

# 偿付能力成主因，中长期看格局演变

## 从债券赎回决策看中小保险公司风险

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 非银金融 · 保险 II

◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师: 孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

执证编码: S0980523060004

### 事项:

2024年2月28日及2月29日,百年人寿及珠江人寿分别发布公告称不行使债券赎回选择权。其中,百年人寿不赎回资本补充债券“19百年人寿”余额为20亿元,对应未赎回部分利率为7.25%;珠江人寿不赎回资本补充债券“19珠江人寿01”余额18亿元,对应未赎回部分利率为7.25%。

**国信非银观点:** 随着负债端竞争加剧叠加资产端投资收益下行,部分中小险企竞争力下降甚至风险开始暴露,资本补充需求提升。在此背景之下,部分中小险企偿付能力持续承压,或接近监管“红线”,进而导致其保险资本补充债具有一定不赎回风险。建议关注运营情况相对稳健、信用评级相对较高的保险债发行主体,同时行业供给侧结构性改革利好龙头,推荐中国太保、中国人寿。

### 评论:

#### ◆ 偿付能力承压,两家险企不行使债券赎回选择权

**偿付能力充足率不达标是保险公司不赎回债券的直接原因。**根据《中国银行保险监督管理委员会关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》的规定,保险公司发行的无固定期限资本债券,赎回后偿付能力充足率不达标的,不能赎回;支付利息后偿付能力充足率不达标的,当期利息支付义务应当取消。目前,监管对于保险公司偿付能力充足率的标准分别为:综合偿付能力充足率不低于100%、核心偿付能力充足率不低于50%、风险综合评级在B及以上(含)。

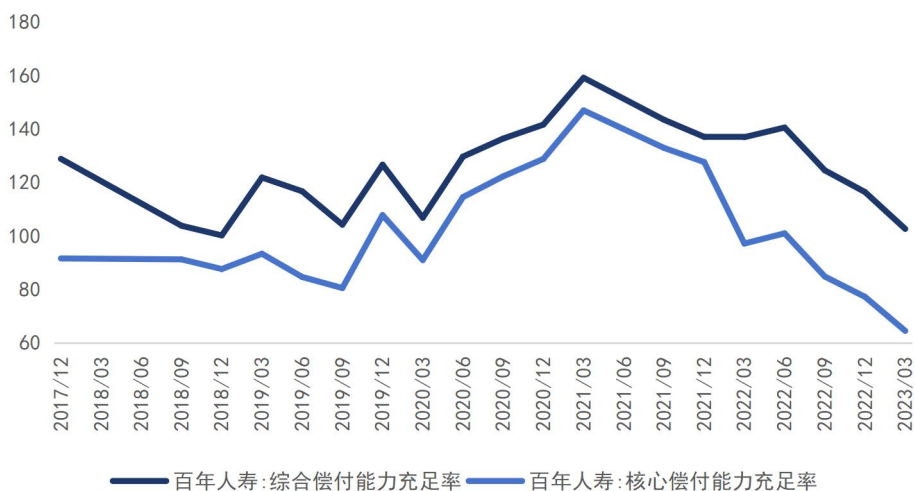
表1: 监管针对保险公司偿付能力充足率的3个标准(需同时满足)

名称	及格线
综合偿付能力充足率	≥100%
核心偿付能力充足率	≥50%
风险综合评级	B及以上(含)

资料来源:原银保监会,国信证券经济研究所整理

**2021年以来,百年人寿偿付能力充足率持续下滑。**综合偿付能力充足率、核心偿付能力充足率分别由2021年一季度的159.14%和146.93%下降至2023年一季度的102.59%和64.43%,接近监管“红线”。同时,公司净资产也从2022年初的81.79亿元跌至2023年一季度的-2.61亿元。2023年一季度以来,百年人寿暂未披露后续偿付能力报告。

图1: 百年人寿近年来偿付能力充足率大幅下降 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

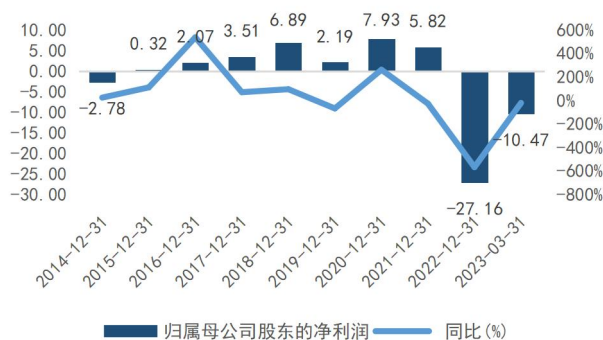
负债端及资产端双向承压是包括百年人寿等中小险企偿付能力持续下滑的主要原因。截至 2023 年一季度末, 公司营业收入 271.48 亿元, 同比增长 9%; 归母净利润为-10.47 亿元, 同比下降 21%。负债端方面, 作为具有代表性的中小险企之一, 百年人寿高度依赖储蓄型保险, 其保费收入占比高于 55%, 该产品对公司投资能力提出更高要求。因此, 在公司投资收益震荡下行时, 退保率或将随之升高。截至 2023 年一季度末, 公司退保率前三的产品分别为百年升年金保险、百年盈年金保险以及百年荣两全保险, 对应退保率为 68.10%、17.71%、15.00%。同时, 公司 2022 年综合退保率为 9.64%, 远高于行业平均值 3.50%。资产端方面, 2022 年, 公司权益类资产账面浮亏较大, 同时固定收益类投资违约规模较大且减值准备计提力度不足, 对公司信用水平造成一定影响。

