

推荐 (维持)

跨海趁春风，寿险可先行

2012 年 2 月 1 日

借鉴台湾保险业的发展之路

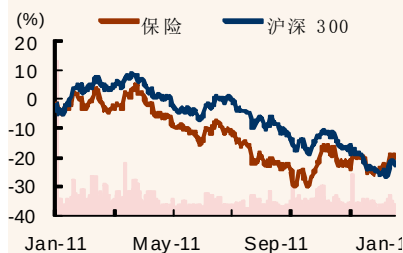
上证指数 2292

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	4	0.2
总市值 (亿元)	7741	3.7
流通市值 (亿元)	7132	4.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	8.9	-0.3	-12.8
相对表现	4.0	16.9	6.2



资料来源：港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《保险行业 2012 年度投资策略-等闲识得东风面，无边光景一时新》 2011-12-6
- 2、《保险行业 2011 年度投资策略--保险地位长期提升，产险开启复兴之路》 2012-12-2

罗毅 CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

洪锦屏

021-12345678
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

研究助理:

王宇航

0755-83734407
wangyh1@cmschina.com.cn

台湾保险深度世界第一，保费高增长保持了二十年。相似的文化 and 相错的时空背景下，看台湾的今天，可预见大陆保险业的广阔市场和寿险的黄金七年。

- **台湾出色的保险业绩：**1、与大陆比，7%的经济产生了 36%的保费。保费收入列全球第 12 位。2、台湾保费在国民经济中占比居世界第一，保险深度达到 18.4%。人均保费居世界第 17 位（3296 美元），大陆地区尚不及台湾人均保费的 5%。现有寿险企业 30 家，产险企业 23 家；另有 700 多家专业经纪公司或者代理公司。现有保险从业人员 52 万人，相当于每 45 人里就有一名保险从业人员。
- **台湾保险奇迹之原因探析。**内战结束之初美国的经济和技术援助为经济腾飞打下了基础，同时期发达国家的市场繁荣为出口型经济创造了发展环境。台湾地处的环太平洋地震带是释放能量集中而频繁的区域，1999 年大地震后，居民的保险意识显著增强。占三成人口的中产阶级是寿险深耕的土壤，庞大而高效的中介服务队伍使保险展业深入而广泛（每人有 2 张人寿保单）；另外，居民“承担财务风险的意愿低落”以及人口老龄化趋势的加剧是居民倾向于保险理财的内在原因。
- **寿险公司挑大梁：**台湾寿险资产额为大陆的 0.6 倍；资产额在 24 年间增长了 110 倍。寿险保费增长长红：过去二十年和过去的十年的年复合增长率均为 15%。对于中国人寿（台湾）和台湾人寿的股价跟踪发现其在 2002~2004 年和 2010 年的保费高增长时期，表现均明显超越了大盘。
- **年金保险占比大幅提升：**目前大陆面临着 2004 年台湾养老保险的发展机遇。在老龄化、长寿化和少子化的人口压力下，台湾与 2005 年推行劳工退休制度的改革，建立起了类似 401K 的税收优惠政策。在商业人身险领域，台湾给予每人约合人民币 4800 元的保费税收减免。目前我国的老龄化程度与 2004 年的台湾类似，新年的政策红利将向台湾学习，未来七年有望复制台湾年金险复合增速 54%的出彩业绩。
- **台湾地区新保业务中银行渠道贡献的比例 65%，与大陆类似，但专业代理发展完善。**中介机构让消费者有了更丰富的险种遴选和服务，以及多样化的产品和营销创新的可能，而服务、创新、专业化正是当下大陆保险监管的重中之重。
- **使用研究报告的风险提示：**权益类资产波动，保费增长低于预期。

重点公司主要财务指标

	股价	11EPS	12EPS	12PE	12PB	12NBM	P/EV	评级
中国人寿	18.78	0.8	1.0	18.5	2.4	6.4	1.42	强烈推荐-A
中国太保	21.01	1.1	1.3	16.3	1.9	5.3	1.34	强烈推荐-A
中国平安	38.34	2.6	2.9	13.1	1.9	1.8	1.14	强烈推荐-A
新华保险	30.53	0.9	1.1	26.9	2.6	4.5	1.39	

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、历史：城头变幻大王旗	3
1. 第一阶段 19 世纪初~1962 年：本土初创期	3
2. 第二阶段 1962 年~1999 年：垄断和保护期	3
3. 第三阶段 2000 年至今：开放和金控期	4
二、现状：发达、格局、投资	6
1. 保险深度居世界之首	6
2. 台湾保险市场格局	9
3. 投资渠道多元化	10
三、寿险：为大陆寿险发展铺路	12
1. 台湾保险深度世界第一实指寿险业	12
2. 领先大陆多少？	14
3. 老龄化和税收优惠刺激年金险	15
4. 银保渠道新业务占比约 2/3	17
四、台湾保险奇迹之原因探析	19
1. 天“时”：特殊时代打下的基础	19
2. 地“利”：自然灾害频发的位置	19
3. 人和：需求推着供给跑	20
4. 回头看大陆	22

图表目录

图 1：亚洲主要地区保险指标对比	6
图 2：台湾近 50 年来保险发展大事表	4
图 4：台湾保费十年间年均复合增长 13%	9
图 3：发达地区中，台湾的保险深度为世界第一，亚洲四小龙位居前列	8
图 5：寿险公司资产份额迅速扩张	13
图 5：台湾寿险业保费与 GDP 增速	13
图 7：台湾寿险业上市公司受保费增速影响	14
图 8：保险总资产与银行总资产的比例	15
图 7：年金保险占个人人身险的比例提升	16
图 8：人寿及年金保险投保率和普及率变化	16
图 13：保险行业历史 PEBand	23
图 14：保险行业历史 PBBand	23
表 1：台湾金控公司资产和主业	5
表 2：世界保费收入排名	7
表 3：人身保险业资金运用表（百万元新台币）	10
表 4：财产保险业资金运用表（百万元新台币）	11
表 5：台湾货币资本市场资金来源（以台湾地区金融机构历年年底资产净额为准比较）	12
表 6：大陆保险资产迅速赶超台湾	14
表 7：65 岁及以上人口占总人口比重%	17
表 8：寿险业 2011 年 1~10 月首年保费收入来源统计	17
表 9：保险代理人（左栏）和经纪人（右栏）业务统计表	21
附：主要保险公司估值表	24

一、历史：城头变幻大王旗

1. 第一阶段 19 世纪初~1962 年：本土初创期

19 世纪初叶，英国为保障其对华贸易的船只和货物安全，在台湾设立了保险代理处，主要经营海上保险。

甲午战争后（1895 年），台湾纳入日本势力范围，英商险企撤出，此后台湾的保险业被日系公司所垄断，二战爆发后，台湾保险业陷入低迷。

台湾本土保险业的启蒙发生在二战胜利后。1945 年，台湾成立保险业监理委员会，接管了日本留下的 26 家保险公司，并合并为台湾财产保险公司和台湾人寿保险公司。另外还有从大陆转入台湾的中央信托局开设寿险、产险、再保险等。这几家是台湾最早的本地保险公司，从 1950 年开始，台湾停止保险公司的设立。

2. 第二阶段 1962 年~1999 年：垄断和保护期

1962 年，台湾放开了对民营资本进入的限制，民营保险公司数量大幅增加，当时建立的第一批八家公司中有许多在今天成为行业翘楚。这八家首批民营寿险公司有：国泰（2001 年成立金控公司）、南山、新光（2002 年成立金控公司）、华侨（1981 年改为中国人寿）、国华、第一（1995 年改为庆丰，后变为保诚）、国光（因投资失误于 1970 年倒闭）等。在 1970 年上述公司建立完成后的长达二十年内，台湾的人寿保险业一直被上述几家公司寡头垄断。

