

# 三商美邦人壽保險股份有限公司

## 主辦分析師：

胡凱富，台北 (886) 2-2175-6814; kaifu.hu@taiwanratings.com.tw, kaifu.hu@spglobal.com

## 第二聯絡人：

王珮齡，台北 (886) 2-2175-6823; patty.wang@taiwanratings.com.tw, patty.wang@spglobal.com

## 內容

主要評等因素

評等展望

主要假設

業務風險結構

財務風險結構

其他主要信用考量因素

相關準則

相關研究

評等評分摘要

## 主要評等因素

### 摘要

#### 主要優勢

保單銷售通路自我掌控程度高。

固定收益投資組合令人滿意的資產品質支持穩健的流動性。

#### 主要風險

資本強度較同業平均值為低。

因投資報酬率較低以致營運績效表現低於平均水準且資金結構面臨壓力，使其更容易受到市場持續波動影響。

**三商美邦人壽應可維持其自我掌控的銷售通路與國內市占率。**三商美邦人壽保險股份有限公司擁有穩固的業務團隊，其在國內壽險市場的競爭地位亦因此獲得支撐。中華信評認為，前述競爭優勢使三商美邦人壽在不同的法規要求下得以持續其業務發展。三商美邦人壽的產品策略，包括在人口老化環境下推出定期給付的變額年金商品與長天期保障型傳統壽險與健康險商品，以及資本消耗較小的投資型保單商品。

**三商美邦人壽固定收益投資組合良好的資產品質讓公司得以維持穩健的流動性。**三商美邦人壽將其流動性比率穩定維持在高於中華信評評估認為流動性在極佳水準的上緣。截至 2022 年 9 月 30 日時，該公司有逾 80% 的資產係配置於固定收益投資，其中 80% 以上的固定收益投資資產，其依標普全球評級定義之全球等級信用評等在「A」以上。中華信評預期，三商美邦人壽短時間內應不會面臨流動性風險。

**資本水準弱化可能會限制三商美邦人壽的業務成長。**中華信評評估認為，三商美邦人壽的資本強度在稍弱等級，且中華信評認為，這點仍將會是該公司風險結構中較弱的一環。三商美邦人壽因處分其元大台灣 50 單日反向 1 倍基金投資部位，以致其獲利水準及資本面臨壓力。2022 年第四季的重大匯損與股票投資的未實現評價損失規模擴大，亦加劇了該公司總調整後資本水準的惡化程度。儘管三商美邦人壽正積極擬訂資本提升計劃，但該公司的資本水準可能仍將維持在遠低於國內壽險業的平均水準。

### 評等展望：負向

「負向」的評等展望係反映：中華信評認為，三商美邦人壽因其投資績效表現波動而無法有效提升其營運績效表現的可能性為三分之一。「負向」的評等展望亦反映在缺乏更為積極的資本計劃情況下，三商美邦人壽既要維持有效的風險控管與令人滿意的核保績效表現，同時還要維持其資本水準所面臨的挑戰。

#### 評等下調情境

若發生下列任一情況，中華信評便可能會調降三商美邦人壽的評等：

- 三商美邦人壽因獲利能力轉弱的程度超出中華信評目前的預測而無法將其資金結構比率維持在其評等等級所需下限值以上的水準；
- 若該公司的競爭地位因市占率降低、業務價值受損、業務團隊銷售能力轉弱，或是核保績效表現進一步惡化而有所弱化；
- 該公司在投資績效持續面臨壓力的情況下無法有效加強其管理與治理機制，或無法維持合適的資深管理團隊；  
或
- 該公司的資本水準持續惡化，且不太可能在未來一至二年內恢復，或是該公司未在未來幾個月內擬定積極的資本計劃。

