

资负共振推升ROE回暖，过渡期因子逐步调整 ——从1Q23偿二代二期工程季报看头部寿险公司经营质效

日期：2023年6月27日

首席分析师：胡翔

执业证书编号：

S0600516110001

联系邮箱：

hux@dwzq.com.cn

证券分析师：葛玉翔

执业证书编号：

S0600522040002

联系邮箱：

geyx@dwzq.com.cn

手机：13761633787

证券分析师：朱洁羽

执业证书编号：

S0600520090004

联系邮箱：

zhujieyu@dwzq.com.cn

- ▶ **头部险企陆续披露1Q23偿二代二期工程报告摘要，我们根据【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇）】，通过标准化打分加总的形式给样本寿险公司的季度经营、盈利能力、资本效率进行综合评分，标准化得分由高至低为友邦人寿、新华人寿、泰康人寿、平安寿险、人民人寿、中国人寿、太平人寿和太保人寿。**
- ▶ **偿付能力充足率变化：最低资本环比上升幅度略高于实际资本，核心资本环比下降，使得偿付能力充足率下滑。1Q23末样本寿险公司平均核心偿付能力充足率为130.6%，环比4Q22下降1.0pct.；综合偿付能力充足率为212.1%，环比4Q22下降4.4pct。**具体来看部分头部险企因“一司一策”调整过渡期政策（如保单未来盈余在核心资本中占比），使得核心资本环比出现下降。
- ▶ **寿险公司经营指标分析：保费增速企稳&投资收益回暖，推升ROE改善。**1Q23样本寿险公司合计实现保险业务收入8,682亿元，期末净资产为1.19万亿元；受益于权益市场反弹影响，1Q23样本寿险公司净利润533亿元，同比增加6.21%。1Q23样本寿险公司平均净资产收益率为4.61%，平均投资收益率为0.86%，平均综合投资收益率为1.37%（1Q22分别为：4.35%、0.88%、-0.20%）。从盈利能力来看，ROE由高至低为人民人寿（7.2%）、友邦人寿（7.2%）、平安寿险（6.1%）、新华人寿（5.5%）、泰康人寿（5.2%）、中国人寿（3.8%）、太平人寿（3.2%）、太保人寿（2.2%）。本期太保寿险表现相对较弱主要与公司当期投资收益率（0.68%）低于同业所致。
- ▶ **实际资本分析：1Q23样本寿险公司期末实际资本为30,704亿元，环比4Q22增加1.1pct.；核心资本为18,907亿元，环比4Q22下降4.0pct.**。1Q23样本寿险公司核心一级资本、核心二级资本、附属一级资本和附属二级资本在核心资本中占比分别为57.7%、3.9%、37.9%和0.5%（4Q22末为56.8%、3.9%、38.8%和0.4%）。具体来看，“保单未来盈余/保险合同负债”表征存量保单盈利能力，1Q23末排名前三甲为泰康人寿、友邦人寿、平安寿险。
- ▶ **资本效率分析。**我们以逐季披露的“保单未来盈余/最低资本”指标来分析资本经营的效率，该指标内涵是每消耗1单位要求资本所能创造的长期保单未来盈利，该比值越高表明人身险公司单位资本消耗越低，排名前三甲为友邦人寿、泰康人寿、太保人寿。

- **最低资本分析：**1Q23末样本寿险公司寿险业务保险风险、非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为26%、1%、60%和13%（4Q22末为27%、1%、59%和13%）。具体来看，1Q23末友邦人寿寿险业务保险风险最低资本占比最高（达42%，平均为26%），表征更加“保险姓保”，其中退保风险最低资本下降是导致保险风险最低资本下降的核心原因，同时友邦人寿寿险业务信用风险最低资本最低（达8%，平均为13%）。人民人寿信用风险最低资本提升最大（达4.5%），主要受新增信托计划等影响；新华人寿信用风险最低资本降幅最大（达-11.0%），主要受公司资产结构变化及资本市场波动的影响。同时，风险分散效应有所增强。
- **投资建议：**通过我们建立的【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇）】能够更清晰且更高频率地分析样本寿险公司的季度经营情况、盈利能力水平和资本效率水平，并可横向和纵向进行比较分析，有助于市场更全面地分析上市公司基本面，优质上市公司估值溢价或将进一步提升。近期人民币汇率持续破“7整数关口”、高频中观数据显示企业盈利仍处于低位、市场对昆明城投债务风险关注抬头等因素交织影响，是拖累板块估值回调的重要原因。6月以来市场对“降息”预期逐步升温，我们预计月末LPR如期下调后，更应关注对政策落地后经济改善预期升温，而不是对险资投资收益率的担忧，当前估值隐含的投资收益率已较为充分反映投资收益率压力。推荐顺序：中国太保、新华保险、中国人寿和中国平安。积极关注中国财险。
- **风险提示：**1) 二期工程下偿付能力报告为摘要，相关指标解读与实际经营结果与风险水平可能存在偏差；2) 股市波动导致投资收益下滑；3) 预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加



■ 1. 引言：偿二代二期工程1Q23报告摘要披露

■ 2. 主要指标结果分析

■ 3. 实际资本分析

■ 4. 最低资本分析

■ 5. 主要结论与投资建议

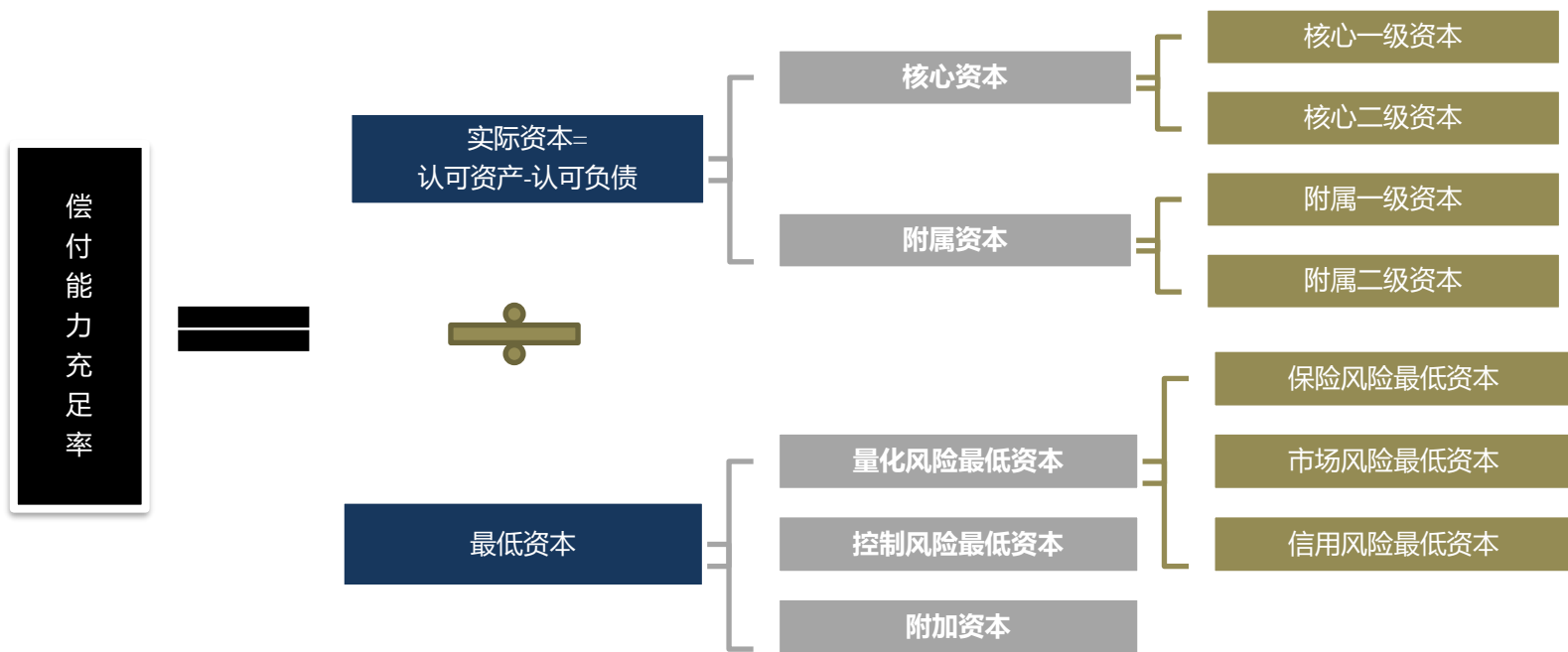
■ 6. 风险提示

1. 引言：偿二代二期工程1Q23报告摘要披露

▶ 偿付能力充足率计算框架

- 核心偿付能力充足率=核心资本/最低资本，衡量高质量资本的充足状况，监管最低要求50%。
- 综合偿付能力充足率=（核心资本+附属资本）/最低资本，衡量资本的总体充足状况，监管最低要求100%。

图：偿付能力充足率计算框架



数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：二期工程下，实际资本和最低资本相比一期工程同时下降，但分子实际资本下降幅度更大，因子偿付能力充足率水平整体出现行业性下滑

1.2 评价体系

- 我们建立了【东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系】，通过标准化打分加总的形式给样本寿险公司的季度经营、盈利能力、资本效率进行综合评分。具体指标如下：



1.3 样本寿险公司选择

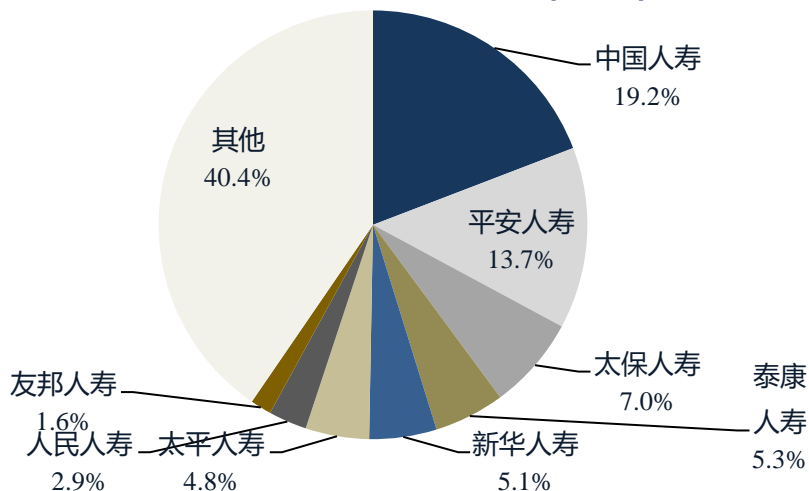
我国人身险行业呈现较强的龙头效应，头部公司无论是保费规模还是盈利能力均显著优于中小公司

- 我们选取了传统老七家国内寿险公司（中国人寿、平安人寿、太保人寿、泰康人寿、新华人寿、太平人寿、人民人寿）和外资独资寿险代表友邦人寿，合计8家公司作为样本进行分析。上述八家保险公司2022年原保费收入占到行业总保费的59.6%；净利润占到行业的104.1%，具有相当代表性。

样本寿险公司中，太保人寿、太平人寿、泰康人寿申请过渡期政策

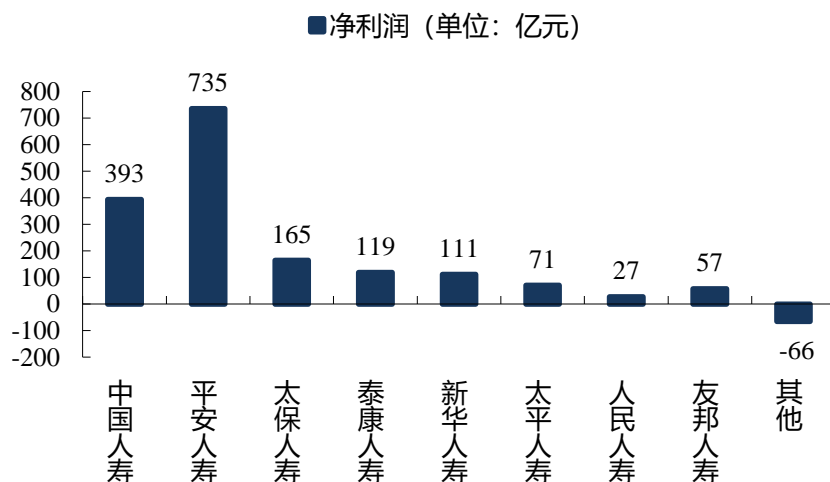
- 因新旧规则切换导致核心/综合偿付能力充足率大幅下降，或跌破具有监管行动意义的临界点（如综合偿付能力充足率降至150%/120%/100%以下，核心偿付能力充足率降至75%/60%/50%以下）的保险公司，可向银保监会申请过渡期政策。

图：样本人身险公司原保费收入占比（2022）



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：样本人身险公司2022年净利润与行业比较



数据来源：银保监会，东吴证券研究所，13个精算师
注：选取截至23年4月披露偿报数据的73家寿险公司

1.4 主要结论

- 标准化得分由高至低为友邦人寿(4.9)、新华人寿(3.4)、泰康人寿(3.0)、平安寿险(2.9)、人民人寿(2.3)、中国人寿(2.0)、太平人寿(1.1)、太保人寿(0.6)。