1963 年台湾《保险法》和《保险法实施细则》相继颁布，给台湾保险业带来了法制化和自由竞争的机会。

1971 年，台湾退出联合国；1973 年，第一次石油危机爆发；在这一段时期保险业增速陷入低潮。

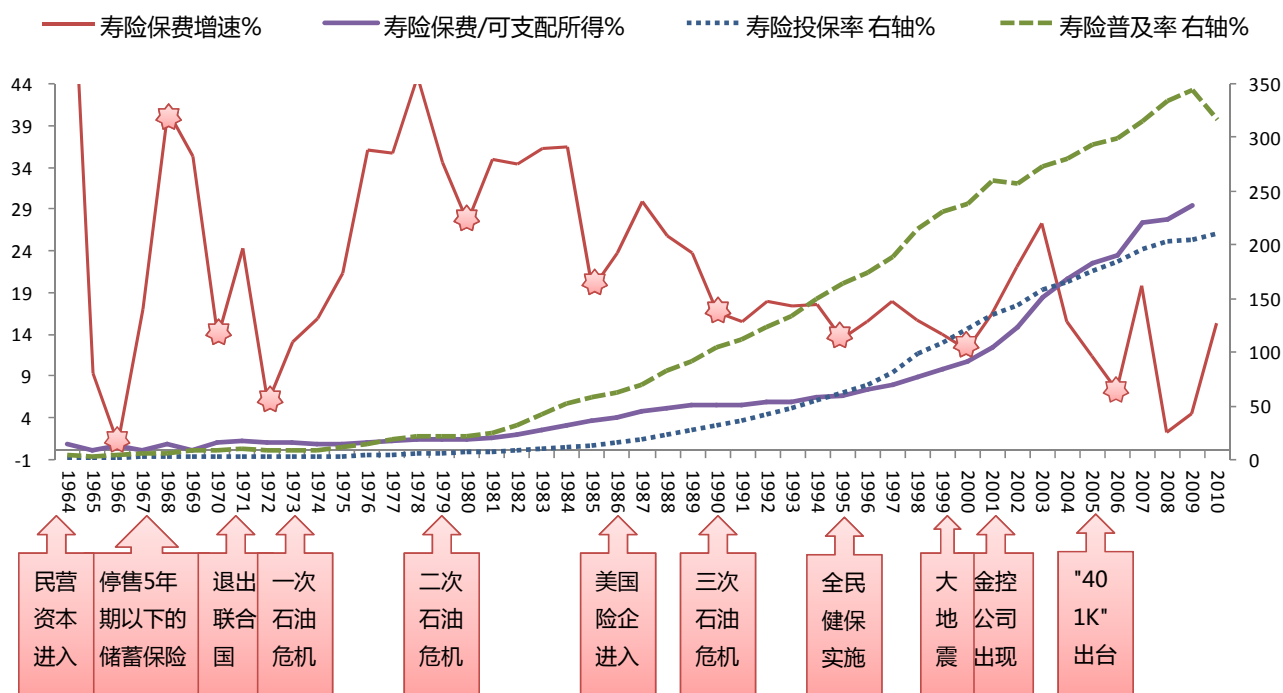
台湾光复后政府一直对金融体系采取严格的管制和保护，同时大力发展对外贸易，使得顺差不断扩大，外汇储备不断增加，在此基础上，政府在 1980 年代逐步开放了台湾金融市场。

1986 年，在与美国的双边贸易谈判中，为达成普遍优惠关税制度，台湾首先放开美国险企来台设立公司。数年后全面对外放开，外商保险业重新进入。在本土保险公司相对稳固的基础上，外资保险公司带来了先进的产品、技术和理念。

1995 年，台湾施行全民健康保险，短短数年时间覆盖率迅速扩大，目前无论城市还是农村人口，健保的投保率都达到了 99% 左右。主要由政府和雇主缴费，由于个人只需有限而较低的保费，就可以享受全方位的优质医疗保障服务，所以成为举世称道的社会福利的典范。当然这项制度也带来了亏损连年升高、医疗资源浪费，商业医疗保险需求降低等结果。

1999 年，台湾发生近代损失最大的 921 大地震，死亡 2,456 人，10,718 人负伤，房屋全毁 53,661 栋，损毁 53,024 栋；震后民众的保险意识和投保率等指标均显著提高。

图 1: 台湾近 50 年来保险发展大事表



资料来源：财团法人保险事业发展中心、招商证券

3. 第三阶段 2000 年至今：开放和金控期

2000 年的台湾地区领导人大选中，国民党候选人连战败于民进党候选人陈水扁之手，此后的八年时间里由民进党执政。

这一时期，岛内银行数量众多而业务结构雷同，产品创新受限而经济下滑明显，部分银行坏账比例大幅提升。在此环境下，民进党执政下的台湾开启了“第一次金融改革”，取得了金控公司破土、银行不良贷款率（逾放比）下降等效果。

2000 年，台湾学习美国和日本金融混业改革经验（1998 年日本施行金融控股公司法，1999 年美国颁布金融服务现代化法案，打破金融三业之间的隔离），《金融机构合并法》和《金融控股公司法》分别在 2000 年和 2001 年颁布后，允许银行、保险、证券相互合并，金融控股公司发展起来，金控公司可以投资于：保险、银行、证券、票券金融、创业投资事业等。台湾的金融机构开始向股权集中化、组织大型化、经营多元化的方向发展。经营混业放开后的两年内，台湾就成立了 14 家金控公司。目前台湾已有 14 家金融控股公司上市，2009 年合并报表后总资产排名前三位的国泰金控、台湾金控（未上市）和富邦金控；其资产分别为 4.3 万亿新台币、4.1 万亿新台币和 3.1 万亿新台币。

2002 年，台湾加入 WTO，岛内市场的对外开放程度进一步提升。

2004 年，民进党继续推出“第二次金融改革”，改革主题为整合现有金融机构，推进民营化、大型化和国际化。

2008 年，国民党重新上台，执政后即开始“第三次金融改革”，以建设“亚太金融中心”为重点，目标指向国有银行的国际化，另外还有包括保险业在内的两岸金融政策松绑计划（此前在 2001 年台湾已允许本地保险公司在大陆设立分支机构）。但三次金改提出

后，走走停停，具体措施比较少。目前已经获准在大陆设立办事处的台湾保险公司包括国泰人寿、台湾人寿、友联财险、富邦财险、新光人寿及明台财险等。

2003 年至今，台湾金融控股公司资产规模年平均增速超过 10%，资产规模占金融业总资产规模从 2003 年的 40.5% 上升到 51%。寿险公司中，国泰、富邦、新光分别已经归属于金控公司；产险公司中，国泰、富邦、新光、兆丰分别属于各自的金控公司。

表 1：台湾金控公司资产和主业

公司名	2009 年总资产 (百万新台币)	集团主体	集团其他组成
国泰金控	4,295,536	国泰人寿 (第一大寿险公司)	汇通银行 东泰产险 国泰投信 大和国泰证券
台湾金控	4,109,924	台银 土银 中信局	商银 证券 保险 不动产
富邦金控	3,060,253	富邦产险 (第一大产险公司)	富邦银行 富邦人寿 富邦证券 富邦投信
兆丰金控	2,497,531	银行	
台新金控	2,374,790	台新银行	台新银 台证 台新票券 大安银
第一金控	1,960,570	第一银行	太祥证券 第一联合证券 第一富兰克林投信 一银租赁 第一保代 宝来证券 明台产险
新光金控	1,902,090	新光人寿 (第二大寿险公司)	力世证券 新光产险 万泰银行
华南金控	1,816,499	华南银行	永昌证券 中央票券 永昌投顾 国宝人寿
中国信托金控	1,760,586	中国信托商业银行	中信银证券 中信票券 中信投顾 中信保险经纪
永丰金控	1,057,097	银行	
玉山金控	942,318	银行	玉山银 玉山证券 玉山票券
元大金控	538,490	证券	
中华开发金控	288,132	中华开发工业银行	菁英证券 商银 寿险 证券 中华开发 AMC
日盛金控	229,733	证券	
国票金控	185,157	票券	

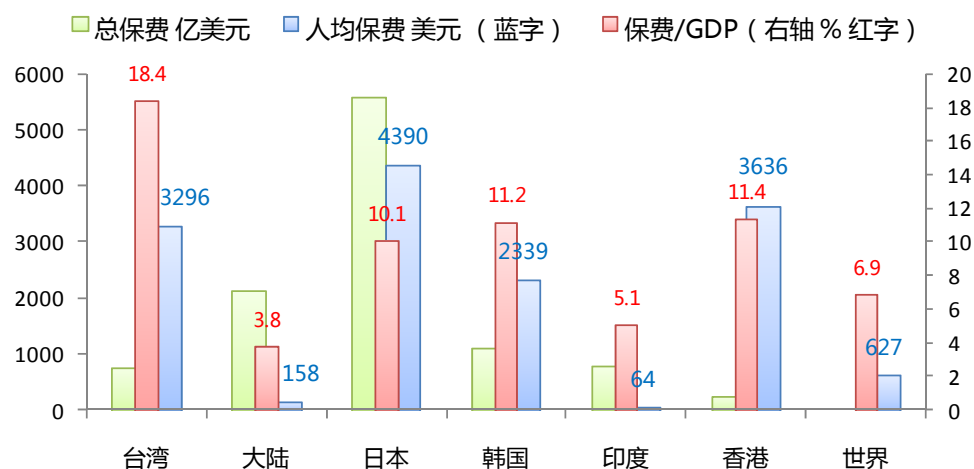
资料来源：方正金融研究院《台湾金控模式对大陆金融的借鉴意义》、招商证券

二、现状：发达、格局、投资

1. 保险深度居世界之首

台湾 7% 的经济产生了 36% 的保费。台湾的经济总量只相当于大陆的 7%，年保费收入却超过大陆的三分之一。台湾地区 2010 年保费收入位列全球第 12 位（764 亿美元），在亚洲地区排名第 5，仅次于日本（5574 亿美元，世界第 2）、中国大陆（2146 亿美元，世界第 6）、韩国（1144 亿美元，世界第 9）和印度（784 亿美元，世界第 11 位）。

图 2：亚洲主要地区保险指标对比



资料来源：财团法人保险事业发展中心、招商证券

台湾保费在国民经济中占比居世界第一。根据 2010 年的统计数据，台湾是世界工业化国家和地区中，保险深度位列第一位的地区，保险深度达到 18.4%；同时远超位居第二三名的荷兰和英国（保险深度均为 12.4%）。亚洲发达地区在全球的保险深度中排名居前，香港（11.4%）和韩国（11.2%）排名第五六，日本排名第七（10.1%）。将新兴市场地区统计在内，台湾仍然超过排名第二的南非（约 14.8%）。大陆同期的保险深度仅为 3.8%，而世界平均水平为 6.9%。

