

惠誉博华寿险评级标准解读及 2022 年信用测试质量分布

惠誉博华最新修订了保险行业评级标准，并利用公开信息对选取的 30 家寿险公司进行评级测试，样本寿险公司最终潜在财务实力评级分布跨越 BB+ 至 AAA 区间，其中等于或高于 AA 级别序列的超过一半，主要由于样本公司已经囊括了行业排名前十的寿险公司。头部险企信用质量良好，体现在良好的业务状况，强劲且稳健的资本和杠杆水平和稳定的财务表现和盈利能力。小型寿险公司中部分外资机构虽受制于资产规模较低，但审慎的业务发展、严格的风险管理措施得以使其充本充足、盈利能力高于同业平均水平。由于测试样本覆盖了大多数大中型寿险公司，中小型寿险公司数量相对较少，因此惠誉博华认为若样本数量继续提升，A(含 A)以下级别类别的占比将显著上升。受新一轮“奥密克戎”疫情影响，人身险原保费收入出现一定幅度下滑，但随着疫情的有效控制和经济的有序恢复，惠誉博华预计今年下半年人身险保费收入增速有望企稳。

惠誉博华

相关报告

保险行业评级标准

惠誉博华 2022 年行业展望：人身险行业处于转型期，“偿二代”二期工程将引导强化资本管理

分析师

刘萌
+ 86 10 5663 3822
meng.liu@fitchbohua.com

王梦瑗
+ 86 10 5663 3825
mengyuan.wang@fitchbohua.com

彭立
+ 86 10 5663 3823
li.peng@fitchbohua.com

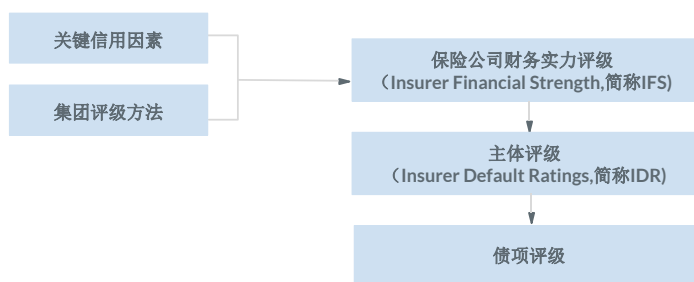
评级框架

惠誉博华对于人身险(包括寿险、健康险和养老金)公司的信用评级的基础是财务实力评级(IFS)。财务实力评级反映了运营型保险公司¹全面和及时地支付索赔义务的能力，并作为其他评级的“调整基准”，是保险公司基本信用分析的核心。

如受评保险公司发行债券，通常情况下惠誉博华根据财务实力评级调整得到公司的主体评级(IDR)。主体评级主要反映受评保险公司对于一般债务和其他混合型债务的偿还能力。

最后，以主体评级作为基准对相关各类债项和混合工具进行调整。不同类型的债务和混合工具将根据产品类型、抵押及担保状态和/或回收率水平等因素进行不同程度调整，调整后得出最终债项评级。(详情参见惠誉博华《保险行业评级标准》)

分析保险公司财务实力评级的主要方式有两种，即通过分析关键信用因素方式独立得出或作为集团成员使用集团评级标准得出。鉴于中国对于保险行业的监管模式符合惠誉博华评级标准定义的集团偿付能力模式(区别于部分国家和地区采用的监管隔离模式)，且许多实际运营的保险公司属于保险集团旗下成员，惠誉博华可采用集团评级方法对集团成员保险公司进行财务实力评级。在本次纳入测试的寿险公司中，绝大多数财务实力评级均通过定性与定量的关键信用因素分析得出，关键信用因素的独立分析目前为中国寿险财务实力评级的主要分析方式。