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇，评价时间：1Q23）

指标名称	计算指标	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
财务指标	规模保费同比增速 (+)	6.9%	15.6%	-3.7%	15.7%	1.7%	5.9%	4.2%	16.8%
	综合退保率 (-)	0.4%	0.9%	0.7%	1.1%	0.7%	0.8%	2.5%	0.3%
	ROE (+)	3.8%	6.1%	2.2%	5.2%	5.5%	3.2%	7.2%	7.2%
	综合投资收益率 (+)	1.2%	1.4%	1.5%	1.3%	1.8%	1.4%	1.7%	1.1%
保单盈利能力	保单未来盈余/保险合同负债 (+)	6.3%	6.5%	5.6%	10.5%	5.2%	4.6%	3.7%	9.7%
净资产稳健性	净资产/核心资本 (+)	62.7%	60.9%	59.3%	66.2%	68.7%	70.0%	71.5%	38.7%
过渡期安排因子	保单未来盈余在核心资本中占比 (超过35%扣减-)	35.0%	33.6%	45.0%	45.1%	34.7%	45.0%	26.2%	35.0%
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	18.2%	33.9%	26.9%	26.0%	30.7%	30.6%	22.3%	43.6%
资本经营效率	保单未来盈余/最低资本 (+)	51.6%	40.5%	52.2%	76.4%	51.3%	42.8%	32.7%	81.8%
承保经营杠杆倍数 (潜在分红能力)	假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产 (-)	64.4%	114.3%	122.3%	138.8%	53.9%	146.6%	76.9%	-2.0%
标准化得分		2.0	2.9	0.6	3.0	3.4	1.1	2.3	4.9

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

注：计算指标中红色为正向指标，越高赋分越高，绿色为负向指标，越低赋分越低

1.4 主要结论

- 标准化得分由高至低为友邦人寿(4.9)、新华人寿(3.4)、泰康人寿(3.0)、平安寿险(2.9)、人民人寿(2.3)、中国人寿(2.0)、太平人寿(1.1)、太保人寿(0.6)。

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇，评价时间：1Q23）

标准化	计算指标	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
财务指标	规模保费同比增速 (+)	0.5	0.9	-	0.9	0.3	0.5	0.4	1.0
	综合退保率 (-)	-0.0	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2	-1.0	-
	ROE (+)	0.3	0.8	-	0.6	0.7	0.2	1.0	1.0
	综合投资收益率 (+)	0.2	0.3	0.5	0.3	1.0	0.5	0.8	-
保单盈利能力	保单未来盈余/保险合同负债 (+)	0.4	0.4	0.3	1.0	0.2	0.1	-	0.9
净资产稳健性	净资产/核心资本 (+)	0.7	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0	-
过渡期安排因子	保单未来盈余在核心资本中占比 (超过35%扣减-)	0.0	0.1	-0.5	-0.5	0.0	-0.5	0.5	0.0
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	-	0.6	0.3	0.3	0.5	0.5	0.2	1.0
资本经营效率	保单未来盈余/最低资本 (+)	0.4	0.2	0.4	0.9	0.4	0.2	-	1.0
承保经营杠杆倍数 (潜在分红能力)	假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产 (-)	-0.4	-0.8	-0.8	-0.9	-0.4	-1.0	-0.5	-
标准化得分		2.0	2.9	0.6	3.0	3.4	1.1	2.3	4.9

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

注：计算指标中红色为正向指标，越高赋分越高，绿色为负向指标，越低赋能越低

2. 主要指标结果分析

2.1. 偿付能力充足率：核心与综合指标环比均有下降

- **最低资本环比上升幅度略高于实际资本，核心资本环比下降，使得偿付能力充足率下滑**
 - 1Q23样本寿险公司期末实际资本为30,704亿元，较上季度末环比增加1.1%，其中核心资本较上季末环比减少4.0%至18,907亿元；期末最低资本为14,475亿元，较上季度末环比增加3.2%。
- **友邦、泰康、新华核心偿付能力充足率绝对水平降幅相对较大，1Q23末样本寿险公司核心偿付能力充足率环比下降1.0pct.至130.6%，综合偿付能力充足率环比下降4.4pct.至212.1%**
 - 从核心偿付能力充足率来看，1Q23环比4Q22末，增幅由高至低为人民人寿(7.3pct.)、新华人寿(6.1pct.)、中国人寿(3.9pct.)、友邦人寿(2.4pct.)、太平人寿(-1.6pct.)、泰康人寿(-3.6pct.)、平安寿险(-3.7pct.)、太保人寿(-16.0pct.)。

表：样本寿险公司1Q23偿付能力变化表（1Q23环比4Q22末）

偿付能力水平 1Q23	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
认可资产环比	3.8%	2.8%	2.8%	7.0%	6.3%	4.7%	2.1%	5.3%	3.9%
认可负债环比	3.6%	3.9%	5.0%	8.0%	6.8%	5.5%	3.1%	5.6%	4.6%
实际资本环比	4.9%	-1.3%	-6.6%	2.1%	4.3%	1.0%	-2.7%	4.7%	1.1%
最低资本环比	3.2%	1.9%	2.3%	6.0%	5.3%	2.7%	7.3%	5.7%	3.2%
核心资本环比	-2.3%	-12.4%	-9.9%	2.3%	9.9%	1.0%	3.8%	6.8%	-4.0%
期末核心偿付能力充足率	147.5%	120.4%	116.0%	102.1%	146.6%	95.2%	125.1%	233.6%	130.6%
核心偿付能力充足率变化	3.9.pct.	-3.7.pct.	-16.pct.	-3.6.pct.	6.1.pct.	-1.6.pct.	7.3.pct.	2.4.pct.	-1.pct.
期末综合偿付能力充足率	210.2%	212.8%	199.0%	203.8%	235.8%	190.4%	184.7%	380.2%	212.1%
综合偿付能力充足率变化	3.4.pct.	-6.9.pct.	-19.pct.	-7.7.pct.	-2.4.pct.	-3.3.pct.	-18.9.pct.	-3.7.pct.	-4.4.pct.

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

2.1. 偿付能力充足率指标

▶ 样本寿险公司预计2Q23偿付能力充足率仍下降，国寿、泰康和人民人寿逆势上升

- 2Q23相比1Q23末，样本寿险公司预计最低资本2Q23环比继续上升3.2%，而实际资本2Q23环比小幅上升1.4%。
- 2Q23相比1Q23末，样本寿险公司核心偿付能力充足率变化幅度由高至低为泰康人寿(7.0pct.)、中国人寿(2.5pct.)、人民人寿(1.0pct.)、太保人寿(-2.0pct.)、太平人寿(-2.1pct.)、平安寿险(-6.6pct.)、新华人寿(-8.7pct.)、友邦人寿(-12.8pct.)。

表：样本寿险公司1Q23偿付能力下季度预测值 (2Q23环比1Q23末)

1Q23偿付能力表 (下季度预测环比本季末)	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
认可资产环比	1.4%	1.7%	1.8%	2.4%	2.3%	1.8%	0.7%	3.1%	1.7%
认可负债环比	1.2%	2.3%	2.2%	2.0%	2.3%	1.9%	-0.7%	5.7%	1.8%
实际资本环比	2.3%	-0.3%	-0.6%	4.6%	2.3%	1.1%	8.1%	-2.3%	1.4%
核心资本环比	2.6%	-0.9%	-1.0%	9.4%	4.1%	1.1%	-2.5%	-4.6%	1.4%
最低资本环比	2.0%	5.0%	1.1%	2.3%	10.7%	3.4%	-5.0%	1.0%	3.2%
期末核心偿付能力水平	150.05%	113.84%	114.00%	109.16%	137.87%	93.11%	126.09%	220.75%	128.81%
核心偿付能力充足率变化	2.5.pct.	-6.6.pct.	-2.pct.	7.pct.	-8.7.pct.	-2.1.pct.	1.pct.	-12.8.pct.	-1.8.pct.
期末综合偿付能力水平	210.86%	202.16%	196.00%	208.39%	217.96%	186.22%	210.23%	367.81%	208.33%
综合偿付能力充足率变化	0.7.pct.	-10.7.pct.	-3.pct.	4.6.pct.	-17.8.pct.	-4.1.pct.	25.5.pct.	-12.4.pct.	-3.8.pct.

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

2.2. 流动性风险监管指标

► 1Q23当季流动性风险监测指标综合表现较优的前三样本寿险公司分别为人民人寿、太保人寿和平安人寿

综合退保率：1Q23季末，当季最高为人民人寿（2.5%），当季最低为友邦人寿（0.3%）

规模保费同比增速：1Q23季末，当季最高为友邦人寿（16.8%），当季最低为太保人寿（-3.7%）

经营活动净现金流/保费收入：1Q23季末，当季最高为泰康人寿（76.3%），当季最低为人民人寿（41.9%）

AA级（含）以下境内固定收益类资产占比：1Q23季末，当季最高为太保人寿（2.7%），当季最低为人民人寿（0.0%）

表：样本寿险公司1Q23流动性风险监测指标结果（单位：万元，%）

流动性风险监测	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
经营活动净现金流	17,109,300	9,932,132	4,871,134	5,389,050	3,878,200	3,091,763	2,488,195	1,223,167
综合退保率	0.4%	0.90%	0.70%	1.12%	0.69%	0.82%	2.53%	0.29%
分红账户业务净现金流	-1,959,500	-2,851,312	1,423,061	2,538,586	-476,700	-377,396	818,108	332,765
万能账户业务净现金流	4,452,000	3,620,687	732,038	1,872,607	401,000	578,142	370,293	1,777
规模保费同比增速	6.85%	15.63%	-3.70%	15.71%	1.74%	5.88%	4.17%	16.75%
现金及流动性管理工具占比	3.80%	2.16%	2.00%	1.76%	2.14%	4.59%	0.97%	1.89%
季均融资杠杆比例	1.45%	2.77%	3.70%	4.24%	2.69%	1.75%	4.63%	4.53%
AA级（含）以下境内固定收益类资产占比	0.20%	1.36%	2.70%	0.09%	0.40%	1.03%	0.00%	0.58%
持股比例大于5%的上市股票占比	0.56%	1.28%	0.30%	1.28%	0.28%	0.15%	6.95%	0.00%
应收款项占比	1.05%	0.42%	1.00%	0.86%	0.41%	0.57%	0.41%	2.35%
持有关联方资产占比	1.95%	0.55%	3.70%	2.03%	1.91%	1.00%	7.93%	2.87%
经营活动净现金流/保费收入	52.29%	57.82%	50.26%	76.28%	59.87%	54.61%	41.88%	58.75%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：中国人寿未披露综合退保率和规模保费同比增速，我们取退保率为0.4%，计算公式为退保率=当期退保金/(期初寿险、长期健康险责任准备金余额+当期寿险、长期健康险保费收入)

2.3. 主要经营指标分析

- 从当季表现综合来看，友邦人寿无论是盈利能力还是投资能力均显著领跑样本保险公司，平安人寿和人民人寿次之，太平人寿、泰康人寿相对较弱
 - 1Q23样本寿险公司合计实现保险业务收入8,682亿元，期末净资产为1.19万亿元。1Q23受益于权益市场反弹影响，样本寿险公司净利润533亿元，同比增加6.21%，平均ROE为4.61%（1Q22：样本寿险公司净利润同比下降23.7%，平均ROE为4.35%）。
 - 1Q23样本寿险公司平均净资产收益率为4.61%，平均投资收益率为0.86%，平均综合投资收益率为1.37%。从盈利能力来看，ROE由高至低为人民人寿(7.2%)、友邦人寿(7.2%)、平安寿险(6.1%)、新华人寿(5.5%)、泰康人寿(5.2%)、中国人寿(3.8%)、太平人寿(3.2%)、太保人寿(2.2%)。

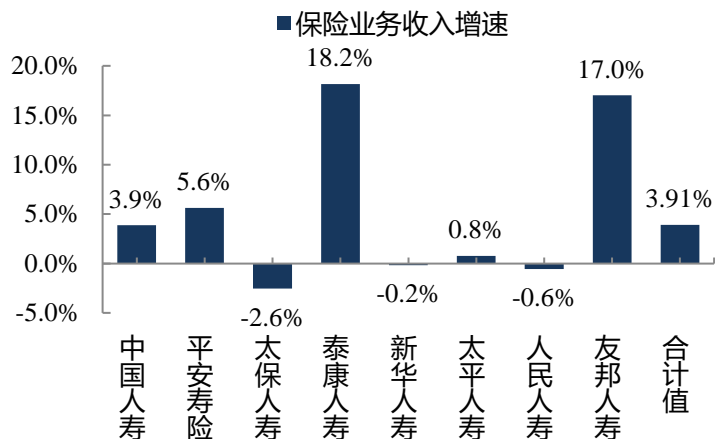
表：1Q23样本寿险公司主要季度经营指标汇总

指标名称-本季末数 (单位：亿元)	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
保险业务收入	3,272	1,718	969	707	648	566	594	208	8,682
净利润	170	175	23	37	63	18	30	16	533
总资产	53,420	40,565	18,733	12,738	12,677	9,830	5,907	2,814	156,684
净资产	4,651	2,986	1,111	708	1,192	587	442	234	11,911
保险合同负债	41,150	25,247	14,964	7,613	10,582	8,130	4,360	2,187	114,232
净资产收益率	3.75%	6.09%	2.17%	5.22%	5.47%	3.16%	7.24%	7.19%	4.61%
总资产收益率	0.32%	0.44%	0.13%	0.30%	0.51%	0.19%	0.51%	0.58%	0.35%
投资收益率	1.02%	0.89%	0.68%	0.80%	0.28%	0.93%	1.22%	0.35%	0.86%
综合投资收益率	1.22%	1.35%	1.47%	1.31%	1.83%	1.43%	1.68%	1.10%	1.37%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所；新华偿二代报告中的净利润、总资产、净资产以及保险合同负债已按照新保险合同会计准则与新金融工具会计准则计量。

