业务对银行渠道的依赖

我国自2000年左右有明显的银保合作以来，得益于银行发达的营销网络以及较高的公众信用度，银保业务自2002年开始异军突起，当年银保业务在寿险总保费中的占比达到了22%。此后，银保渠道销售的保费在寿险保费中的占比逐步提升，至2008年开始超过个险成为寿险的主要营销渠道，据最新数据，银保渠道占我国寿险保费的比例高达50%。

目前我国银保渠道销售的产品较为简单，多为趸缴产品或3、5年的储蓄型产品及投连产品，对风险的保障能力较弱；由于银行网点资源的相对稀缺性，保险公司在开展银保业务的过程中往往依托价格战，使得银保渠道中恶性手续费竞争的现象较为严重；另外，部分银行和保险公司将银行保险产品与银行的储蓄产品混同销售，产生了销售误导的现象。

这些现象引起了监管层的关注，银监会和保监会在过去几年陆续发文对银保市场进行了规范。2010年11月，银监会下发《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》，规定保险公司不得再派员工驻点银行、银行不得与三家以上的保险公司合作销售保险产品，以此来避免销售误导，维护银行声誉；2011年3月，银监会和保监会联合发布《商业银行代理保险业务监管指引》，重申了保险公司人员不得派驻银行网点及加强代理费用管理、防止商业贿赂风险等监管条款。此次保监会允许除银行外的非保险金融机构代理保险业务，是此前监管态度和政策的延续，一个重要的监管目的在于降低寿险业务对银保渠道的依赖程度。

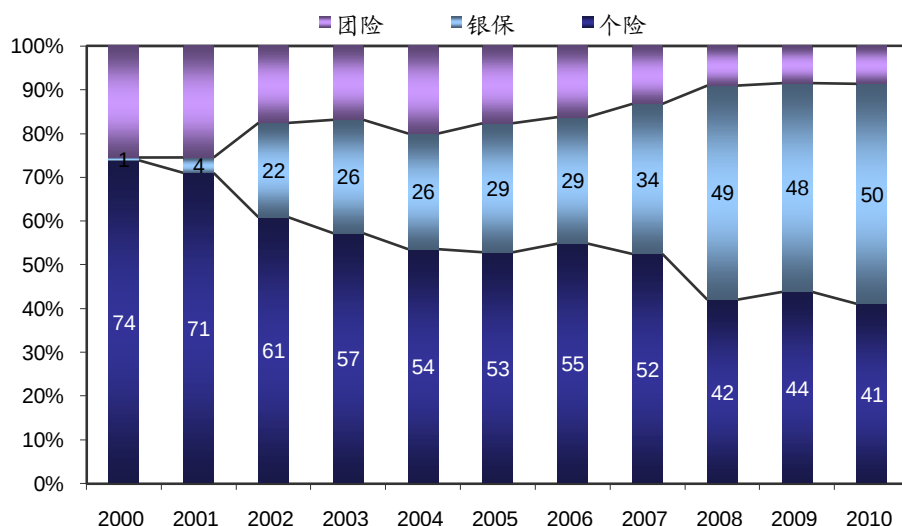
表1 关于银保业务的相关法规

时间	法规名称	解读
2006年6月	《关于规范银行代理保险业务的通知》	针对银保市场手续费恶性竞争、手续费支付方式不规范、部分网点存在销售误导的现象，保监会和银监会联合发文进行规范。
2008年5月	《关于提示人身保险银邮代理业务风险的通知》	部分保险公司盲目追求保费规模，手续费恶性竞争导致银保渠道费差损出现乃至不断扩大，保监会对此进行窗口指导。
2009年8月	《关于进一步加强结构调整，转变发展方式，促进寿险业平稳健康发展的通知》	针对银保占比较高、保险产品保障功能较弱的现状对保险公司进行窗口指导，要求保险公司优化业务结构，充分发挥寿险风险保障和长期储蓄功能。
2010年8月	《关于进一步规范银保专管员管理制度的通知》	要求银保专管员需由保险公司的正式员工担任，意在减少销售误导，规范银保销售。

