

行业专题之寿险业发展趋势探讨

经济增长支撑寿险黄金 10 年

推荐 (维持)

2011 年 11 月 14 日

重点公司

重点公司	11E	12E	评级
中国人寿	0.88	1.23	推荐
中国平安	2.59	3.61	推荐
中国太保	1.30	1.59	推荐

相关报告

保险 III:《新渠道建设情况调研速递:立足综合金融,打造增长新引擎》2011-11-13

保险 II:《保险行业三季报总结:业绩大幅下滑,四季度明显改善》2011-10-30

保险 III:《2011 年三季报点评:承保投资收入增速双降,净利下降逾三成》2011-10-27

分析师 张颖
021-38565970
SAC:S0190511090001

联系人: 曾素芬
021-38565598
zengsf@xyzq.com.cn

投资要点

- **报告拟解决的问题:中国寿险业是否将步入低增长通道?**受国内经济金融形势以及监管部门关于银保业务规范政策的影响,2011 年以来寿险行业保费增速大幅放缓,且迟迟未现反转之态。鉴于此,投资者降低了全年保费增长预期,甚至怀疑寿险业将就此步入低增长通道,本报告拟探究寿险未来的发展趋势,回答中国寿险是否将步入低增长通道的问题。
- **寿险业发展的根本推动力是经济发展,但也受到利率变动、产品结构特征以及国家政策调整等因素的影响。**寿险业增速与 GDP 增速之间存在紧密联系,寿险业发展趋势由经济增长决定,但利率水平的变化、产品结构特征以及国家政策调整等因素会引起寿险增速的波动。2011 年以来寿险增速的下降正是加息、银保新政等因素综合作用的结果。
- **当前中国寿险业发展水平尚不及日本和台湾七八十年代的水平。**自复业以来中国寿险业发展迅猛,过去 25 年内复合增速高达 36%,远超同期经济增速,但相对成熟保险市场而言,我国寿险业的发展仍处在初级阶段:我国当前寿险深度为 2.5%,仅相当于日本 70 年代初、台湾 80 年代中期的发展水平。
- **中国未来寿险需求亟待释放,经济持续较快增长支撑未来寿险业的较快发展。**中国当前养老保障覆盖率不到 30%,保障水平低,在老龄化进程加剧背景下,养老形势严峻隐含对寿险的极大需求,未来中国经济仍将保持较快的增长,从而成为寿险业增长的根本驱动力,社会保障体系改革加强对商业保险的重视以及配套税收优惠政策将成为需求爆发的催化剂。我们预测未来 10 年中国寿险保费将实现 15.4%的复合增速。
- **投资建议:业绩和估值触底反弹。**年内保险指数大幅跑输市场,国寿、平安和太保当前股价隐含新业务价值倍数分别仅为 8.2 倍、4.5 倍和 7.0 倍,仍处于低估状态,行业上市公司未来估值修复空间巨大,予以推荐评级。就个股而言,国寿前三季业绩最差,四季度边际改善的空间最大;中国平安多业务线和多渠道发展战略确保了业绩的稳定性,未来银行业务的利润贡献相当可观,当前估值水平最低;中国太保经营风格稳健,业绩确定性较好,无明显风险因素。综合下来,我们依然在中长期内最看好中国平安,短期内中国人寿股价涨幅可能最大。

目 录

一、为何寿险增长陷入僵局？——从寿险业影响因子说开去	4 -
（一）经济发展是寿险业增长的根本推动力	5 -
（二）利率变化、产品结构和行业政策等因素影响保费增长波动	6 -
二、中国寿险业还有没有发展潜力和空间？	10 -
三、中国寿险业仍处于黄金发展通道	13 -
（一）中国寿险业需求尚未集中爆发	13 -
（二）中国未来经济的持续较快增长为寿险业发展提供根本驱动力	15 -
（三）社保体系改革和税收优惠或将成为寿险需求爆发的催化剂	16 -
（四）预测中国未来 10 年寿险保费复合增速为 15% 左右	18 -
四、投资建议：业绩和估值均触底反弹	19 -

图表目录

图 1、1985-2010 年中国寿险业保费规模与增速	4 -
图 2、1985-2010 年中国寿险密度与寿险深度	4 -
图 3、2011 年以来寿险保费增速大幅下降	5 -
图 4、日本寿险保费及 GDP 增速（%）	5 -
图 5、台湾寿险保费及 GDP 增速（%）	5 -
图 6、英国寿险保费及 GDP 增速（%）	6 -
图 7、美国寿险保费及 GDP 增速（%）	6 -
图 8、中国寿险保费及 GDP 增速（%）	6 -
图 9、万能寿险产品结算利率与定期存款利率（%）	7 -
图 10、中国寿险产品构成（%）	8 -
图 11、日本寿险产品构成（%）	9 -
图 12、2011 年 1-8 月台湾寿险保费按照风险种类划分（%）	9 -
图 13、2011 年 1-8 月台湾寿险产品构成（%）	9 -
图 14、银保业务情况	10 -
图 15、以 2010 年价折算的人均 GDP	12 -
图 16、中、美、英、日、台寿险行业保险深度指标	12 -
图 17、1985-2010 年中国 GDP 和寿险保费增长情况	13 -
图 18、历次全国人口普查中 65 岁及以上人口占比	14 -
图 19、城乡居民人均收入	15 -
图 20、城乡居民储蓄存款	15 -
图 21、2011-2020 年中国人均 GDP 预测	16 -

图 22、台湾年金保险保费及其占寿险总保费比重.....	- 16 -
图 23、预计中国未来 10 年内寿险保费复合增速为 15.4%	- 18 -
图 24、2011 年初至今三大保险股及大盘涨跌幅.....	- 19 -
图 25、三大保险股股价隐含一年新业务价值倍数.....	- 19 -

表 1、1993 年以来寿险产品预定利率与一年定期存款利率对比.....	- 7 -
表 2、2010 年排名前 15 名的国家和地区寿险保费收入.....	- 11 -
表 3、2010 年排名前 20 名的国家/地区及中国寿险保险密度和保险深度.....	- 11 -
表 4、台、日、英、美寿险业及经济增长概况.....	- 12 -
表 5、2010 年底我国社会养老保险发展概况.....	- 14 -
表 6、2010 年底我国社会医疗保险发展概况.....	- 14 -
表 7、部分国家投保人税收优惠概览	- 17 -
中国人寿估值表	- 21 -
中国平安估值表	- 21 -
中国太保估值表	- 21 -

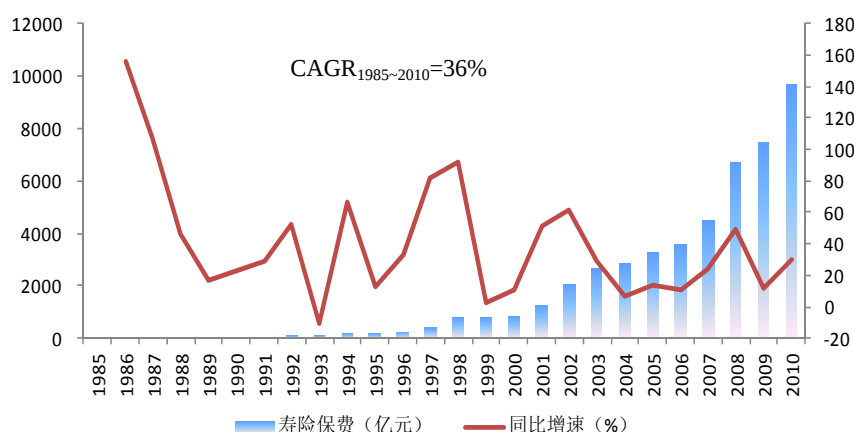
2011 年以来寿险行业保费增速大幅放缓，主要是受到国内经济金融形势以及监管部门关于银保业务规范政策的影响。保费增速在低位徘徊，迟迟未现反转之态，在此背景之下，投资者不仅降低了对全年保费增长的预期，还调整了关于未来寿险行业增长态势的预期，怀疑中国寿险业的高增长期已经过去，未来中国寿险保费将步入低增长区间。

