



证券研究报告 · 行业深度

保险偿付能力专题报告

偿付能力监管的原因

偿付能力是对企业风险的反映，监管偿付能力的目的是为了维护保单持有人的利益，给客户以最大的安全保障。偿付能力产生的根本原因是保险公司高负债经营的属性，直接原因则是来自监管的人为规定。

为什么保险公司每年资本压力都很大？

保险公司是高资本消耗行业，偿付能力杠杆要求实际资本的增长更快，才能保持偿付能力充足率稳定，否则就要持续补充资本。影响实际资本的主要因素是注资（次级债）、分红、投资收益和金融资产公允价值变化。注资是对资本的直接补充，分红则会损耗资本，投资对偿付能力的影响具有双面性。次级债对偿付能力的影响参考报告《次级债——治标不治本的“止痛药”》

法定准备金自然增长对偿付能力的自然损耗

简单说即使没有新业务，保险公司也要消耗资本。因为在目前阶段，保险公司法定准备金处于上升周期，偿付能力会随着法定准备金的增长自然损耗，因此对资本需求会持续增加。这就解释了为什么在新单保费增速放缓的年份，偿付能力损耗依然很大。

不同产品结构对资本的消耗不同

传统保险、分红保险和万能保险对资本的需求比较高，因此随着承保年度的推移对资本的消耗不断增加，主要原因是这类产品的负债都具有保障成分，而且利率风险由保险公司自身承担。投连险的利率风险由保单持有人承担，因此对偿付能力的消耗较低。产险业务对资本的消耗主要源于业务快速增长，同时产险盈利能力较低也是偿付能力消耗的主要原因，即当年未分配盈余不足以满足实际资本增长的需求。

现阶段依靠自身盈利达到偿付能力自给自足都是徒劳的

现阶段保险公司处于上升期，即使保险公司不做红利分配，任何试图通过自身盈利实现偿付能力自身“造血”的想法都是徒劳的。这是因为会计准则虽然增加了会计利润，但是也增加了分红和税收支出，总体来看则是更多的现金流出企业。何况这种想法是不现实的，保险公司股东对分红也是有要求的。

偿付能力对股价的影响

由于保险上市公司较少，保险公司对资本的需求不会像银行一样对资本市场产生大的冲击。但是再融资问题是压制中国平安股价的一个因素。整体来看资本市场对保险业整体融资需求的反映没有对银行整体融资需求反映强烈。

保险

维持评级

买入

魏涛

weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

联系人：缴文超

jiaowenchao@csc.com.cn

010-85156335

发布日期：2011年6月30日

市场表现



相关研究报告

- | | |
|----------|-----------------------|
| 11.06.24 | 保险行业：看多保险股，寒冬已过，暖春来临 |
| 11.06.02 | 保险行业：行业月报 2011 年第 5 期 |
| 11.05.30 | 次级债——治标不治本的“止痛药” |



目录

一、为什么要进行偿付能力监管？	1
（一）为什么要监管偿付能力？	1
（二）偿付能力产生的原因	1
（三）偿付能力背后反映的是企业风险	2
二、为什么每年偿付能力消耗很大？	2
（一）偿付能力杠杆要求实际资本增速要更快.....	2
（二）最低资本的增加源于法定准备金的自然增长.....	4
三、实际资本增长是影响偿付能力的另一原因	6
（一）注资对实际资本的影响	7
（二）分红对实际资本的影响	8
（三）投资和公司盈利对实际资本的影响	8
四、不同产品结构对资本的消耗不同	10
五、寿险公司偿付能力预测方法	11
（一）最低资本相对稳定的预测方法	11
（二）实际资本的敏感性分析	12
六、产险公司偿付能力预测方法	12
七、投资策略和建议	14
（一）对监管政策有所消化，保险公司逐渐找到应对措施.....	14
（二）预计下半年投资状况会好于上半年	15
（三）地方债务危机隐忧现象，保险蓝筹重新被关注.....	15
（四）宏观政策负面因素会少于上半年，而且已经被市场预期.....	16
八、风险分析	16
附录一：平安寿险偿付能力情景测试	17
附录二：太保寿险偿付能力情景测试	18
附录三：中国人寿偿付能力情景测试	19



图表目录

表 1: 近三年来保险公司资产负债率	1
表 2: 主要寿险公司偿付能力变动	3
表 3: 2009-2010 年平安寿险资本变动情况	3
表 4: 不同死亡保障期间的 Ratio 取值	4
表 5: 30 岁男性 10 年期终身健康保险法定准备金和最低资本变化	4
表 6: 近年来保险公司长险法定准备金增长情况	5
表 7: 影响实际资本的因素	6
表 8: 上市保险公司实际资本和最低资本增速情况	7
表 9: 注资对偿付能力的影响	7
表 10: 分派 2009 年红利对 2010 年偿付能力的影响	8
表 11: 近年来上市保险公司投资收益情况	9
表 12: 不同基准准备金下现金流流出情况	10
表 13: 最低资本与长险法定准备金比值	11
表 14: 最低资本预测表	12
表 15: 平安产险偿付能力预测模型	13
表 16: 太保产险偿付能力预测模型	14
表 17: 平安寿险偿付能力情景测试	17
表 18: 太保寿险偿付能力情景测试	18
表 19: 中国人寿偿付能力情景测试	19
图 1: 法定准备金和最低资本变化曲线	4
图 2: 单张保单法定准备金变动	5
图 3: 考虑生存率后法定准备金变动	5
图 4: 实际资本与净资产之间的区别	6

一、为什么要进行偿付能力监管？

（一）为什么要监管偿付能力？

对偿付能力的要求实际上是对保险公司资本的要求，也是对企业风险的一种反映。

《保险公司偿付能力管理规定》将偿付能力定义为：

偿付能力充足率即资本充足率，是指保险公司的实际资本与最低资本的比率。保险公司应当具有与其风险和业务规模相适应的资本，确保偿付能力充足率不低于 100%。

因此偿付能力是监管层为了更好的维护保单持有人的利益而对保险企业实际资本做出的人为要求。即对于负债经营的企业，由于资产负债率比较高，因此需要对实际资本做出监管要求，以最大程度的降低保险公司的违约风险，因为充足的偿付能力能够给保单持有人以最大的安全性。

