

## 保险 II 行业点评报告

# 养老保障与财富管理需求或被激发——渐进式延迟法定退休年龄对商业保险影响分析

增持（维持）

2024 年 09 月 18 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001  
021-60199793  
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002  
021-60199761  
geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001  
wuxs@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002  
luoyk@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **事件：**近日十四届全国人大常委会第十一次会议表决通过关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定（以下简称“本次决定”），我们分析了对商业保险的影响和展望。
- **影响 1：**对存量产品条款责任不产生任何影响。新生命表的更新迫在眉睫，对年金和保障类产品定价产生影响，关注对死差益影响。“本次决定”明确渐进式延迟法定退休年龄的主要任务包括逐步延迟法定退休年龄并逐步提高最低缴费年限，而商业保险产品的条款责任于保单签订日确定，缴费期和领取期均为明确年份日期，不受法定退休年龄影响。据世界银行统计，2022 年我国出生时平均预期寿命总计为 78.59 岁，其中男性为 75.96 岁，女性为 81.34 岁，较 1960 年平均提升了 45.30 岁。值得注意的是，2024 年年初，精算师协会向各家险企下发《中国人身保险业经验生命表(2023)（征求意见稿）》。其中第四套生命表共 7 张，新增大湾区版，适用产品有微调；预期寿命提升，年金类或涨价；死亡率有所下降，定期寿险等风险保障类或降价。我们认为随着平均余命的提升，新生命表的更新迫在眉睫，同时对于促进商业医疗保险发展和提升商业长期护理保险覆盖面提供机遇。
- **影响 2：“未富先老”下居民保险意识仍有待进一步挖掘。**2014 年和 2024 年两次“国十条”中均提出“提升全社会保险意识”，宣传和普及保险知识仍是重要工作之一。如何实现新国十条中提到的“强化保险消费者权益保护”的同时切实有效“引导保险机构切实维护行业信誉”，使得保险“更好满足人民美好生活需要”，是监管和行业的共同课题。
- **影响 3：个人养老金产品迎来发展红利期，寿险公司拥抱养老金融蓝海。**根据《中国养老金精算报告 2019-2050》测算，全国企业职工基本养老保险基金累计结余将于 2027 年达到峰值并在 2035 年耗尽，仅靠第一支柱难以维持幸福晚年生活的保险理念需要时间逐步深入民心。新国十条中提出积极发展第三支柱养老保险。具体包括“大力发展商业保险年金，满足人民群众多样化养老保障和跨期财务规划需求、鼓励开发适应个人养老金制度的新产品和专属产品、支持养老保险公司开展商业养老金业务、推动专属商业养老保险发展、丰富与银发经济相适应的保险产品、服务和保险资金支持方式。2024 年 6 月，李局长在陆家嘴论坛上提出“保险业积累的养老准备金超过 6 万亿元”，我们预计占 2024 年 GDP 深度不足 5%，仍有进一步提升的空间。
- **影响 4：丰富多元产品供给，低利率环境下考验寿险公司应对利差损隐忧和体现耐心资本特征的能力。**“本次决定”对于灵活就业和新就业形态劳动者，强化权益保障要求，这也给了险企服务如针对快递小哥、网约车司机等新市民群体和灵活就业人员，量身打造保险产品的契机。随着老龄化的加深，险企需进一步健全保险产品定价机制，积极应对潜在的利差损风险，险资运用需要进一步体现耐心资本的特征，探索开展长期考核。
- **投资建议：**渐进式延迟法定退休年龄下，养老保障与财富管理需求或被激发。年初至今权益市场结构性行情有助于上市险企业绩释放。寿险负债成本下行幅度或大于资产收益率压力，首推中国太保，其次推荐中国财险、中国人寿、新华保险和中国平安。
- **风险提示：**1) 劳动年龄人口数量下降降低全社会整体保险需求；2) 持续低利率环境对寿险公司利差损隐忧进一步提升