针对投资者的这些担心和质疑，我们拟通过分析寿险业发展的内在规律以及影响寿险增速波动的因素，并结合中国未来经济和人口结构的变化，回答“寿险行业的黄金发展期是否已经过去”这一命题。

一、为何寿险增长陷入僵局？——从寿险业影响因子说开去

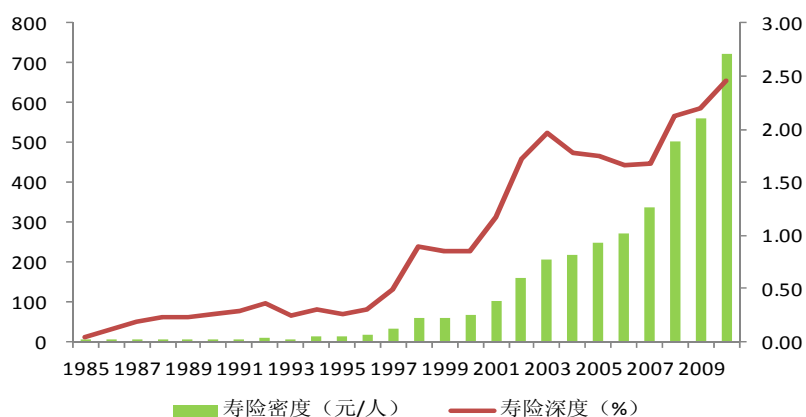
新中国寿险业的发展起步于 1949 年中国人民保险公司成立，1958 年“大跃进”时期国内全面停办保险事业。1982 年我国寿险业务恢复，广大民众长期被压抑的商业寿险需求开始释放，促进了寿险行业的迅速成长，1985 年~2010 年寿险保费年均增长率达到 36%，寿险密度从 0.42 元/人上升到 722 元/人；寿险深度从 0.05% 上升到 2.5%。

图 1、1985-2010 年中国寿险业保费规模与增速



数据来源：CEIC、兴业证券研究所

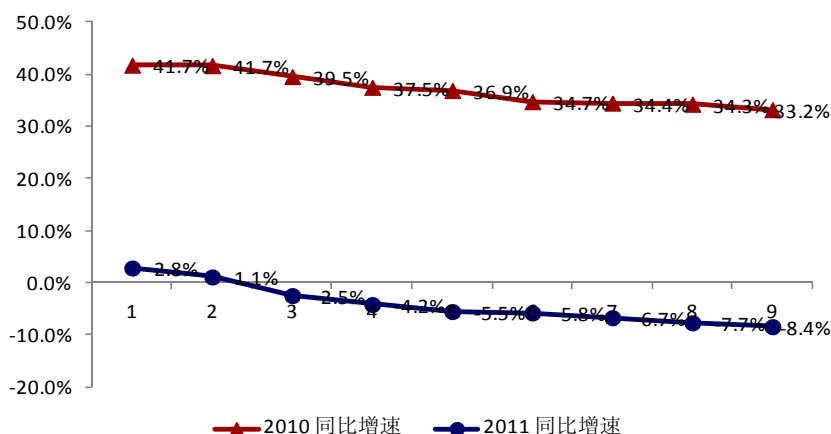
图 2、1985-2010 年中国寿险密度与寿险深度



数据来源：CEIC、兴业证券研究所

保险界提出关于中国未来寿险行业进入低增长区间的论断的直接起因是今年寿险行业保费的负增长。我们想要提请投资者注意的是：寿险行业的发展受到众多因素的制约和影响，如果描绘一条保费增速的曲线，那么这条曲线的趋势线是由寿险行业的供需因素（在当前中国主要是需求因素）决定的。实际保费增长的曲线围绕着趋势线波动，造成波动的因子主要包括利率变化、产品结构调整和政策变化等。

图 3、2011 年以来寿险保费增速大幅下降



数据来源：CIRC、兴业证券研究所

（一）经济发展是寿险业增长的根本推动力

现代的寿险产品通常具有风险保障和储蓄理财的功能，天灾人祸的频繁发生、人口老龄化的加剧以及健康医疗费用的快速增长激发了人们对寿险的需求意愿，而伴随国民经济发展出现的人们收入水平的提升则是产生真实需求的关键。

众多实证研究表明：经济增长是保险增长的原因。1996 年瑞士再保险公司 Sigma 杂志对东欧国家保险深度和人均 GDP 的关系进行实证研究，结果指出保险深度与人均 GDP 之间呈现“S”曲线关系，当人均 GDP 在 1000 美元以下时，保费增长速度略低于经济增速；人均 GDP 在 1000~10000 美元之间时，保费增速明显超过经济增速；当人均 GDP 在 10000 美元以上，保费增速逐步放缓。

图 4、日本寿险保费及 GDP 增速 (%)

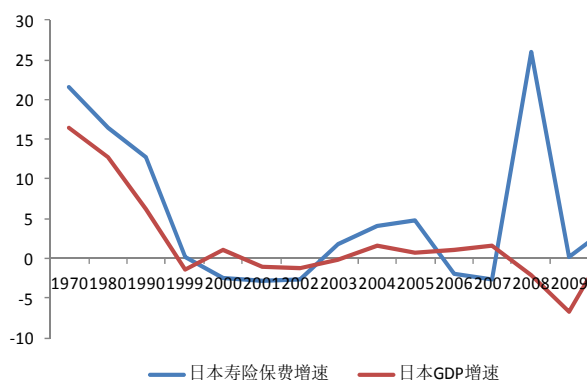
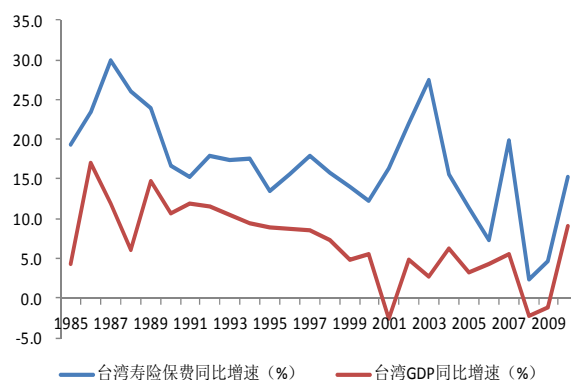
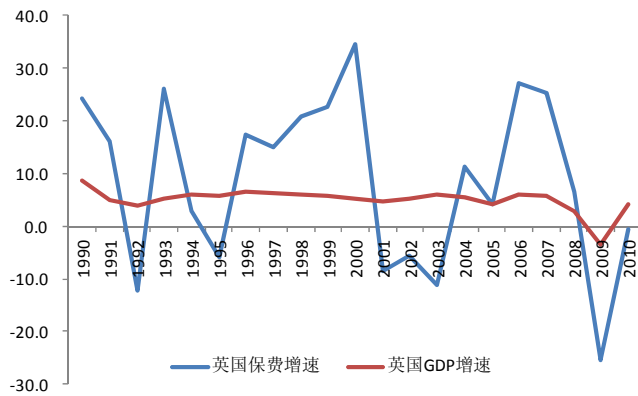


图 5、台湾寿险保费及 GDP 增速 (%)



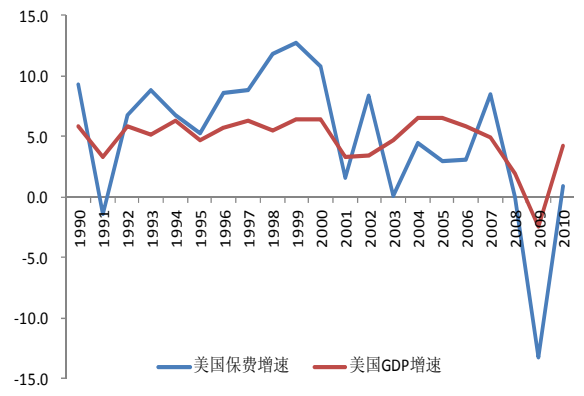
数据来源：CEIC，日本人寿保险协会，兴业证券研究所 数据来源：CEIC，台湾商业保险同业公会，兴业证券研究所