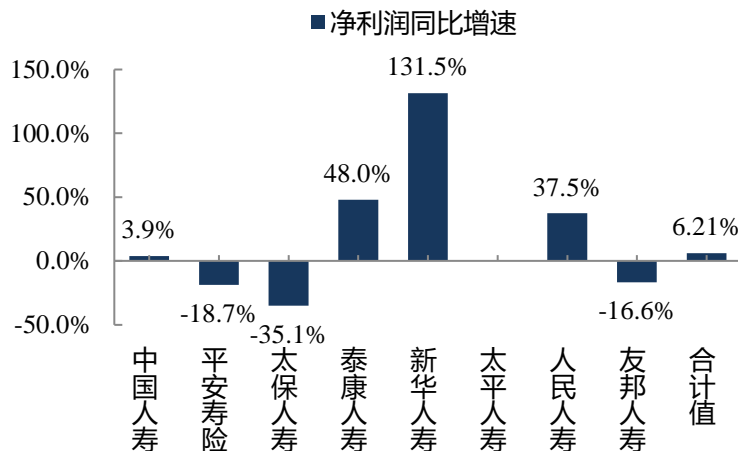
2.3. 主要经营指标分析

图：1Q23样本寿险公司保费收入增速对比



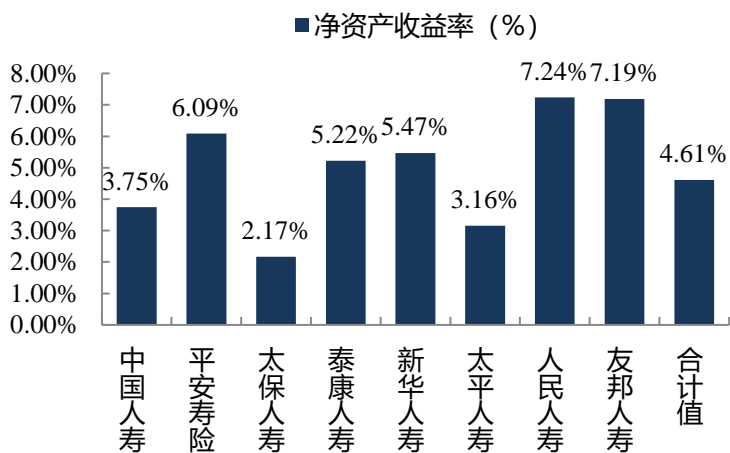
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：1Q23样本寿险公司净利润增速对比



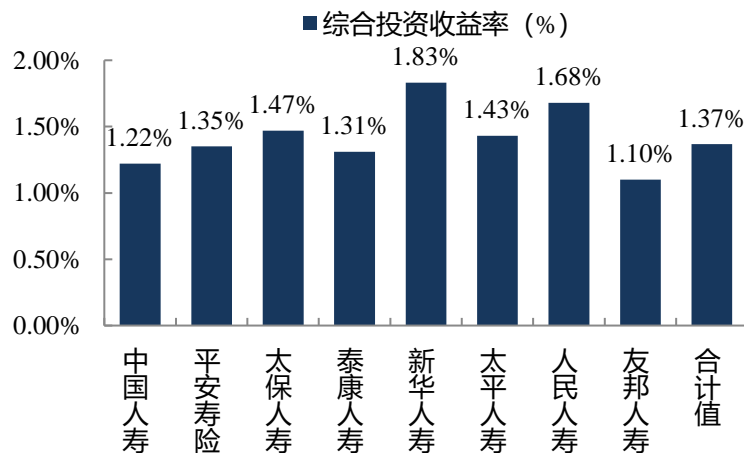
数据来源：银保监会，东吴证券研究所；
注：太平人寿1Q22亏损，1Q23扭亏为盈，同比无意义

图：1Q23样本寿险公司ROE水平



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

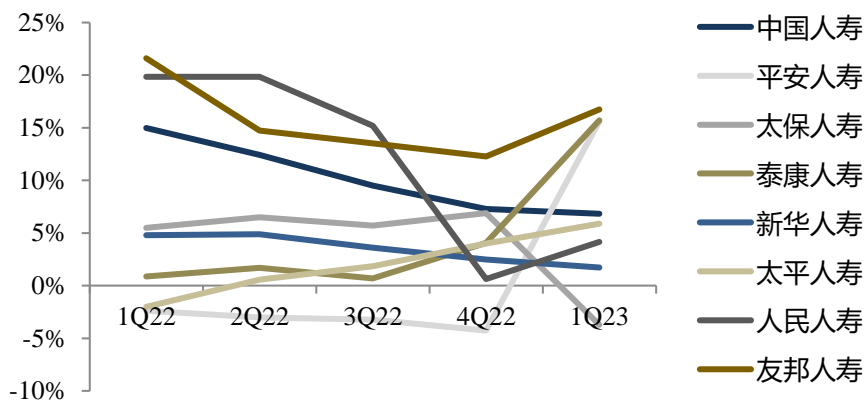
图：1Q23样本寿险公司综合投资收益率水平



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

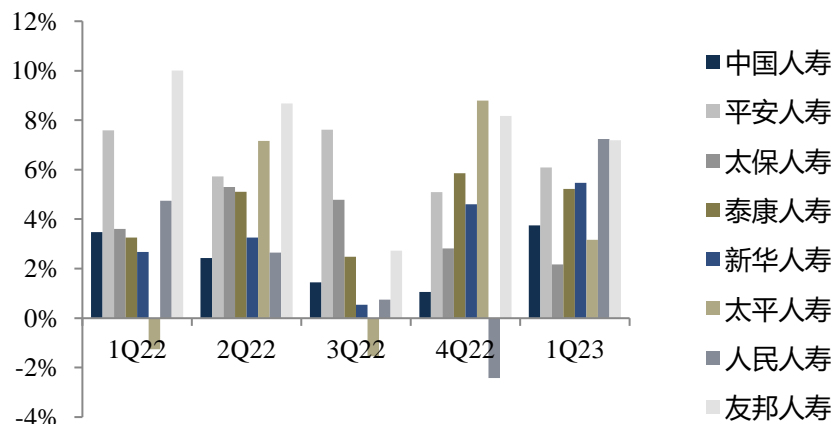
2.3. 主要经营指标分析：保费增速企稳&投资收益回暖，推升ROE改善

图：样本寿险公司累计规模保费同比增速一览



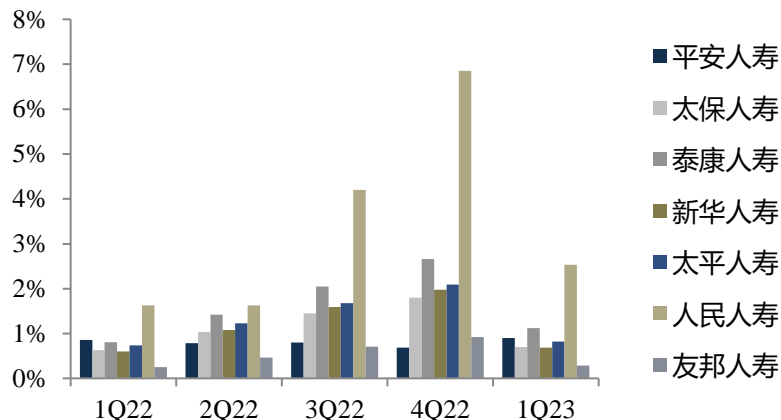
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本寿险公司单季ROE变化趋势



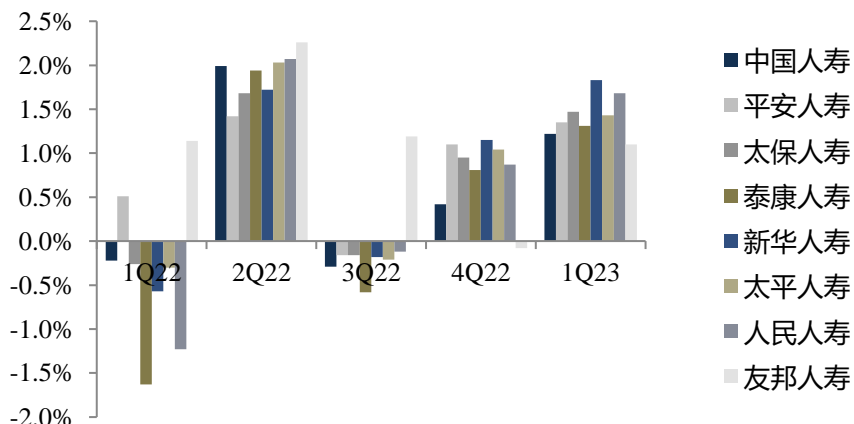
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本寿险公司季末综合退保率变化



数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

图：样本寿险公司单季综合投资收益率 (%)



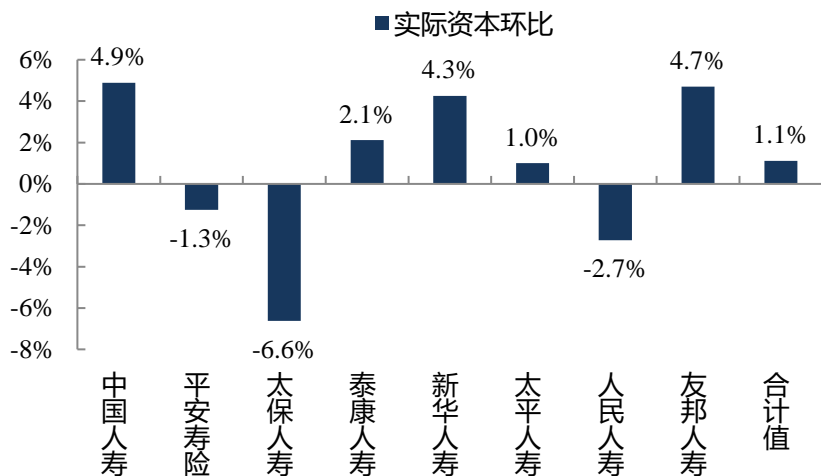
数据来源：中国保险行业协会，东吴证券研究所

3. 实际资本分析

3.1 实际资本指标分析

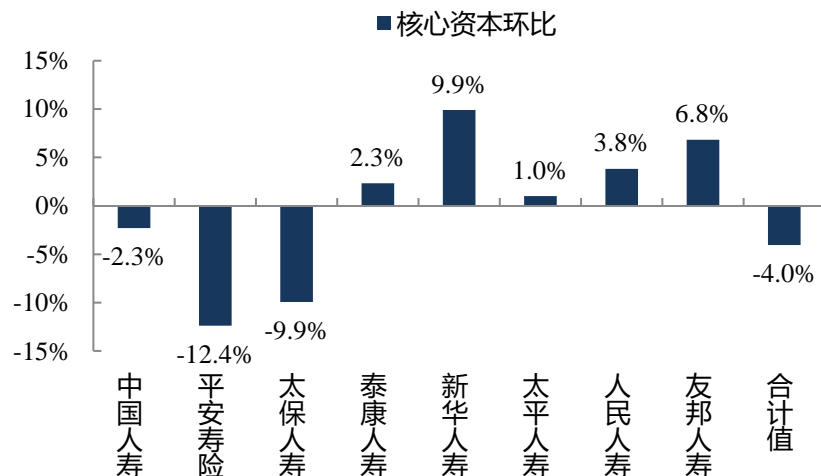
- 1Q23样本寿险公司实际资本小幅增加，平安寿险、太保人寿、人民人寿较上一季度有所下降
 - 1Q23样本寿险公司期末实际资本为30,704亿元，较上季度末环比增加1.1%，其中核心资本较上季末环比减少4.0%至18,907亿元。
 - 平安寿险、太保人寿实际资本与核心资本环比均出现下降主要系公司调整过渡期政策。根据一司一策规定，太保寿险“保单未来盈余在核心资本中占比”22年起为55%，23年起为45%，24年起按照准则35%实施，1Q23实际资本环比出现下降。
- 无论是实际资本还是核心资本，新华人寿和友邦人寿均保持较大增幅
 - 新华保险核心资本增速领先同业主要系1Q23末净资产增加，并进一步导致进入核心资本的保单未来盈余增加；公司偿二代报告中的净利润、总资产、净资产以及保险合同负债已按照新保险合同会计准则与新金融工具会计准则计量。

图：1Q23末样本寿险公司实际资本环比变化



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：1Q23末样本寿险公司核心资本环比变化



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

3.2. 夯实实际资本是二期工程的核心目标

根据保单剩余期限，对保单未来盈余进行资本工具分级

- 长期寿险保单的预期未来盈余根据保单剩余期限，分别计入核心资本或附属资本（按照5年、10年、30年、30年以上分组），保障期越长进入核心资本的比例越高。只有剩余期限在10年以上的长期寿险保单的未来盈余才能贡献核心资本，且要求计入核心资本的保单未来盈余不得超过核心资本的35%，其余计入附属资本。

完善资本定义，增加外生性要求，补充资本分级的特性及标准

- 外生性指保险公司不得以任何形式直接或间接为非内源性资本提供者提供资金或融资便利。各级资本在外生性方面明确规定：资本工具发行人不得直接或间接为投资人购买该工具提供融资；投资人不存在通过关联交易、多层嵌套金融产品、增加股权层级等方式套取保险资金，用于购买该工具的情形。规则有利于缓解保险资金运用存在的多层嵌套等问题，识别资金最终投向，夯实资本质量。

