

# 把握财富管理与商业养老险两大主线

## ——非银金融行业2021年中期策略报告

平安证券研究所 非银金融&金融科技研究团队

王维逸 S1060520040001 (证券投资咨询)

李冰婷 S1060520040002 (证券投资咨询)

郝博韬 S1060120010015 (一般证券业务)

陈相合 S1060121020034 (一般证券业务)

2021年6月17日

一、**证券行业**：券商轻资产业务市场整体扩容，重资产业务平台化发展在提升ROE的同时降低业绩波动，行业长期确定性向好。目前行业估值1.76倍21PB，仍位于行业中枢之下，具有配置价值。当前时点来看，财富管理主线更为明朗，建议关注客户分层经营中的优势公司：1) 综合优势强、高净值客户服务能力突出的龙头公司中信证券、中金公司；2) 富裕客群空间广阔，具有差异化优势、投研和产品能力领先的兴业证券、东方证券；3) 稀缺性互联网财富管理平台东方财富。

二、**保险行业**：寿险新单“高开低走”，商业养老险空间广阔。2021年以来，寿险新单“高开低走”，个险、银保渠道差异化明显，个险NBVM已达到较高水准、提升空间或较为有限，个险渠道略显疲软；而银保渠道产品与战略满足高净值客户需求，各险企积极提升银保队伍质态，或将成为险企新单和NBV的重要补充。近年来，人口老龄化程度不断加深，养老金三支柱发展不平衡，政策红利下，商业养老险发展空间巨大。长期看好持续转型、兼具 $\beta$ 属性的保险板块，建议短期关注市场情绪修复带来的 $\beta$ 效应。

三、**风险提示**：1) 权益市场大幅波动。2) 资本市场改革进度不及预期。3) 地方政府债务压力提升。4) 寿险行业增员和新单增长不及预期。5) 利率超预期下行。6) 债务违约扩大化，金融系统性风险爆发。



# CONTENT 目录

## ◎ 证券：长期趋势确定性向好，关注财富管理主线

- 轻资本业务：市场扩容分化加剧，关注财富管理主线
- 重资本业务：平台化发展，资产负债表运用能力提升
- 投资建议：财富管理主线明朗，估值具备配置价值

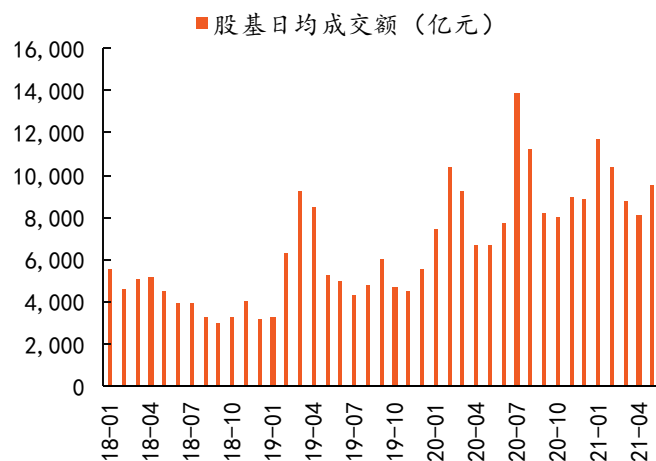
## ◎ 保险：寿险新单“高开低走”，商业养老险空间广阔

- 寿险新单“高开低走”，个险渠道稍显疲弱
- 商业养老险空间广阔
- 投资建议：长期看好持续转型、兼具 $\beta$ 属性的保险板块

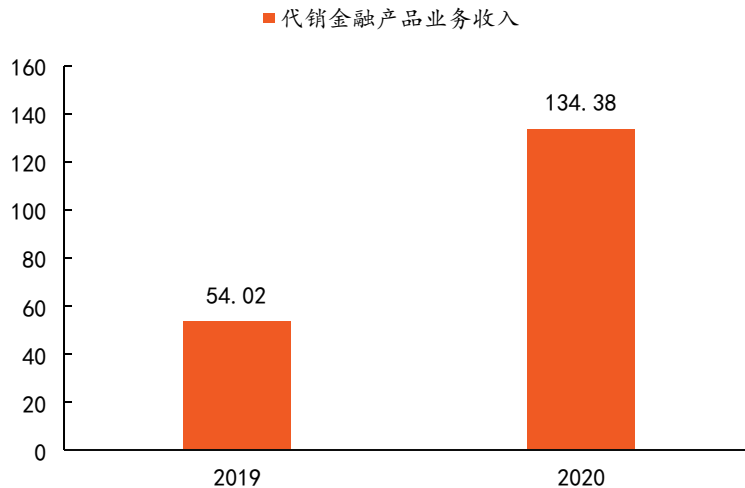
## 1.1 轻资本业务：市场扩容，分化加剧

- **轻资产业务整体市场扩容：**1) **财富管理：**资本市场热度不断提升，2020年全年两市股基日均成交额9072亿元，同比增长62.02%，2021年前5月两市日均股基成交额9620.39亿元，同比增长17.84%；居民财富管理需求大幅提升，带动金融产品代销收入大增，2020年全行业代销金融产品净收入134.38亿元，同比增长148.76%。2) **投行业务：**注册制改革下，科创板及创业板上市融资热情大幅提升，截至2021年6月8日排队企业超过500家，长期来看全面推行注册制为投行业务带来广阔前景。
- **综合实力和差异化专业能力是决定竞争格局的关键：**虽然市场整体扩容，但各券商综合实力差异逐步扩大：1) 头部券商通过投资+投行联动更早介入，并将企业家和高管等超高净值阶层引流至财富管理业务，全业务链穿透协同，更考验公司的综合实力；2) 中小型券商则需要通过差异化专业能力，深耕区域、行业、特定客群，增强客户粘性。
- **当前时点重点关注财富管理主线的投资机会：**展望未来，客户分层经营精准营销是大趋势，头部券商、差异化券商及互联网券商将发挥各自优势，针对高净值客户、富裕客户及长尾客户分层服务，形成差异化发展路线。

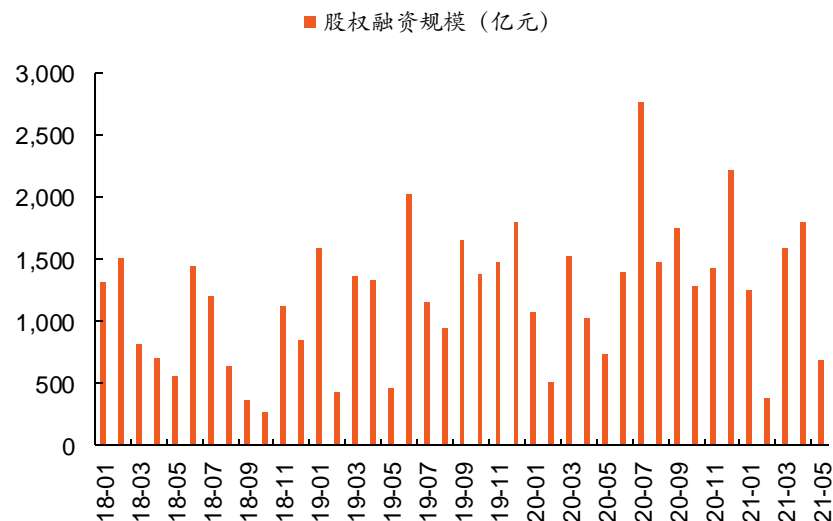
### ◎ 股基日均成交额水涨船高



### ◎ 代销金融产品业务收入大幅增长 (亿元)



### ◎ 股权融资规模逐渐提升 (亿元)

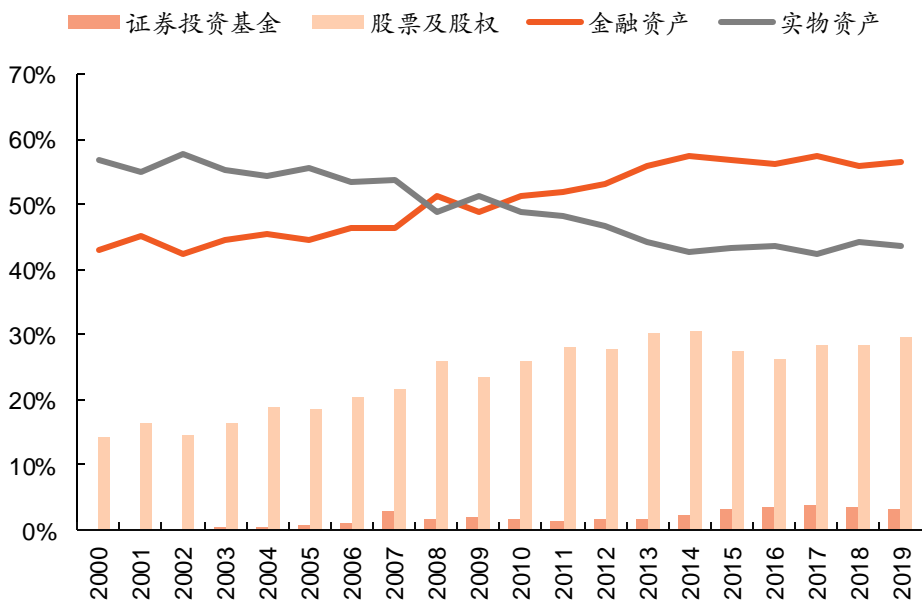


资料来源：中证协、WIND，平安证券研究所

## 1.2 财富管理：权益类财富管理的时代来临

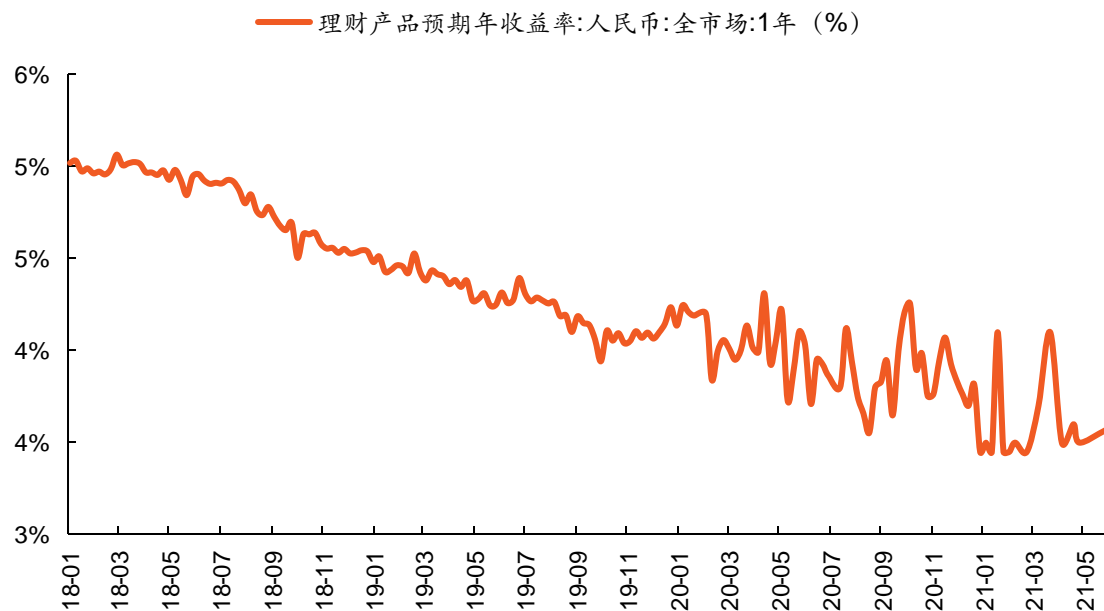
- **居民财富中金融资产占比攀升，非银金融体系快速发展**：2000年至2019年，我国居民部门财富不断积累，金融资产占比自43.07%提升至56.53%。其中，证券投资基金、保险准备金、股票及股权三者复合增长率最高，分别达到30.27%、22.82%、19.86%，截至2019年末，股票及股权占比为29.60%，证券投资基金占比居民总资产比重仅3.35%，仍有较大提升空间。
- **银行理财等产品收益率下行，权益类财富管理迎来发展良机**：近年来，受“房住不炒”影响，房地产投资受限，居民投资金融资产需求有望继续增加。在各类金融资产中，存款利率不断下行，银行理财收益率下降且资管新规后刚兑打破，居民配置股票、基金等权益类资产热情提升。

