

投资评级 **增持** 维持

市场表现

资料来源：海通证券研究所

商业养老保险登场，千亿蓝海市场启动 ——保险行业深度剖析系列报告之一

投资要点：个税递延型商业养老保险试点将于5月1日实施，最高年度减税额度5400元。中国人口老龄化加速，未来养老需求激增。基本养老金（第一支柱）收不抵支，替代率的下降趋势难以逆转；企业年金（第二支柱）覆盖人数增长缓慢，发展步入瓶颈期；商业养老保险迎来起步阶段，发展潜力巨大。中性（乐观）假设下，EV贡献度为4.8-5.7%（8.3-9.9%），“增持”评级。

- **事件：**个税递延型商业养老保险试点将于5月1日实施，最高年度减税额度为5400元。试点将在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施，试点期限暂定1年。税收优惠采用EET模式：1) 缴费期间，个人购买相关产品的支出，允许在一定标准内税前扣除，标准为“月度薪酬的6%和1000元孰低”；2) 缴费期间，计入个人账户的投资收益，暂不征收个人所得税；3) 领取养老金期间，领取的养老金收入的25%部分予以免税，其余75%部分按照10%的比例税率计算缴纳个税。经计算，月应税收入分别为1万、2万、4万、6万、10万的个人，每年最高减税金额分别为1440元、3000元、3600元、4200元、5400元。
- **中国养老形势：**老龄化加速，未来养老需求必然激增。2017年中国65岁及以上人口1.6亿人，占比11.4%，我们预计老龄化率将加速上升，原因在于未来65岁以上人口的加速攀升（第一次婴儿潮人群的当前年龄仅为48-56岁），预期寿命的不断延长，以及出生率的持续低迷。预计到21世纪中叶，中国老龄化率或将达到30-35%的峰值，老年抚养比或将达到67%，即约每1.5个劳动年龄人口须负担一位老人，因此当前多层次的养老保障体系建设至关重要。
- **第一支柱——基本养老保险：**征缴收入相较支出的差额正逐年扩大，基本养老金替代率的下降趋势难以逆转。2012年以来，基金收入的增幅每年均小于支出增幅。2013年以来，基本养老保险的征缴收入已经低于支出规模，且差额正快速扩大。基本养老保险必须依靠财政补贴，才能保持结余增加。基本养老金替代率已从2000年的72%降至2015年的45%，我们预计下降趋势难以改变，基本养老金替代率相较70%（理想水平）的缺口须由第二支柱和第三支柱共同弥补。
- **第二支柱——企业年金：**覆盖人数增长缓慢，发展步入瓶颈期，难以起到独立支柱的作用。2017年末，企业年金累计结余1.29万亿，为基本养老保险总收入的29%；覆盖职工人数（仅2331万人）占基本养老保险覆盖人数的2.6%左右。参与人数增长缓慢，央企、大型国企等企业年金传统市场的容量已近饱和，而中小民营企业建立企业年金的动力并不强。企业年金仍处于零星发展的状态，发展缓慢的原因还包括多重监管、税收优惠力度不足、投资收益率偏低等因素。
- **第三支柱——商业养老保险：**迎来起步阶段，发展潜力巨大。2016年商业养老保险保费仅1500亿元，占人身险保费比例仅为4%；第一支柱、第二支柱、第三支柱的余额占比分别为76%、19%、5%。商业养老保险产品具有期限长、回报稳定、养老用途明确、附带保障功能、可年均化领取等独特优势，在税收优惠政策的推动下，预计将开启快速增长通道，在养老保障中发挥愈加重要的作用。
- **美国经验：**税收优惠政策可促进第二支柱和第三支柱的长期快速增长。1) 2017年末美国养老金总资产高达27.9万亿美元，占美国家庭金融资产的比例高达35%，规模远高于中国。三大支柱占比分别为22%、39%和40%，优于中国第一支柱独大的结构。2) 这20年来，美国IRA计划（第三支柱）和401K计划（第二支柱）的资产规模与占比快速上升，占比分别从1995年的19%和12%提升至了2017年的32%和19%。我们判断其重要原因在于两者提供的“延迟纳税”等一系列税收优惠政策。

相关研究

《寿险龙头保费逆势增长20%，估值触底、NBV拐点将至》2018.04.06

《分化格局已成，紧握龙头白马——2017年年报回顾暨二季度投资策略》
2018.04.04

《1月健康险同比+15%，静待二季度保费和NBV进入上升通道》2018.03.13

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

联系人:夏昌盛

Tel:(010)56760090

Email:xcs10800@htsec.com

- 商业养老保险业务的 EV 贡献测算：中性（乐观）假设下，EV 贡献度（EV 评估价值的增量/ 2017EV）为 4.8-5.7% (8.3-9.9%)。中性假设下对国寿、平安、太保、新华的 EV 贡献度分别为 5.0%、5.0%、5.7% 和 4.8%；乐观假设下分别为 8.6%、8.6%、9.9% 和 8.3%。商业养老保险将贡献新的价值增长点，保险公司 2018 年一季度保费下滑的风险基本消化；估值低位，期待保障型产品需求带动价值重启增长。公司推荐中国平安、中国太保。
- 特别提示：EV 贡献预测基于个税缴纳人数、参与率、月均缴费额、NBV Margin 和市场份额等假设，不代表上市公司未来实际情况。EV 贡献度会随着参数的改变发生变化，敬请投资者谨慎参考。
- 风险提示：1) 利率趋势性下行；2) 个税递延型商业养老保险业务推进不及预期；3) 保障型业务增长不及预期。

目 录

1. 事件：个税递延型商业养老保险试点将于 5 月 1 日实施	6
1.1 主要内容：试点地区为上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区，税前最高可抵扣 1000 元/月	6
1.2 历史进程：政策落地历时超过 10 年，阻力重重	7
1.3 减税程度测算：最高年度减税 5400 元，减税效应明显	8
2. 中国养老形势：老龄化加速，未来养老需求必然激增	8
3. 中国养老保障体系：商业养老保险（第三支柱）亟待补强，发展潜力巨大	10
3.1 基本养老保险：征缴收入较支出的差距逐年扩大，第一支柱养老金替代率的下降趋势难以逆转	11
3.2 企业年金：覆盖人数增长缓慢，发展步入瓶颈期，难以起到独立支柱的作用	13
3.3 商业养老保险：处于起步阶段，发展潜力巨大	14
4. 美国经验：税收优惠政策可促进第二支柱和第三支柱的长期快速增长	15
4.1 三大支柱：IRA（第三支柱）和 401K（第二支柱）的资产规模快速增长，占比长期显著提升	15
4.2 各支柱简介：税收优惠政策助力 IRA 和 401K 资产规模的激增	17
5. 贡献测算：中性(乐观)假设下，EV 贡献度(EV 评估价值的增量 / 2017EV)为 4.8-5.7% (8.3-9.9%)	19
6. 投资建议：商业养老保险业务将贡献新的价值增长点，“增持”评级！	21
7. 风险提示	21

图目录

图 1	2016 年上海市、福建省、江苏省和全国的 65 岁及以上人口占比	7
图 2	中国历年出生率与死亡率 (%)	9
图 3	中国历年出生人口 (千人)	9
图 4	中国 65 岁以上人口及其占比	9
图 5	中国 15-64 岁人口及老年抚养比	10
图 6	2016 年末中国养老保障“三支柱”的余额占比	11
图 7	中国基本养老保险的收入与支出规模及其增速	12
图 8	中国基本养老保险的征缴收入与支出规模及其增速	12
图 9	基本养老保险的“征缴收入 - 支出”(亿元)	12
图 10	对基本养老保险的财政补贴及其增速	13
图 11	基本养老金的替代率 (退休人员的平均养老金 / 同年在岗职工平均工资)	13
图 12	全国企业年金参与职工人数 (万人)	14
图 13	企业年金的基金规模及增速	14
图 14	中国和美国的养老金总资产及其占 GDP 的比例	15
图 15	2016 年末中国和美国三大支柱资产占比的对比	16
图 16	美国各类养老金的资产规模变化 (十亿美元)	16
图 17	美国各类养老金的资产规模的占比变化	16
图 18	401K 资产规模及其占比	18
图 19	IRA 资产规模及其占比	19
图 20	上市保险公司的动态 PEV (倍)	21

表目录

表 1	个人税收递延型商业养老保险试点政策梳理.....	6
表 2	个税递延型商业养老保险政策的历史进程	7
表 3	试点政策的减税程度测算.....	8
表 4	各国养老保障体系梳理	11
表 5	多类型的个人退休账户体系（IRA）介绍.....	18
表 6	美国税收优惠政策的简单梳理	19
表 7	个税递延型商业养老保险对于全行业 EV 评估价值增量的测算表.....	20
表 8	不同情景下的 EV 贡献度（EV 评估价值增量/ 2017EV）的测算结果.....	21
表 9	上市保险公司估值及盈利预测	22

1. 事件：个税递延型商业养老保险试点将于 5 月 1 日实施

1.1 主要内容：试点地区为上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区，税前最高可抵扣 1000 元/月