人均保费世界第 17 位。台湾地区 2010 年保险密度为 3296 美元，位居世界第 17 位，亚洲地区排名第三，仅落后于世界第 6 位的日本（人均 4390 美元）和世界第 14 位的香港（人均 3636 美元）。大陆地区保险密度排名世界第 60 位，人均 158 美元，尚不及台湾人均保费的 5%。

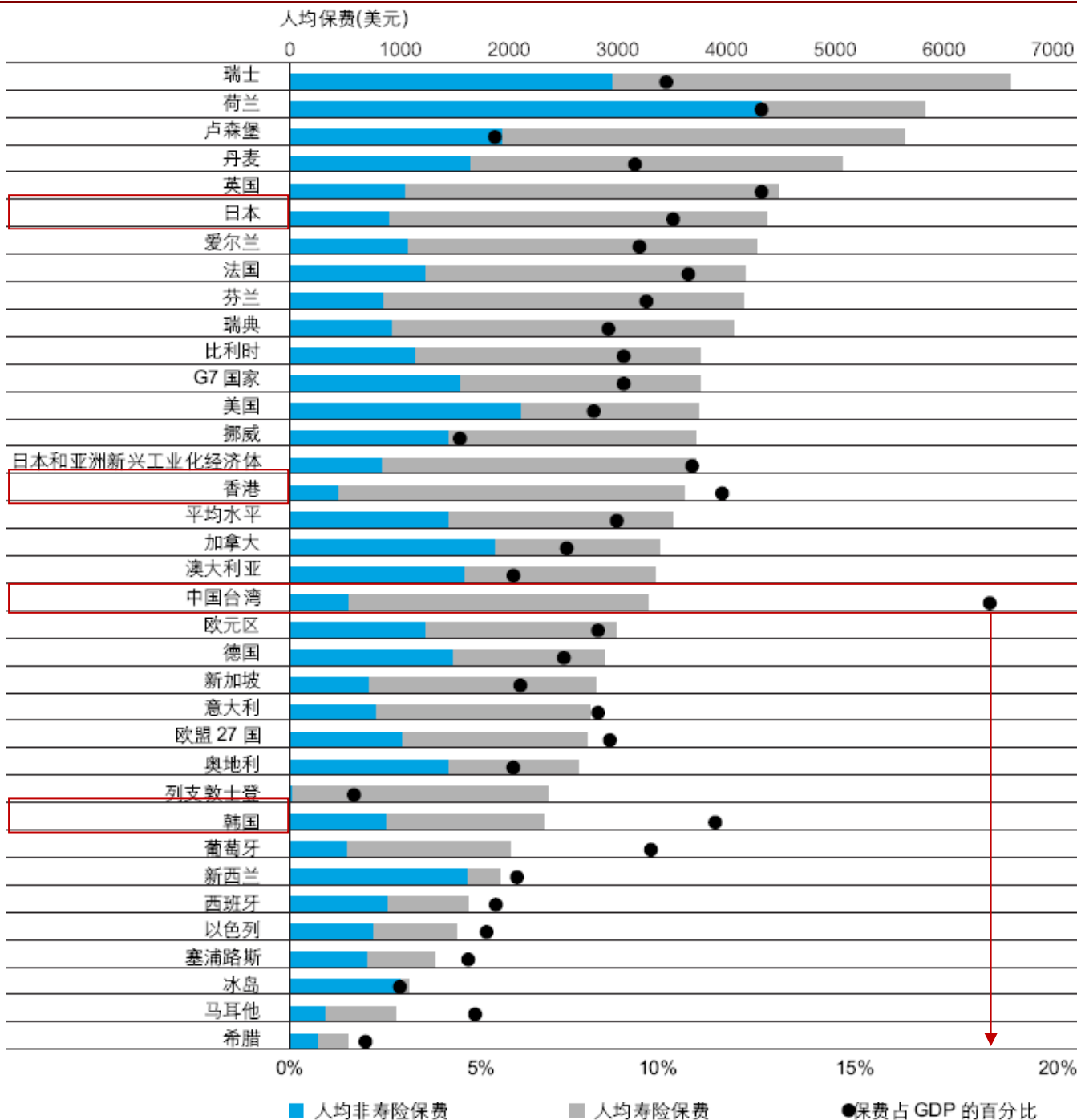
保险机构众多，从业人员占比高。台湾保险企业总数少于内地，但相对地域和市场而言数量也较多，现有寿险企业 30 家（其中本地企业 24 家，外资 6 家），产险企业 23 家（本地和外资）；另有 800 多家专业经纪公司或者代理公司。现有保险从业人员 51 万人，相当于每 46 人里就有一名保险从业者。

表 2：世界保费收入排名

洲 别	国家和地区	单位：百万美元		
		排名	保费收入	占有率 %
北美洲	美国	1	1,166,143	26.88
亚洲	日本	2	557,439	12.85
欧洲	英国	3	310,022	7.15
欧洲	法国	4	280,082	6.46
欧洲	德国	5	239,817	5.53
亚洲	中国大陆	6	214,627	4.95
欧洲	意大利	7	174,348	4.02
北美洲	加拿大	8	115,521	2.66
亚洲	南韩	9	114,422	2.64
欧洲	荷兰	10	97,056	2.24
亚洲	印度	11	78,372	1.81
亚洲	台湾	12	76,425	1.76
欧洲	西班牙	13	76,082	1.75
大洋洲	澳洲	14	72,573	1.67
南美洲	巴西	15	64,093	1.48
非洲	南非	16	53,297	1.23
欧洲	瑞士	17	52,119	1.20
欧洲	爱尔兰	18	47,902	1.10
欧洲	俄罗斯	19	41,643	0.96
欧洲	比利时	20	41,103	0.95
世界总计			4,338,965	100.00

资料来源：瑞士再保险公司经济研究与咨询部、招商证券

图 3：发达地区中，台湾的保险深度为世界第一，亚洲四小龙位居前列



资料来源：瑞士再保险公司经济研究与咨询部、招商证券

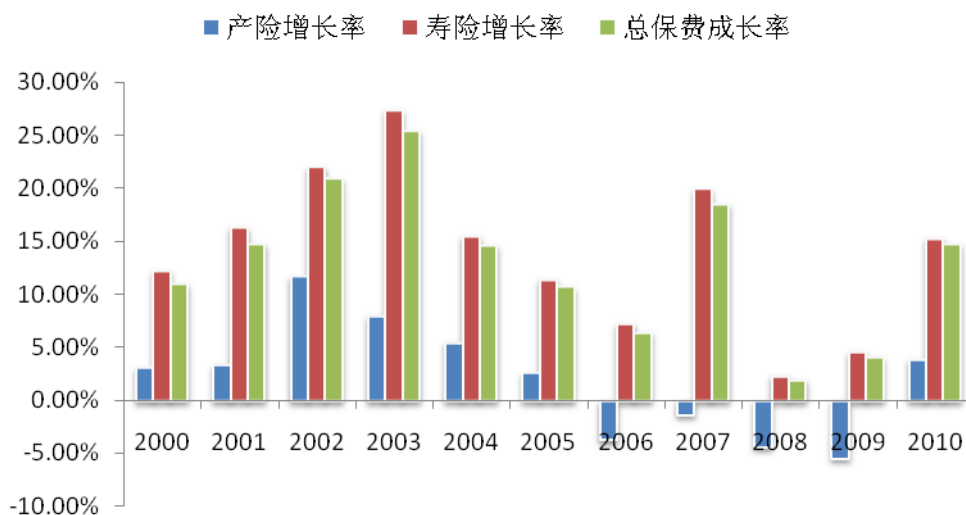
2. 台湾保险市场格局

2010 年以来，台湾地区总保费保持十年连续增长，年均复合增速达到 13%。

产险：邦富第一。台湾有 20 多家产险公司，“产险四雄”富邦、国泰、新光、明台（日资）合计占整体签单保费的 53%，其中的富邦产险签单保费的市场份额高达 21%。2011 年台湾 GDP 增速预计为 4.51%，产险签单保费收入增速预计为 7%，保费约合人民币 226 亿元。

寿险：国泰第一。以新单保费比较，国泰和富邦两巨头占据了一半的市场。国泰人寿占据 26.4%，第二名富邦人寿份额为 21.6%；三至五名分别为中国人寿、新光人寿、远雄人寿，市占率分别为 9.3%、7.7%、4.3%。

图 4：台湾保费十年间年均复合增长 13%



资料来源：财团法人保险事业发展中心、招商证券

3. 投资渠道多元化

首先回顾大陆的保险资金投资渠道：截至 2010 年底，大陆保险业资金有 80.06%配置在固定收益类资产，有 16.80%配置于权益类资产。在《保险资金运用管理暂行办法》（2010-8-5）和《关于调整保险资金投资政策有关问题的通知》（2010-8-11）实施后，大陆保险资金的投资渠道包括：

5%以上的总资产需要投放于银行存款、政府债券、政策性金融债、央行票据、货币市场基金；20%以下的总资产可以投放于无担保企业/公司债券和非金融企业债务融资工具；20%以下的总资产可以投放于股票和股票型基金；5%以下的总资产可以投放于未上市企业股权；10%以下的总资产可以投放于不动产；10%以下的总资产可以投放于基础设施等债权投资计划；15%以下的总资产可以投资于境外。

