



王剑：保险股估值极简入门



意见领袖 | 王剑

本文为金融业研究方法探讨。本文不是证券研究报告，不构成任何投资建议，涉及个股也仅为举例或陈述事实之用，不代表我们对他们的证券或产品的推荐。具体投资建议请参考我们的研究报告。



最近学习东先生的《读懂保险股》一书，现将学习成果整理如下：

- 01 卖 保 险 -

现在，我们来开一家保险公司。

一开始先推出一款保险产品，向投保人出售一张保单，投保人支付一笔保费，10 年后可领取保额 5 万元。现在要来考虑这保费定价为多少。而

这取决于保险公司怎么经营这张保单。

设这笔保费为 X 。保险公司收到了这笔保费后，用于投资，每年可收益 5%。那么 10 年后，保险公司的总资金是 $Y = X * (1 + 5\%)^{10}$ 。那么，这个 Y 至少要超过将来要支付的保额 5 万元，否则就白忙了。于是，就能求出， X 最低不能低到 $50000 / (1 + 5\%)^{10}$ ，即 30696 元。

这就是保费的底线。但如果这个价格去卖保险，那么还是不挣钱，因此产品定价时，所用的“定价利率”肯定不能是 5%，而是要更低一些。这个定价利率监管部门会设置上限，防止保险公司恶性竞争。假设上限是 3%。那么，10 年后支付 50000 元保额的保单，其定价就是 $50000 / (1 + 3\%)^{10}$ ，即 37205 元。

如果再考虑卖保单时要支付的佣金，以及保险公司自身运营的费用，假设这些全在第一年支付，为 1000 元。那么，保单销售价格是 38205 元。

保险公司卖出这张保单后，就把这张保单放在抽屉里，然后资金 (37205 元) 拿去投资，就可以等着每年收取投资收益。

上述保单是个极简的例子，不涉及保障功能。如果这是一张带身故保障的保单，在这 10 年内如果投保人出险，将支付一笔理赔。那么，就基于精算出来的概率，将未来现金流折算为预期值，定价原理不变。

这些不确定性就是保险公司利润的来源。准确地讲，有三种不确定性来源，统称“三差”。即：

利差：上例中，定价时按 3% 计算，但其实赚到了 5% 左右，这是利差收益。

费差：上例中，出售保单时，支付佣金和运营费用 1000 元，上例是假设这 1000 元如数转嫁给投保人。但现实中，也会有一些不确定性，比如向客户收了 1000 元，但最终运营中节省了费用，只付出 900 元，那么保险公司赚了 100 元。这是费差收益。

死差：上例中，如果含保障功能，那么定价时会按精算表考虑被保险人死亡的概率，当然也会留点余地出来。同时，每家保险公司的保单的最终死亡率会和预设有的有所差异，于是也可导致保险公司多赚或少赚，这就是死差收益。

那么保险公司最终能挣多少钱呢？如果收益率是 5%，那么 10 年后，37205 元变成了 $37205 * (1+5\%)^{10}$ ，即 60603 元。然后，付给被保险人 50000 元，保险公司可赚 10603 元。当然，现实中投资收益不太可能精准的 5%，可能会有波动，因此保险公司最终能挣到的钱存在一定不确定性。

显然，上述三差可正可负，最终构成保险公司的利润。为简化，我们先不考虑费差和死差。

- 02 会计利润 -

上述例子中，保险公司最终能挣 10603 元左右，这个数字似乎是明确

的。但问题是，这事在地球上会面临一个难点，因为地球人还在使用一个很古老的观念：年。

“年”是一种农耕时代的遗存，农业生产高度依赖季节。而自由遨游宇宙的外星人（如果他们已经脱离农耕时代几千年了……对不起，我又说“年”了）如果来访地球，肯定会觉得奇怪：地球人为什么会把自己的行星绕恒星公转一圈作为重大节日来庆祝。在可预见未来内，地球人还是会保留过年的习俗，于是很多工作都按年度来进行周期性安排。

过年习俗具体到经济工作上，就是用年度的财务报表呈现企业经营成果。这就好比过年回了老家，家庭聚餐时你姑妈会问你今年挣了多少钱。你不能回答她说，我搞了个项目，十年能挣 10603 元……人家就是问你今年。