2018 年 4 月 12 日，国家财政部、税务总局、人力资源社会保障部、中国银行保险监督管理委员会和证监会联合发文，自 2018 年 5 月 1 日起，在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点，试点期限暂定 1 年。商业养老保险产品将采取名录方式确定，具体的产品指引将由中国银行保险监督管理委员会提出。

养老保险税收优惠采用 EET 模式：1) 缴费期间，个人购买商业养老保险产品的支出，允许在一定标准内税前扣除，即“试点后的应纳税所得额 = 试点前的应纳税所得额 - 购买商业养老保险产品的支出（一定标准内）”（上述标准为“月度薪酬的 6% 和 1000 元孰低”）；2) 缴费期间，计入个人商业养老资金账户的投资收益，暂不征收个人所得税；3) 领取养老金期间（退休后），领取的养老金收入其中 25% 部分予以免税，其余 75% 部分按照 10% 的比例税率计算缴纳个人所得税，即总体税率仅为 7.5%。

政策的适用对象包括取得工资薪金、连续性劳务报酬所得的个人，也包括个体工商户业主、个人独资企业投资者、合伙企业自然人合伙人和承包承租经营者。

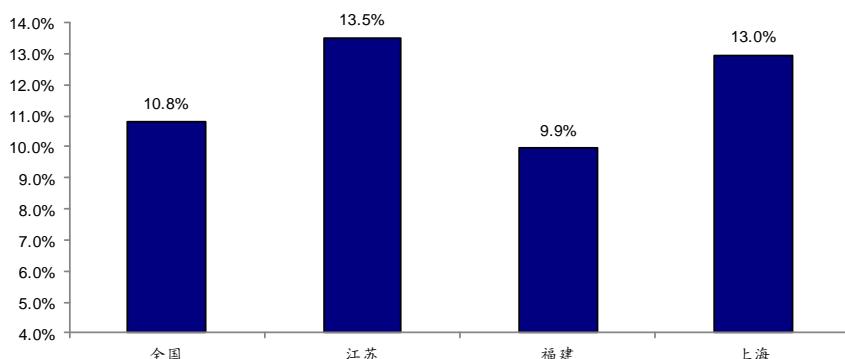
缴费期间，中保信平台出具税延养老扣除凭证，由扣缴单位办理税前扣除有关事项。领取养老金期间，保险公司代扣代缴其应缴的个人所得税。

表 1 个人税收递延型商业养老保险试点政策梳理

试点时间	2018 年 5 月 1 日，期限暂定一年
试点地区	上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区
产品形式	商业养老保险产品
发行主体	保险公司
账户设立	商业银行个人专用账户。该账户封闭运行，与居民身份证件绑定，具有唯一性。
适用对象	1、取得工资薪金、连续性劳务报酬所得（指纳税人连续 6 个月以上为同一单位提供劳务）的个人。 2、个体工商户业主、个人独资企业投资者、合伙企业自然人合伙人和承包承租经营者。
税收减免政策	缴费期间减税政策： 1、个人扣除限额=min（当月薪酬×6%， 1000 元）；其他个体限额=min（当年应税收入×6%， 12000 元）。 2、计入账户的投资收益暂不征收个人所得税。 领取养老金期间减税政策： 25% 部分予以免税，其余 75% 部分按照 10% 的比例税率计算个人所得税。
扣缴流程	中保信出具税延养老扣除凭证——个人提供给扣缴单位
领取时税款征收流程	保险公司代扣代缴

资料来源：国家财政部官网，海通证券研究所

此次试点地区选在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区，2016 年上海市、江苏省的 65 岁以上人口占比分别高达 13.0% 和 13.5%，显著高于 10.8% 的全国平均水平，表明两地的老龄化情况更加严重。福建省的 65 岁以上人口占比为 9.9%，这三个地区具有一定的代表性，有利于更好地探索经验与后续推广。

图1 2016 年上海市、福建省、江苏省和全国的 65 岁及以上人口占比


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

1.2 历史进程：政策落地历时超过 10 年，阻力重重

试点政策的落地前后历时超过 10 年。此前的相关政策包括：1) 2007 年天津市政府与保监会联合发布《加快天津滨海新区保险改革试验区发展的意见》，提出给予个人补充养老保险业务税收优惠。2008 年天津规范了业务开展的细节，但由于税收优惠额度过高（“个人缴费部分不超过个人工资收入的 30%”），未能与税务部门有效协调，终在试行两个月后被叫停。2) 2008 年国务院颁布《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。3) 2009 年国务院出台《关于推进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》，上海市政府对个税递延型养老保险展开系统性研究，初步拟定实施细则并提交财政部，但终未得到批准。4) 2014 年《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》提出，适时开展个人税收递延型商业养老保险试点，并计划于 2015 年开展试点。5) 2017 年国务院办公厅印发《关于加快发展商业养老保险的若干意见》，明确提出在 2017 年底前启动个人税收递延型商业养老保险试点。

表 2 个税递延型商业养老保险政策的历史进程

时间点	政策	事件
2007.11	《关于加快天津滨海新区保险改革试验区创新发展的意见》	天津市规定了税收优惠政策，但由于税收优惠额度过高（个人缴费部分不超过个人工资收入的 30%），未能与税务部门有效协调，试行两个月后被叫停。
2008.12	《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》	国务院首次提出研究对养老保险投保人给予延迟纳税等税收优惠。
2009.04	《国务院关于推进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》	上海市上报试点方案，模式采取“税基递延”型，缴费限额为每月 1000 元，其中 700 元用于个人养老保险免税，300 元用于企业年金免税。但由于涉及的企业和政府部门较多，一直未能达成一致意见。
2014.08	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	提出适时开展个人税收递延型商业养老保险试点，并计划于 2015 年开展试点。
2017.07	《国务院办公厅关于加快发展商业养老保险的若干意见》	明确提出在 2017 年底前启动个人税收递延型商业养老保险试点。
2018.04	《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》	规定自 2018 年 5 月 1 日起，在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点，试点期限暂定 1 年。

资料来源：国务院办公室官网，国家财政部官网，海通证券研究所

此项政策涉及到的政府部门很多，此前推行的难点主要在于：1) 税延政策的“累退效应”易引发争议，即高收入者可以相较低收入者获得更大的节税收益；2) 此前的税收优惠方案与《个税实施条例》中“税法法定”相关原则相违背；3) 此前缺乏有效的制度设计。

1.3 减税程度测算：最高年度减税 5400 元，减税效应明显

基于税前扣除标准，我们可以算出1) 对于每月应税收入（工薪减去三险一金）低于 16667 元的个人，在其购买养老保险产品的金额不低于“扣除限额”的情况下，最高年度减税金额=月应税收入 \times 6% \times 适用税率 \times 12(月)；2) 对于每月应税收入（工薪减去三险一金）高于 16667 元的个人，最高年度减税金额=1000(元) \times 适用税率 \times 12(月)。因此月应税收入分别为 1 万、2 万、4 万、6 万、10 万的个人，每年的减税金额最高分别为 1440 元、3000 元、3600 元、4200 元、5400 元。其中 5400 元对应着 45% 的税率，是试点政策下个人可能达到的最高年度减税额度。

表 3 试点政策的减税程度测算

月应税收入(元)	适用税率	最高年度减税额度(元)
5000	3%	5000 \times 6% \times 3% \times 12=108
7000	10%	7000 \times 6% \times 10% \times 12=504
10000	20%	10000 \times 6% \times 20% \times 12=1440
20000	25%	1000 \times 25% \times 12=3000
40000	30%	1000 \times 30% \times 12=3600
60000	35%	1000 \times 35% \times 12=4200
100000	45%	1000 \times 45% \times 12=5400

资料来源：国家财政部官网，海通证券研究所

我们预计随着试点工作的推进和养老需求的进一步提升，税前扣除的标准可能在目前 min(当月薪酬 \times 6%，1000 元)的基础上逐步上调，从而使得减税的额度逐渐提高，税收优惠力度逐步加大。例如美国 IRA (个人退休账户) 在 1976 年推出时的额度只有 1500 美元/年，而经过多次调整后达到了 5500 美元/年(年满 50 周岁的个人可额外追加缴费 1000 美元/年)。

事实上，税收优惠政策仅是政府促进商业养老保险发展的重要手段之一，并非商业养老保险产品的首要意义。养老保险是一种特殊的年金险，具有强制储蓄、产生稳定投资收益，从而保证个人退休后有稳定现金流收入的功能。商业养老保险的功能与基本养老保险、企业年金、职业年金等基本一致，我们预计税收优惠政策能够开启商业养老保险的高速发展，显著扩大商业养老保险（第三支柱）在保障体系中的占比，同时成为保险公司新的保费与价值增长点。

