

# 保险

## 中国寿险深度将于 2032 年达到峰值，把握黄金增长 15 年！

**投资要点：**2017 年中国寿险保费规模位居全球第二，但寿险深度(2.68%)低于全球平均水平(3.3%)，与发达国家有较大差距。从影响寿险的经济社会因素来看，人均 GDP、城市化水平、教育水平处在长期提升期，叠加人口结构红利的中长期利好、居民杠杆率的稳中有升及温和通胀水平，可以使得寿险业（尤其是保障型业务）在未来中长期仍可实现平稳较快增长。根据模型测算，在中性假设下中国寿险深度将在 2032 年达到 6.68% 的峰值，仍有 15 年的黄金增长期。保险公司的利润与 EV 均处于中长期增长阶段。

**影响寿险深度的经济因素：**人均 GDP 持续增长、居民杠杆率稳中有升、温和的通胀水平有利于提升寿险深度。

1) 人均 GDP 与寿险深度呈 S 型曲线关系，人均 GDP 达到 30000-50000 美元时，寿险深度将达到顶峰。中国 2017 年人均 GDP 相当于日本 1978 年的经济水平，我们认为中国人均 GDP 仍处于中长期的中高速增长阶段，寿险深度有望在此期间持续提升。2) 居民杠杆率提升有利于刺激寿险需求，基于瑞典经验，在经济高速增长期间，寿险深度与居民杠杆率的变化高度一致，中国居民杠杆率与发达国家相比仍较低，随着消费对中国经济拉动作用的提升，预计居民杠杆率稳中有升。3) 高通胀会侵蚀保险金的购买能力，降低居民实际收入水平，抑制消费者的寿险需求，中国中长期温和的通胀水平有助于寿险深度随经济的增长而提升。

**影响寿险深度的人口因素：**35-54 岁人口占比和死亡率的提升有利于提升寿险深度。

1) 35-54 岁的人群既有需求、又能获得丰富产品供给，是保险主力消费人群，基本决定了整个寿险市场的均衡消费规模。基于中国目前的人口结构，我们预计未来 5 年内人口结构红利将有助于寿险深度持续提升，5-10 年后人口结构将对寿险深度带来一定的负面影响。2) 死亡率可以在一定程度上衡量人们生活面临风险的大小，死亡率越高表明带来死亡的风险因素越多，将激发消费者的保障意识。基于新加坡数据，寿险深度与死亡率同向变动。目前中国寿险业处于发展初期，死亡率与寿险深度变动的相关性较弱。

**影响寿险深度的社会因素：**城市化水平、教育水平与寿险深度正相关，社会保障支出在寿险市场未成熟前也与寿险深度同向变动。

1) 在寿险市场成熟前，经济的快速增长能够带动社会保障支出和寿险深度的同步提升。我国社保体系的保障程度有限，居民保障缺口较大，社保支出与寿险深度同向变动。2) 城市化水平越高，城市人口之间关联较为松散，更依赖社会化风险分散机制（如保险），且城市居民风险保障意识更强、收入更高，寿险购买力更强。中国尚有十余年的城市化进程，将带动寿险深度持续提升。3) 教育水平越高，一定程度上对于寿险的认可度、购买力越高（高教育水平往往带来高收入）。中国国民的总体教育水平还处在长期提升阶段，有助于寿险深度的提高。

**基于计量模型的回归预测结果，在中性情形下，我国寿险深度将在 2032 年达到 6.68% 的峰值，寿险业仍有 15 年的黄金增长期。在寿险深度不断提升的黄金增长期，寿险周期的波动性弱于经济周期，主要是由于居民保障存在较大缺口时，居民的长期保障需求与对未来的风险预期、家庭结构等长期因素有关，短期的经济波动的影响有限。**

**风险提示：**1) 长端利率趋势下行；2) 股票市场大跌；3) 保障险费增长不及预期或 Margin 大幅下降。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-12-03	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
601601.SH	中国太保	32.33	买入	1.62	1.98	2.68	3.16	19.80	16.20	11.97	10.15
601318.SH	中国平安	64.99	买入	4.87	5.78	7.94	9.47	13.13	11.06	8.05	6.75

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EP

证券研究报告

2018 年 12 月 06 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《保险-行业专题研究:高性价比的保险产品配置建议:医疗险+重疾险+寿险+意外险》2018-11-18

2 《保险-行业点评:10月保费端改善加速,全年NBV增长有望超预期》2018-11-15

3 《行业专题研究:保险股:股价(相对收益)反映滞后于保费与利率的动态变化》2018-11-05

## 内容目录

1. 中国寿险市场：保费规模位居世界第二，深度提升空间大	4
2. 影响寿险深度的经济因素	5
2.1. 经济因素 1：人均 GDP 高于 3-5 万美元时寿险深度达到顶峰	5
2.1.1. 日本经验：寿险深度在人均 GDP 达到 43118 美元时达到顶峰	6
2.1.2. 中国情况：寿险业尚有较长的黄金增长期	6
2.2. 经济因素 2：居民杠杆率与寿险深度呈正比	6
2.2.1. 瑞典经验：经济增长期间，寿险深度与居民杠杆率的变化高度一致	6
2.2.2. 中国情况：杠杆率仍有上升空间，有望带动寿险深度进一步提升	7
2.3. 经济因素 3：通货膨胀不利于寿险深度的提高	7
2.3.1. 法国经验：寿险深度与通胀水平反向变动	8
2.3.2. 中国情况：低通胀水平有利于寿险深度的提高	8
3. 影响寿险深度的人口因素	9
3.1. 人口因素 1：35-54 岁人口占比与寿险深度同向变化	9
3.1.1. 美国经验：35-54 岁人口占比与寿险深度同时达到顶峰	9
3.1.2. 中国情况：5 年内人口结构红利将促进寿险深度的提升	9
3.2. 人口因素 2：死亡率与寿险深度同向变动	10
3.2.1. 新加坡经验：寿险市场成熟后，寿险深度与死亡率变动方向一致	10
3.2.2. 中国情况：寿险业处于快速发展期，寿险深度提升与死亡率相关性不显著	11
4. 影响寿险深度的社会因素	11
4.1. 社会因素 1：寿险市场成熟后，社会保障支出挤出寿险需求	11
4.1.1. 德国经验：寿险深度达到顶峰后与社保支出呈反向变动	11
4.1.2. 中国情况：社保体系“广覆盖、保基本”，保障程度有限，社保支出增长与寿险深度提升同步	12
4.2. 社会因素 2：城市化水平的提高能够提升寿险深度	12
4.2.1. 德国经验：寿险深度和城市化率几乎在同一时间达到顶峰	13
4.2.2. 中国情况：城市化进程尚未结束，寿险深度有望提升	13
4.3. 社会因素 3：教育水平与寿险深度正相关	13
4.3.1. 丹麦经验：寿险深度提升与高等院校入学率提升有高度一致性	14
4.3.2. 中国情况：高等教育的普及有望提高寿险深度	14
5. 寿险深度定量测算：中性情况下将在 2032 年达到 3.61%峰值	14
5.1. 世界寿险业增长模型	15
5.2. 寿险深度基准比预测	15
5.3. 寿险深度定量预测	15
6. 寿险深度提升的过程中，寿险周期的波动性弱于经济周期	16
7. 投资建议	17

