



# 平安寿险价值深度解析

姚波  
12月9日



# 重要提示

## 有关前瞻性陈述之提示声明

除历史事实陈述外，本演示材料中包括了某些“前瞻性陈述”。所有本公司预计或期待未来可能或即将发生的(包括但不限于)预测、目标、估计及经营计划都属于前瞻性陈述。前瞻性陈述涉及一些通常或特别的已知和未知的风险与不明朗因素。某些陈述，例如包含「潜在」、「估计」、「预期」、「预计」、「目的」、「有意」、「计划」、「相信」、「将」、「可能」、「应该」等词语或惯用词的陈述，以及类似用语，均可视为前瞻性陈述。

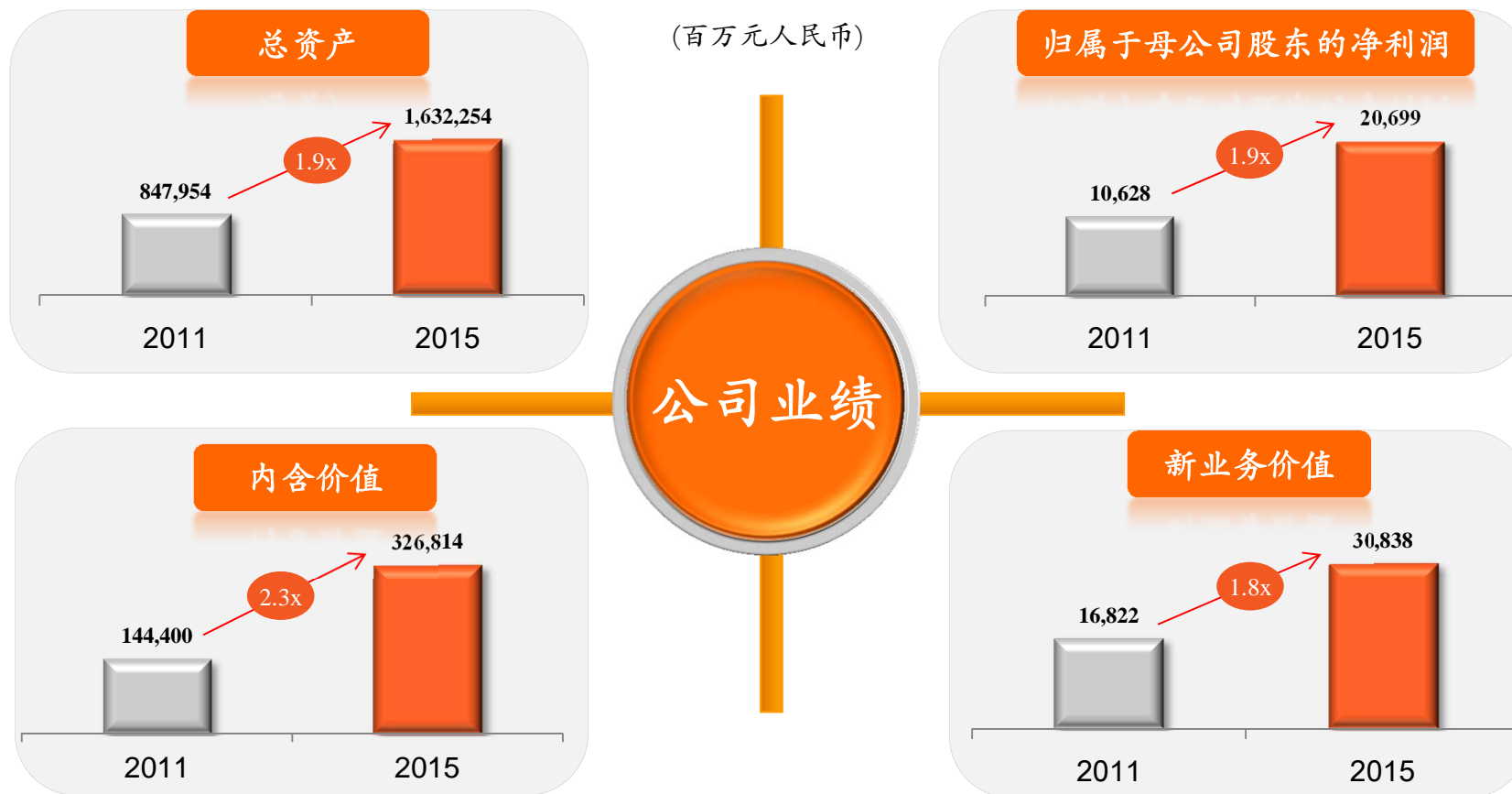
读者务请注意这些因素，其大部分不受本公司控制，影响着公司的表现、发展趋势及实际业绩。受上述因素的影响，本公司未来的实际结果可能会与这些前瞻性陈述出现重大差异。这些因素包括但不限于：汇率变动、市场份额、同业竞争、环境风险、法律、财政和监管变化、国际经济和金融市场条件及其他非本公司可控制的风险和因素。任何人需审慎考虑上述及其他因素，并不可完全依赖本公司的“前瞻性陈述”。本公司声明，本公司没有义务因新信息、未来事件或其他原因对本演示材料中的任何前瞻性陈述公开地进行更新或修改。本公司及其任何员工或联系人，并未就本公司的未来表现作出任何保证声明，及不为任何该等声明负上责任。

## 披露口径说明：

本报告所披露内含价值和业务价值，为寿险业务口径，即包含平安寿险、平安养老险和平安健康险公司的业务。其他数据，如利润、偿付能力、资产等数据为寿险公司口径，仅包含平安寿险的业务。

本报告所披露2016年中期业务价值，都是指过去一年的业务价值。

# 平安寿险业绩持续稳健增长



注：(1) 总资产和归属于母公司股东的净利润为寿险公司合并口径数字，内含价值和新业务价值为寿险业务数字  
(2) 寿险公司仅指平安寿险公司经营的业务，不包含平安养老保险和平安健康险经营的业务，下同  
(3) 寿险业务包含平安寿险、平安养老保险和平安健康险经营的业务，下同