### 居民部门金融资产占比提升



资料来源：WIND，平安证券研究所

### 银行理财产品收益率震荡下行

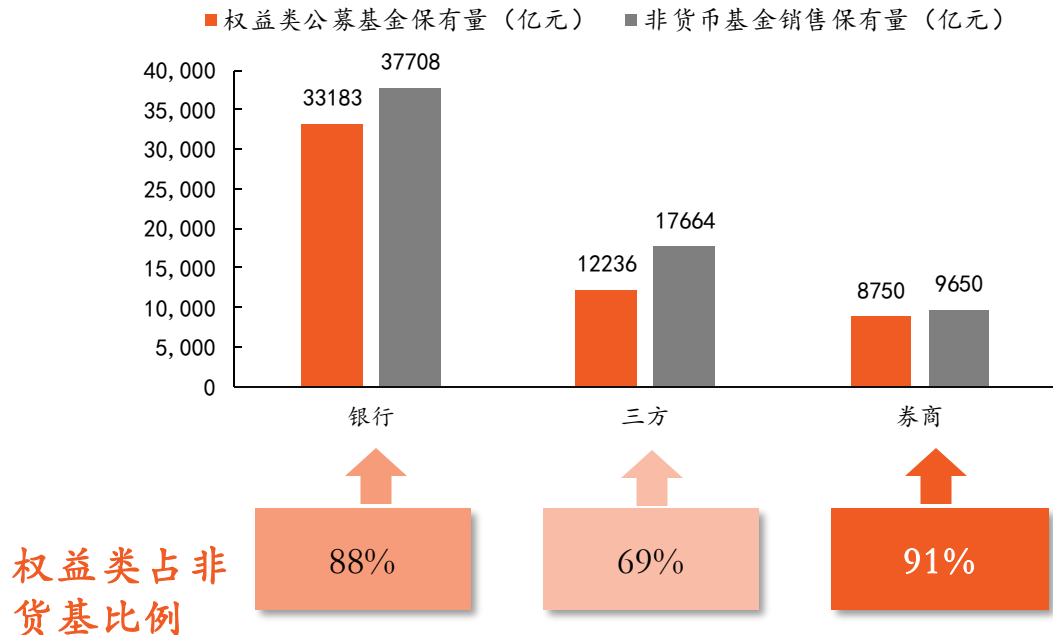


## 1.2 财富管理：与其他金融机构相比，券商经营权益类资产优势显著

- **券商在权益类资产的产品设计、经营、销售等方面优势显著，积累的客户风险偏好更高：**证券公司的零售渠道弱于银行，线上流量也落后于互联网巨头，前期对财富管理业务重视程度不高，以通道业务为主。随着券商逐渐意识到财富管理转型的必要性，借助其投研能力强、投顾服务优质、产品丰富、积累客户的风险偏好较高等优势，有望在未来的财富管理竞争中地位提升。
- **非货基保有量前百中券商占据近一半，获得买方投顾资格的券商有望增加：**2021年一季度末，非货基销售保有规模前100家机构中，券商占据47家，居于各类金融机构之首，虽然保有规模较排名前列的招商银行和蚂蚁仍有较大差距，但考虑券商的渠道基础、资产体量，在偏股型财富管理的能力上仍有相对优势。2020年3月，7家证券公司获取首批公募基金投顾业务资格，2021年3月进行了第二批业务资格考试，长期来看具有基金投顾资格的券商数量有望持续增加。

### ◎ 证券公司非货基销售保有规模占比（截至21Q1）

### ◎ 买方投顾将打破通道，促使券商向买方服务转型



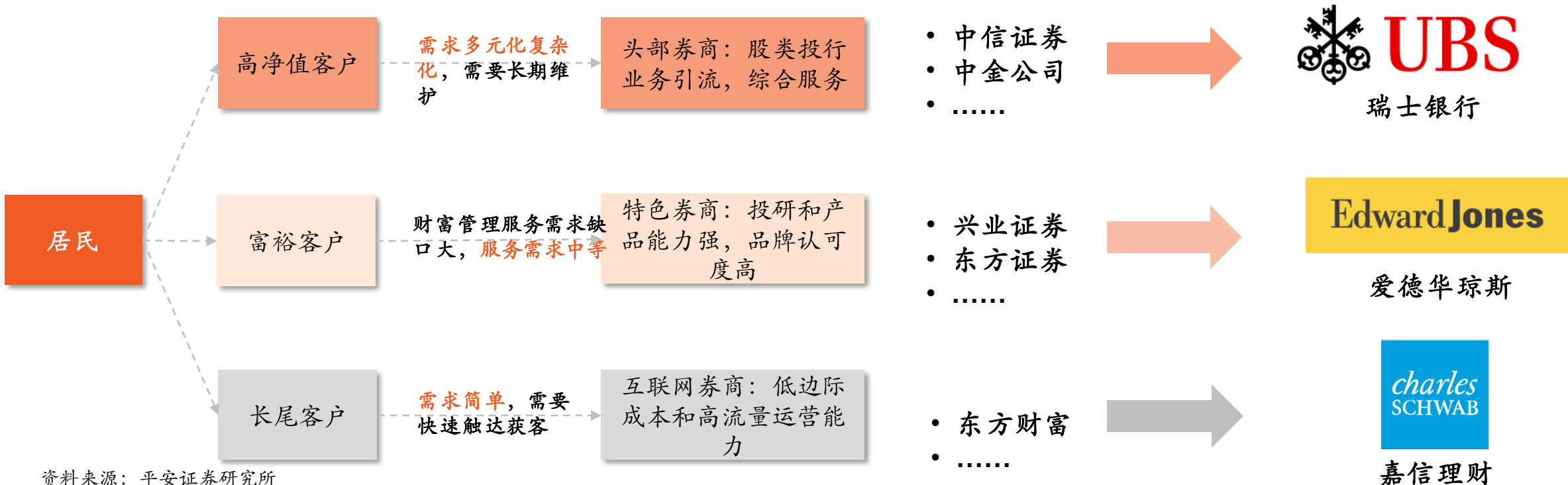
首批公募投顾业务资格券商			
申万宏源	国泰君安	银河证券	华泰证券
中金公司	国联证券	中信建投	

资料来源：中基协，平安证券研究所

## 1.2 财富管理：客户分层经营精准营销是大趋势

- 1) 高净值客户：头部券商优势显著，一方面，高净值客群的需求更为多元化和复杂，头部券商各业务条线能力均能满足相应需求，为客户提供一站式专业服务；另一方面头部投行股权业务能够深入触达企业家和高管层，发现并匹配超高净值人群的财富管理需求。
- 2) 富裕客户：可投资资产快速增长的阶层，但尚不足以享受私行服务，财富管理的的需求缺口较大，投顾服务能力强、投研能力和产品能力强、差异化服务该类客群的特色券商有较强竞争力。
- 3) 新型城镇化人员及千禧一代：互联网券商可依靠低边际成本优势和线上流量运营的优势，快速、低成本覆盖长尾客群。

可对标国际投行/公司

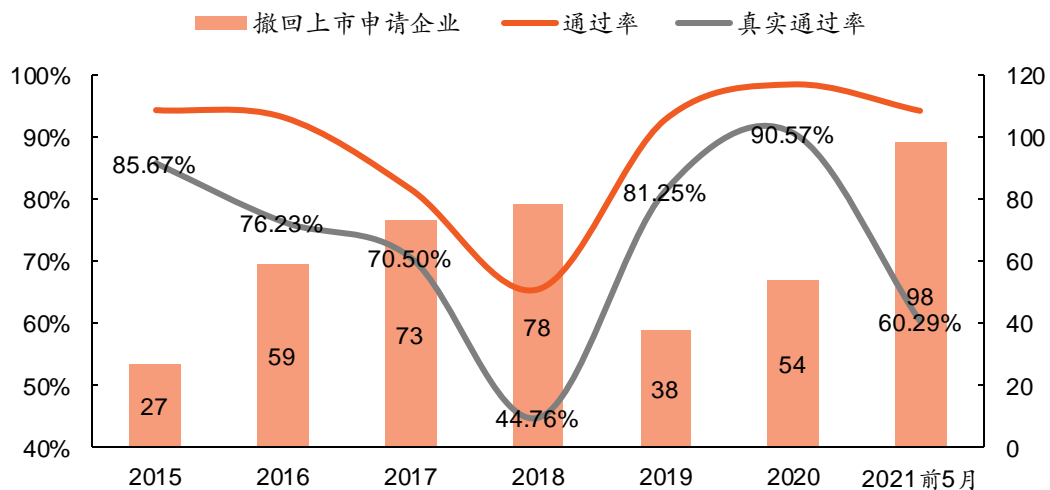


资料来源：平安证券研究所

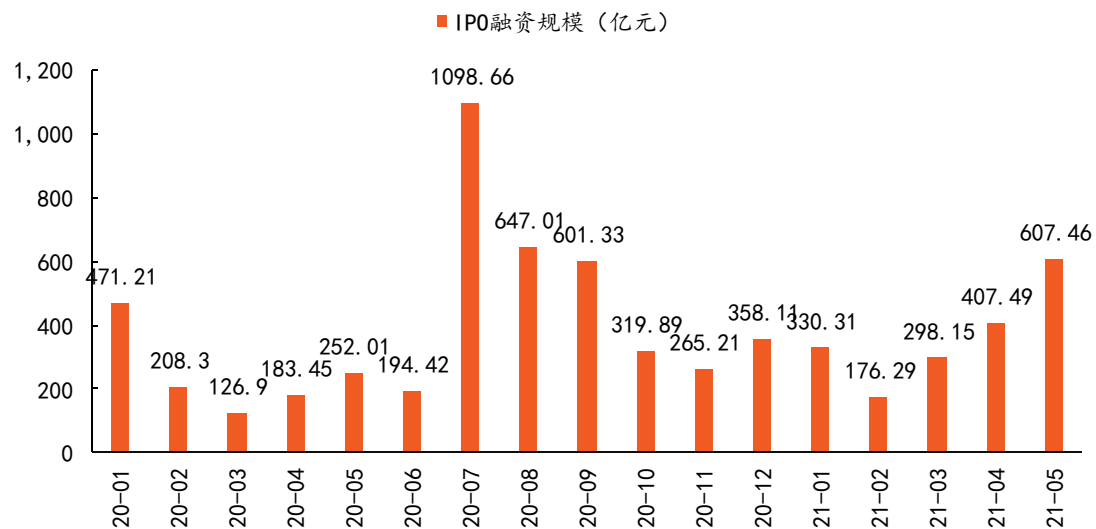
## 投行：改革阵痛形成短期扰动，但不改政策面长期利好

- 压实中介机构责任，IPO真实通过率创新低：**2021年前5月IPO真实通过率仅为60.29%（真实通过率=通过/（通过+被否+撤回）），其原因主要有两方面，一是科创板及创业板注册制实施以来已有大量企业上市融资，优质企业发掘难度增大；二是中介机构对注册制理解仍有不足，“过度核查”与“带病闯关”现象并存，拟上市企业大量撤回材料，执业经验仍需积累。截至2020年6月7日，全市场IPO募集资金总额1641.71亿元，为2020年的34.93%，再融资5191.29亿元，为2020年的43.34%。
- 改革趋势不变，短期扰动不改政策面长期利好：**投行业务短期预计将延续承压态势，但资本市场改革是我国提升直接融资比重、促进经济高质量发展的必由之路，落实、磨合过程的阵痛不会影响政策取向，长期视角下投行业务前景广阔。在市场扩容背景下，我国证券公司投行业务在执业水平提升后，将进一步向专业化、差异化发展进军。“投资+投行”联动发展下，大投行业务链条更为突出的顶级投行及区域专业水平更高的精品化投行更为受益，品牌差异将进一步拉大。2020年投行业务收入CR4、CR6占全行业比重提升至35.16%（YoY+2.31pct）、46.14%（YoY+3.89pct），集中度提升。