### 行业走势



### 相关研究

《谱写严监管、防风险与促发展的协奏曲——新保险国十条解读》

2024-09-12

《上市险企 7 月保费数据点评：寿险延续高增，车险增速企稳》

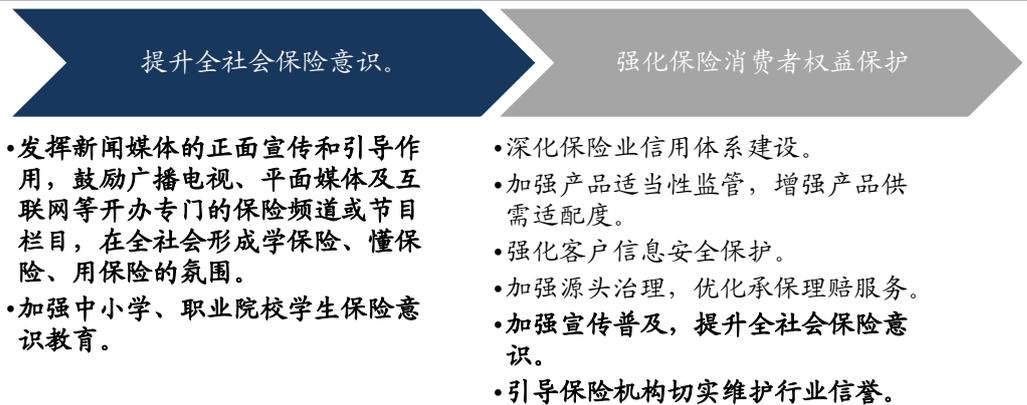
2024-08-19

图1：“本次决定”明确渐进式延迟法定退休年龄的主要任务，主要内容有以下几个方面：



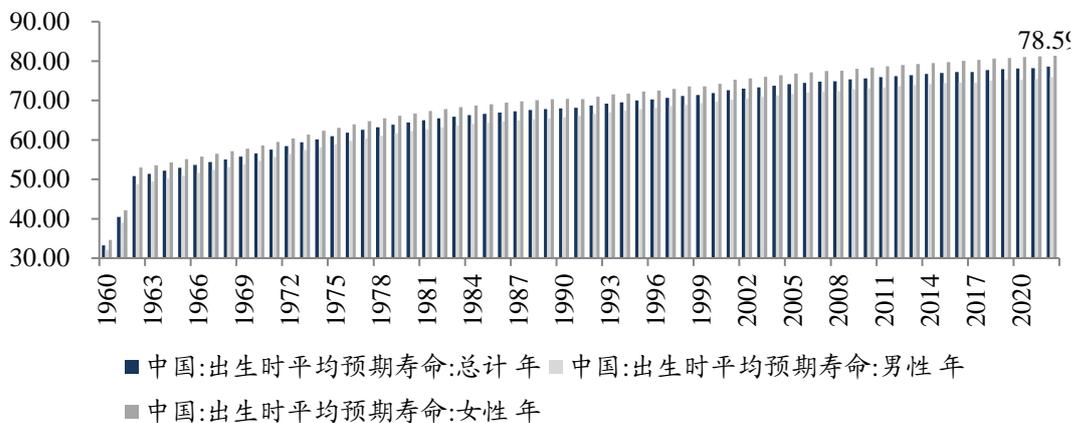
数据来源：中国人大网，东吴证券研究所

图2：“未富先老”下居民对养老保障与财富管理的保险需求和意识有待进一步挖掘



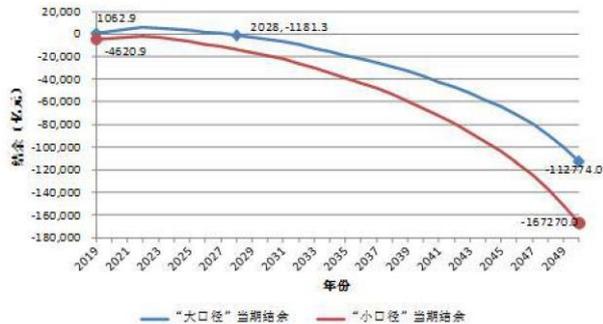
数据来源：国务院，东吴证券研究所

图3：人口预期寿命不断延长（单位：岁）



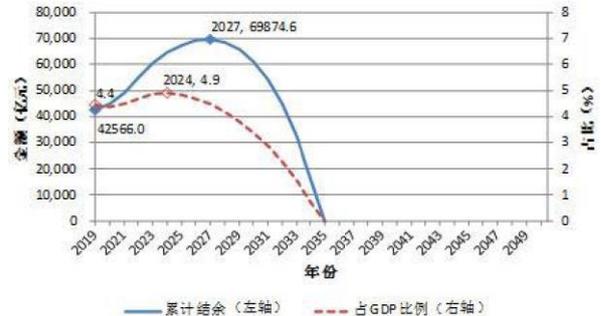
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 2019-2050 年全国企业职工基本养老保险基金当期结余预测



