



中國平安系列(七)之

壽險盈利分析——國內盈利最多的壽險公司

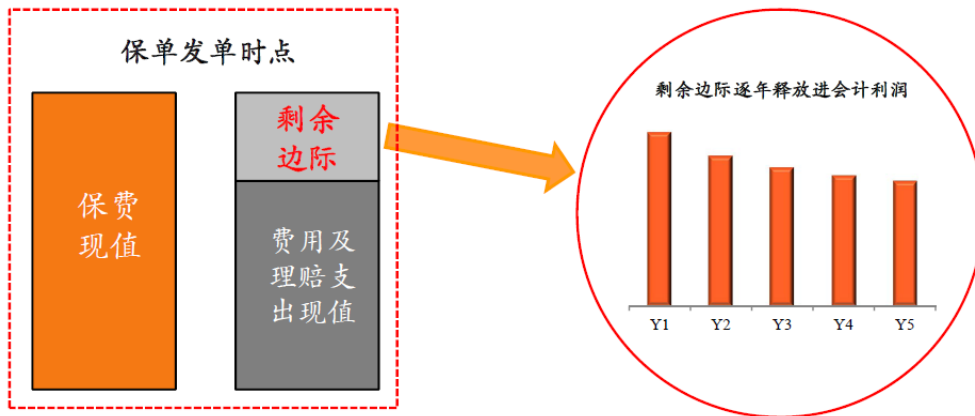
在進行盈利分析前，我們要簡單了解一下保險公司的會計盈利的底層思想。我們知道對於普通工業或零售公司，當貨品售出時，我們就可以確定銷售收入及銷售成本，而且於當年的一般銷售及行政開支等都可以於收益表中直接確認，最後得出盈利，相對簡單易明。

然而，對於壽險公司而言，難處在於當壽險公司售出一份保單時，其保費收入的服務時間並不只當年，而是整個保單生效期內，可以長達三、四十年，最終這份保單的總收入是多少並不確定，因為沒有人知道保單何時終止。而最重要的銷售成本——賠付尚未發生，更沒有人知道何時發生，發生時要賠多少。另外，銷售及行政開支於整個保單期內亦波動極大，首年銷售保單時，代理人佣金及核保費用等開支極大，但往後只有維持保單的費用直至賠付發生。無論是收入、銷售成本、銷售及行政開支等都具有極大的不確定性及不規則性，如果壽險公司的收益表只記錄當年的實際收入、賠付、銷售及行政開支等，則盈利會非常波動。因此，壽險公司的會計盈利的底層思想是攤銷概念，是經過平滑化的。

對於壽險公司的收益表，一般會記錄當期的保費收入、投資收益、賠付、銷售及行政開支等支出。但正如上述所說，如果只記錄當期發生的收入及支出，盈利會非常波動。因此壽險公司的收益表上會加上一項如黑盒般的保險合同負債變動，而這個保險合同負債變動正是使盈利平滑化的原因。

保險合同負債是壽險公司負債裏的最大項目，由合理估計負債、風險邊際及剩餘邊際組成，接下來我們逐步拆解。合理估計負債是在合理假設下保單的預期未來現金流出和預期未來現金流入的差額現值，就是新保單簽發後，壽險公司就會將其預計未來現金淨流出的現值計提在負債內，為未來的賠付做好準備。實際在收益表的影響就是，壽險公司當期存量保單的收入及支出大部份與存量保單的合理估計負債變動對減掉，差額就是我們將會提到的會計估計變更、投資回報差異及經營偏差。而風險邊際則是保險公司為保守計，對不利情景提多一點準備金，若果最終情景按正常假設發生，則這部份會釋放為盈利。

最後要了解壽險公司如何平滑化盈利，我們要認識一個壽險專有名詞——剩餘邊際。剩餘邊際的定義為保單所有年度保費的貼現值減去保單所有年度費用及理賠支出的貼現值，簡而言之為保單當期及未來淨現金流的現值。誠如上述所說，保單的未來現金流存在重大不確定性，因此需要精算師對未來做出一系列的假設，包括死亡率、通脹、費用、退保率、投資收益等假設。基於精算師的假設，壽險公司設計的保單當然要獲利，因此新保單的剩餘邊際正常是正數的。然而基於審慎原則，新保單的剩餘邊際不確認為盈利，而是將其計入保險合同負債，之後才逐年攤銷釋放，是會計盈利的核心來源，亦是壽險公司盈利平滑化的原因。由於剩餘邊際的攤銷模式在保單發單時刻已經鎖定，攤銷穩定不受資本市場波動影響，因此就算沒有新保單，壽險公司的盈利亦不會一下子大跌，存量業務會經剩餘邊際攤銷而產生利潤，所以壽險公司的盈利相對穩定。