对长期股权投资足额计提资产减值

投资性房地产按成本模式计量认可价值

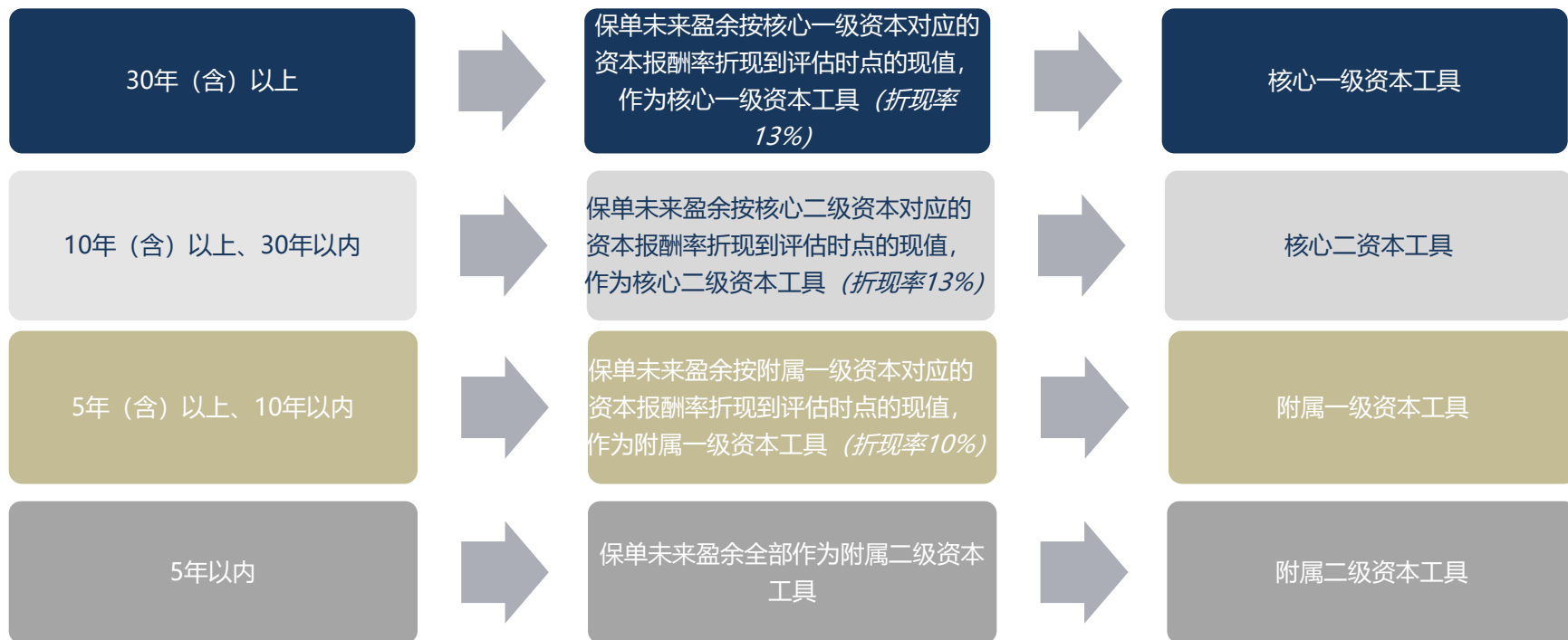
- 由成本或公允价值计量改为成本模式计量。该修订防止了寿险公司借助公允价值估值方式，通过房地产市场价格上升实现资产增值，从而造成偿付能力水平的虚假提高，也避免了保险公司将实际用于自用的房地产转换为投资性房地产核算等违规行为。

再保险合同3年内终止的，不得将因其增加的资本计入实际资本

- 再保险合同3年内终止的，不得将因其增加的资本计入实际资本，并对三年后终止的再保险合同按照风险和资产是否真实转移以及合同期限进行资本分级。该修正防止了保险公司为缓解偿付能力压力而通过财务再保险的方式提升实际资本的行为，规范了长期寿险再保险安排对实际资本影响的标准

3.3 保单未来盈余分组是降低实际资本的核心原因

- ▶ 偿二代二期工程下，保险公司需要根据保单剩余期限，按照剩余年份期限[30,+∞]、[10,30)、[5,10)、(0,5)的划分标准，对保单未来盈余进行资本工具分级
 - 只有剩余期限在10年以上的长期寿险保单的未来盈余才能贡献核心资本，且要求计入核心资本的保单未来盈余不得超过核心资本的35%，其余计入附属资本。
 - 二期工程鼓励保险公司发展长期保障型业务。由于剩余期限为30年及以上的保单未来盈余折现后可以计入核心一级资本，剩余期限10-30年的保单未来盈余可折现计入核心二级资本。二期工程下，寿险公司实际资本，尤其是核心资本常压开展长期保障型有助于扩大未来盈余总量，同时保障期越长，进入核心资本的比例越高，对核心充足率和综合充足率均有利。

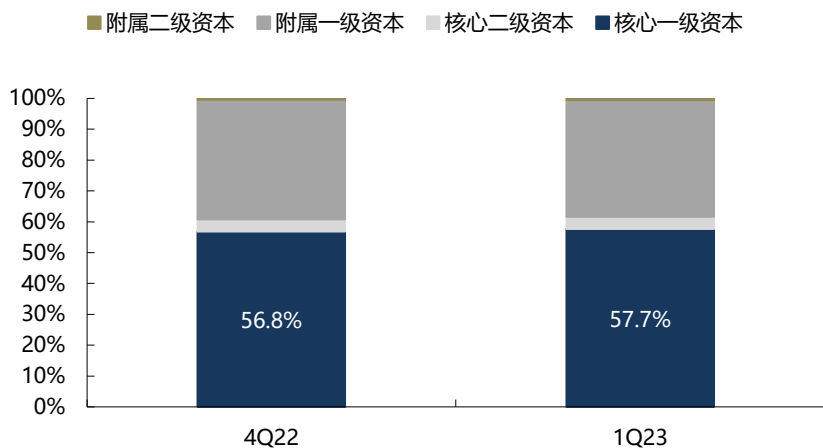


3.3.1. 区分核心资本与附属资本

➤ 核心资本是指在持续经营状态下和破产清算状态下均可以吸收损失的资本，分为核心一级资本和核心二级资本。附属资本是指在破产清算状态下可以吸收损失的资本，分为附属一级资本和附属二级资本)

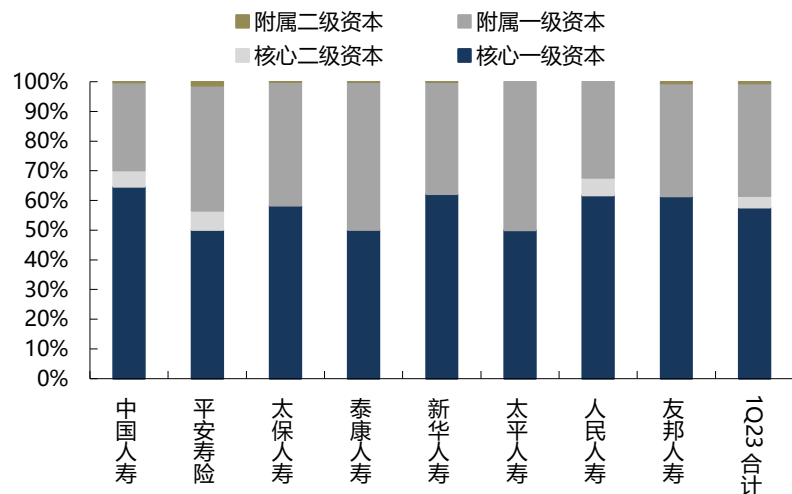
- 1Q23样本寿险公司核心一级资本、核心二级资本、附属一级资本和附属二级资本在核心资本中占比分别为57.7%、3.9%、37.9%和0.5% (4Q22末为56.8%、3.9%、38.8%和0.4%)。
- 1Q23末核心一级资本由高至低为中国人寿(64.7%)、新华人寿(62.2%)、人民人寿(61.7%)、友邦人寿(61.4%)、太保人寿(58.2%)、平安寿险(50.1%)、泰康人寿(50.1%)、太平人寿(50.0%)。

图：1Q23末样本寿险公司资本分级情况



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：1Q23末样本寿险公司资本分级情况



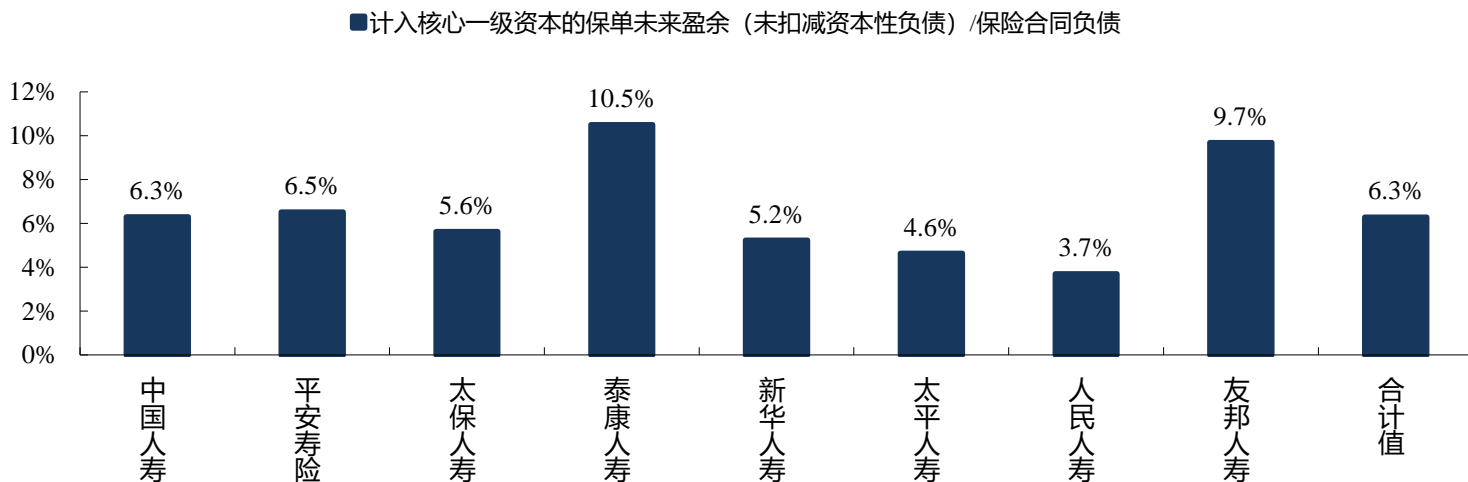
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

3.3.2. 业务盈利能力分析：保单未来盈余/保险合同负债

➤ “保单未来盈余/保险合同负债”以表征存量保单盈利能力，分子选用计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）

- 该指标越高表征样本寿险公司长期负债盈利能力越强。
- 1Q23末计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/保险合同负债由高至低为泰康人寿(10.5%)、友邦人寿(9.7%)、平安寿险(6.5%)、中国人寿(6.3%)、太保人寿(5.6%)、新华人寿(5.2%)、太平人寿(4.6%)、人民人寿(3.7%)。

图：1Q23末样本寿险公司长期保单盈利能力对比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：使用计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/保险合同负债

3.3.3. 过渡期政策申请实施分析

- 经过我们倒算，样本寿险公司中太保人寿、泰康人寿、太平人寿已按照过渡期政策实施，上述公司计入核心资本的保单未来盈余超过核心资本的35%
 - 1Q23末，保单未来盈余在核心资本中占比由高至低为泰康人寿(45%)、太平人寿(45%)、太保人寿(45%)、友邦人寿(35%)、中国人寿(35%)、新华人寿(35%)、平安寿险(34%)、人民人寿(26%)。
- 由于核心二级资本/核心资本比值不得超过30%，样本寿险公司尽可能将符合要求的保单盈余确认至核心资本
 - 根据偿二代的要求，核心二级资本/核心资本比值不得超过30%，样本寿险公司尽可能将符合要求的保单盈余确认至核心资本，且附属资本不得超过核心资本的100%。在核心资本降低且可用附属资本足够多的情况下，太平人寿1Q23末的综合偿付能力充足率为核心偿付能力充足率的2倍。
 - 1Q23末太保人寿、泰康人寿、新华人寿、太平人寿和友邦人寿均未确认核心二级资本项下的保单未来盈余。

表：偿二代二期工程下1Q23末各级资本限额及监管标准

1Q23末各级资本限额及监管标准	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
保单未来盈余在核心资本中占比 (不得超过35%)	35%	34%	45%	45%	35%	45%	26%	35%	38%
附属资本/核心资本 (不得超过100%)	42%	77%	72%	100%	61%	100%	48%	63%	62%
核心二级资本/核心资本 (不得超过30%)	7.8%	11.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	0.0%	6.3%
附属二级资本/核心资本 (不得超过25%)	0.3%	2.3%	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%

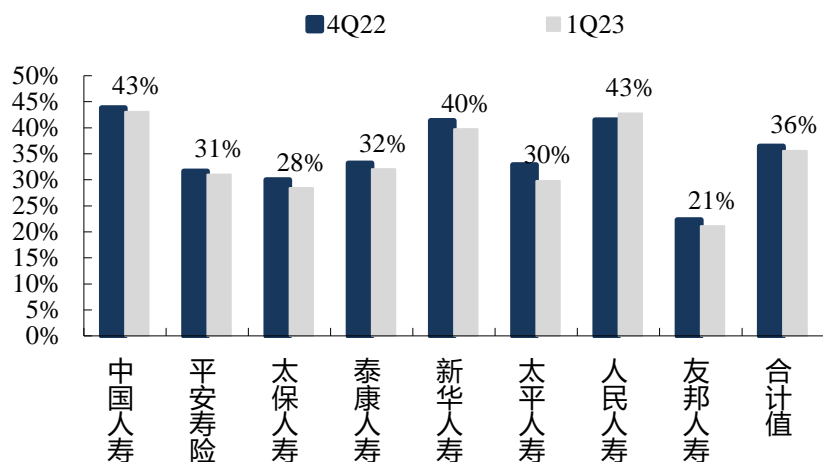
数据来源：银保监会，东吴证券研究所；红色数字表示接近或超过监管标准上限

3.3.4. 净资产重要性明显提升

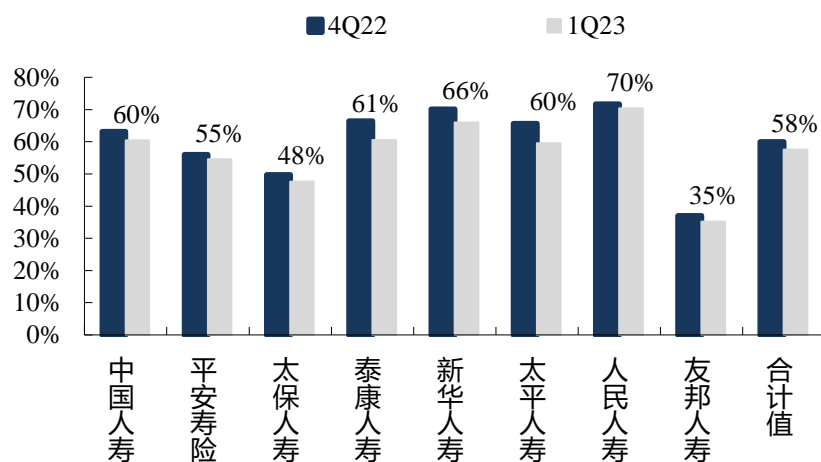
➤ 二期工程下，净资产重要性显著提升，未来将成为寿险公司实际资本确认掣肘和上市公司估值重要参考中枢。对比一期工程和二期工程下样本寿险公司净资产/核心资本和净资产/实际资本比值，该比值越高表明资本扎实程度更高，但经营杠杆倍数较低，受二期工程影响更小

