

**《保险公司偿付能力管理规定（征求意见稿）》点评：
明确监管底线，严查真实性，加强协同监管，上市险企强者恒强！**

事件：10月20日，保监会就拟修订的《保险公司偿付能力管理规定（征求意见稿）》公开征求意见。

点评：核心偿付能力充足率应不低于50%、综合偿付能力充足率应不低于100%、风险综合评级应在B类及以上。任意一个指标不达标的，为偿付能力不达标公司。此前，前两项指标未在正式文件中予以描述，是市场默认指标，同时满足前两项指标第三项要求的前提条件。结合2017年二季末行业数据，中法人寿、新光人寿、浙商财险、信达财险、都邦财险和恒大人寿属于偿付能力不达标企业。据我们观察，“偿二代”落地至今，保监会已批复105次险企的增资决议，对于中小险企而言，由于业务结构不合理，高风险资产配置比例过高导致偿付能力承压明显。值得注意的是，截止2017年10月22日，安邦旗下保险公司仍未披露二季度偿付能力摘要信息，我们将后续继续跟踪其偿付能力信息、流动性情况以及保监会的管理对策。

对于核心偿付能力充足率不足60%、综合偿付能力充足率不足120%的保险公司将“重点核查”。我们认为，这与此前保监会强调偿付能力报告、风险评级和公开披露的真实性、完整性和合规性的监管思路一脉相承。9月18日，保监会披露针对5月至6月偿付能力真实性自查结果中发现的601个问题，弘康人寿因其子公司投资性房地产计量违反偿二代相关规定被要求限期整改。结合2017年二季末行业数据，富德生命、华夏人寿、瑞泰人寿以及国华人寿或将被列入重点核查对象（考虑到天茂集团48.45亿元增发已于9月末获证监会批文，资金到位后国华人寿将满足要求）。

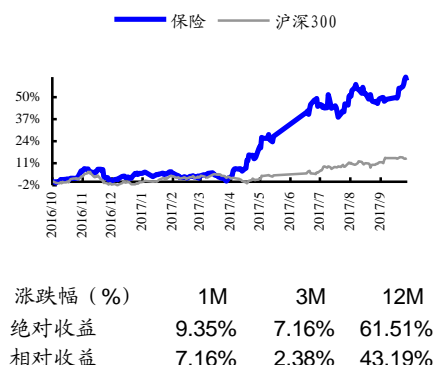
意见稿内强调与“金融稳定发展委员会”与“一行三会”的金融监管协作，加强对保险集团、银证协作的跨市场、交叉性金融风险的监测和防控。**未来对于12家保险集团公司公司的监管将进一步强化。同时，征求意见稿进一步强化了保监会与保监局上下联动的监管机制，集中监管资源，提高偿付能力监管工作效率。**

投资建议：偿付能力征求意见稿的落地，进一步明确“50%、100%、B级”的偿付能力充足率达标标准，上市险企充足率均远超最低标准；对真实性的重点核查表明监管层从严从实监管的态度与决心，当前行业“马太效应”显现，龙头企业集中度上升，上市险企强者更强，影响整体偏正面，行业评级维持“优于大势”！

风险提示：2018年开门红销售不达预期、监管政策超预期

重点标的估值表		每股内含价值			内含价值倍数			评级
公司名称	收盘价	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	
中国平安	59.02	34.9	44	55.4	1.7	1.3	1.1	买入
新华保险	58.19	41.5	50.2	60.8	1.4	1.2	1	买入
中国太保	38.88	27.1	32.8	38.2	1.4	1.2	1	买入
中国人寿	28.32	23.1	27.2	31.7	1.2	1	0.9	增持

历史收益率曲线



重点公司

投资评级

中国平安	买入
新华保险	买入
中国太保	买入
中国人寿	增持

相关报告

《保监人身险[2017]134号文专题研究1年金附加万能组合停售前瞻性分析：回归本源，长期向好》

2017-09-15

《保险行业2017中报点评：寿险NBV增速创新高，投资收益边际改善，回归本源强者恒强！》

2017-09-08

证券分析师：张经纬

执业证书编号：S0550517080002
(021)20363209 zhangjw@nesc.cn

研究助理：葛玉翔

执业证书编号：S0550517080040
(021)20361183 ge-yx@nesc.cn
13761633787

表 1: 上市险企偿付能力充足率、风险综合评级及 SARMRA 得分情况

公司名称	核心偿付能力充足率	综合偿付能力充足率	风险综合评级		2016 年
	2017 2Q	2017 2Q	2016 4Q	2017 1Q	SARMRA 得分
中国人寿	275.75%	279.90%	A	A	85.51
平安寿险	224.05%	232.61%	A	A	86.66
平安财险	219.30%	245.40%	B	B	未披露
平安养老险	264.80%	264.80%	B	B	79.94
平安健康险	177.53%	177.53%	A	A	76.89
太平洋寿险	256%	257%	B	A	82.71
太平洋财险	243%	272%	A	B	81.82
新华人寿	272.30%	293.31%	A	A	80.11

