

强于大市

百岁人生的养老困扰

政策利好商业养老保险，任重道远

2021 年政府工作报告中 14 次提及保险内容，重点工作包括：1）推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险（刺激利好寿险养老相关）；2）涉及保险险种：养老保险、失业保险、工伤保险、成本及收入保险、出口信用保险、长期护理保险及保险保障的相关服务功能。

- 2021 年 3 月 5 日，十三届全国人大第四次会议开幕，2021 年政府工作会议 14 次提及保险，2021 年保险重点工作内容包括：1）推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险（刺激利好寿险养老相关）；2）涉及保险险种：养老保险、失业保险、工伤保险、成本及收入保险、出口信用保险、长期护理保险及保险保障的相关服务功能。
- **百岁人生，何迎养老？**我国正在面临人口老龄化的冲击，对于第三支柱个人养老金规模扩张需求逐步加深。相较于第一支柱基本养老制度基本实现全民覆盖，第二支柱企业年金、职业年金等覆盖面相对窄，基本满足小部分人群，我国第三支柱养老长期处于低覆盖率。主要包括险种：**1）个人税延型保险**在 2018 年开展试点，但实际市场接受程度较低。保费规模不及预期。根据银保监会 2020 年 11 月 6 日发布的政策答问会，截止到 2019 年底，个人税延养老型保险参保人数是 4.7 万人，保费收入为 2.45 亿元，对于养老需求缺口填补作用甚微。**个人税延保险"滞销"的主要原因包括**：覆盖人群较窄，作用不明显。税收递延效果对于高收入人群效用不明显；新兴经济及低收入人群难以覆盖。**2）长期护理险。**长期护理险关注与老年人医疗看护及失能人群照料。主要依赖于与专业护理机构合作，提升自身的服务质量及水平。我国失能及老年人口持续增长，将利好养老及医疗保险市场。
- 未来随着老龄化程度的加深，第一支柱的收支压力更加凸显；第二支柱覆盖面较小等的困境，均需要第三支柱补足养老需求缺口。第三支柱特点包括：1）扩展覆盖人群，有望同时为高收入人群、新兴从业人员及不同业态人员提供养老保障，投保人可根据自身需求、灵活配置，且具有较强的激励性；2）通过长期的养老保障基金促进市场健康发展。我国第三支柱养老保险的受众大，个人养老需求大，具有快速发展的潜力，缓解养老需求任重道远。

投资建议：

- 政策利好养老保险，养老需求端规模提升，对于第三支柱对于养老缺口的填补迫在眉睫，刺激险企提高养老险产品供给。个股推荐：已完成商业模式转型且低估值高增长空间的**中国太保**。中国太保大力发展养老及医疗保险市场，已有多个养老社区项目落地；先后获高瓴资本及红杉资本资金加持及战略合作，大力发展健康产业。