- 假设一家寿险公司期末净资产为650亿元，则保单未来盈余确认在核心资本中的比例最高为350亿元 ($650/(1-35\%)-650=350$)，假设无其他对净资产的调整额，期末核心资本为1,000亿元，附属资本最高为1,000亿元，实际资本最高为2,000亿元，也即实际资本/净资产的最高杠杆倍数为2.08 ($2000/650-1$)。
- 若实际资本超过净资产的2.08倍，则当年新业务带来的保单未来盈余的增加并不能带来偿付能力的提升，甚至会短期带来偿付能力的恶化（新业务短期无法带来利润，净资产无法增厚，而各级资本工具余额超过限额的，确认为资本性负债）。因此净资产作为实际资本计算基础，对核心资本的内源性贡献重要性提升。

图：样本寿险公司净资产/实际资本对比



图：样本寿险公司净资产/核心资本对比



3.3.5. 从二期工程探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环

- 寿险公司股东通过资本投入支撑优质保单业务成长，进而驱动稳定有效业务价值利润释放，内源性资本再投入促成新业务的良性成长，由此实现了资本（净资产、偿付能力充足率、每股分红）、成长（保单未来盈余、剩余边际、新业务价值和内含价值）以及盈利（净利润、营运利润、投资收益、ROE）共生增长。

3.3.5. 从二期工程探析寿险公司“资本-成长-盈利”正循环

➤ 我们计算了二期工程下承保经营杠杆倍数指标，以表征股东投入每单位资本所需要最低要求的长期保单未来盈余，侧面体现报表潜在分红能力，该指标越低则表明潜在分红能力越强

- 1Q23末假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产由低至高为友邦人寿(-2.0%)、新华人寿(53.9%)、中国人寿(64.4%)、人民人寿(76.9%)、平安寿险(114.3%)、太保人寿(122.3%)、泰康人寿(138.8%)、太平人寿(146.6%)。

➤ 我们计算了二期工程下长期保单承保盈利设定要求度指标，以表征股东投入每单位保险合同所需要最低要求的长期保单未来盈余

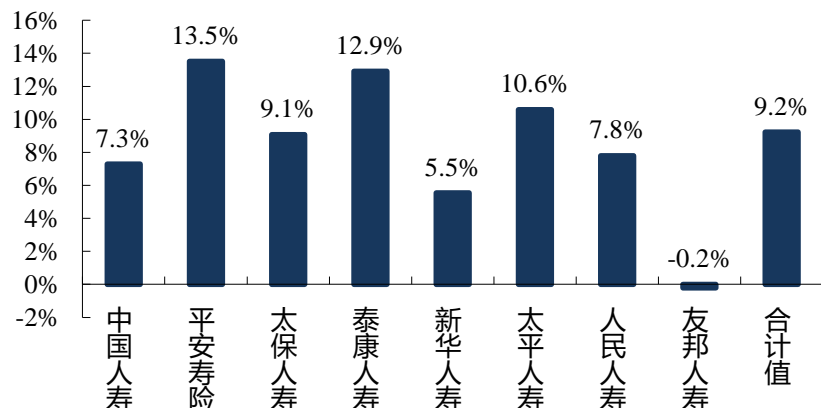
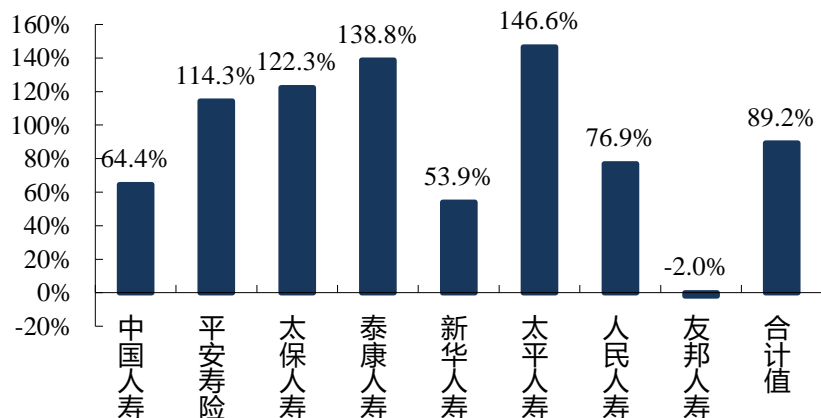
- 1Q23末假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/保险合同负债由低至高为友邦人寿(-0.2%)、新华人寿(5.5%)、中国人寿(7.3%)、人民人寿(7.8%)、太保人寿(9.1%)、太平人寿(10.6%)、泰康人寿(12.9%)、平安寿险(13.5%)。友邦该指标低于零表征公司在150%的核心偿付能力约束下不需要实现长期保单盈余。

图：1Q23末样本寿险公司承保经营杠杆倍数指标

图：1Q23末样本寿险公司长期保单盈利设定要求度

■假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产

■假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/保险合同负债



4. 最低资本分析

4.1. 最低资本分析

➤ 最低资本是计算偿付能力充足率的分母指标

- 最低资本由三部分组成：1.可资本化风险最低资本，即保险风险、市场风险、信用风险对应的最低资本；2.控制风险最低资本，即控制风险对应的最低资本；3.附加资本，包括逆周期附加资本、系统重要性保险机构的附加资本以及其他附加资本。

➤ 1Q23样本寿险公司最低资本为14,475亿元，较上季度末环比增加3.2%，市场风险最低资本、信用风险最低资本增加使得最低资本消耗增加

最低资本1Q23较4Q22末环比增速由高至低为
人民人寿(7.3%)、泰康人寿(6.0%)、友邦人寿
(5.7%)、新华人寿(5.3%)、中国人寿(3.2%)、太
平人寿(2.7%)、太保寿险(2.3%)、平安寿险
(1.9%)

1Q23样本寿险公司量化风险最低资本环比4Q22
增加2.9%，在整体最低资本构成中占比达
99.05%，是核心资本消耗来源

各最低资本环比增速分别为寿险业务保险风险最
低资本 (-1.0%)、非寿险业务保险风险最低资
本 (-3.5%)、市场风险最低资本 (3.5%)、信
用风险最低资本 (1.4%)、量化风险分散效应
(减少项, 0.6%)

1Q23末样本寿险公司中人民人寿期末量化最低
资本环比4Q22增长幅度最大(达6.4%，平均为
增长2.9%)，主要系人民人寿市场风险最低资
本环比增长8.0%所致(平均为增长3.5%)；平
安寿险期末量化最低资本环比4Q22增长幅度最
小(达1.2%，平均为增长2.9%)，主要系平安
寿险市场风险最低资本增长幅度较小为1.8%所
致(平均为增长3.5%)

4.2. 最低资本的风险构成分析

▶ 样本寿险公司1Q23末寿险业务保险风险、非寿险业务保险风险、市场风险和信用风险最低资本占比分别为26%、1%、60%和13%（4Q22末为27%、1%、59%和13%）

- 1Q23末样本寿险公司中友邦人寿期末寿险业务保险风险最低资本占比最高（达42%，平均为26%），同时信用风险最低资本最低（达8%，平均为13%）
- 中国人寿期末寿险业务保险风险最低资本占比最低（达16%，平均为26%），同时市场风险最低资本最高（达70%，平均为60%）。

表：1Q23样本寿险公司最低资本表

最低资本表1Q23环比4Q22变动	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
量化风险最低资本	3.2%	1.2%	3.2%	4.6%	4.1%	2.8%	6.4%	5.6%	2.9%
其中：寿险业务保险风险最低资本	0.6%	-2.8%	0.1%	-0.5%	-0.4%	1.1%	-1.9%	0.1%	-1.0%
其中：非寿险业务保险风险最低资本	-1.2%	0.2%	-12.2%	-29.5%	5.1%	-0.7%	-1.1%	1.3%	-3.5%
其中：市场风险最低资本	3.5%	1.8%	3.0%	5.1%	6.8%	3.2%	8.0%	10.5%	3.5%
其中：信用风险最低资本	3.9%	2.7%	4.4%	0.3%	-11.0%	-3.5%	4.5%	-2.9%	1.4%
其中减少：量化风险分散效应	1.9%	-0.3%	1.7%	0.4%	-2.3%	0.2%	2.2%	2.9%	0.6%
损失吸收效应调整	3.4%	-3.3%	-0.1%	0.4%	-7.3%	-1.4%	0.4%	3.3%	-0.9%
控制风险最低资本	5.9%	-34.7%	140.3%	-102.6%	369.1%	16.1%	129.3%	-17.7%	-20.8%
附加资本	-	-	-	-	-	-	-	-	-
最低资本合计	3.2%	1.9%	2.3%	6.0%	5.3%	2.7%	7.3%	5.7%	3.2%
1Q23末简单量化风险构成	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	16%	34%	26%	26%	30%	30%	22%	42%	26%
非寿险业务保险风险最低资本	2%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
市场风险最低资本	70%	56%	53%	60%	54%	56%	57%	48%	60%
信用风险最低资本	12%	10%	20%	14%	15%	13%	20%	8%	13%
量化风险简单加总	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.3. 保险风险最低资本环比下降

► 退保风险最低资本下降是导致保险风险最低资本下降的核心原因

- 1Q23末，样本寿险公司寿险业务保险风险最低资本为5,680亿元，同比减少1.0%，其中损失发生风险最低资本、退保风险最低资本、费用风险最低资本和风险分散效应占寿险业务保险风险最低资本占比为81.1%、46.8%、9.0%和36.8%。
- 1Q23末样本寿险公司中平安寿险寿险业务保险风险最低资本下降最大（达-2.8%），主要系平安寿险退保风险最低资本下降较大所致（达-7.6%）；太平人寿寿险业务保险风险最低资本上升幅度最大（为1.1%），主要系太平人寿退保风险最低资本、费用风险最低资本提升较大所致（达1.8%）。

表：1Q23样本寿险公司寿险业务保险风险最低资本构成占比

寿险业务保险风险最低资本构成占比	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：损失发生风险最低资本	75.9%	84.6%	81.2%	74.8%	89.7%	87.6%	85.7%	44.7%	81.1%
其中：退保风险最低资本	51.4%	45.8%	45.6%	59.0%	28.2%	38.9%	30.8%	81.6%	46.8%
其中：费用风险最低资本	12.8%	6.2%	11.0%	7.2%	10.5%	7.0%	14.9%	10.6%	9.0%
其中减少：寿险业务保险风险-风险分散效应	40.1%	36.6%	37.7%	41.1%	28.4%	33.5%	31.4%	36.8%	36.8%
寿险业务保险风险最低资本1Q23环比4Q22	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
寿险业务保险风险最低资本	0.6%	-2.8%	0.1%	-0.5%	-0.4%	1.1%	-1.9%	0.1%	-1.0%
其中：损失发生风险最低资本	-0.5%	-1.2%	-0.5%	-1.0%	-0.7%	1.0%	-0.6%	5.1%	-0.6%
其中：退保风险最低资本	3.3%	-7.6%	2.2%	0.9%	2.2%	1.8%	-10.1%	-1.6%	-2.1%
其中：费用风险最低资本	-0.2%	-2.5%	-0.4%	-4.9%	-1.1%	1.8%	-1.5%	3.9%	-1.1%
其中减少：寿险业务保险风险-风险分散效应	1.6%	-5.4%	1.1%	-0.2%	1.2%	1.6%	-6.6%	3.0%	-1.6%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.4 市场风险最低资本环比提升

► 1Q23末，样本寿险公司市场风险最低资本为13,133亿元，同比上升3.5%

- 其中友邦人寿寿险业务市场风险最低资本提升最大（1Q23环比4Q22提升达10.5%）；平安寿险寿险业务市场风险最低资本增幅最小（1Q23环比4Q22仅提升1.8%）。

表：1Q23样本寿险公司市场风险最低资本表

市场风险最低资本占比	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
市场风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：利率风险最低资本	46.5%	64.4%	75.4%	71.1%	68.7%	79.4%	53.6%	95.3%	60.9%
其中：权益价格风险最低资本	91.4%	70.4%	68.9%	71.4%	70.0%	58.0%	84.6%	46.2%	77.3%
其中：房地产价格风险最低资本	3.6%	6.3%	3.3%	9.3%	2.7%	5.1%	2.9%	10.3%	4.9%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	0.0%	0.6%	0.0%	0.4%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	6.7%	26.1%	15.8%	16.1%	23.1%	26.2%	13.9%	2.6%	16.1%
其中：汇率风险最低资本	1.1%	4.4%	2.2%	2.1%	3.6%	3.3%	2.0%	0.2%	2.5%
其中：市场风险-风险分散效应	49.3%	72.2%	65.6%	70.4%	68.2%	72.0%	57.3%	54.5%	61.9%
市场风险最低资本1Q23环比4Q22	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
市场风险最低资本	3.5%	1.8%	3.0%	5.1%	6.8%	3.2%	8.0%	10.5%	3.5%
其中：利率风险最低资本	7.6%	3.2%	-1.0%	0.6%	-0.1%	4.6%	20.2%	9.2%	3.9%
其中：权益价格风险最低资本	3.1%	4.7%	6.4%	9.0%	12.2%	-0.5%	4.5%	19.0%	4.8%
其中：房地产价格风险最低资本	9.9%	1.7%	1.4%	4.3%	0.4%	17.4%	1.8%	1438.8%	8.5%
其中：境外固定收益类资产价格风险最低资本	25.7%	17.3%	-9.9%	-3.2%	-2.4%	-	-2.4%	-	12.6%
其中：境外权益类资产价格风险最低资本	-5.3%	-10.8%	13.0%	7.8%	10.5%	9.0%	17.1%	13.7%	-2.2%
其中：汇率风险最低资本	-4.9%	1.3%	12.6%	0.0%	12.2%	9.1%	10.5%	-4.6%	2.8%
其中：市场风险-风险分散效应	5.5%	0.7%	4.1%	4.3%	5.9%	4.8%	15.0%	40.8%	4.2%