## 目前市场对平安寿险较为关注的四个问题

1

持续低利率环境是否对未来盈利产生巨大冲击？

2

内含价值的假设是否审慎合理？

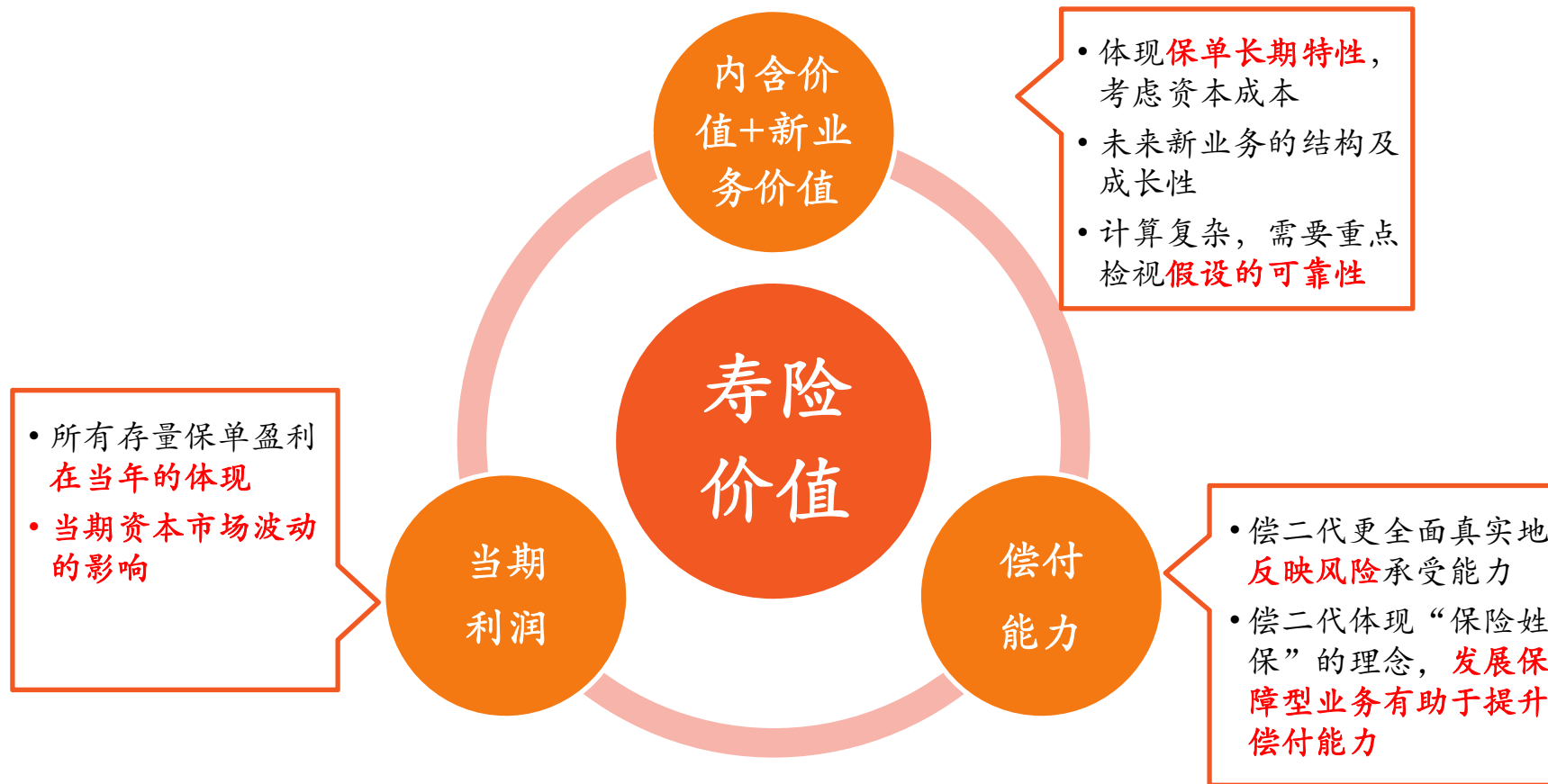
3

偿二代对公司偿付能力和内含价值评估的影响？

4

在中国经济下行期平安业绩是否还能保持稳定增长？

# 寿险业务价值深度分析的三个维度



# 目录

一、基本概念

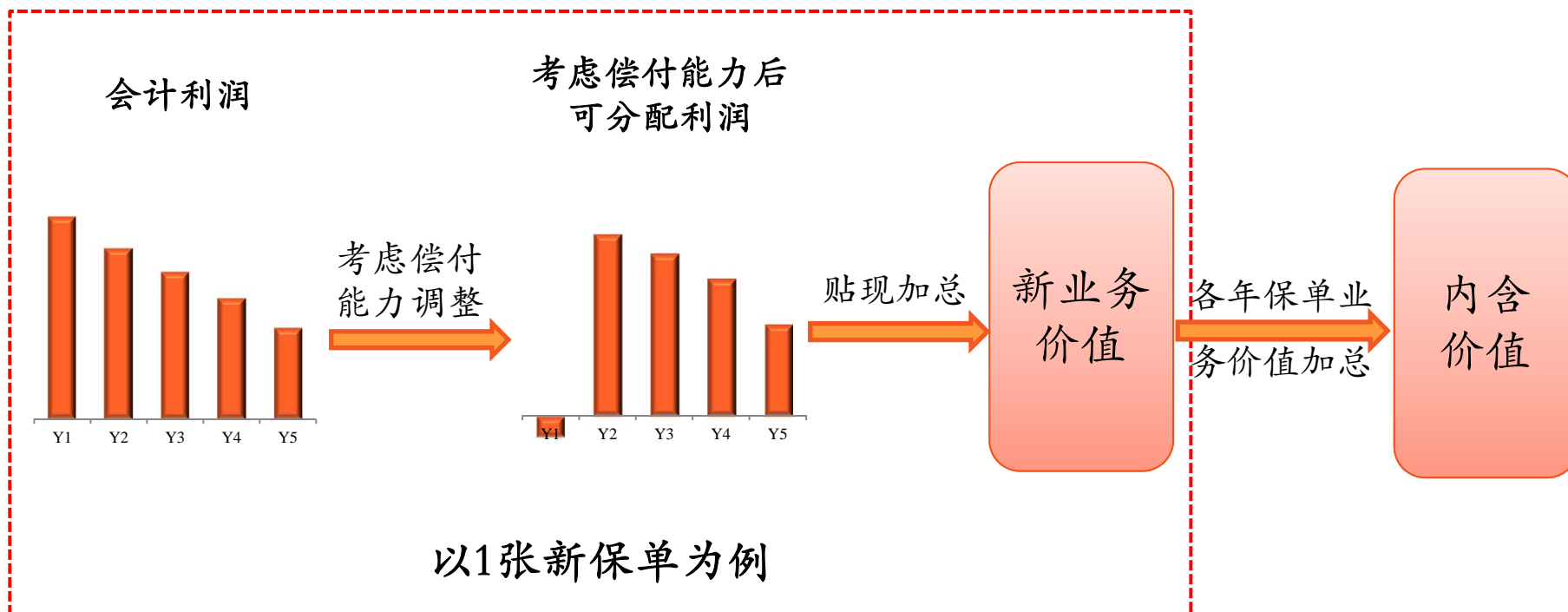
二、高质量的内含价值

三、长期持续的利润来源

四、充足稳定的偿付能力

## 价值分析的三个维度存在内在联系

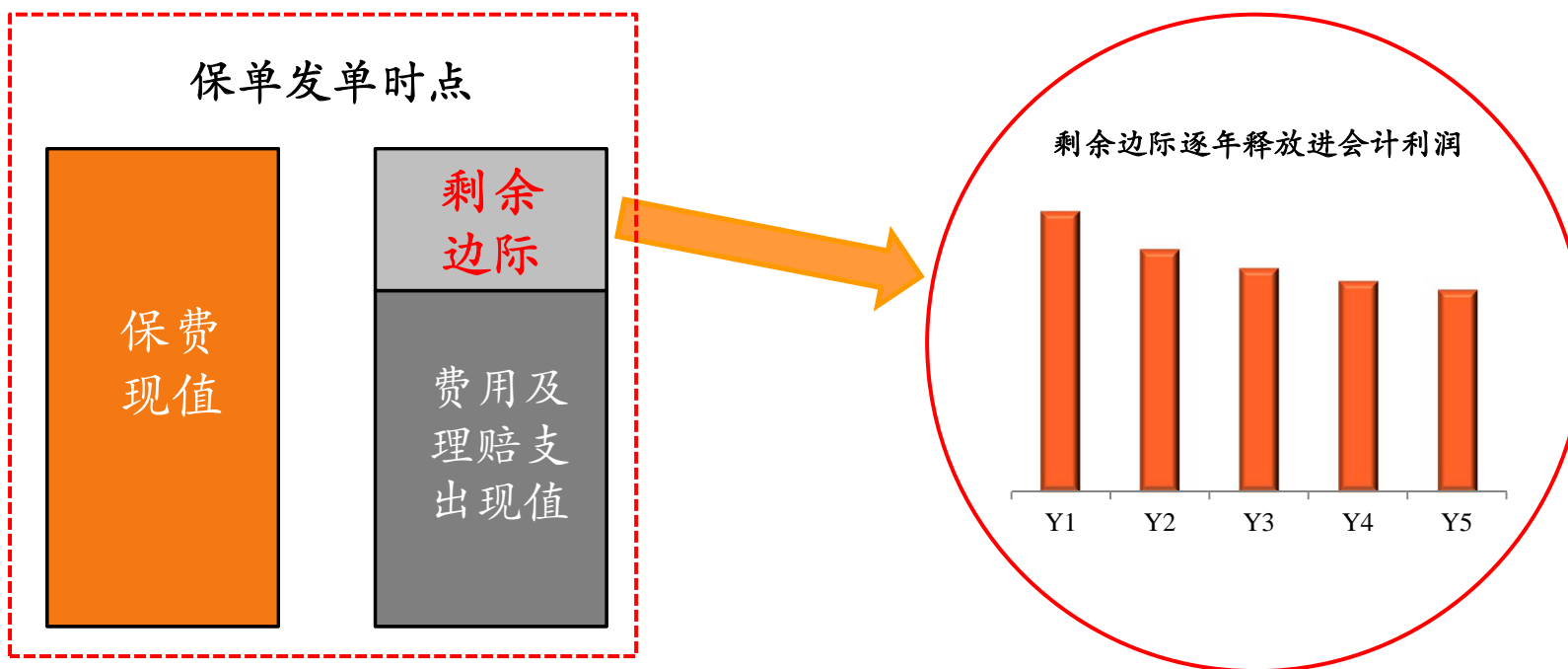
- 内含价值计算基于考虑偿付能力后的可分配利润，不是会计利润的简单贴现
- 偿付能力调整**主要改变利润实现的时点**，对利润总额影响不大
- 通常来说，**利润越好的产品，内含价值越高**