（二）偿付能力产生的原因

偿付能力产生的根本原因是保险公司高负债经营的属性，直接原因则来自于监管要求。

1. 高负债经营是偿付能力存在的根本原因

保险公司和银行一样，都是高负债性质的经营。如果保险公司投资资产的利率风险由客户承担，不需提供利率保障责任，那么对偿付能力的要求就会下降，因为代管的资产无需计入公司负债，资产运营的风险与保险公司无关。

正是因为保险公司对绝大部分产品和资产都提供了保障利率，因此保险公司资产负债率都很高，这与保险公司负债经营的本质有关。

表 1：近三年来保险公司资产负债率

上市公司	2010	2009	2008
中国平安	90.0%	90.2%	88.5%
中国太保	82.9%	80.9%	84.6%
中国人寿	85.1%	82.6%	86.3%

资料来源：上市公司年报、中信建投证券研究发展部

2. 监管要求是偿付能力存在的直接原因

如果金融企业 100% 负债经营，对于客户显然是不利的，因此监管的本质是最大程度保证客户利益。换句话说，如果保险产品的投资风险由客户自身承担（投连险），那么对于该类资产的偿付能力要求就可以降至最低。正是出于保护保单持有人的考虑，监管层要求保险公司持有更多的实际资本来增加负债的安全边际。因此监管是偿付能力产生的直接原因。



（三）偿付能力背后反映的是企业风险

虽然偿付能力计算出来只是一个比率，但反映的却是保险运营中存在的风险。正是由于风险的存在，才有了对偿付能力的要求。

目前发达国家偿付能力计算已经能够直接反映企业面临的风险，而我国目前采用隐含边际的方式计量风险。概括来说保险公司面临的风险包括：

1. 信用风险：持有资产面临的违约风险；
2. 利率风险：利率变动及资产贬值风险；
3. 承保风险：基于经营和定价产生的风险，与投资无关；
4. 运营及其他风险

二、为什么每年偿付能力消耗很大？

投资者普遍疑惑，为什么保险公司每隔 1-2 年就需要注资或融资？为什么保险公司每年对偿付能力消耗都很大？

我们先看一下偿付能力的计算公式：

偿付能力充足率=实际资本/最低资本

实际资本=认可资产-认可负债

因此对偿付能力的分析需要从实际资本和最低资本入手，任何影响实际资本和最低资本的因素都会对偿付能力充足率构成实质影响。

（一）偿付能力杠杆要求实际资本增速要更快

监管要求保险公司的实际资产要高于最低资本的要求。保险监管要求偿付能力充足率满足监管 II 类标准，这意味着只有偿付能力大于 150%，才能持续满足监管的要求。

$$\frac{\text{实际资本}}{\text{最低资本}} \geq 150\% \quad (\text{大于等于} 1.5 \text{倍})$$

假设保险公司期初偿付能力正好是 150%，那么 150%实际上产生的是一个 1.5 倍的杠杆。

只有最低资本和实际资本有相同比例的增长，150%的偿付能力充足率才不会下降，但是从绝对值角度看，实际资本要增长的更多，才能维持偿付能力，否则偿付能力就会陷入逐年下降的怪圈。



表 2：主要寿险公司偿付能力变动

公司	科目	2010	2009	2008	2007
平安寿险	实际资本	509.81	508.98	337.52	452.18
	最低资本	282.95	224.52	183.71	157.04
	偿付能力充足率	180.18%	226.70%	183.72%	287.94%
		2010	2009	2008	2007
太保寿险	实际资本	366.87	257.02	236.26	235.7
	最低资本	152.22	123.61	104.02	85.07
	偿付能力充足率	241.01%	207.93%	227.13%	277.07%
		2010	2009	2008	2007
中国人寿	实际资本	1237.69	1471.19	1245.61	1683.57
	最低资本	583.85	484.59	401.54	320.54
	偿付能力充足率	211.99%	303.59%	310.21%	525.23%

资料来源：上市公司年报、中信建投证券研究发展部

我们看一个简单的例子。

2009 年末平安寿险的偿付能力充足率为 226.7%，按照监管要求平安寿险 2010 年最低资本为 282.95 亿，相对于 2009 年增长 58.43 亿，最低资本增长 26%（ $58.43/224.52=26\%$ ）。

如果平安寿险要维持 2009 年 226.7% 的偿付能力的话，2010 年平安寿险实际资本应该为 $282.95 \times 226.7\% = 641.5$ 亿，相对于 2009 年，实际资本至少要增长 132.52 亿（ $641.5 - 508.98 = 132.52$ ）才能在 2010 年底维持 226.7% 的偿付能力。而 2010 年平安寿险的实际资本只增加了 0.83 亿。

因此使得 2010 年偿付能力不发生下降，最低资本增长了 26%，实际资本最低增速也要达到 26%，虽然增速相同就能维持偿付能力不下降，但是实际资本增加的绝对值却是最低资本的 2.27 倍（ $132.52/58.43=2.27$ 倍）。

表 3：2009-2010 年平安寿险资本变动情况

公司	科目	2010 年 (1)	2009 年 (2)	实际增长 (3)=(1)-(2)
中国平安	实际资本	509.81	508.98	0.83
	最低资本	282.95	224.52	58.43
	充足率	180.18%	226.70%	

资料来源：上市公司年报、中信建投证券研究发展部

（二）最低资本的增加源于法定准备金的自然增长

最低资本=法定准备金×4%+净风险保额×Ratio，Ratio 在 0.1%-0.3%之间，根据不同产品取不同数值。

表 4：不同死亡保障期间的 Ratio 取值

	5 年以上	3-5 年	3 年以下
Ratio	0.3%	0.15%	0.1%

资料来源：保监会、中信建投证券研究发展部

由于最低资本是基于法定准备金计算的，因此在保单结束之前，法定准备金的自然增长会对偿付能力的损耗常态化。即使保险公司停止开展新业务，对最低资本的要求也是逐年增加，偿付能力也是逐年下降。