下表是台湾保险业按照产寿险区分的资金投资渠道，与上面对比中可以看出，台湾投资渠道更加宽泛，投资项目比较多。按照监管规定，台湾保险业境外投资上限高达总资产的 45%，2010 年产寿险实际岛外投资超过了资金运用总额的 34%。另外投资政府公债及库券的比例为 21%，而大陆国债投资占比仅为 7%，政策性银行债占比 13%。台湾岛内固定收益类投资的总比例低于大陆。对于股票类的投资维持在 5%~7%左右，也略低于大陆的比例：在 2010 年底，台湾保险总资金中有 8.13%投资于“股票”和“基金及受益凭证”；而同期大陆投资权益类资产的比例为 16.80%。对于银行存款类投资，台湾最近四年均保持 5~7%，大幅低于大陆在同一时期高达 24%~30%的水平。此外，寿险贷款和放款在产寿险总运用资金的比率分别高达 5.85%和 5.11%，贷款工具的运用程度远超大陆保险业。

表 3：人身保险业资金运用表（百万元新台币）

年/月	2007		2008		2009		2010	
	金额	占率%	金额	占率%	金额	占率%	金额	占率%
银行存款	410,953	5.49	529,959	6.64	688,378	7.43	728,477	6.95
有价证券	3,252,401	43.48	3,439,311	43.09	3,999,857	43.18	4,539,414	43.29
公债及库券	1,720,351	23.00	1,944,621	24.36	2,032,023	21.94	2,263,275	21.58
股票	553,483	7.40	367,029	4.60	551,980	5.96	679,539	6.48
公司债	223,763	2.99	295,288	3.70	376,214	4.06	497,719	4.75
基金及受益凭证	43,630	0.58	183,715	2.30	177,568	1.92	153,195	1.46
其他	711,174	9.51	648,658	8.13	862,072	9.31	945,686	9.02
不动产投资(不含自用)	294,946	3.94	321,072	4.02	386,923	4.18	408,002	3.89
寿险贷款	542,370	7.25	616,912	7.73	612,523	6.61	625,385	5.96
放款	617,042	8.25	631,347	7.91	569,810	6.15	544,542	5.19
国外投资	2,336,141	31.23	2,419,200	30.31	2,980,183	32.17	3,615,039	34.47
项目运用及公共投资	27,217	0.36	23,931	0.30	24,884	0.27	25,439	0.24
资金运用总额	7,481,070	100.00	7,981,732	100.00	9,262,558	100.00	10,486,298	100.00
资金总额	7,575,948		8,062,047		9,410,229		10,699,189	
资产总额	8,746,487		9,169,449		10,782,439		12,123,701	
资金运用率		98.75		99.00		98.43		98.01

资料来源：财团法人保险事业发展中心、招商证券

注：资金运用率为资金运用总额与资金总额之比率。

表 4：财产保险业资金运用表（百万元新台币）

年/月	2007		2008		2009		2010	
	金额	占率%	金额	占率%	金额	占率%	金额	占率%
银行存款	34,721	20.05	34,000	20.31	37,856	20.76	49,213	25.08
有价证券	80,214	46.32	76,920	45.94	89,712	49.19	92,635	47.21
公债、库券、储蓄券	22,565	13.03	25,979	15.52	23,891	13.10	25,657	13.07
股票	28,112	16.23	18,788	11.22	29,802	16.34	28,283	14.41
公司债	6,177	3.57	7,603	4.54	8,799	4.82	8,995	4.58
基金及受益凭证	3,840	2.22	5,453	3.26	6,365	3.49	7,706	3.93
其他	19,520	11.27	19,097	11.41	20,855	11.44	21,994	11.21
不动产投资	21,391	12.35	22,207	13.26	21,399	11.73	22,305	11.37
放款	3,045	1.76	2,029	1.21	1,479	0.81	939	0.48
国外投资	28,047	16.20	25,248	15.08	25,220	13.83	24,091	12.28
项目运用及公共投资	5,290	3.06	4,345	2.59	3,565	1.95	2,741	1.40
投资保险相关事业	-	-	2,501	1.49	2,879	1.58	3,475	1.77
从事衍生性商品交易	13	0.01	-36	-0.01	129	0.07	688	0.35
其他经核准之资金运用	444	0.26	229	0.14	135	0.07	152	0.08
资金运用总额	173,166	100	167,443	100	182,374	100	196,239	100
资金总额	180,524		214,874		231,809		244,500	
资产总额	209,384		241,663		255,228		267,858	
资金运用率		95.92		77.93		78.67		80.26

资料来源：财团法人保险事业发展中心、招商证券

综上，台湾财产险受困于资金运作周期短，其资金运用率低于寿险资金，并保持更大的比例在银行存款和不动产投资中，总体而言分布更加分散，例如比例最大的银行存款占比也只有 25%。相反，寿险公司可以将更多资金投资于政府公债、保单贷款和国外投资。

与大陆地区比较，台湾的保险资金投资渠道的多元化是其特色，对于海外投资、保单贷款、保险资金贷款的发展，以及对银行存款依赖程度的下降，或将成为我国未来保险资金投资渠道的发展方向。

三、寿险：为大陆寿险发展铺路

1. 台湾保险深度世界第一实指寿险业

台湾保险业的世界地位依靠寿险的强大。台湾保险业在世界范围内的深度第一，超越全球平均水平 11.5 个百分点，其中 11.4 个百分点均是由寿险贡献的，产险仅超过全球平均水平 0.1 个百分点。

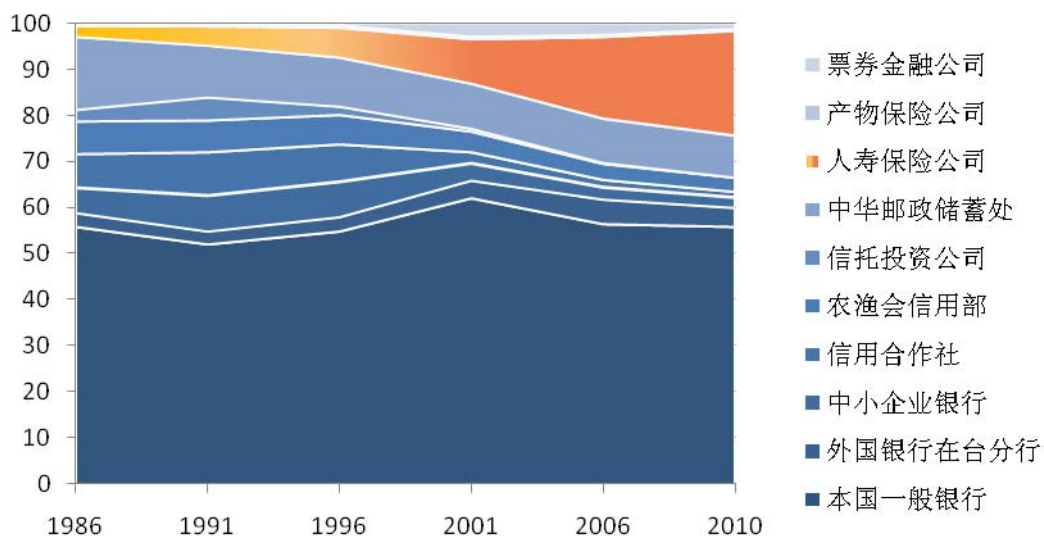
表 5：台湾货币资本市场资金来源（以台湾地区金融机构历年年底资产净额为准比较）

金融机构	1986		1991		1996		2001		2006		2010	
单位：新台币十亿	金额	%	金额	%	金额	%	金额	%	金额	%	金额	%
本国一般银行	2,596	55.8	6,452	52	12,652	54.8	20,474	62	24,628	56.4	29,717	55.8
外国银行在台分行	142	3.1	358	2.9	741	3.2	1,277	3.9	2,352	5.4	2,253	4.2
中小企业银行	250	5.4	956	7.7	1,761	7.6	1,228	3.7	1,115	2.6	1,163	2.2
信用合作社	336	7.2	1,152	9.3	1,856	8	776	2.3	660	1.5	612	1.1
农渔会信用部	329	7.1	853	6.9	1,480	6.4	1,474	4.5	1,543	3.5	1,675	3.1
信托投资公司	119	2.6	634	5.1	430	1.9	223	0.7	120	0.3	---	---
中华邮政储蓄处	738	15.9	1,410	11.3	2,463	10.7	3,237	9.8	4,208	9.6	4,842	9.1
人寿保险公司	109	2.3	520	4.2	1,508	6.5	3,199	9.7	7,756	17.8	12,150	22.8
产物保险公司	17	0.4	37	0.3	78	0.4	144	0.4	136	0.3	164	0.3
票券金融公司	13	0.3	35	0.3	114	0.5	1,007	3	1,143	2.6	710	1.3
合计	4,649	100	12,406	100	23,082	100	33,040	100	43,661	100	53,286	100

资料来源：中央银行经济研究处，中华民国金融统计月报、招商证券

台湾寿险资产额为大陆的 0.6 倍；资产额在 24 年间增长了 110 倍，年复合增长率高达 21.7%。在台湾货币市场中人寿保险公司贡献的比例，由 1986 年的 2.3% 遽增到 2010 年的 22.8%，成为仅次于当地银行的第二大资金供应源，年底资产总额高达 12 万亿新台币（约合 2.4 万亿人民币，同期大陆地区寿险业资产总额约为 3.9 万亿人民币）。总资产增速在 24 年间达到 21.7%，即使经历了金融危机的洗礼，最近 9 年的年复合增速仍然高达 16.0%。