# 保单的利润是长期释放的过程

以1张保单的销售为例：

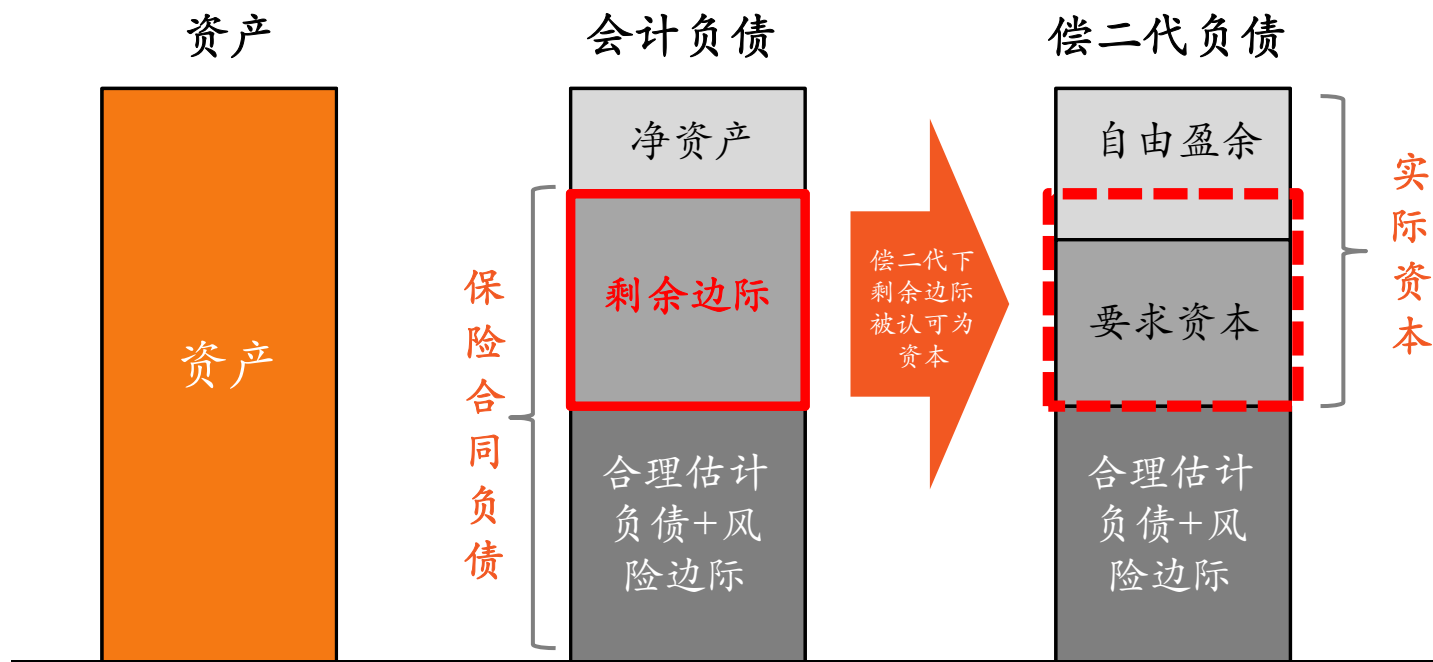
- 在保单发单时点，该保单产生**剩余边际**，剩余边际是保单未来年度利润的现值  
$$\text{剩余边际} = \text{保单所有年度保费的贴现值} - \text{保单所有年度费用及理赔支出的贴现值}$$
- 基于审慎性原则，剩余边际不能在首日一次性全部体现，必须逐年释放，**释放模式于发单时点锁定，是会计利润的核心来源**（其他影响因素主要为会计估计变更和投资回报偏差等）





# 剩余边际在偿二代下认可为资本，是实际资本的重要组成部分

- 会计准则下剩余边际属于负债，未进入净资产，未来逐年释放为利润，是每年会计利润的核心来源
- 偿二代下**剩余边际被认可为资本**，为实际资本的重要组成部分
- 偿二代下，**如果新业务盈利能力较强，其剩余边际大于要求资本，贡献资本**



注：(1) 会计准则和偿付能力评估下的资产略有差异，简单起见，示例中忽略  
(2) 除保险合同负债，寿险公司仍有部分其他负债，简单起见，示例中忽略其他负债

# 目录

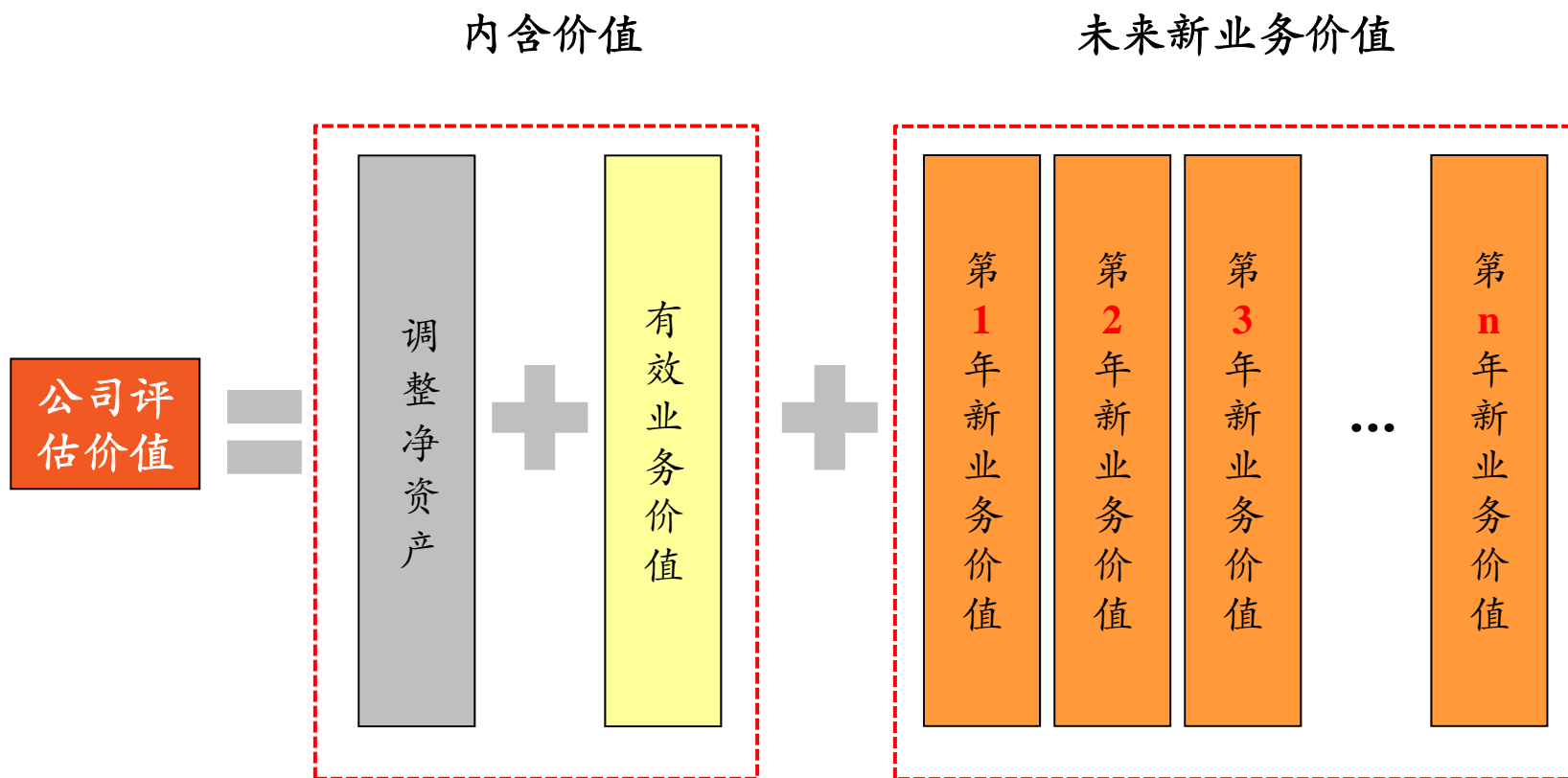
一、基本概念

二、高质量的内含价值

三、长期持续的利润来源

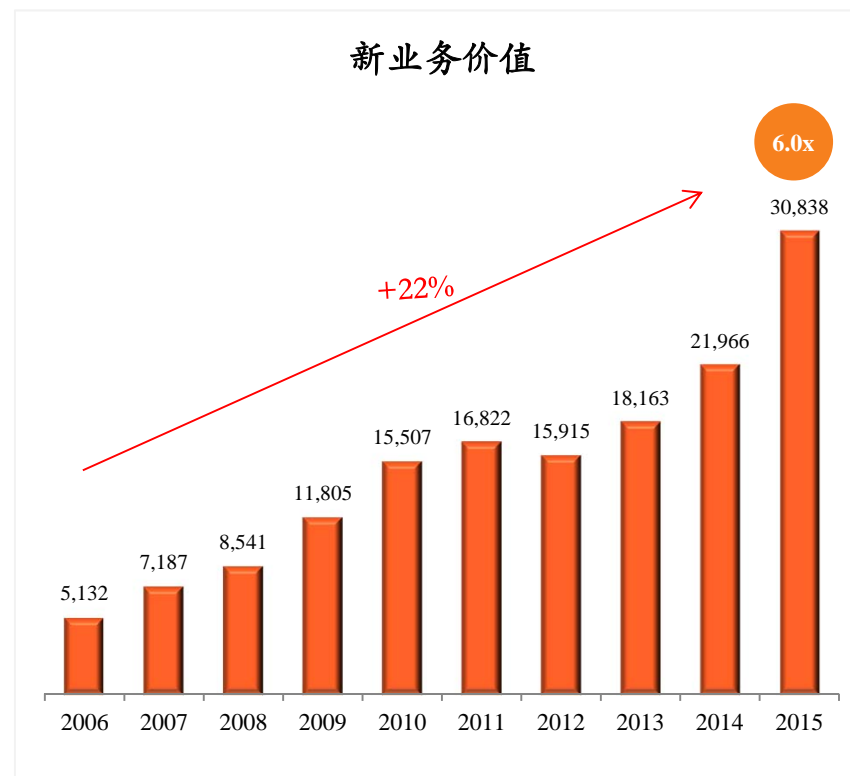
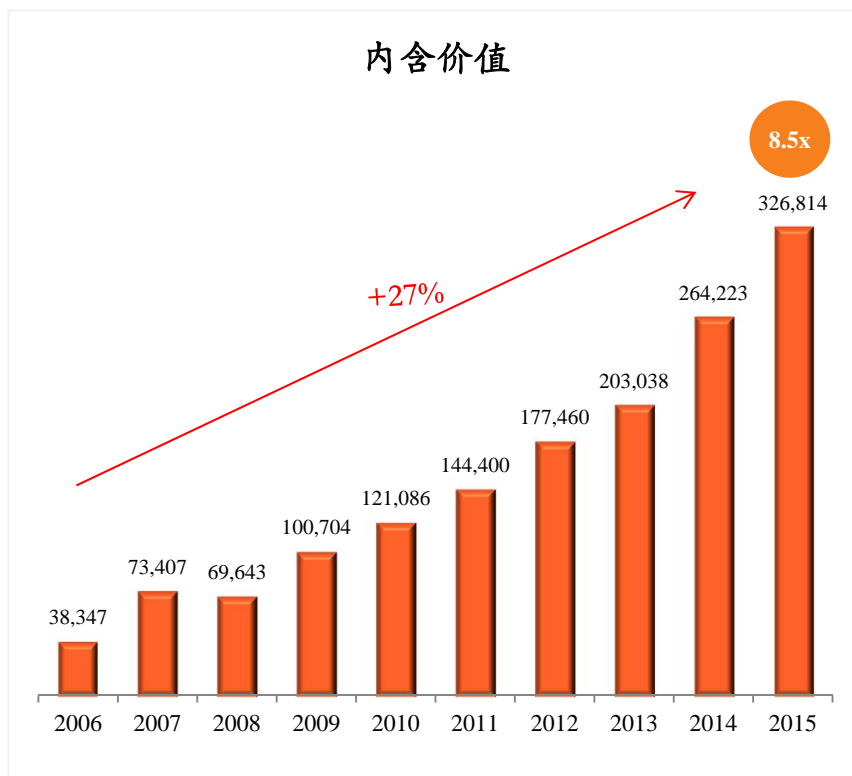
四、充足稳定的偿付能力