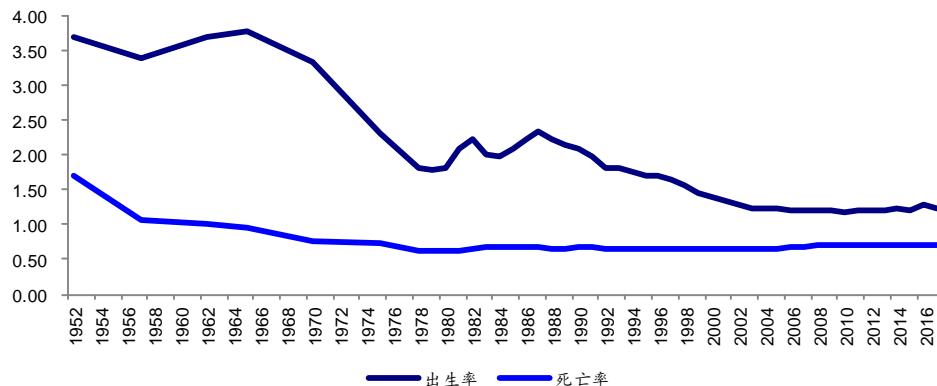
2. 中国养老形势：老龄化加速，未来养老需求必然激增

目前，所有发达国家均已进入老龄化社会，许多发展中国家正在或即将进入老龄化社会，人口老龄化已成为全球大多数国家共同面对的突出社会问题。

人口结构与老龄化趋势主要由历年出生率、当前生育意愿、预期寿命等因素决定。历年出生率方面，1988 年以来中国的出生率呈现出逐年下降的趋势。1952-1970 年，出生率均位于 3% 以上，建国后的第一次婴儿潮发生在三年自然灾害结束后的 1962-1970 年，年均出生率高达 3.6%，每年出生人口均高于 2500 万人。这是对后来经济发展影响最大的主力婴儿潮。1971 年开始推行计划生育政策导致出生率显著下降，但 1985-1991 年迎来了第二次婴儿潮(年均出生率 2.2%)，原因在于第一次婴儿潮人口进入生育年龄，因此亦可称为“回声婴儿潮”。此后随着经济发展水平与城镇化率攀升、养育子女成本和

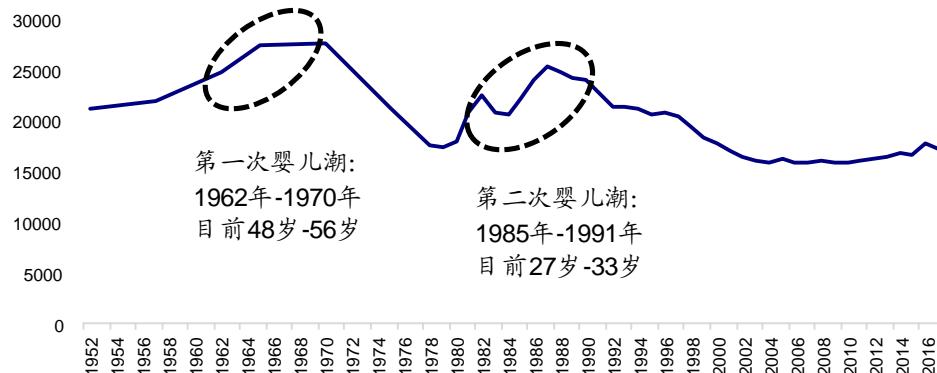
机会成本上升，生育意愿不断下降，导致生育率持续下降。2017年是“全面二孩政策”的第二年，但中国出生人口仅为1723万人，较2016年减少了63万人；出生率仅1.24%，同比下降5.2bps。基于出生人口数据，我们测算出“90后”较“80后”数量减少5.9%，“00后”较“90后”数量减少22.4%，随着第二次婴儿潮（目前27-33岁）的生育高峰逐渐过去，我们预计未来出生人口大概率将延续下降的趋势。

图2 中国历年出生率与死亡率（%）



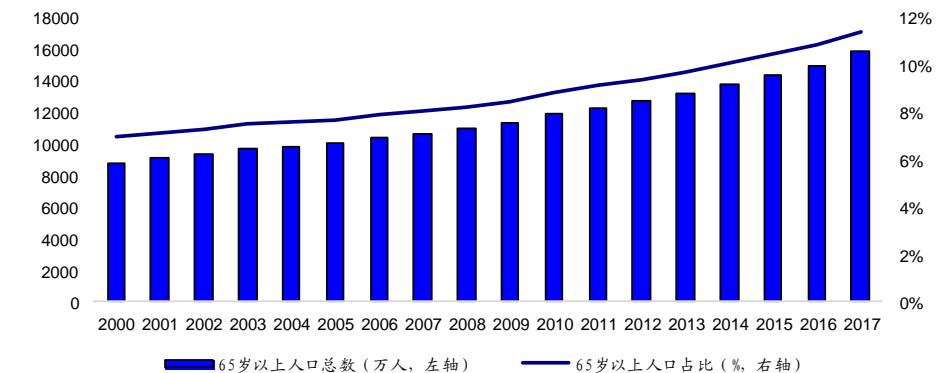
资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图3 中国历年出生人口（千人）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图4 中国65岁以上人口及其占比

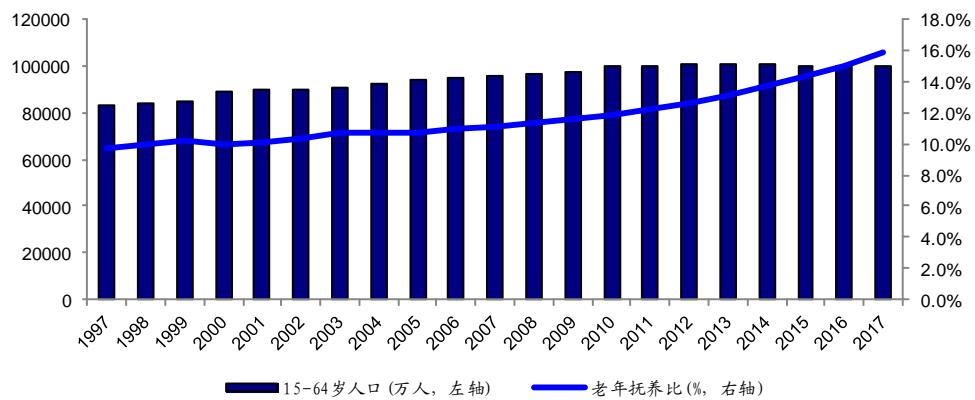


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

我们预计中国老龄化率（65岁及以上的人口占比）必将加速上升，原因在于若干年后65岁以上老年人口会加速攀升，预期寿命会不断延长，以及出生率与出生人口大概率保持低迷。2017年中国60岁及以上人口2.4亿人，占总人口的17.3%；65岁及以上人口1.6亿人，占比11.4%。但由于第一次婴儿潮人群（出生于1962-1970年）的当前年龄仅为48-56岁，因此9-17年后，65岁及以上人口必然会显著上升。图5显示，未来若干年每年进入65岁的人口将远远大于每年的出生人口，因此老龄化加速的趋势几乎是确定性的。我们预计2055年前后（即第二次婴儿潮人口到65岁）中国老龄化率将达到峰值，预计可达30-35%。

基于同样的原因，但由于“退休高峰”早于“老龄高峰”，中国16-59岁的劳动年龄人口从2012年开始下滑。2017年16-59周岁的劳动年龄人口为9.02亿人，较2016年减少了548万人，占总人口的比重为64.9%，这是中国劳动年龄人口连续第六年下降。劳动年龄人口减少，叠加65岁以上人口快速增长，中国老年抚养比（65岁以上的人口数/15-64岁人口数）预计将长期上升。2017年中国老年抚养比达到15.9%，同比提升0.9个百分点，意味着每6.3个劳动年龄人口须负担一位老人。我们预计到21世纪中叶，中国老年抚养比或将达到67%，即约每1.5个劳动年龄人口须负担一位老人。

图5 中国15-64岁人口及老年抚养比



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

综上，我们预计到21世纪中叶，社会面临的养老压力会逐年增大，民众的养老金与养老服务需求会逐年增多。解决此问题的根本核心在于技术进步与全要素生产率的提高带来人均产出增加，同时推进多层次的养老保障体系建设也至关重要。

3. 中国养老保障体系：商业养老保险（第三支柱）亟待补强，发展潜力巨大

“三支柱”模式是国际上普遍采用的养老金制度模式，养老责任由政府、企业、个人三方共同承担。1994年10月，世界银行首度提出了养老金“三支柱”模式：“第一支柱”指政府向全体就业人员提供的公共养老金计划；“第二支柱”指雇主向雇员提供的一种辅助性补充养老金计划（企业年金/职业年金）；“第三支柱”指个人储蓄养老金计划（商业养老保险）。为了有效应对老龄化问题，许多国家实行了养老金“三支柱”模式。

借鉴国际经验，中国同样形成了“三支柱”养老保障体系：1) 基本养老保险（第一支柱），包括城镇职工基本养老保险、城乡居民基本养老保险；2) 企业年金和职业年金（第二支柱）；3) 个人购买的商业养老保险（第三支柱）。第一支柱方面，截至2017年底，全国参加基本养老保险超过9亿人，积累基金4.6万亿元。第二支柱方面，截至2017年底，全国已经有近8万户企业建立了企业年金，参加职工人数达到了2300多万人。