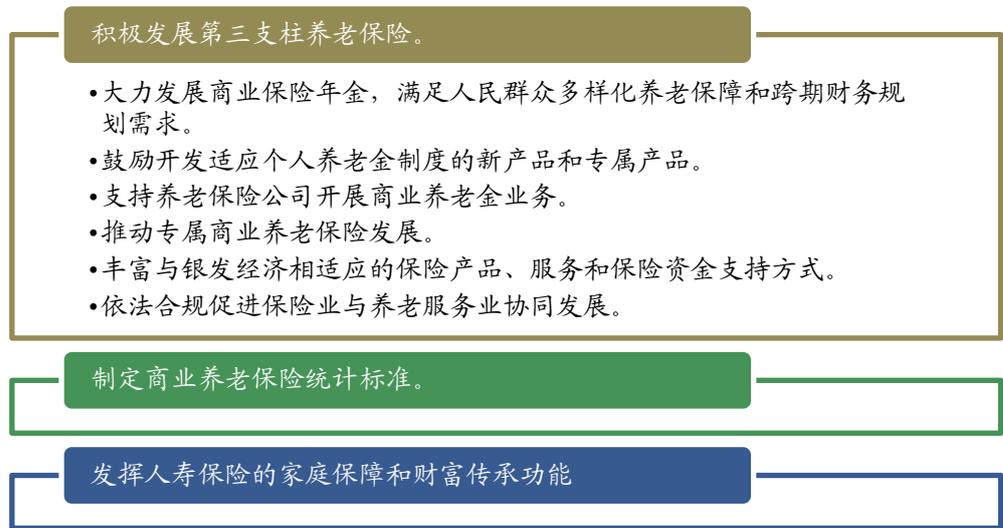
数据来源:《中国养老金精算报告 2019-2050》,东吴证券研究所;注:根据该报告测算,当期结余将于 2028 年出现赤字并不断扩大。2019-2050 年全国城镇企业职工基本养老保险基金当期结余在勉强维持几年的正数后便开始加速跳水,赤字规模越来越大。具体来看,2019 年当期结余总额为 1062.9 亿元,短暂地增长到 2022 年,然后从 2023 年便开始下降,到 2028 年当期结余首次出现负数-1181.3 亿元,最终到 2050 年当期结余坠落到-11.28 万亿元。其实,上述的当期结余是在“大口径”(包括财政补助)情况下测算得到的。如果不考虑财政补助,即在“小口径”情况下,当期结余在 2019 年就已经是负值,而且下降的更快,到 2050 年为-16.73 万亿元。可见,虽然财政补助为缩小当期收入缺口贡献巨大(2050 年贡献了 32.6%),但仍难以扭转当期结余的趋势性变化。

图5: 2019-2050 年全国企业职工基本养老保险基金累计结余预测



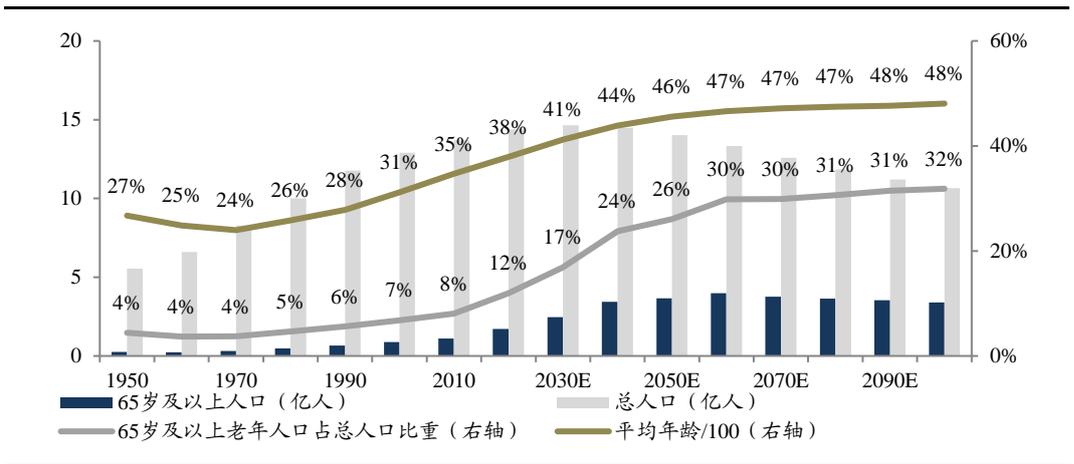
数据来源:《中国养老金精算报告 2019-2050》,东吴证券研究所;注:根据该报告测算,累计结余将于 2027 年达到峰值并在 2035 年耗尽。在“大口径”下,2019 年全国城镇企业职工基本养老保险基金累计结余为 4.26 万亿元,此后持续增长,到 2027 年达到峰值 6.99 万亿元,然后开始迅速下降,到 2035 年耗尽累计结余。对比而言,累计结余占 GDP 比例变化趋势基本一致,但要温和一些,2019 年这一比例为 4.4%,2024 年达到 4.9%的峰值,然后到 2035 年归零。