# 内含价值能更真实地反映寿险公司的价值



# 寿险业务内含价值和新业务价值长期高速增长

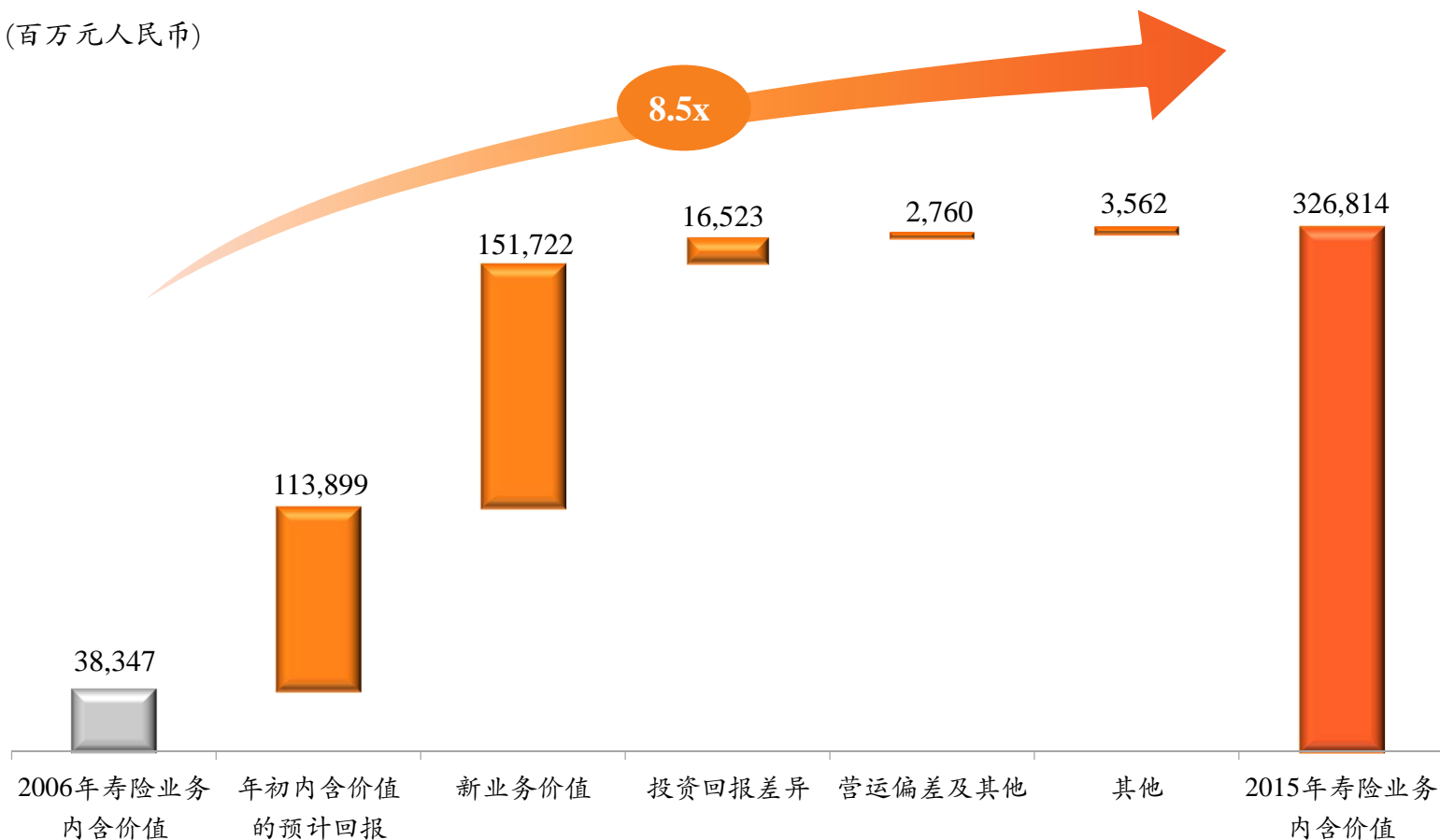
(百万元人民币)



注：(1) 以上左图中2008年内含价值减少主要受富通投资亏损及股市大跌影响  
(2) 内含价值和新业务价值均为偿一代内含价值评估结果

# 内含价值增长主要来自于预计回报及新业务价值创造，投资和营运经验优于假设有小幅正贡献

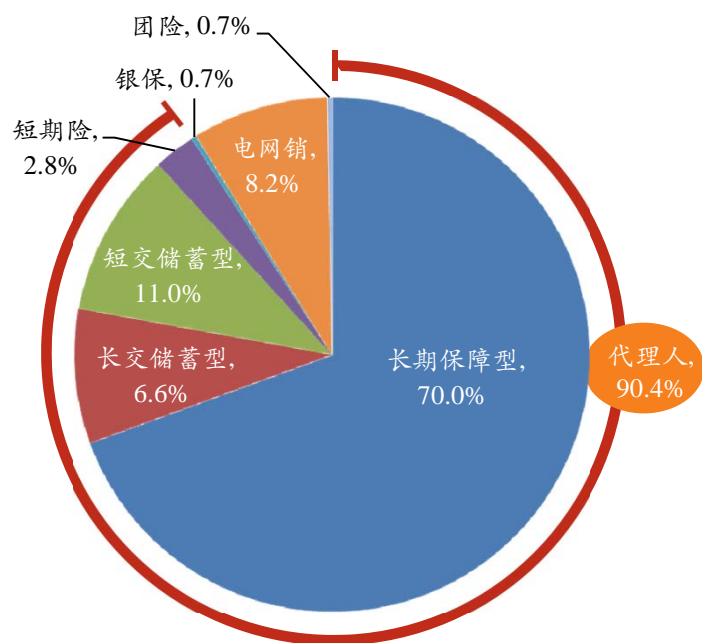
(百万元人民币)