我们举一张保单的案例（30 岁男性，10 年期交的终身健康保险，保额 10000 元）：

最低资本=法定准备金×5%（原因会在后文中讲解）

那么只要保单是有效的，该保单未来法定准备金和最低资本的变化如下：

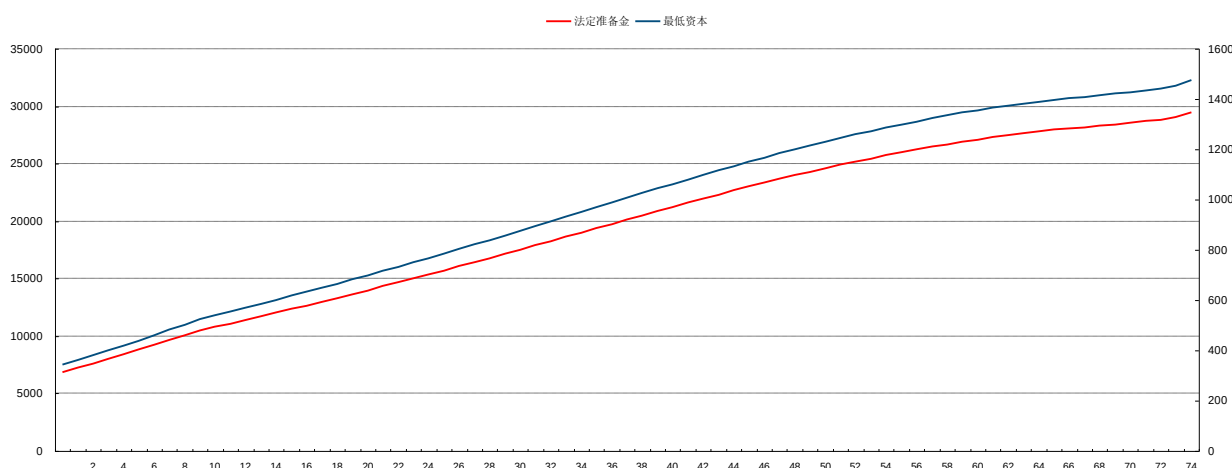
表 5：30 岁男性 10 年期终身健康保险法定准备金和最低资本变化

保单年度	1	2	3	4	5		71	72	73	74	75
法定准备金	6883	7244	7616	7998	8390		28555	28685	28844	29068	29488
最低资本	344	362	381	400	419		1428	1434	1442	1453	1474

资料来源：中信建投证券研究发展部

下图是法定准备金和最低资本曲线变化图：

图 1：法定准备金和最低资本变化曲线



资料来源：中信建投证券研究发展部

从上述图表可以看出，只要保单处于有效状态，最低资本就会随着法定准备金的增长而增长。因此最低资本的增长来自于存量法定准备金增长和新单法定准备金的增长。

换句话说，即使保险公司不做新业务，资本仍然会自然消耗。因此在保险业务上升阶段，任何寄希望通过保险公司自身盈利来实现资本自给自足的想法都是徒劳的。

这就解释了为何保险公司走不出融资和注资的怪圈。

法定资本金的增长来自于两部分：存量业务准备金的增加和新增业务。从下表可以看出，三家公司近年来法定准备金的增长相对稳定。中国平安 2008 年法定准备金增速只有 9.68%，这与当年富通事件有关系，我们不做评论。从目前存量业务情况看，保险公司存量业务法定准备金每年的增速大体为 20%，新单业务法定准备金大体为 4%。

表 6：近年来保险公司长险法定准备金增长情况

	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010
中国平安	28.04%	9.68%	22.35%	24.45%	23.86%	24.21%
中国人寿	12.49%	25.80%	22.34%	22.27%	23.99%	24.45%
中国太保	-	17.93%	17.41%	20.01%	23.54%	24.35%

资料来源：保监会、中信建投证券研究发展部

因此最低资本会随着存量业务准备金的增长而增长，除非法定准备金呈现下降的趋势（即法定准备金释放），否则在保单售出的几年内，对最低资本的需求会一直增加。这就决定了保险公司每做一单新业务，都需要在首期和未来若干年投入相应的资本来匹配保单承担的风险。

实际上对于存量业务准备金预测，由于存量业务的保单结构和保单年限各异，因此外部预测很难。因为每年都有新单生效，也会有存量保单因为给付和赔偿而释放准备金，因此对于最低资本的判断，需要综合过去业务情况和现有保单结构来判断，即需要从整体存量业务来判断当年法定准备金的趋势。如果存量准备金持续增加，最低资本也会持续增长，否则最低资本就会出现下降趋势。

图 2：单张保单法定准备金变动

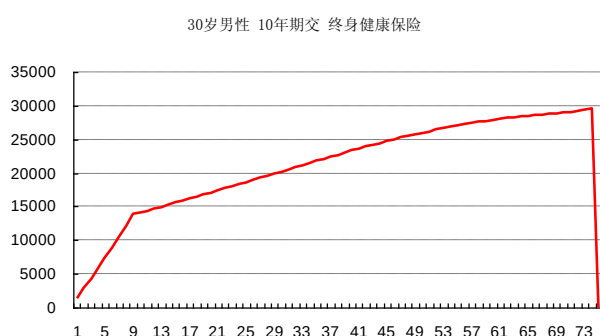
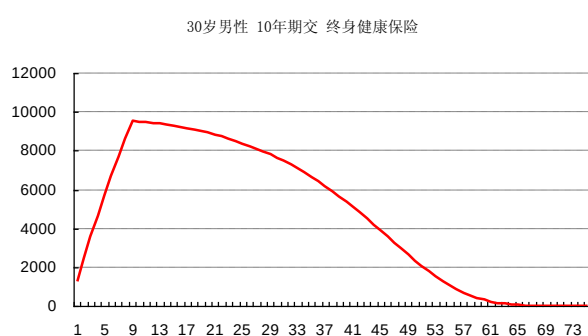


图 3：考虑生存率后法定准备金变动



资料来源：中信建投证券研究发展部

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 3 是一张考虑了生存率变化后的保单，即在第 13 个保单年度法定准备金达到最高点，之后法定准备金存量出现下降趋势，如果每年都有众多这种不同保单存在，对于存量准备金的整体趋势判断就会更难，