2010 年 11 月	《关于进一步加强商业银行代理保险业务合规销售与风险管理的通知》	要求保险公司不得派入驻点银行、银行不得与三家以上的保险公司合作销售保险产品，同样是为了减少销售误导，维护银行声誉。
2011 年 3 月	《商业银行代理保险业务监管指引》	重申保险公司人员不得派驻银行网点；加强代理费用管理，防止商业贿赂风险。

数据来源：保监会、银监会、安信证券研究中心

图 1 银保渠道成为我国寿险的主要营销渠道



数据来源：保监会，安信证券研究中心

注：数据截至 2010 年 11 月

1.3. 为变额年金铺路

2010 年 3 月，保监会发布了《2010 年人身保险监管工作要点》，其中提出“启动变额年金产品研究，选择适当时机审慎开展变额年金业务试点”的观点。除了银行以外，拥有较为强大的分销渠道的非券商莫属，目前在全国有近 5000 个网点。券商销售传统的储蓄型保险没有优势，也与其客户性质不符，而投连险以及有可能推出的“变额年金”则与基金、股票等产品类似，券商也就具备一定的优势。我们认为，此次保监会征求意见稿的另一个考虑是为变额年金的推出铺路。

2. 何为变额年金

2.1. 变额年金的种类

变额年金一种将年金与变额保险特性相结合的产品，保险公司将收取的保费计入特别账户，投资于股票、债券等投资品，并将投资红利分配给参加年金的投保者（进入年金的支付期后），保险购买者承担投资风险而保险公司承担死亡率和费用率的变动风险，这种产品在相当于国内的年金和投连险的结合。在通货膨胀时期，由于物价上涨使定额年金的货币购买力下降，为了抵御通货膨胀，变额年金在 20 世纪 50 年代应运而生并快速发展。变额年金与投连险类似的地方在于保单价值是不确定的，但区别在于并不是所有的投连险都是年金保险而且变额年金往往内嵌了期权，例如最低年金给付保证（GMIB）、最低身故利益保证（GMDB）、最低累计利益保证（GMAB）和最低满期利益保证（GMWB）。

最低年金给付保证（GMIB）的特点在于投保人在未来会得到一个确定的最低金

额，保证的方式有两种：承诺一定的金额或者承诺一定的利率，计算原理是使得保费金额的现值与年金收益的现值相等。

最低身故利益保证（GMDB）是给予投保者一个最低的身故保障，通常是一定的保费或账户的现金价值。该品种的好处在于给最低身故保障很多时候是在合同期内支付的，而不用等到合同期结束。

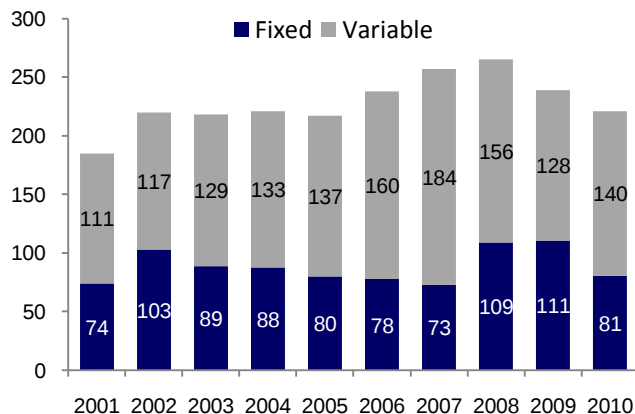
最低累计利益保证（GMAB）会在合同期结束后给投保人提供一个最低的金额或者约定将保费以一定的利率累积。GMAB 的一个重要特点在于：承诺的回报或者约定利率累积形成的收益具有棘轮效应，投保人将获得投保期间的最高收益。

最低满期利益保证（GMWB）允许投保人在最初到期日结束后可以定期提款（相当于给投保人一个期权），直到给予的提款额度用完或者年金价值为 0。这种产品的特点在于：1、投保人行权的时间不确定；2、投保人每次提款的具体金额是不确定的（每年的总提款额是承诺总额的一定比例）。