图6: 新国十条中对个人养老金相关表述分析



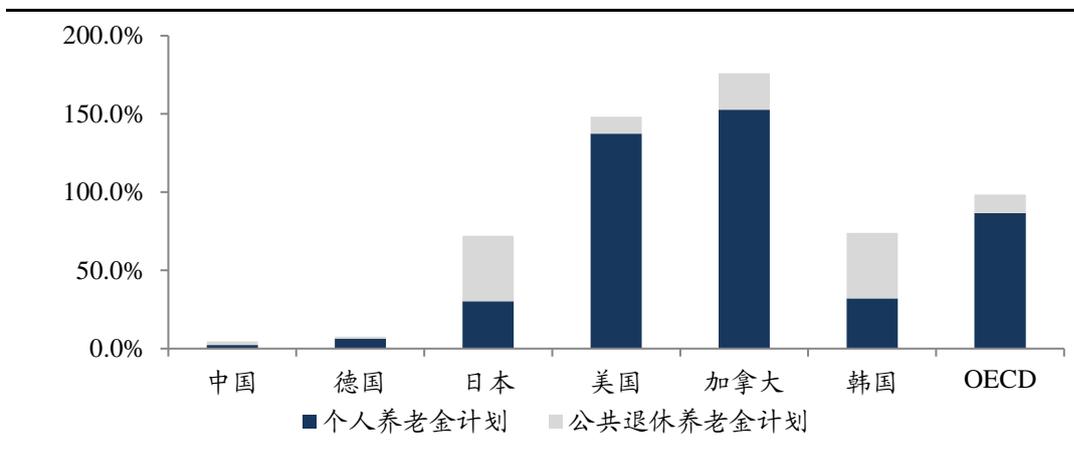
数据来源:国务院,东吴证券研究所

图7：中国 65 岁及以上人口数量占总人口比重的变化趋势 1950-2100E



数据来源：United Nations, 东吴证券研究所

图8：当前我国养老金占 GDP 比重相对较低



数据来源：OECD Global Pension Statistics, 东吴证券研究所

表1: 上市险企估值表 (H股以2024年9月17日股价计,A股以2024年9月13日)

		EVPS (元)					P/EV				
代码	公司名称	收盘价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/EV	2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	42.89	81.10	83.19	85.15	117.98	中国平安	0.53	0.52	0.50	0.36
601628.SH	中国人寿	34.08	44.60	48.64	52.97	57.61	中国人寿	0.76	0.70	0.64	0.59
601601.SH	中国太保	29.65	55.04	59.62	64.56	69.22	中国太保	0.54	0.50	0.46	0.43
601336.SH	新华保险	32.03	80.29	88.81	97.57	107.16	新华保险	0.40	0.36	0.33	0.30

		EPS (元)					P/E				
代码	公司名称	收盘价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/E	2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	42.89	5.01	7.09	7.64	8.04	中国平安	8.57	6.05	5.61	5.33
601628.SH	中国人寿	34.08	0.75	1.11	1.36	1.50	中国人寿	45.63	30.63	25.06	22.75
601601.SH	中国太保	29.65	2.83	3.30	3.91	4.47	中国太保	10.46	8.98	7.59	6.64
601336.SH	新华保险	32.03	2.79	3.74	4.09	4.35	新华保险	11.47	8.56	7.83	7.36

		BVPS (元)					P/B				
代码	公司名称	收盘价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/B	2023A	2024E	2025E	2026E
601318.SH	中国平安	42.89	49.18	52.50	56.96	63.79	中国平安	0.87	0.82	0.75	0.67
601628.SH	中国人寿	34.08	16.28	17.28	18.39	19.57	中国人寿	2.09	1.97	1.85	1.74
601601.SH	中国太保	29.65	25.94	28.28	31.05	34.14	中国太保	1.14	1.05	0.95	0.87
601336.SH	新华保险	32.03	33.68	36.83	40.08	43.49	新华保险	0.95	0.87	0.80	0.74

		BVPS (元)					P/B				
代码	公司名称	收盘价	2023A	2024E	2025E	2026E	P/B	2023A	2024E	2025E	2026E
2328.HK	中国财险	10.08	10.40	11.63	12.65	13.72	中国财险	0.88	0.79	0.72	0.67

数据来源: Wind, 公司财报, 东吴证券研究所

注: 除中国财险外, 以上公司皆为 A 股上市险企, 其中 A 股上市险企股价单位统一为人民币, 港股 (H 股) 险企股价单位统一为港元, 估值数据则按照 1 港元=0.9094 元人民币汇率计算, 数据更新至 2024 年 9 月 17 日, 上述公司盈利预测均来自东吴证券研究所, 均为已覆盖标的。

## 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>