### ◎ IPO真实通过率大幅下滑



### ◎ 月度IPO融资规模

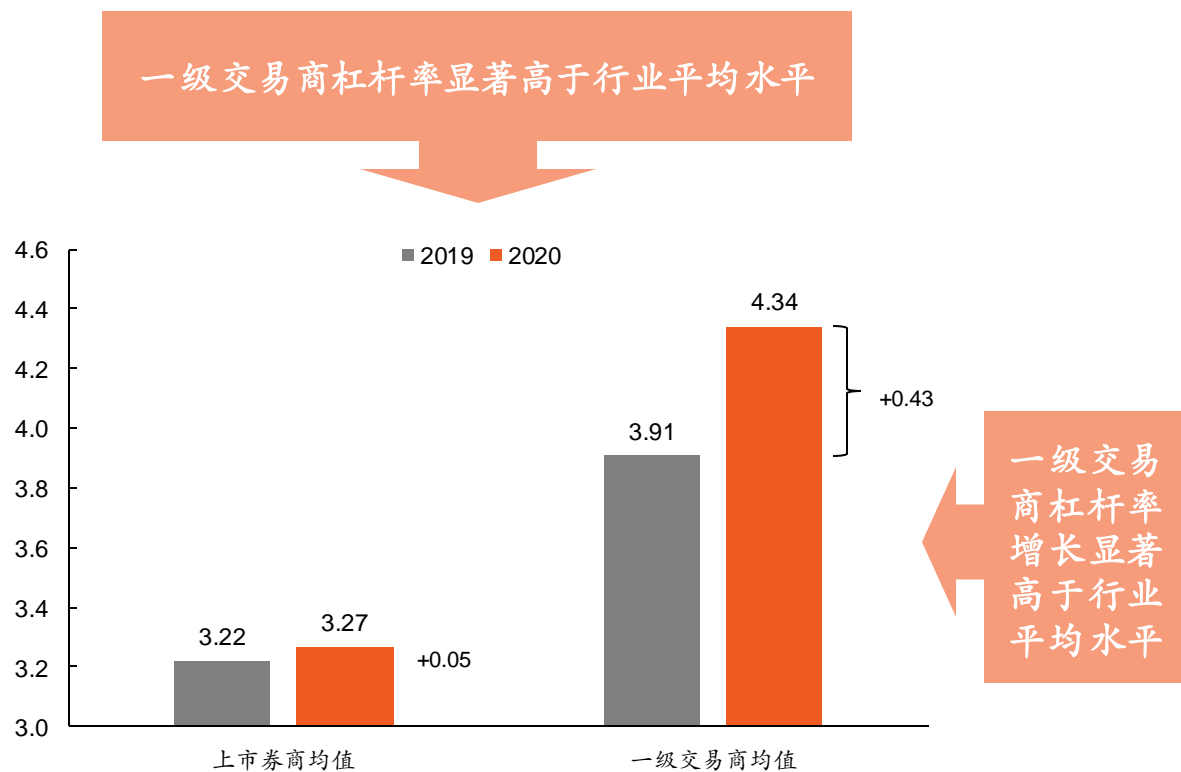




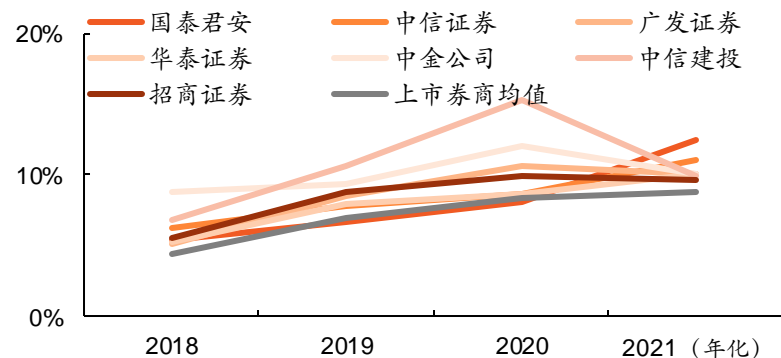
## 重资本业务：平台化发展，资产负债表运用能力提升

- **杠杆率提升，体现资产负债表运用能力：**场外衍生品业务及两融业务的高速发展，为证券公司资产负债表扩表提供空间。截至2020年末，40家上市券商平均杠杆率为3.27倍，同比提升0.05倍；其中，场外期权业务一级交易商平均杠杆率为4.34倍，显著高于上市券商均值。
- **平台化发展定位，ROE有望更为稳定：**头部证券公司在开展场外衍生品业务过程中以代客持仓为主，两融业务发展同样是以客户需求为导向，证券公司所承担方向性风险下降，ROE提升同时有望更为稳定。

### 上市券商及一级交易商杠杆率



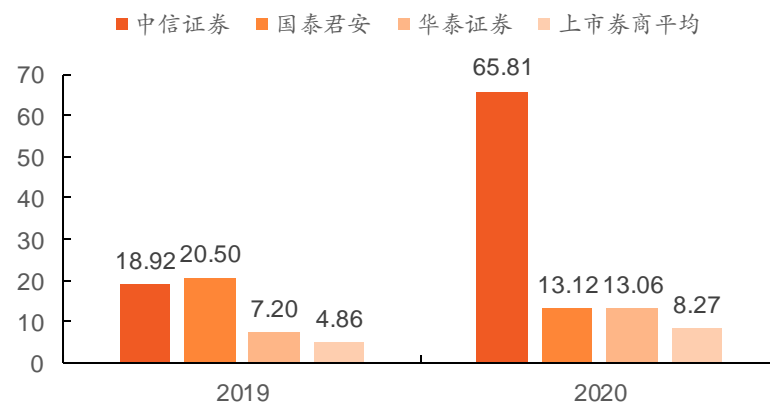
### 上市券商及一级交易商ROE水平



除国泰君安外，一级交易商ROE水平普遍高于行业均值。

国泰君安、中信证券、华泰证券等证券公司因计提资产减值损失规模高于行业平均水平是其ROE增速较低的主因

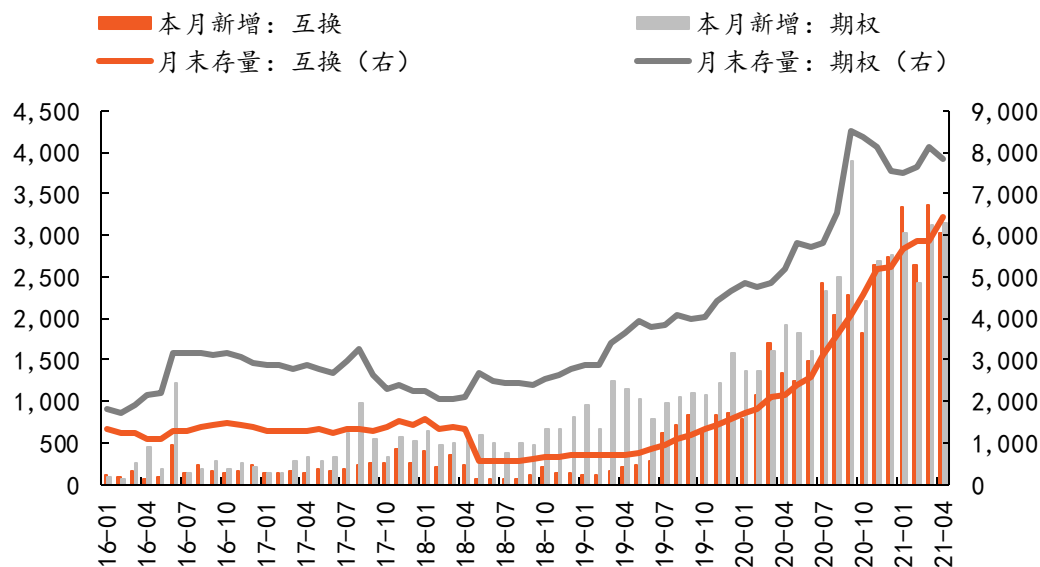
### 券商计提减值准备情况 (亿元)



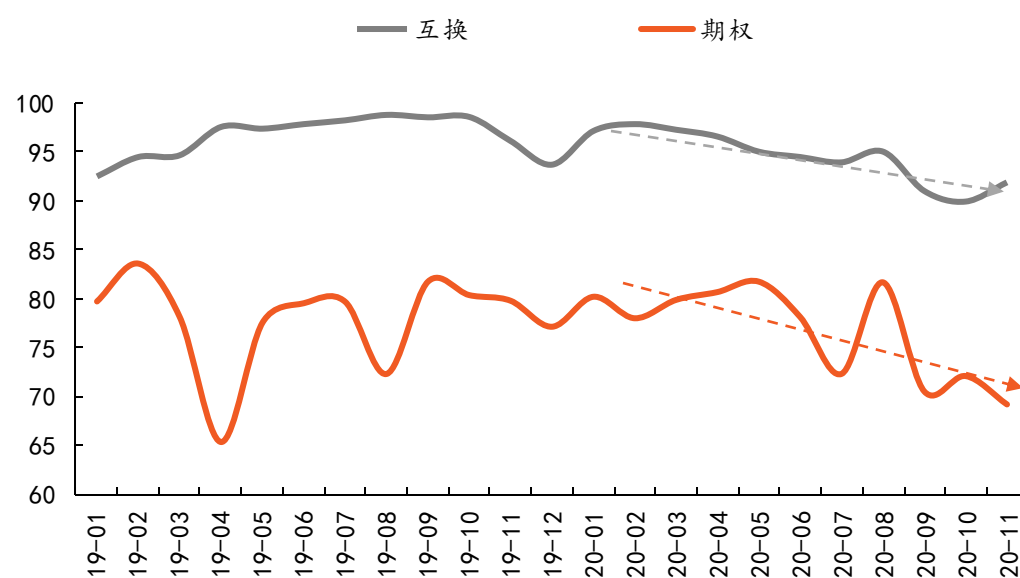
## 场外衍生品：有望带来业绩增量，实现扩表

- 场外衍生品业务快速发展：**场外衍生品业务作为当前券商专业水平最高的业务品类正快速发展。1) 场外衍生品业务新增名义本金规模不断提升，截至2021年4月，收益互换及场外期权新增名义本金分别达3034.77亿元、3147.88亿元，同比增长128.56%、64.44%；2) 各券商参与度提升，业务集中度下降，截至2020年11月，收益互换及场外期权的存续、新增名义本金CR5集中度均维持震荡下行趋势。
- 交易商资格有望持续扩容，短期靠先发资格，长期靠专业能力：**2021年1月4日，申万宏源申请场外期权一级交易商获证监会无异议函，近年来证券公司风控治理水平提升，A级及以上评级券商数量增加，根据监管规定，A级及以上评级券商可申请二级交易商资质，AA级以上交易商可申请一级交易商资质，未来交易商队伍有望继续扩容，场外衍生品业务将成为券商新的利润增长点。