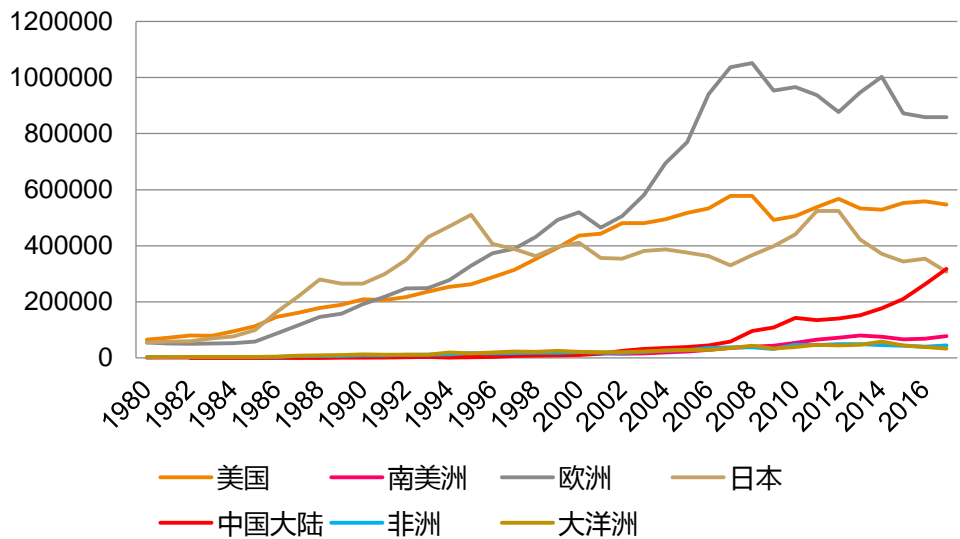
## 图表目录

图 1: 全球不同国家与地区的寿险保费收入 (百万美元) .....	4
图 2: 全球不同国家与地区的寿险深度 (%) .....	4
图 3: 2017 年世界主要国家和地区的寿险深度 (%) .....	5
图 4: 人均 GDP 对寿险深度的影响 (2017 年数据) .....	5
图 5: 1980-2016 年日本寿险深度与人均 GDP .....	6
图 6: 1980-2017 年瑞典寿险深度与居民杠杆率 .....	7
图 7: 2008-2017 年中国、新兴市场国家与发达经济体的居民杠杆率 .....	7
图 8: 1980-2017 年法国寿险深度与通货膨胀 .....	8
图 9: 1989-2017 年中国寿险深度与通货膨胀 .....	8
图 10: 1990-2017 年美国寿险深度与 35-54 岁人口占比 .....	9
图 11: 2017 年中国主要年龄分段人口占比 .....	10
图 12: 2003-2016 年新加坡寿险深度与粗死亡率 .....	10
图 13: 2006-2016 年中国寿险深度与粗死亡率 .....	11
图 14: 1990-2015 年德国寿险深度与社会保障支出 .....	12
图 15: 2012-2016 年中国寿险深度与养老保险基金支出 .....	12
图 16: 1980-2017 年德国寿险深度与城市化率 .....	13
图 17: 2018 年世界主要国家的城市化率水平 .....	13
图 18: 1980-2016 年丹麦寿险深度与高等院校入学率 .....	14
图 19: 2003-2017 年中国高等教育毛入学率 .....	14
图 20: 1990-2017 年香港寿险深度与 GDP 同比增速 .....	16
图 21: 1981-2017 年台湾寿险深度与 GDP 同比增速 .....	17
图 22: 1973-1980 年美国寿险保费增速与 GDP 同比增速 .....	17
图 23: 上市保险公司动态 PEV 估值水平 (倍) .....	17
表 1: 2009-2011 年新加坡 GDP 与寿险保费情况 .....	11
表 2: 世界寿险业增长模型回归结果 (括号内为 t 统计量, ***表示在 1%的置信水平下统计 性显著) .....	15
表 3: 不同情形理论和观测寿险深度预测结果 .....	16
表 4: 上市保险公司估值及盈利预测 (基于 2018 年 12 月 05 日收盘价) .....	18

## 1. 中国寿险市场：保费规模位居世界第二，深度提升空间大

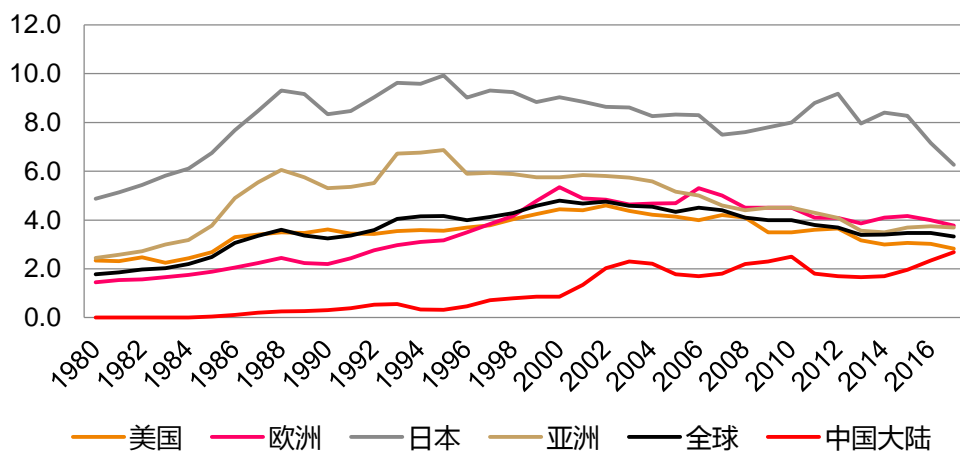
2001-2017 年中国寿险保费的年均复合增速高达 20.7%，远高于 3.9%的世界平均水平，成为世界寿险增长的主要动力源。2017 年，中国寿险保费收入达 3176 亿美元，超过日本( 3072 亿美元) 位居世界第二，仅次于美国( 5468 亿美元)；寿险深度已由 2000 年的 0.86%提升至 2017 年的 2.68%，仍低于全球平均水平( 3.3%)，与发达国家有较大差距。中国的经济增长路径相较于发达国家并无本质上的差别，同时在保险监管方面与国际接轨，因此我们认为，中国的寿险深度依然有较大的提升空间。

图 1：全球不同国家与地区的寿险保费收入（百万美元）



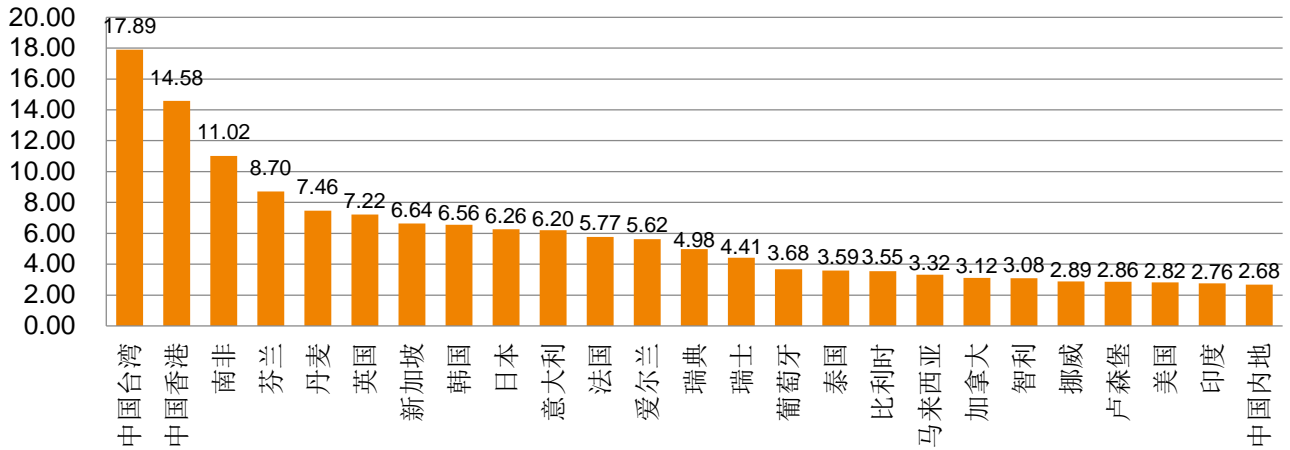
资料来源：瑞士再保险 sigma，天风证券研究所

图 2：全球不同国家与地区的寿险深度（%）



资料来源：瑞士再保险 sigma，天风证券研究所

图 3：2017 年世界主要国家和地区的寿险深度（%）



资料来源：瑞士再保险 sigma，天风证券研究所

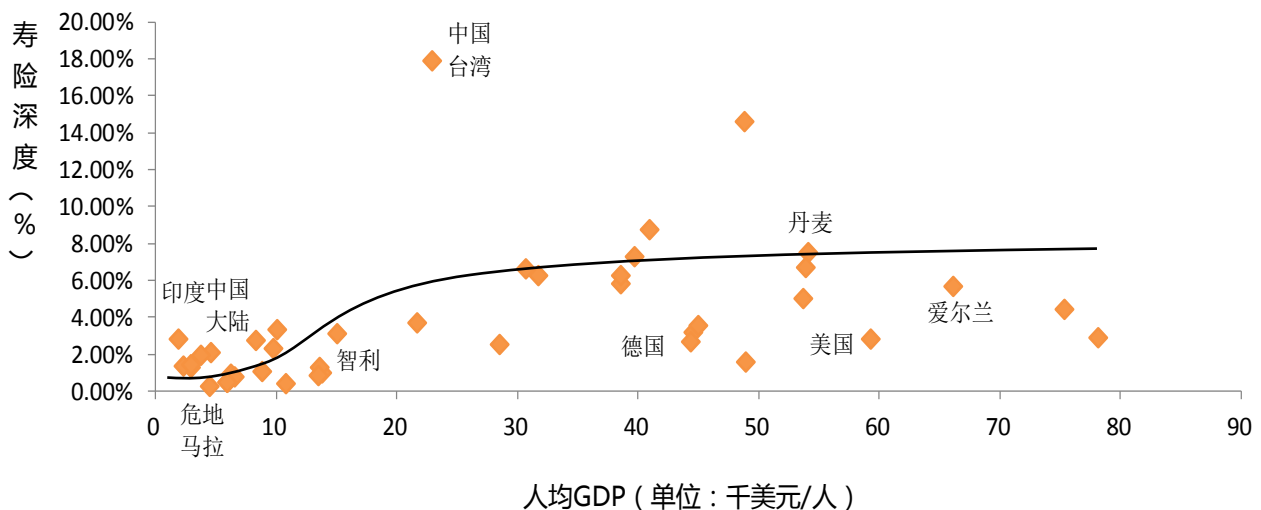
## 2. 影响寿险深度的经济因素

### 2.1. 经济因素 1：人均 GDP 高于 3-5 万美元时寿险深度达到顶峰

我们可以用一条 S 型曲线来拟合寿险深度与经济发展阶段之间的关系，寿险产品需求相对于人均 GDP 的弹性随人均 GDP 的提高先上升、再下降。寿险产品属于中高端商品，消费者收入水平较低时无力负担保费支出；收入水平较高时，倾向于通过自我保障替代购买寿险产品，因此中产阶级是寿险产品的主要购买者。当经济处于快速发展阶段时，中产阶级比重提高，寿险深度随寿险需求的提高而提高，表现为寿险需求对人均 GDP 较高的弹性。当人均 GDP 超过 3 万美元时，经济体发展成熟，增长乏力的人均 GDP 和较低的需求弹性使得寿险深度增长停滞，相应达到顶峰。