#### 展望上調情境

若達成下列所有情況，中華信評便可能會將三商美邦人壽的評等展望調回「穩定」：

- 該公司藉由已改善且可持續的獲利能力來維持資本水準與資金結構比率；

- 該公司擁有可持續且獲得提升的業務地位、穩定的市占率，以及令人滿意的業務與品牌價值；且
- 在不擴大虧損或追求高曝險程度的情況下能有效控管投資部位。

## 主要假設

- 台灣充裕的流動性、在可控管範圍內的失業率以及 GDP 持續成長等因素，應可為台灣壽險業者提供令人滿意的成長環境。不過，由於早期熱銷的儲蓄型商品的保費均已繳清導致續期保費減少，2022 年的總保費成長仍會呈現下降趨勢。主管機關開始引導保險公司轉往主推利潤較高的長天期保障型商品後，總保費成長便呈現下降趨勢。同時，中華信評預期，續期保費的下降趨勢可望於 2023 年趨緩。
- 台灣 2023 年與 2024 年的經濟成長率將分別為 1.5% 與 2.5%。

### 主要指標

(新台幣百萬元)	2024f	2023f	2022e	2021	2020	2019
保費收入毛額	67,880	74,593	82,881	96,937	109,637	122,577
EBITDA- 包含已實現及未實現投資損益	-95	1,325	-6,165	-236	2,535	6,321
淨利	-849	484	-6,545	1,091	1,445	5,423
標普全球評級資本強度評估	稍弱	稍弱	稍弱	稍弱	普通	普通
股東權益報酬率(%)	-2.6	1.5	-17.7	2.6	3.5	16.4
EBITDA 固定費用保障倍數 - 包含已實現及未實現投資損益 (X)	-0.3	4.1	-19.2	-0.7	8.8	22.0
財務槓桿 - 包括額外增加之退休金赤字債務 (%)	21.0	20.5	20.8	17.0	15.1	15.7
資產報酬率 (%) - 包含已實現及未實現投資損益 (%)	0.0	0.0	-0.4	-0.1	0.2	0.5
財務負債 / EBITDA - 包含已實現及未實現投資損益 (X)	-89.8	6.4	-1.4	-36.0	3.0	1.2

註：e—估計值。f—預測值。

## 業務風險結構：令人滿意

三商美邦人壽的主要營運區域在台灣壽險市場；根據標普全球評級最新保險業與國家風險評估（Insurance industry and country risk assessment；簡稱 IICRA）報告顯示，台灣壽險業的 IICRA 為略高風險等級，意即台灣壽險業者所面臨的產業風險高於其他亞洲市場同業。原因在於台灣壽險業者資產與負債到期時間不相稱的結構性弱點，使壽險公司暴露在資產負債表的波動風險當中。與此同時，壽險公司因長期存在的負利差問題（經常性投資收益率低於合約保證利率）而難以提升其獲利水準。

中華信評認為，三商美邦人壽應可有效控管銷售通路以維持其在國內的市占率。三商美邦人壽主要仰賴自身的業務團隊銷售其壽險商品。中華信評認為，這為該公司提供了有力的支持，使其能更容易轉換業務計劃的目標或業務策略，並在推動策略性變革方面維持彈性。此外，三商美邦人壽自身的業務團隊中，約有 80% 的成員擁有投資型保險商品業務員的資格。中華信評認為，前述競爭優勢將持續支持該公司及時適應不同的法規限制與業務計劃。