◎ 场外衍生品业务规模快速增长（亿元）



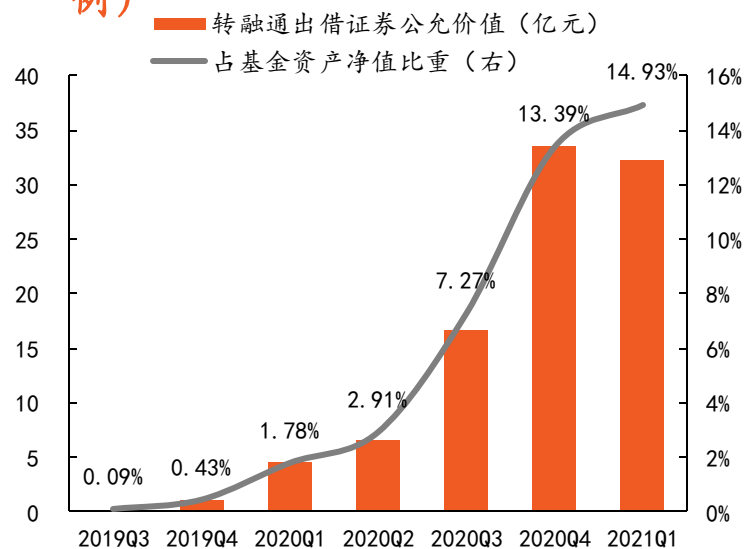
◎ 场外衍生品业务集中度下降（新增名义本金）



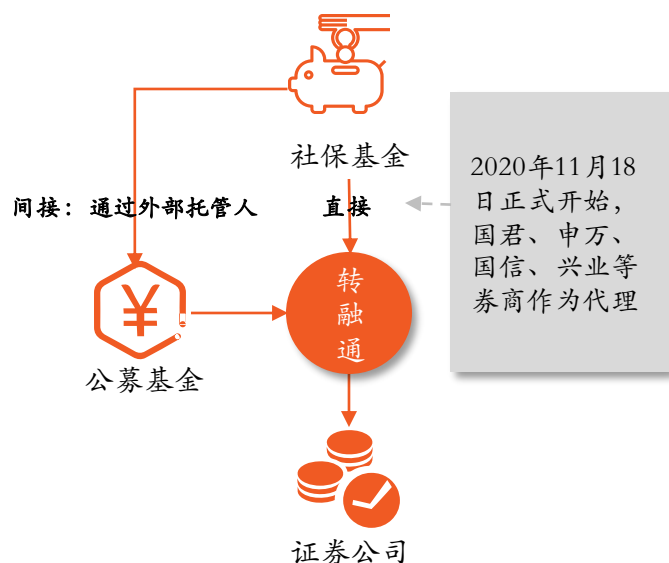
## 融资融券：融券机制逐步完善，业务协同性进一步加强

- 两融业务稳步发展，融券占比稳步提升：**截至2021年5月末，两融余额为1.73万亿元，同比大幅增长60.16%。其中，融券余额1569.81亿元，为2020年同期的6倍。自2019年转融券落地并逐步扩容券源后，各类公募基金出借热情不断增长，以嘉实300ETF为例，截至2021年一季度末，转融通出借证券公允价值占基金净资产比重达14.93%，远超2020年同期。2020年11月，社保基金正式参与转融券业务，券源逐渐丰富市场做空机制进一步完善。
- 融券业务发展利于各业务协同合作：**融券机制的逐步完善，不仅利于市场价值发现，也利于证券公司业务协同合作，如自身券源出借形成自营-两融联动，降低方向性风险；与基金公司等机构投资者合作，强化机构服务能力等。

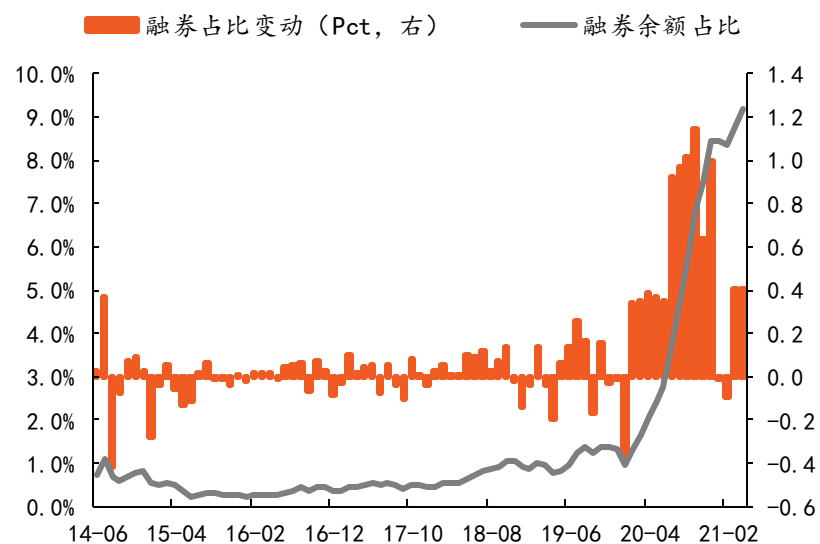
基金出借比重快速提升（以嘉实300ETF为例）



社保基金参与转融券



融券占比快速提升

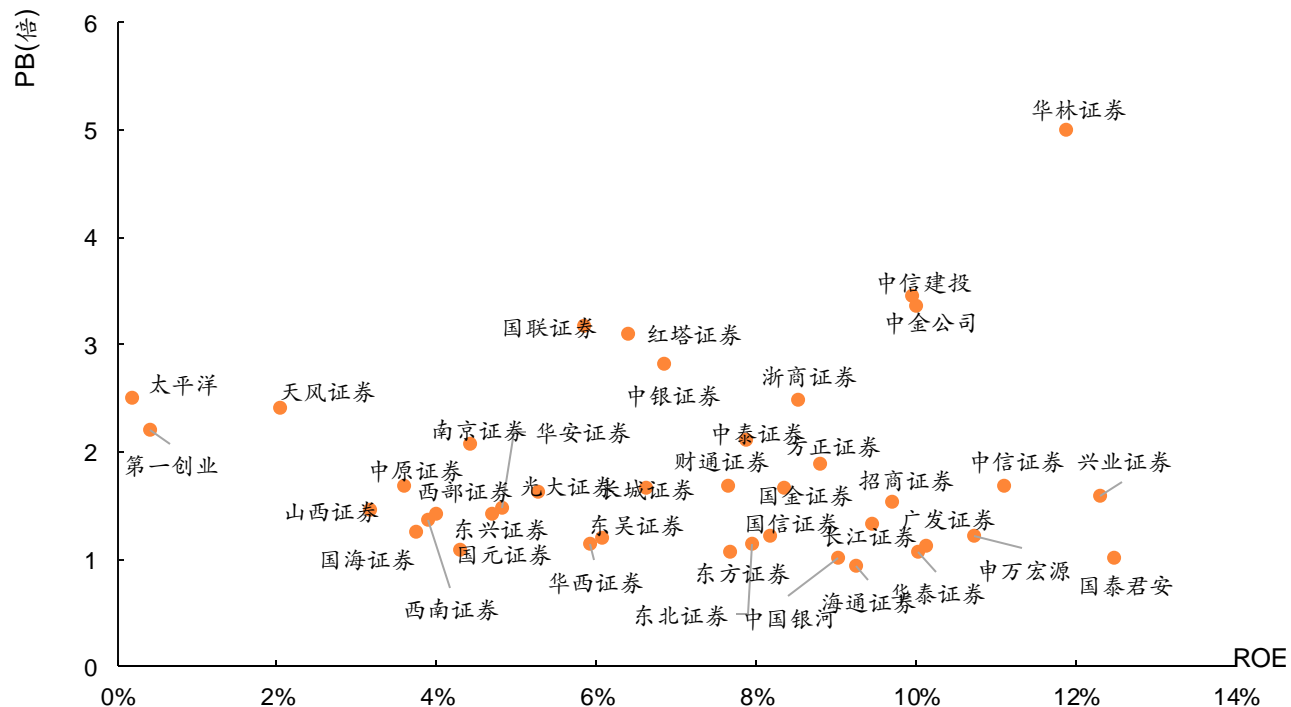


- 券商轻资产业务市场整体扩容，重资产业务平台化发展在提升ROE的同时降低业绩波动，行业长期确定性向好。目前行业估值1.76倍21PB，仍位于行业中枢之下，具有配置价值。当前时点来看，财富管理主线更为明朗，建议关注客户分层经营中的优势公司：1) 综合优势强、高净值客户服务能力突出的龙头公司中信证券、中金公司；2) 富裕客群空间广阔，具有差异化优势、投研和产品能力领先的兴业证券、东方证券；3) 稀缺性互联网财富管理平台东方财富。

### ◎ PB情况



### ◎ PB-ROE





# CONTENT 目录

## ◎ 证券：长期趋势确定性向好，关注财富管理主线

- 轻资本业务：市场扩容分化加剧，关注财富管理主线
- 重资本业务：平台化发展，资产负债表运用能力提升
- 投资建议：财富管理主线明朗，建议关注客户分层中的优势公司

## ◎ 保险：寿险新单“高开低走”，商业养老险空间广阔

- 寿险新单“高开低走”，个险渠道稍显疲弱
- 商业养老险空间广阔
- 投资建议：长期看好持续转型、兼具 $\beta$ 属性的保险板块

## 1.1 寿险保费增速“高开低走”，头部险企寿险新单承压

2021年以来，寿险保费增速呈现“高开低走”的特征，3月起新单销售连续承压，平安单月总新单增速1月至4月持续走低，人保单月长险新单增速2月起持续走低。险企新单在短期内并未如期修复，主要由于：

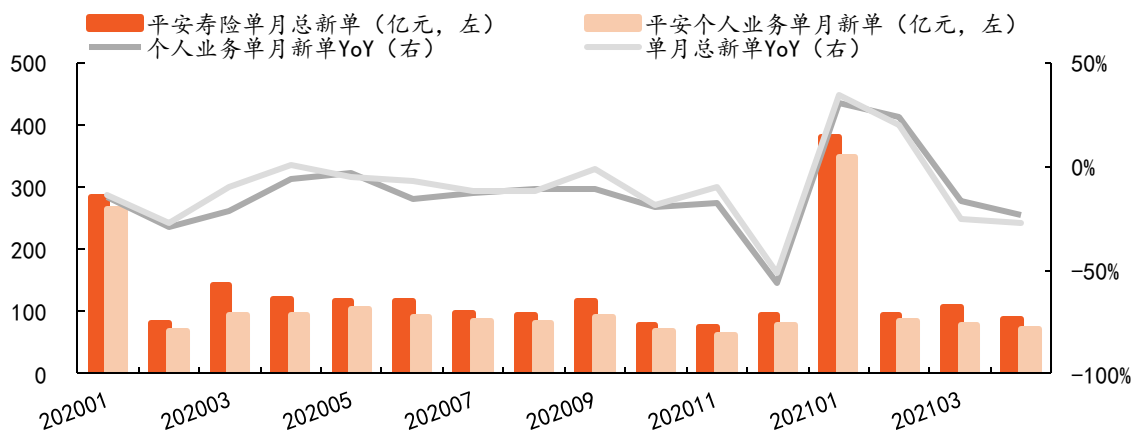
(1) 上市险企所售重疾产品同质化程度高、价格较高，但保障杠杆相对“网红重疾”偏低；经过3年的价值转型，具备一定消费能力的客群覆盖率已较高。1月末，新老重疾产品切换，旧重疾产品集中投保，一定程度上提前透支客户需求、队伍获客存在一定挑战。