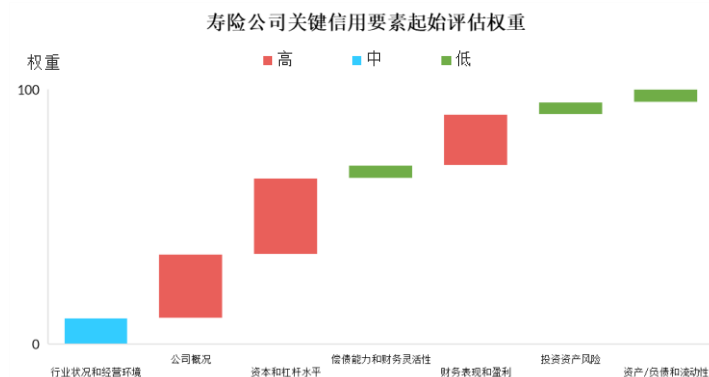
资料来源：惠誉博华保险行业评级标准

在分析寿险公司信用状况时，关键信用因素主要包含 8 项定性及定量因素，即行业状况和经营环境、公司概况、所有权结构、资本和杠杆水平、偿债能力和财务灵活性、财务表现和盈利、投资和资产风险、资产/负债和流动性管理。与财险不同的是，鉴于寿险公司的特性，“资产/负债和流动性管理”因素重要性高于财险公司，但“准备金充足率”和“再保险、风险缓释和巨灾风险”因素重要性通常不适用或重要性很低。

每个关键信用因素的权重都是由评级委员会确定，不同的受评主体由于公司特点不同，信用因素的权重可能有所差异。大多数信

¹ 惠誉博华将保险公司区分为控股型和运营型保险实体，控股型实体是指不具体经营保险业务而仅作为管理和控股职能的保险公司(集团)，运营型实体是指具体开展某项保险业务的保险公司，例如以寿险或财险作为主要经营范围的运营实体。本文测试保险公司均为运营型保险实体。

用因素的权重由其对评级的相对重要性分为较高、中等或较低。最能够体现保险公司基本信用状况的关键信用因素，通常分配较高的权重，高权重因素一般包括公司概况、资本和杠杆水平、财务表现和盈利、以及其他表现异常强劲或疲弱的信用因素。在本次测试中，大多数寿险公司使用起始权重进行潜在信用水平的评估。



资料来源：惠誉博华

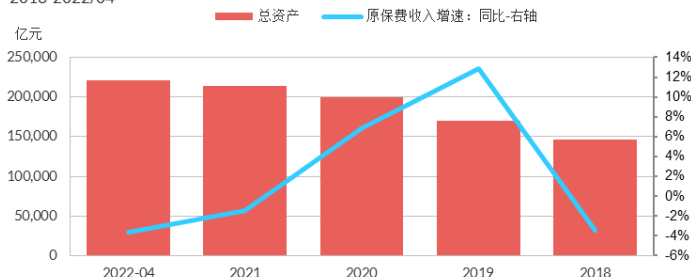
所有权结构对保险公司的评级影响可以是“中性的”、“积极的”或“消极的”，并作用于所有其他关键信用因素评估之后。在评估中，惠誉博华从所有权的形式(包括共同所有或公共所有)以及主体(包括银行/金融、工商企业、国家)的角度来看待所有权，并将所有其他关键信用因素组合的评级基础上确定上升或下降评级，得出最终财务实力评级。

人身险原保费收入增速放缓，头部寿险公司业务集中度高且信用质量良好

2022 年前四个月，受新一轮“奥密戎”疫情影响，人身险原保费收入出现一定幅度下滑，但从绝对水平来看，前四个月原保费收入已超过去年全年原保费收入的 50%，惠誉博华预计在疫情得到进一步控制和新一轮稳增长宏观调控政策实施背景下，人身险行业有望在今年取得原保费收入的正增长，下半年保费收入增速有望企稳。