对于现有上市保险公司，一个显著特征是保单给付和赔偿高峰尚未来临，因此整体准备金存量仍处于增长通道中。这也能解释为何中国寿险业所有保险公司都对资本有持续的需求。

三、实际资本增长是影响偿付能力的另一原因

实际资本=认可资产-认可负债

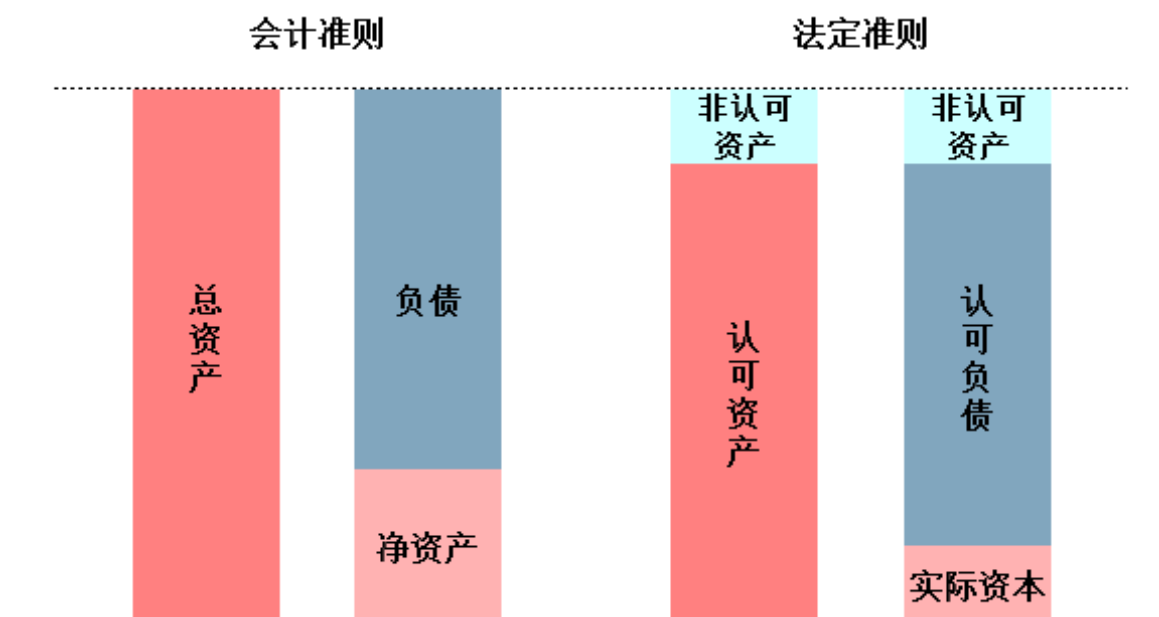
实际资本以市场变现价值为计算基础，因此金融资产公允价值的变动都要在实际资本中体现。认可资产和认可负债主要以市场变现价值计量，如电脑软件等耗材虽然属于会计意义上的资产，但是不计入认可资产。认可负债的计量包含了实际负债、准备金和或有负债。

实际资本主要包括：

1. 核心资本：股本投入、未分配盈余
2. 附属资本：次级债

我们可以从下图中看一下实际资本和净资产的区别。

图 4：实际资本与净资产之间的区别



资料来源：中信建投证券研究发展部

影响实际资本的因素主要有三个：注资、分红和投资。

表 7：影响实际资本的因素

影响实际资本因素	注资	分红	投资
影响方向	正面	负面	不确定

资料来源：中信建投证券研究发展部



（一）注资对实际资本的影响

注资是外部资本对实际资本的补充，因此注资能直接增加偿付能力，下表是我们扣除注资因素后实际资本和最低资本的增长情况。可以看出除 2007 年牛市外，近 3 年来实际资本增速远远低于最低资本的增速。

表 8：上市保险公司实际资本和最低资本增速情况

中国平安		2010	2009	2008	2007
寿险	实际资本	0.16%	-8.46%	-25.36%	88.54%
	最低资本	26.02%	22.21%	16.98%	19.91%
财险	实际资本	23.86%	4.38%	-17.32%	87.33%
	最低资本	65.05%	53.69%	22.19%	35.43%
中国太保		2010	2009	2008	2007
寿险	实际资本	-3.95%	8.79%	0.24%	-
	最低资本	23.15%	18.83%	22.28%	-
财险	实际资本	46.18%	17.86%	0.07%	-
	最低资本	51.44%	26.53%	17.86%	-
中国人寿		2010	2009	2008	2007
寿险	实际资本	-15.87%	18.11%	-26.01%	74.83%
	最低资本	20.48%	20.68%	25.27%	16.35%

资料来源：上市公司年报、中信建投证券研究发展部

偿付能力存在的杠杆性要求只有实际资本和最低资本增速相同的情况下，才能维持偿付能力充足率，并且实际资本增长的绝对值要远大于最低资本增长的绝对值。这也解释了从 2008 年之后，偿付能力逐年下降的原因。

注资是增加实际资本最快最有效的办法，注资方式主要包括股市融资、股东注资、次级债等外在补血方式。

表 9：注资对偿付能力的影响

公司	注资时间	注资额度	期初偿付能力	如果不注资偿付能力下降	注资后提升偿付能力	期末偿付能力
			(1)	(2)	(3)	(4)=(1)+(2)+(3)
平安产险	2011 年	50 亿	179.6%	-37.5%	45.1%	187.2%
太保寿险	2010 年	120 亿	207.9%	-45.7%	78.8%	241.0%
平安寿险	2009 年	200 亿	183.7%	-46.1%	89.1%	226.7%

资料来源：中信建投证券研究发展部

2009 年平安寿险注资 200 亿，提升期末偿付能力 89.1 个百分点，此次注资能够维持 3 年，即满足截止 2011 年底偿付能力的需求。2010 年太保寿险注资 120 亿，提升当年偿付能力 78.8 个百分点。平安产险 2011 年上半年注资 50 亿，预计提升 45 个百分点的偿付能力。

保险公司普遍采用注资一个主要原因是保险公司投资和盈利性不足，不足以实现自身造血循环。

在保险公司上市融资渠道不畅情况下，单纯注资不是股东义务，因此保险公司发行次级债券就成为补充资本的权益之计。但是监管对于次级债券的融资条件和融资规模有严格的限制，因此发行次级债也只能看作上市融资渠道不畅情况下的无奈之举，详见我们此前发布的研究报告《次级债——治标不治本的“止痛药”》。

（二）分红对实际资本的影响

实际上分红对实际资本的影响也可以理解为盈利对实际资本的影响，因为分红是建立在盈利分配的基础之上。分红代表资产流出企业，因此对实际资本是净损耗。公司分红对实际资本的消耗往往被人们忽视，实际上分红对偿付能力的消耗很大。

表 10：分派 2009 年红利对 2010 年偿付能力的影响

公司	2010 年最低资本 (1)	分红数额 (2)	分红弹性 (3)=(2)/(1)
中国人寿	583.85	200	34%
平安寿险	282.95	20	7.1%
太保寿险	152.22	20	13%

资料来源：中信建投证券研究发展部

2010 年中国人寿分配 2009 年红利支出 200 亿，仅此一项对偿付能力充足率的损耗就有 34 个百分点。

按照法定准备金 24% 的自然增长经验数据计算，中国人寿 2011 年底需要的最低资本为 724 亿，而 2011 年中国人寿分派 2010 年红利 113 亿，单此一项就需要消耗偿付能力 15.6 个百分点。