图 6、英国寿险保费及 GDP 增速 (%)



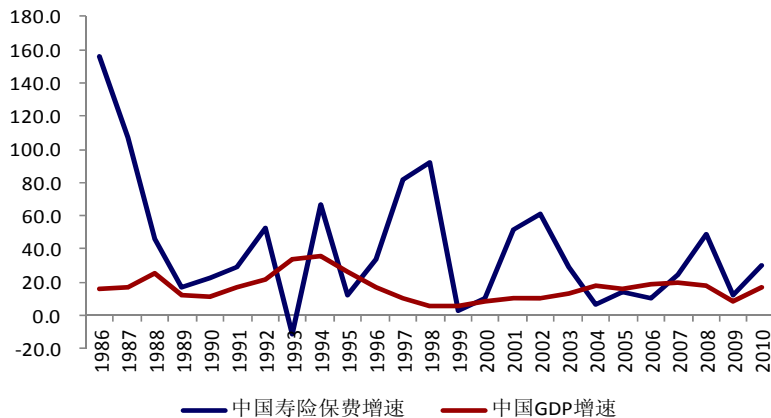
数据来源：CEIC，SIGMA，兴业证券研究所

图 7、美国寿险保费及 GDP 增速 (%)



数据来源：CEIC，SIGMA，兴业证券研究所

图 8、中国寿险保费及 GDP 增速 (%)



数据来源：CEIC、兴业证券研究所

从日本、台湾等国家/地区寿险业发展的历史可见，寿险业的增长与经济的增长之间存在着密切的联系：保费增速的趋势基本与经济增长的趋势保持一致，日本和台湾寿险保费增速及 GDP 增速曲线还保持了高度一致的形状。（详见图 4、5、6、7）。中国寿险与经济增速曲线之间的关系基本显示出了同样的规律。（见图 8）

（二）利率变化、产品结构和行业政策等因素影响保费增长波动

寿险保费增长的趋势由经济和社会发展阶段决定，但市场利率变化、产品结构特征以及新的监管政策等因素会加剧保费增长的波动性，而如果其中几个因素叠加则会加大这种波幅。

1、利率因素

市场利率的变动往往通过两种机制影响寿险的需求：第一，对于未来保险利益确定的传统寿险，市场利率的变化通过影响寿险产品的定价利率从而影响寿险产品的价格（见表 1）；第二，对于未来保险利益不确定的投资型保险产品而言，市场利率的变化制约寿险公司的投资表现从而影响着寿险账户的投资回报率。

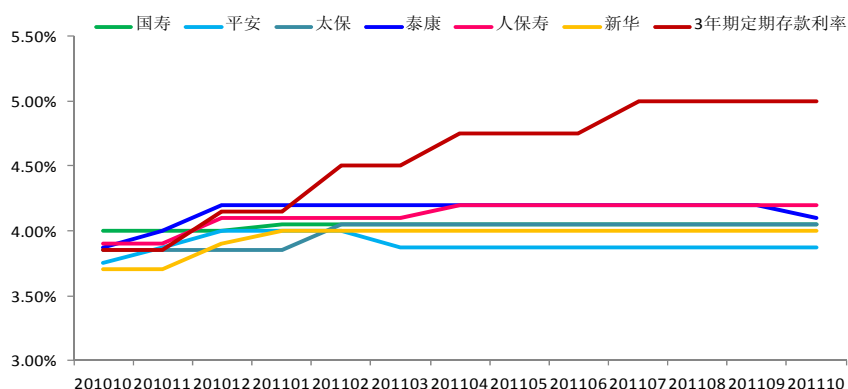
表 1、1993 年以来寿险产品预定利率与一年定期存款利率对比

	寿险产品预定利率 (%)	一年期定期存款利率 (%)
1993 年 7 月	9.0	10.98
1996 年 5 月	10.0	9.18
1996 年 8 月	8.8	7.47
1997 年 10 月	7.5	5.67
1998 年 3 月	6.5	5.22
1998 年 7 月	4.5	4.77
1998 年 12 月	4.5	3.78
1999 年 6 月	2.5	2.25
2002 年 2 月	2.5	2.98
2004 年 10 月	2.5	2.25
2006 年 8 月	2.5	2.52
2007 年 3 月	2.5	2.79
2007 年 5 月	2.5	3.06
2007 年 7 月	2.5	3.33
2007 年 8 月	2.5	3.60
2007 年 9 月	2.5	3.87
2007 年 12 月	2.5	4.14
2008 年 10 月	2.5	3.60
2008 年 11 月	2.5	2.52
2008 年 12 月	2.5	2.25
2010 年 10 月	2.5	2.50
2011 年 2 月	2.5	2.80
2011 年 4 月	2.5	3.05
2011 年 7 月	2.5	3.30

资料来源：中国人民银行、兴业证券研究所

从我国过去 25 年寿险业增长情况来看（参见图 1），1993 年寿险保费增速从 1992 年的高达 53% 骤降至 -11%，主要与当时寿险定价费率低于一年期定期存款利率有关，随后 5 年内寿险保费增长步入正常区间。直至 1999 年，寿险预定利率从 4.5% 大幅下降至 2.5%，结果 1999、2000 年寿险保费增速分别仅为 2.4% 和 10.8%。2001-2003 年，万能、分红、投连等型寿险产品不断推出，在一定程度上缓解了传统险预定利率低的影响，但是，待“万能热”、“投连热”过后，保户也纷纷发现保险投资收益率不够高，再加上始于 2003 爆发的“投连险风波”以及加息预期，2004-2006 年间寿险保费增长再度遭遇“滑铁卢”。

图 9、万能寿险产品结算利率与定期存款利率 (%)



数据来源：公司公告、兴业证券研究所

2010 年 10 月，央行启动近两年来的首轮加息，一年期定期存款利率上调至 2.5%，与当前寿险产品预定利率水平一致，2011 年以来由于通胀高企，央行于年内启动 3 次加息，当前 1 年期和 3 年期定期存款利率分别达到 3.5% 和 5.5%，而与此同时，由于资本市场低迷，保险投资收益率水平没有获得同步提升，万能险结算利率普遍维持在 4% 左右的水平。而同期银行迫于吸储压力推出大量高息理财产品，对保险产生明显的替代。

2、产品因素

自 2000 年我国引入投资型保险产品以来，保险的投资功能明显加强，而在我国当前居民风险意识亟待加强的背景之下，保险的保障功能没有得到进一步的巩固，投保人倚重保险的投资功能，经常将保险投资收益率与存款、债权投资和股权投资等众多理财渠道投资收益率进行比较，加剧了业务的波动性。

对比东亚国家和地区保险产品的结构来看，日本、台湾等地以保障型产品为主，而我国保险产品以储蓄性的投资型险种为主。

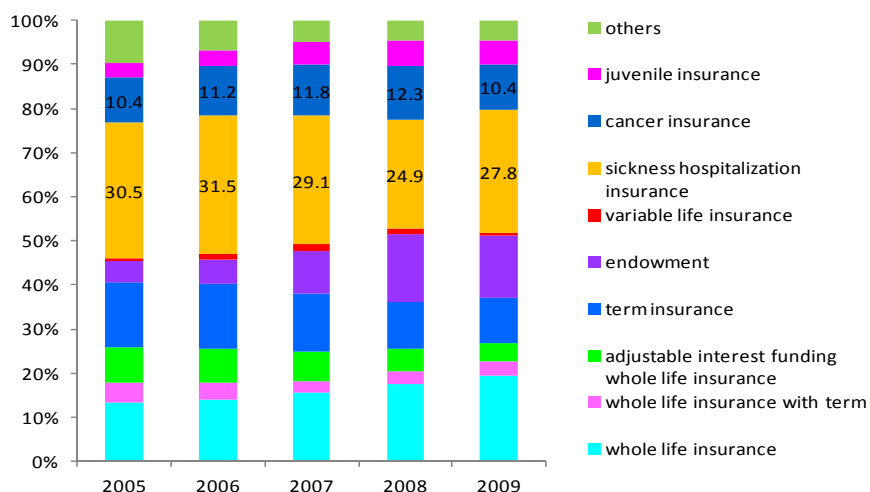
截止到 2010 年底，中国寿险业务的构成情况是：传统寿险产品占比为 9%，投资型保险产品占比为 83.2%，短期意外和健康险占比为 7.8%，投资型产品占据绝对地位。就日本而言，尽管其产品的分类口径与中国存在差异，但日本医疗和癌症保险占比之和接近 40%，因此日本保险产品结构说明了其高保障性的特征。