中國平安 2016 年策略日文件

除了剩餘邊際攤銷，壽險公司的盈利還會受到之前提到的會計估計變更、投資回報差異及經營偏差所影響。會計估計變更包括折現率、死亡率等假設變更，而折現率變更是主要影響因素。這裏所指的折現率是計算保險合同準備金的折現率，折現率下跌令到合理估計負債上升，而盈利下跌，反之亦然。一般壽險公司都是以「中國債券信息網」上公佈的「保險合同準備金計量基準收益率曲線」為基礎，加上稅收及流動性效應等因素確定折現率假設。由於保單的長期性，輕微的折現率變動亦會對盈利造成極大影響。投資回報差異即實際投資回報與投資收益假設的差異，投資市場當期的波動會大幅影響此一數據。經營偏差就是當實際的營運數據，例如各項營運費用、死亡率、退保率等數據好於假設，經營偏差就會增加盈利，反之亦然。

總括而言，壽險公司的淨利潤主要來自剩餘邊際攤銷，會計估計變更、投資回報差異及經營偏差，另外再加上壽險公司自身的資產淨值的投資回報。以上各項，剩餘邊際攤銷佔比最大，亦是壽險公司盈利增長的主要動力，但由於是攤銷模式，波動有限。而會計估計變更及投資回報差異則是壽險公司盈利的波動根源，當期的國債息率及投資市場將大幅影響當期盈利，尤其是 IFRS 9 實施後，波動會更大。然而，國債息率及投資市場長久以來都是周期性的，除非出現結構性轉變，否則若以長期平均回歸的眼光來看，投資者不用對折現率變更及投資回報差異過分重視。可是市場卻對於這些短期因素異常關心，經常令壽險公司的股價大幅波動，而這時候往往是給長期投資者逆向投資的機會。

正是由於短期的市況波動可能會大幅影響壽險公司當期的淨利潤表現，為讓投資者更好地理解壽險公司的長期表現趨勢，中國平安於 2017 年首次引入營運利潤指標。該指標以財務報表淨利潤為基礎，剔除短期投資波動、折現率變動影響及管理層認為不屬於日常營運收支的一次性重大項目。中國平安管理層於業績會上亦表示會以營運利潤作為派息的主要考慮。


 圖表 1：平安壽險¹的營運利潤分析

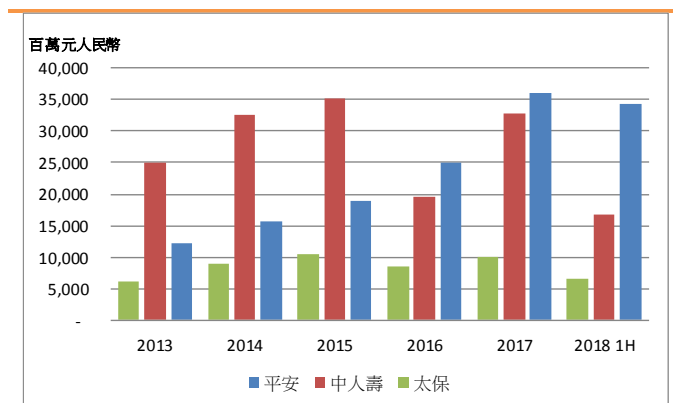
百萬元人民幣	2016	2017	變動(%)
剩餘邊際攤銷	38,202	49,811	30.4%
淨資產投資收益	5,648	7,357	30.3%
息差收入	3,715	5,637	51.7%
營運偏差及其他	6,317	10,108	60.0%
稅前營運利潤合計	53,882	72,912	35.3%
所得稅	(13,365)	(20,088)	50.3%
稅後營運利潤合計	40,518	52,824	30.4%
短期投資波動	2,168	4,532	109.0%
折現率變動影響	(17,652)	(21,213)	20.2%
淨利潤	25,033	36,143	44.4%