学术方面，Truett et al. (1990) 利用美国 1960-1982 年及墨西哥 1964-1979 年的年度数据对两国的寿险需求进行了比较研究，发现人均 GDP 与寿险深度显著正相关。随后，Enz(2000) 构建了寿险深度与人均 GDP 之间的 S 型曲线模型，很好地拟合了世界各国的寿险业。我们通过考察日本、美国、英国的数据，均发现了两者之间的正相关关系，现使用日本数据详细说明。

图 4：人均 GDP 对寿险深度的影响（2017 年数据）



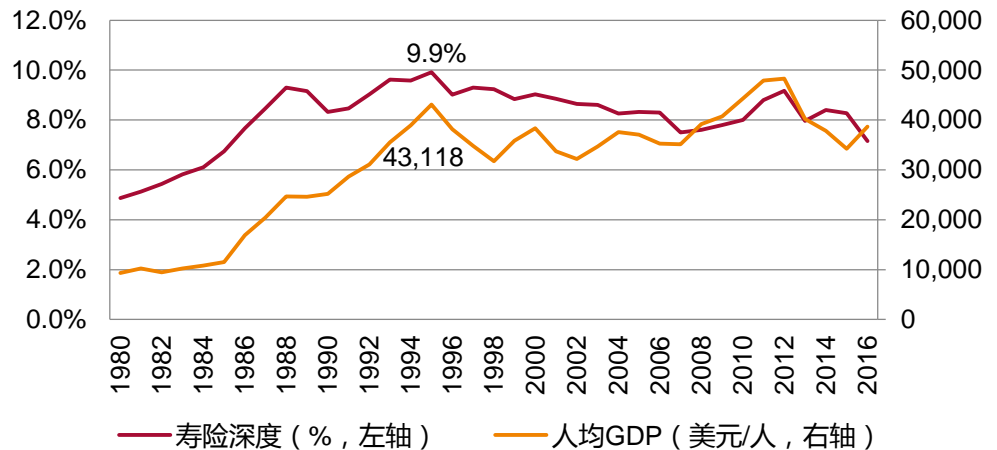
资料来源：瑞士再保险 sigma，天风证券研究所



### 2.1.1. 日本经验：寿险深度在人均 GDP 达到 43118 美元时达到顶峰

1980-1995 年，日本人均 GDP 处于单边增长阶段，复合增长率高达 10.74%，同时期日本寿险深度也整体处于提升阶段。1980-1988 寿险深度由 4.9% 快速提升至 9.3%，20 世纪 80 年代末，日本政府对房地产市场严加管制，同时采取紧缩的货币政策，日本银行于 1989 年开始连续 5 次加息，抑制了消费者的寿险需求，因此 1988-1990 年间寿险深度在人均 GDP 保持平稳的情况下有所下滑。1990 年之后，人均 GDP 和寿险深度恢复增长路径。**1995 年，日本人均 GDP 达 43118 美元，寿险深度达到 9.9% 的峰值。**随后，日本经济增长乏力，寿险深度与人均 GDP 同步进入震荡下滑时期。

图 5：1980-2016 年日本寿险深度与人均 GDP



资料来源：瑞士再保险 sigma，联合国，天风证券研究所

### 2.1.2. 中国情况：寿险业尚有较长的黄金增长期

中国 2017 年人均 GDP 为 8643 美元，相当于日本在 1978 年的经济水平 (8701 美元)。从 1978 年到日本寿险深度峰值年份，共经历了 17 年，这期间日本人均 GDP 从 8701 美元复合增长 9.9% 至 43118 美元，日本寿险也历经较快发展，虽然在 1988-1990 年，出现行业低谷，但整体增长趋势不变，平均复合增长 15.97% (1980-1995 年)。**因此我们也认为中国人均 GDP 仍有较长期的中高速增长时期，寿险深度有望在此期间持续提升。**

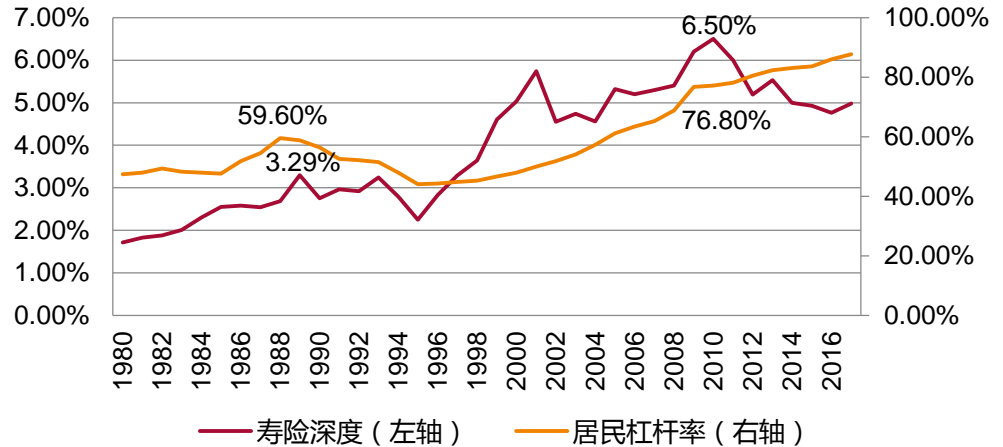
## 2.2. 经济因素 2：居民杠杆率与寿险深度呈正比

收入补偿是寿险的重要功能，即减少被保险人发生风险事故时对于家庭生活水平的负面影响。因此，寿险的保额（收入补偿的金额）应当不低于自身负债，这样才能保证债务能够按期偿还。因此，当居民部门的杠杆率提升时，居民对于寿险的需求也在提升。我们通过考察法国、德国、瑞典的数据，均发现了两者之间的正相关关系，现使用瑞典数据详细说明。

### 2.2.1. 瑞典经验：经济增长期间，寿险深度与居民杠杆率的变化高度一致

我们将划分两个阶段来考察瑞典寿险深度与居民杠杆率之间的关系：1) 1980-2010 年，寿险深度与居民杠杆率的变化高度一致，2009 年，瑞典的居民杠杆率突破 70%，寿险深度随即在 2010 年达到 6.5% 的峰值。2) 2010 年之后，低迷的宏观经济前景和加重的欧元区风险使得瑞典经济增长乏力 (2011-2017 年 GDP 年复合增长率仅为 -0.76%)，居民负债的增加无法带来有效的寿险需求增量，居民杠杆率与寿险深度之间的正相关关系在经济低迷期间发生背离。

图 6：1980-2017 年瑞典寿险深度与居民杠杆率

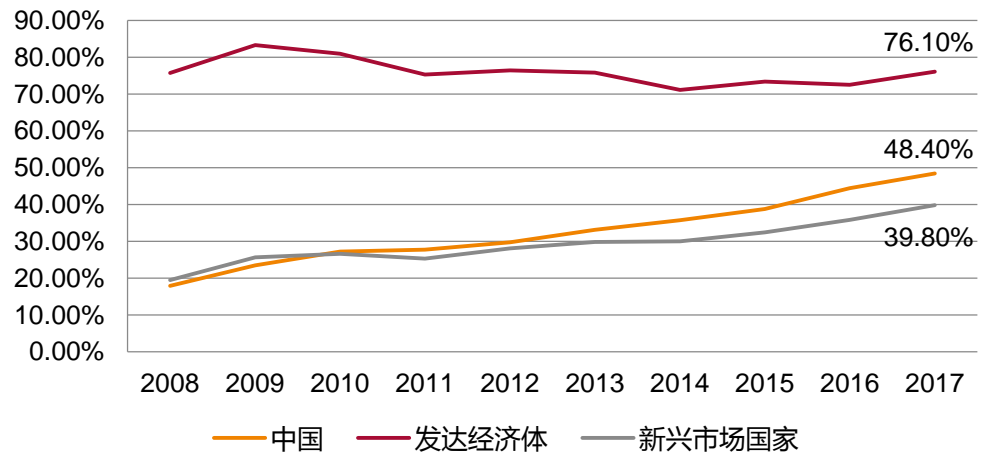


资料来源：瑞士再保险 sigma，国际清算银行，天风证券研究所

### 2.2.2. 中国情况：杠杆率仍有上升空间，有望带动寿险深度进一步提升

2017 年，中国居民部门杠杆率达 48.4%，低于发达经济体的平均水平（76.1%）。中国社科院在今年发布的《中国去杠杆报告(2018 年二季度)》中指出：居民杠杆率从 2017 年末的 49% 上升到 2018 年二季度的 51%，半年内上升了 2 个百分点，我们预计，随着消费对中国经济拉动作用的提升，未来居民杠杆率稳中有升，将持续激发寿险需求，带动寿险深度提升。