(2) 2020年4月起，随着生产生活秩序的有序恢复，叠加险企以两全保险、定期重疾和老客户加保等为抓手，新单基数相对较高。

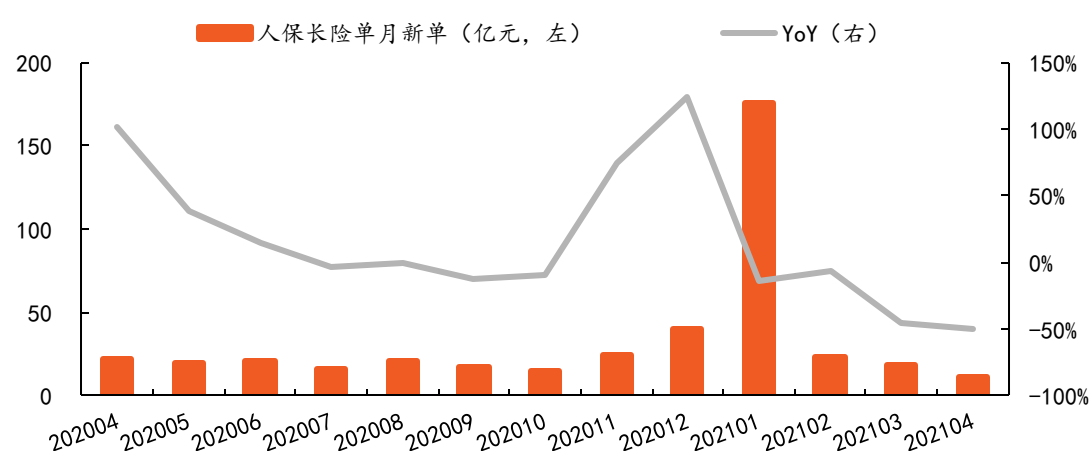
(3) 银保监会近期持续深入推进人身保险市场治乱象、防风险工作，组织人身保险公司开展乱象治理专项工作；同时发文规范短期健康保险业务的销售和客户服务工作，一定程度上或将影响寿险公司的规模人力、及其产能修复，队伍质态有待继续改善。

(4) 20H2以来，“惠民保”推广节奏加快，该产品低门槛（无年龄和健康要求）、低保费（大多100元以下）、高保额（多为100-200万元）、部分地区可用医保账户购买（上海、深圳等）、有政府或相关部门背书，对百万医疗险和重疾险的销售造成一定冲击。

平安单月个人业务新单及总新单



人保长险单月总新单



资料来源：公司公告、平安证券研究所

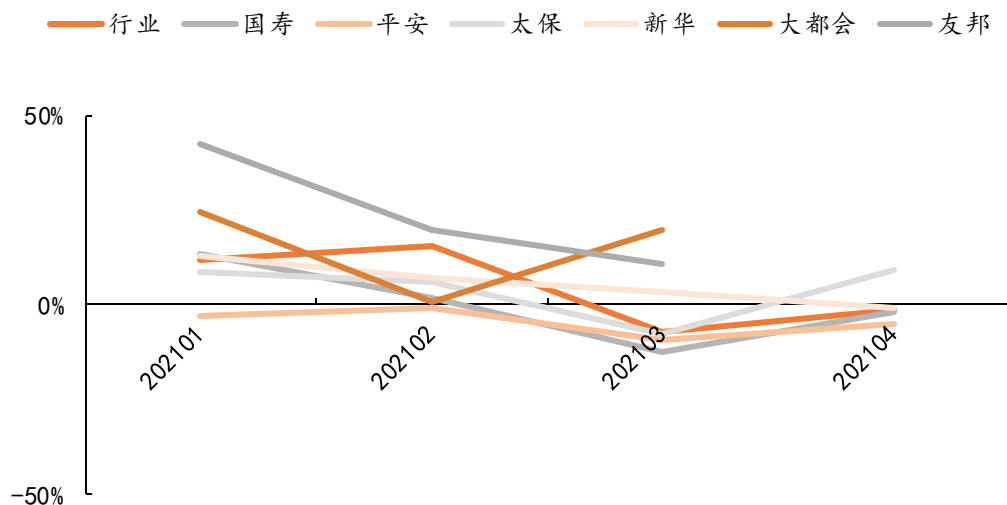
## 1.2 寿险总保费增速差异化明显

(1) 主要上市险企寿险累计总保费增速各异：2021年1月至4月，新华（7.4%）>行业（6.5%）>国寿（4.6%）>太保（4.4%）>平安（-4.3%）。

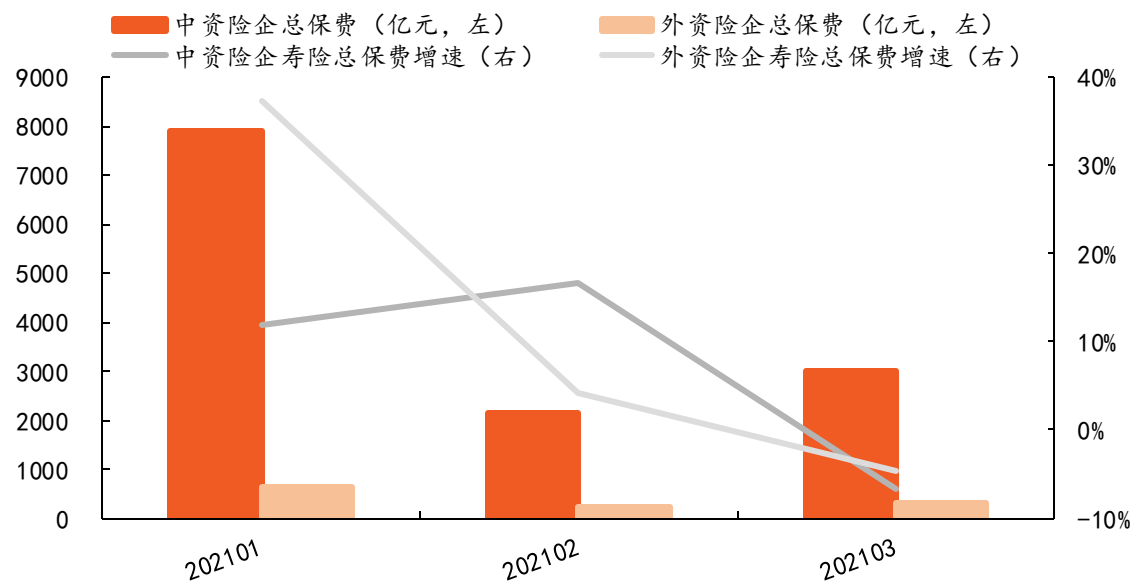
(2) 中外资险企3月单月寿险保费均同比下滑，外资降幅小于中资：中资险企寿险总保费收入3016亿元（YoY-6.8%），外资险企寿险总保费收入303亿元（YoY-4.7%）。

(3) 头部外资险企3月单月寿险总保费增速整体高于头部中资险企和行业平均水平：大都会（19.5%）>友邦（10.6%）>新华（3.3%）>行业（-7.3%）>太保（-7.5%）>平安（-9.3%）>国寿（-12.4%）。

主要中外资险企寿险保费增速



中外资险企寿险总保费及增速

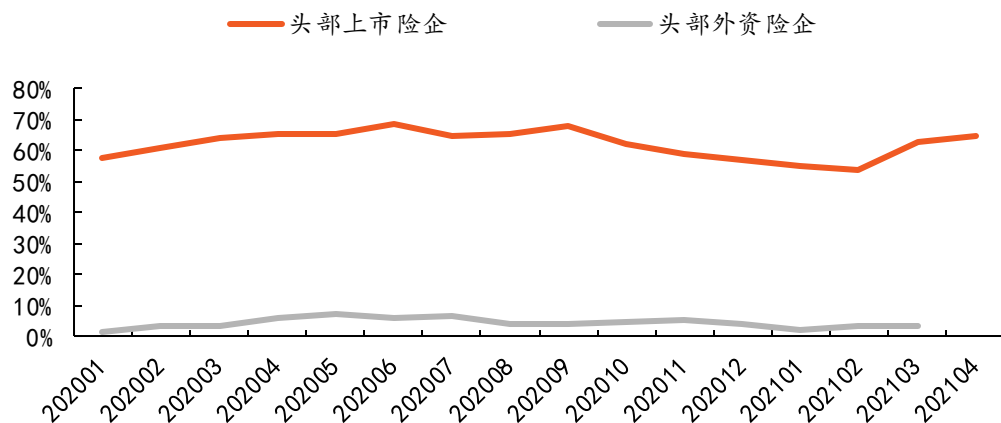


## 1.3 产品同质化，头部上市险企市场份额压缩

(1) 寿险产品同质化严重。当前险企重疾险产品形态多为终身重疾险，病种尽可能最大化（80种-150种不等），保险责任包括轻症+中症+重疾、多数带身故，且均具备轻症多次赔付（最高7次）及保费豁免（自带/附加）。

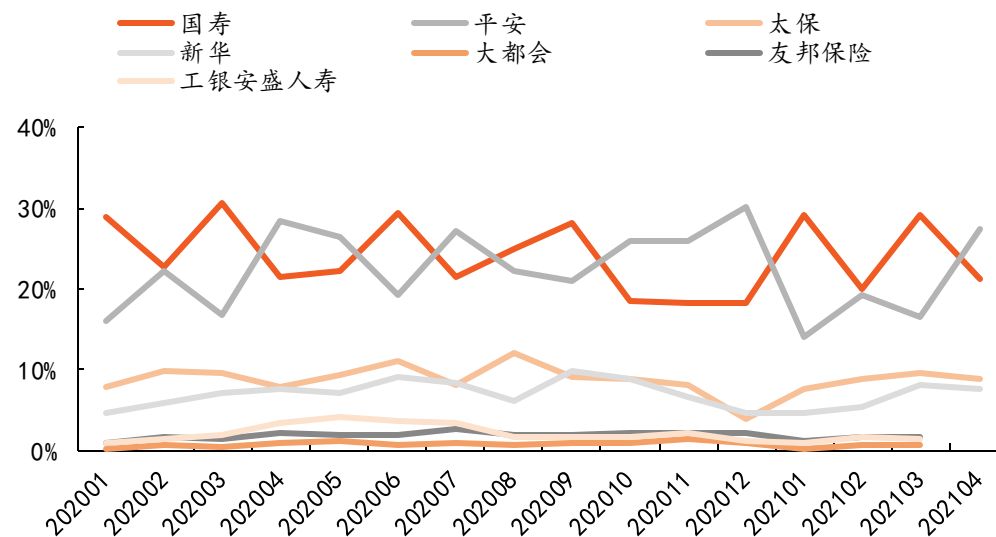
(2) 头部上市险企市场份额压缩，但仍远高于头部外资险企。2021年1月以来，头部险企市场份额持续压缩，4月头部上市险企市场份额为65%（YoY-0.4pct），其中平安市场份额为27.3%（YoY-1.1pct），国寿为21.3%（YoY-0.2pct）。头部外资险企市场份额略微上升但仍远低于头部上市险企，2021年3月友邦寿险市场份额为1.6%（YoY+0.3pct），大都会为0.6%（YoY+0.13pct）。