2018 年至今，中国寿险行业整体发展较为稳定，虽然行业原保费收入呈现一定波动，但整体波动温和且资产持续处于稳健扩张状态。得益于广泛的分销渠道和强大的品牌优势，头部寿险公司竞争地位稳定，始终保持较高的市场份额，其中资产规模排名前五的寿险公司资产规模和保费收入行业占比合计均已超过 50%，寿险行业头部集中效应明显。

人身险原保费收入及资产规模变化
2018-2022/04

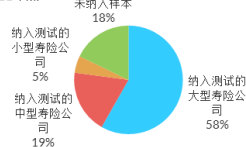


数据来源：银保监会

根据银保监会统计口径，截至 2021 年末，中国境内共有人身险公司 91 家，其中中资人身险公司 63 家，外资 28 家。惠誉博华从中选取了其中 30 家运营型寿险公司，利用公开披露数据，在应用惠誉博华最新修订后的保险评级标准基础上对样本寿险公司进行了评级测试。测试样本主要涵盖原保费收入前十的中资寿险公司、随机选取的外资寿险公司以及其他“中小型”²寿险公司。选取的样本内保费收入排名靠前的寿险公司占比较高，主要原因是该类寿险公司公开披露数据更加详尽，且市场占有率更高，更能代表中国寿险行业的最新情况。

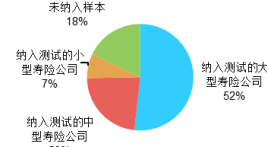
截至 2021 年底，纳入测试样本的 30 家寿险公司占人身险行业总资产比例约为 82%，保费收入占比约为 81%。

资产规模
截至2021年底



数据来源:惠誉博华

保费收入
截至2021年底



数据来源:惠誉博华

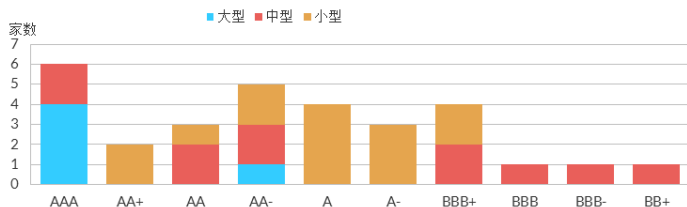
本次测试的 30 家寿险公司，财务实力评级潜在信用级别分布跨越 BB+ 至 AAA 十一个级别，其中 AAA 及 AA 级别类别(Category)的寿险公司最多。大型寿险公司普遍获得了 AA- 及以上的财务实力评级，体现在良好的“业务状况”，强劲且稳健的“资本水平和杠杆率”，稳定且较好的“财务表现和盈利”；中型寿险公司中也有 6 家公司获得较高的信用评分，以保险集团下寿险公司和银行系保险公司为主，部分民营寿险公司受股东负面影响业务扩展受到制约，几项关键信用因素评分低于平均水平，导致其财务实力评级较低；小型寿险公司中部分外资机构虽受制于资产规模较低，但谨慎的业务发展和严格的风险管理措施使得其资本和财务状况较好，且部分公司为全球知名保险集团在华运营子公司，我们认为一定程度上能够获得股东方的支持。

由于选取的 30 家样本基本涵盖资产规模及保费收入排名靠前的寿险公司，大多数大中型寿险公司均获得了相对较高的潜在信用水平得分，加之部分业务激进的险企也伴随着公开数据披露不详尽而难以进行评级测试的问题，因此我们认为测试样本分布相对于整体寿险行业来说存在一定的左偏。我们预计若纳入全部寿险公司样本进行测试，获得 A 级别及以下评分的寿险公司数量会显著增加。

2 我们使用资产规模衡量寿险公司的主要类型：资产规模超过 10,000 亿元人民币的为大型寿险公司，超过 1,500 亿元人民币的为中型寿险公司，小于 1,500 亿元人民币的为小型寿险公司。

本次测试结果为报告发布日惠誉博华内部研究测试结果，不构成评级行动，惠誉博华将持续关注测试样本的业务发展及公开数据披露情况，随着公司的发展和变化，相关内部测试结果可能发生改变。

