

上海个人延税型养老保险试点最新进展点评

事件

上海保监局在 2011 年 1 月 24 日举行的 2011 年上海保险业情况通报会提出，上海将加快推进个人延税型养老保险（简称个税递延养老保险）的试点工作，积极探索养老社区建设、个人信托型养老产品试点、职业年金试点，并力争在委托商业养老保险机构做实个人账户等方面有所突破。

研究结论

- 预计个税递延在 2011 年上海试点的可能性很大，将有望整体提升保险行业估值

对比 2011 年和 2010 年上海保监局召开的保险情况通报会，2011 年上海保监局明确提出加快推进个税递延养老保险的试点，并属于 2011 年上海保险监管的四个重点工作之一。

短期利润贡献不明显，但长期估值有明显提高，采用 12% 的折现率，保守估计国寿、平安、太保的估值在全国施行个税递延后将分别提高约 1.6—3.2 元，5.9—11.8 元和 5.2—10.5 元。

- 目前估值不考虑个税递延也有足够的安全边际

远低于历史平均的估值水平：国寿、平安和太保目前股价隐含的 2011 年新业务倍数分别为 11.3X、6.1X 和 7.2X，历史平均水平分别为 44.4X、29.7X 和 19.2X；隐含 P/EV 分别为 1.7X、1.5X 和 1.4X，历史平均水平为 3.4X、2.8X 和 2.0X。

股价低于最悲观预期：最悲观的预期下，假设新业务价值增速为 0，新业务倍数也有 10.1 X，因此当前股价甚至低于最悲观预期下的估值，我们预测的 2011 年国寿、平安和太保最悲观的估值分别为 19.90 元、64.21 元和 26.31 元，其中平安和太保的最悲观估值高于目前股价。

投资建议

- 产寿险基本面良好的前提下，股价低于最悲观的预期，安全边际足够高，个税递延或将成为 2011 年保险股最大的催化剂，在估值的低点，我们继续强烈推荐买入保险股。
- 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

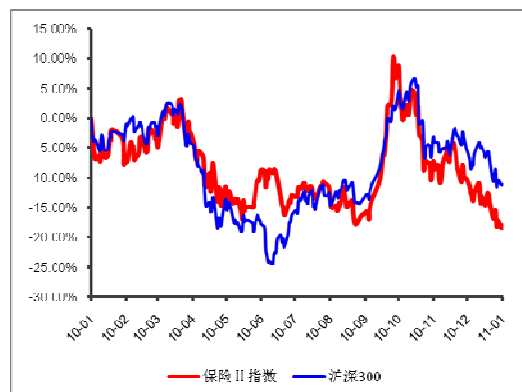
联系人

李海锋
8621-63325888×6083
lihaiduo@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 1 月 26 日

行业表现



资料来源：WIND

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	20.94	增持
中国平安	1.89	2.34	3.51	48.35	买入
中国太保	0.95	0.99	1.57	21.33	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声明。

1 事件——2011 年上海加快推进个税递延试点

上海保监局在 2011 年 1 月 24 日举行的 2011 年上海保险业情况通报会明确提出，上海将加快推进个人延税型养老保险的试点工作，积极探索养老社区建设、个人信托型养老产品试点、职业年金试点，并力争在委托商业养老保险机构做实个人账户等方面有所突破。

<http://finance.sina.com.cn/money/roll/20110125/02373586578.shtml>

2 预计上海个税递延试点在 2011 年实施的可能性很大

- **重要变化：上海保监局明确提出“加快推进”**

对比 2011 年和 2010 年上海保监局召开的保险情况通报会，2011 年上海保监局明确提出加快推进个税递延养老保险的试点，并属于 2011 年上海保险监管的四个重点工作之一。而 2010 年的保险情况通报会中完全没有提及个税递延事宜。

- **在 2010 年 11 月 3 日，中国保险报报道了“个税递延养老保险试点”的相关进展，报道个税递延有望于 2011 年在上海率先落地实施试点**
- **自国务院 2008 年底提出个税递延的政策建议至今已两年时间，相关细则 2009 年底上海已经报送财政部牵头的多个监管部门审核（详见附件一）**