2010 年，中国平安全部现金红利分派 23 亿，而当年 2009 年寿险公司净利润为 103.74 亿，集团总净利润 144.82 亿，2010 年底平安寿险偿付能力为 180%，可见预期偿付能力下降已经限制了公司分红。2010 年平安寿险分派 2009 年红利按 20 亿计算，分红减少平安寿险偿付能力 7.1 个百分点。

2010 年中国太保分派 2009 年红利为 25.8 亿，2009 年太保寿险盈利 54 亿，集团合计净利润 73.56 亿，按太保寿险向太保集团分红 20 亿计算，太保寿险偿付能力下降 13 个百分点。

（三）投资和公司盈利对实际资本的影响

投资对保险公司而言是一把双刃剑，虽然会计准则将金融资产分为三类，但是无论何种方式的划分，投资资产公允价值变动最终都会在实际资本中体现。如果当年资本市场导致金融资产公允价值上升，实际资本就会增加，从而增厚偿付能力充足率，反之亦然。

在现有会计准则制度下，盈利和偿付能力之间的关系并不十分明显，其根本原因在于盈利和偿付能力计算的基础有着本质区别，盈利是基于会计准备金计量的，而偿付能力是基于法定准备金计算的。

1. 投资对实际资本的影响

从偿付能力充足率历年变动可以看出，投资对偿付能力正面影响只有 2007 年，2007 年股市出现牛市行情，保险公司权益投资水涨船高。2007 年平安寿险实际资本增长达 88.54%，平安产险实际资本增长达 97.33%，而最低资本增长分别为 19.91% 和 35.43%。实际资本增速远远高于最低资本，中国人寿 2007 年实际资本增速达 74.83%，而最低资本增速只有 16.35%，因此 2007 年上市公司偿付能力都大幅增加。

但是我们看到，除非出现大牛市行情，否则即使在 2009 年这种小牛市的行情中，投资收益的增长仍然不能满足资本的需求，其主要原因在于投资收益增加导致会计利润增加，而会计利润增加代表更多的分红和税收流

出企业。

表 11：近年来上市保险公司投资收益情况

中国人寿	2010	2009	2008	2007
投资资产	13362.45	11721.45	9374.03	8502.07
总投资收益率	5.11%	5.78%	3.48%	11.07%
中国平安	2010	2009	2008	2007
投资资产	7629.53	5897.13	4646.65	—
总投资收益率	4.90%	6.40%	-1.70%	14.10%
中国太保	2010	2009	2008	2007
投资资产	4333.85	3660.18	2880.74	—
总投资收益率	5.30%	6.30%	2.90%	—

资料来源：上市公司年报、中信建投证券研究发展部

2. 盈利对偿付能力的影响

市场总是质疑，保险公司每年盈利，为什么资本金仍然需要持续补充？

原因在于会计利润和偿付能力计算的基础不同。偿付能力是基于法定准备金计算的，或者说偿付能力的计算更加保守，而会计利润是基于会计准备金计算的。

如果利润基于法定准备金计量，那么将净利润扣除分红后，完全可以看作对实际资本的补充。但是会计利润往往大于法定准备金利润，这在一定程度上高估了保险公司当年的可分配盈余，造成的结果有两个，一是当年税收增加，一是分红增加，而无论会计准则如何，法定准备金利润都是不变的，但是由于税收和分红的增加，导致计入实际资本中的增加值减少。

总体来说，新会计准则准备金对偿付能力是不利的，我们看一个例证（30 岁男性，10 年期交终身健康险）。

从下表可以看出，虽然会计准则增加了保单发行初期的净利润，但是利润提升导致分红和税收支出增加，因此企业在新会计准则下实际上有更多的现金流出企业，这在一定程度上减少了实际资本。

如果偿付能力小于 150%，保监会可以做出限制公司分红的监管措施。也就是说如果按照法定准备金基础计算的偿付能力下降幅度过大，即使会计利润是正数，保险公司仍然不能进行分红。



表 12：不同基准准备金下现金流流出情况

保单年度	1	2	3	4	5	6	7
净现金流	317.57	820.73	894.24	941.74	948.38	953.24	949.73
实际税率	5%	5%	10%	10%	10%	12%	12%
会计准备金提转差	245.72	733.50	777.58	828.60	800.81	778.02	764.49
会计准则下税前利润	71.85	87.23	116.66	113.15	147.56	175.22	185.24
会计准则下税收支出	3.59	4.36	11.67	11.31	14.76	21.03	22.23
会计准则下净利润	68.25	82.87	104.99	101.83	132.81	154.20	163.01
分派红利（分红率 20%）	13.65	16.57	21.00	20.37	26.56	30.84	32.60
现金流出（税收+红利）	17.24	20.93	32.66	31.68	41.32	51.87	54.83
法定准备金提转差	943.52	876.38	811.97	813.32	803.99	781.24	759.79
法定准备金下税前利润	-625.96	-55.66	82.27	128.43	144.38	172.00	189.93
法定准备金下税收支出	-31.30	-2.78	8.23	12.84	14.44	20.64	22.79
法定准备金下净利润	-594.66	-52.88	74.05	115.58	129.95	151.36	167.14
法定准备金下分红（20%）	0.00	0.00	14.81	23.12	25.99	30.27	33.43
现金流出（税收+红利）	-31.30	-2.78	23.04	35.96	40.43	50.91	56.22
会计准则多支出现金流	48.54	23.72	9.63	-4.28	0.89	0.96	-1.39
偿付能力额度增加值	109.07	15.99	10.95	12.02	10.52	7.85	5.48
可分配赢余	-703.72	-68.87	63.09	103.57	119.43	143.51	161.66

资料来源：中信建投证券研究发展部

四、不同产品结构对资本的消耗不同

一般来说由于不同类型产品风险不同，对资本的需求也不同。传统保险、分红保险和万能保险对于资本的需求较高，主要原因是这类产品的负债都含有一定的保障成分，投资风险由保险公司承担。而投连险在累积阶段，其投资资产风险由保单持有人承担，保费被分拆，大部分以保户储金的形式持有，因此该类产品对资本的需求相对较低。