图 7：2008-2017 年中国、新兴市场国家与发达经济体的居民杠杆率



资料来源：国际清算银行，天风证券研究所

### 2.3. 经济因素 3：通货膨胀不利于寿险深度的提高

通货膨胀会抑制消费者的寿险需求，从而降低寿险深度。高通胀对寿险需求提升有 3 方面的负面影响：1) 通货膨胀时期，消费者收入水平的实际增长速度慢于名义增长速度，通货膨胀引起其他商品的价格上升，用于购买其他商品的支出增加，从而使用于寿险需求的收入相对减少。2) 寿险通常具有长期性，且大部分为定额给付，通货膨胀会严重侵蚀保险金的购买能力，使消费者更倾向于选择其他能够反映当前资金价值的投资产品。3) 通货膨胀往往伴随着加息，即银行存款利率、理财产品收益率提升，对储蓄型寿险产品产生替代。

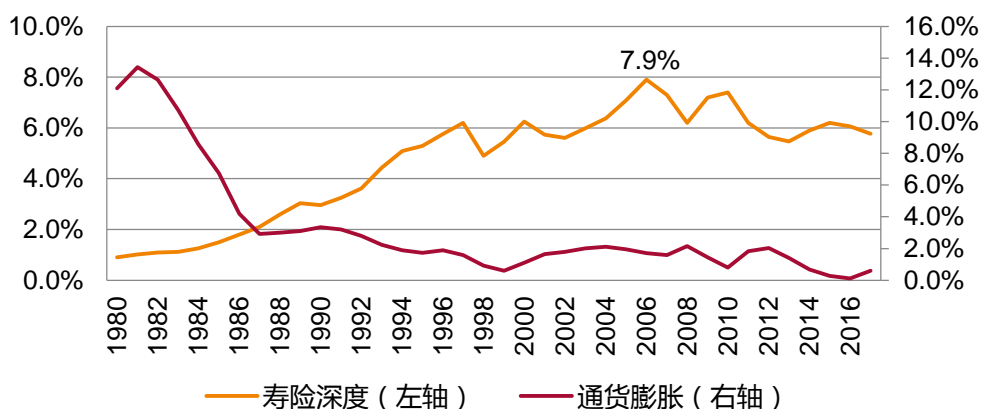
根据宏观经济学理论，前一期和当期的通货膨胀率均会影响消费者对于未来通胀的预期，

从而影响其当期的消费行为。因此，我们采用 T 年和 T-1 年的平均通货膨胀率来衡量 T 年的通货膨胀水平。我们通过考察法国、日本、意大利的数据，均发现两者之间的负向相关关系，现使用法国数据详细说明。

### 2.3.1. 法国经验：寿险深度与通胀水平反向变动

法国通货膨胀水平自 1981 年的 13.4% 降至 1997 年的 1.6%，高通胀环境改善利好寿险的发展，其寿险深度由 1% 增至 6.2%。2001-2006 年，法国长期保持低通胀水平（平均通货膨胀水平为 1.9%），寿险深度持续增长，这时寿险深度与通胀水平的相关性减弱。2006 年法国寿险市场成熟后，寿险深度主要受短期经济因素波动的影响，与通货膨胀水平呈现明显的负相关关系。

图 8：1980-2017 年法国寿险深度与通货膨胀

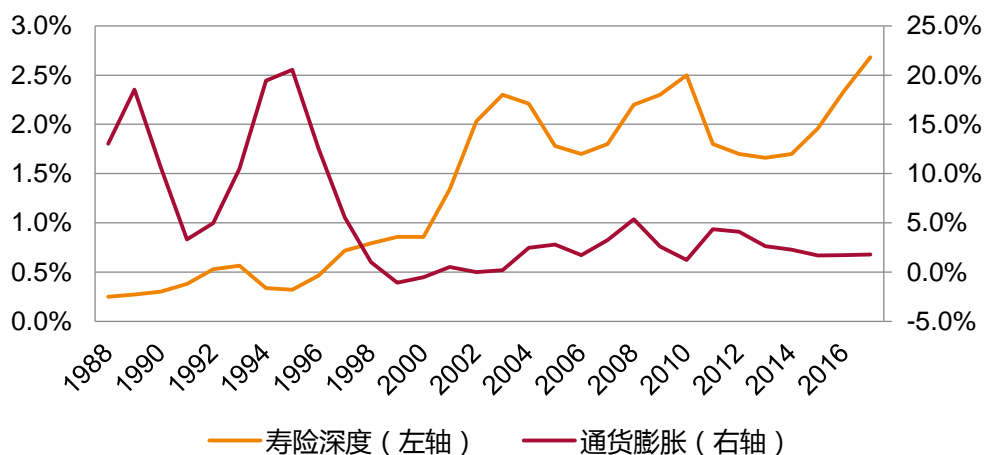


资料来源：瑞士再保险 sigma，世界银行，天风证券研究所

### 2.3.2. 中国情况：低通胀水平有利于寿险深度的提高

自 1988 年以来，大部分时期中国的寿险深度与通货膨胀水平呈现明显的负相关关系。中国寿险发展初期，消费者大多将寿险产品视为理财产品，因此中国的寿险需求对通胀水平更加敏感。2014 年以后，中国通货膨胀水平保持在 2% 左右的低位，寿险深度则增至 2017 年的 2.68%。我们预计，未来中国稳健中性的货币政策将维持温和的通胀水平，寿险深度有望随经济增长而进一步提升。

图 9：1989-2017 年中国寿险深度与通货膨胀



资料来源：瑞士再保险 sigma，世界银行，天风证券研究所



### 3. 影响寿险深度的人口因素

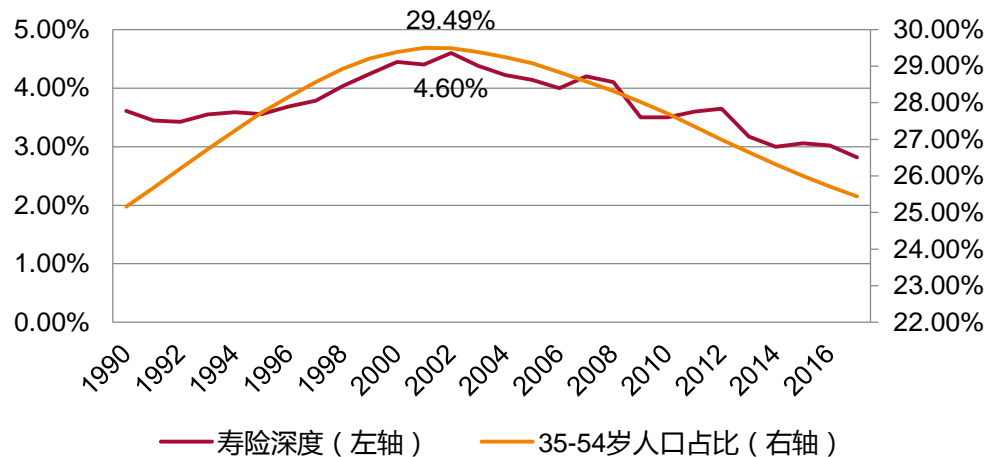
#### 3.1. 人口因素 1: 35-54 岁人口占比与寿险深度同向变化

35-54 岁的人是购买寿险产品的主要人群。原因如下：1) 需求侧：低于 35 岁的群体缺乏保障意识（购买意愿），同时缺乏富余资金（购买能力），因此对寿险的需求偏低。2) 供给侧：高于 55 岁的群体一般不属于可保群体或保费十分高昂，因此这部分人群无法获得充足的寿险供给。35-54 岁的人群既有需求、又能获得丰富产品供给，基本决定了整个寿险市场的均衡消费量。我们通过考察美国、英国、比利时的数据，均发现了两者之间的正相关关系，现使用美国数据详细说明。