头部险企寿险市场总份额



注：头部上市险企包括国寿、平安、太保、新华；头部外资险企包括大都会人寿、友邦保险、工银安盛人寿

头部险企寿险市场份额



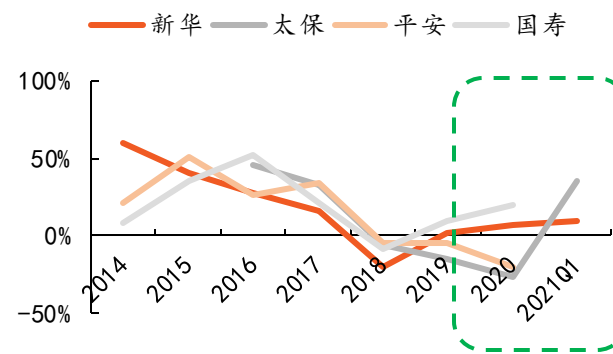


## 1.4 渠道表现差异化

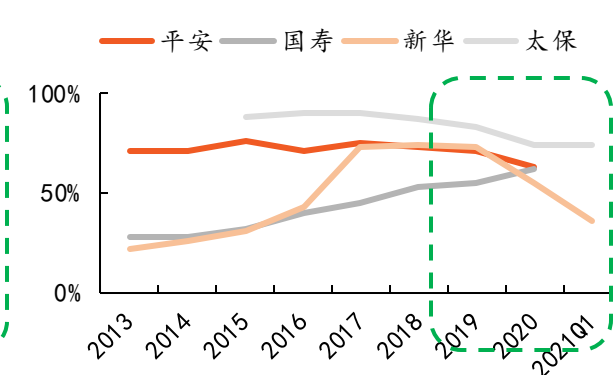
(1) 个险新单保费收入增速、新单保费占比及个险NBVM整体企稳、部分险企出现微降趋势。2020年新华、太保、平安、国寿个险新单保费分别同比+7.1%、-26.7%、-20.2%、+19.8%，其中个险新单中期交占比分别同比+4.74pct、+7.65pct、+9.26pct、-0.05pct。平安、国寿、太平个险NBVM分别同比-10.0pct、+2.6pct、+7.4pct。21Q1新华个险新单88亿元（YoY+10.0%），其中长险首年期交71亿元（YoY+14%），占比80.7%（YoY+3pct）。太保个险新单163亿元（YoY+36%），其中期交144亿元（YoY+49%），占比88.3%（YoY+8pct）。经过多年发展，个险NBVM已达到较高水准，且高NBVM重疾险产品同质化严重，未来提升空间有限。

(2) 代理人规模普遍下降，质效升级为上市险企渠道工作核心。截至21Q1，国寿代理人达128.2万人，较上年末减少3.8万人，平安98.6万人，较上年末减少9.6万人。部分险企主动清虚，同时增员高质量代理人难度大，招募标准提升，导致代理人总规模下降。

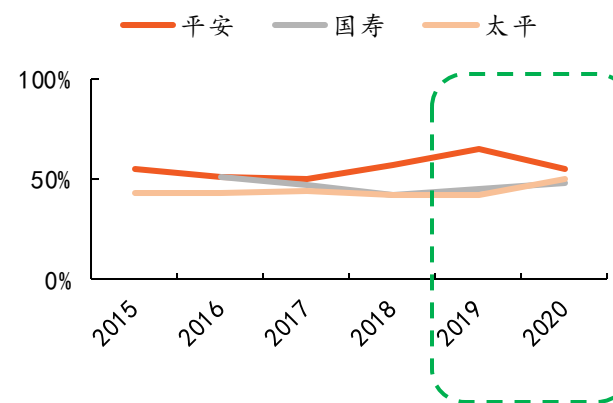
主要上市险企个险新单保费收入增速



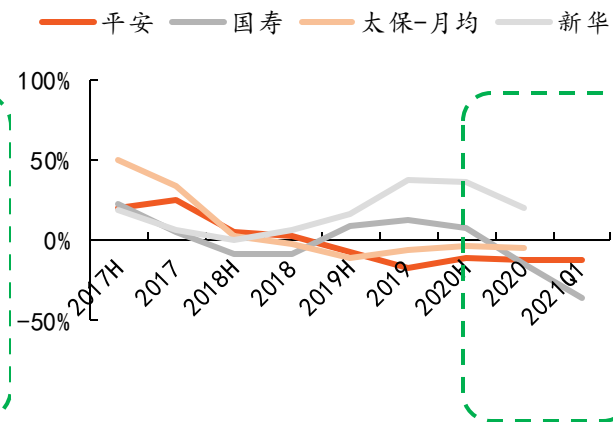
主要上市险企个险新单保费收入占比



主要上市险企个险新业务价值率



主要上市险企代理人规模增速



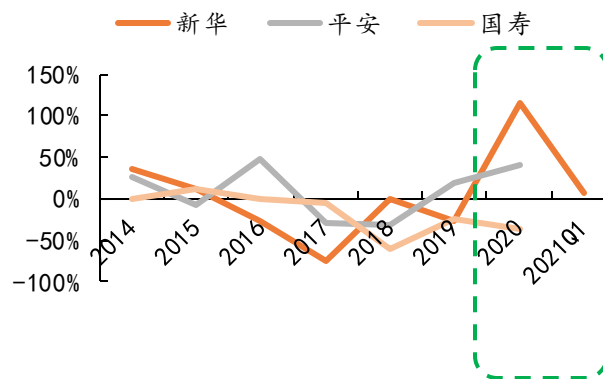
## 1.4 渠道表现差异化

(3) 银保新单保费收入增速、新单保费收入占比和NBVM普遍有所回升。2020年新华、平安、国寿银保新单保费分别同比+125.4%、+41.5%、-36.6%；其中银保新单中期交占比分别为24.5%、86.4%、97.6%，分别同比-16.1pct、+5.0pct、+4.0pct。2020年平安、太平银保NBVM分别为1.8% (YoY+0.5pct)、3.0% (YoY-0.9pct)。21Q1新华银保新单141亿元 (YoY+7.8%)，其中长险首年期交34亿元 (YoY+78.0%)，占比24.1% (YoY+9pct)。随着银保期限结构的改善，预计NBVM或将迎来一定回升；在个险承压之下，有望成为险企新单与NBV来源的有力补充：

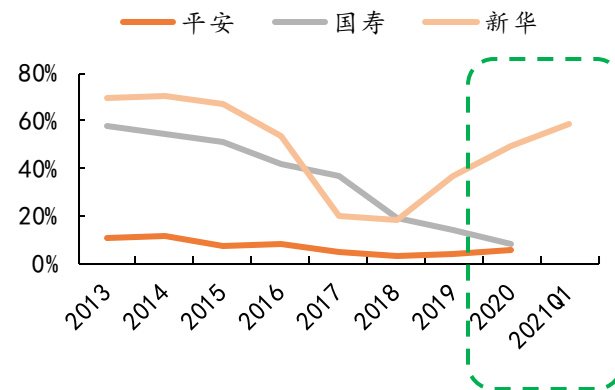
1) 注重挖掘银行高客资源，私行+保险联动，个人商业养老年金保险等符合高净值客户的需求；如部分险企着力打造专业银保队伍，其中平安以科技赋能和价值经营为导向，打造银保高产能精锐部队；

2) 注重期交业务转型，如2020年新华期趸结合，以趸交产品获取客户，促进客户购买价值更高的期交产品。

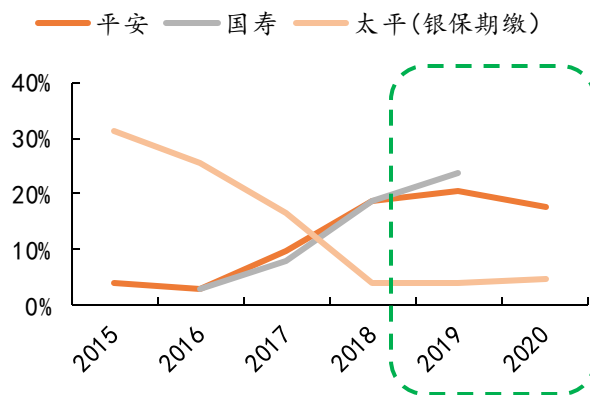
主要上市险企银保新单保费收入增速



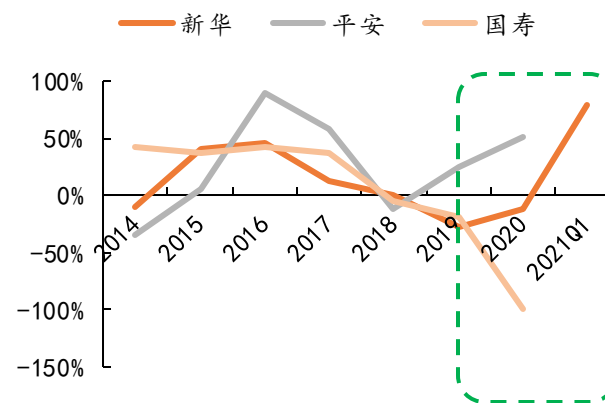
主要上市险企银保新单保费收入占比



主要上市险企银保新业务价值率



主要上市险企银保期交保费收入增速



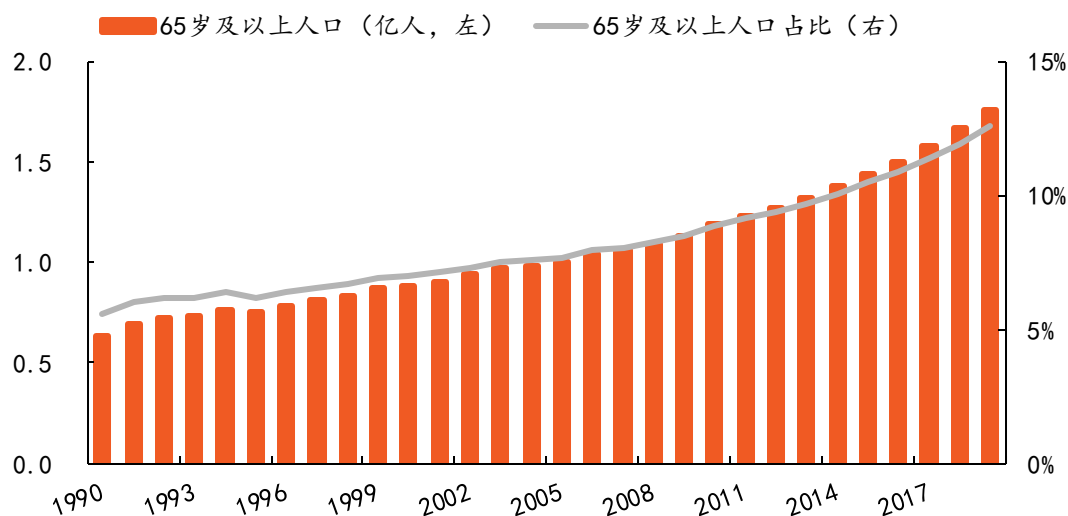
## 2.1 背景：人口老龄化进程加快，政策鼓励养老产业发展

### (1) 人口老龄化程度不断加深，养老需求加快增长

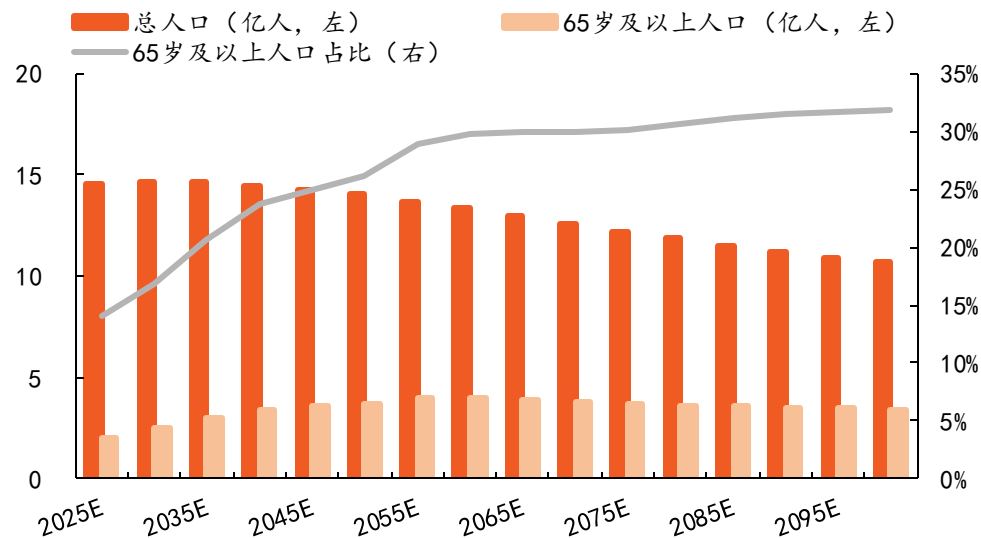
1) 我国2000年起步入老龄化社会，老龄化程度不断加深，并呈现高龄化特征，老年人口增长已进入加速推进期。根据2020年人口普查结果，我国65岁及以上人口达1.91亿人，占比13.5%，老龄人口数量庞大、占比快速提升；