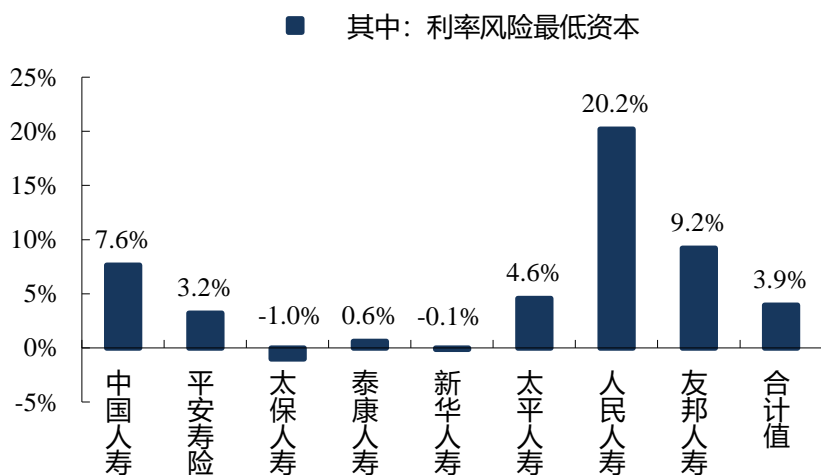
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.4.1. 利率风险最低资本环比提升

▶ 太保人寿、新华人寿利率风险最低资本逆势下降，人民人寿增幅最大

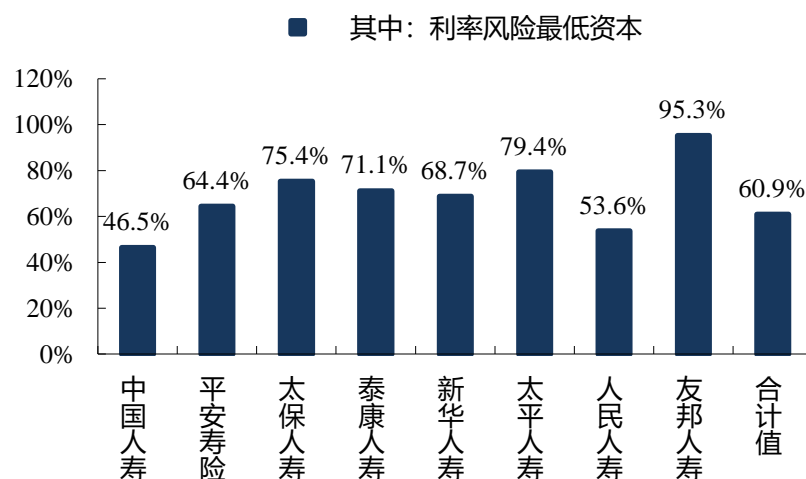
- 1Q23末利率风险最低资本环比4Q22增速由高至低为人民人寿(20.2%)、友邦人寿(9.2%)、中国人寿(7.6%)、太平人寿(4.6%)、平安寿险(3.2%)、泰康人寿(0.6%)、新华人寿(-0.1%)、太保人寿(-1.0%)。
- 人民人寿利率风险最低资本环比增速显著高于其他样本同业主要是受新单销售的影响，随着业务量的增长，负债端利率风险的增长大于资产端的利率风险。

图：1Q23样本寿险公司利率风险最低资本环比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：1Q23样本寿险公司利率风险最低资本占比



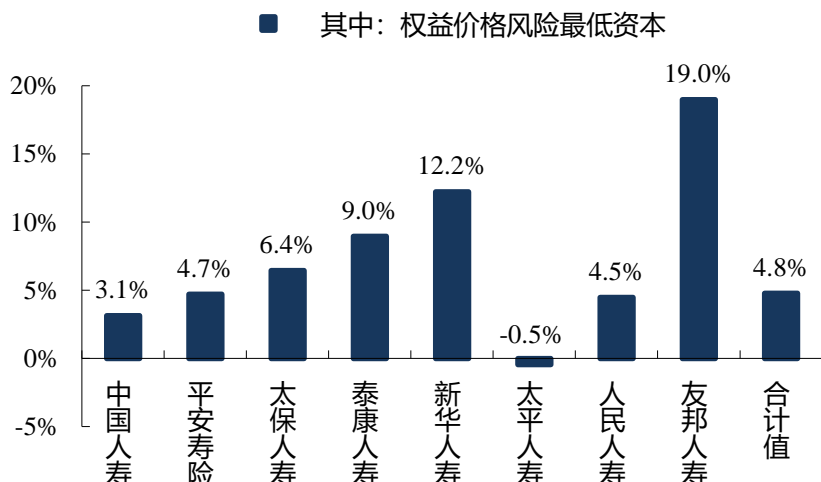
数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.4.2. 权益价格风险最低资本环比提升

► 中国人寿权益价格风险最低资本占比最大，友邦人寿最小；环比增速友邦人寿最大，太平人寿小幅下降

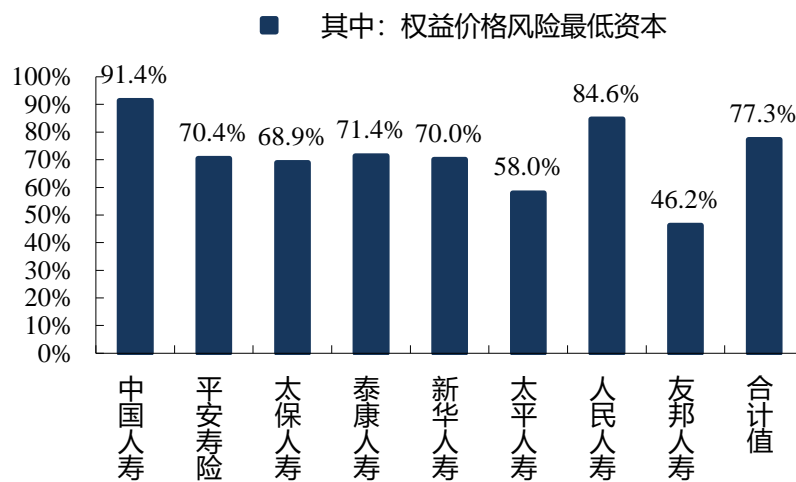
- 1Q23末权益价格风险最低资本环比4Q22增速由高至低为友邦人寿(19.0%)、新华人寿(12.2%)、泰康人寿(9.0%)、太保人寿(6.4%)、平安寿险(4.7%)、人民人寿(4.5%)、中国人寿(3.1%)、太平人寿(-0.5%);
- 期末权益价格风险最低资本在市场风险最低资本占比由高至低为中国人寿(91.4%)、人民人寿(84.6%)、泰康人寿(71.4%)、平安寿险(70.4%)、新华人寿(70.0%)、太保人寿(68.9%)、太平人寿(58.0%)、友邦人寿(46.2%)。

图：1Q23样本寿险公司权益价格风险最低资本环比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

图：1Q23样本寿险公司权益价格最低资本占比



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.4 信用风险最低资本小幅上升

► 1Q23末，样本寿险公司信用风险最低资本为2,847亿元，同比增长1.4%

- 归因来看其中利差风险最低资本、交易对手违约风险最低资本、信用风险-风险分散效应（减少项）1Q23环比4Q22增速分别为12.3%、-2.2%、8.1%，1Q23末上述三项占信用风险最低资本占比为44.5%、78.2%和22.8%。
- 1Q23末样本寿险公司中人民人寿信用风险最低资本提升最大（达4.5%），主要受新增信托计划等影响；新华人寿信用风险最低资本降幅最大（达-11.0%），主要受公司资产结构变化及资本市场波动的影响。

表：1Q23样本寿险公司信用风险最低资本表

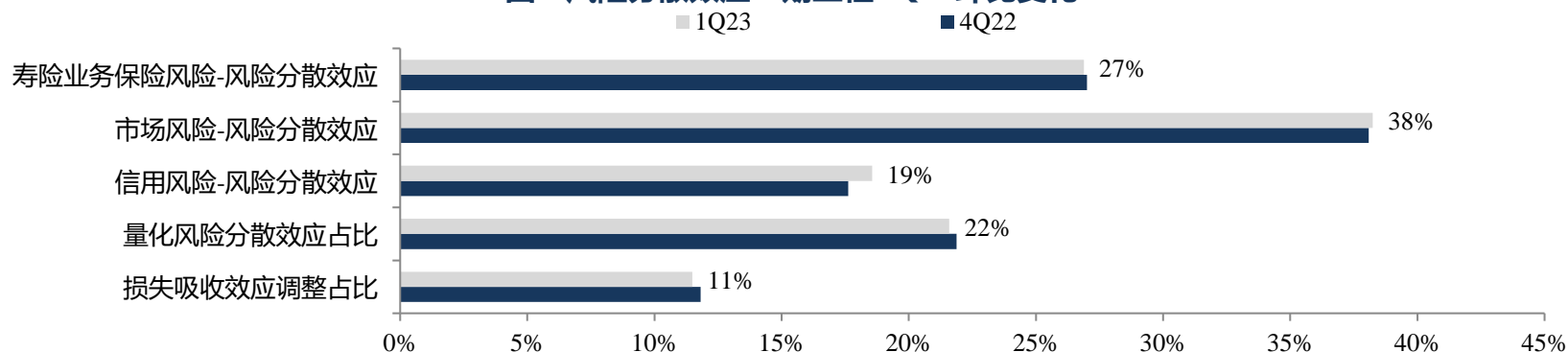
信用风险最低资本构成	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
信用风险最低资本	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其中：利差风险最低资本	55.4%	46.8%	30.0%	39.2%	24.0%	57.9%	56.8%	24.8%	44.5%
其中：交易对手违约风险最低资本	70.5%	77.4%	88.2%	82.7%	91.2%	68.4%	69.3%	90.9%	78.2%
其中：信用风险-风险分散效应	25.9%	24.2%	18.2%	21.9%	15.3%	26.2%	26.1%	15.7%	22.8%
信用风险最低资本1Q23环比4Q22变化	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计
信用风险最低资本	3.9%	2.7%	4.4%	0.3%	-11.0%	-3.5%	4.5%	-2.9%	1.4%
其中：利差风险最低资本	9.4%	11.0%	23.3%	3.9%	22.7%	28.3%	3.7%	-7.6%	12.3%
其中：交易对手违约风险最低资本	0.6%	-0.6%	1.6%	-0.7%	-13.8%	-17.3%	5.1%	-2.3%	-2.2%
其中：信用风险-风险分散效应	5.7%	7.0%	18.9%	2.6%	16.8%	8.5%	4.3%	-6.7%	8.1%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

4.5 风险分散效应有所增强

- 寿险业务保险风险-风险分散效应占比与4Q22持平（为27%），市场风险-风险分散效应占比与4Q22持平（为38%），信用风险-风险分散效应占比由4Q22的18%提升至1Q23的19%，量化风险分散效应占比与4Q22持平（为22%）

图：风险分散效应二期工程1Q23环比变化



表：风险分散效应二期工程（1Q23）相比一期工程（4Q22）有所提升

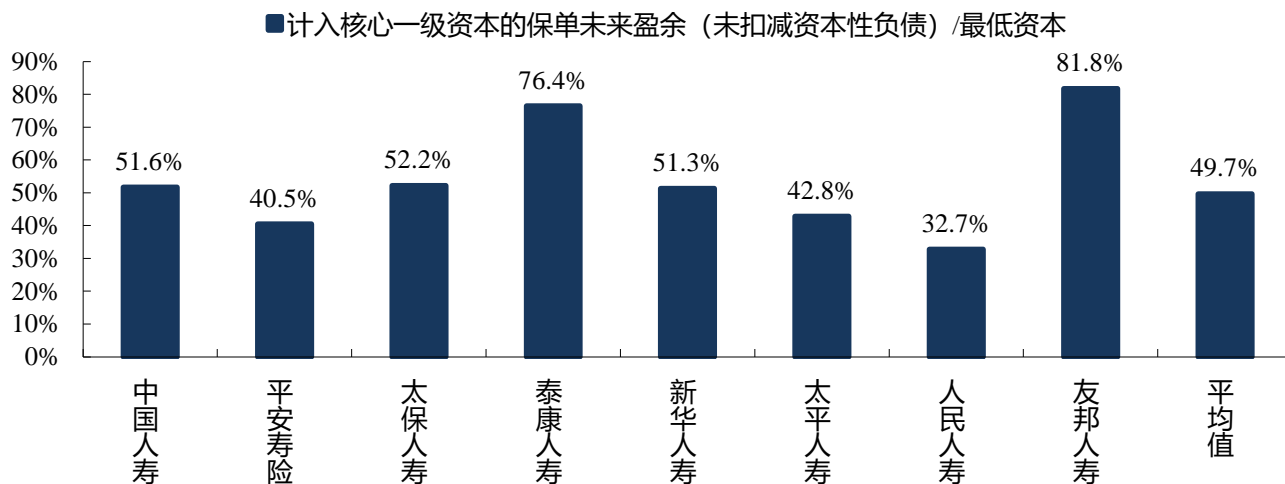
1Q23	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	平均
寿险业务保险风险-风险分散效应占比	29%	27%	27%	29%	22%	25%	24%	27%	27%
市场风险-风险分散效应占比	33%	42%	40%	41%	41%	42%	36%	35%	38%
信用风险-风险分散效应占比	21%	20%	15%	18%	13%	21%	21%	14%	19%
量化风险分散效应占比	18%	23%	25%	22%	24%	23%	23%	24%	22%
损失吸收效应调整占比	7%	13%	14%	20%	8%	13%	8%	15%	11%
4Q22	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	平均
寿险业务保险风险-风险分散效应占比	28%	27%	27%	29%	22%	25%	25%	26%	27%
市场风险-风险分散效应占比	33%	42%	39%	42%	41%	41%	35%	30%	38%
信用风险-风险分散效应占比	20%	19%	14%	18%	10%	19%	21%	14%	18%
量化风险分散效应占比	18%	23%	25%	23%	25%	24%	24%	24%	22%
损失吸收效应调整占比	7%	14%	14%	20%	9%	14%	8%	15%	12%