图2: 2014 年至 2023Q1 百年人寿营业收入 (单位: 亿元, %)



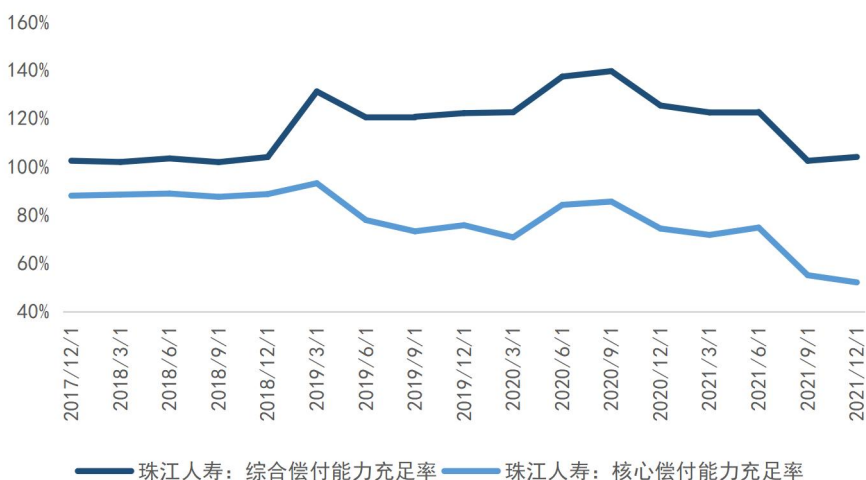
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 2014 年至 2023Q1 百年人寿归母净利润 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

与百年人寿类似, 珠江人寿同样面临偿付能力充足率“压线”的问题。截至 2021 年末, 珠江人寿综合偿付能力充足率及核心偿付能力充足率分别为 104.04%及 52.02%, 此后公司同样暂未披露偿付能力报告。

**图4: 珠江人寿近年来偿付能力充足率大幅下降 (单位: %)**


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

同样面临负债端依赖储蓄型保险及单一渠道的问题之外, 珠江人寿资产端较大的不动产及信托投资规模加大其资产质量管控压力。根据联合资信评估股份有限公司(下称“联合资信”)出具的珠江人寿信用评级报告, 截至2021年末, 公司不动产投资规模为221.40亿元, 占总投资规模的26.00%, 占比位于行业高位, **合计房地产风险敞口为280.67亿元**。此外, 公司资金信托计划投资规模为168.59亿元, 占总投资资产规模的19.80%。主要交易对手包括渤海信托、长安信托、重庆信托、中融信托等机构。

**表2: 珠江人寿投资资产规模及占比 (单位: 亿元、%)**

项目	余额 (亿元)			占比 (%)		
	2019年末	2020年末	2021年末	2019年末	2020年末	2021年末
<b>流动性资产</b>	<b>154.64</b>	<b>124.49</b>	<b>170.88</b>	<b>22.35</b>	<b>16.85</b>	<b>20.07</b>
货币型基金	10.68	3.00	13.15	1.54	0.41	1.54
活期存款	123.27	118.88	156.43	17.82	16.09	18.37
逆回购协议	20.69	2.61	0.63	2.99	0.35	0.07
<b>固定收益类资产</b>	<b>55.53</b>	<b>67.03</b>	<b>129.40</b>	<b>8.03</b>	<b>9.07</b>	<b>15.20</b>
银行存款	22.40	31.40	85.40	3.24	4.25	10.03
债券	23.98	15.87	16.58	3.47	2.15	1.95
固收类资管产品	9.16	16.76	27.41	1.32	2.27	3.22
债券型基金	0.00	3.00	0.00	0.00	0.41	0.00
<b>权益类资产</b>	<b>149.08</b>	<b>208.96</b>	<b>161.28</b>	<b>21.55</b>	<b>28.28</b>	<b>18.94</b>
股票	19.09	53.62	40.86	2.76	7.26	4.80
权益类资管产品	0.05	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
股权投资基金	107.50	141.99	109.66	15.54	19.22	12.88
未上市企业股权	22.44	13.36	10.77	3.24	1.81	1.26
<b>不动产类资产</b>	<b>179.77</b>	<b>178.22</b>	<b>221.40</b>	<b>25.98</b>	<b>24.12</b>	<b>26.00</b>
投资性房地产	179.77	178.22	221.40	25.98	24.12	26.00
<b>信托计划</b>	<b>152.84</b>	<b>160.11</b>	<b>168.59</b>	<b>22.09</b>	<b>21.67</b>	<b>19.80</b>
<b>投资资产总额</b>	<b>691.86</b>	<b>738.81</b>	<b>851.55</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>
投资资产减值准备	3.00	3.00	3.00	--	--	--
<b>投资资产净额</b>	<b>688.86</b>	<b>735.81</b>	<b>848.55</b>	--	--	--
投资资产收益率	--	--	--	5.50	5.74	5.57