##### 3.1.1. 美国经验：35-54 岁人口占比与寿险深度同时达到顶峰

美国 35-54 岁人口占比与其寿险深度变化趋势完全一致。根据联合国的数据，美国 35-54 岁人口占比自 1990 年的 25.16% 提升至 2002 年 29.49% 的顶峰，寿险深度也在同年达到 4.6% 的顶峰。2002 年以后，美国的寿险深度随 35-54 岁人口占比的下降而逐渐下滑至 2017 年的 2.82%。

图 10：1990-2017 年美国寿险深度与 35-54 岁人口占比

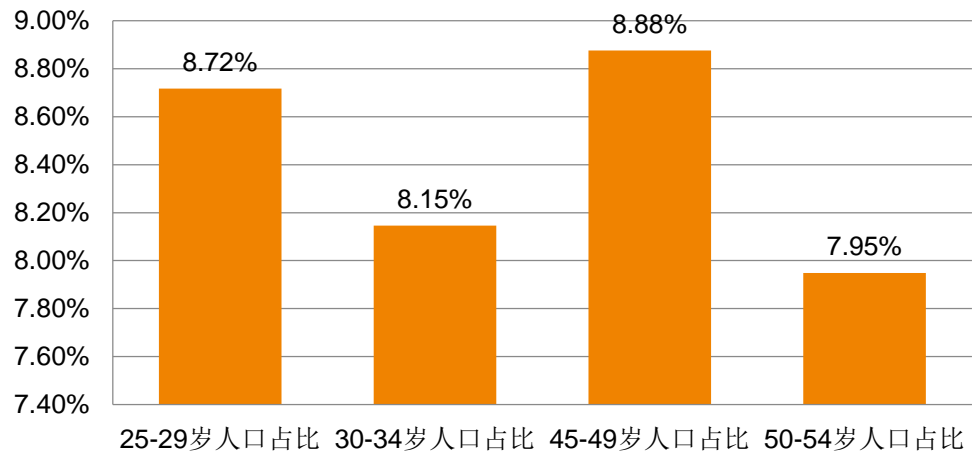


资料来源：瑞士再保险 sigma，联合国，天风证券研究所

##### 3.1.2. 中国情况：5 年内人口结构红利将促进寿险深度的提升

基于人口结构，我们预计未来 5 年内寿险深度能够持续提升，5-10 年后人口结构将对寿险深度带来一定的负面影响。1) 中国 30-34 岁的人口占比为 8.15%，而 50-54 岁的人口占比为 7.95%。前者是未来 5 年内新需求的贡献者，后者则会带来需求的逐渐消亡，前者占比大于后者有望在未来 5 年内提升寿险深度。2) 中国 25-29 岁的人口占比为 8.72%，而 45-49 岁的人口占比为 8.88%，前者小于后者将在 5-10 年后对寿险深度造成负面影响。

图 11： 2017 年中国主要年龄分段人口占比



资料来源：联合国，天风证券研究所

### 3.2. 人口因素 2：死亡率与寿险深度同向变动

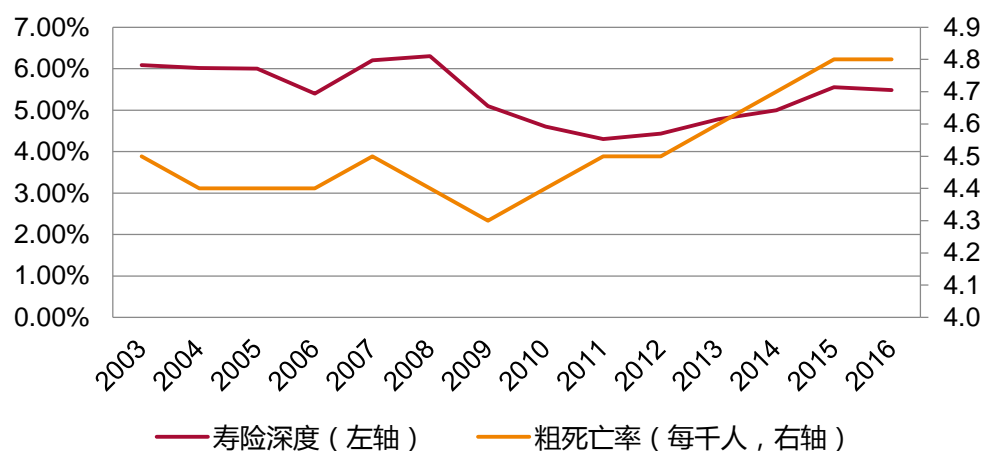
死亡率可以在一定程度上衡量人们生活面临风险的大小，死亡率越高表明带来死亡的风险因素越多，将提升消费者保障意识。如疾病率提升、自然灾害等事件会提高死亡率，从而激发消费者的风险意识，提高其保险的意愿，有利于寿险深度的提升。

学术方面，Fisher(1973)通过建立生命周期模型，从理论上证明了死亡率与保障型定期寿险保费收入呈正相关关系。

#### 3.2.1. 新加坡经验：寿险市场成熟后，寿险深度与死亡率变动方向一致

2003 年以来（除 2010 和 2011 年），新加坡寿险深度与死亡率的变化表现出高度的一致性。其中，2010 和 2011 年新加坡寿险深度未随死亡率的提高而提高，反而连续两年下滑共 0.8 个百分点，主要原因在于危机过后寿险业的复苏步伐慢于整体经济（2008 年全球金融危机之后，新加坡政府出台政策大力推动经济复苏，2010-2011 年，经济高速增长）。2011 年后，寿险深度和死亡率重回同向变动的路径。

图 12：2003-2016 年新加坡寿险深度与粗死亡率



资料来源：瑞士再保险 sigma，世界银行，天风证券研究所

表 1: 2009-2011 年新加坡 GDP 与寿险保费情况

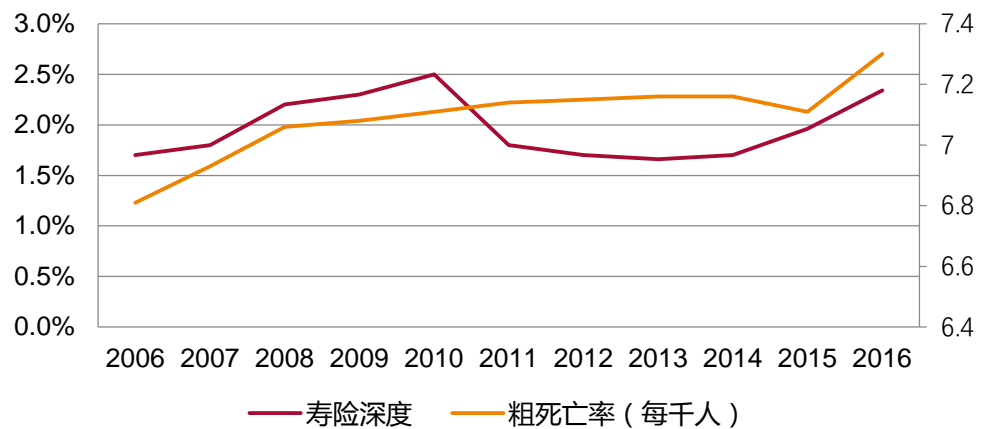
	2009 年	2010 年	2011 年
GDP (十亿美元)	177	223	260
GDP 同比增速	-2.75%	25.99%	16.59%
寿险保费 (百万美元)	9057	10183	11275
寿险保费同比增速	-20.87%	12.43%	10.72%