按保监会规定的计算标准，投资连结保险在计算偿付能力的时候，准备金系数为 1%，而传统保险、分红保险和万能保险的准备金系数为 4%。由于变额年金在国内试点实施，在偿付能力计算方式上，尚无明确规定。由于此前试点要求变额年金参照投连险规定，因此预计变额年金的准备金系数也为 1%。

$$\text{最低资本} = \text{法定准备金} \times \text{准备金系数} + \text{净风险保额} \times \text{Ratio}$$

产险和短期人身险计算最低资本的方法与寿险不同，虽然偿付能力管理规定要求非寿险最低资本要分别计算自留保费产生的资本需求和 3 年平均综合赔款（综合赔款包含当期赔款和当期提取的准备金）产生的资本需求，然后二者取最大值。但一般来说按照自留保费计算出的最低资本就是非寿险业务的最低资本。对于保费收入过亿的公司而言，最低资本可以下面公式简单计算。

最低资本=自留保费×16%

实际上，产险公司对偿付能力的消耗主要来自于业务的高速发展，因为当年自留保费中至少 16%要计算为最低资本，而产险公司实际资本需要增长更快才能达到偿付能力要求，可以预见的是只要产险保费增速维持，对于资本的需求就会不断增加。从近几年上市公司来看，产险资本都是在不断补充中。

五、寿险公司偿付能力预测方法

寿险公司偿付能力充足率=实际资本/最低资本

寿险公司偿付能力预测由两部分组成，实际资本预测和最低资本预测。

（一）最低资本相对稳定的预测方法

最低资本=法定准备金×4%+净风险×Ratio

而对于净风险，外部人员很难预测，因此我们需要找到一种绕过净风险的方法。通过对最低资本的持续研究，我们发现在计算最低资本的时候，有两个关系是比较稳定的，一是最低资本与长险法定准备金的比值，一是长险法定准备金的增速。

1. 最低资本与长险准备金比值

下表是最低资本与长险法定准备金的比值，透过表内的数据可以看出，中国太保和中国平安的比值相对稳定，而中国人寿比值呈现下降趋势，但是下降的趋势逐渐变缓。主要原因在于中国人寿法定准备金增速放缓，而法定准备金增速与保单期限和负债久期相关。

如果这一趋势是稳定的，那么我们只需要预测未来长险法定准备金增长，我们就可以对最低资本进行预测。

表 13：最低资本与长险法定准备金比值

	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010+
中国平安	4.65%	4.68%	4.54%	4.60%	4.60%	4.60%
中国人寿	5.22%	5.22%	5.16%	5.15%	5.08%	5.04%
中国太保	4.74%	4.68%	4.68%	4.68%	4.68%	4.68%

资料来源：中信建投证券研究发展部

2. 法定准备金增长

法定资本金的增长来自于两部分，一是存量业务准备金的增加，一是新增业务。从表 6 可以看出，三家公司近年来法定准备金的增长相对稳定。我们认为未来几年法定准备金增速会维持在 24%左右，因此用 24%作为基准增速（我们可以改变 24%这个参数进行敏感性分析）。

3. 最低资本预测

下表是基于上述假设，对上市公司最低资本的预测。

表 14：最低资本预测表

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中国平安	283	351	435	539	669	830	1029
中国太保	152	189	234	290	360	446	553
中国人寿	584	724	898	1113	1380	1712	2122

资料来源：中信建投证券研究发展部

（二）实际资本的敏感性分析

对实际资本影响最大的因素是：注资、分红和投资。

从静态角度分析，构建模型的时候我们主要是对投资进行分析，因为注资不能透过历史数据进行预测。

对实际资本影响的另一个因素就是分红。2010 年中期实际资本同比下降 18%，而不考虑分红则实际资本几乎与 2009 年底持平。

投资对实际资本的影响主要体现在浮盈浮亏上。2007 年资本市场繁荣的时候，中国人寿和中国平安的实际资本净增长分别为 75%和 89%，主要是因为认可资产中浮盈增加远远大于负债的增长。但是 2008 年中国人寿和中国平安实际资本却分别下降 26%和 25%，这主要由于投资收益大幅下降。

实际上对实际资本的预测很难准确完成，因为这里面涉及的因素太多。而实际资本与财务报表净资产的差别在于，实际资本在计算过程中对净资产进行了折价，因为实际资本主要考虑的是变现价值。因此任何基于财务报表对实际资本的预测都是徒劳的。

有模型在对实际资本预测中，往往将未来年份净利润揉合到实际资本的增长中去，实际上这种方法也是错误的。因为实际资本的计算是基于法定准备金完成的，而净利润是基于会计准则计算的，二者没有直接的关系，具体原因我们已经在上文介绍。

对于实际资本预测最好的方式是采用敏感性分析，因为这种测算方法下产生的是寿险公司偿付能力分布的截面数据，而从一组分布数据中能够更好的看出偿付能力的变动趋势和变动区间，而点预测实质意义不大。

在不考虑股市有 2007 年大行情的前提下，我们可以将实际资本的增速设定在 4%~15%之间，然后对每类增速进行测试，最终可以获得一组敏感性结果。我们在本文的附录中列示了敏感性结果，请参考文后的附录。

六、产险公司偿付能力预测方法

产险公司偿付能力预测方法比较直观，这与产险业务期限短有关。

产险偿付能力计算方法为：

最低资本 = Max（最低资本 A，最低资本 B）

其中：

最低资本 A = 1 亿 × 18% + (自留保费 - 1 亿) × 16%

最低资本 B = 0.7 亿 × 26% + (最近 3 年综合赔款金额 - 0.7 亿) × 23%

需要指出的是：

自留保费 = 保费收入 - 分出保费 + 分入保费 - 营业税金及附加

综合赔款金额除了财务报表披露的赔款净支出外，还包括当期提取的准备金增加额。

表 15：平安产险偿付能力预测模型

中国平安		2012	2011	2010	2009	2008	2007
财险	实际资本	217.90	207.52	150.02	72.68	50.47	48.95
	最低资本	144.10	110.85	83.53	50.61	32.93	26.95
	充足率	151.21%	187.20%	179.60%	143.61%	153.26%	181.63%
平安财险注资（亿）			50	60	20	10	
最低资本的计算							
保费收入	(1)	1080.75	831.34	625.07	387.74	270.14	216.66
分出保费	(2)	118.88	91.45	67.32	48.64	47.63	35.29
分入保费	(3)	3.51	2.70	2.03	1.29	1.19	0.85
营业税金及附加	(4)	64.84	49.88	34.34	21.95	15.38	12.78
自留保费	(5)	900.53	692.71	525.44	318.44	208.32	169.44
最低资本 A	(6)	144.10	110.85	84.09	50.97	33.35	27.13
综合赔款金额	(9)	432.30	332.54	252.36	162.35	144.94	96.51
最低资本 B	(10)	78.76	67.28	42.93	30.98	24.03	
最低资本 Max (A, B)	(11)	144.10	110.85	84.09	50.97	33.35	
比率分析							
分出保费占比	(12)	11%	11%	11%	13%	18%	16%
分入保费占比	(13)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
营业税金占比	(14)	6%	6%	5%	6%	6%	6%
自留保费占比	(15)	83%	83%	84%	82%	77%	78%
综合赔款占比	(16)	40%	40%	40%	42%	54%	45%
增长假设							
保费增速	(17)	30%	33%				
实际资本增速	(18)	5%	5%				