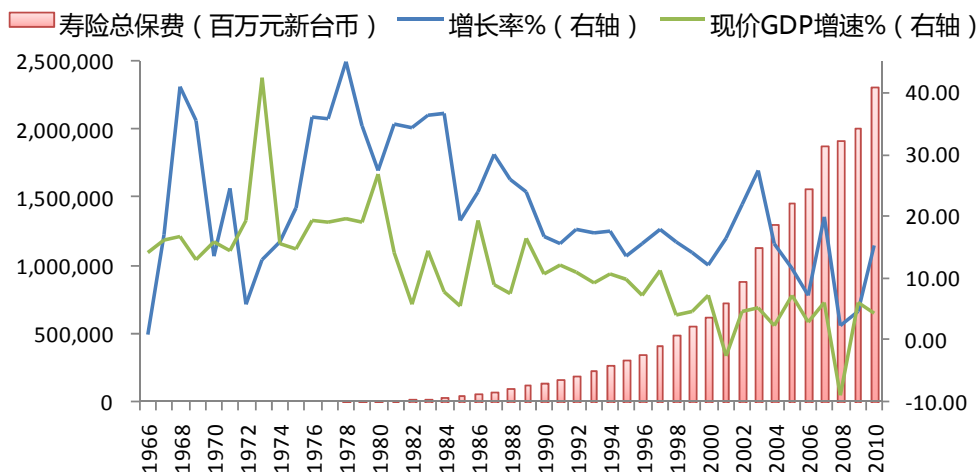
图 5：寿险公司资产份额迅速扩张



资料来源：中央银行经济研究处，中华民国金融统计月报、招商证券

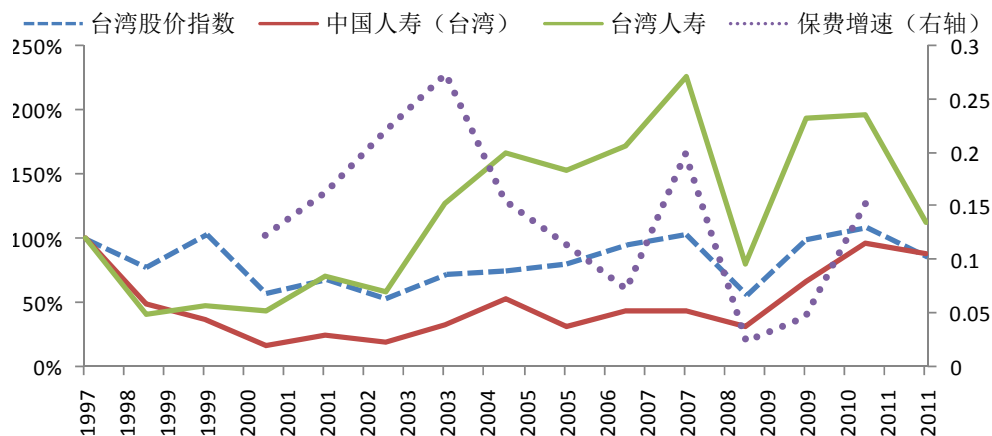
台湾寿险的保费增长可谓常青树，过去二十年和过去的十年的年复合增长率均为 15%。而过去二十年和十年按照现价计算的 GDP 增速分别只有 6%和 3%。在保费增速常年超越现价 GDP 增速的同时，两者在保险市场初具规模之后表现了较高的相关性，1976 年至今两者的相关度为 63.47%。

图 6：台湾寿险业保费与 GDP 增速



资料来源：财团法人保险事业发展中心、招商证券

我们选取了台湾上市较早的中国人寿（台湾）和台湾人寿两家公司做股价跟踪，发现其在 2002~2004 年和 2010 年的保费高速增长时期，股价表现均明显超越了大盘。

图 7：台湾寿险业上市公司受保费增速影响


资料来源：Bloomberg、招商证券

2. 领先大陆多少？

二十年的空白。大陆地区在 1959 年到 1980 年这二十年间停办保险业务。起步占优的情况下，大陆比台湾地区少了三分之一的发展时间。

绝对总量轻松超越。1980 年到 1999 年二十年间，大陆地区保险业务迅速恢复到停办前水平并抓住了空白市场的有利环境，在此基础上，总量指标很快对台湾地区实现了追赶：1999 年，台湾寿险业总资产相当于大陆寿险业的 2.5 倍；到 2006 年，台湾和大陆的寿险业总资产持平；到 2010 年，台湾资产只相当于大陆的 62%。

表 6：大陆保险资产迅速赶超台湾

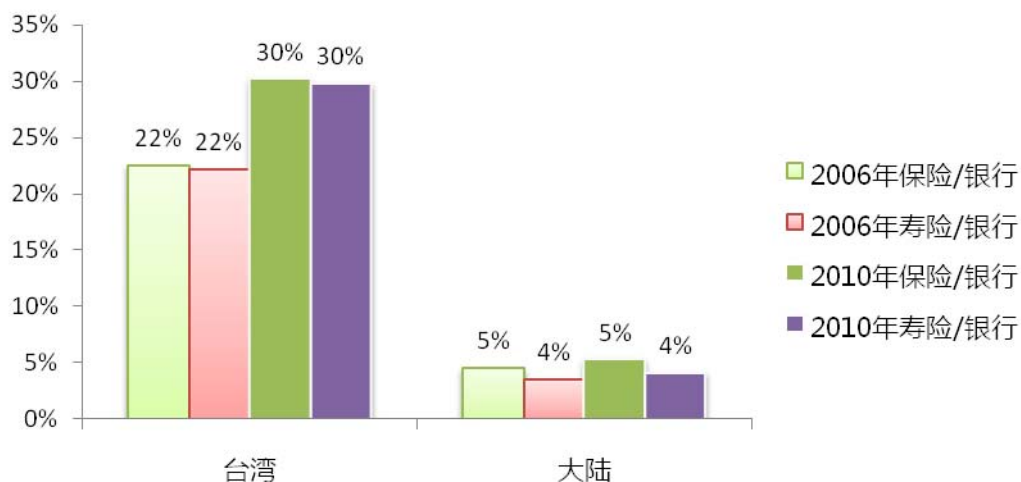
人民币万亿	台湾寿险总资产	大陆寿险总资产	台湾/大陆
1999	0.50	0.20	248%
2001	0.64	0.36	179%
2006	1.55	1.54	101%
2007	1.75	2.26	77%
2008	1.83	2.61	70%
2009	2.16	3.17	68%
2010	2.43	3.94	62%

资料来源：中央银行经济研究处、招商证券

相对人均量的追赶路漫漫。在人均指标上，大陆的追赶行动进程缓慢，2001 年台湾人均保费为大陆的 28 倍，到了 2010 年，台湾的人均保费仍为大陆的 21 倍。

从保险业在金融产业中的占比来看，从 2006 年到 2010 年，台湾寿险总资产和银行总资产的比例从 22% 上升到 30%；而大陆寿险业的该比例在这四年中保持不变，仅为 4%。

图 8：保险总资产与银行总资产的比例



资料来源：财团法人保险事业发展中心、招商证券

注：银行业总资产包括了政策性银行、农村商业银行、农村合作银行、外资银行、城市信用社、农村信用社、非银行金融机构、新型农村金融机构、邮政储蓄银行；外国银行在台分行、中小企业银行、信用合作社、农渔会信用部、中华邮政储蓄处。

3. 老龄化和税收优惠刺激年金险

老龄化：根据台湾内政部的统计结果，预计 2011 年台湾 65 岁以上老龄人口占总人口的比例将达到 11%，并且高龄人口将在 2017 年首次超过 15 岁以下儿童人口所占的比例。预计到 2025 年，由于二战之后婴儿潮时期（1945~1964 年间）出生的人口步入老年，老年人口比率将超过 20%，进入“超老龄社会”。

长寿化：2010 年台湾居民平均寿命达到 79.18 岁，该数据不仅创下历史新高，而且超过美国 1 岁，超过欧洲发达国家 1~2 岁，但是低于日本、韩国和新加坡。大陆 2010 年平均“预期”寿命为 72.5 岁。

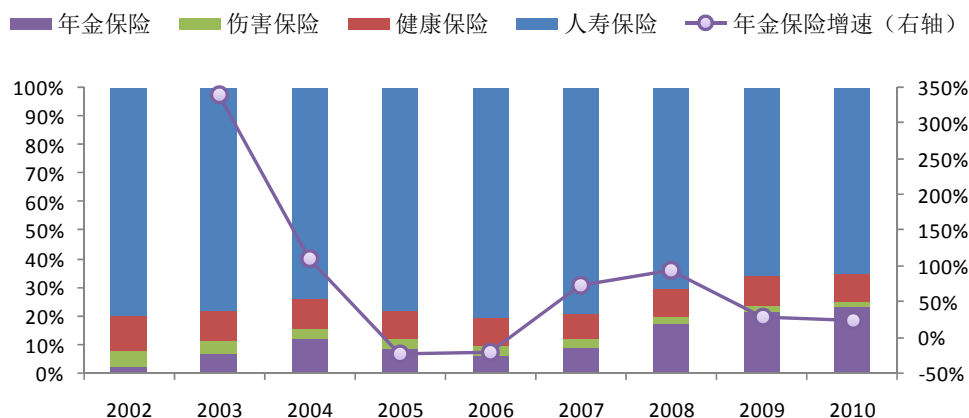
少子化：据台湾立法院预算中心的统计数据，台湾 2012 年初中毕业生将跌破 30 万人，此后每年约递减 1 万人，至 2014 年时减势将扩散到大专院校；目前台湾不少大学的新生注册率逐渐下降，其中也包含一些知名的公立大学，教育当局已经开始着手旨在将部分大学退场合并的“大学修正案”计划。