资料来源: 瑞士再保险 sigma, 天风证券研究所

### 3.2.2. 中国情况: 寿险业处于快速发展期, 寿险深度提升与死亡率相关性不显著

由于中国寿险市场仍处于发展初期, 受经济增长、通胀、人口结构等因素影响较大, 且死亡率基本保持平稳, 因此寿险深度与其相关性并不显著。

图 13: 2006-2016 年中国寿险深度与粗死亡率



资料来源: 瑞士再保险 sigma, 世界银行, 天风证券研究所

## 4. 影响寿险深度的社会因素

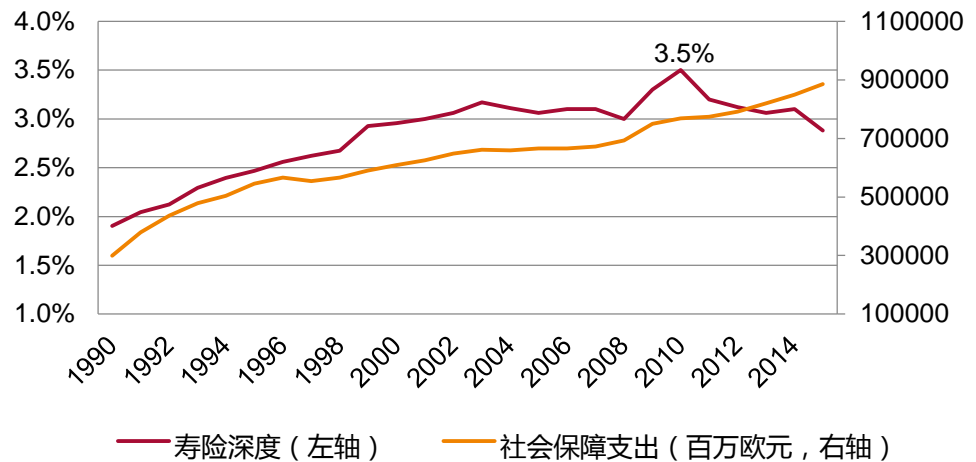
### 4.1. 社会因素 1: 寿险市场成熟后, 社会保障支出挤出寿险需求

在一国的寿险市场成熟之前, 社会保障支出与寿险深度呈正相关; 而在寿险市场成熟以后, 其社会保障支出与寿险深度之间呈负相关关系。1) 在寿险市场成熟前, 居民的寿险保障仍存在缺口。由于经济仍处于快速增长阶段, 居民可支配收入和政府税收快速增长, 寿险产品购买力和社会保障支出能够同步提升, 寿险深度逐渐升高。2) 寿险市场成熟后, 居民的寿险保障较为充分。由于寿险的基本功能之一就是为人们提供经济或者身体上的保障, 这与政府提供的社会保障在一定程度具有替代性。因此, 政府社会保障支出的增加会挤出人们对寿险产品的购买, 从而降低寿险深度。我们通过考察德国、英国的数据, 均发现了两者之间的从正向变动到负向变动的关系, 现使用德国数据详细说明。

#### 4.1.1. 德国经验: 寿险深度达到顶峰后与社保支出呈反向变动

德国寿险深度在 2010 年达到 3.5% 的顶峰。2010 年之前, 寿险深度与社会保障支出同向变动。其中, 2003-2008 年德国社会保障支出的年平均增长率仅为 1%, 而年均通货膨胀率达 1.79%, 其实际社会保障支出是下降的, 寿险深度则由 2003 年的 3.2% 降至 2008 年的 3%。2010 年以后, 德国寿险市场已经发展成熟, 社会保障支出的增加挤出了消费者对寿险产品的购买, 寿险深度逐渐下滑。

图 14：1990-2015 年德国寿险深度与社会保障支出

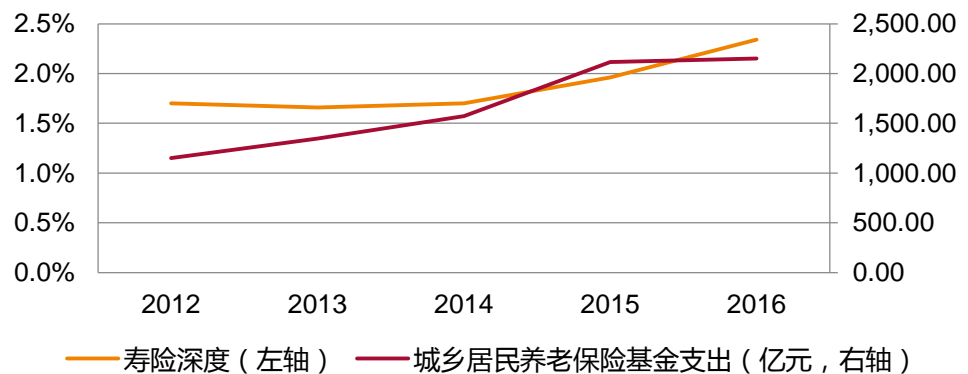


资料来源：瑞士再保险 sigma，欧盟统计局，天风证券研究所

#### 4.1.2. 中国情况：社保体系“广覆盖、保基本”，保障程度有限，社保支出增长与寿险深度提升同步

2012 年以来，我国寿险深度与城乡居民养老保险基金支出均处于增长阶段。由于我国社保体系是“广覆盖、保基本”，且社保基金承压，保障程度十分有限，居民仍有较大的保障缺口，社保支出的增长不会对寿险需求产生挤出效应。

图 15：2012-2016 年中国寿险深度与养老保险基金支出



资料来源：瑞士再保险 sigma，人力资源和社会保障部，天风证券研究所

#### 4.2. 社会因素 2：城市化水平的提高能够提升寿险深度

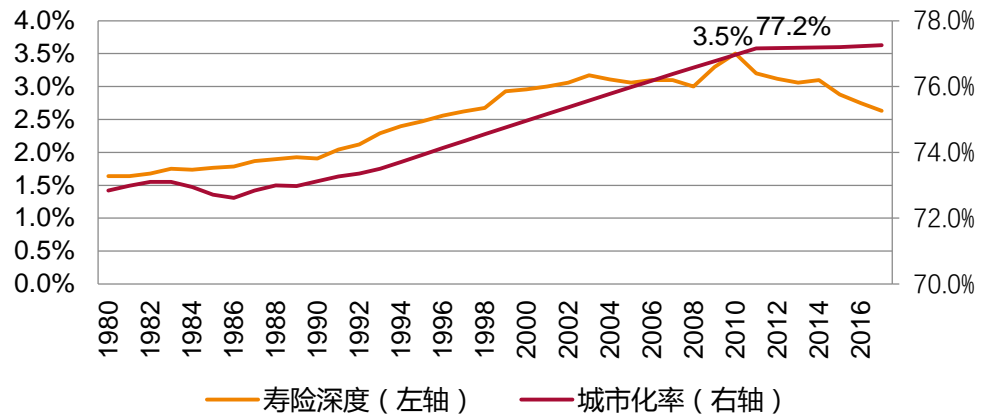
一个国家或地区的城市化水平越高，人们对寿险的需求量越大。主要有以下 2 点原因：1) 需求侧，相比农村人口之间的紧密联系，城市人口之间关联较为松散，且风险保障意识更强，更依赖社会化风险分散机制（如保险）。同时，城市居民收入更高，寿险产品的购买力更强。2) 供给侧，城市中的寿险消费者在地域上较集中，保险公司营销、理赔的成本更低，更容易产生规模经济。因此寿险公司更倾向于在城市开展业务，城市中寿险产品的供给量高于农村地区。综上，城市化率的提高能够对寿险的需求和供给产生积极影响，从而提高市场均衡的寿险消费量，提高寿险深度。

学术方面，舒高勇和石颖(2007)在对历年数据进行 ADF 单位根检验与多重共线性检验的基础上，通过多元线性回归验证了城市化水平对寿险需求的正向影响。

#### 4.2.1. 德国经验：寿险深度和城市化率几乎在同一时间达到顶峰

1980-2010年，德国城市化率由72.8%提升至77%，寿险深度则由1.6%增至3.5%的顶峰；2010年之后，德国城市化率维持在77.2%，其寿险深度则不断下滑。

图 16：1980-2017 年德国寿险深度与城市化率

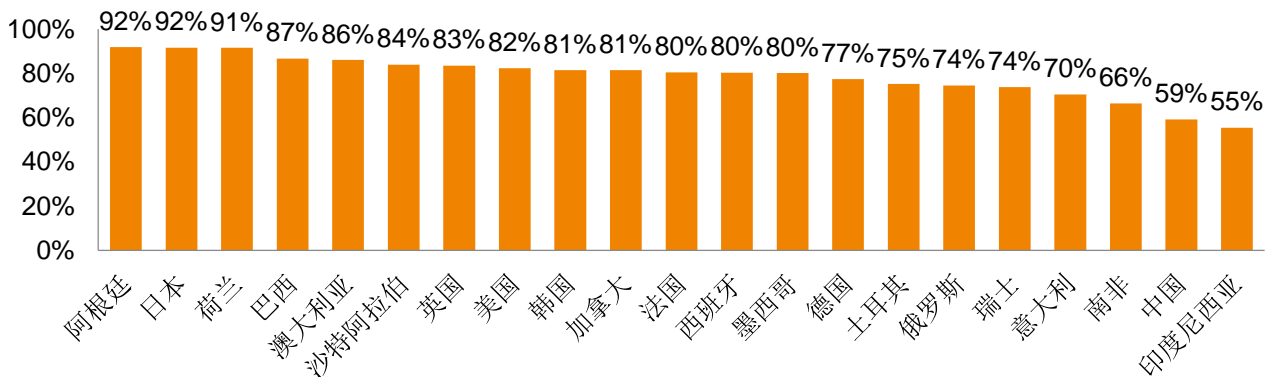


资料来源：瑞士再保险 sigma，联合国，天风证券研究所

#### 4.2.2. 中国情况：城市化进程尚未结束，寿险深度有望提升

根据联合国公布的数据，中国城市化率由1982年的20.9%提升至2018年的59.2%，但仍低于世界上主要发达国家的城市化水平(美、英、法、德2018年城市化率分别为82.3%、83.4%、80.4%、77.3%)。根据党中央提出的“两步走”发展计划，我国距离基本实现现代化仍有17年的时间。因此，我们判断中国的城市化进程尚未结束，未来仍有十余年的增长空间，有助于推动寿险深度持续提升。