資料來源：公司年報、致富集團研究部

由圖表 1 可見，正如上文所說，剩餘邊際攤銷是壽險公司的主要盈利來源，佔稅前營運利潤高達 70%，而當期的短期投資波動及折現率變動影響則是壽險公司盈利的波動根源。2016 年及 2017 年的折現率變動影響對平安壽險的淨利潤影響極大，但短期投資波動則影響較小。然而由於 2018 年資本市場大幅波動，估計會對平安壽險 2018 年的短期投資波動做成不少沖擊。

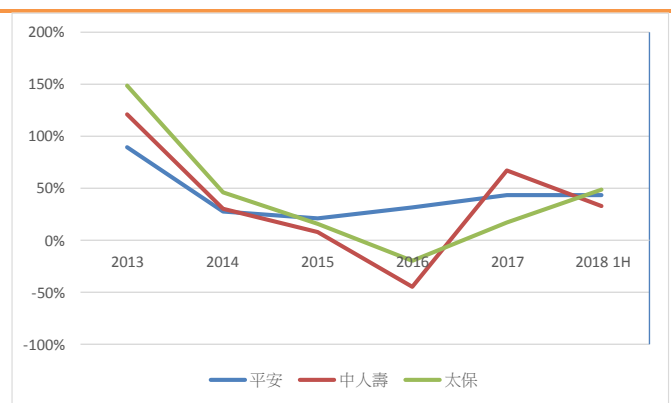
遺憾的是，大部分的壽險公司都未有披露以上訊息(剩餘邊際攤銷、投資回報差異、經營偏差和會計估計變更影響)，而中國平安亦只是從 2016 年才開始逐步披露。

圖表 2：近 5 年三大壽險公司的淨利潤



資料來源：公司年報、致富集團研究部

圖表 3：近 5 年三大壽險公司的淨利潤增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

平安壽險淨利潤從 2013 年的 122 億元人民幣升至 2017 年的 361 億元人民幣，平均年複合增長率達 31.1%，

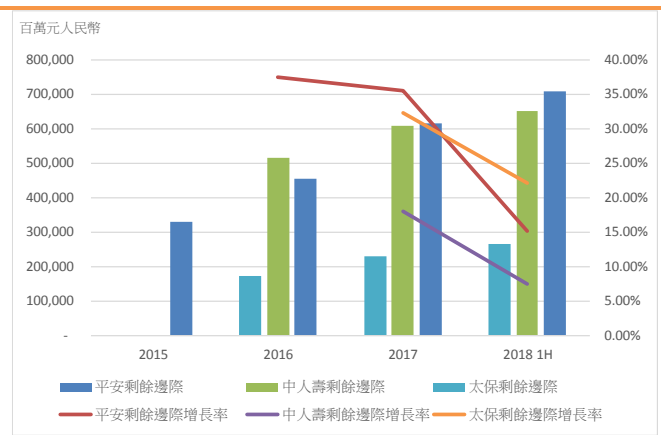
¹ 為方便起見此處平安壽險包括平安壽險、平安養老險及平安健康險



是三家壽險公司增長最快的一家(國壽及太保於同一期間內的淨利潤平均年複合增長率分別為 7.0%及 12.8%)，2018 年上半年淨利潤再升至 343 億元人民幣。平安壽險更自 2016 年超越中國人壽成為國內盈利最多的壽險公司。

我們現在知道存量剩餘邊際將會於未來逐步變為盈利，因此壽險公司擁有愈多的剩餘邊際等於未來可以攤銷的盈利愈多，價值愈高。相對於比較盈利，比較各公司的剩餘邊際更能令投資者理解各公司的價值。

圖表 4：近 3 年三大壽險公司的存量剩餘邊際及增長率



資料來源：公司年報、致富集團研究部

剩餘邊際的增長主要來自新業務貢獻，而新業務貢獻則主要來自首年保費及其產品結構。由之前中國平安系列(5)的收入分析，我們知道 2017 年中國人壽的保費收入仍高於平安壽險達 31.7%之多。然而圖表 4 指出，平安壽險的剩餘邊際於 2017 年已超過中國人壽，主要原因是長期保障型產品的新業務貢獻比其他銀保之類的產品高出甚多，而平安壽險比中國人壽更注重銷售長期保障型產品。由於各壽險公司都是近年才開始披露它們的剩餘邊際，資料有限，可是剩餘邊際跟有效業務價值原理相近似，我們稍後系列將更詳細分析平安壽險的有效業務價值及內含價值。