台湾版“401K”在 2005 年正式登场。根据当年颁布的劳工退休制度的规定，建立起了与原制度并行的新制度来组成养老保障的第二支柱。新制度既可以采用个人账户积累，也可以采用年金保险制，规定企业缴费不低于员工工资的 6%，员工则在 6% 的范围内自主选择是否缴费，并享受税收优惠。但是目前这种税收优惠尚未惠及保险公司，资金运用上由劳保局负责；同时覆盖率和替代率并不高。

商业人身险保险：直接免征 2.4 万新台币，不递延。在缴费环节：台湾所得税法规定：纳税义务人本人、配偶及直系亲属之人身保险、劳工保险及军、公、教保险之保险费属于列举扣除额，但每人每年扣除数额不超过二万四千元为限。在给付环节：对于这 2.4 万元的部分依然免征税收。

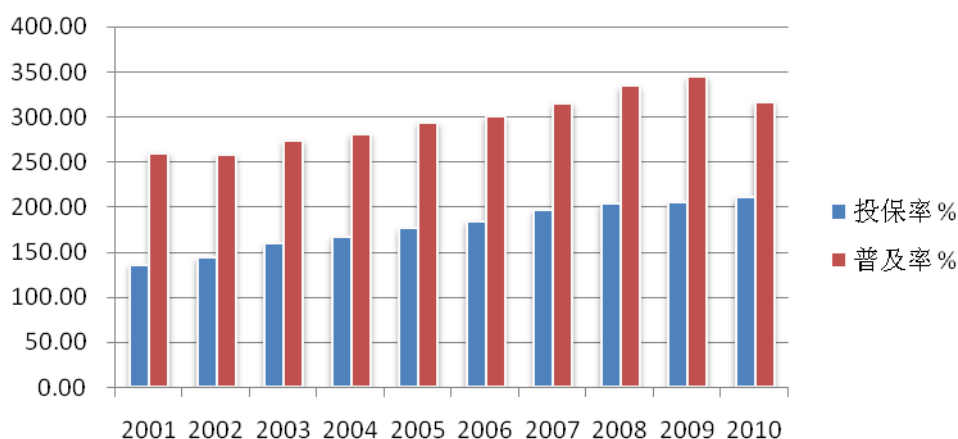
在以上老龄化预期和税收优惠的刺激下,近年来年金保险在个人人身险中的占比趋势性上升,由2002年的2%提高到2010年的23%,八年间保费年复合增速高达54%。

图 9: 年金保险占个人人身险的比例提升



资料来源: 财团法人保险事业发展中心、招商证券

图 10: 人寿及年金保险投保率和普及率变化



资料来源: 财团法人保险事业发展中心、招商证券

注: 人寿及年金保险投保率: 人寿保险及年金保险有效契约件数对人口数之比率; 普及率: 有效契约保额对国民所得之比率。

台湾人寿保险和年金保险的普及率由2001年的260%提升到2010年的316%; 投保率从2001年的135%提高到2010年的211%; 相当于每人都有2张以上的保单。

根据联合国人口署统计及预测,中国2010年65岁及以上的老年人口占全国总人口的9.4%,这个数据相当于台湾地区2004年的水平,而恰是在次年开启了401K的制度改革,并且进入了年金保险比重扩大的新一轮冲锋期。另一方面目前我国在商业保险领域尚未有税收优惠政策,保监会主席项俊波将“推进个人延税型养老险”作为2012年的监管工作重点,在政策环境和人口环境都相似的情况下,预计至少今后七年内我国年金险业将迎来与台湾相似的发展黄金期。

表 7: 65 岁及以上人口占总人口比重%

年度	台湾	大陆
1998	8.27	6.76
1999	8.47	6.88
2000	8.65	7.01
2002	9.02	7.24
2003	9.24	7.36
2004	9.48	7.47
2005	9.74	7.58
2006	10.00	7.68
2007	10.21	7.79
2011	11.00	9.40

资料来源: WIND、招商证券

4. 银保渠道新业务占比约 2/3

台湾地区新保业务中银行渠道贡献的比例与大陆类似, 贡献水平超过平安、低于太保和国寿。2011 年前 10 个月的首年保费中, “保费收入”项下, 寿险公司自有营销人员贡献占比为 41.9%, 银保渠道占比 54.7%, 代理人、经纪人渠道贡献了 3.4%。“负债”项下, 公司自有营销渠道销售了 20.0%, 银保渠道销售了 76.5%, 代理人、经纪人销售了 3.5%。

对“负债”的解释: 根据台湾财务会计准则公报第四十号《保险合约之会计处理准则》(2011 年 1 月 1 日实施), 要求对保险合约进行分类。过去保险公司从保户手中所收取之保险费均属保险合约而认列为保费收入, 从 2011 年 1 月 1 日起, 保险商品中无显著保险风险者将不再属保险合约, 而须视为投资合约并归类于“负债”项下, 不列为保费收入。

从台湾新保业务在不同险种渠道划分来看, 银行渠道在个人寿险和个人年金上优势明显, 而在投资型保险和个人伤害、健康险上主要以险企自身的营销渠道为主。

表 8: 寿险业 2011 年 1~10 月首年保费收入来源统计

百万元新台币	自有营销渠道	银行渠道	传统经代保代	合计
保费收入	314,927	411,186	25,157	751,270
比率 (%)	41.9	54.7	3.4	100.0
个人寿险	162,247	295,249	18,942	476,438
个人年金	16,496	85,923	1,731	104,150
投资型保险	106,032	28,804	736	135,572
个人伤害、健康	21,022	1,053	1,377	23,452

资料来源: 人寿保险商业公会、招商证券

法律上的通途释放了银保渠道的需求。台湾从上世纪 90 年代左右开始通过银行代理保险产品, 起始的形式就是通过银行职员来销售, 并无实际法律依据; 但是在经历了 1997 年的亚洲金融危机之后, 台湾银行业由于放贷收紧而产生了存款的剩余, 监管层逐渐放松了对该部分的管制。2001 年, 台湾《金控法》颁布, 建立了金融混业经营的基础, 金控公司首先可以在银行柜台合法的销售保险产品。到了 2003 年, 非金控的银行也可

以代理保险产品。破除了法律障碍后，台湾的银保业务在 2004 年以后得到蓬勃发展，银行和证券公司纷纷成立保险经纪和代理公司，目前台湾投资保险经纪代理公司的银行已有 47 家。2008 年的金融危机中，银行更是依靠保险佣金渡过难关，其营业收入约有 30%~50% 是来自于保险产品的销售。从 2009 年开始，银保渠道实现的新保收入已经超过半数以上，2010 年的占比更是高达 65%。

银保渠道架构不同于大陆：金控公司用兼业代理，更多主体用专业代理。大陆银保未来或将学习台湾的“间接式”。台湾的银保销售模式既有“间接式”，也有“直接式”。所谓“直接式”是指像大陆一样：保险公司直接与银行签订合作协议。而这种模式在台湾却有着“主体只能是金控公司”这一限制条件，并且采取这种模式的银行只能销售一家保险公司的产品。所谓“间接式”，是指保险公司、银行、中介公司签订三方合同，保户直接面对的是专业的经代公司，保险公司返佣给经代公司，银行向中介公司收取费用；中介公司的股东大多来自于银行。

这种模式下虽然利益的分成多了一方，但是它一方面帮助银保渠道席卷了保费的半壁江山，另一方面让消费者有了更好的险种遴选和服务，以及多样化的产品和营销创新的可能，而“服务”和“创新”这两点正是当下大陆保险监管的重中之重。

保监会一直在传递保险销售专业化的信号。去年 9 月 16 日，陈文辉上任保监会副主席的第二天就在“保险销售座谈会”上讲话。他指出，经济形势的变化和劳动力成本的提高要求必须对销售模式进行专业化变革。近几年保险中介的发展和监管思路可以概括为：处于“小作坊”时鼓励市场化，需要扩大资本时鼓励“专业化”，将来鼓励走国际化道路。陈文辉指出，保险行业从弱小到不断发展，行业专业化分工是必然趋势，这样才能逐步成熟壮大。关于“销售专业化”，陈文辉概括了销售专业化变革的三个层面：一是销售人员的专业化，提高销售人员的素质；二是兼业代理专业化，包括车险和银邮代理专业化，需要尊重市场，尊重实践，鼓励试点，重视研究。车险专业化已经先行一步，银保专业化将根据市场变化逐步推进；三是专业机构大型化。依靠市场和资本的力量，拓展专业平台，降低运行成本，提高服务质量。