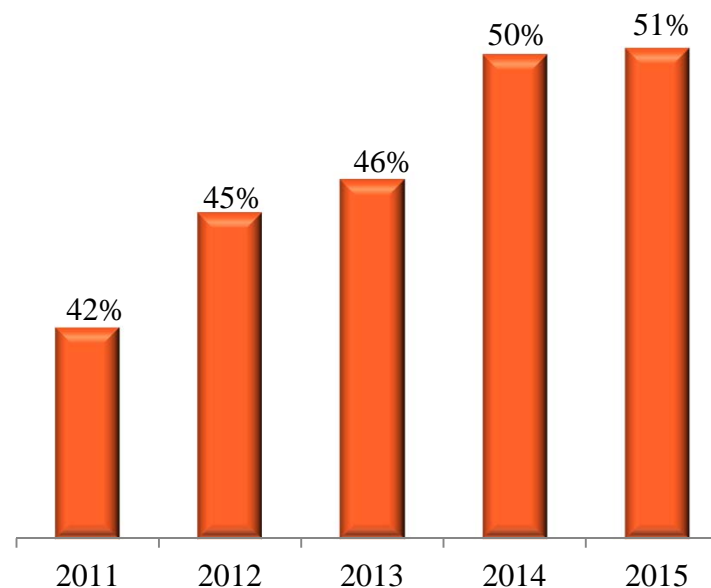
注：上图为偿一代内含价值评估结果

# 公司坚持以保障型业务为主的产品策略，长期保障型业务在新业务价值中占比7成

2016年中期平安寿险业务  
新业务价值构成



长期保障型业务在代理人渠道中  
首年规模保费占比

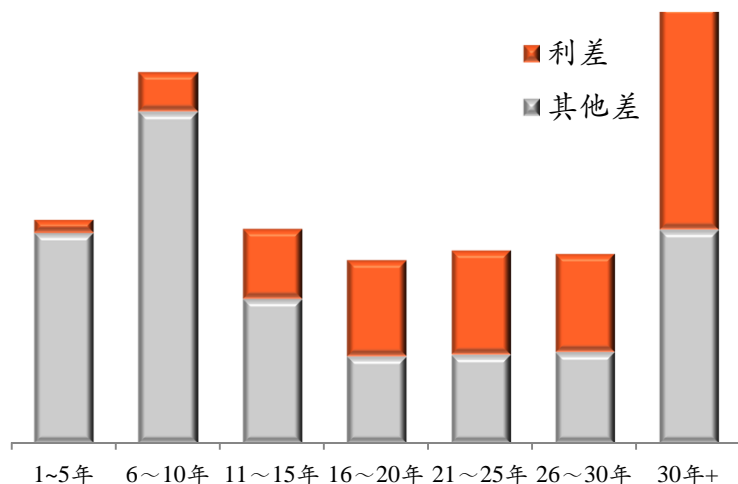


注：(1) 左图为基于偿二代新业务价值数字拆解

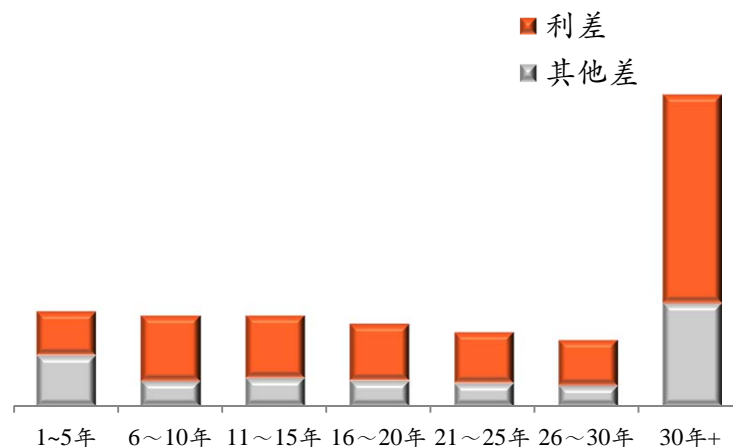
(2) 长期保障型指终身寿险、定期寿险、疾病险、意外险等保障类产品；短交储蓄型指主要缴费期为10年以下的两全、年金等产品；长交储蓄型指主要缴费期为10年及以上的两全、年金等产品

# 长期保障型产品对利差的依赖程度较小

典型长期保障型产品可分配利润分解  
-每千元FYP



典型短交储蓄型产品可分配利润分解  
-每千元FYP



## 影响利差假设

投资收益率

## 影响其他差假设

退保率

费用率

死亡率、重疾发生率

## 影响贴现假设

风险贴现率

# 过去10年平安保险资金实际投资收益率超过5.5%，年底会审慎检视投资收益率假设

年度	财务净投资收益率	财务总投资收益率	公允投资收益率
2006	4.6%	8.3%	13.2%
2007	4.5%	14.1%	23.1%
2008	4.1%	-1.7%	-8.5%
2009	3.9%	6.4%	8.3%
2010	4.2%	4.9%	4.0%
2011	4.5%	4.0%	1.5%
2012	4.7%	2.9%	5.2%
2013	5.1%	5.1%	4.5%
2014	5.3%	5.1%	8.9%
2015	5.8%	7.8%	7.8%
<b>过去10年平均</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.5%</b>

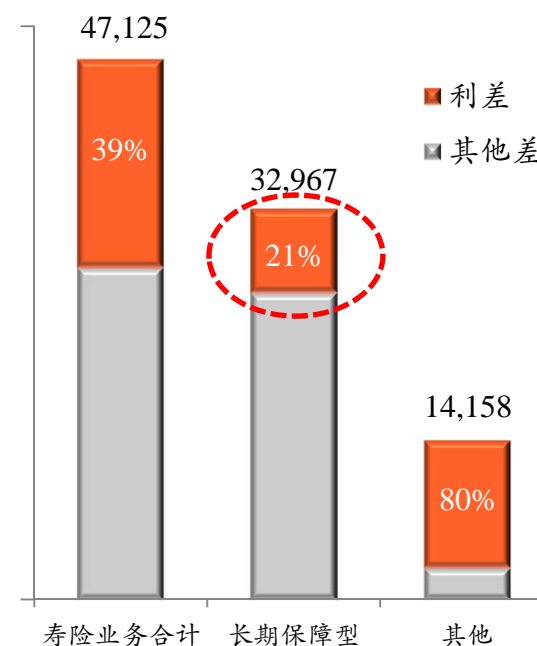
注：平安保险资金包含平安寿险、平安产险、平安养老和平安健康等保险资金



# 新业务价值对投资收益率敏感性较低主要由于长期保障型业务占比大

单位：百万	基准新业务价值	投资收益率-50bp	变动
代理人渠道	42,580	39,419	-7.4%
<b>长期保障型</b>	<b>32,967</b>	<b>31,086</b>	<b>-5.7%</b>
短交储蓄型	5,191	4,486	-13.6%
长交储蓄型	3,122	2,578	-17.4%
短期险	1,300	1,269	-2.4%
非代理人渠道	4,545	3,497	-23.1%
合计	47,125	42,915	-8.9%

不同类型产品新业务价值中利差占比  
(百万元人民币)



注：(1) 本页数字均为寿险业务偿二代新业务价值数字  
(2) 评估时点为2016年中期  
(3) 因四舍五入，直接相加未必等于总数

# 平安寿险业务所用贴现率假设相对审慎

寿险业务过去年度风险溢价

年度	风险贴现率	10年期国债收益率	风险溢价
2006	12%	3.1%	8.9%
2007	11.5%	4.5%	7.0%
2008	11.5%	2.9%	8.6%
2009	11%	3.8%	7.2%
2010	11%	4.0%	7.0%
2011	11%	3.5%	7.5%
2012	11%	3.6%	7.4%
2013	11%	4.6%	6.4%
2014	11%	3.7%	7.3%
2015	11%	2.9%	8.2%
过去10年平均	-	-	<b>7.6%</b>

根据CAPM公式：

$$R = r_f + \beta * MRP$$

风险贴现率应等于无风险利率与风险溢价之和

- 注：(1) 10年期国债收益率为每年末时点数  
 (2) 风险溢价=风险贴现率 - 10年期国债收益率  
 (3) 因四舍五入，直接相加未必等于总数

# 平安寿险业务贴现率及投资收益率敏感性列示

有效业务价值敏感性：

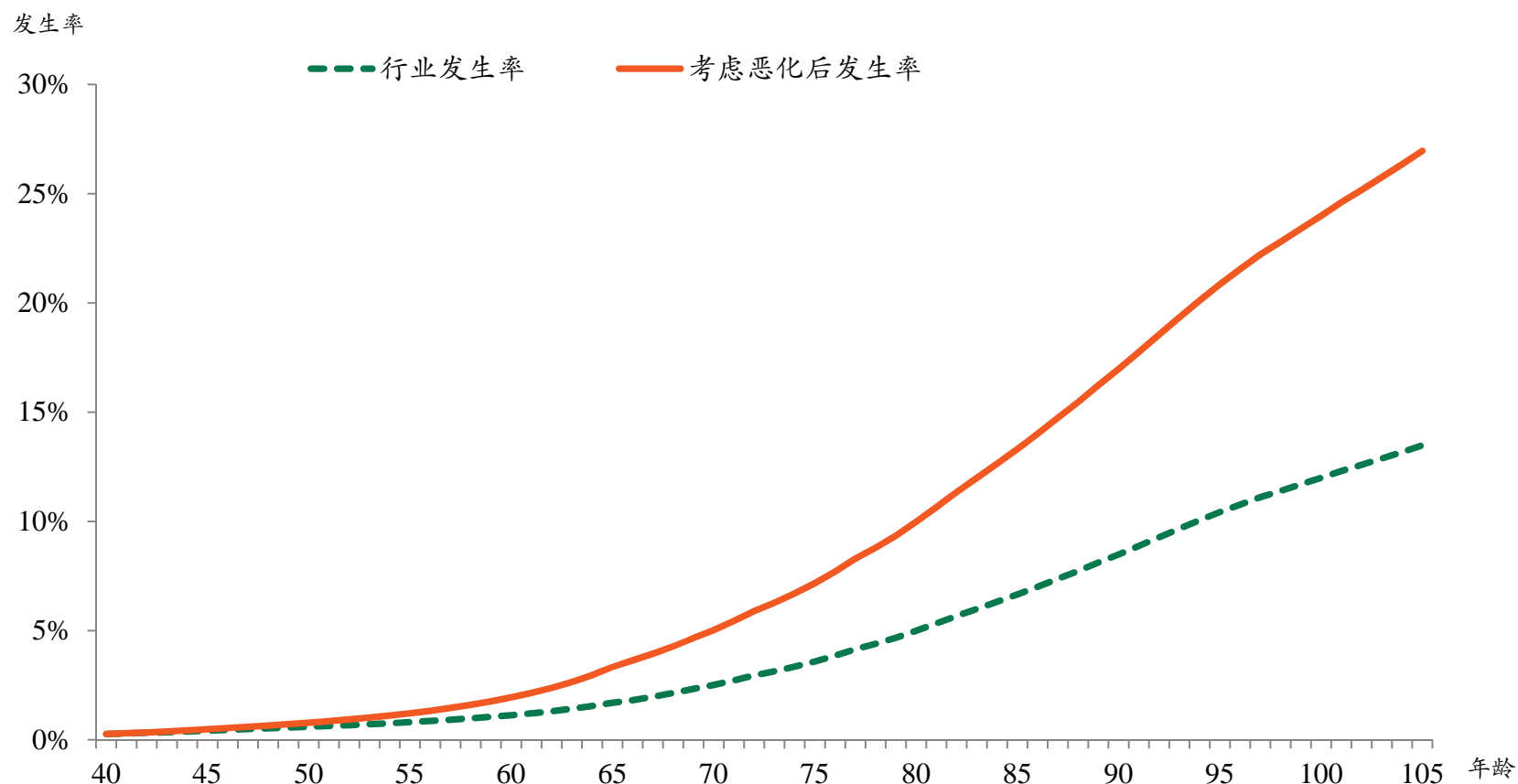
单位：百万	贴现率11%	贴现率10.5%	贴现率10%
基准投资收益率	237,340	247,375	258,315
投资收益率-50bp	206,681	215,113	224,300
投资收益率-100bp	174,761	181,554	188,948

