

## 非银金融

2022年11月05日

## 四令齐发，个人养老金正式开闸，头部机构有望受益

### ——《个人养老金实施办法》等政策点评

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（分析师）

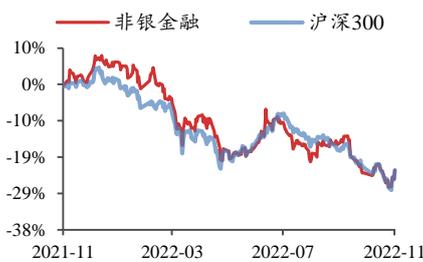
gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790522090002

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《自营板块拖累 Q3 业绩，关注券商左侧布局机会——证券行业 2022 年 3 季报综述》-2022.11.3

《财险盈利延续高景气，投资收益拖累券商 3 季报——行业周报》-2022.10.30

《政策积极信号延续，看好券商超额收益——行业周报》-2022.10.23

**事件：**2022 年 11 月 4 日，人社部、财政部、税务总局、银保监会及证监会联合印发《个人养老金实施办法》（《办法》）；财政部、税务总局发布《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》（《公告》）；银保监会就《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见（《征求意见稿》）；证监会公布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》（《规定》）。

#### ●《个人养老金实施办法》等四令齐发，个人养老金正式开闸

《办法》明确个人养老金实行个人账户制，参加城镇职工及城乡居民基本养老保险的劳动者可以参与，在个人养老金信息管理服务平台开立个人养老金账户，并选择一家商业银行开立唯一的个人养老金资金账户。参加人可通过商业银行、国家社会保险公共服务平台等渠道开通个人养老金账户，产品销售机构可协助参加人通过商业银行等渠道开通个人养老金账户并开立或指定个人养老金资金账户。参加人可购买储蓄、理财、商业保险以及公募基金等产品。参加人年度缴费上限 12000 元，并可按月、分次或按年度缴费，较此前更加灵活，并可享受税收优惠，领取时可按月/次/固定金额进行领取。《公告》明确税收优惠采取 EET 模式，缴费及投资环节不征收个人所得税，领取时按照 3% 税率计算个人所得税，享受税前扣除时，需将扣除凭证提供给扣缴单位进行办理。《征求意见稿》明确了银行及理财公司个人养老金的业务范围：银行-资金账户业务、养老储蓄业务、代销及咨询业务，理财公司-发行并销售本机构的个人养老金理财产品，《征求意见稿》正式补齐了个人养老金所有商业参与主体的业务框架。《规定》较此前版本做出优化：新增养老目标基金参与条件：上季度末规模不低于 2 亿元，放宽了产品纳入范围；暂不允许开展个人养老金投顾业务，为投顾业务预留制度空间。

#### ●税收抵扣流程或较预期复杂，先行城市有望率先试点

本轮政策基本符合预期，但个人缴费享受税前扣除优惠时，需要获取信息平台出具的扣除凭证，并提供给扣缴单位，由扣缴单位进行办理，流程与此前个人税收递延型商业养老保险相近，流程或较预期复杂，但利于个人养老金管理及初期推广，预计流程后续将有所优化。此外，《公告》税优政策自 2022 年 1 月 1 日起于个人养老金先行城市实施，先行城市名单将另行发布，预计先行城市率先试点个人养老金。此前试点城市共 2 省 13 城，2021 年 GDP 贡献占比约 35.3%，预计先行城市名单与此前个人养老金产品试点城市相近。

#### ●个人养老金正式开闸利好各类金融机构参与方，头部机构受益或更加明显

个人养老金正式开闸有望为资本市场引入长期资金，利好相关渠道及产品端头部机构。截至 2022 年 6 月末，养老目标基金规模达到 1215.5 亿元，养老理财认购超 600 亿元，截至 2022 年 7 月末，专属商业养老保险累计保费 23.5 亿元、投保件数接近 21 万件。中性假设下，我们预计个人养老金年度规模或达 2730 亿元。个人养老金正式落地有望进一步强化大财富赛道的成长逻辑，渠道端更加利好银行和头部渠道机构，产品端更加利好长期投资能力优秀的头部资管机构以及产品具有错位竞争优势的头部险企。推荐渠道端龙头东方财富，推荐公募利润贡献较高且头部属性较强的广发证券和东方证券，受益标的兴业证券和长城证券，推荐商业养老保险产品具有一定优势的中国人寿、中国太保、中国平安。

●风险提示：居民风险偏好提升；股市波动造成财富赛道盈利不确定性。

**表1：个人养老金产品此前已于2省13城试点**

试点产品	试点时间	试点城市数量	试点城市	试点城市 汇总数量	试点城市汇总	经济贡献
个人税收递延型 商业养老保险	2018.5.1	一省两城	上海市、福建省(含厦门市)、 苏州工业园区	两省十三城	上海市、福建省(含 厦门市)、苏州工业 园区、浙江省(含 宁波市)、重庆、北 京、沈阳、长春、 武汉、广州、成都、 深圳、合肥、西安、 青岛	2021年GDP： 403544.29亿元 占比全国约35.3%
专属商业养老保 险	2021.6.1	一省一城 (未考虑全国 试点)	浙江省(含宁波市)、重庆； 2022年3月1日起，试点区 域扩大到全国			
养老理财	2021.9.15	十城	北京、沈阳、长春、上海、武 汉、广州、重庆、成都、青岛、 深圳			
养老储蓄	2022.11.20	五城	合肥、广州、成都、西安、青 岛			

数据来源：银保监会、Wind、开源证券研究所

**表2：中性假设下，个人养老金年度资金规模或达2730亿元**

纳税人数量 (万人)	参与个人 养老金比例	个人养老金 年度缴纳上限(元)	养老金上限 占用比例	个人养老金 资金规模(亿元)	占储蓄存款	占金融投资
6500	30%	12000	50%	1170	0.11%	0.10%
6500	50%	12000	70%	2730	0.26%	0.22%
6500	70%	12000	100%	5460	0.53%	0.45%

数据来源：Wind、中证协、中基协、证券时报、开源证券研究所

注：居民储蓄存款数据时点为2021年末的103.3万亿元；金融投资为2021年末时点数据，包含非货公募基金、货币基金、股票、银行理财、私募基金等共计122.5亿元。

**表3：受益标的估值表-券商**

证券代码	证券简称	股票价格		EPS			P/E		评级
		2022/11/4	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E		
300059.SZ	东方财富	17.19	0.83	0.80	0.95	20.71	21.49	买入	
000776.SZ	广发证券	14.67	1.42	0.90	1.36	10.33	16.30	买入	
600958.SH	东方证券	8.34	0.73	0.36	0.64	11.42	23.17	买入	
601377.SH	兴业证券	5.79	0.71	0.37	0.50	8.15	15.73	未评级	
002939.SZ	长城证券	8.51	0.57	0.31	0.46	14.93	27.34	未评级	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除东方财富、广发证券、东方证券外，上述公司预测来自于Wind一致性预期。

**表4：受益标的估值表-保险**

当前股价及评级表				EVPS			PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2022/11/4	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E		
601628.SH	中国人寿	29.46	42.56	46.12	49.85	0.69	0.64	0.59	16.93	17.49	1.74	1.68	买入	
601318.SH	中国平安	38.31	76.34	85.11	94.54	0.50	0.45	0.41	44.44	49.17	0.86	0.78	买入	
601601.SH	中国太保	21.37	51.80	55.71	60.29	0.41	0.38	0.35	23.57	24.05	0.91	0.89	买入	

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn