

保险 II 行业点评报告

个人养老金制度全面实施，看好第三支柱长期空间

增持（维持）

2024 年 12 月 12 日

证券分析师 孙婷

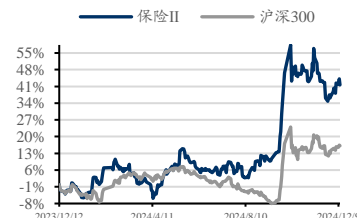
执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

投资要点

- **【事件】**12 月 12 日人社部等五部门联合发布《关于全面实施个人养老金制度的通知》，自 12 月 15 日起在全国范围全面实施个人养老金制度。2022 年 11 月个人养老金制度在 36 个城市（地区）先行实施，至今已满两年。
- **全面扩大覆盖范围，优化产品供给，增补领取条件。**1) 个人养老金实施范围和税收优惠政策实施范围由 36 个先行城市（地区）扩大到全国，中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者均可参加个人养老金。2) 在现有理财产品、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等金融产品的基础上，将国债纳入个人养老金产品范围，将特定养老储蓄、指数基金纳入个人养老金产品目录。3) 在领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国（境）定居等情形的基础上，增加参加人患重大疾病、领取失业保险金达到一定条件或者正在领取最低生活保障金的领取条件。
- **个养开户数已突破 6000 万，但缴存比例仍有待提高。**1) 个养实施早期经历了开户数短期高增，2023 年 6 月末开立个养账户人数就已达 4030 万人。到 2024 年 6 月末开户人数超 6000 万，较一年前新增约 1970 万人。2) 但缴存规模仍然较小，至 2023 年末约为 280 亿元。截至 Q3 末，北上广深四城个养开户分别为 532、500、488 和 434 万户。北京、上海缴存规模分别超过 114 和 110 亿元，北京户均缴存 2147 元，占每年 1.2 万元额度上限的比重仅为 17.9%。
- **产品扩容可能激发参保人缴存热情。**根据国家社会保险公共服务平台数据，截至 12 月 12 日个人养老金产品中的储蓄、基金、保险、理财产品数量分别为 466 只、200 只、165 只、26 只。我们预计随着国债等被纳入个人养老金投资范围，对于促进参保人提升缴纳比例有一定积极作用。
- **我们认为个养制度长期具有较大空间，但短期增量或有限。**我们认为，随着国内老龄化程度加深和养老负担加重，个人养老金对居民养老重要性提升，看好第三支柱的长期空间。但短期来看，个养机制的主要抓手在于税收优惠，预计全国实际个税缴纳人群不足 1 亿人，目前开户人数渗透率已经相对较高。并且，预计大部分缴税人群集中于此前 36 个先行地区，扩容至全国带来的短期增量可能相对有限。
- **负债端资产端均有改善，低估值+低持仓，攻守兼备。**1) 我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛，在监管持续引导险企降低负债成本趋势下，保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2) 近期十年期国债收益率下滑至 1.82% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。同时，地产相关利好政策的持续落地，也有利于险企投资资产质量担忧情绪的缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2024 年 12 月 12 日保险板块估值 0.62-0.94 倍 2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。
- **风险提示：**长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单保费增长不及预期。

行业走势



相关研究

《新华保险举牌海通证券 H 股，体现对资本市场与优质券商发展信心》

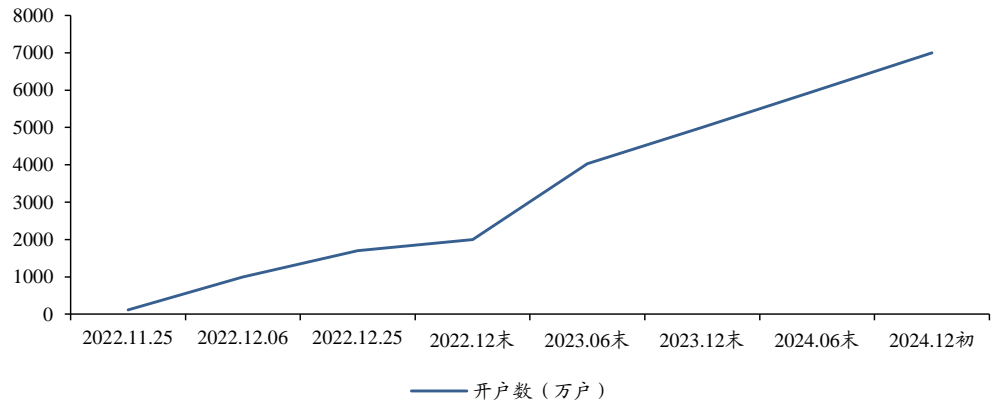
2024-12-05

《资负共振，长期可期——保险行业 2025 年投资策略》

2024-12-05

单击或点击此处输入文字。

图1: 试点以来个人养老金开户数量持续增长



数据来源: 人社部, 东吴证券研究所

表1: 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	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	56.15	78.18	76.34	81.69	87.78	1.58	1.71	1.94	2.18
中国人寿-A	42.55	43.54	44.60	47.59	50.91	1.27	1.30	1.60	1.74
新华保险-A	47.76	81.93	80.30	85.26	90.55	0.78	0.97	1.71	1.88
中国太保-A	36.68	54.01	55.04	59.71	64.71	0.96	1.14	1.54	1.69
中国人保-A	7.17	6.52	6.92	8.20	9.59	0.08	0.15	0.28	0.31
证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBX (倍)			
A 股	人民币	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	56.15	0.71	0.73	0.68	0.63	-14.28	-12.16	-13.48	-14.76
中国人寿-A	42.55	1.01	0.99	0.93	0.87	0.48	-0.34	-2.15	-3.90
新华保险-A	47.76	0.64	0.65	0.62	0.58	-37.90	-28.67	-19.16	-20.24
中国太保-A	36.68	0.66	0.65	0.60	0.55	-19.25	-17.06	-15.66	-17.23
中国人保-A	7.17	1.18	1.11	0.94	0.80	13.90	5.19	-1.88	-6.25
证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	人民币	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	56.15	6.10	4.70	5.06	5.68	47.73	49.37	51.89	55.84
中国人寿-A	42.55	2.36	1.63	4.09	4.10	12.95	16.88	19.60	21.91
新华保险-A	47.76	6.89	2.79	8.03	8.64	31.41	33.68	32.40	31.05
中国太保-A	36.68	3.89	2.83	4.64	5.32	20.42	25.94	28.70	31.90
中国人保-A	7.17	0.57	0.51	0.97	1.03	5.04	5.48	6.08	6.71
证券简称	价格	P/E (倍)				P/B (倍)			
A 股	人民币	2022	2023	2024E	2025E	2022	2023	2024E	2025E
中国平安-A	56.15	9.12	11.81	10.99	9.79	1.16	1.13	1.07	1.00
中国人寿-A	42.55	18.71	27.02	10.79	10.77	3.41	2.62	2.25	2.02
新华保险-A	47.76	7.62	18.81	6.54	6.08	1.67	1.56	1.62	1.69
中国太保-A	36.68	9.16	12.58	7.67	6.69	1.74	1.37	1.24	1.12
中国人保-A	7.17	13.39	14.91	7.92	7.46	1.52	1.40	1.26	1.15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (基于 2024 年 12 月 12 日收盘价)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>