四、台湾保险奇迹之原因探析

1. 天“时”：特殊时代打下的基础

1950-1967 年，美国共给予台湾 15 亿美元的经济援助，其中 12 亿为“无偿”赠与，3 亿为贷款；彼时台湾三分之一的经济增长是美援所产生。

此外还有工农业原料、农产品等物资和人才支援、技术转让等输入，为台湾的经济各领域的腾飞奠定了基础。美国兰德公司在报告称，如没有美援，台湾经济至少要推迟 10~20 年。

另外，二战后发达国家一度的经济繁荣为出口导向型的台湾岛迅速积累外汇提供了良好的市场环境。

2. 地“利”：自然灾害频发的位置

多年以来台湾频受台风、地震，以及由此引发的海啸的侵袭，频发的自然灾害使得岛民对于风险共担互助的保险机制更为重视。

台湾位处环太平洋地震带，是全球分布最广、地震最多的地震带，所释放的能量约占全球的四分之三。地震发生的次数也相当频繁：1991~2006 年间，台湾地区平均每年发生 18,500 次地震，其中约有 1,000 次为有感地震，单在 1999 年的有感地震达 3,228 次之多。

与大陆产险通常将地震免责不同，台湾在经历了 1999 年大地震后，将住宅火灾保险强制加保地震险。而在房屋抵押贷款中，银行也会要求贷款人投保火险和地震险。目前岛内房价最高的地方，包括台北市、新北市、桃园、新竹、台中等，这些主要城市民众投保地震险的投保率均高达 33% 以上。

图 11：台湾地区地震带的分布

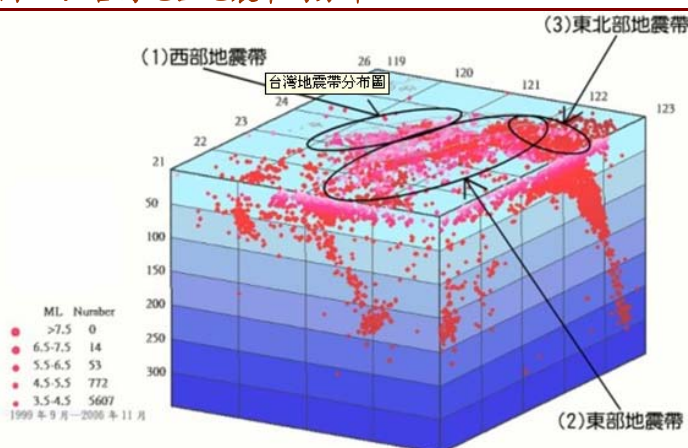
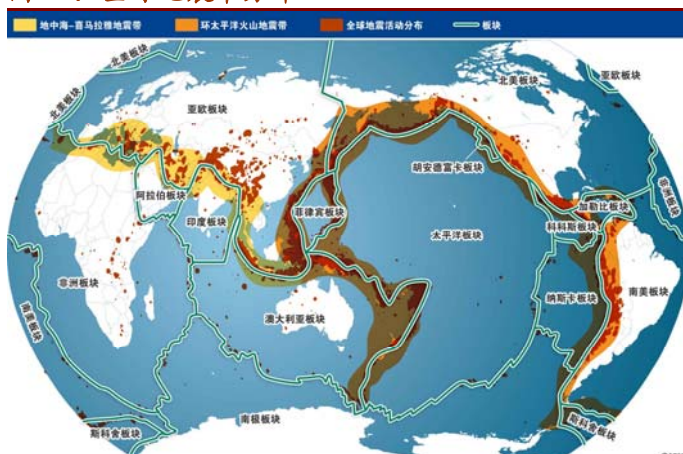


图 12：全球地震带分布



资料来源：地震百问、东方周刊、招商证券

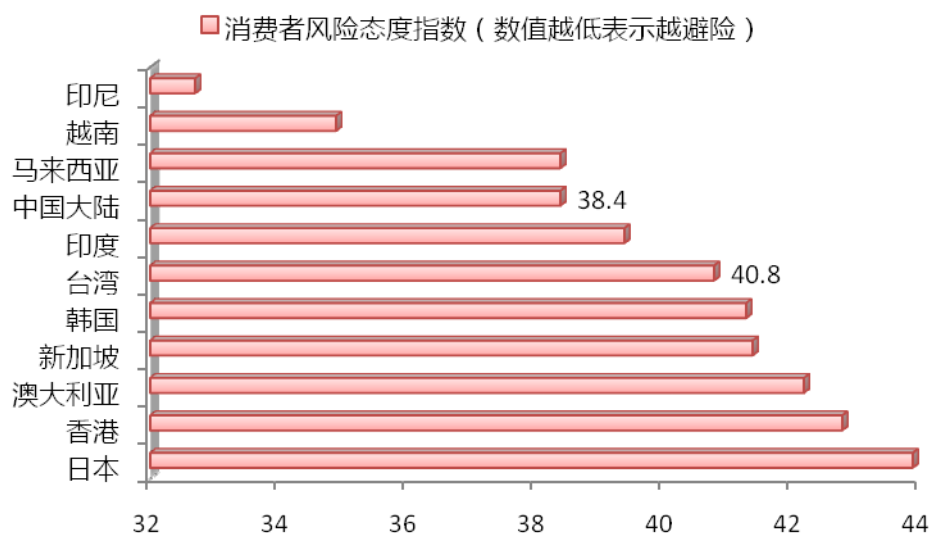
3. 人和：需求推着供给跑

稳定而庞大的中产阶级。退守台湾之后，国民党在台实施土地改革，解放了农业生产力，之后大力发展加工贸易；上世纪 60 年代之后，台湾迅速由农业社会转变为多元工商业的社会，中产阶级阶层逐渐壮大。

到了 80 年代，人均国民生产总值达到 3297 美元，在发展中国家和地区中位列前茅。在政治领域，蒋经国声明放弃一党专政开启革新；在经济领域，公有企业“民营化”的改革推行，使得大陆籍官僚资本被削弱，台籍资产阶级势力得到加强，中产阶级占比已经超过社会总人口的三分之一；并且行业来源非常广泛：中小企业主、农业资本家、经管人员、专业技术员、公职人员、以及部分农民和渔民等，稳定而庞大的中产者为寿险业的深耕提供了广阔的土壤。

“承担财务风险的意愿低落”。瑞士再保险公司 2011 年调查亚太区 11 个市场，1.38 万名 20 至 40 岁的民众，发现台湾民众是所有亚太发达国家和地区中最不愿意承担风险的地区，买保险大多是担心未来负担不了医疗费用支出。瑞士再保险认为，台湾人比较愿意在“事业”和“健康”上冒风险，但在财务部分，比其他发达市场的人们更不乐于承担风险。而该指数与中国大陆的值非常接近。

图 13：台湾在亚太发达地区中最不愿冒险



资料来源：瑞士再保险、招商证券

保险业的社会形象较好，受重视程度高。仍是在上述的调查报告披露：如果一个受调查者认为自己的财务状况是“合理而良好”的话，那么 84% 的判断依据是自己拥有了足额的保险，这判断权重在亚太地区位居仅次于韩国（86%）的第二位。

瑞士再认为：这些数据说明了在居民产生保障需求时，保险所扮演的要角色。虽然台湾拥有保险的比率相对较高，但 55% 的受访者仍规划在未来 12 个月内购买寿险或健康险等产品。对于保险社会形象好的另一个佐证便是下一条所讲的：保险从业人员的占比很高。

庞大而高效的中介服务。台湾现有保险从业人员 51 万人，相当于每 46 个台湾人里就有一名保险业者。其中 32 万是保险公司业务员，10 万是保险代理人，9 万是保险经纪人。目前台湾有 800 余家专业经纪人代理人企业。

最近十年来，保险中介的产能不断提高，寿险代理人均签单保费的年复合增速为 18%，产寿险经纪人人均签单保费年复合增速为 17%，二者均超过了保费增速。

寿险中介数量提升更快：代理人年均增长 25%，经纪人年均增长 18%；寿险代理人和经纪人的保费贡献比例由 2000 年的 1% 分别上升到 15% 和 18%。2010 年寿险代理人年均人均保费收入约合人民币 118 万元，代理费收入 4 万元；同期的平安寿险人均年规模保费为 36 万元。

瑞士再在其报告中指出：在搜寻财务信息时，台湾的受调查者最偏好使用网络（60%）；但在购买寿险及医疗险时，受调查者仍最倾向通过保险业务员购买（77%），其次是经由银行（20%）及网络（19%）进行。

中介行业得以发展的原因可以总结为：首先，在中介市场发展长期而成熟的市场上，代理和经纪人能够提供多元优质、客观中立的保险服务。其次，中小和新建保险公司由于人员和网点数量不占优，更多的采用与专业中介合作开展业务，逐步放弃了自建营销队伍。第三，在金融危机中，许多寿险公司裁撤机构人员，在产销分离的国际趋势下，大批销售人员从保险公司进入专业中介，人力资源的积累让台湾中介机构在市场上成为一只重要力量。