人，积累基金近 1.3 万亿元。职业年金正随着机关事业单位养老保险制度改革逐步到位。第三支柱方面，2016 年“退休后分期领取的商业养老保险”的保费收入仅为 1500 亿元，有效承保人次仅 1707 万，积累保险责任准备金仅 2600 亿元。

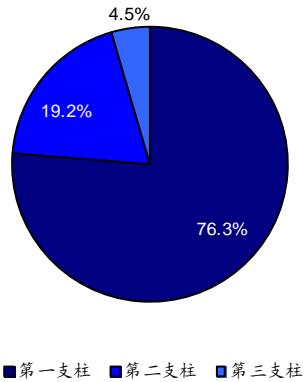
表 4 各国养老保障体系梳理

国家	第一支柱 (公共养老金)	第二支柱 (企业养老金)	第三支柱 (个人养老金)
美国	联邦社保基金	401K 等计划	IRA (个人退休帐户)
英国	国民养老金、 国家第二养老金	职业养老金	个人养老金
德国	法定养老金等	企业补充养老保险、 里斯特养老金等	个人储蓄养老保险
澳大利亚	-	超级年金	个人退休账户计划
加拿大	公共养老金	退休养老金	注册养老储蓄账户等
荷兰	国民养老金、 国家第二养老金	职业养老金	-
瑞士	联邦基本保险计划	职业养老计划	个人养老保险计划
智利	公共养老金	个人账户养老金	个人补充养老金
中国	基本养老保险	企业年金/职业年金	商业养老保险

资料来源：海通证券研究所

我们按照 2016 年末的余额计算“三支柱”的占比，第一支柱（累计结存 4.4 万亿元）、第二支柱（累计结存 1.1 万亿元）、第三支柱（责任准备金 0.26 万亿元）的占比分别为 76.3%、19.2%、4.5%。可见，目前第一支柱独大，而第三支柱的发展显著落后于第一和第二支柱。

图 6 2016 年末中国养老保障“三支柱”的余额占比

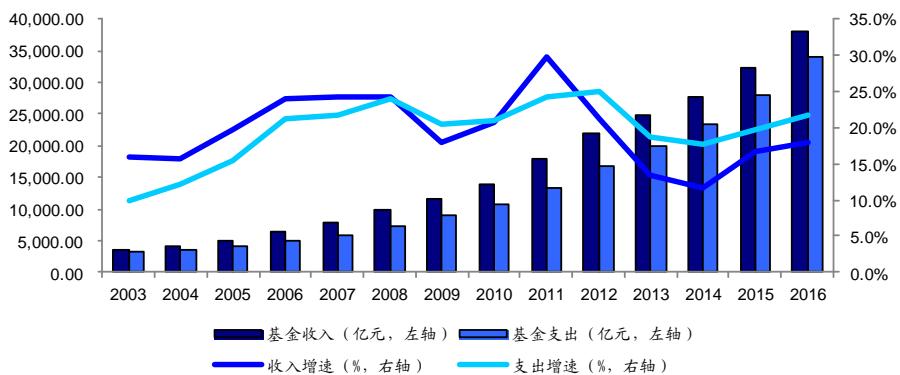


资料来源：人社部官网，海通证券研究所

3.1 基本养老保险：征缴收入较支出的差距逐年扩大，第一支柱养老金替代率的下降趋势难以逆转

作为第一支柱，基本养老保险截至 2017 年底的参保人数已达到 9.15 亿人，覆盖水平已达到高水平。其中，2016 年末城镇职工基本养老保险的参保人数为 3.79 亿人，基金累计结存 3.86 万亿元；2016 年末城乡居民基本养老保险的参保人数为 5.08 亿人，基金累计结存 0.54 万亿元。

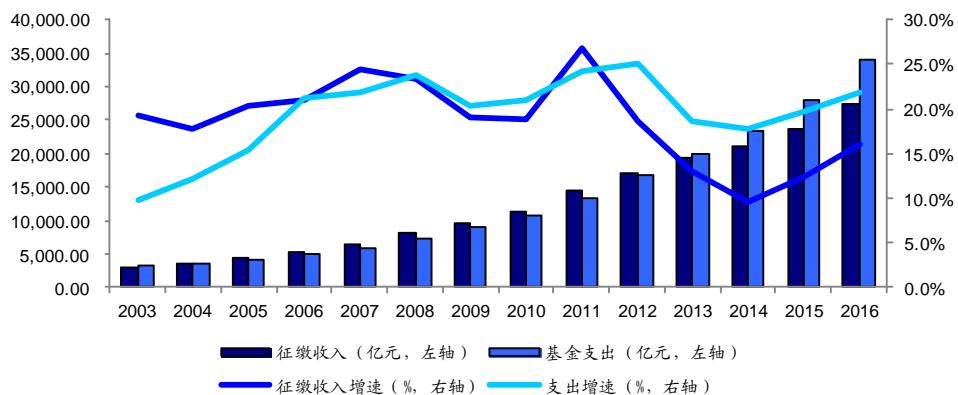
图7 中国基本养老保险的收入与支出规模及其增速



资料来源：人社部官网，海通证券研究所

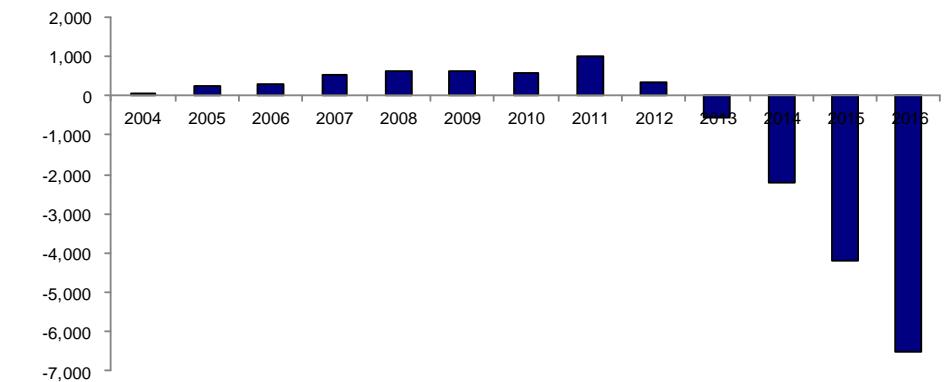
随着人口老龄化的进行，基本养老保险的收入增速持续低于支出增速，而征缴收入与支出的差额已为负值且缺口不断扩大。2012年以来，基金收入的增幅每年均小于基金支出的增幅，2016年同比增幅的差距扩大为3.8个百分点。实际上，2013年以来基本养老保险的征缴收入已经低于支出，且差额逐年扩大，2016年的差额已高达6504亿元。数据表明，基本养老保险必须依靠逐年递增的财政补贴，才能保持累计结余的增加。

图8 中国基本养老保险的征缴收入与支出规模及其增速



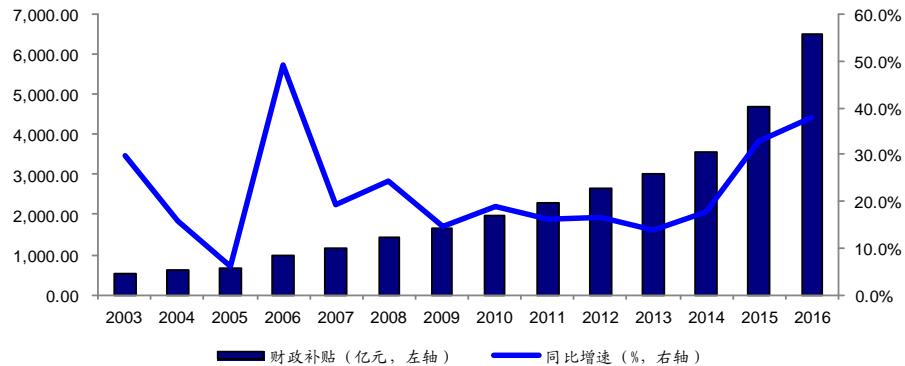
资料来源：人社部官网，海通证券研究所

图9 基本养老保险的“征缴收入- 支出”（亿元）



资料来源：人社部官网，海通证券研究所

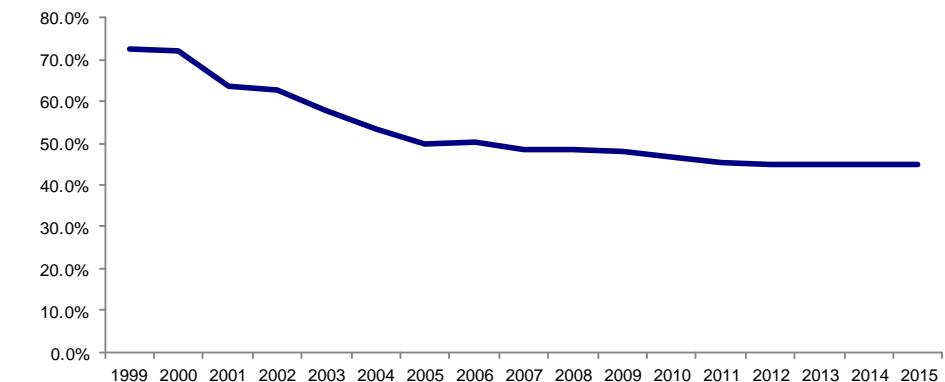
图10 对基本养老保险的财政补贴及其增速



资料来源：人社部官网，海通证券研究所

在老年抚养比逐年上升的情况下，养老金增速显著低于在岗职工的工资增速，因此基本养老金替代率（退休人员的平均养老金/同年在岗职工平均工资）长期处于下降通道，我们预计未来趋势将持续。基本养老金替代率已从2000年的72%降至2015年的45%，据世界银行的测算，养老金的替代率不低于70%时，老年人退休前后的生活质量才不会出现明显下降，因此第一支柱养老金替代率相较70%的缺口须由第二支柱和第三支柱来共同弥补。