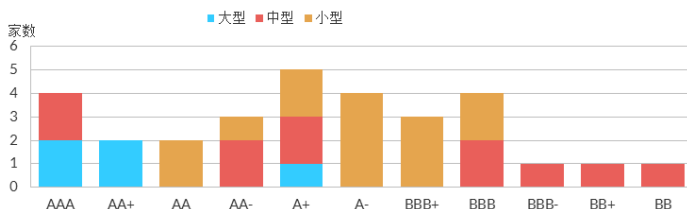
30家样本寿险公司潜在财务实力评级分布



数据来源:惠誉博华

主体评级的“调整基准”为财务实力评级。根据《中华人民共和国保险法》，在破产清算时“赔偿或者给付保险金”的清偿顺序在“普通破产债权”之前。鉴于中国法律的相关规定和国际上相对普遍的清偿顺序实践，惠誉博华认为保险公司一般情况下会优先保证保单持有人的权益，在极端情况下债券的受偿顺序可能会劣后于保单权益，因此通常受评主体的主体评级在财务实力评级基础上下调一个子级(notch)。极少数情况下，对于信用质量极强的受评主体，其主体评级也可能与财务实力评级相同，在本次测试样本中，有4家寿险公司信用质量极强，其主体评级保持与财务实力评级水平一致。

30家样本寿险公司潜在主体评级分布



数据来源:惠誉博华

寿险行业状况和经营环境良好，业务状况表现与寿险公司规模呈正相关

“行业状况和经营环境”评分主要考量的是保险市场的整体情况，其结果反映的是惠誉博华对于中国寿险行业的整体看法，因此对于在中国境内运营的同类型寿险公司，在相同时间点其行业状况和经营环境评分相同，但如果惠誉博华认为中国寿险行业整体发展情况存在根本变化，则可能对该项因素评分进行调整。现阶段，惠誉博华认为中国寿险市场较为成熟，具有较为丰富的产品类型，竞争状况相对理性，且中国的监管环境相对发达并具有很强的监管执行力，因此现阶段惠誉博华对于中国寿险行业的行业状况和经营环境评分为 BBB+至 AA 区间(6 个子级)。

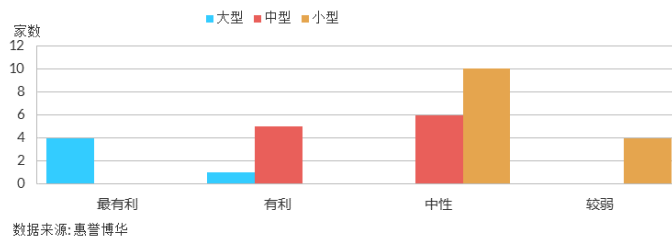
“公司概况”作为最重要的定性与定量结合分析的指标，主要通过公司治理与管理与业务状况两个方面评估，其中业务状况分析通过竞争地位、业务风险、多样化程度和经营时间等四个关键驱动得出，并与行业状况和经营环境评分密切相关，是公司概况评估中最重要的部分，也是寿险公司信用分析过程中最为重要的子因素之一。

业务状况结果分为“最有利、有利、中性、较弱、最弱”，其与行业状况和经营环境对应关系为：

- 业务状况评定为“最有利”的寿险公司将获得高于行业状况和经营环境评分上半部分一个级别类别的评分，即 AA+/AAA；
- 业务状况评定为“有利”或“中性”的寿险公司最终级别评分将与行业状况和经营环境评分的范围保持一致。评级为“有利”的评分位于行业状况和经营环境评分上半区间，即 A+/AA-/AA，评级为“中性”的评分位于行业状况和经营环境评分下半区间，即 BBB+/A-/A；
- 业务状况评定为“较弱”和“最弱”的寿险公司将分别获得低于行业状况和经营环境评分下半区间的的一个和两个评级类别，即分别对应 BB+/BBB-/BBB 和 B+/BB-/BB。