风险提示：

- 保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情持续的不确定性；代理人线下复工不及预期。

相关研究报告

《独立代理人制度点评：打破层级管理，有望吸引优秀独立代理人展业》20210114

《保险行业 11 月保费点评：进入开门红预热期，资产负债两端吸引力增强》20210106

《《互联网保险业务监管办法》点评：强调互联网保险持牌经营，利好行业龙头及传统险企渠道先行者》20201225

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：保险

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

图表 1.政府工作报告中的保险关键词

列表	内容	涉及保险板块	提及意义
1	实施阶段性大规模减税降费，与制度性安排相结合，全年为市场主体减负超过2.6万亿元，其中减免社保费用1.7万亿元。	养老第二支柱	国家支持养老第二支柱发展，为社保持续减免税收，利好养老产业。
2	大幅度扩大失业保险保障范围	社会保险	国家重视失业群体福利问题，为民谋福祉，促进社会和谐稳定
3	保障养老金按时足额发放，实现企业养老保险基金省级统收统支	养老第一支柱	国家重视老年人基本生活质量，养老金地区不平衡问题初步缓解，并向十四五规划建议中“实现基本养老保险全国统筹”迈进
4	健全多层次社会保障体系，基本养老保险参保率提高到95%，优化社会救助和慈善制度	社会保障	保障民众基本生活需要，提高人民幸福感，促进社会和谐稳定
5	继续降低失业和工伤保险费率，扩大失业保险返还等阶段性稳岗政策惠及范围，延长以工代训政策实施期限	社会保险	国家将继续减轻市场主体经济压力，缓解国内外疫情形势和经济下行压力对就业的影响，保障社会和谐稳定
6	继续对灵活就业人员给予社保补贴，推动放开在就业地参加社会保险的户籍限制。	社会保险	国家将继续鼓励灵活就业人员参加社保，并为异地就业办理社保提供便利
7	继续多渠道补充中小银行资本、强化公司治理，推进政策性银行分类分账改革，提升保险保障和服务功能	**商业保险**	国家将帮助中小银行破解资本金难题，引导保险业高质量发展，提高切实服务实体经济的能力
8	稳定种粮农民补贴，适度提高稻谷、小麦最低收购价，扩大完全成本和收入保险试点范围	**农业保险**	国家高度重视农业发展与农民收入，将进一步探索适合中国的农业保险制度
9	加强对中小外贸企业信贷支持，扩大出口信用保险覆盖面、优化承保和理赔条件，深化贸易外汇收支便利化试点	**进出口信用保险**	国家将优化外贸企业营商环境，提高进出口保险服务质量，利好国际贸易
10	居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补助标准分别再增加30元和5元，推动基本医保省级统筹、门诊费用跨省直接结算	社会保险	国家继续降低百姓就医成本，改善医保地区不均衡问题，提升医保报销体验
11	推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险	养老第三支柱	完善养老保险顶层设计，促进第三支柱养老保险健康发展，丰富我国多层次养老保障体系，利好养老产业、保险业
12	完善全国统一的社会保险公共服务平台	社会保险	弥补社保服务在各地区之间的相对割裂，优化人民社保服务体验，促进社保全国统筹
13	继续实施失业保险保障扩围政策	社会保险	更全面的保障失业人群的福利，促进社会和谐稳定
14	促进医养康养相结合，稳步推进长期护理保险制度试点	养老第三支柱	鼓励大健康产业发展，稳步向健康中国2030目标迈进，重视基本养老保险无法覆盖的养老需求，大力推动养老第三支柱发展，利好养老产业、保险业

资料来源：2021年政府工作报告，中银证券

图表 2. 上市险企估值表

代码	公司	股价		2018	2019	2020E	2021E	2022E	评级
601628.SH	中国人寿	38.0	EVPS	28.13	33.33	38.27	44.52	51.93	增持
			P/EV	**1.34**	**1.13**	**0.98**	**0.85**	**0.73**	
			NBVPS	1.75	2.08	2.18	2.39	2.68	
			NBVX	21.49	18.13	17.29	15.72	14.06	
601318.SH	中国平安	83.5	EVPS	54.84	65.67	78.96	95.16	113.65	买入
			P/EV	**1.51**	**1.26**	**1.05**	**0.87**	**0.73**	
			NBVPS	3.95	4.15	4.29	4.76	5.36	
			NBVX	20.99	19.98	19.33	17.45	15.47	
601601.SH	中国太保	38.4	EVPS	34.94	41.16	47.37	54.44	62.44	增持
			P/EV	**1.07**	**0.91**	**0.79**	**0.69**	**0.60**	
			NBVPS	2.82	2.56	2.66	2.96	3.37	
			NBVX	13.25	14.60	14.03	12.62	11.09	
601336.SH	新华保险	51.3	EVPS	55.51	65.73	72.94	82.95	95.45	增持
			P/EV	**0.91**	**0.77**	**0.70**	**0.61**	**0.53**	
			NBVPS	3.91	3.13	3.23	3.67	4.14	
			NBVX	12.96	16.18	15.70	13.81	12.26	
行业平均 PEV				**1.21**	**1.02**	**0.88**	**0.75**	**0.65**	

资料来源：万得，中银证券

**以 2021 年 3 月 8 日收市价为标准*

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371