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

➤ 我们以逐季披露的“保单未来盈余/最低资本”指标来分析资本经营的效率，分子选用的是计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）

- 该指标内涵是每消耗1单位要求资本所能创造的长期保单未来盈利，该比值越高表明人身险公司单位资本消耗越低，资本经营效率更高
- 1Q23末计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/最低资本由高至低为友邦人寿(81.8%)、泰康人寿(76.4%)、太保人寿(52.2%)、中国人寿(51.6%)、新华人寿(51.3%)、太平人寿(42.8%)、平安寿险(40.5%)、人民人寿(32.7%)。

图：1Q23末样本寿险公司资本经营效率指标



数据来源：银保监会，东吴证券研究所；注：使用计入核心一级资本的保单未来盈余（未扣减资本性负债）/最低资本

5. 主要结论与投资建议

5.1 主要结论

- 标准化得分由高至低为友邦人寿(4.9)、新华人寿(3.4)、泰康人寿(3.0)、平安寿险(2.9)、人民人寿(2.3)、中国人寿(2.0)、太平人寿(1.1)、太保人寿(0.6)。

表：东吴证券-偿二代二期工程指标评价体系（寿险篇，评价时间：1Q23）

标准化	计算指标	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿
财务指标	规模保费同比增速 (+)	0.5	0.9	-	0.9	0.3	0.5	0.4	1.0
	综合退保率 (-)	-0.0	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2	-0.2	-1.0	-
	ROE (+)	0.3	0.8	-	0.6	0.7	0.2	1.0	1.0
	综合投资收益率 (+)	0.2	0.3	0.5	0.3	1.0	0.5	0.8	-
保单盈利能力	保单未来盈余/保险合同负债 (+)	0.4	0.4	0.3	1.0	0.2	0.1	-	0.9
净资产稳健性	净资产/核心资本 (+)	0.7	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0	-
过渡期安排因子	保单未来盈余在核心资本中占比 (超过35%扣减-)	0.0	0.1	-0.5	-0.5	0.0	-0.5	0.5	0.0
最低资本构成	保险风险最低资本占比 (+)	-	0.6	0.3	0.3	0.5	0.5	0.2	1.0
资本经营效率	保单未来盈余/最低资本 (+)	0.4	0.2	0.4	0.9	0.4	0.2	-	1.0
承保经营杠杆倍数 (潜在分红能力)	假设150%核心偿付能力充足率约束下保单盈余最低要求额/期末净资产 (-)	-0.4	-0.8	-0.8	-0.9	-0.4	-1.0	-0.5	-
标准化得分		2.0	2.9	0.6	3.0	3.4	1.1	2.3	4.9

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

注：计算指标中红色为正向指标，越高赋分越高，绿色为负向指标，越低赋能越低

- **我们认为保险板块本轮上涨，短期靠中特估催化，中期看负债端拐点验证，长期需要宏观经济持续修复加持。当前市场关注点聚焦在3.5%预定利率炒停结束后负债端数据改善持续性以及宏观经济复苏低迷对长端利率的拖累**
 - 自5月中旬以来，在中特估热度回落的背景下，保险板块股价重回4月起涨点。我们认为，近期人民币汇率持续破7、高频中观数据显示企业盈利仍处于低位、市场对昆明城投债务风险关注抬头等因素交织影响，是拖累板块估值回调的重要原因。
 - 6月以来市场对“降息”预期逐步升温，我们预计月末LPR如期下调后，更应关注对政策落地后经济改善预期升温，而不是对险资投资收益率的担忧，当前估值隐含的投资收益率已较为充分反映投资收益率压力。
 - 我们认为考虑板块估值性价比重新显现，叠加二季度相对明确的基本面拐点确立，当下建议投资者务必重视回调带来的布局机会。
 - 推荐顺序：中国太保、新华保险、中国人寿和中国平安。积极关注中国财险。

6附录.新旧保险合同会计准则差异及新准则利润高增分析

6.1 新准则追溯1Q22同期净利润表现

- 1Q23上市险企按照IFRS17规定追溯上年可比数据，按照IFRS9规定选择不追溯上年可比数据。
- 1Q22上市险企可比归母净利润由上年同期600亿元调增至648亿元，调增比例达8.0%，
 - 主要得益于新旧保险合同准则对折现率使用变化以及新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法降低对净利润的波动。
 - 新华（139.6%）和太保（67.9%）调增比例高于同业，中国人保（-59.4%）出现调减系新准则下，人保寿险部分趸交业务合同服务边际首日亏损合同要确认当期损益且中国财险因费用摊销口径增加拖累。

新保险合同准则下，公司追溯调整1Q22同期净利润水平

准则切换影响梳理	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	中国财险	合计
1Q22追溯同期净利润							
1Q22净利润（原季报披露）	20,658	15,152	5,437	1,344	8,744	8,654	59,989
1Q22净利润（新准则追溯）	25,758	15,365	9,127	3,220	3,552	7,791	64,813
追溯差异	24.7%	1.4%	67.9%	139.6%	-59.4%	-10.0%	8.0%

按照IFRS17规定追溯上年可比数据，按照IFRS9规定选择不追溯上年可比数据

6.1 新准则追溯1Q22同期净利润表现

➤ IFRS17准则按照当前可观察折现率为基础，且可以将保险合同金融变动额分解计入当期保险财务损益和其他综合收益

新准则下保险合同金融变动额可选择计入其他综合收益

简化利润表（新保险准则）		
保险服务收入	收入不含“储蓄”成分，且根据服务提供逐步确认	X
利息收入/投资收益/资产公允价值变动损益		X
营业总收入		X
保险服务费用	含赔付、费用、亏损合同损益，但不含“储蓄”成分	(X)
分出保费的分摊		(X)
摊回保险服务费用	相当于因承保而流入（可用于投资的）资金的（计入损益的）“资金成本”	X
承保财务损失		(X)
分出再保险财务收益		X
营业总支出	金融假设变更的影响（也可视为一种“资金成本”）可选择计入其他综合收益，以避免其导致保险负债的波动直接影响利润	(X)
其他损益/所得税等		X
净利润		X
其他综合收益-不能转损益的金融资产公允价值变动		X
其他综合收益-可转损益的金融资产公允价值变动		X
其他综合收益-不能转损益的保险合同金融变动		(X)
其他综合收益-可转损益的保险合同金融变动		(X)
其他综合收益-可转损益的分出再保险合同金融变动		X
综合收益合计		X

第三十四条 企业应当考虑持有的相关资产及其会计处理，在合同组合层面对保险合同金融变动额的会计处理做出下列会计政策选择：

（一）将保险合同金融变动额全额计入当期保险财务损益。

（二）将保险合同金融变动额分解计入当期保险财务损益和其他综合收益。选择该会计政策的，企业应当在合同组剩余期限内，采用系统合理的方法确定计入各个期间保险财务损益的金额，其与保险合同金融变动额的差额计入其他综合收益。

保险财务损益，是指计入当期及以后期间损益的保险合同金融变动额。保险财务损益包括企业签发的保险合同的承保财务损益和分出的再保险合同的分出再保险财务损益。

2023年一季度会计估计变更专项说明

公司以资产负债表日可获取的当前信息为基础确定包括折现率、死亡率、发病率、退保率、费用假设、保单红利假设等精算假设，用以计量资产负债表日的各项保险合同准备金。2023年一季度，精算假设变更合计增加2023年3月31日寿险责任准备金人民币1,408百万元，增加2023年3月31日长期健康险责任准备金人民币518百万元。假设变更所形成的相关保险合同准备金的变动计入本期利润表，合计减少2023年一季度税前利润人民币1,926百万元。

- **折现率差异（原准则：移动平均线VS新准则：可观察市场数据确定）**
- **新准则：企业在采用“自下而上的方法”确定以人民币计价的、不随基础项目回报而变动的保险合同现金流量对应的折现率时，可以考虑基础曲线加溢价的构建方法。**
 - 基础曲线考虑由以下三段组成：
 - 20年以内期限的曲线部分为当前无风险收益率曲线，如中国国债收益率曲线、政策性金融债收益率曲线等；（VS原准则：750天移动平均国债收益率曲线）
 - 20年至40年期限的曲线部分为采用二次插值法、Smith-Wilson方法等系统合理的插值方法计算得到的终极利率过渡曲线；（VS原准则：二次插值法）
 - 40年以上期限的曲线部分为用按系统合理的方法确定的终极利率表示的曲线。（VS原准则：4.5%）
 - 溢价应当反映未包含在基础曲线中的流动性效应、税收影响等保险合同现金流量特征，不包括逆周期调整等与保险合同现金流量特征无关的因素。溢价应当基于当前可观察市场数据确定。

6.2 切换日净资产提升

- 2023.1.1, IFRS9&17同步施行日, 公司按规定对期初归母净资产进行追溯调整, 调增得益于部分资产确认为公允价值计量且追溯调整新旧则规定差异, 提升期初留存收益
 - 首次执行日之前的保险合同会计处理与新保险合同准则规定不一致的, 公司进行追溯调整;
 - 金融工具原账面价值和在准则施行日的新账面价值之间的差额, 计入准则施行日所在年度报告期间的期初留存收益或其他综合收益;
 - 平安已于2018年年初实施IFRS9, 本次切换仅有新保险合同准则影响差异。
- 上市险企切换日 (2023.01.01) 提升上年末 (2022.12.31) 净资产, 其中新华 (11.1%) 和中国财险 (2.3%) 最终调增比例高于同业

上市险企切换日净资产提升示意图



准则切换影响梳理	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	中国财险
单位: 百万元						
2022.12.31-旧保险合同旧金融工具①	858,675	436,169	228,446	102,884	221,510	212,310
2022.12.31-新保险合同旧金融工具②	869,191	366,021	196,477	97,975	222,851	未披露
2023.01.01-新保险合同新金融工具③	869,191	未披露	230,329	114,326	未披露	217,260
切换日净资产增速 ②/①-1	1.2%	-16.1%	-14.0%	-4.8%	0.6%	/
切换日净资产增速 ③/①-1	1.2%	/	0.8%	11.1%	/	2.3%

6.3主要科目变化：从一个趸交两全险业务理解新准则下保费计量方法

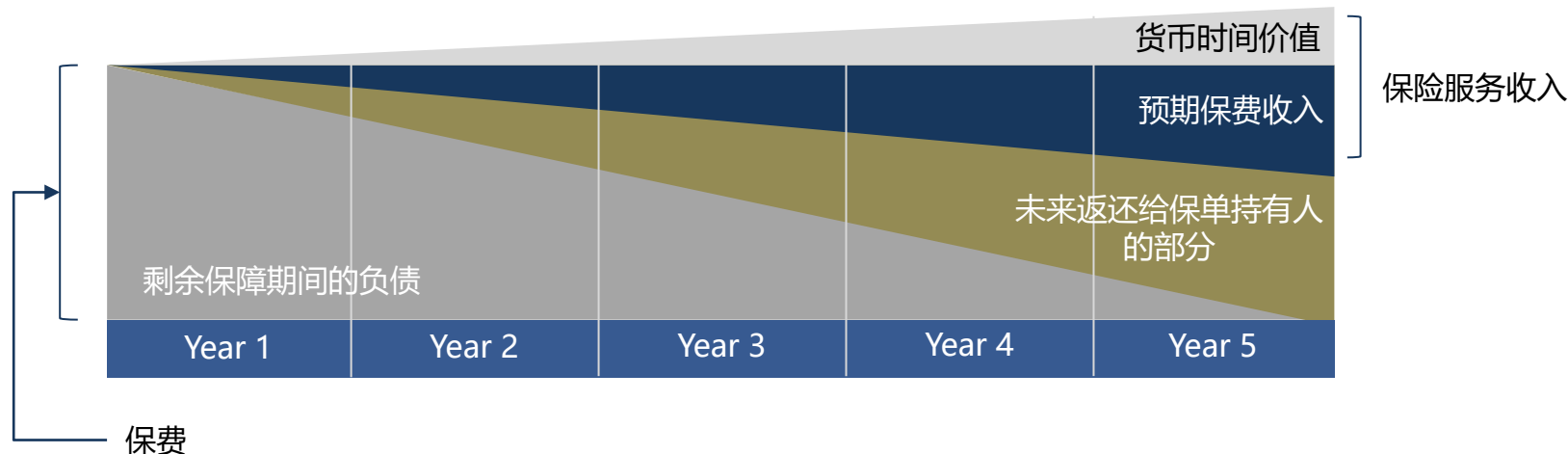
➤ 产品信息：一份5年期趸交保费的两全保险

➤ 保费分为四部分进行计量：

- 保险成分：剩余保障期间的负债(预期赔付、费用等)
- 投资成分：未来一定会返还给保单持有人的部分(满期金、生存金、退保金)，也即现金价值
- 预期保费收入
- 货币时间价值

➤ 保险服务收入的确认：

- 在保险期内，预期保费收入减少了剩余保障期间的负债
- 预期保费收入与货币时间价值共同组成保险服务收入
- 投资成分，即未来一定会返还给保单持有人的部分不计入保险服务收入