资料来源：中信建投证券研究发展部

平安产险 2011 年将注资 50 亿，假设全年保费增长 33%，2011 年底偿付能力在 187% 附近，我们之所以将实际资本增速设置在 5%，主要考虑这一增速与全年总资产收益率相当，而且 5% 隐含考虑了分红等因素。但是从模型中看出，如果 2012 年保费增速达到 30%，2012 年平安产险资本压力仍然很大。



表 16：太保产险偿付能力预测模型

中国太保		2012	2011	2010	2009	2008	2007
财险	实际资本	132.49	126.18	102.66	70.23	59.59	59.55
	最低资本	80.60	70.09	61.32	40.49	32	27.15
	充足率	164.38%	180.03%	167.42%	173.45%	186.22%	219.34%
太保产险注资（亿）			18.39				
最低资本的计算							
保费收入	(1)	682.70	593.65	516.22	342.89	278.75	234.74
分出保费	(2)	139.35	121.18	105.37	71.57	65.05	50.67
分入保费	(3)	1.23	1.07	0.93	0.62	0.58	0.49
营业税金及附加	(4)	40.96	35.62	30.97	20.57	16.73	14.0844
自留保费	(5)	503.62	437.93	380.81	251.37	197.56	164.53
最低资本 A	(6)	80.60	70.09	60.95	40.24	31.63	26.34
综合赔款金额	(9)	273.08	237.46	200.43	152.02	132.08	100.07
最低资本 B	(10)	54.47	50.38	37.17	29.47	26.72	23.04
最低资本 Max (A, B)	(11)	80.60	70.09	60.95	40.24	31.63	26.34
比率分析							
分出保费占比	(12)	20%	20%	20.41%	21%	23%	22%
分入保费占比	(13)	0%	0%	0%	0%	0%	0%
营业税金占比	(14)	6%	6%	6%	6%	6%	6%
自留保费占比	(15)	74%	74%	74%	73%	71%	70%
综合赔款占比	(16)	40%	40%	39%	44%	47%	43%
增速假设							
保费增速	(17)	15%	15%				
实际资本增速	(18)	5%	5%				

资料来源：中信建投证券研究发展部

太保产险 2011 年增加资本 18.39 亿，如果 2011 年保费增速在 15% 附近，2011 年底太保产险偿付能力将达到 180% 附近，2012 年资本存在压力。

2011 年上半年中国人保增发 100 亿，同时发行 50 亿次级债。中国人寿也向中国人寿财险增资 40 亿。包括次级债在内，2011 年上半年产险掀起一轮增资潮。

七、投资策略和建议

从上半年保险股表现看，我们认为估值已经具备吸引力，预计下半年保险经营和投资都要好于上半年。因此我们认为保险股可以择机买入。从策略角度看，下半年保险股操作还需要波动为主，需要注意把握卖点。配置上，三家公司都可配置。

我们认为下半年好于上半年的理由：

（一）对监管政策有所消化，保险公司逐渐找到应对措施

虽然上半年监管政策使保险公司措手不及，但是保险公司也在通过自身的调整来应对监管。而且从第二季度保费数据来看，保险公司新单保费增长逐渐稳定，而且有所提升。

1. 产品策略对销售有直接的影响，保险公司通过产品策略调整，能够实现改善营销的功能

产品策略主要包括卖什么产品，卖多少年期交产品，我们一直认为决定保费增速的因素不是基数原因，而是产品策略，而这取决于如何更好的理解市场需求。从 4-5 月份数据判断，2011 年下半年保费增速会更加稳定，而且稳中有升。实际上产品策略调整从 5 月份就大规模开始，通过停售万能、过期的分红险，替代以新产品适应市场，能够达到调整新单数据的作用。

2. 非寿险业绩和非保险业绩将成为拉动业绩的助推剂。

我们考虑这样一个逻辑，如果寿险业绩已经跌至低谷，至少说明寿险业绩不再下降，那么我们只要在此基础上挖掘新的业绩增长点，那么就可以抓住保险业绩的亮点。

产险公司已赚保费是按照时间确认的，即 2010 年 6 月 30 日卖出的保单，在 12 月 31 日进行评估时，只确认一半保费，另一半递延到 2011 年来确认，因此即使 2011 年保费增速放缓，2011 年已赚保费仍有一半是从 2010 年递延过来的，因此来说 2011 年保费放缓对当年业绩影响不大，但是对 2012 年业绩影响会更大。那么只要综合成本率有适当提升，哪怕只有 0.5%，对于业绩的释放也很大。

一季报后，我们得到的数据是中国太保综合成本率下降到 91% 以下（2010 年 93.7%），平安产险和去年差不多，如果 2011 年底综合成本率能够维持，那么太保产险就可以释放出更多的利润。相比之下平安产险综合成本率的改善空间仍然存在。

非保险业绩主要适用于中国平安，平安信托业务直接受益于通胀环境，因为通胀造成银行资金面的紧缩，从而增加对信托产品的需求。从 2010 年平安证券的年报中可以看出，平安证券佣金收入对经纪业务的依赖度只有 28%，预计平安证券仍然会释放承销业务的业绩，而银行方面的业绩则更加确定。

（二）预计下半年投资状况会好于上半年

上半年 A 股市场行情几乎达到最糟糕地步，因此预计下半年不会比上半年再差。而只要 A 股稍有好转，保险公司下半年投资收益就会有好转。A 股回暖首先会反映在保险权益投资中，而债券投资则是稳定保险公司投资收益的定海神针，如果说债券收益只是保底功能，那么权益投资则是提升投资收益最有弹性的部分。