数据来源：保险行业协会、东北证券

注：风险综合评级，即分类监管，是保监会以风险为导向，综合分析、评价保险公司的固有风险和控制风险，根据其偿付能力风险大小，评定为不同的监管类别，并采取相应监管政策或监管措施的监管活动。

注：SARMRA 评估具体内容包括：偿付能力风险管理的基础与环境、偿付能力风险管理的目标与工具、保险风险管理能力、市场风险管理能力、信用风险管理能力、操作风险管理能力、战略风险管理能力、声誉风险管理能力、流动性风险管理能力。

表 2: 偿付能力充足率不达标企业

不合格险企	核心偿付能力充足率	综合偿付能力充足率	风险综合评级	SARMRA 得分
中法人寿	-1843.06%	-1843.06%	D 类	72.65
新光人寿	-393.56%	-396.56%	D 类	70.14
浙商财险	45.4%	90.79%	A 类	73.52
信达财险	358.35%	358.35%	C 类	—
都邦财险	201%	201%	C 类	73.43
恒大人寿	158.67%	163.21%	C 类	—

数据来源: 保险行业协会、东北证券

注: 对于偿付能力不达标的保险公司, 保监会将根据其风险成因以及严重程度, 依法采取针对性的监管措施, 以督促保险公司恢复偿付能力或在难以持续经营的状态下尽可能多地维护保单持有人利益。

注: 根据各家公司披露的 20172Q 偿付能力季报摘要, “不合格”公司的主要原因及应对策略如下
浙商财险:

1. 综合偿付能力充足率指标计算口径不包含 15 亿增资款, 增加计提已到位的 15 亿注册资本金后, 核心和综合偿付能力充足率将大幅度的提升。
2. 公司通过引入普华永道的偿二代风控体系建设项目, 在其协助下开展公司风险偏好体系和模型开发: 第一, 结合公司内部管理和行业经验, 选择设置不通为的容忍度指标。第二, 结合多种测算方法, 建立风险容忍度的测算模型和工具; 第三, 建立偿付能力为约束核心的风险偏好溢额传导模型; 第四, 结合监管要求和公司管理现状建立风险限额指标。
3. 针对操作风险, 在普华永道的协助下, 开展风险操作工具落地。

恒大人寿:

风险改进状况—2017 年第二季度, 建立三道防线: 各机构与各职能部门以及分支机构、风险管理委员会以及风险合规中心、审计委员会及贵公司审计稽核中心; 分公司内控检查 10 家, 发现缺陷 83 家, 均已开展整改以及定期跟踪。

都邦财险: 未做明确说明

信达财产:

主要风险点在流动性风险。2017Q1 流动性覆盖率压力测试情景 1 为 44.99%, 压力测试情景 2 为 43.80%, 低于 100%, 后发现是填报人员数据报送口径理解错误, 在优质流动资产计算口径、筹资现金流测算口径存在偏差, 导致计算结果显示流动性风险低于 100%, 后重新计算发现压力测试下情景 1 和 2 流动性覆盖率均高于 200%, 无流动性风险。

新光人寿:

1. 评级 D 类主要在“偿付能力充足率”不达标
2. 偿付能力下降主要原因在于 2017Q2 外审审计意见, 负债中维持费用假设进行调整, 认可负债提高, 再加上 Q2 持续亏损, 实际资本降低; 公司资本金不足, 无法开展新业务, 公司亏损, 实际资本继续走低。

中法人寿:

1. 偿付能力不足、无法开展新业务, 经营活动现金支出需求紧靠存量投资资产的赎回变现和股东借款支持, 流动性风险大。
2. 将完善各类风险制度; 建立独立合规部门; 完善内控流程, 梳理风险控制点, 持续推进整改工作。

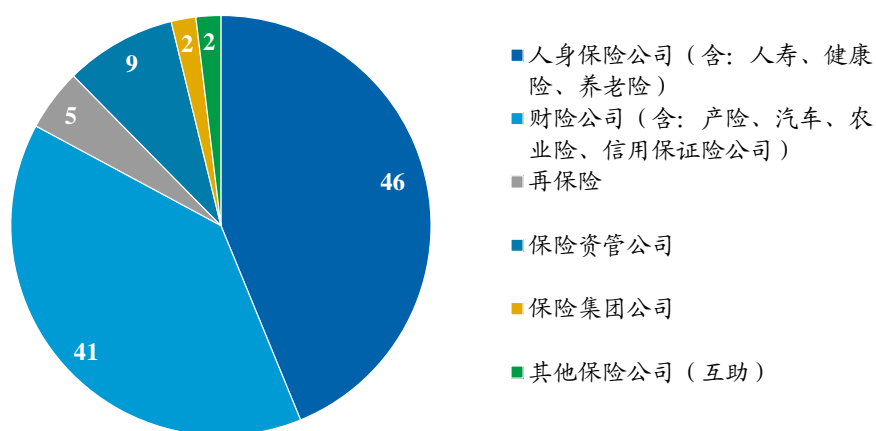
表 3: “重点核查对象”偿付能力充足率情况

重点核查对象	核心偿付能力充足率	综合偿付能力充足率	风险综合评级	SARMRA 得分
富德生命	72%	104%	—	—
瑞泰人寿	107.27%	107.27%	B 类	34.74
华夏人寿	81.32%	115.09%	B 类	75.86
国华人寿	109.06%	118.51%	A 类	79.77