新业务价值敏感性：

单位：百万	贴现率11%	贴现率10.5%	贴现率10%
基准投资收益率	47,125	49,770	52,624
投资收益率-50bp	42,915	45,304	47,875
投资收益率-100bp	38,606	40,733	43,018

注：(1) 本页均为偿二代内含价值数字，评估时点2016年中期  
 (2) 2016年中期所用未来年度基准投资收益率为4.75%/5%/5.25%/5.5%+

# 重疾发生率已审慎考虑长期恶化趋势



注：(1) 以上以40岁女性独立给付重疾发生率为例

(2) 行业发生率为保险行业协会发布的重疾发生率，我公司内含价值评估使用考虑恶化后发生率

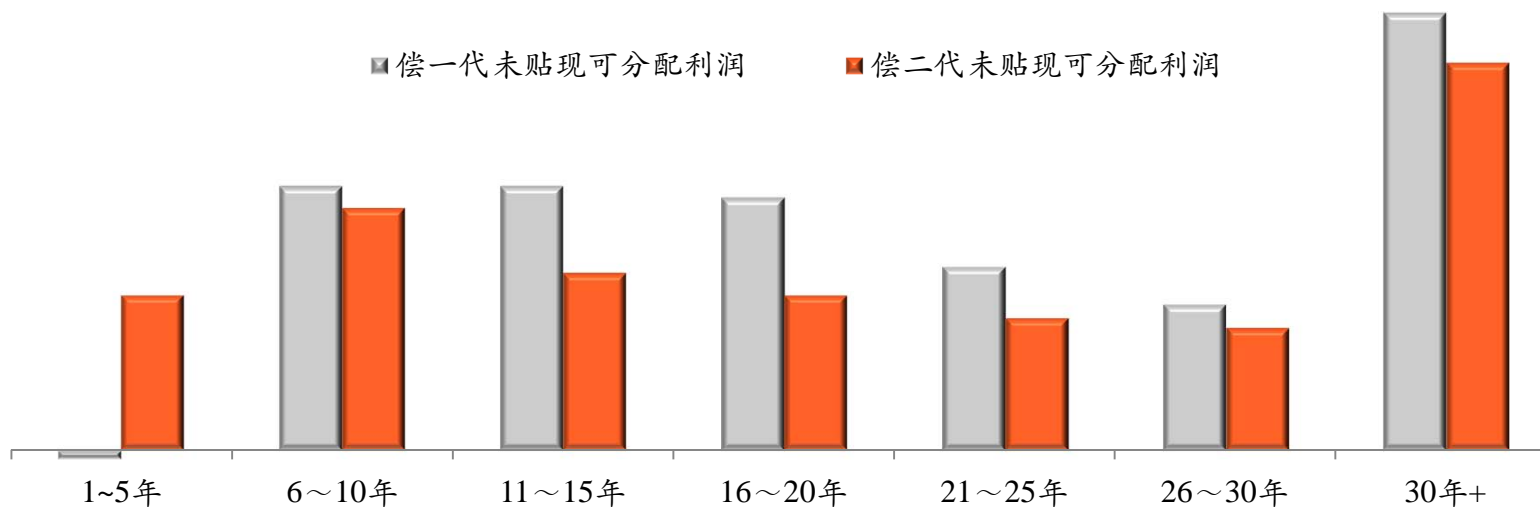
## 寿险业务偿二代新业务价值较偿一代大幅提升，提升部分主要来自长期保障型业务

单位：百万	偿一代新业务价值	偿二代新业务价值	变动
代理人渠道	33,857	42,580	25.8%
长期保障型	24,074	32,967	36.9%
短交储蓄型	5,326	5,191	-2.5%
长交储蓄型	3,179	3,122	-1.8%
短期险	1,279	1,300	1.7%
非代理人渠道	4,173	4,545	8.9%
合计	38,030	47,125	23.9%

注：(1) 评估时点为2016年中期

(2) 因四舍五入，直接相加未必等于总数

# 偿二代新业务价值较偿一代提升主要由于长期保障型业务 偿二代下利润前置



项目	偿一代内含价值	偿二代内含价值
现金流	相同	
负债和要求资本计量	以规模为导向，简单计算	以风险为导向，能更真实地反映不同产品特性
新业务首年亏损	较大	相对较小

注：上图可分配利润模式对比以2016年中期评估结果为例

# 平安寿险高质量的内含价值

## 良好的业务结构

- 长期保障型业务占比高（新业务价值中占**70%**）

## 低利率影响较小

- 投资收益率敏感性低
- 长期保障型业务利差占比低（约**21%**）

## 假设相对审慎

- 精算假设审慎并与实际情况**偏差小**
- 持续检视和调整假设

## 偿二代影响正面

- 由于业务结构好，新业务价值有较大程度提升

# 目录

一、基本概念

二、高质量的内含价值

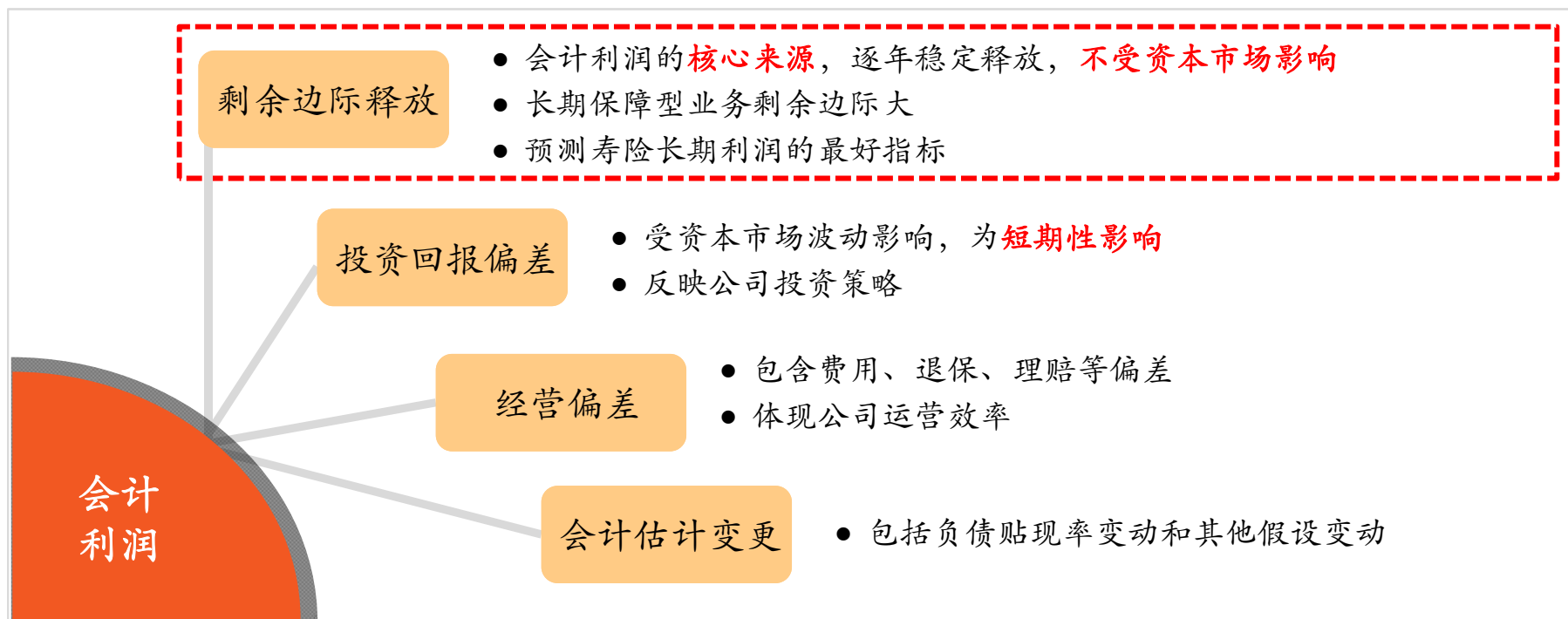
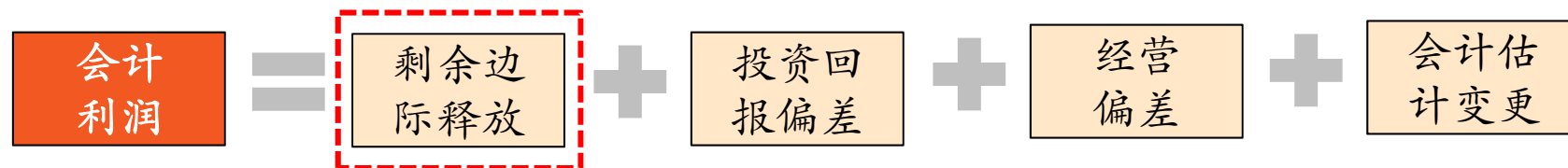
三、长期持续的利润来源