图11 基本养老金的替代率（退休人员的平均养老金/同年在岗职工平均工资）



资料来源：人社部官网，海通证券研究所

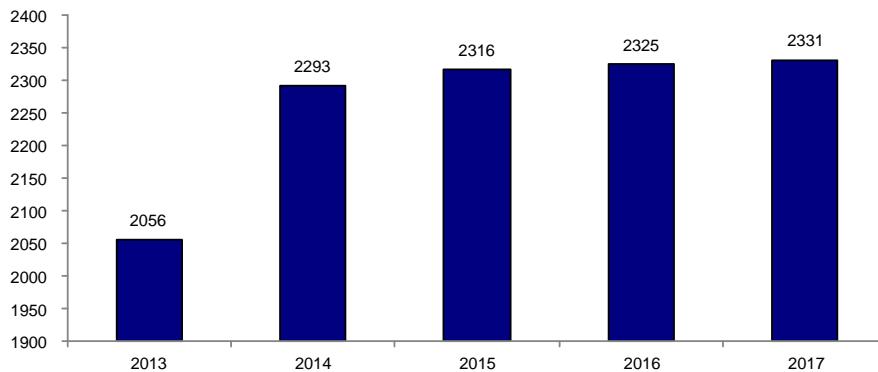
3.2 企业年金：覆盖人数增长缓慢，发展步入瓶颈期，难以起到独立支柱的作用

截至2017年末，共80429家企业建立了企业年金，参加职工人数达到2331万人，企业年金累计结余为1.29万亿元，同比增长16.3%。截至2016年底，我国的企业年金规模仅为基本养老保险基金总收入的29%；覆盖职工人数只占当年基本养老保险覆盖人数的2.6%左右。而许多发达国家如丹麦、法国、瑞士的年金覆盖率几乎达到100%，英国、美国、加拿大等国在50%左右。

企业年金的参与人数增长缓慢，2015-2017年分别为2316万人、2325万人和2331万人，进一步扩大覆盖面的难度较大。2004年《企业年金试行办法》发布至今已有13年，目前央企、大型国企等企业年金传统优势市场的容量已近饱和，可发展的企业年金客户绝对量迅速减少，而中小民营企业建立企业年金的动力并不强，因此企业年金市场

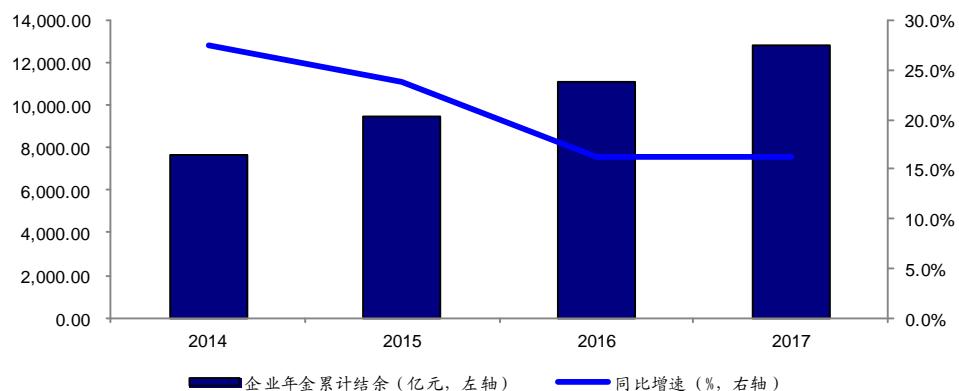
已经步入瓶颈期，仍处于零星发展的状态，预计难以起到独立支柱的作用。企业年金发展缓慢的原因还包括多重监管、税收优惠力度不足、投资收益率偏低等因素。

图12 全国企业年金参与职工人数（万人）



资料来源：人社部官网，海通证券研究所

图13 企业年金的基金规模及增速



资料来源：人社部官网，海通证券研究所

3.3 商业养老保险：处于起步阶段，发展潜力巨大

由于基本养老保险的替代率长期下行，且企业年金发展遇到瓶颈，商业养老保险须在养老保障体系中发挥越来越重要的作用。截至 2016 年底，我国年金保险业务经营主体超过 70 家，已开发在售的年金保险产品有数百个。2016 年，具备养老功能的人身险保费收入为 8600 亿元，在人身险保费中的占比为 25%。其中，退休后分期领取的“商业养老保险”的保费收入为 1500 亿元，在人身险保费中的占比仅为 4.4%，积累保险责任准备金 2600 亿元；有效保单件数只有 1348 万件，有效承保人次只有 1707 万。第三支柱商业养老保险由于起步晚、之前缺少税收政策扶持等原因，在整个养老保障体系中的占比过低，且较发达国家的差距巨大。

与储蓄和基金等金融产品相比，商业养老保险产品具有期限长、回报稳定、养老用途明确、附加保障功能、可年均化领取等独特优势。在 5 月 1 日开始的税收优惠政策的推动下，我们预计商业养老保险将开启快速增长通道。

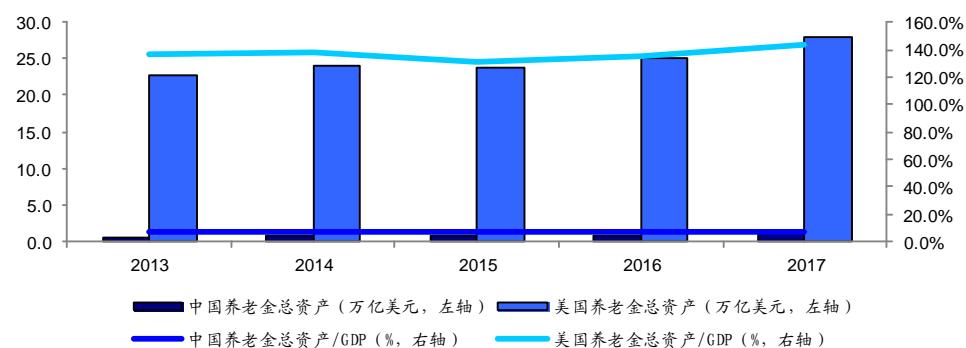
我们预计各家主流保险公司均将大力开展个税递延型商业养老保险业务。其中中国太保接受证券时报记者采访时表示，公司已经从产品、人员、系统等多方面着手做好了

相关准备，可随时承接税延养老保险政策落地。产品方面，太保寿险拟以示范产品为准，报审最全产品类型以满足不同客户的需求，待监管机构下发业务管理办法和示范产品后，力争第一时间提供税延产品；人员配置方面，专业技术人才、经营管理人才和销售服务人才的配置均向税延养老保险倾斜；系统方面，太保将通过 PC 端、移动端等各种操作界面为客户提供一站式、快捷的服务体验。

4. 美国经验：税收优惠政策可促进第二支柱和第三支柱的长期快速增长

美国是世界上建立养老保险制度较早的国家之一。2017 年末美国养老金总资产高达 27.9 万亿美元，较年初增长 11.1%，养老金总资产占美国家庭全部金融资产的比例高达 35%，占 2017 年 GDP 的比例为 144%。相较之下，中国 2017 年末养老金总资产（基本养老保险结余+企业年金结余）仅约 0.9 万亿美元，占 2017 年 GDP 的比例仅为 7.1%。美国养老保障体系经过多年发展，并且早于中国经历了老龄化的考验，因此值得我们深入学习与借鉴。

