

## 保险 II

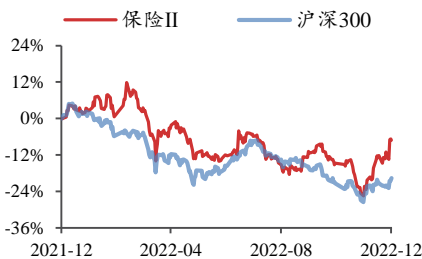
2022 年 12 月 02 日

## 商业养老金试点启动，创新补充第三支柱

### ——养老保险公司开展商业养老金业务试点点评

投资评级：看好（维持）

#### 行业走势图



数据来源：聚源

#### 相关研究报告

《资产负债两端迎来边际改善，短期关注寿险开门红——上市保险公司 10 月保费收入数据点评》-2022.11.17

《寿险 NBV 基本符合预期，财险承保利润超预期——上市险企 2022 年 3 季报综述》-2022.11.3

《寿险保费同比分化，财险保持高景气度——上市保险公司 9 月保费收入数据点评》-2022.10.20

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

吕晨雨（分析师）

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790522090002

**事件：**2022 年 12 月 1 日，银保监会发布《关于开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》。

#### ● 4 家 10 省市开展商业养老金业务试点，创新补充第三支柱养老金融产品

2022 年 12 月 1 日，中国银保监会发布《关于开展养老保险公司商业养老金业务试点的通知》（《通知》），自 2023 年 1 月 1 日起，在北京市、上海市、江苏省、浙江省等 10 省市开展商业养老金业务试点，试点公司为人保养老、国寿养老、太平养老以及国民养老共 4 家养老保险公司。商业养老金业务包括养老账户管理、养老规划、资金管理和风险管理等业务，具有信息账户与商业养老金产品相结合、锁定养老账户与持续养老账户双账户、允许企事业单位为个人提供交费支持等特点。具体而言，客户存入信息管理账户的资金将按比例分别进入锁定养老账户与持续养老账户，锁定养老账户资金可用于购买相应产品，客户 60 岁时方可进行支取，而持续养老账户流动性更强，客户可依据约定更换产品或获取相应资金。产品角度看，商业养老金以积累养老金为主要功能，并提供一定身故、意外伤害等附加风险保障，并提供定额分期、定期分期、长期（终身）年金化领取等多种领取安排，相较于专属商业养老保险，预计商业养老金产品积累期与其类似，保证利率或有所调整，领取期或更加灵活、便捷，产品形态或更加多样。商业养老金试点创新补充第三支柱养老金融产品，有望为资本市场引入增量资金。

#### ● 商业养老金与个人养老金存在支持政策、产品及参与人群三项差异

相对于个人养老金，商业养老金为市场化运作的养老金融业务，暂不享受税收优惠政策，个人年满 18 周岁即可购买商业养老金产品；个人养老金则为政府政策支持、个人自愿参与且具有一定额度税收优惠的补充养老保险制度，参加城镇职工或城乡居民基本养老保险的劳动者可以开户购买，可购买公募基金、商业养老保险、银行养老理财以及养老储蓄存款等产品。

#### ● 创新值得市场肯定，试点进展有待观察，参与险企有望受益

商业养老金产品创新双账户设置，有助于参加人平衡积累养老保障与当期资金需求，有助于提升商业养老金业务吸引力。截至 2022 年 7 月末（试点 14 个月），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，销售进展符合市场预期，考虑到本次商业养老金与个人养老金启动时间接近，商业养老金试点进展有待进一步观察。本次参与试点机构除国民养老保险公司外，均为上市公司旗下养老保险公司，率先参与商业养老金业务试点有望抢先积累相关业务运营经验、提升品牌知名度并实现业务协同，参与险企有望受益。保险板块看，地产风险改善、经济底部复苏下长端利率企稳带来的资产端催化有望延续，负债端呈现底部复苏迹象，低估值叠加资产负债两端改善，继续看好保险板块机会，首推负债端表现占优且资产端弹性较强的中国人寿，推荐寿险转型领先的中国太保和中国平安，推荐中国财险和友邦保险。

● **风险提示：**试点推进进度慢于预期；居民风险偏好提升。

**表1: 商业养老金预计于 2023 年 1 月 1 日起开始试点**

试点情况	具体内容
试点时间	2023 年 1 月 1 日起, 暂定 1 年
试点地点	北京市、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、河南省、广东省、四川省、陕西省
试点公司	国寿养老、人保养老、太平养老、国民养老

资料来源: 银保监会、开源证券研究所

**表2: 3 家上市险企参与商业养老金业务试点**

序号	机构名称	参与试点	涉及上市 保险公司	主体关系
1	中国人寿养老保险股份有限公司	是	中国人寿	中国人寿直接持股 70.74%, 间接持股 3.53%
2	中国人民养老保险有限责任公司	是	中国人保	中国人保直接持股 100%
3	太平养老保险股份有限公司	是	中国太平 (H)	中国太平有效持股比例 100%
4	平安养老保险股份有限公司	否	中国平安	中国平安直接持股 86.11%, 间接持股 13.82%, 表决权比例 100%
5	长江养老保险股份有限公司	否	中国太保	中国太保间接持股 61.10%, 表决权比例 62.16%
6	新华养老保险股份有限公司	否	新华保险	新华保险持股比例 100%

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

**表3: 商业养老金与个人养老金存在多处差异**

类别	个人养老金	商业养老金
政策支持	政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营, 实现养老保险补充功能的养老保险制度	个人自愿参与, 市场化、法治化运作的养老金融业务
税收政策	每人每年 12000 元税收优惠限额, 当期抵扣, 领取缴纳	无税收优惠政策
参与人群	参加城镇职工或城乡居民基本养老保险的劳动者	年满 18 周岁的个人
可购产品	符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金	多种商业养老金产品

资料来源: 银保监会、开源证券研究所

**表4: 受益标的估值表-寿险**

当前股价及评级表		EVPS				PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2022/12/1	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E	
601628.SH	中国人寿	35.58	42.56	46.12	49.85	0.84	0.77	0.71	16.93	17.49	2.10	2.03	买入
601318.SH	中国平安	44.83	76.34	85.11	94.54	0.59	0.53	0.47	44.44	49.17	1.01	0.91	买入
601601.SH	中国太保	24.18	51.80	55.71	60.29	0.47	0.43	0.40	23.57	24.05	1.03	1.01	买入
1299.HK	友邦保险	80.35	47.37	49.03	53.03	1.70	1.64	1.52	40.51	43.24	1.98	1.86	增持

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 友邦保险数据单位为港元, 换算汇率为 1 美元兑换 7.85 港元。

**表5: 受益标的估值表-财险**

当前股价及评级表		EPS				PE			BPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2022/12/1	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E	
2328.HK	中国财险	7.40	1.23	1.52	1.86	6.02	4.86	3.97	11.16	10.94	0.66	0.68	买入

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上表数据单位为港元。

## 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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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

### 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

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
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