图 10、中国寿险产品构成 (%)



数据来源：中国保险市场年报、兴业证券研究所

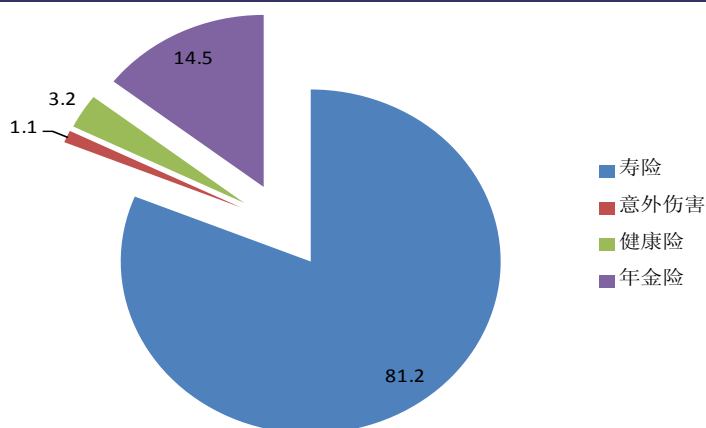
图 11、日本寿险产品构成 (%)



数据来源：日本人寿保险协会、兴业证券研究所

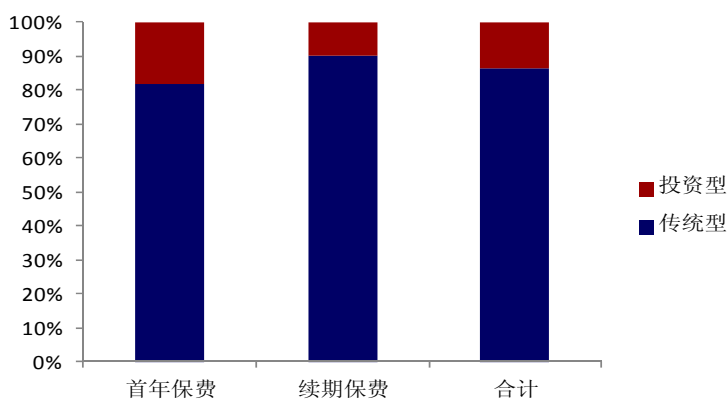
从亚洲寿险业高度发达的台湾地区来看，按照风险种类来划分，其产品结构和内地相似，但按照传统型和投资型产品占比的情况来看，两地差异悬殊：台湾传统型寿险产品占比超过 80%，投资型产品占比不到 20%，而中国内地则相反。

图 12、2011 年 1-8 月台湾寿险保费按照风险种类划分 (%)



数据来源：台湾人寿保险商业同业公会、兴业证券研究所

图 13、2011 年 1-8 月台湾寿险产品构成 (%)



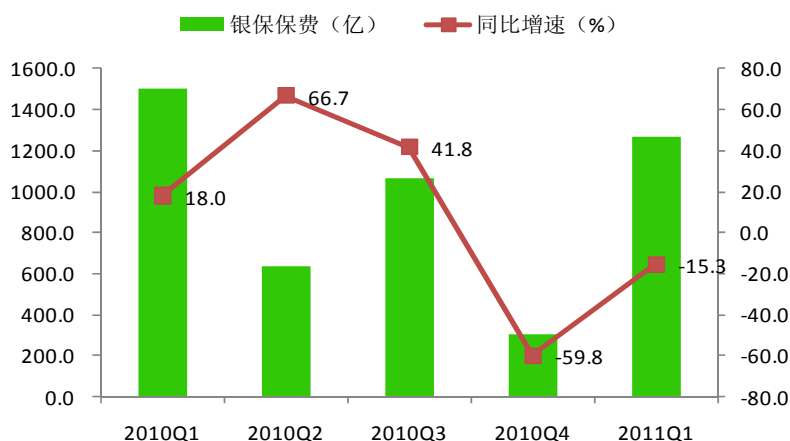
数据来源：台湾人寿保险商业同业公会、兴业证券研究所

通过中国、日本和台湾地区寿险业产品结构的对比可以看出，成熟市场消费者具有良好的保险保障意识，相比之下我国居民对保险的保障功能重视不够，保险产品以投资型产品为主，利率变动对保险投资回报率的影响较大，从而也加大了寿险业务增长的波动性。

3、行业政策因素

监管政策的变化往往给行业的发展一个突然的冲击，近年来对行业影响较大的政策变化，一是 2009 年会计政策的调整，二是 2010 年底的银保渠道规范新政。会计政策调整之后改革了会计准备金的计提方法，大大释放了行业利润，银保新政要求撤销保险公司员工驻点销售、规定保险与银行“一对三”的销售模式，尽管 2011 年 3 月份出台新规定，不再限定“一对三”销售模式，但银保新政出台近一年来，保险公司银保业务明显受挫，增速大幅下降，从而影响了行业保费的平稳增长。

图 14、银保业务情况



数据来源：保险中介市场报告、兴业证券研究所

在银保新政实施的当季，银保业务增速大幅下滑，当季银保保费仅 300 亿，同比下降 59.8%，2011 年一季度降幅略有收窄，但仍然呈现负增长，二三季度我们预计银保业务仍处于负增长状态，尽管今年以来银保业务增速的下降很大程度上归因于紧缩背景下其他理财渠道的替代，但也不可否认银保新政的影响尚未消化殆尽。

二、中国寿险业还有没有发展潜力和空间？

中国寿险业起步较晚，尽管自复业以来获得了高速增长，目前寿险保费规模国际排名第 5 位，全球市场份额为 5.7%，与美日等发达国家相比存在较大差距；从保险密度和保险深度指标来看，我国寿险业发展程度远低于美、日、韩、台湾等发达国家和地区，仍处在一个低水平阶段，未来寿险业发展空间巨大。

表 2、2010 年排名前 15 名的国家和地区寿险保费收入

排名	国家	寿险保费收入 (亿美元)	占全球市场份额 (%)
1	美国	5062	20.1
2	日本	4410	17.5
3	英国	2138	8.5
4	法国	1924	7.6
5	中国	1430	5.7
6	意大利	1221	4.8
7	德国	1149	4.6
8	韩国	711	2.8
9	印度	678	2.7
10	台湾	639	2.5
11	加拿大	516	2.1
12	南非	432	1.7
13	爱尔兰	393	1.6
14	澳大利亚	380	1.5
15	西班牙	347	1.4

资料来源: Sigma、兴业证券研究所

表 3、2010 年排名前 20 名的国家/地区及中国寿险保险密度和保险深度

保险密度			保险深度		
国家/地区	寿险保费密度 (美元)	排名	国家/地区	寿险保险深度 (%)	排名
卢森堡	3698	1	台湾	17.0	1
瑞士	3667	2	南非	12.0	2
日本	3473	3	香港	10.1	3
英国	3436	4	英国	9.5	4
丹麦	3429	5	日本	8.0	5
芬兰	3324	6	芬兰	7.5	6
爱尔兰	3214	7	法国	7.4	7
香港	3197	8	韩国	7.0	8
瑞典	3141	9	爱尔兰	6.9	9
台湾	2757	10	瑞典	6.5	10
比利时	2626	11	丹麦	6.1	11
列支敦士登	2357	12	比利时	6.1	12
挪威	2281	13	意大利	5.8	13
新加坡	2101	14	瑞士	5.5	14
意大利	1979	15	纳米比亚	5.0	15
澳大利亚	1766	16	新加坡	4.6	16
美国	1632	17	印度	4.4	17
加拿大	1522	18	美国	3.5	18
葡萄牙	1516	19	德国	3.5	19
荷兰	1512	20	卢森堡	3.5	20
中国	106	不详	中国	2.5	不详

资料来源: Sigma、CEIC、兴业证券研究所

通过保险业发展指标的国际比较, 欧洲和亚洲寿险业发展程度较高, 主要体现在保险渗透率, 即保险深度指标普遍较高, 就欧洲而言, 商业寿险发展程度高与其发达的经济水平以及完善的社会保障体系有关; 亚洲, 尤其是台湾、香港和日本等地寿险业高度发达主要与当地经济发展水平以及亚洲人喜好储蓄的习惯有关。

结合我国以及台湾、日本、英国、美国等国家/地区不同经济发展阶段的寿险业增长情况, 得出如下结论:

1、日本、英国和美国寿险业基本走完了高速发展阶段, 进入低增长阶段, 台湾寿

险业取得了 30 年爆发式增长，随着经济增速的放缓，台湾寿险保费增速下降，但 2000 年寿险深度超过 7% 以来的 10 年间，寿险总保费仍赢得了 14% 的复合增速。

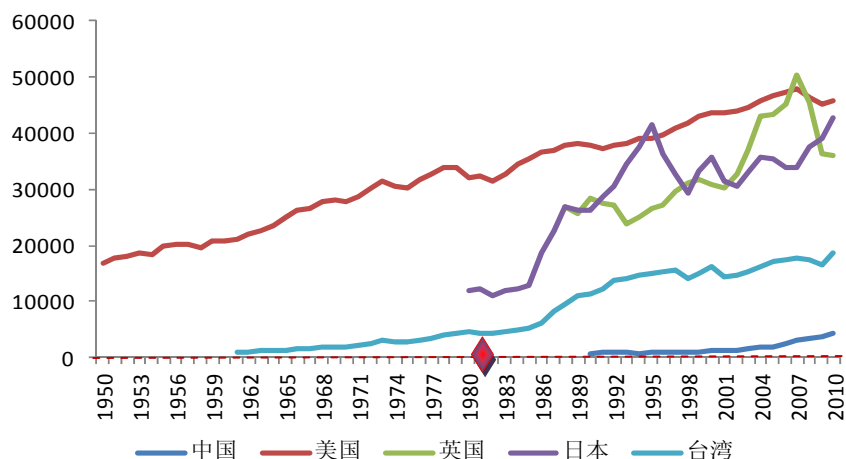
2、结合经济发展水平来看寿险业的发展，中国当前寿险业的发展水平仅相当于英美 50 年代甚至更早时期、日本 70 年代初、台湾 80 年代的寿险业发展水平。

表 4、台、日、英、美寿险业及经济增长概况

	台湾		日本		英国		美国	
	寿险保 费	GDP	寿险保 费	GDP	寿险保 费	GDP	寿险保 费	GDP
1960-1970			21.6	16.4				
1970-1980			16.4	12.7				
1980-1990	28.0	11.3	12.8	6.2				
1990-2000	15.7	8.7	-0.1	1.3	12.8	5.5	7.8	5.5
2000-2010	14.0	2.9	2.9	-0.5	1.2	4.1	1.5	3.9

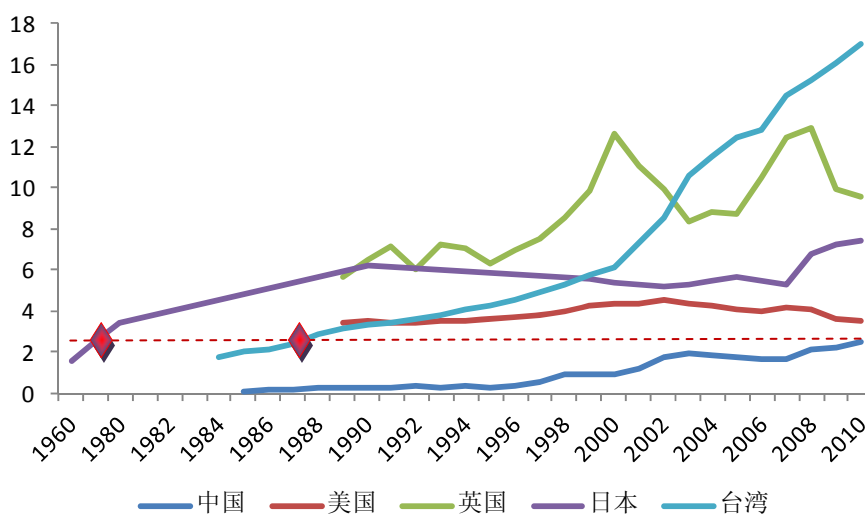
资料来源：CEIC、日本人寿保险协会、兴业证券研究所

图 15、以 2010 年价折算的人均 GDP



数据来源：CEIC、兴业证券研究所

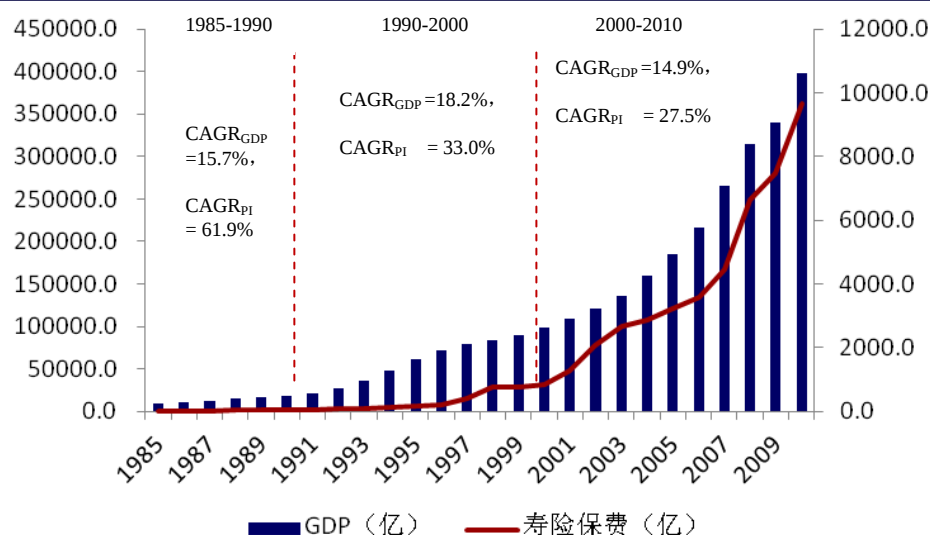
图 16、中、美、英、日、台寿险行业保险深度指标



数据来源：CEIC、兴业证券研究所

中国目前经济仍处于较快的发展通道之中，过去 25 年里，中国名义 GDP 复合增速为 16.4%，寿险业获得了 36% 的复合增长，最近 10 年内，中国经济依然保持较快增长，名义 GDP 复合增长速度为 14.9%，寿险保费复合增长为 27.5%。参照国际经验，尤其是类比台湾和日本等亚洲地区国家的寿险业发展路径，在中国经济依然保持较快增长，寿险渗透率低的背景之下，未来仍将是寿险业保持较快增长、渗透率不断提升的过程。

图 17、1985-2010 年中国 GDP 和寿险保费增长情况



数据来源：CEIC、兴业证券研究所

三、中国寿险业仍处于黄金发展通道

通过前文分析可知，社会经济的发展演变是决定寿险业长期发展趋势的根本原因，寿险业的发展受到多种因素的影响，从而增速呈现出波动性，中国寿险业发展的空间还很大，那么持续近一年的保费增速下降是否意味着中国寿险业从此进入低增长区间，关键在于判断寿险业需求的根本决定因素：中国的社会保障需求及经济的未来走势。