图14 中国和美国的养老金总资产及其占 GDP 的比例



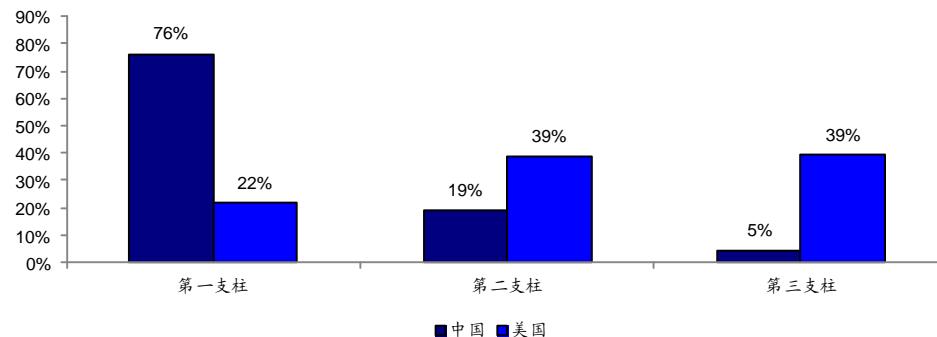
资料来源：美国投资公司协会 ICI，中国国家统计局，海通证券研究所

4.1 三大支柱：IRA（第三支柱）和 401K（第二支柱）的资产规模快速增长，占比长期显著提升

1935 年美国颁布了《社会保障法案》，建立起养老、遗属及残障保险制度（简称 OASDI），作为该国主要的养老保障制度。随着婴儿潮一代老龄化问题的出现，单纯依靠政府的养老保障模式难以为继，因此美国开始推行多支柱的养老保险模式。1974 年美国通过了《雇员退休收入保障法》，1978 年通过了《美国内税收法案》，1986 年通过了《税法改革修正案》，2001 年通过了《经济增长与减税调和法案》，2002 年通过了《企业改革法案》。这些法案引导雇主为其雇员建立补充养老保险制度，并鼓励发展个人养老保险，以作为基本养老保险的补充。经过不断发展，美国逐步形成了包括国家基本养老保险（OASDI）、雇主养老保险（401K 等 DC 计划及 DB 计划）和个人储蓄养老保险（个人退休账户 IRA 等）在内的“三支柱”养老保险体系。

2017 年末，美国政府 DB 计划（第一支柱）资产为 6.0 万亿美元，“401K+ 其他 DC 计划+DB 计划”（第二支柱）合计资产为 10.8 万亿美元，“IRA+ 年金”（第三支柱）合计资产为 11.1 万亿美元，可见三大支柱占比分别为 22%、39% 和 40%，美国第二支柱和第三支柱协调发展，且规模均显著高于第一支柱，优于中国第一支柱独大的结构。（上述占比的计算未考虑 401K 计划的资金转存到 IRA 账户）。

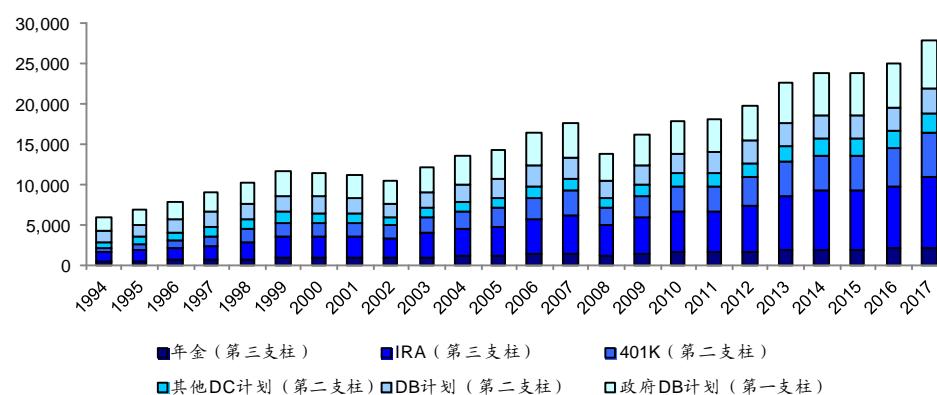
图15 2016年末中国和美国三大支柱资产占比的对比



资料来源：美国投资公司协会 ICI，中国国家统计局，海通证券研究所

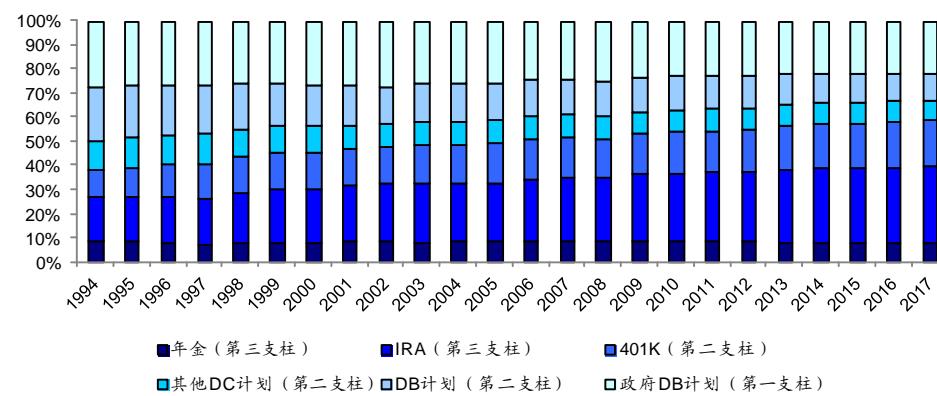
这 20 年来，IRA 计划和 401K 计划的占比显著上升，分别从 1995 年的 19% 和 12% 提升至了 2017 年的 32% 和 19%，占比合计大幅提升了 20 个百分点。相应地，政府 DB 计划、其他 DB 和 DC 计划的占比均明显下降。我们判断其重要原因在于针对两者的税收优惠政策起到了很好的促进作用。

图16 美国各类养老金的资产规模变化（十亿美元）



资料来源：美国投资公司协会 ICI，海通证券研究所

图17 美国各类养老金的资产规模的占比变化



资料来源：美国投资公司协会 ICI，海通证券研究所

4.2 各支柱简介：税收优惠政策助力 IRA 和 401K 资产规模的激增

1、第一支柱——联邦退休金制度（简称 OASDI）

政府主导、强制实施的社会养老保险制度。OASDI 并不是专门的基本养老保险制度，而是由养老及遗属保险（OASI）和残障保险（DI）两部分组成。该制度是全国性的，覆盖了美国约 96% 的劳动人口，包括私人企业中所有获得报酬的员工，还包括联邦公务员、非营利性宗教、慈善和教育组织的雇员、州和地方政府雇员、自我经营者、农场经营主、农场工人、家庭工人、牧师、1957 年以后服役的军人、铁路员工、国外就业员工等。

制度模式：美国 OASDI 制度采取专项税收保障模式，资金来源为参保人缴纳的社会保障税或称为工薪税，税收全部进入 OASDI 信托基金，用于发放参保人员的基本养老金、遗属补贴和残障补贴。基金收支与政府其他方面的税收和预算完全分离。该计划为政府强制性计划，当资金出现收不抵支时，由财政承担最终兜底责任。

缴税基数及比例规定：社会保障税由雇员和雇主共同缴纳，以雇员工资为纳税基数，但设上限，超出上限的部分不再缴纳社会保障税。具体的税率按照以支定收、适当留有结余的原则确定，并根据人口年龄结构等因素适时调整。

待遇领取条件：领取基本养老金的最低年龄为 62 岁，而领取全额基本养老金的年龄则在逐渐延长。按现行规定，1937 年及以前出生的职工领取全额基本养老金的退休年龄为 65 岁，1960 年及以后出生的职工领取全额基本养老金的退休年龄为 67 岁。

2、第二支柱的代表——401K 计划

美国 401K 计划是政府、企业、个人三方为员工退休养老分担责任的典型制度设计。美国的雇主养老保险计划在 20 世纪 70 年代以前基本都是待遇确定型（DB 模式）；20 世纪 80 年代以来，以个人账户为基础的缴费确定型（DC 模式）养老保险计划得以迅速发展。美国政府主要通过税收优惠对 DC 模式养老保险计划予以支持，即按照税法 401K 有关条款（始于 1978 年）规定实行递延纳税，即雇主和雇员向个人账户注入的资金免征个人所得税（不计入个人所得税税基），待领取养老金时再与其他收入合并征收个人所得税。美国 401K 计划存在四种类型，分别为：传统型 401K 计划、安全港 401K 计划、简单 401K 计划，罗斯 401K 计划。

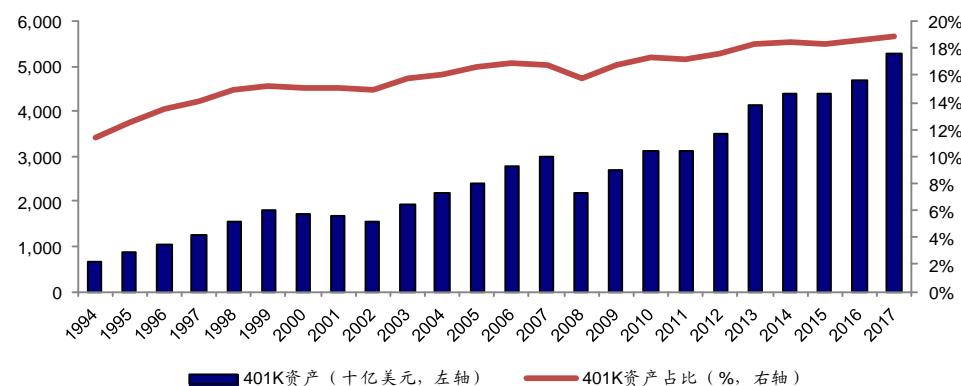
账户管理：雇主为雇员设立专门的 401K 账户后，双方共同缴纳一定数量的资金存入账户。其中，雇员年度缴费总额不得超过规定上限，雇主为雇员缴费的比例由劳资双方协议确定，一般为雇员工资的 3-7%。提供 401K 计划的雇主，一般会指定一个基金公司管理雇员的 401K 账户，雇员自主决定投资决策，并承担投资风险。