2.2. 变额年金是美国年金产品的主体

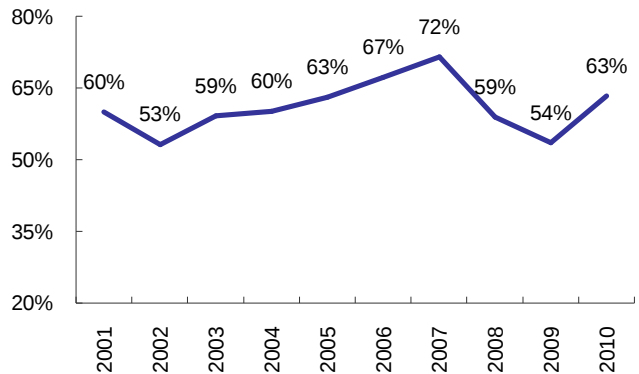
由于变额年金良好的抗通胀性，在美国，变额年金已经成为具有较好经济来源及高端客户（具有较高的风险承担能力）经常运用的投资工具。变额年金也已经成为年金的主体部分，自 2001 年以来，变额年金的销售额占年金销售额的比例基本在 60% 以上。

图 2 美国年金的销售金额



数据来源：安信证券研究中心

图 3 变额年金在总年金销售额中的比例



数据来源：安信证券研究中心

2.3. 我国有望推出变额年金

2010 年 3 月，保监会发布了《2010 年人身保险监管工作要点》，其中提出启动变额年金产品研究，选择适当时机审慎开展变额年金业务试点。2010 年 12 月，有媒体报道称《变额年金保险管理暂行办法》已经进入保监会的议程。参照国际成熟经验，目前设计的变额年金险包括 4 种类型，即最低身故利益保证（GMDB）、最低满期利益保证（GMMB）、最低年金给付保证（GMIB）和最低累计利益保证（GMAB），参与变额年金的保险公司可以在以上四种产品中选择一种报批，且只限一种。部分参与产品研发的保险公司将上报已经设计成型的变额年金产品，但目前变额年金的推出尚无定论。我们认为此次征求意见稿的发布可能意味着变额年金的推出渐行渐近。

3. 券商将主要销售变额年金和投连险

2008 年以来，我国券商营业部经历了快速的增长，营业部数量已从 2008 年的

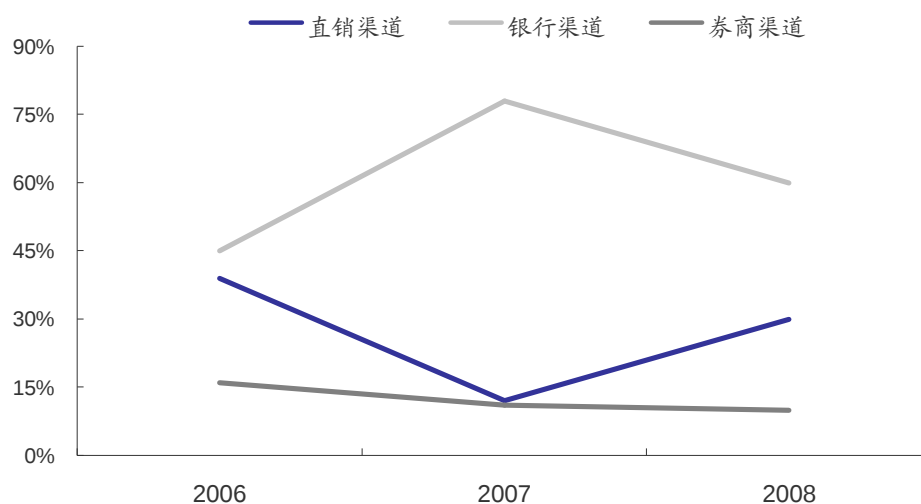
3119 个增长至 2010 年末的 4630 个，伴随着券商营业部的快速扩张，券商的分销网络也在逐步壮大。

在基金销售方面，券商一直是重要的分销渠道。作为除直销、银行销售之外的第三大重要的基金销售网络，自 2006 年以来券商的基金销售份额在 10-15%。银行渠道销售基金的规模往往波动较大，券商销售基金的规模波动往往较小，这使得在基金销售困难的时候，券商的份额往往会上升，基金畅销的时候，券商的份额会下降。