3 如果试点对保险股估值的影响

- **短期利润贡献不明显**

如果在上海试点，目前上海人口约 1900 多万，职工城镇职工人数约 700 多万，国有企业约 150 万。保守起见，假设最初主要覆盖国有企业，按照每人每年 6000 元至 12000 元和年管理费率 1%估计，则保险公司首年可以获得的管理费收入约为 9 千万至 1.8 亿。因此短期利润贡献有限。

- **长期估值有明显提升**

第一，地区将扩展到全国。目前全国城镇职工人数约 3 亿，国有企业职工人数 6000 多万。保守起见，仍然假设只覆盖国有企业，覆盖比例不足 5%，按照每人每年 6000 元至 12000 元和年管理费率 1%估计，则保险公司在全国覆盖的第一年获得的管理费收入约 36 亿至 72 亿。

第二，资产规模将不断累加。因为目前参加人员进入领取期人员较少，基本平均要 30 年以后才进入领取期，因此资产规模的累计基本是按年在累加的。因此 30 年内管理费收入将是直线上升的，那么 30 年后的管理费收入约为 1080 亿至 2160 亿，假设 30 年后进入平稳状态，管理费收入不再增加。我们采用 12%的折现率折现至全国覆盖日，管理费收入的现值约为 2700 亿至 5400 亿。

第三，估值提升。假设上市公司分摊全部管理费收入的 50%，简单起见假设每家公司各占其中三分之一，则每家估值约增加 450 亿至 900 亿。国寿、平安和太保的估值将分别提高约 1.6-3.2 元，5.9-11.8 元和 5.2-10.5 元。

4 投资建议

- **估值低点强烈推荐买入保险股**

在产寿险基本面良好的前提下，股价低于最悲观的预期，安全边际足够高。如果 2011 年上海个税递延试点，将成为 2011 年保险股最大的催化剂。

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。

附件一、上海个税递延试点背景

- 2008 年 12 月 8 日，国务院办公厅在颁布的《关于当前金融促进经济发展的若干意见》提出“研究对养老保险投保人给予延迟纳税等税收优惠”的政策建议；
- 2009 年 3 月，国务院通过了“上海市建设国际金融中心和国际航运中心的意见”。其中，涉及保险一项重要内容就是在上海建立个人所得税递延型养老保险试点。
- 2009 年 12 月 4 日，上海市保监局证实，上海将试点开展备受关注的个人税收递延型养老保险，相关实施细则已经草拟完毕，并上报保监会。具体法方案将由财政部牵头的多个监管部门审核后施行。
- 2010 年 3 月，深圳与保监会签订签署《关于深圳保险创新发展试验区建设的合作备忘录》，把深圳列入试点范围。
- 2010 年 10 月 9 日，保监会与厦门市政府签署《关于建设厦门保险改革发展试验区合作备忘录》，积极争取国家相关部门支持，尽早开展在厦门开展个人税收递延型养老保险试点
- 2010 年 11 月 3 日，中国保险报报道了“个税递延养老保险试点”的相关进展，报道个税递延有望于 2011 年在上海率先落地实施试点
<http://money.163.com/10/1104/09/6KKSLSST70025335M.html>
- 2011 年 1 月 24 日，上海保监局在 2011 年上海保险业情况通报会明确提出，上海将加快推进个人延税型养老保险的试点工作，积极探索养老社区建设、个人信托型养老产品试点、职业年金试点，并力争在委托商业养老保险机构做实个人账户等方面有所突破。
<http://finance.sina.com.cn/money/roll/20110125/02373586578.shtml>

附件二、各养老保险公司企业年金业务情况

表 1 2010 年 1-9 月养老保险公司企业年金业务情况表（单位：百万元）

公司名称	企业年金缴费	受托管理资产	投资管理资产
太平养老	247,631	1,308,913	1,747,833
平安养老	796,490	2,810,514	3,374,838
国寿养老	867,654	2,279,766	-
长江养老	236,569	2,599,561	1,245,001
泰康养老	72,722	202,556	-
合计	2,221,066	9,201,311	6,367,672

资料来源：保监会网站，东方证券研究所整理

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

分析师声明

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