领取条件：账户持有人年满 59.5 岁；死亡或永久丧失工作能力；发生大于年收入 7.5% 的医疗费用；55 岁以后离职、下岗、被解雇或提前退休。户主退休时，可以选择一次性领取、分期领取和转为存款等方式使用 401K 账户资金。雇员在年满 70.5 岁时，必须开始从个人账户中取款，否则将对应取款额征税 50%，这一规定目的在于刺激退休者的当期消费。

税收优惠政策：401K 计划被称作“政府给中产阶级最大的礼物”，具体体现为“延迟纳税”。雇员在 401K 账户的缴费和投资收益均免税，直到退休后领取养老金时才对账户总额（包括利息红利附加增值）缴纳个人所得税。由于退休人员的收入较退休前普遍下降，纳税基数减小，再加入投资收益免税，实际缴纳的个人所得税将大幅下降。

由于能够“免费”获取雇主缴纳的资金，能够获得税收优惠，还能获得来自资本市场的投资收益，超过 60% 的美国家庭都有 401K 养老金账户。近年来 401K 计划的资产规模持续快速增长，从 1995 年末的 0.9 万亿美元增加至 2017 年末的 5.3 万亿美元，资产规模的年均复合增速为 8.6%，目前在美国养老金总资产的占比达到 19%。

图18 401K 资产规模及其占比



资料来源：美国投资公司协会 ICI，海通证券研究所

3、第三支柱的代表——IRA计划

个人退休金计划（IRA计划）是美国联邦政府提供税收优惠、个人自愿参与的个人补充养老金计划，始建于20世纪70年代，其核心是建立个人退休账户。IRA是美国个人退休帐户的简称，其创设依据是1974年颁布的《雇员退休收入保障法》(ERISA)。IRA从诞生开始就设定了两大基本功能：一是转账功能。对于不同雇主提供的养老金计划，雇员在跳槽或退休时可以将它们“存放”到自己的IRA；二是储蓄功能。对于没有被雇主养老金计划覆盖的雇员或自雇者，当他们的年收入低于一定额度时，允许他们向IRA进行低水平的缴费。经过多年发展，IRA已经成为包括Traditional IRA、Roth IRA、SIMPLE IRA、SEP IRA等多个类型的个人退休账户体系。

表5 多类型的个人退休账户体系（IRA）介绍

	传统 IRA 计划	Roth IRA 计划	SEP IRA 计划	SIMPLE IRA 计划
提供者	参保人本人	参保人本人	企业主或自雇佣者	小企业主
对参保人的限制	能够负担保费缴纳	有一定的收入限制	雇主参加，雇员必须参加，并且雇员必须年满21周岁；之前5年内为该雇主工作3年；每个报税年度从雇主处获得的报酬高于500美元。	只有雇主拥有不超过100名雇员的情况下才能建立 SIMPLE IRA 计划，参保人还要保证其缴纳保费不少于限额。
对领取的限制	参保人大于59.5岁或丧失劳动能力。	参保人大于59.5岁或丧失劳动能力。	参保人大于59.5岁或丧失劳动能力。	参保人大于59.5岁或丧失劳动能力。
税收优惠	缴费和账户投资收益免税，但是领取的养老金需要缴税。	缴费需要缴税，但账户投资收益和领取的养老金免税。	缴费和账户投资收益免税，但是领取的养老金需要缴税。	缴费和账户投资收益免税，但是领取的养老金需要缴税。
推出机制	退出必须在70.5岁之后，并且还要缴纳最低保费的50%作为罚金。	无	无	退出必须在59.5岁之后，但会被处以罚金。

资料来源：美社会保障署 (SSA)，海通证券研究所

账户管理：个人储蓄养老保险计划实行自愿参保的原则，所有70岁以下且有收入者，无论是否参加了其他养老保险计划，都可以开设个人退休账户（IRA）。IRA户主在年满59.5岁后方可领取IRA退休金，提前支取将被处以支取金额10%的罚金。

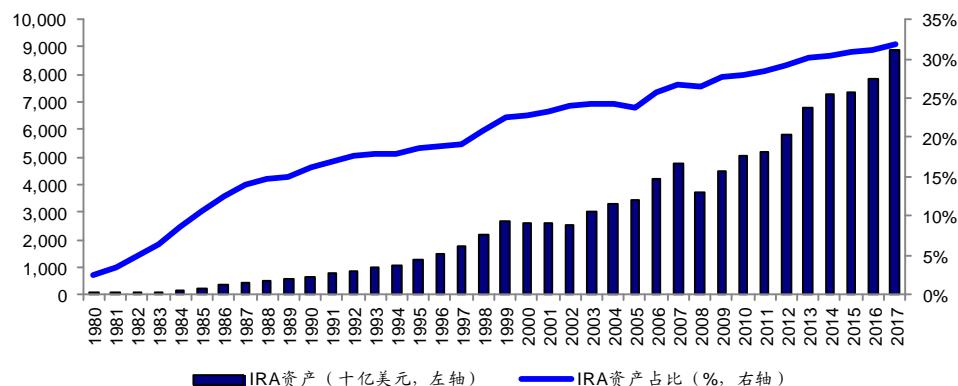
为鼓励个人储蓄养老的发展，政府对个人开设退休账户提供以下两种税收优惠：

是普通 IRA 税收优惠，主要方式是递延纳税，即缴费（向账户注入资金）不计入个人所得基数，到提款时才根据税法征收个人所得税。二是对特殊形式个人退休账户（Roth IRA）的税收优惠，主要是缴费时不免所得税，但对投资收益（包括投资分红、利息等）免税。

IRA 在 1976 年推出时的额度只有 1500 美元/年，而经过多次调整后达到了 5500 美元/年（年满 50 周岁的个人可额外追加缴费 1000 美元/年）。

IRA 计划具有税收激励、参加灵活、运作透明、收益稳健等特性，一经推出就显示出强大的生命力。资产规模从 1995 年末的 1.3 万亿美元增加至 2017 年末的 8.9 万亿美元，资产规模的年均复合增速为 9.2%（增速高于 401K），目前在美国养老金总资产的占比达到 32%。

图 19 IRA 资产规模及其占比



资料来源：美国投资公司协会 ICI，海通证券研究所

表 6 美国税收优惠政策的简单梳理

401K 计划	雇员在 401K 账户的缴费和投资收益均免税，直到退休后从账户领取养老金时才对账户总额（包括利息红利附加增值）缴纳个人所得税。
IRA 计划	一是延迟纳税，在年度免税额度（即最高缴费限额）内不缴纳个人所得税，退休后支取时再纳税。二是免征账户内的存款利息、股息和投资收益所得税。

资料来源：美社会保障署 (SSA)，海通证券研究所

美国税收优惠政策促进了 IRA 计划的持续快速发展，我们预计中国个税递延型商业养老保险试点的落地与推广也将开启中国养老保险第三支柱的高速增长。

5. 贡献测算：中性（乐观）假设下，EV 贡献度（EV 评估价值的增量 / 2017EV）为 4.8-5.7%（8.3-9.9%）

步骤 1：估算 2018 年及未来缴纳个人所得税的人数。

2015 年两会期间，财政部财政科学研究所原所长贾康称 2014 年缴纳个人所得税的人数仅为 2800 万人。国家统计局数据显示，2015-2017 年全国个人所得税收入分别同比增长 16.8%、17.1% 和 18.6%，因此我们假设 2015-2018 年缴纳个税人逐年均复合增长 15%，得到 2018 年缴纳个税人数增至约 4900 万人。假设 2019-2025 年，纳税人数的同比增速逐渐从 15% 降至 13%。

步骤 2: 估算 2018 年及未来购买个税递延型商业养老保险产品的人数。

由于 2018 年试点仅在上海市、福建省（含厦门市）和苏州工业园区，假设 2018 年参与率（购买税延养老保险产品的人数/个税缴纳人数）仅为 0.5%（2016 年末上海市、福建省、苏州市的人口占全国人口的比例为 5.0%）。我们预计 2019 年试点将在更广范围内推广，假设 2019 年参与率将提升至 5%，并逐渐上升至 2025 年的 35%（2012 年底，44.7% 的美国家庭已拥有 IRA 账户）。基于此假设，我们预计 2025 年购买个税递延型商业养老保险产品的人数升至约 4300 万人。

步骤 3: 测算不同情景下的个税递延型商业养老保险业务对于全行业 EV 评估价值（评估价值=内含价值+未来新业务价值的贴现加总）的增量贡献。

我们将税延产品作为趸交业务来估算 NBV Margin，因此每年的保费收入均计入 NBV。1) 2017 年平安寿险 3 或 5 年期交的“短交储蓄型”产品的 NBV Margin 为 15.6%，因此我们假设趸交的类似产品（养老金保险）的 NBV Margin 为 2-4%。2) 由于目前试点政策规定月缴保费上限为 1000 元，因此我们假设 2018-2025 年悲观/中性/乐观假设下的月缴保费分别为 500/700/900 元。3) 基于美国 IRA 计划的经验，我们预计未来月缴保费上限将不断提升，叠加人口老龄化的加速，养老保险保费的永续增速理应不低于名义 GDP 的增速。因此，我们假设 2025 年后 NBV 的永续增长率为 6-7%。4) 折现率假定为平安和太保的 2017 年的 EV 风险贴现率假定（11%）。具体假设与测算过程详见表 7，测算结果显示悲观假设下的 EV 评估价值增量为 571 亿元，中性假设下为 1462 亿元，乐观假设下为 2507 亿元。