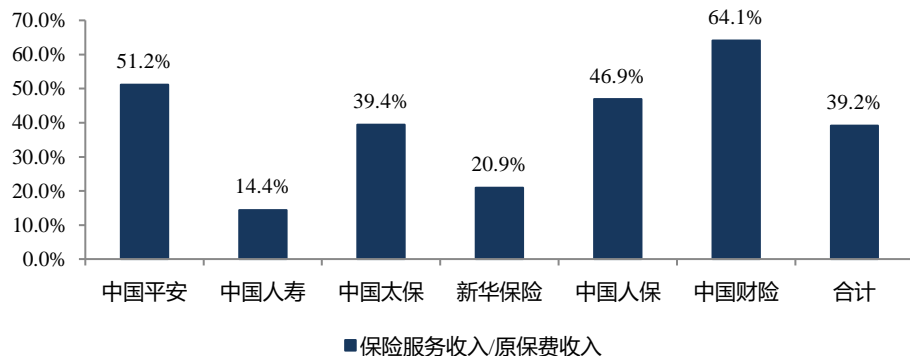


6.4主要科目变化：保险服务收入

- 新准则下“保险服务收入”同比增长5.0%，其中中国财险（9.2%）增速最高，新华保险（-4.4%）降幅较大。
- 新准则保险服务收入/旧准则原保费收入比例为39.2%，其中新准则保险服务收入比例确认最高的为中国财险（64.1%）、最低为中国人寿（14.4%）。

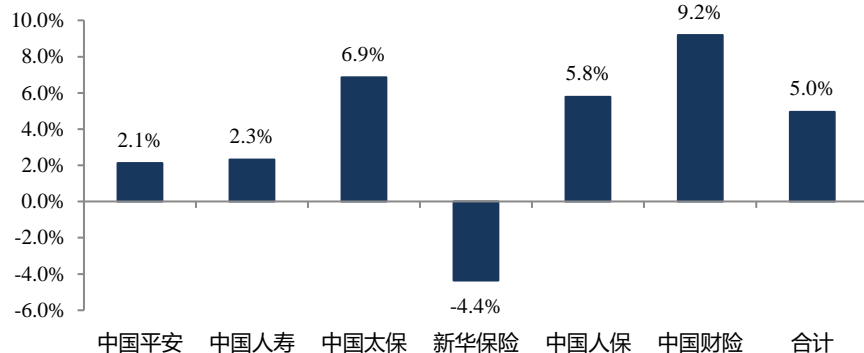
上市险企保险服务收入/原保费收入确认比例平均约为
39.2%

保险服务收入/原保费收入



新准则下“保险服务收入”同比增长5.0%

1Q23保险服务收入同比

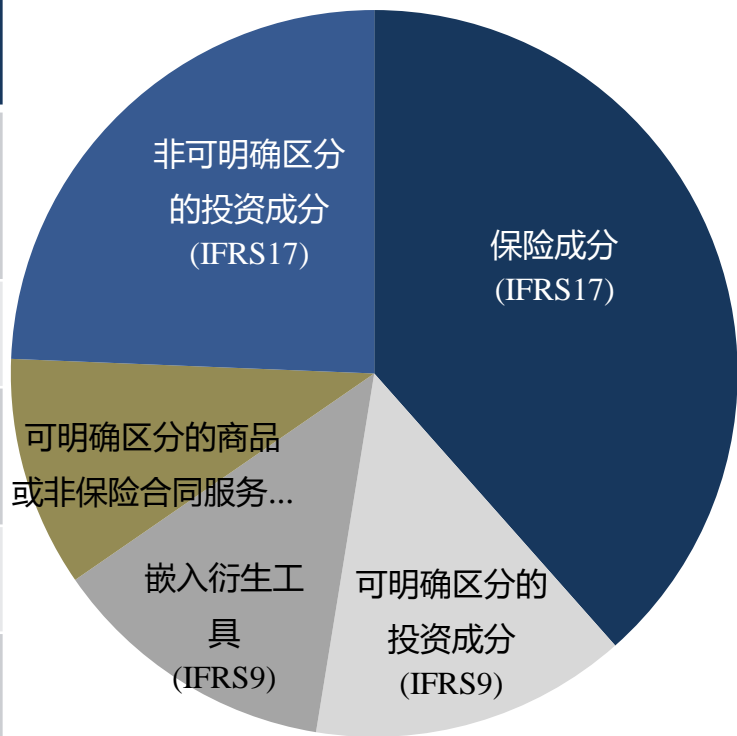


6.4主要科目变化：保险服务收入 当前国内险种的确认和分拆

中国保险市场上各种产品的确认和分拆结果

保险产品	重大保险风险评估	是否保险合同	投资成分	投资成分的影响程度
短期健康险 定期寿险 重大疾病保险	通过	是	基本无投资成分	无
终身寿险	通过	是	生存金及退保金	★
两全保险 (年金+寿险)	通过	是	生存金、满期金及退保金	★★
年金保险	通过	是	年金支付、满期金	★★★
纯投资产品	未通过	否	扣除退保手续费的账户价值	★★★★

保险合同分拆及收入确认示意图



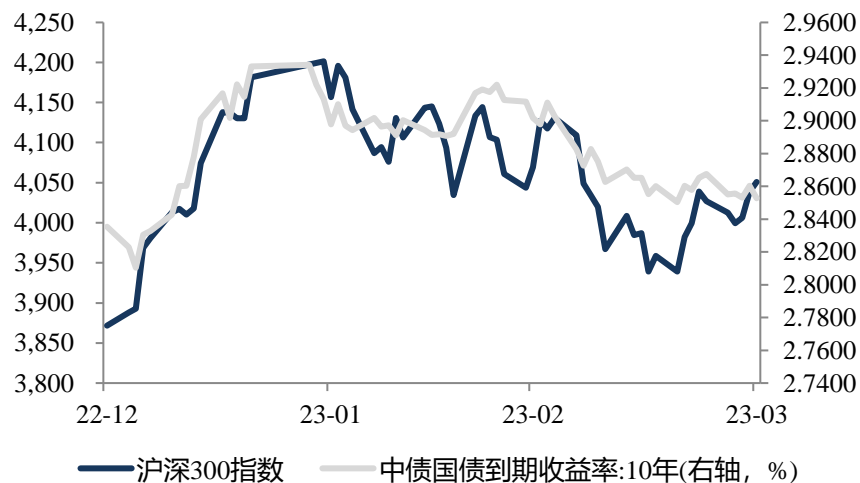
- **我们测算的承保利润【保险服务收入-（保险服务费用+（分出保费的分摊-摊回保险服务费用）+提取保费准备金）】同比增长13.2%，得益于保单利润释放好于同期。**
 - 寿险承保利润类似运营利润概念，主要系其中含有合同服务边际释放，但投资收益率假设高于营运利润，寿险业务的承保财务净损益类似资金成本，用于计算投资利差。
 - 财险承保利润需要扣减承保财务损益，系财险业务不含储蓄，没有资金成本。

6.6主要科目变化：投资利差

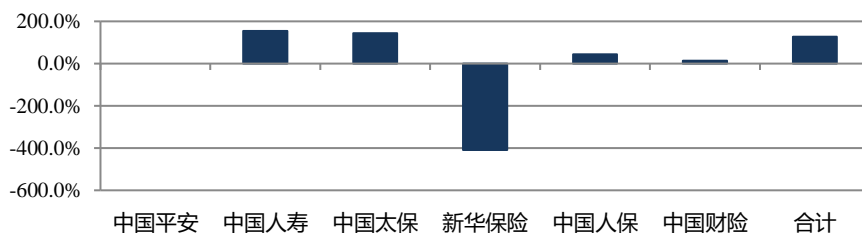
➤ 1Q23沪深300指数和创业板指数分别上涨4.6%和2.2%（1Q22同期沪深300和创业板指分别下跌14.5%和20.0%），权益投资收益同比明显提升助力投资利差同比大幅增长127.9%，是提升当期净利润的核心原因。

- 由于未追溯同期IFRS9新金融工具准则，报表科目同比意义不大
- 投资利差=利息收入+投资收益+公允价值变动+汇兑损益-承保财务净损益-利息支出-信用减值损失

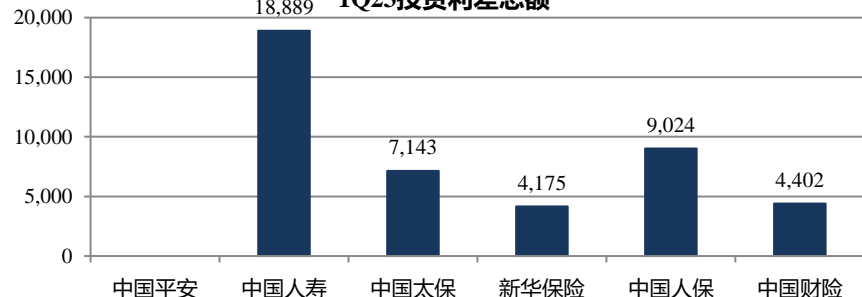
1Q23股债市场点位变化情况



1Q23“投资利差”同比



1Q23投资利差总额



6.7 1Q23净利润同比增长62.7%

➤ 新准则下ROE和净利润增速指标重要性显著提升。

- 1Q23上市险企合计ROE由3.3%增长至4.9%（非年化，可比口径）；
- 实现归母净利润同比增速62.7%（可比口径），其中中国人保（230.0%）和新华保险（114.8%）增速领先；
- 实现归母净利润同比增速75.8%（非可比口径，追溯前），其中新华保险（414.7%）和中国太保（113.8%）增速领先。

1Q23上市险企净利润同比增速一览表

1Q23新准则净利润	中国平安	中国人寿	中国太保	新华保险	中国人保	中国财险	合计
1Q23净利润	38,352	27,348	11,626	6,917	11,721	9,508	105,472
同比（可比口径）	48.9%	78.0%	27.4%	114.8%	230.0%	22.0%	62.7%
同比（非可比口径，追溯前）	85.7%	80.5%	113.8%	414.7%	34.0%	9.9%	75.8%
ROE非年化							
1Q22	3.1%	3.2%	4.7%	3.4%	1.7%	4.2%	3.3%
1Q23	4.3%	4.0%	4.9%	5.9%	5.0%	4.4%	4.9%

6.8中国平安IFRS17利源结构拆解分析

保险业务整体	1Q23	1Q22	同比	计算方法
保险业务承保利润（新准则为先“计息”后摊销，内涵计息收入）	26,042	29,240	-11%	保险服务收入-（保险服务费用+（分出保费的分摊-摊回保险服务费用）+提取保费准备金
投资利润（扣税）	3,978	-13,731		因不披露税前利润，我们将所得税在投资收益中扣减
保险业务净利润	30,020	15,509	94%	根据营运利润表中的分部净利润加总（寿险+财险）
财险业务	1Q23	1Q22	同比	计算方法
保险服务收入（新准则为先“计息”后摊销，内涵计息收入）	76,312	71,225	7%	披露
原保费	76,958	73,018	5%	披露
保险服务收入/原保费收入	99.2%	97.5%	2%	披露
综合成本率（COR）	98.7%	96.7%	2%	披露
承保利润	992	2,350	-58%	计算
投资利润（扣税）	3,552	765	365%	倒挤，因不披露税前利润，我们将所得税在投资收益中扣减
净利润	4,544	3115	46%	披露
寿险业务	1Q23	1Q22	同比	计算方法
保险服务收入（新准则为先“计息”后摊销，内涵计息收入）	56,794	59,113	-4%	倒挤
原保费	183,201	173,460	6%	披露
保险服务收入/原保费收入	31.0%	34.1%	-9%	披露
承保利润	25,050	26,890	-7%	倒挤
投资利润（扣税）	426	-14,496		倒挤，因不披露税前利润，我们将所得税在投资收益中扣减
净利润	25,476	12,394	106%	披露

数据来源：中国平安公告，东吴证券研究所

7. 风险提示

- 1) 二期工程下偿付能力报告为摘要，相关指标解读与实际经营结果与风险水平可能存在偏差。
- 2) 股市波动导致投资收益下滑
 - 股市波动会对保险公司净利润及EV增长造成负面冲击。二季度以来权益市场仍在寻底，投资收益同比仍有下降压力。长端利率快速下行拖累估值与业绩表现。长端利率下行会导致保险公司利差收窄，影响盈利能力及未来投资收益率。
- 3) 预定利率下降使得产品吸引力下降销售难度增加

上市险企估值表 (以2023年6月26日股价计)

代码	EVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/EV	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	45.93	77.89	83.87	90.01	92.84	中国平安	0.59	0.55	0.51	0.49
601628.SH	中国人寿	34.86	43.54	47.22	51.03	55.13	中国人寿	0.80	0.74	0.68	0.63
601601.SH	中国太保	25.99	54.01	60.70	66.06	71.19	中国太保	0.48	0.43	0.39	0.37
601336.SH	新华保险	35.20	83.94	90.25	97.42	105.24	新华保险	0.42	0.39	0.36	0.33
代码	EPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/E	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	45.93	4.58	7.27	8.62	9.31	中国平安	10.02	6.32	5.33	4.93
601628.SH	中国人寿	34.86	1.14	1.53	1.74	1.89	中国人寿	30.71	22.71	20.07	18.45
601601.SH	中国太保	25.99	2.56	3.02	3.54	3.95	中国太保	10.16	8.60	7.35	6.59
601336.SH	新华保险	35.20	3.15	4.12	4.57	5.12	新华保险	11.18	8.54	7.71	6.88
代码	BVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/B	2022A	2023E	2024E	2025E
601318.SH	中国平安	45.93	46.16	49.79	54.79	59.59	中国平安	1.00	0.92	0.84	0.77
601628.SH	中国人寿	34.86	15.43	16.65	17.98	19.40	中国人寿	2.26	2.09	1.94	1.80
601601.SH	中国太保	25.99	23.75	27.29	29.79	32.50	中国太保	1.09	0.95	0.87	0.80
601336.SH	新华保险	35.20	32.98	36.36	39.95	43.97	新华保险	1.07	0.97	0.88	0.80
代码	BVPS	收盘价	2022A	2023E	2024E	2025E	P/B	2022A	2023E	2024E	2025E
2328.HK	中国财险	8.69	9.57	10.91	12.03	13.23	中国财险	0.84	0.74	0.67	0.61

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=0.924元人民币汇率计算, 数据更新至2023年6月26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。

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）），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>

东吴证券 财富家园