本次测试中，大型寿险公司得益于市场份额较高、产品分布广泛及品牌化优势，竞争优势明显高于其他中小型寿险公司，其相应也获得了较为领先的业务状况评分；中型寿险公司市场份额差距并不显著，产品的多样化程度和对业务风险的审慎性基本共同决定其业务状况评分。小型寿险公司业务分布相对集中，产品多元化程度不明显，部分外资寿险公司凭借相对健全的内部控制制度和风控手段，最终评分居于中性区间。部分规模更小的寿险公司未纳入此次测试样本，我们预计如果继续增加样本数量，多数寿险公司评分将在中性及以下，并将会出现业务状况评分为最弱的寿险公司。

30家样本寿险公司潜在业务状况分布



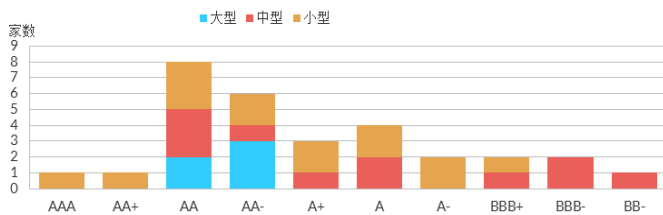
数据来源:惠誉博华

寿险公司资本和杠杆水平分化，其中外资寿险公司倾向于维持更为充足的资本和低风险偏好

“资本和杠杆水平”是惠誉博华评价寿险公司资本实力的重要部分，充足的资本实力可以为寿险公司的保单持有人和债权人提供风险缓冲，以提高寿险公司的生存能力和在压力下损失吸收的能力。

惠誉博华主要通过寿险公司的偿付能力充足率、财务杠杆率、融资和承诺总额比率对寿险公司的资本情况进行分析。与此同时，惠誉博华使用以投资资产风险为指针的 Prism 模型（模型指引详见：[惠誉博华寿险信用评级测试概述](#)）进行更为充分和定制化的资本充足水平判断。最后，营运杠杆率和资产杠杆率等补充指标也会纳入分析考量，并结合上述核心指标得出最终资本和杠杆水平子因素评分结果。

30家样本寿险公司潜在资本与杠杆水平分布



数据来源:惠誉博华

从测试结果来看,大型寿险公司的资本和杠杆水平多集中在AA/AA-范围,资本实力稳健。中型样本寿险公司之间资本充足水平呈现显著差异,部分寿险公司高风险信用债及权益投资占比较高,在市场波动的情况下面临一定的资本补充压力,较弱的盈利能力也制约其内生资本能力提升。小型寿险公司中,部分外资机构偿付能力相对充足,投资偏好审慎,获得了最高的资本和杠杆水平评分,体现了外资寿险公司审慎的经营策略和较强的风险控制能力。

行业领先的中资和优质外资寿险公司具有持续良好的盈利能力

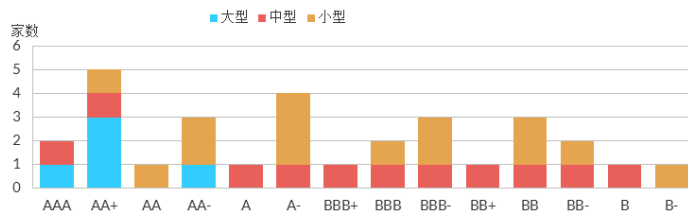
“财务表现和盈利”决定寿险公司的资本内生能力和在压力情况下吸收损失的能力,是评估寿险公司信用水平的关键指标之一。惠誉博华通过财务表现的绝对水平和趋势衡量整体财务表现和盈利能力,例如收益是否来自于可持续的收入来源、是否具有持续的承保盈利能力、收益是否多元或严重依赖单一市场/产品、收益与业务风险的匹配程度等。