表 7 个税递延型商业养老保险对于全行业 EV 评估价值增量的测算表

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
个税缴纳人数（万人）E	4897	5632	6477	7448	8565	9679	10937	12359
—同比增速 E	15%	15%	15%	15%	15%	13%	13%	13%
参与率	0.5%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
购买税优养老产品的人数（万人）	24	282	648	1117	1713	2420	3281	4326
1、悲观假设：平均月缴 500 元，NBV Margin 2%，折现率 11%，NBV 的永续增长率 6%								
年度保费收入（万元）	146917	1689540	3885942	6703250	10278317	14518123	19686574	25953467
年度 NBV（万元）	2938	33791	77719	134065	205566	290362	393731	519069
未来所有年度 NBV 的贴现加总（EV 评估价值的增量）（万元）	5713002							
2、中性假设：平均月缴 700 元，NBV Margin 3%，折现率 11%，NBV 的永续增长率 7%								
年度保费收入（万元）	205683	2365356	5440319	9384550	14389644	20325372	27561204	36334854
年度 NBV（万元）	6170	70961	163210	281537	431689	609761	826836	1090046
未来所有年度 NBV 的贴现加总（EV 评估价值的增量）（万元）	14622453							
3、乐观假设：平均月缴 900 元，NBV Margin 4%，折现率 11%，NBV 的永续增长率 7%								
年度保费收入（万元）	264450	3041172	6994696	12065850	18500970	26132621	35435833	46716240
年度 NBV（万元）	10578	121647	279788	482634	740039	1045305	1417433	1868650
未来所有年度 NBV 的贴现加总（EV 评估价值的增量）（万元）	25067062							

资料来源：Wind，海通证券研究所

步骤 4: 测算上述 EV 评估价值增量对于各个上市保险公司 2017EV 的提升程度。

假设中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的合计市场份额为 70%，并且各自的市场占有率与其 NBV 的市场占有率完全契合。因此我们假设中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险的市场占有率分别为 25.3%、28.4%、11.3% 和 5.1%。悲观假设下的 EV 贡献度（EV 评估价值增量/2017EV）分别为 2.0%、2.0%、2.2% 和 1.9%；中性

假设下的 EV 贡献度分别为 5.0%、5.0%、5.7% 和 4.8%；乐观假设下的 EV 贡献度分别为 8.6%、8.6%、9.9% 和 8.3%。

特别提示：预测基于个税缴纳人数、参与率、月均缴费额、NBV Margin 和市场份额等假设，不代表上市公司未来实际情况。EV 贡献度会随着参数的改变而发生变化，敬请投资者谨慎参考。

表 8 不同情景下的 EV 贡献度 (EV 评估价值增量 / 2017EV) 的测算结果

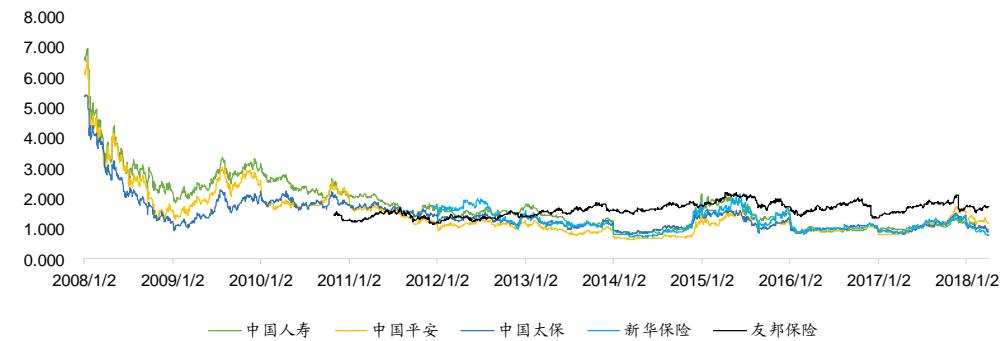
	悲观假设	中性假设	乐观假设
中国人寿	2.0%	5.0%	8.6%
中国平安	2.0%	5.0%	8.6%
中国太保	2.2%	5.7%	9.9%
新华保险	1.9%	4.8%	8.3%

资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 投资建议：商业养老保险业务将贡献新的价值增长点，“增持”评级！

税优政策下的商业养老保险业务发展潜力巨大。保险公司 2018 年一季度保费下滑的风险基本消化；估值低位，期待未来保障型产品需求有望带动价值重启增长。我们判断寿险保障型业务进入黄金增长期，保险公司的利润与 EV 均已进入了确定性较强的中长期增长阶段。中国平安、中国人寿、中国太保、新华保险的当前股价对应 2018 年 P/EV 分别仅为 1.14、0.81、0.84 和 0.71 倍，处于历史低位。随着保障型业务占主导带来的 NBV 稳定增长，估值水平将持续提升，同时对标友邦保险，我们认为 2018 年 P/EV 的合理估值应在 1.5-2 倍。公司推荐中国平安、中国太保。

图 20 上市保险公司的动态 PEV (倍)



资料来源：Wind，上市保险公司历年年报，海通证券研究所

7. 风险提示

- 1) 利率趋势性下行；2) 个税递延型商业养老保险业务推进不及预期；3) 保障型业务增长不及预期。

表 9 上市保险公司估值及盈利预测

证券简称	价格(元)	EV(元)				1YrVNB(元)			
		A股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017
中国平安-A	63.51		34.89	45.14	55.72	68.27	2.78	3.68	4.24
中国人寿-A	24.39		23.07	25.97	30.27	35.50	1.74	2.13	2.23
新华保险-A	41.74		41.49	49.19	58.56	69.52	3.35	3.87	4.45
中国太保-A	31.98		27.14	31.58	37.98	45.30	2.10	2.95	3.24
证券简称	价格	P/EV(倍)				VNBX(倍)			
		A股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017
中国平安-A	63.51		1.82	1.41	1.14	0.93	10.30	4.99	1.84
中国人寿-A	24.39		1.06	0.94	0.81	0.69	0.76	-0.75	-2.63
新华保险-A	41.74		1.01	0.85	0.71	0.60	0.07	-1.93	-3.78
中国太保-A	31.98		1.18	1.01	0.84	0.71	2.30	0.14	-1.85
证券简称	价格	EPS(元)				BVPS(元)			
		A股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017
中国平安-A	63.51		3.41	4.87	5.87	7.45	20.98	25.89	31.20
中国人寿-A	24.39		0.68	1.14	1.43	1.92	10.74	11.35	12.93
新华保险-A	41.74		1.58	1.73	2.55	3.26	18.95	20.42	22.97
中国太保-A	31.98		1.33	1.62	2.27	3.08	14.54	15.17	16.44
证券简称	价格	P/B(倍)				P/E(倍)			
		A股	人民币	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017
中国平安-A	63.51		18.61	13.03	10.83	8.53	3.03	2.45	2.04
中国人寿-A	24.39		36.04	21.37	17.08	12.67	2.27	2.15	1.89
新华保险-A	41.74		26.42	24.19	16.36	12.79	2.20	2.04	1.82
中国太保-A	31.98		24.05	19.77	14.08	10.37	2.20	2.11	1.94

资料来源：保险公司历年财报，WIND，海通证券研究所（基于 2018 年 4 月 18 日收盘价）

信息披露

分析师声明

孙婷

银行行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：第一创业，五矿资本，晨鸣纸业，越秀金控，国金证券，中国太保，国泰君安，光大证券，东吴证券，中国人寿，东方财富，兴业证券，中国银河，浙商证券，招商证券，华安证券，中原证券，中金公司，中国平安，华泰证券，安信信托，众安在线，中国财险，中国太平，宝硕股份，东方证券，国元证券，长江证券，新华保险，广发证券

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kljiang@htsec.com

邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队
姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩森(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛涵 xh11528@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队
姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
姜珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
联系人
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zxz12149@htsec.com

中小市值团队
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymnii@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuypiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
胡歆(021)23154505 hx11853

医药行业
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桂(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦 021-23219630 fgq12116@htsec.com

汽车行业
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

公用事业
张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒
钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
联系人
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光 cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李妹醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧 gjy11909@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747 tl5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 李森(010)58067998 lm10779@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)32319171 xbq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠 zcc11726@htsec.com 孙维容 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com 张峰青 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cx9730@htsec.com 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 张恒晅 zhx10170@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 联系人 张宇轩 zyx11631@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 联系人 谭敏沂 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李阳 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣桢永 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liuj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 宗亮 zl11886@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 吴尹 wy11291@htsec.com 张丽壹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
--	--	--

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com