（一）中国寿险业需求尚未集中爆发

中国社会保障体系尚不完善，根据人力资源与社会保障部统计资料，截止到 2010 年底，中国城镇和农村社会养老保险的参保率分别仅为 38.6% 和 15.2%，城镇参保人人均养老基金累计结余为 7070 元，农村参保人人均养老基金累计结余仅为 412 元，可见当前中国社会养老保障水平之低。从医疗保险来看，截止到 2010 年底 4.3 亿余人参与城镇基本医疗保险，8.36 亿人参与新型农村合作医疗制度，参保率水平较高，但是积累的保障基金规模小，新农合存在筹资规模小、报销比例低等种种问题，难以切实解决居民的医疗和健康保障需求。因此，逐步完善中国社会保障体系，需要社会资本广泛参与，大力发展商业保险是重要支柱之一。

表 5、2010 年底我国社会养老保险发展概况

	城镇	农村	全国
参保人数（万人）	25707	10277	35984
参保率（%）	38.6	15.2	26.9
养老基金累计结余（亿）	18174	423	18597
人均基金累计结余（元）	7070	412	5168

注：表中计算数据忽略城镇、农村双重投保的情况

资料来源：2010 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报、兴业证券研究所

表 6、2010 年底我国社会医疗保险发展概况

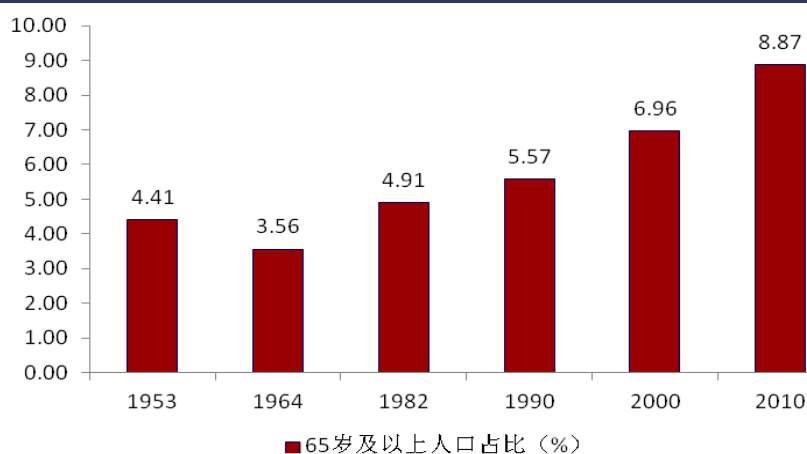
	城镇	乡村	全国
参保人数（万人）	43263	83600	126863
参保率（%）	92.4	96.0	26.9
医疗基金累计结余（亿）	5047	—	—

注：表中计算数据忽略城镇、农村双重投保的情况

资料来源：2010 年我国卫生事业发展统计公报、兴业证券研究所

一方面，我国社会保障体系亟待完善，另一方面，随着我国老龄化进度进一步加剧，从图 17 中可以看出，我国在 2000 年前后进入了老龄化社会，且 2000 年以来 10 年我国老龄化速度加快，65 岁及以上人口占比提升了近 2 个百分点。根据全国老龄办发布的《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》，预计到 2020 年，中国 60 岁及以上老年人口将达到 2.48 亿，老龄化率达到 17.17%；2021-2050 年是中国加速老龄化阶段，到 2050 年老年人口将达到 4 亿，老龄化程度推进到 30%。中国老龄化的速度大大快于发达国家：65 岁以上老年人占比从 7% 提升到 14%，发达国家大多用了 45 年以上的时间，其中，法国用了 140 年，瑞典 85 年，澳大利亚和美国 79 年，而中国只需 27 年即可走完这个历程。老龄化发展势头迅猛将加剧整个社会的养老压力，人口结构的进一步变化很有可能引发未来寿险需求的集中爆发。

图 18、历次全国人口普查中 65 岁及以上人口占比

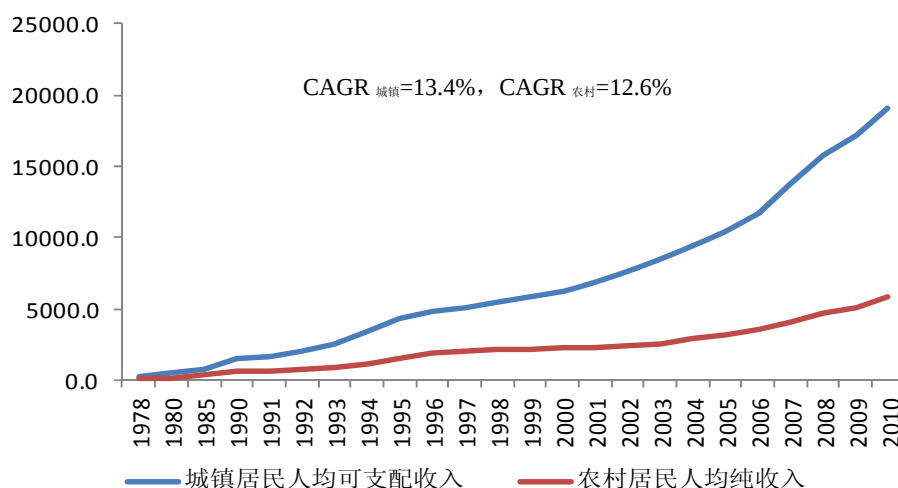


数据来源：WIND 资讯、兴业证券研究所

（二）中国未来经济的持续较快增长为寿险业发展提供根本驱动力

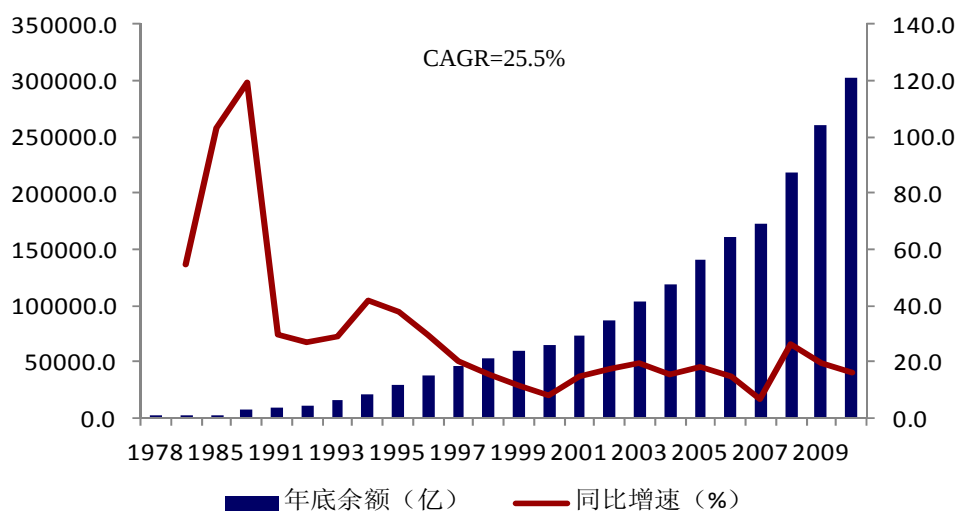
改革开放以来，中国国民经济的高速发展带来了居民收入水平的不断提升，从而为寿险业的高速增长提供了现实条件：改革开放以来，城镇和农村居民人均收入复合增速分别达 13.4% 和 12.6%，收入水平的持续提高带来居民财富积累的增加，1978 年至 2010 年间我国城乡居民储蓄余额复合增长了 25.5%。