图 17：2018 年世界主要国家的城市化率水平



资料来源：联合国，天风证券研究所

#### 4.3. 社会因素 3：教育水平与寿险深度正相关

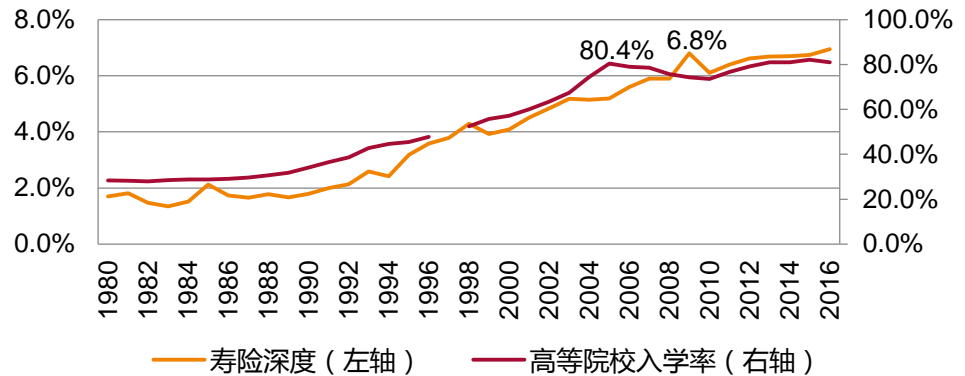
教育水平的提高能够提高寿险需求，从而提升寿险深度。原因有二：1) 教育水平越高，消费者的风险意识越强，越倾向于购买寿险来规避风险(购买意愿)。2) 教育水平越高，其收入水平也较高，会有较强的寿险产品购买力(购买能力)。

学术方面，卓志(2001)利用1995年的横断面数据及1986-1995年的全国时间序列数据，发现较低的教育水平则不利于寿险业发展；李艳荣(2005)则验证了居民受教育程度与寿险需求之间存在正向关系。我们通过考察丹麦、瑞典的数据，均发现了两者之间的正相关关系，现使用丹麦数据详细说明。

#### 4.3.1. 丹麦经验：寿险深度提升与高等院校入学率提升有高度一致性

我们以高等院校入学率作为一国教育水平的衡量指标。1980-2005 年，丹麦高等院校入学率由 28.4% 提升至 80.4%，这期间，丹麦的寿险深度持续攀升。2005 年以后，丹麦的高等院校入学率维持在 80% 左右，其寿险深度在 2009 年达到 6.8% 的峰值后也略有下降。

图 18：1980-2016 年丹麦寿险深度与高等院校入学率

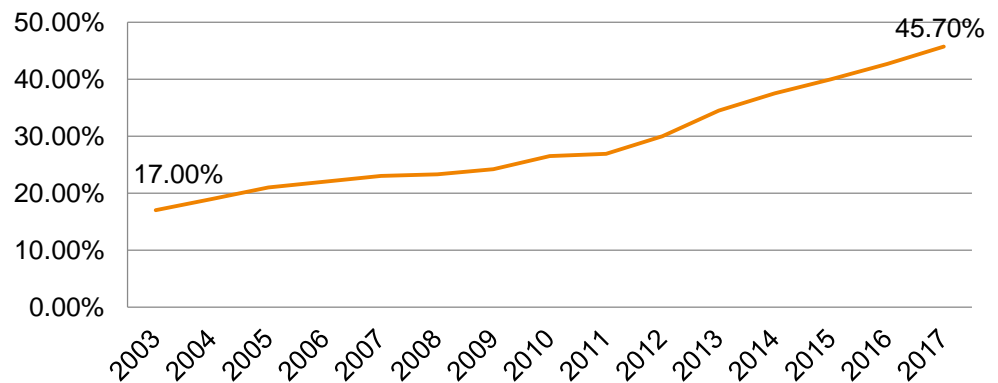


资料来源：瑞士再保险 sigma，世界银行，天风证券研究所

#### 4.3.2. 中国情况：高等教育的普及有望提高寿险深度

2004 年以来，我国高等教育毛入学率持续提升，随着高校的扩建扩招，高等教育普及度不断提高，我们预计未来该比率呈持续上升趋势。居民受教育水平的不断提升，能提升保险的普及和认可度，有助于推动寿险深度的提升。

图 19：2003-2017 年中国高等教育毛入学率



资料来源：教育部，天风证券研究所

### 5. 寿险深度定量测算：中性情况下将在 2032 年达到 3.61% 峰值

我们利用计量模型对中国未来的寿险深度进行了回归预测，在保守、中性、乐观的情形下，我国寿险深度将分别在 2030 年、2032 年、2034 年达到 5.00%、6.68%、8.81% 的顶峰。方法如下：1) 参照 Carter & Dickinson(1992) 和 Enz(2000) 的方法，利用 47 个国家和地区过去 38 年的数据建立了 Logistic 世界寿险业增长模型；2) 根据 1982-2017 年中国的 GDP 和寿险深度数据预测中国未来的寿险基准深度比；3) 结合对未来人均 GDP 和寿险基准深度比的预测，得出测算寿险深度。



### 5.1. 世界寿险业增长模型

我们参考 Carter & Dickinson(1992)和 Enz(2000)建立的世界寿险业增长模型,利用人均 GDP 来预测未来理论的寿险深度。世界寿险业增长模型如下:

$$Y = 1 / (C_1 + C_2 \times C_3^x)$$

其中, Y 为寿险深度, x 为人均 GDP。

我们选取 47 个国家和地区过去 38 年 (1980~2017 年) 的数据作为观测样本, 回归结果显著地拟合了上述 S 型曲线。

表 2: 世界寿险业增长模型回归结果 (括号内为 t 统计量, \*\*\*表示在 1%的置信水平下统计性显著)

参数	估计值
$C_1$	-58.33086 (-0.70)
$C_2$	675.3417*** (8.79)
$C_3$	0.9999509*** (57397.07)

资料来源: 天风证券研究所

### 5.2. 寿险深度基准比预测

“保险基准深度比”表示一国实际的寿险深度与理论寿险深度的比值。我们构建了两期滞后的自回归模型对中国寿险基准深度比进行预测, 将影响寿险深度的所有变量纳入考量, 从而将世界寿险业增长模型中计算出的理论寿险深度调整为更符合实际的测算寿险深度。上述自回归模型表达如下:

$$GPRI_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln YEAR + \alpha_2 GPRI_{t-1} + \alpha_3 GPRI_{t-2} + \epsilon$$

其中, GPRI 为寿险基准深度比, YEAR 为年度。

### 5.3. 寿险深度定量预测

根据我们的测算结果, 在保守、中性、乐观的情形下, 我国寿险深度将分别在 2030 年、2032 年、2034 年达到 5.00%、6.68%、8.81% 的顶点, 对应人均寿险保费的年复合增长率分别为 13.01%、15.38%、16.8%。

表 3：不同情形理论和观测寿险深度预测结果

年份	保守情形测算 寿险深度	中性情形测算 寿险深度	乐观情形测算 寿险深度	年份	保守情形测算 寿险深度	中性情形测算 寿险深度	乐观情形测算 寿险深度
2018	2.69%	2.67%	2.64%	2034	4.79%	6.35%	8.81%
2019	2.60%	2.77%	2.69%	2035	4.71%	6.20%	8.51%
2020	2.62%	2.90%	2.78%	2036	4.69%	6.06%	8.23%
2021	2.73%	3.06%	2.92%	2037	4.62%	5.93%	7.97%
2022	2.88%	3.28%	3.13%	2038	4.59%	5.80%	7.72%
2023	3.08%	3.56%	3.46%	2039	4.53%	5.68%	7.50%
2024	3.33%	3.96%	3.80%	2040	4.51%	5.57%	7.28%
2025	3.64%	4.36%	4.40%	2041	4.44%	5.46%	7.08%
2026	4.13%	4.88%	5.03%	2042	4.42%	5.36%	6.90%
2027	4.51%	5.48%	5.67%	2043	4.36%	5.26%	6.72%
2028	4.90%	5.99%	6.46%	2044	4.34%	5.17%	6.55%
2029	4.98%	6.34%	6.77%	2045	4.29%	5.08%	6.40%
2030	5.00%	6.54%	7.31%	2046	4.27%	4.99%	6.25%
2031	4.92%	6.66%	7.68%	2047	4.22%	4.91%	6.11%
2032	4.84%	6.68%	7.95%	2048	4.26%	4.84%	5.97%
2033	4.81%	6.51%	8.80%	2049	4.21%	4.76%	5.85%