这也是行情启动初期保险股的弹性大的原因，因为权益投资收益的提升会直接反映在当年的业绩和净资产中。

（三）地方债务危机隐忧现象，保险蓝筹重新被关注

据审计署报告 2010 年底地方政府性债务余额 10.72 万亿元，约占 2010 年 GDP 的四分之一，财政收入的 1.3 倍。虽然云南公路开发投资公司和上海市政府下辖的一家城投公司违约事件得以平息和否认，但是将近 11 万亿的债务风险很大，因此银行系统性风险增加。

同属于近日股，保险蓝筹则独善其身，虽然增速放缓，但是不存在系统性风险。因此下半年保险蓝筹会被



市场重新认识。

（四）宏观政策负面因素会少于上半年，而且已经被市场预期

如果通胀常态化，宏观经济可能会主动适应这种常态化要求，那么作为十二五开局的首年，政府可能会启动财政政策推动经济前行，因为货币政策效用几乎没有。那么以此看来，下半年政策面的利好会多于利空

八、风险分析

通胀环境导致政策波动性大，需要注意政策性风险。

资本市场波动使得业绩预测的可靠性下降。

附录一：平安寿险偿付能力情景测试

表 17：平安寿险偿付能力情景测试

情景	实际资本增速	准备金增速	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	4.0%	24.0%	287.9%	183.7%	226.7%	180.2%	151.1%	126.7%	106.3%	89.2%	74.8%	62.7%
2	5.0%	24.0%	287.9%	183.7%	226.7%	180.2%	152.6%	129.2%	109.4%	92.6%	78.4%	66.4%
3	6.0%	24.0%	287.9%	183.7%	226.7%	180.2%	154.0%	131.7%	112.6%	96.2%	82.2%	70.3%
4	7.0%	24.0%	287.9%	183.7%	226.7%	180.2%	155.5%	134.2%	115.8%	99.9%	86.2%	74.4%
5	8.0%	24.0%	287.9%	183.7%	226.7%	180.2%	156.9%	136.7%	119.0%	103.7%	90.3%	78.7%
6	9.0%	24.0%	287.9%	183.7%	226.7%	180.2%	158.4%	139.2%	122.4%	107.6%	94.6%	83.1%
7	10.0%	24.0%	287.9%	183.7%	226.7%	180.2%	159.8%	141.8%	125.8%	111.6%	99.0%	87.8%
8	11.0%	24.0%	287.9%	183.7%	226.7%	180.2%	161.3%	144.4%	129.2%	115.7%	103.6%	92.7%
9	12.0%	24.0%	287.9%	183.7%	226.7%	180.2%	162.7%	147.0%	132.8%	119.9%	108.3%	97.8%
10	13.0%	24.0%	287.9%	183.7%	226.7%	180.2%	164.2%	149.6%	136.4%	124.3%	113.2%	103.2%

资料来源：中信建投证券研究发展部

注释：

充足 I 类 偿付能力不足类

附录二：太保寿险偿付能力情景测试

表 18：太保寿险偿付能力情景测试

情景	实际资本增速	准备金增速	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	4.0%	24.0%	277.1%	233.6%	207.9%	241.0%	202.1%	169.5%	142.2%	119.3%	100.0%	83.9%
2	5.0%	24.0%	277.1%	233.6%	207.9%	241.0%	204.1%	172.8%	146.3%	123.9%	104.9%	88.8%
3	6.0%	24.0%	277.1%	233.6%	207.9%	241.0%	206.0%	176.1%	150.6%	128.7%	110.0%	94.0%
4	7.0%	24.0%	277.1%	233.6%	207.9%	241.0%	208.0%	179.5%	154.9%	133.6%	115.3%	99.5%
5	8.0%	24.0%	277.1%	233.6%	207.9%	241.0%	209.9%	182.8%	159.2%	138.7%	120.8%	105.2%
6	9.0%	24.0%	277.1%	233.6%	207.9%	241.0%	211.9%	186.2%	163.7%	143.9%	126.5%	111.2%
7	10.0%	24.0%	277.1%	233.6%	207.9%	241.0%	213.8%	189.7%	168.2%	149.3%	132.4%	117.5%
8	11.0%	24.0%	277.1%	233.6%	207.9%	241.0%	215.7%	193.1%	172.9%	154.8%	138.5%	124.0%
9	12.0%	24.0%	277.1%	233.6%	207.9%	241.0%	217.7%	196.6%	177.6%	160.4%	144.9%	130.9%
10	13.0%	24.0%	277.1%	233.6%	207.9%	241.0%	219.6%	200.1%	182.4%	166.2%	151.5%	138.0%

资料来源：中信建投证券研究发展部

注释：

充足 I 类
 偿付能力不足类

附录三：中国人寿偿付能力情景测试

表 19：中国人寿偿付能力情景测试

情景	实际资本增速	准备金增速	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	4.0%	24.0%	525.2%	310.2%	303.6%	212.0%	162.2%	136.0%	114.1%	95.7%	80.3%	67.3%
2	5.0%	24.0%	525.2%	310.2%	303.6%	212.0%	163.9%	138.8%	117.5%	99.5%	84.3%	71.4%
3	6.0%	24.0%	525.2%	310.2%	303.6%	212.0%	165.6%	141.6%	121.0%	103.5%	88.4%	75.6%
4	7.0%	24.0%	525.2%	310.2%	303.6%	212.0%	167.3%	144.4%	124.6%	107.5%	92.8%	80.0%
5	8.0%	24.0%	525.2%	310.2%	303.6%	212.0%	169.0%	147.2%	128.2%	111.7%	97.3%	84.7%
6	9.0%	24.0%	525.2%	310.2%	303.6%	212.0%	170.7%	150.1%	131.9%	116.0%	101.9%	89.6%
7	10.0%	24.0%	525.2%	310.2%	303.6%	212.0%	172.4%	153.0%	135.7%	120.4%	106.8%	94.7%
8	11.0%	24.0%	525.2%	310.2%	303.6%	212.0%	174.2%	155.9%	139.6%	124.9%	111.8%	100.1%
9	12.0%	24.0%	525.2%	310.2%	303.6%	212.0%	175.9%	158.8%	143.5%	129.6%	117.0%	105.7%
10	13.0%	24.0%	525.2%	310.2%	303.6%	212.0%	177.6%	161.8%	147.5%	134.4%	122.5%	111.6%

资料来源：中信建投证券研究发展部

注释：

 充足 I 类
  偿付能力不足类



分析师介绍

魏涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。