2) 未富先老，赡养压力大。截至2019年，老年人口抚养比高达17.8%，持续提升。2019年我国65岁以上人口占比12.6%，老龄化程度与美国1991年、韩国2015年的水平相当。彼时其人均GDP均约2.5万美元、人均可支配收入均超1.5万美元；而2019年我国人均GDP仅10217美元、人均可支配收入仅4449美元，存在较大的“未富先老”问题。

#### 我国65岁以上人口及其占比



#### 预计2060年左右65岁以上人口数量达到高峰

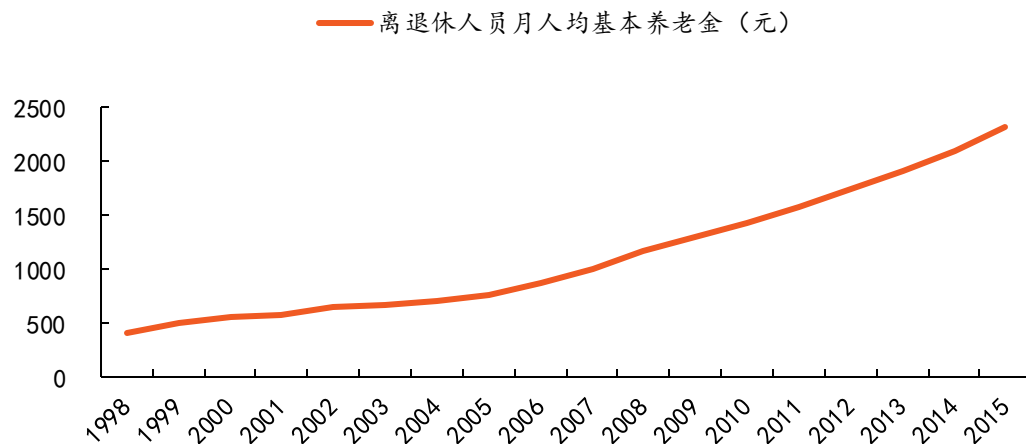


### 2.1 背景：人口老龄化进程加快，政策鼓励养老产业发展

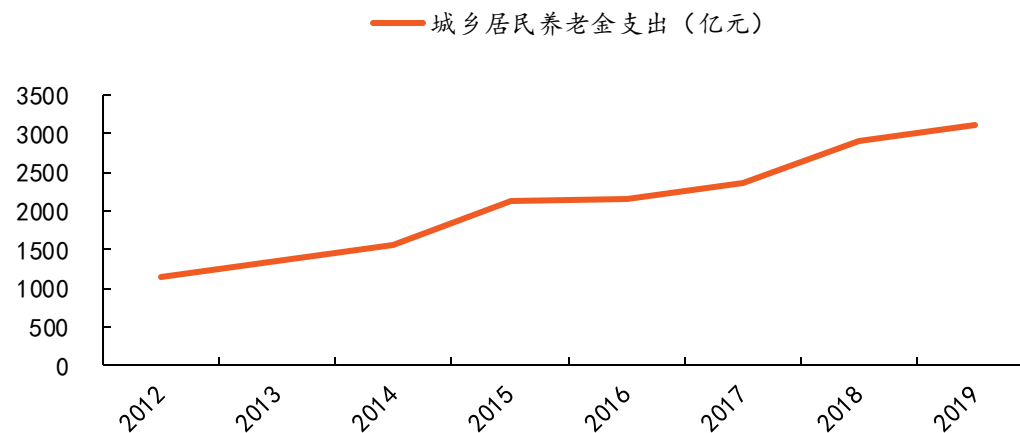
(2) 养老需求多样化，但养老金储备有限。我国老年人的人均养老消费持续增长，养老需求多样化，但制度性养老金储备总量不充分，或将面临严重的资金缺口问题，有待商业养老补足补全。根据中保协2021年发布的《中国养老金第三支柱研究报告》，预计未来5年至10年时间，我国将有8万亿元-10万亿元的养老金缺口。

(3) 以养老服务为核心，逐步加大政策支持力度。养老产业发展目前以政府推动和政策指引为主，逐步加大政策支持力度，完善以居家为基础、社区为依托、机构为补充、医养结合的多层次养老服务体系，引导养老产业与多产业融合，系统化专业化发展，积极探索“互联网+养老”等新型养老模式。

● 离退休人员月人均基本养老金



● 我国养老金支出持续走高



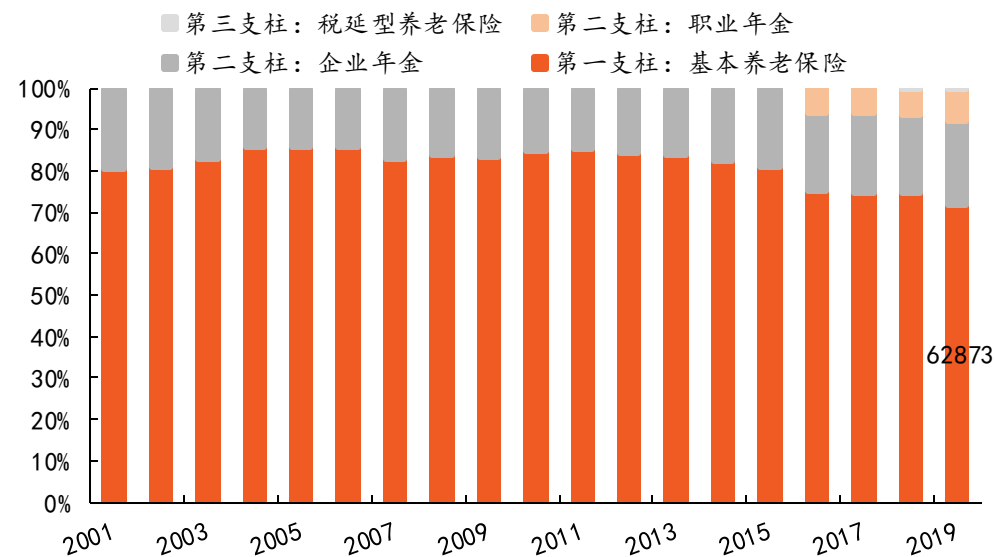
## 2.2 现状：三支柱结构发展不均衡，商业养老险空间巨大

养老金三支柱发展不平衡。截至2019年末，第一支柱累计结余规模达6.3万亿元、占比72%；第二支柱累计结余规模约2.1万亿元、占比28%。第三支柱尚处于探索建立期，税延型商业养老保险试点仅开展3年，2019年保费收入不足2.5亿元，与第一支柱和第二支柱远不在同一量级。总体来看，退休人员的收入结构单一，对基本养老保险的依赖程度较高。

中国养老金三支柱概况对比

	第一支柱	第二支柱	第三支柱
开始时间	1997年	2004年	2018年
性质	强制性，提供基本保障	非强制性，企业自愿提供	非强制性，商业化运作，多支柱养老体系重要组成部分
管理机构	政府、企事业单位	企业、事业单位	保险公司
组成部分	基本养老保险：城乡居民、职工基本养老保险	年金：企业年金、职业年金	个人储蓄型养老保险和商业养老保险：如税延型商业养老保险
缴费方式	个人缴费、单位缴费/政府补贴	个人缴费、单位缴费	个人缴费
税收优惠	抵扣企业所得税和个税	企业缴费不超过工资收入4%的部分抵扣，个税递延	个税递延
2019年参保人数	96748万人	2548万人	4.7万人
2019年结存规模	62873亿元	24085亿元	2.45亿元

中国养老金三支柱结构

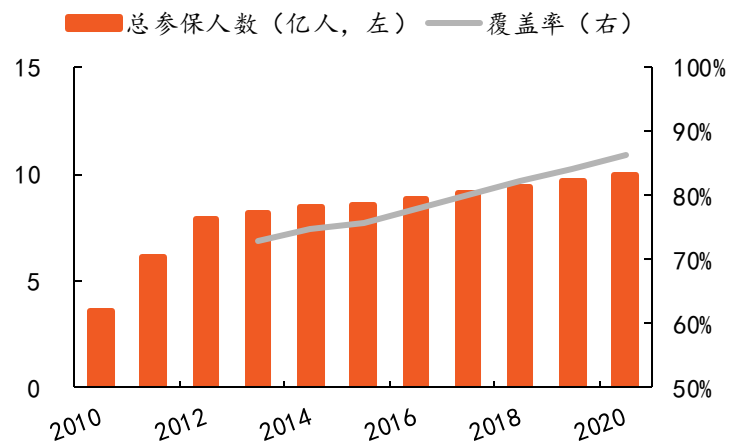


## 2.2 现状：三支柱结构发展不均衡，商业养老险空间巨大

(1) 第一支柱参保人数多、覆盖率高，但累计结存增速总体放缓，养老金储备或存缺口。截至2020年，基本养老保险参保人数近10亿人，覆盖率自2017年起超过80%并持续提升至86%。根据我国“十四五”规划纲要，基本养老保险参保率在2025年提高到95%；但2019年基本养老保险累计结存达6.29万亿元（YoY+8%），近年来呈增速放缓趋势。剔除政府财政补贴后，我国城镇职工养老保险基金2019年当年存在0.21万亿元的缺口，且较此前缺口扩大。

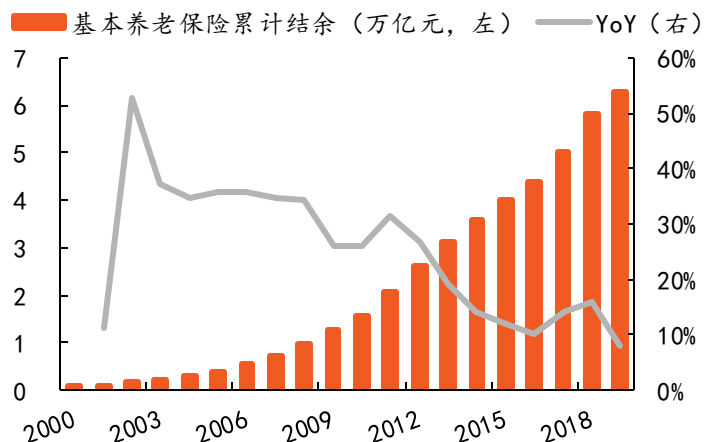
(2) 第二支柱税优力度有限（企业缴费在职工工资总额5%以内的部分免交企业所得税），渗透率较低（企业参与率仅0.25%、职工渗透率仅3.3%），发展缓慢。