图 19、城乡居民人均收入



数据来源：国家统计局、兴业证券研究所

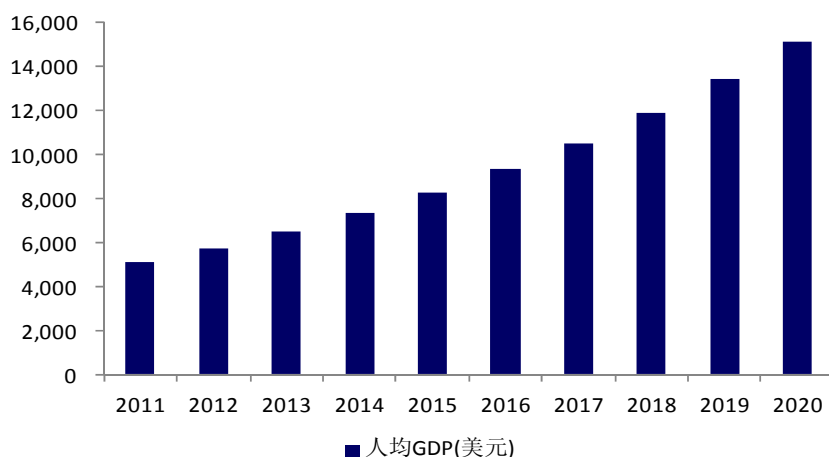
图 20、城乡居民储蓄存款



数据来源：国家统计局、兴业证券研究所

根据兴业宏观的判断，未来 10 年内中国经济仍将保持 7%-8% 的复合增速，结合对通胀水平的判断，未来 10 年我国名义 GDP 将获得 12% 左右的复合增长，据此我们预测得到 2011-2020 年人均 GDP 水平，根据测算结果：2011 年中国人均 GDP 将突破 5000 美元，2017 年超过 10000 美元，到 2020 年，人均 GDP 将达到 15000 美元。持续较快的国民经济增长将成为未来 10 年中国寿险业发展的不竭动力。

图 21、2011-2020 年中国人均 GDP 预测

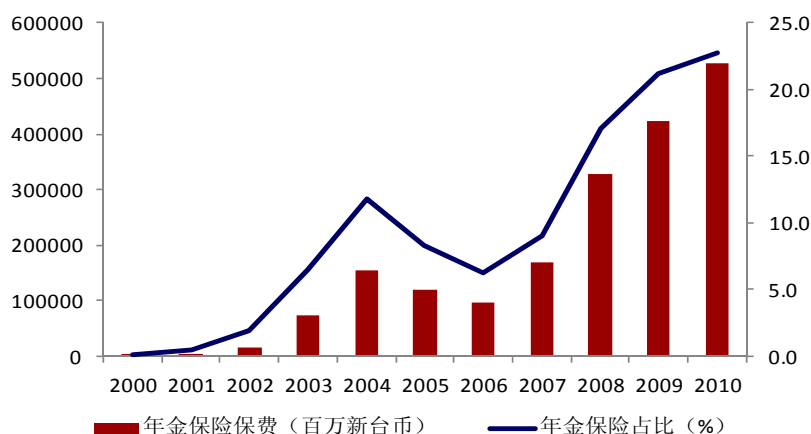


数据来源：兴业证券研究所

（三）社保体系改革和税收优惠或将成为寿险需求爆发的催化剂

政府社会保障制度的改革和政策倾斜往往能为商业保险的发展带来新契机。以台湾为例，1984 年台湾“劳动基准法”确立了劳工保险制度，这是一种完全由企业承担的给付确定型企业养老金制度，制度的设计和运行存在诸多弊端，鉴于此，台湾当局自 20 世纪 90 年代开始进行改革，于 2005 年颁布了《劳工退休金条例》，新制度采用缴费确定制和个人账户，以个人账户的累积值确定退休金水平，也可使用年金保险制。这一政策及配套税收刺激了台湾年金保险的高速发展，2006-2010 年内年金保险保费复合增速高达 53%，年金保险保费占寿险总保费的比重亦急剧攀升，从 2006 年的 6.2% 上升至 2010 年的 22.8%。

图 22、台湾年金保险保费及其占寿险总保费比重



数据来源：台湾财团法人保险事业发展中心、兴业证券研究所

为了充分发挥商业保险在完善社会保障体系当中的作用，各国财政往往给予保险公司和投保人一定的税收优惠。人寿保险税收优惠包括对保险公司及投保人所实施的税收优惠，从需求的角度，我们主要分析税收政策对投保人支付保费、保险金给付以及累计利息部分的税收待遇问题。

目前，在大多数国家和地区，保险金给付和累计利息无需缴税，在许多国家和地区，包括西欧国家、美国、日本、韩国、中国台湾等，由于人寿保费被视为养老金制度或社会福利制度的一部分，因此投保人为购买人寿保险支付的保费可以全部或部分税前列支（见表7）。税收优惠有利于提高投保人购买人寿保险的积极性。

表7、部分国家投保人税收优惠概览

国家	保费支出是否可以税前列支	是否对累计内部利息征税	退保时是否对保险金征税	是否对死亡给付金征收所得税
美国	曾对一些个人递延年金保费税前列支，现仅对非雇主提供的低收入职工退休计划实施，最高限额为2000美元	否，有例外	是	否，（需要满足特定条件）
日本	最高50000日元	否	是，（在1/21的普通税率下对50000日元以上的保险金给付金征收）	否
韩国	最高500000韩元	否	否	否
中国台湾	纳税义务人本人、配偶及直系亲属至人身保险保费属于列举扣除额，但每人每年不超过二万四千元	否	否	否
澳大利亚	否	是	否	否
奥地利	最高4000先令	否	否，（10年内保单除外）	否
比利时	有特别条件	否	否，有例外	否有例外
加拿大	否	是（间接征税15%）	是	否
丹麦	有特别条件	是，（间接征税26%）	对享有税收扣除的保单征收	是，（同退保给付）
芬兰	否	否	是	否
法国	有数额限制	否	是，（对于特定保单）	否，（大额保单除外）
德国	有特别条件	否	是，（对于延迟利息）	否
希腊	有数额限制	是，（间接征税15%）	否	否
爱尔兰	否	否	是	否
卢森堡	可全部列支	否	是，（低税率）	否
荷兰	有数额限制	否，有例外	是，（对于超过扣除额的保险金征收）	是，（同退保给付）
新西兰	否	是，（间接征税）	否	否
波兰	否	否	否	否
葡萄牙	有数额限制	否	是，（对享有特定税收减免的保险金征收）	否
西班牙	否	否	是	否
瑞士	有数额限制	否	否，（需要满足特定条件）	是，（特定税率）
土耳其	有数额限制	否	是，（对于超过扣除额的保险金征收）	否
英国	否	是，（间接征税）	否，（有例外）	否

资料来源：《人寿保险税收政策研究》、兴业证券研究所

就中国而言,建立一个覆盖 13 亿余人的庞大的社会保障体系无疑需要商业保险的广泛参与,2006 年“国十条”提出完善多层次社会保障体系,要统筹发展城乡商业养老保险和健康保险,鼓励和支持企业通过商业保险建立多层次养老保障计划,鼓励保险公司积极参与到企业年金业务,拓展补充养老保险服务领域,发挥保险公司在精算、投资、账户管理和养老金支付等方面的专业优势。

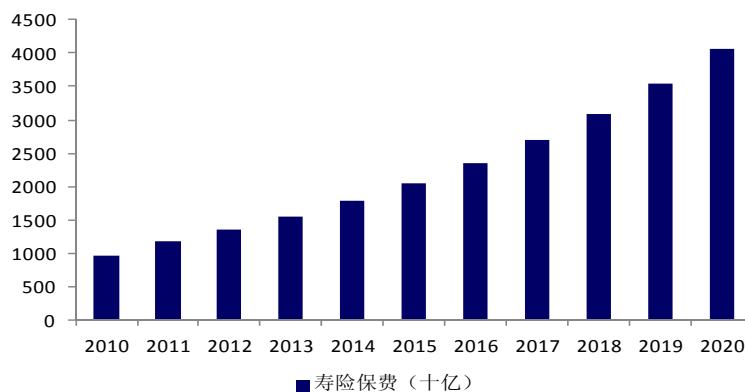
2009 年,《国务院关于推荐上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》(以下简称《意见》)明确提出“鼓励个人购买商业养老保险,由财政部、税务总局、保监会会同上海研究具体方案,适时开展个人税收递延型养老保险产品试点”。个税递延养老保险,是指投保人在税前列支保费,在领取保险金时再缴纳个人所得税,在于在购买保险和领取保险金的时候,投保人处在不同的生命阶段,边际税率有较大的差异,从而对投保人而言是一种税收优惠。个税递延能拉动居民购买养老保险的需求,如果能尽早展开试点,从而逐步向全国铺开,或将成为未来寿险需求爆发的催化剂。