核心定量指标主要包括净资产回报率和总资产回报率(息税前),但通过资产出售/释放准备金的方式获得的一次性收益或一段时间内收益波动性剧烈的寿险公司将被有限纳入考量。此外,在几家寿险公司收益水平相当时,惠誉博华认为创造较高内含价值和新业务价值的寿险公司财务表现更加稳定且具有更高的盈利能力提升前景,反之承担较高风险和使用高杠杆以获得收益的方式将对评级结果产生负面影响。

在分析寿险公司盈利能力时,惠誉博华也会关注资产的增长速度。高于同业的过快增长或资产的大幅收缩均值得关注,对于非新设立寿险公司而言,快速的资产规模扩张往往是激进的业务拓展表现,强劲的短期盈利能力可能是潜在风险增加的结果;相反,资产的大幅下降可能表明经营优势受到侵蚀,长期盈利水平将受到挑战。

测试样本中,大部分大型寿险公司的财务及盈利表现明显优于其他中小型寿险公司,规模效应和相对稳定的收益水平为大型寿险公司的主要优势。中小型寿险公司盈利能力明显分化,样本中银行系寿险公司和外资寿险公司的财务表现绝对水平和稳定性均优于其他类寿险公司。

30家样本寿险公司潜在财务表现及盈利分布



数据来源:惠誉博华

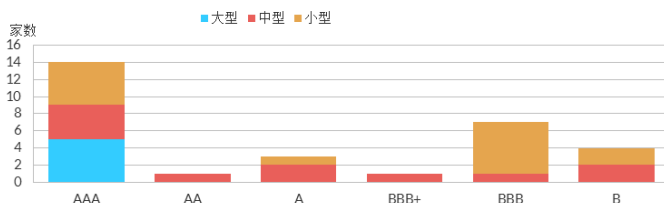
偿债能力和财务灵活性、投资和资产风险、资产/负债和流动性管理三项关键信用因素对寿险公司整体信用分析影响较低

偿债能力和财务灵活性得分受寿险公司债务工具发行存量影响,未发债的寿险公司普遍获得较高子因素评分

惠誉博华通过衡量固定费用保障倍数来评估寿险公司“偿债能力和财务灵活性”。保障倍数通常基于业务收入,一般不包括已实现和未实现的资本损益。然而,当已实现和未实现的资本损益较大时,惠誉博华亦会将包含这些项目的固定费用保障倍数作为重要参考。

对于中国寿险公司而言,通过发行债务工具进行融资的比例并不高,且通常伴随提前赎回。这就导致部分未通过债务工具或混合工具进行融资的寿险公司普遍会获得相对较高的偿债能力评分。在这种情况下,惠誉博华将此项关键信用因素设置为低权重,并纳入更多评估市场准入、融资历史、多样化水平等财务灵活性指标的定性考量。

30家样本寿险公司潜在偿债能力灵活性分布



数据来源:惠誉博华

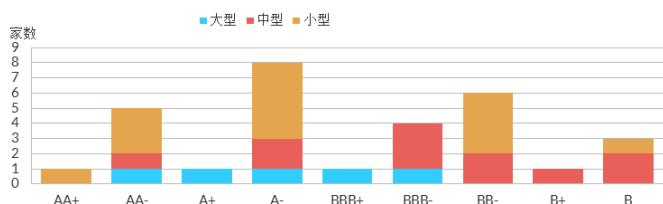
投资结构和信用表现是衡量寿险公司投资资产风险的主要指标,外资寿险公司表现优于同业平均水平

惠誉博华通过评估寿险公司的投资结构、产品投资组合、投资指引和决策等对“投资与资产风险”进行信用分析。

固定收益类投资通常是寿险公司投资资产中占比最高的一部分,惠誉博华会考量保险公司固定收益投资资产的结构、组成成分和信用状况。投资过度分散或集中(尤其是集中在投机级资产),均视为对评级有负面影响。权益资产或不动产可提供较高的预期收益,但通常波动性较大,由于该类型资产在估值和流动性方面将会有较大的不确定性,惠誉博华会更谨慎地研究该类型资产的集中度。另外,非标投资的占比和信用表现也是惠誉博华关注的重点之一。