但这一习俗遇到保险公司就有点麻烦了。如何去计算上述保险公司（假设只有一张保单）的年度利润呢？

我们先列出这十年的现金流（佣金和运营费用不体现表中。表中投资收益也未必是现金流入，如果没实现收益或得到分红的话）：

这 10 年的净现金流的合计就是 10603 元，就是保单的利润，这一点是相对明确的。但如果按这表，第一年利润是 37205 元，以后每年赚取的投资收益算利润，最后一年利润是-47114 元，如果把这些每年的净现金流当作利润，显然不符合会计的权责发生制，更像是现金收付制。因此，这

显然是不合适的。

所以，我们要找到保险公司每年真实的权责到底是什么。

思路是：第一年收取了保费 37205 元，保险公司就承担了未来的保险支出责任，也就是形成了一笔负债。比如未来要支出 5 万元，这显然是一笔负债。于是，应该有这种思路：

资产	负债
现金 37205	负债 50000 权益 -12795

但这种思路下，首年保险公司就瞬间亏损 12795 元了。原因其实也是一目了然的，资产每年会有收益(5%左右)，最终通过十年复利，达到 60603 元，超过了 50000 元的支出，实现利润。而上表中负债没有考虑复利。因此，合理的处理方式是，将 10 年后要支付的 50000 元，也进行折现，得到现值，作为表中的负债。

这一折现率的选择涉及较多因素，先假设 5%。这个叫会计利率。

那么把未来 10 年后要支付的 50000 元，按 5%折现到现在，是 30696 元，即一笔负债。这笔负债正式名称叫“合理估计负债”。

资产	负债
现金 37205	负债 30696 权益 6509

如果按此估计负债，那么第一年利润为 6509 元。理论上，这些利润

可以当年就拿来分红，分红导致现金减少。将来保险公司将剩余资金用于投资时，万一不小心有几年亏损，最后赚的钱不够 50000 元，就付不了约定的保额了。

所以，负债要尽可能估计得保守一点。于是，将 5% 的会计利率进一步下调，从而让负债金额上调。比如，利率下调至 4.5%，那么算出来的负债是 32196 元：

这笔负债正式名称是“考虑了风险边际后的合理估计负债”。也就是说，折现率 5% 时的负债 30696 是合理估计负债，当用更保守的 4.5% 折现时，多出来的 1501 元负债是“风险边际”。

此时，保险公司卖出保单后，得到 37205 元现金，用于投资，每年赚 5% 的收益，十年复利。同时，也形成 32196 元的负债，也会开始计算复利，好比是“每年产生 4.5% 的利息支出”。于是，每年有收入有支出，就形成了一笔净利润。这 10 年的利润加总，刚好是 10603 元。

通过这种方式，把未来的支付确认为负债，就能把现金流按权责重列到历年，形成更加符合会计实质的利润。这样看上去就合理一些了，不再是现金的大进大出。

此时，第一年利润仍是大头，高达 5008 元，可以拿来分红。若还是不放心的话，还是担心不够保守，那么可以做得更绝一些：把上表中首年的 5008 元的利润，全计入第一年的负债，称为“剩余边际”。

以上合理估计负债、风险边际、剩余边际统称为“会计准备金”。

考虑了剩余边际后，第一年利润就为 0 了。边际剩余的处理比较简单粗暴，不用复利，只需在后续十年中，把边际剩余分到每一年摊回，每年形成了-501 元的支出（即 501 元收入）。

这 10 年的利润加总，刚好是 10603 元。只是第一年没利润了，第一年的利润分摊到了后面每年，这样更保守。

通过上述方式，我们就把保险公司那种大进大出、跨越多年的现金流，按权责发生制的原则，转换为了每年的利润，用来强行满足地球人年度的思维方式。

当然，其中用到很多假设，比如会计利率。所以一旦会计利率有变，便会影响利润。这就是市场上流传的“保险公司的利润是‘算’出来的”这一说法的来源。

- 03 资本要求 -

资本管理是各类金融机构监管中的通行原则，银行、券商、资管公司

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50069