表 9：保险代理人（左栏）和经纪人（右栏）业务统计表

年	保险代理人员			代理费收入 十亿元新台币			保险经纪人员			经纪佣金收入 十亿元新台币		
	总计	产险	寿险	总计	产险	寿险	总计	产险	寿险	总计	产险	寿险
2000	10,241	84	1	7	4	2	16,900	12	1	4	1	3
2001	25,093	82	1	11	8	3	22,702	12	1	4	1	3
2002	48,227	80	1	11	5	6	24,656	13	1	5	1	4
2003	58,608	44	9	17	7	10	39,521	12	1	8	1	7
2004	59,407	50	12	18	10	9	51,337	20	7	13	2	11
2005	76,555	56	13	22	12	11	42,757	13	7	16	2	14
2006	74,968	57	11	19	11	8	66,423	14	7	16	3	13
2007	81,497	47	10	20	10	10	75,130	12	8	17	3	14
2008	89,147	29	12	18	7	11	68,843	12	10	19	3	16
2009	93,357	26	15	17	5	12	92,171	20	14	20	3	17
2010	97,881	23	15	17	4	12	86,870	20	18	18	3	15

资料来源：财团法人保险事业发展中心、招商证券

“老得最快的地区之一”。据台湾《联合报》披露的数字，到 2010 年底，全台湾的老龄化指数达 68.2%，而在 1956 年岛内首度人口普查时，老龄化指数仅 5.6%，经过短短半世纪，老龄化指数上升 11 倍，老化速度在全世界数一数二。台湾虽不是全球最老的地区，却是全球“老得最快”地区之一。而其他老龄化程度较深的国家普遍寿险深度

较高：全世界最老的日本（老龄化指数接近 200%）寿险深度排名世界第 4。关于老龄化对台湾寿险的促进作用，我们将在第二章中已有阐述。

注：老龄化指是指 65 岁以上的老年人口占未满 15 岁人口的比率，用以衡量一个国家或地区“老化”的程度。

4. 回头看大陆

与台湾相比，大陆保险业的发展历史和环境都有很大区别，但是通过比较，还是有一些共性的地方值得参考。

两地文化背景相同，居民都有着较高的储蓄意愿提供了追赶台湾的可能。对于亚洲主要城市“平均储蓄占所得之比率”指标排序的结果为：台北市(31%)、上海(29%)、首尔(29%)、香港(25%)、吉隆坡(21%)、东京(18%)。高储蓄是“自保”心态的体现，如何将“自保”转换为“互保”或者“共保”，既需要媒体的引导，也需要行业形象的树立。在 2012 年全国保险监管工作会议上，项俊波主席指出“保护消费者利益是保险监管的天职”，2012 年的工作三大重心之一便是着力解决车险理赔难和寿险消费误导这两个深受社会各界诟病的问题，这与近年来保护消费者的一系列举措一脉相承，也是依据台湾经验挖掘保费需求的出发点。

台湾的保险资金投资渠道的多样化特质是其特色。寿险实际海外投资超过了资金运用总额的 34%，而监管规定的上限更是高达 45%；寿险贷款和放款在产寿险总运用资金的比率分别为 5.85%和 5.11%，贷款工具的运用程度远超大陆保险业，相应的，对银行存款依赖程度的较低；这些经验或将成为我国未来保险资金投资渠道拓展的方向。

老龄化的发展机会可复制台湾。中国 2010 年 65 岁及以上的老年人口占全国总人口的 9.4%，这个数据相当于台湾地区 2004 年的水平，而恰是在次年开启了 401K 的制度改革，并且进入了年金保险比重扩大的新一轮冲锋期。另一方面目前我国在商业保险领域尚未有税收优惠政策，保监会主席项俊波将“推进个人延税型养老险”作为 2012 年的监管工作重点，在政策环境和人口环境都相似的情况下，预计至少今后七年内我国年金险业将迎来与台湾相似的发展黄金期。

产销分离的专业化中介将增加。在银保领域，台湾的“间接式”帮助银保渠道席卷了保费的半壁江山，让消费者有了更好的险种遴选和服务，以及多样化的产品和营销创新的可能，而“服务”和“创新”这两点正是当下大陆保险监管的焦点。在寿险领域，代理人数量十年间年均增长 25%，人均签单保费增速超过全渠道保费增速 3 个百分点，经纪人超过 2 个百分点。产寿险代理人和经纪人分别积累了占总保险从业者 19%和 17%的人力资源。这种保险销售中介化趋势也是未来大陆的可选路径，预计 2012 年包括车险和银邮代理专业化将继续推进。

图 14: 保险行业历史PEBand

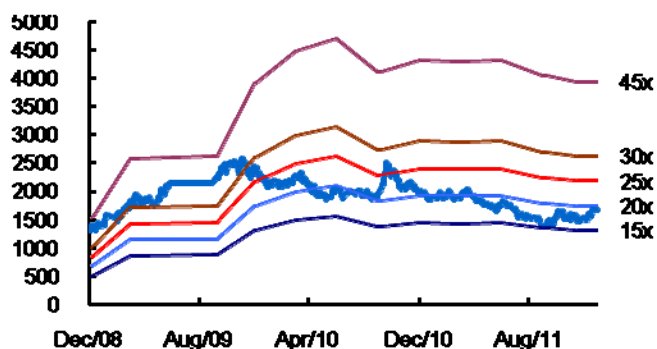
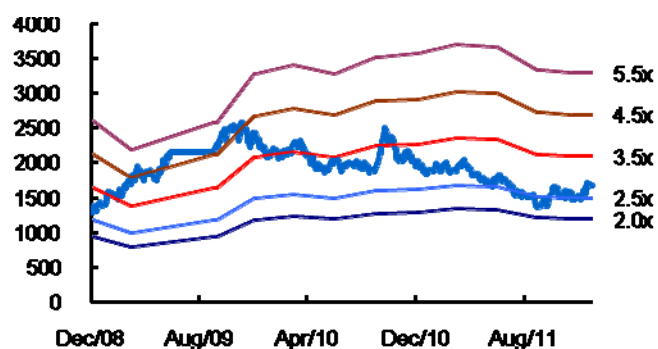


图 15: 保险行业历史PBBand



- 说明: 1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

附：主要保险公司估值表

	名称	滚动 PE	PE11	PE12	PB	市值	营收	ROE	月市值变 动%
澳大利 亚	安盛亚洲太平洋		0.0	0.0			5,314	12.2	
	安保保险	14.2	14.0	12.7	1.7	12,189	7,462	27.3	4.9
加拿 大	MANULIFEFINANCIAL	11.1	21.9	8.8	0.9	21,183	36,662	1.3	8.9
	POWERFINANCIAL	11.3	10.9	10.2	1.7	18,730	32,427	14.0	3.6
	GREAT-WEASTLIFECO	10.9	11.2	10.0	1.7	20,629	29,998	15.3	6.5
	SUNLIFEFINANCIAL	14.8		7.5	0.8	11,678	24,640	10.1	5.7
欧洲	CNPASSURANCES	6.0	7.6	6.0	0.6	6,164	43,406	10.1	8.3
	ING	7.4	4.9	5.1	0.5	25,725	52,157	9.8	20.8
英国	保诚保险	9.5	10.7	9.6	2.1	17,722	47,646	17.3	8.9
	英国耆卫保险	14.1	8.7	8.2	0.9	8,124	19,056	9.9	7.8
	LEGAL&NENERALGROUPPLC	5.9	8.8	8.1	1.3	6,694	38,440	15.9	10.9
	标准人寿	10.9	13.8	13.5	1.3	5,063	18,569	8.3	4.3
日本	T&DHOLDINGSINC	17.4	17.4	13.2	0.8	528,147	1,878,801	5.9	8.1
	SONYFINANCIALHOLDINGS	19.2	17.1	14.4	1.7	551,145	573,937	19.6	11.7
台湾	国泰金融控股	31.7	24.6	22.0	1.9	349,566	30,869	4.5	3.2
	新光金融控股		11.2	9.4	0.7	75,843	6,774	3.1	4.8
	台湾人寿	6.3			1.8	14,075	21,446		2.6
	中国人寿（台湾）	12.0	12.3	10.9	1.8	60,814	51,757	11.7	12.9
美国	大都会	7.4	7.3	7.0	0.6	37,768	52,717	9.9	14.5
	保德信	8.9	9.2	8.2	0.7	27,887	38,414	10.6	14.5
	美国家庭人寿保险	7.8	7.6	7.3	1.8	22,597	20,732	26.6	11.9
	UNUMGROUP	8.0	7.8	7.2	0.7	6,672	10,193	10.6	8.3
	PRINCIPALFINANCIALGROUP	10.1	9.7	8.6	0.9	8,334	9,159	9.7	11.0
	CONSECOINC	19.1	9.2	9.7	0.3	1,625	4,084	4.6	5.9
	TORCHMARKCORP	9.8	9.7	8.6	1.1	4,600	3,368	13.5	4.0
	STANCORPFINANCIALGROUP	12.1	10.2	8.1	0.8	1,706	2,875	12.7	5.1
	LINCOLNNATIONALGROUP	5.4	5.1	5.4	0.4	6,459	10,407	8.8	10.2
	DELPHIFINANCIALGROUP-CLA	12.6	12.9	11.9	1.6	2,427	1,745	12.6	0.4
	PROTECTIVELIFECORP	7.6	7.1	7.5	0.5	2,049	3,098	8.3	9.7
	AIG		32.6	10.2	0.6	47,860	77,301	3.3	8.6

资料来源：Bloomberg、招商证券 注：市值和营收单位为当地货币（百万）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学SirCliveGranger（03年诺贝尔经济学奖获得者）

经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报(FINANCIALTIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究

王宇航：南开大学精算学硕士，2010年加入招商证券从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。