### 基本养老保险参保人数及覆盖率

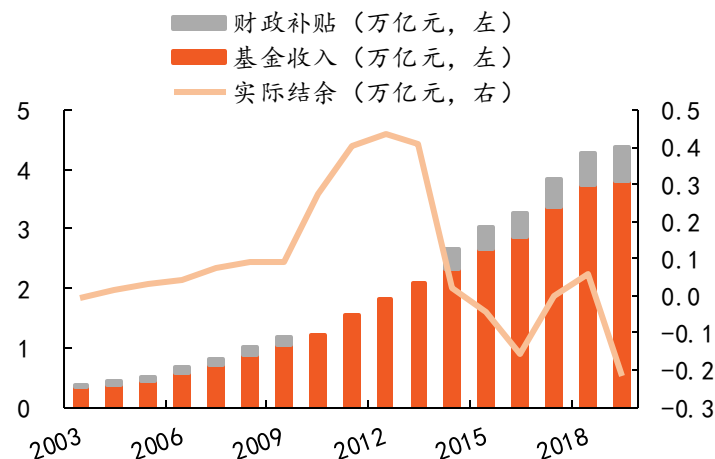


注：覆盖率=总参保人数/16周岁以上人口数

### 基本养老保险结余及同比增长



### 社保基金中，职工基本养老保险收支情况



## 2.2 现状：三支柱结构发展不均衡，商业养老险空间巨大

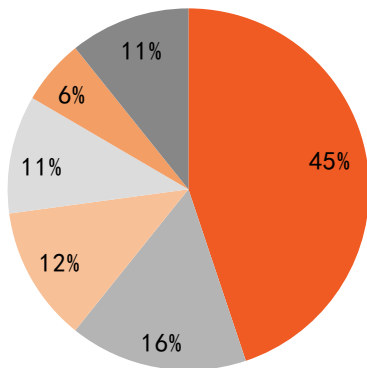
### (3) 第三支柱税优力度有限，整体规模未达预期

1) 整体规模未达预期。经过3年试点，税延型养老保险的发展情况和政策制定的预期均存在较大差距。截至2020年4月底，共有23家保险公司参与税延型商业养老保险试点，其中19家公司出单；累计实现保费收入约3亿元、参保人数仅约4.76万人。

2) 税优力度有限，吸引力有限。缴费端，随着个税起征点提高和专项扣除政策实施，可享受税优政策的人群大幅减少，低收入群体因收入不到起征点而无法享受税优政策；扣税端，领取时7.5%的实际税率减少了税优政策惠及人群，优惠政策向高收入者倾斜，可能导致不仅未产生节税效应，反而发生税负更重的情况，缴纳保费时每月最多税前扣除1000元，较低的税前扣除额无法对高收入群体形成有效激励，降低了投保人预期。

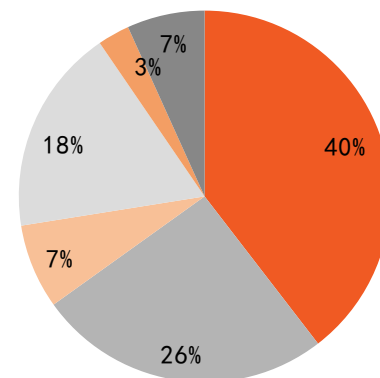
● 税延型商业养老保险保费市场份额（截至2019年7月）

■ 太平洋人寿 ■ 平安养老 ■ 泰康养老 ■ 中国人寿 ■ 太平养老 ■ 其他



● 税延型商业养老保险保单市场份额（截至2019年7月）

■ 太平洋人寿 ■ 平安养老 ■ 泰康养老 ■ 中国人寿 ■ 太平养老 ■ 其他



## 2.3 未来发展模式：打通账户，发展“保险+医药+地产”模式

## 美国401 (K) 计划

- 雇主向企业年金计划的缴费在雇员工资的15%以内的部分允许对这笔缴费免征企业所得税
- 雇员限额部分以内的缴费部分实行递延缴税，超过限额部分征收个人所得税

适当提高缴费税前扣税比例，将企业年金计划的理想养老金替代率所需缴费率作为参考指标。我国基本养老保险目标替代率为60%左右，若设置70%-80%为总体替代率，则企业年金的目标替代率需达20%左右。据劳动与社会保障社会保险研究所的研究结果显示，总缴费比例达到8%，企业年金计划的养老金替代率才能达到20%

## IRAs

- IRAs实行账户制，金融机构提供投资建议，户主根据具体情况和投资偏好进行投资
- 传统型IRAs实行递延缴税，Roth IRAs将税后收入计入账户，对账户内的投资收益、利息收益免税，不限制最高免税额，仅限制年缴费金额，单身6000美元、结婚共同申报12000美元
- 第三支柱可逐渐从产品制向账户制转型，给予投保人更高的投资自主权，同时也可保证税收优惠指向个人，准确记录账户的缴费规模、投资收益等信息，且所有符合条件的产品都进入账户，避免产品制下的享受多项税收优惠和重复征税
- 税延商业养老险可针对高收入群体适当提高免税限额，给予更高的税收优惠，激励更多投保人转向个人商业养老保险

## 养老服务+保险产品

- 泰康之家：构建综合高端医养社区，入门费与保险计划挂钩，300万元保费保证入住权（终身）+优先选房权；500万元2个保证入住权（终身）+优先选房权
- 国寿嘉园：构建多动能养老社区，购买10年缴费期、每年缴费20万元以上国寿颐享金生年金保险产品，可保证入住权等
- 太保家园：购买200万保险可获得2个保证入住权、1个优先入住权、免交入门费权和家园卡办理优惠

发展“保险+医药+地产”模式。保险公司获取养老资金收入后，通过提供年金返还、养老社区、健康管理等服务，直接参与养老金管理和养老金消费两端。如：购买特定长期寿险获得定期或终身保证入住资格，收费方式采取押金入门费+月费+餐费模式，并针对有护理需求的老人提供护理服务

特点

借鉴

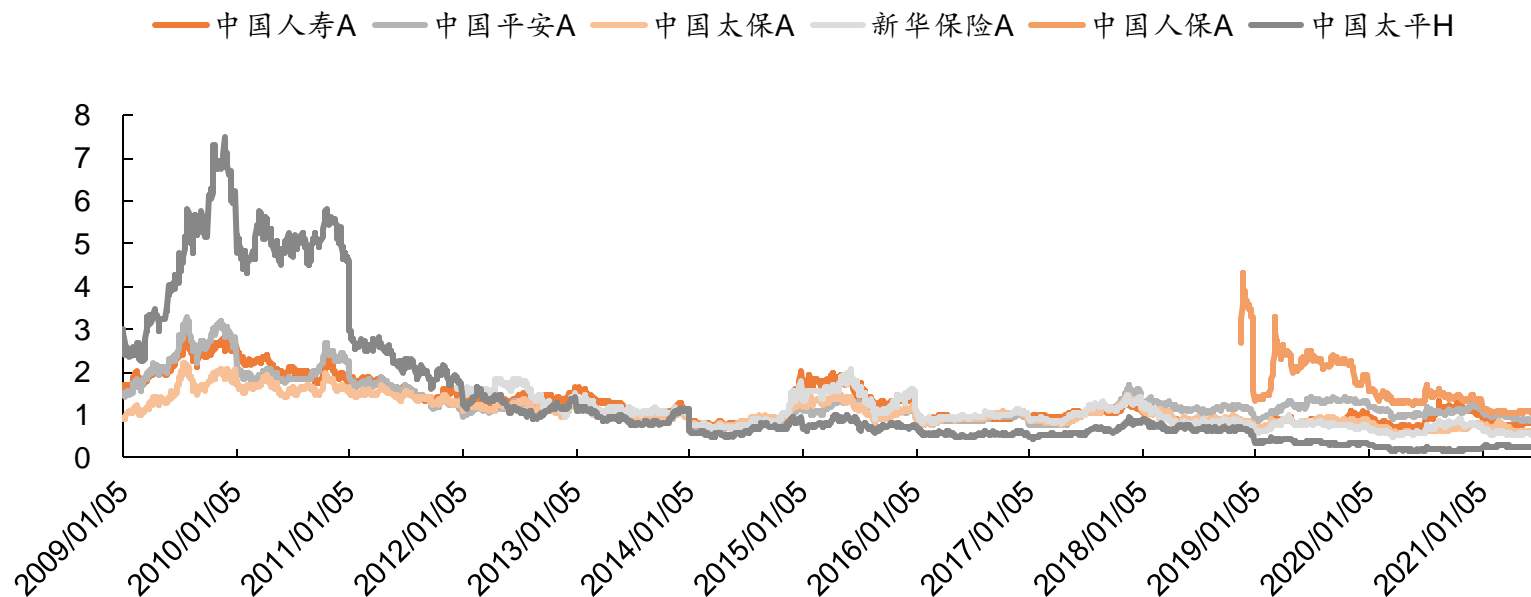
我国未来发展模式



长期看好持续转型、兼具 $\beta$ 属性的保险板块，建议短期关注市场情绪修复带来的 $\beta$ 效应。

- 1) 保险板块整体估值较低，当前股价对应2021年PEV仅0.6 ~ 1.1倍。
- 2) 长端利率企稳（基本维持在3.1% ~ 3.2%），利率下行整体风险不大。
- 3) 基数压力、竞争加剧、主动转型等多重影响下，新单修复速度相对较慢。

### 主要险企PEV情况



- 1) 权益市场大幅波动。
- 2) 资本市场改革进度不及预期。
- 3) 地方政府债务压力提升。
- 4) 寿险行业增员和新单增长不及预期。
- 5) 利率超预期下行。
- 6) 债务违约扩大化，金融系统性风险爆发。

平安证券研究所 金融&金融科技研究团队

分析师	邮箱	资格类型	资格编号
王维逸	WANGWEIYI059@pingan.com.cn	证券投资咨询	S1060520040001
袁喆奇	YUANZHEQI052@pingan.com.cn	证券投资咨询	S1060520080003
李冰婷	LIBINGTING419@pingan.com.cn	证券投资咨询	S1060520040002
研究助理	邮箱	资格类型	资格编号
郝博韬	HAOBOTAO973@pingan.com.cn	一般证券业务	S1060120010015
武凯祥	WUKAIXIANG263@pingan.com.cn	一般证券业务	S1060120090065
陈相合	CHENXIANGHE935@pingan.com.cn	一般证券业务	S1060121020034

## 平安证券综合研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计6个月内, 股价表现强于沪深300指数20%以上)
- 推荐 (预计6个月内, 股价表现强于沪深300指数10%至20%之间)
- 中性 (预计6个月内, 股价表现相对沪深300指数在±10%之间)
- 回避 (预计6个月内, 股价表现弱于沪深300指数10%以上)

### 行业投资评级:

- 强于大市 (预计6个月内, 行业指数表现强于沪深300指数5%以上)
- 中性 (预计6个月内, 行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间)
- 弱于大市 (预计6个月内, 行业指数表现弱于沪深300指数5%以上)

## 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险, 投资需谨慎。

## 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2021版权所有。保留一切权利。