资料来源: 联合资信, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 历史不赎回保险债多为经营情况恶化、偿付能力较弱的中小险企

回顾历史上保险债未赎回的情况，其发行主体一般分为两类：经营状况不佳导致的偿付能力下滑的保险公司、被监管接管的保险公司。其中，天安人寿、天安财险、华夏人寿因偿付能力低于监管标准，被原银保监会接管。信泰保险、长安保险、珠江人寿为民营机构。以上保险公司均面临因资金不足导致的偿付能力持续下降，进而一定程度反应部分中小保险公司面临的经营及投资风险。

表3: 历史不赎回保险公司债情况

序号	债券起始日	不赎回日期	债券名称	发行规模 (亿元)	发行期限	发行人	企业性质	发行方式
1	2011/6/20	2016/6/20	11 华夏次级债	3	10	华夏人寿	民营	私募
2	2011/9/30	2016/9/30	11 信泰次级债	2	10	信泰保险	民营	私募
3	2011/12/21	2016/12/21	11 太平人寿债	80	10	太保寿险	公众企业	私募
4	2012/8/20	2017/8/20	12 太平人寿债	75	10	太保寿险	公众企业	私募
5	2013/6/14	2018/6/14	13 人保 01	160	10	人保寿险	中央国有企业	私募
6	2013/12/23	2018/12/23	13 人寿保险债	60	10	人保集团	中央国有企业	私募
7	2015/1/19	2020/1/19	15 天安次级债	7.5	10	天安人寿	公众企业	私募
8	2015/9/29	2020/9/29	15 天安财险	53	10	天安财险	中外合资	私募
9	2015/12/25	2020/12/25	15 幸福人寿	30	10	幸福人寿	中央国有企业	公募
10	2015/12/25	2020/12/25	15 天安人寿	20	10	天安人寿	公众企业	公募
11	2016/11/29	2021/11/29	16 长安保险	5	10	长安保险	民营	公募
12	2019/3/29	2024/2/28	19 百年人寿	20	10	百年人寿	公众企业	公募
13	2019/4/1	2024/2/29	19 珠江人寿 01	18	10	珠江人寿	民营	公募

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 2015 年放开保险公司发行公募债限制, 因此公募债占比较少。

### ◆ 行业转型改革背景之下, 需关注中小险企风险

2023 年, 监管进一步引导渠道质态改革, 压降负债成本。银保渠道、经代渠道、个险渠道均面临规范性政策, 为传统依赖银保及经代渠道的中小险企带来一定挑战。在保险公司转向高质量发展阶段, 行业“马太效应”加剧, 或加大中小保险公司经营压力。相较于头部险企, 中小保险公司在负债成本、渠道优势、客户群体、品牌效应等方面存在诸多短板, 因此预计未来行业格局或有望得到进一步优化。

#### ◆ 投资建议:

随着负债端竞争加剧叠加资产端投资收益下行, 部分中小险企风险开始暴露, 资本补充需求提升。在此背景之下, 部分中小险企偿付能力持续承压, 或接近监管“红线”, 进而导致其保险债具有一定的“不赎回”风险。建议关注运营情况相对稳健、信用评级相对较高的保险债发行主体, 同时行业供给侧结构性改革利好龙头, 推荐中国太保、中国人寿。

#### ◆ 风险提示:

中小保险公司经营承压; 偿付能力下降; 行业竞争加剧; 资产收益下行等。

### 相关研究报告:

- 《2024 年 1 月保费收入点评-产险保费新高, 银保整顿下寿险保费负增》——2024-02-22
- 《2023 年 12 月保费收入点评-存款降息下保费增长延续》——2024-01-17
- 《从长城人寿举牌无锡银行看险资举牌动向-高 ROE 资产进一步受险资青睐》——2024-01-16
- 《新华保险与中金资本设立基金点评-增配不动产, 匹配长线需求》——2024-01-03
- 《2023 年 11 月保费收入点评-淡化“开门红”, 回归价值本源》——2023-12-17

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032