四、充足稳定的偿付能力



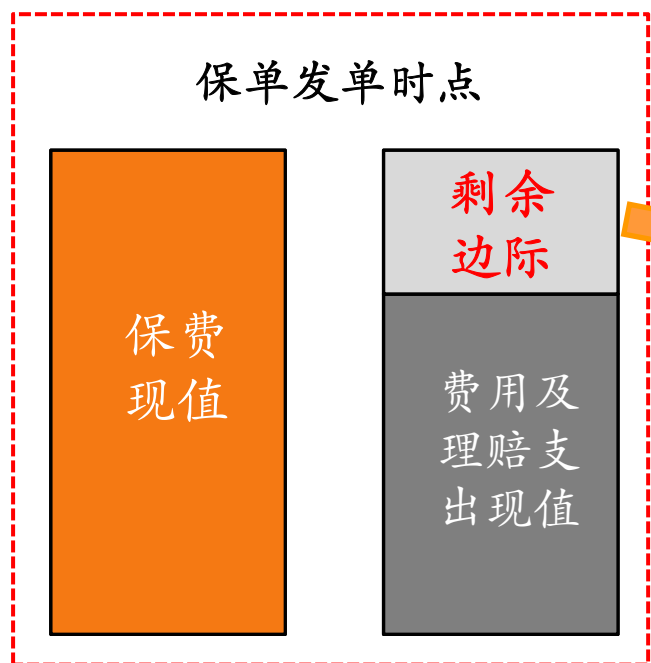
# 寿险业务盈利核心来源是稳定的剩余边际释放

寿险公司会计利润来源如下：

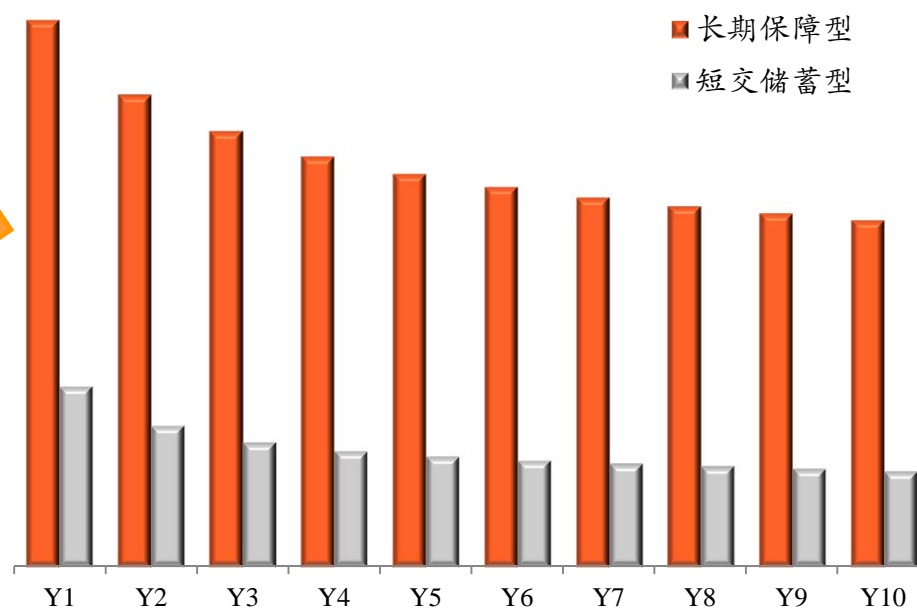


# 剩余边际释放模式自发单时点锁定，长期保障业务剩余边际大

剩余边际是什么？



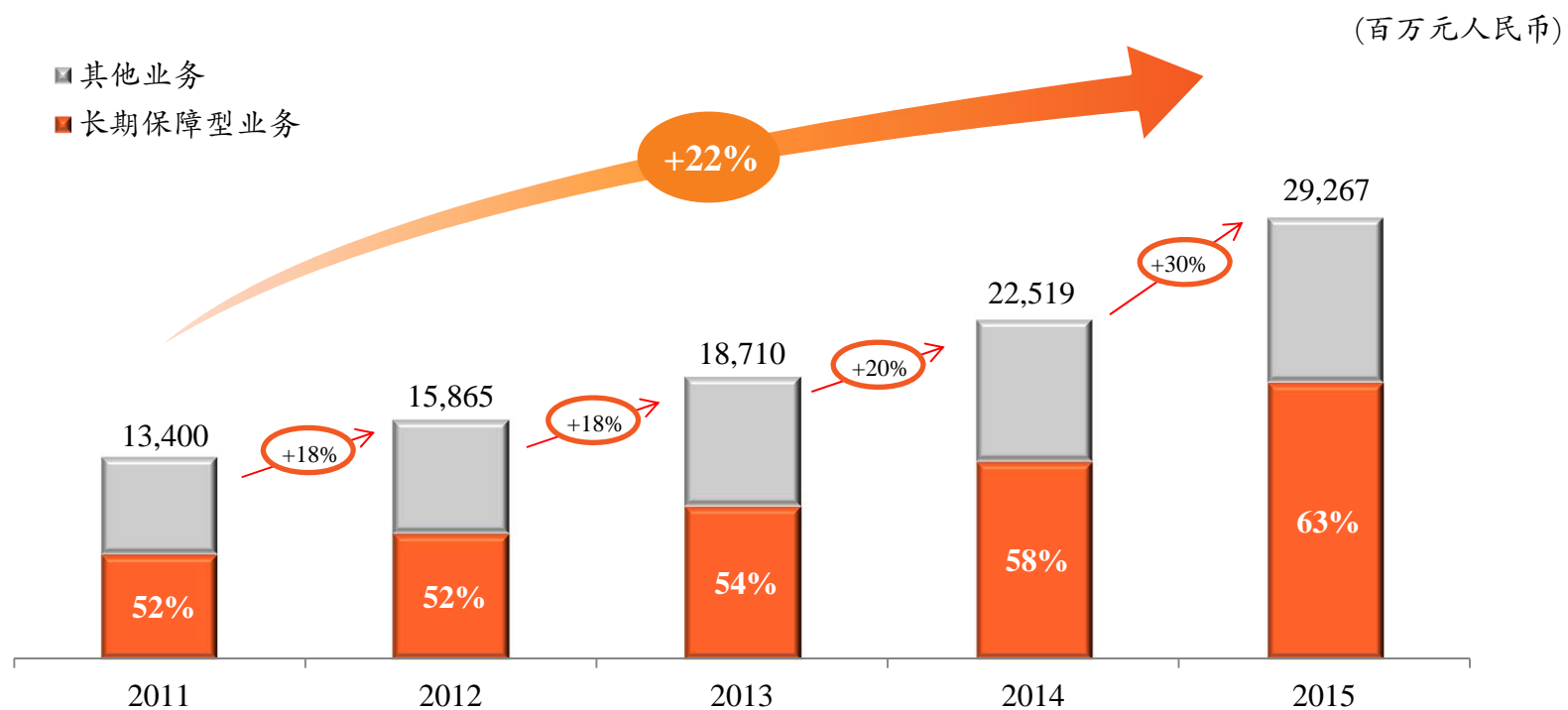
不同类型产品新保单的剩余边际释放模式  
-基于相同FYP



- 截至2016年6月30日，平安寿险公司有效业务剩余边际余额为**3,863亿**

# 寿险剩余边际释放逐年稳定增长，保障型业务占比持续提升

平安寿险公司过去5年的实际剩余边际释放



注：上图为考虑所得税前剩余边际

# 平安寿险业务有持续稳定的利润来源

剩余边际释放是预测寿险公司利润的最好指标

- 剩余边际释放是会计利润的核心来源
- 剩余边际释放模式自发单时点锁定

寿险存量业务仍有巨大的利润空间

- 存量业务剩余边际余额达3,863亿

寿险公司每年剩余边际释放稳定增长

- 过去5年剩余边际释放年均增长22%
- 长期保障型业务的贡献持续提升，2015年末已超过6成

# 目录

一、基本概念

二、高质量的内含价值

三、长期持续的利润来源

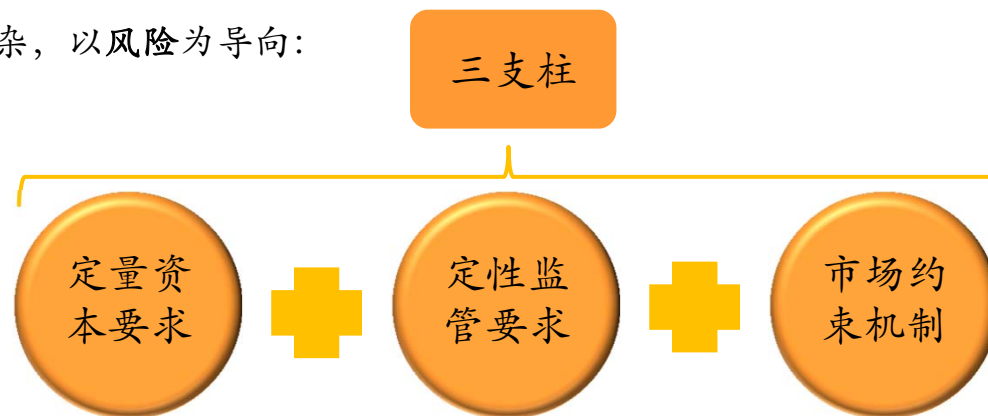
四、充足稳定的偿付能力

# 比较偿一代，偿二代更能体现保险公司真实风险状况

- 偿一代计算较简单，只有定量资本要求，以规模为导向：

$$\text{最低资本要求} = a\% \times \text{法定责任准备金} + b\% \times \text{风险保额}$$

- 偿二代计算较复杂，以风险为导向：

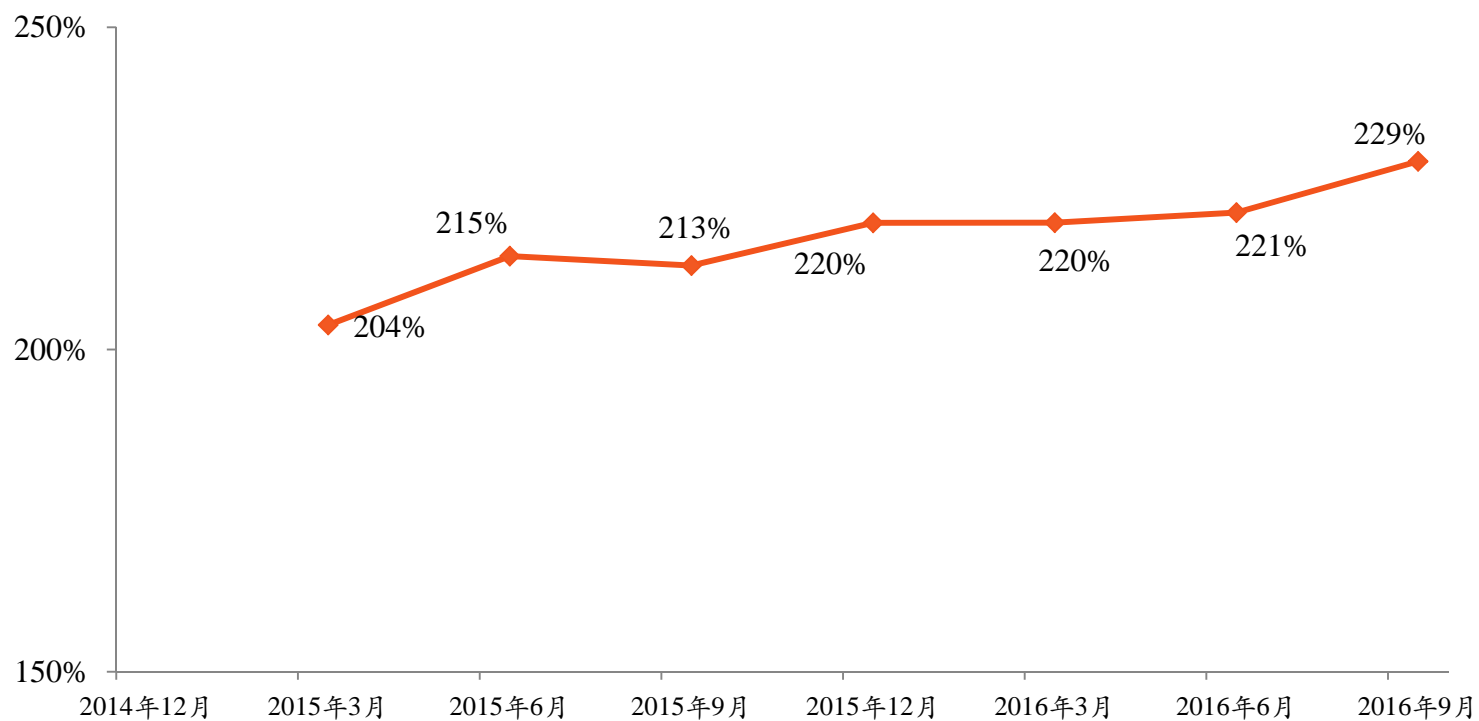