测试样本中,投资资产风险评分分化严重,且与寿险公司规模无明显关联,外资寿险公司整体表现优于同业平均水平,部分外资小型寿险公司凭借较为审慎的投资决策和较高的低风险投资资产占比,取得了相对较高的子因素评分。

30家样本寿险公司潜在投资资产风险分布



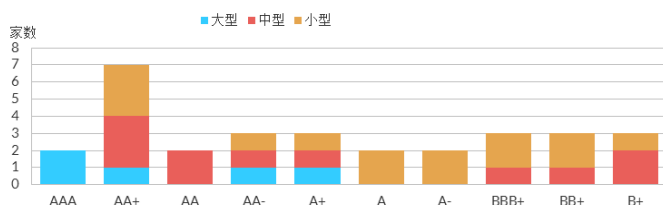
数据来源:惠誉博华

中资和银行系寿险公司流动性水平相对充裕

与财险公司不同的是,寿险公司的“资产/负债和流动性管理”对于实现盈利目标较为重要,尤其是息差相关产品的利率风险管理。惠誉博华对营运保险公司的流动性评估重点为投资资产的变现难度及流动比率,并还会将应收账款和其他结余金额,以及非流动资产(如关联持股或持有物业)的规模纳入综合分析。在可行情况下,惠誉博华还将评估资产和负债之间的久期缺口,以协助判断利率风险敞口。

受制于公开信息披露的流动性指标较少,本次测试我们使用流动资产比例作为核心指标对样本寿险公司进行流动性水平评估。结果显示中资寿险公司和银行系保险公司持有的银行间高流动性资产普遍高于同业,流动性水平较高。而部分中型民营寿险公司非标和权益类投资占比居高不下,流动性水平或承压。

30家样本寿险公司潜在资产/负债与流动性管理分布



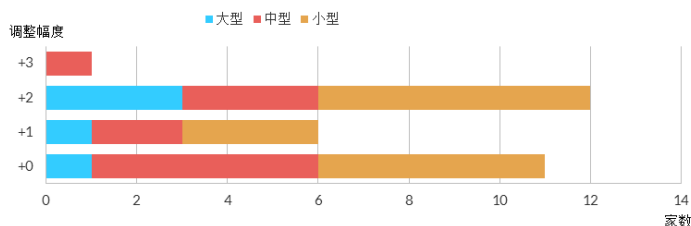
数据来源:惠誉博华

多数样本寿险公司的控股股东具有强劲的实力和明确的支持意愿,对最终财务实力评级产生积极影响

通常情况下,股东具有控制权才有可能影响寿险公司的所有权结构评级。惠誉博华认为对于股东是否形成对寿险公司的控制并不仅仅通过持有股权比例作为唯一标准,具有形成对寿险公司控制的协议或监管要求均可被视为形成有效控制,但松散的股东联盟不足以构成实质控制权。

“所有权结构”对寿险公司的评级影响主要取决于股东和被控股寿险公司的信用状况差异及股东支持意愿。只有控股股东信用状况优于寿险公司且控股股东对寿险公司的支持意愿预期较强时,才能获得积极的所有权结构评级,并将上调调整前财务实力评级级别。反之,当控股股东信用状况弱于寿险公司并预期将以不利方式对寿险公司进行管理时,调整前财务实力评级将有可能下调。

30家样本寿险公司所有权结构潜在分布



数据来源:惠誉博华

从测试结果来看,超过一半的样本寿险公司所有权结构影响评价为积极,上调幅度集中在+2区间,受到上调的寿险公司多数拥有较高信用水平的银行系或外资保险系股东。

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司(以下简称“惠誉博华”)认为可信的公开信息或实地调研资料编制,但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点,在不同时期,惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考,本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议;本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失,惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。