变额年金、投连险和基金具有较为类似的特征：1、产品均具备较高的投资性质，与股市的挂钩程度较高；2、投资者自担风险、自享收益。在美国，由于变额年金更多的是具备投资性质而非保险性质，变额年金的监管机构是美国证券交易委员会（SEC）而不是各州的保险监管机构。变额年金的销售渠道较为多元，其中证券经纪人承担了 13% 的销售份额（2005 年）。

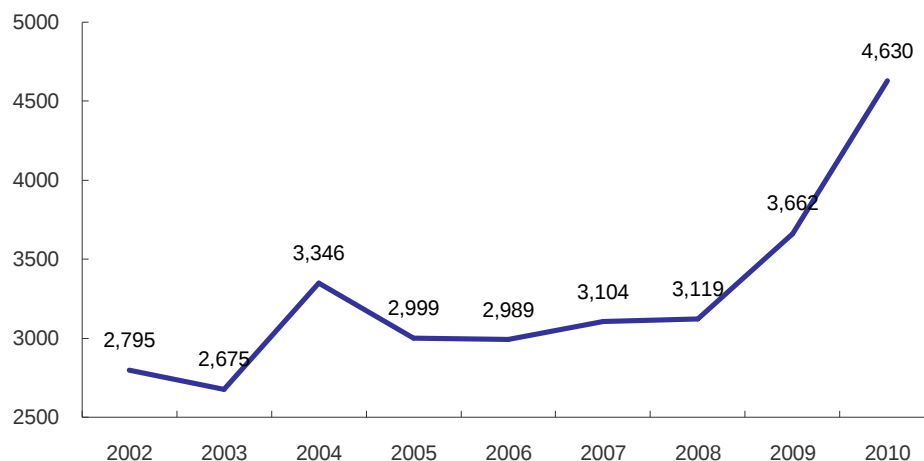
因此无论是从成熟市场的经验还是我国券商销售能力的现状来分析，预计变额年金和投连险将是券商销售的主要保险产品。

图 4 我国基金的销售渠道



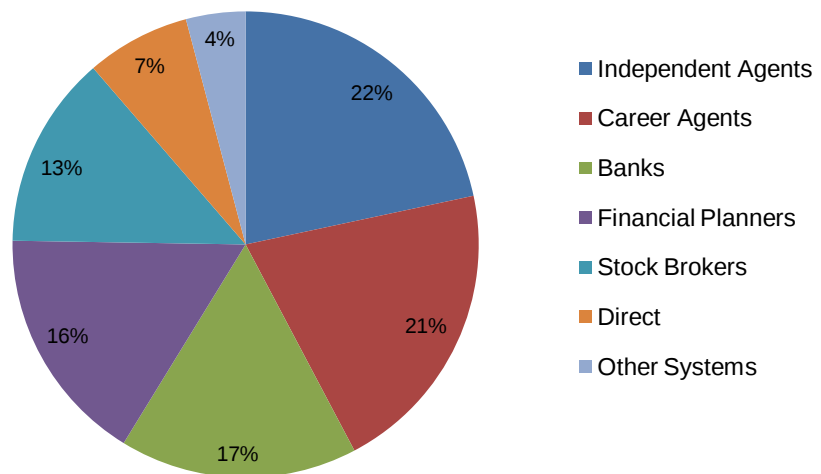
数据来源：《2008 年中国证券投资基金业年报》，安信证券研究中心

图 5 我国券商营业部数目迅速增加



数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 6 美国变额年金的销售渠道（2005 年）



数据来源：SIAS，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2011-04-10

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E				
601628	中国人寿	增持-A	增持-A	1.19	1.30	1.52	18	17	14	16%	16%	16%	21.70	32.00		
601318	中国平安	增持-A	增持-A	2.19	2.78	3.43	24	19	15	15%	15%	17%	52.90	72.00		
601601	中国太保	增持-A	增持-A	1.00	1.14	1.27	24	20	19	11%	11%	11%	23.62	31.00		

注: 平安按增发后的股份 (79.16 亿股) 计算

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034