- 以2015年末结果为例，平安寿险公司各偿付能力指标对比如下：

单位：百万	偿一代	偿二代
实际资本	123,912	444,366
最低资本	60,981	202,289
偿付能力溢额	62,931	242,077
偿付能力充足率	203%	220%

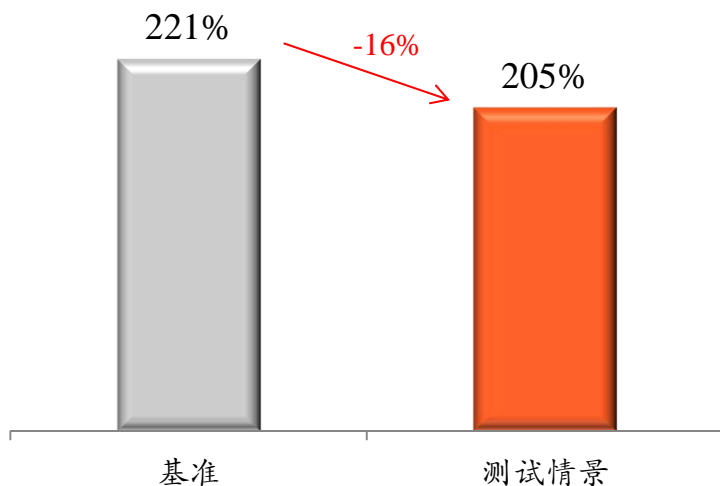
注：偿二代体系采用不同评估框架，切换后实际资本和最低资本大幅上升，但充足率相对偿一代保持稳定

## 偿二代下，平安寿险公司偿付能力充足率平稳上升



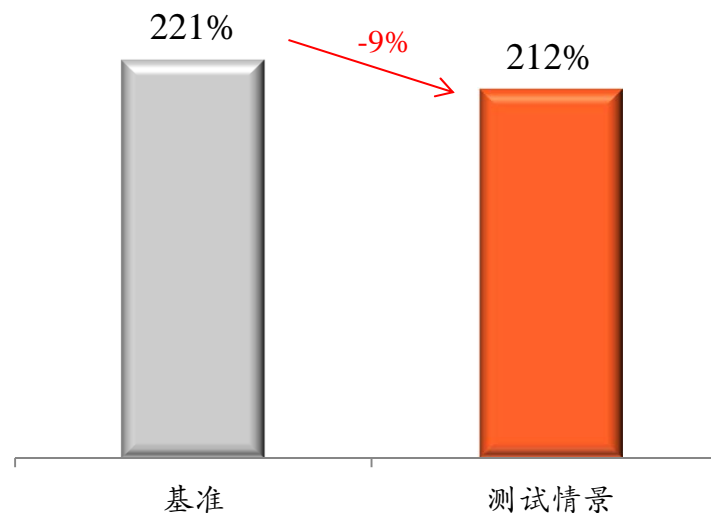
# 偿二代下，平安寿险公司偿付能力抵御利率下行和资本市场波动能力较强

国债750天移动平均曲线下降100bp  
对偿付能力影响



- 分红万能吸收作用减少利率下行对实际资本的影响
- 利率下降时要求资本相应减少

权益资产下跌30%对偿付能力影响



- 分红万能吸收作用减少权益下跌对实际资本的影响
- 偿二代下要求资本远高于偿一代，导致权益资产下跌影响远小于偿一代

注：评估时点为2016年6月30日



# 总结

## 外部红利

保险  
渗透率低

人口  
老龄化

市场回归  
“保险姓保”



## 对正确的经营理念及产品策略的坚持

低利率影  
响较小

- 新业务价值主要来源于长期保障型产品（占比70%）
- 长期保障型产品利差占比低（约21%）
- 剩余边际长期稳定释放利润

假设审慎  
合理

- 精算假设审慎并与实际情况偏差小
- 盈利对投资回报假设的敏感性较低
- 持续检视和调整假设

偿二代影  
响正面

- 更真实的反映公司的经营风险
- 偿二代下，偿付能力平稳上升
- 由于产品结构好，平安的新业务价值有较大幅度的提升

我们对平安寿险未来的业绩充满了信心！