数据来源：保险行业协会、东北证券

注：天茂集团 48.45 亿元增发已于 9 月末获证监会批文，资金到位后国华人寿将满足监管要求

图 1: “偿二代”颁布以来保险行业增资情况（家数）



数据来源：保监会，东北证券

注：统计时间自 2015 年 2 月“偿二代”颁布至 2017 年 10 月 22 日

表 4:《保险公司偿付能力管理规定（征求意见稿）》主要内容解析

偿付能力 监管指标	<p>偿二代下的监管指标由单一的偿付能力充足率扩展为核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率、风险综合评级三个有机联系的指标。</p> <p>核心偿付能力充足率衡量保险公司高质量资本的充足状况，综合偿付能力充足率衡量保险公司资本的总体充足状况，风险综合评级主要是综合考虑保险公司的可资本化风险和难以资本化风险，衡量公司总体偿付能力风险的大小。</p> <p>核心偿付能力充足率应不低于 50%、综合偿付能力充足率应不低于 100%、风险综合评级应在 B 类及以上。三个指标均符合监管要求的保险公司，为偿付能力达标公司；任意一个指标不达标的，为偿付能力不达标公司。</p>
偿付能力 监管机制	<p>全国金融工作会议要求，要防范金融风险、深化金融改革。</p> <p>征求意见稿结合偿二代实施情况和当前风险防范需要，重点构建了新的偿付能力监管机制，包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 一是构建了定量监管和定性监管相结合的机制，全面科学监管各类风险。 ➤ 二是构建了保监会与保监局上下联动的偿付能力监管机制，明确了保监会偿付能力监管委员会、保监局的职责定位和工作内容。 ➤ 三是构建了保险监管与市场约束相结合的监管机制，在强化保险监管的同时，进一步发挥市场相关方对保险公司偿付能力的监督和约束作用。 ➤ 四是构建了保险公司主体管理与外部监督相结合的偿付能力监管机制，强化保险公司偿付能力管理和风险防控的主体责任。 ➤ 五是构建了国内监管协调和国际监管合作的机制，进一步明确了保监会与境内监管机构、境外监管机构和国际监管组织的监管协调机制的内容。 <p>上述机制的建立，有助于充分发挥保监会和保监局、保险公司、市场相关方等各方的作用，进一步提升偿付能力监管的效率和效果。</p>
保监局监 管职责	<p>保监局在偿付能力监管中的职责定位为“三个参与、一个负责、一个监督”。</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ “三个参与”即参与偿付能力风险管理能力的监管评估；参与风险综合评级；参与对偿付能力数据、信息披露等内容的非现场核查和现场检查。 ➤ “一个负责”即负责对辖区内分支机构进行风险综合评级。 ➤ “一个监督”即监督保监会采取的偿付能力措施在辖区内分支机构的落实情况等。 <p>从而进一步强化了保监会与保监局上下联动的监管机制，集中监管资源，提高偿付能力监管工作效率。</p>
偿付能力 监管检查	<p>为治理当前行业偿付能力数据不实的乱象，强化偿付能力监管的刚性约束，征求意见稿强化了偿付能力数据非现场核查机制和偿付能力管理的现场检查机制。</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 在非现场核查方面，保监会每季度对保险公司报送的季度偿付能力报告、公开披露的偿付能力信息等进行核查，并将核心偿付能力充足率低于 60%或综合偿付能力低于 120%等偿付能力风险较大的保险公司列入重点核查对象。 ➤ 在现场检查方面，保监会将对保险公司偿付能力管理、偿付能力报告、风险综合评级数据以及偿付能力信息公开披露的真实性、完整性和合规性等实施现场检查。

监管措施分为常规措施和特殊措施。

偿付能力
监管措施

- 对于因可资本化风险导致偿付能力不达标公司，常规措施包括责令调整业务结构、限制业务和资产增长速度、限制增设分支机构、限制商业性广告等；特殊措施包括停止部分或全部新业务、接管、申请破产等。
- 对于因难以资本化风险导致偿付能力不达标公司，常规措施主要是根据公司操作风险、战略风险、声誉风险或流动性风险存在的具体问题采取相应措施；特殊措施包括停止部分或全部新业务、接管、申请破产等。

数据来源：保监会、东北证券

分析师简介:

葛玉翔: 上海财经大学经济学/会计学学士, 保险硕士, 2017年加入东北证券, 任非银金融行业研究员

张经纬: 美国约翰霍普金斯大学金融/MBA硕士, 2015年加入东北证券, 任非银金融行业分析师

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号
邮编: 130119
电话: 4006000686
传真: (0431)85680032
网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编: 100033
电话: (010)63210800
传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
邮编: 200127
电话: (021)20361009
传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
电话: (010) 63210890
手机: 185-1501-8255
邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
电话: (021) 20361100
手机: 136-2169-3507
邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
电话: (0755) 33975865
手机: 186-6457-9712
邮箱: qiuxx@nesc.cn