(四) 预测中国未来 10 年寿险保费复合增速为 15%左右

日本寿险业的发展历程显示:上世纪 70 年代,日本名义 GDP 复合增速为 12.7%,同期寿险保费复合增速为 16.4%;80 年代,日本名义 GDP 复合增速为 6.2%,同期寿险保费复合增速为 12.8%。台湾上世纪 80 年代名义 GDP 复合增速为 11.3%,同期寿险保费增速高达 28%;90 年代名义 GDP 复合增速为 8.7%,同期寿险保费增速依然保持在 15%以上(见表 4)。中国寿险业的发展程度约落后日本和台湾等地 30-40 年,而在过去的 30 年或 40 年内日本和台湾寿险业均获得了高速增长,在预测中国未来 10 年名义经济量依然保持在 12%的复合增速的前提下,我们直观的一个判断是:同期寿险保费的复合增速将依然维持在 15%左右。

若假设到 2020 年,中国寿险深度达到 3.2%(约相当于日本 80 年代初、台湾 90 年代初的寿险深度水平),那么可以计算出中国未来 10 年寿险业保费复合增速为 15.4%。因此,中国寿险业发展的黄金期尚未过去,未来较长一段时间内寿险保费仍将保持超经济增长。

图 23、预计中国未来 10 年内寿险保费复合增速为 15.4%



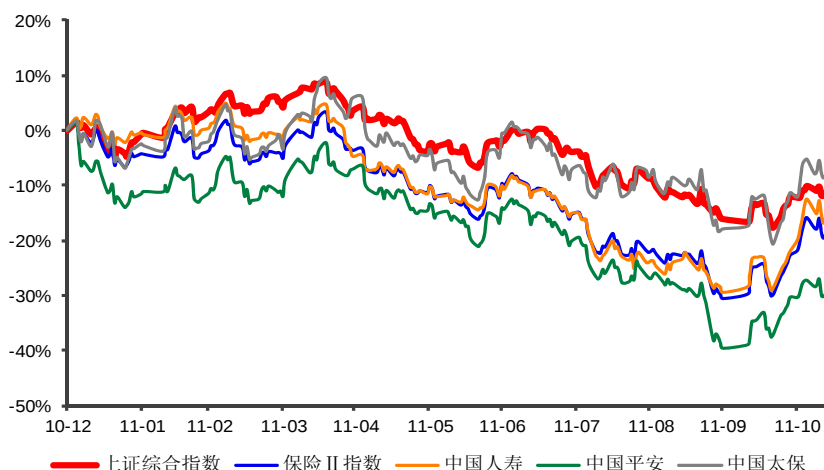
数据来源:兴业证券研究所

四、投资建议：业绩和估值均触底反弹

受资本市场波动，年初至今，除中国太保之外，中国人寿和中国平安均跑输大盘，年初以来国寿、平安和太保累计下跌 12.3%、28%和 6.3%。三季度保险股业绩和估值均达到底部（详见我们 10 月 28 日发布的保险行业三季报总结报告），10 月下旬以来，受资本市场回暖和预期改善的影响，三大保险股股价均有一定程度的修复，但当前国寿、平安和太保的股价隐含一年新业务价值倍数依然分别只有 8.2 倍、4.5 倍和 7.0 倍，仍处于低估的状态。

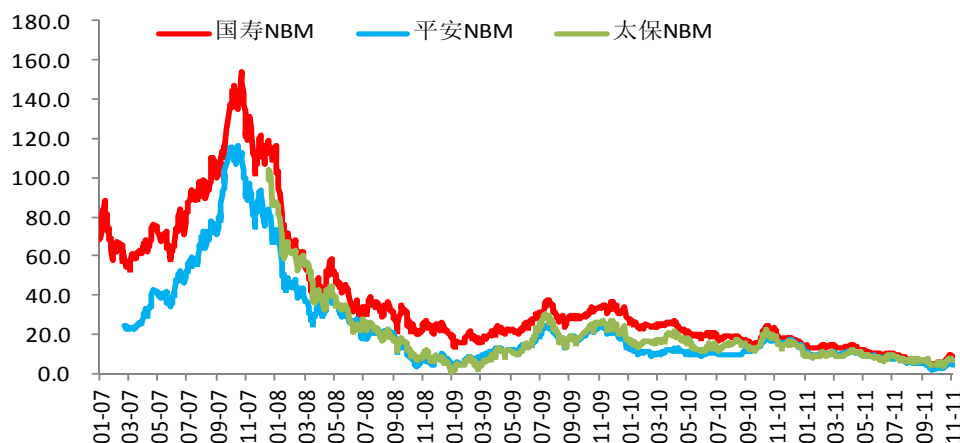
参照我们在三季报总结中的逻辑，四季度受益于资本市场的回暖和寿险责任准备金曲线的上行，寿险公司业绩将会有较为明显的改善，产险公司承保质量依然良好，综合成本率稳定在较低的水平上，综合来看，各上市公司业绩均获得改善。鉴于保险公司未来业绩改善和当前较低的估值水平，我们依然看好保险股未来修复的空间，维持行业的推荐评级。

图 24、2011 年初至今三大保险股及大盘涨跌幅



资料来源：WIND、兴业证券研究所

图 25、三大保险股股价隐含一年新业务价值倍数



资料来源：WIND、兴业证券研究所

就个股而言，中国人寿由于前三季业绩最差，四季度边际改善的空间最大，股价的弹性也于近期得到了充分的表现；中国平安多业务线和多渠道发展战略确保了业绩的稳定性，未来银行业务的利润贡献相当可观，当前估值水平最低；中国太保经营风格稳健，业绩确定性较好，无明显风险因素。综合下来，我们依然在中长期内最看好中国平安，短期内中国人寿股价涨幅可能最大。

附：

中国人寿估值表

	2011E	2012E	2013E
每股内含价值	11.39	12.75	14.17
每股一年新业务价值	0.73	0.81	0.89
新业务价值乘数	15.95	13.52	11.43
每股未来新业务价值	11.61	10.88	10.16
每股评估价值	23.00	23.64	24.33
股价隐含新业务价值倍数	8.22	5.73	3.60
P/EVPS	1.52	1.36	1.23

中国平安估值表

	2011E	2012E	2013E
寿险业务			
每股一年新业务价值	2.14	2.46	2.83
新业务价值乘数	17.58	14.38	11.69
寿险业务每股合理价值	55.09	54.90	54.67
产险业务			
BVPS	0.61	0.62	0.85
每股合理价值	9.22	9.35	12.73
银行业务			
EPS	0.74	0.96	1.16
每股合理价值	5.15	6.75	8.12
信托业务			
EPS	0.17	0.22	0.29
每股合理价值	3.41	4.44	5.77
证券业务			
EPS	0.22	0.27	0.32
每股合理价值	3.99	4.78	5.74
其他业务			
BVPS	5.81	6.68	7.69
每股合理价值	5.81	6.68	7.69
合计每股评估价值	82.67	86.90	94.72
股价隐含新业务价值倍数	4.52	2.55	1.00
P/EVPS	1.33	1.19	1.08

中国太保估值表

	2011E	2012E	2013E
寿险业务			
每股一年新业务价值	0.83	0.94	1.08
新业务价值乘数	16.62	13.67	11.19
寿险业务每股合理价值	23.18	23.64	24.22
产险业务			
EPS	0.55	0.72	0.87
每股合理价值	8.32	10.82	13.03
其他业务			
BVPS	3.86	4.44	5.13
每股合理价值	3.86	4.44	5.13
合计每股评估价值	35.36	38.90	42.38
股价隐含新业务价值倍数	7.07	4.03	1.44
P/EVPS	1.40	1.23	1.08

资料来源：兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。