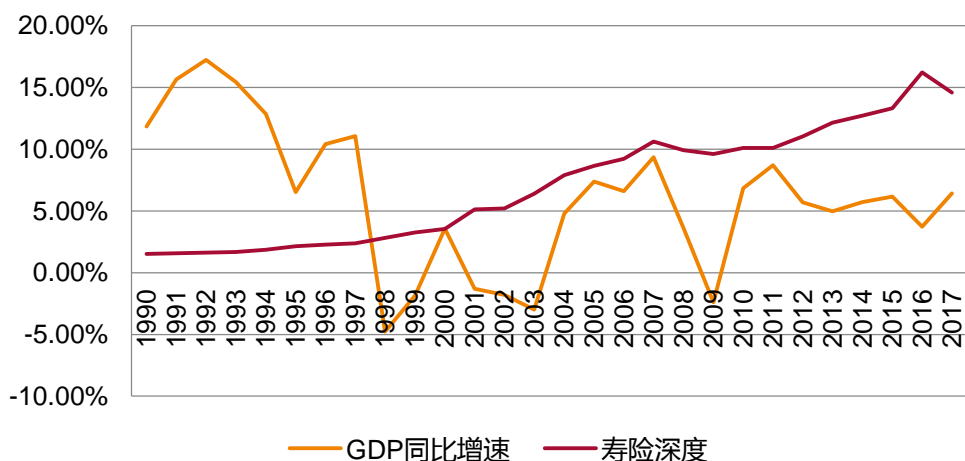
资料来源：世界银行，sigma,天风证券研究所

## 6. 寿险深度提升的过程中，寿险周期的波动性弱于经济周期

经济持续增长往往伴随着寿险深度的提升，但经济在增长的过程中会经历各类外生冲击，使得经济增速在短期内发生较大波动。寿险产品的目的在于分散人们长期面临的生存/死亡风险，从而在整个生命周期中平滑消费。因此，寿险需求主要受长期经济因素的影响，短期内的经济波动对寿险需求的影响较小。

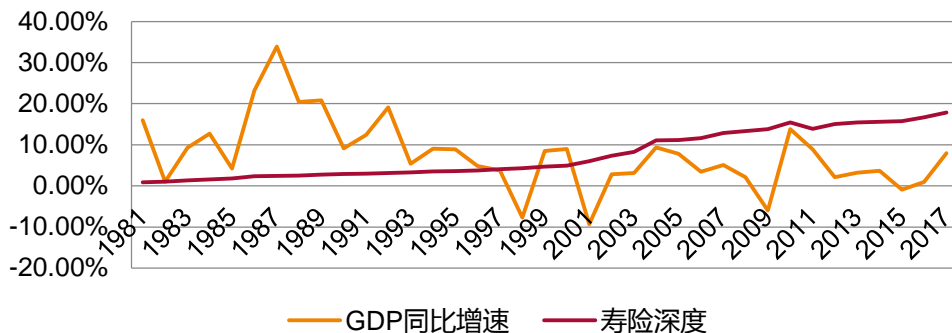
上世纪末至今，香港和台湾地区的 GDP 增速有较大的波动，但寿险深度呈现稳定的上升趋势，并未随短期的经济波动而波动。1973 年，第一次石油危机爆发，原油价格大幅上涨，对美国的经济造成了极大的冲击，1974、1973 年 GDP 分别同比负增长 0.5%、0.2%。但美国的寿险保费在此期间分别同比提高 5.22%、5.72%，表明短期当中无关的外部冲击对寿险需求几乎没有影响。寿险产品的长期属性使其需求主要受到长期经济因素的影响，短期的经济波动不会对寿险需求产生较大影响。

图 20：1990-2017 年香港寿险深度与 GDP 同比增速



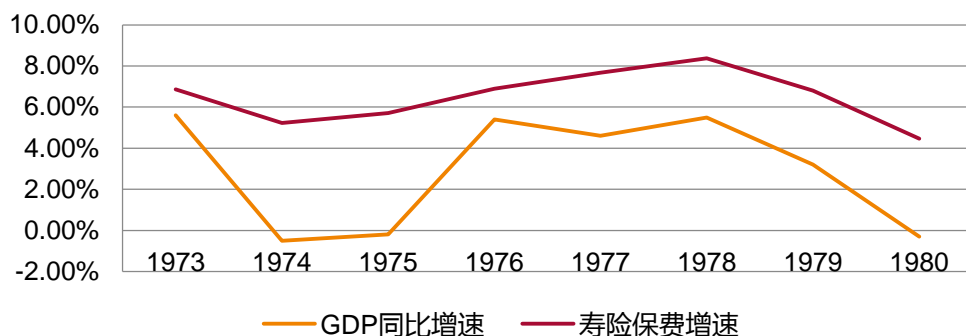
资料来源：瑞士再保险 sigma，天风证券研究所

图 21: 1981-2017 年台湾寿险深度与 GDP 同比增速



资料来源: 瑞士再保险 sigma, 天风证券研究所

图 22: 1973-1980 年美国寿险保费增速与 GDP 同比增速

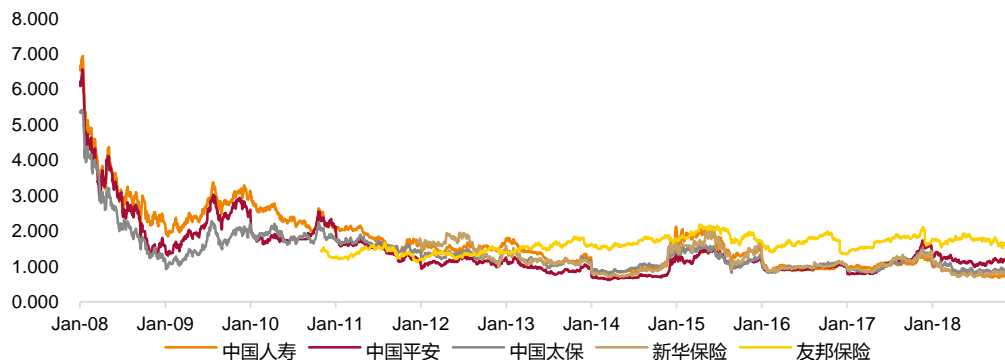


资料来源: wind, 天风证券研究所

## 7. 投资建议

中国人均 GDP 仍处于较低水平 (相当于日本 1978 年的水平), 未来保持平稳增长的可能性较高, 同时, 城市化水平、教育水平也处在长期提升期, 以及人口结构红利中长期利好、居民杠杆率的稳中有升, 可以使得寿险业在中长期仍可实现平稳较快发展。中性假设下, 中国寿险深度将在 2032 年达到 6.68% 的顶峰。同时, 上述利好因素为保障型产品的发展提供了更大的机遇, 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 1.20、0.78、0.79 和 0.88 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 23: 上市保险公司动态 PEV 估值水平 (倍)



资料来源: wind, 上市保险公司历年年报, 天风证券研究所

表 4：上市保险公司估值及盈利预测（基于 2018 年 12 月 05 日收盘价）

证券简称（A 股）	价格（元）	2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E
EV					1YrVNB				
中国平安-A	64.25	34.89	45.14	55.72	68.27	2.78	3.68	4.50	5.39
中国人寿-A	22.01	23.07	25.97	30.27	35.50	1.74	2.13	2.38	2.67
新华保险-A	44.31	41.49	49.19	58.56	69.52	3.35	3.87	4.79	5.75
中国太保-A	31.48	27.14	31.58	37.98	45.30	2.10	2.95	3.92	4.67
P/EV					VNBX				
中国平安-A	64.25	1.84	1.42	1.18	0.98	10.57	5.19	2.57	-0.24
中国人寿-A	22.01	0.95	0.85	0.77	0.69	-0.61	-1.86	-3.59	-4.98
新华保险-A	44.31	1.07	0.90	0.77	0.65	0.84	-1.26	-3.37	-5.28
中国太保-A	31.48	1.16	1.00	0.86	0.73	2.07	-0.03	-1.83	-3.49
EPS					BVPS				
中国平安-A	64.25	3.41	4.87	6.76	8.25	20.98	25.89	18.36	25.26
中国人寿-A	22.01	0.68	1.14	1.82	2.11	10.74	11.35	13.32	14.95
新华保险-A	44.31	1.58	1.73	2.55	3.26	18.95	20.42	22.97	26.24
中国太保-A	31.48	1.33	1.62	2.50	3.08	14.54	15.17	16.67	20.03
P/E					P/B				
中国平安-A	64.25	18.82	13.18	11.11	8.09	3.06	2.48	2.00	1.54
中国人寿-A	22.01	32.53	19.29	17.42	12.76	2.05	1.94	1.86	1.66
新华保险-A	44.31	27.97	25.68	17.31	13.07	2.34	2.17	1.93	1.68
中国太保-A	31.48	23.66	19.46	15.90	11.73	2.17	2.07	2.05	1.92

资料来源：上市保险公司 2016-2017 年年报，WIND，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com