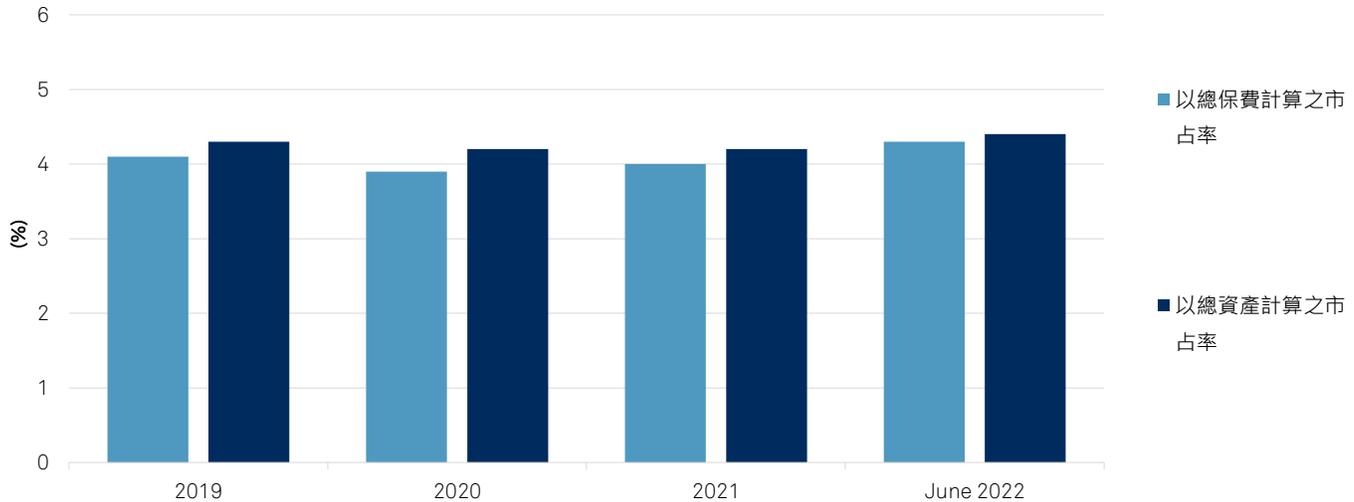
中華信評認為，三商美邦人壽將可透過穩固的銷售團隊維持良好的競爭地位。中華信評認為，三商美邦人壽為一家中型人壽保險公司，且該公司將推銷投資型保單商品視為主要業務策略，並輔之以鎖定國內人口老化趨勢的健康與醫療險業務。三商美邦人壽主要藉由直接銷售通路推銷其保單商品，2021 年與 2022 年前三季的直接銷售保費約占總保費的 99%。

中華信評認為，三商美邦人壽透過自身的業務團隊以及允當的商品策略，其 2022 年的市占率應可維持在 4.0% 以上。截至 2022 年 6 月 30 日時，該公司總保費與總資產的市占率分別為 4.3% 和 4.4%，略高於 2021 年年底時的 4.0% 與 4.2%。市占率的微幅成長係反映三商美邦人壽開發投資型保單商品的產品策略；截至 2022 年 9 月 30 日止，投資型保單商品在該

公司初年度保費中的占比高達 85%以上。中華信評認為，相對於其普通水準的核保績效表現，三商美邦人壽的投資表現使其獲利能力持續面臨壓力。中華信評預測，該公司 2022 年的稅前獲利將為負數。

中華信評針對三商美邦人壽 2022 年資產報酬率做出的預估為負 0.45%，凸顯出該公司對於高風險性資產投資配置的曝險部位以及其股票投資評價損失具有的敏感性。此外，2022 年利率與消費者物價指數升高所導致的匯損，使三商美邦人壽更難以維持獲利能力。中華信評預期，該公司將在未來一至二年間逐步打銷其持有的元大台灣 50 單日反向 1 倍基金投資部位，因此中華信評認為，該公司未來兩年在產生正數淨利方面可能將面臨挑戰。

三商美邦人壽在總保費與總資產方面的市占率



資料來源：產業資料。

## 財務風險結構：稍弱

中華信評認為，由於三商美邦人壽的股票投資部位導致其資本較易產生波動，加上 2022 年第四季產生的重大匯損，該公司未來一至二年的資本水準將維持在稍弱等級。從主管機關的角度來看，三商美邦人壽在截至 2021 年年底時依主管機關定義的風險基礎資本 (risk-based capital, 簡稱 RBC) 水準為 204%，略低於 2020 年年底時的 205%。截至 2022 年 6 月 30 日時，該公司的投資損失使其 RBC 水準進一步下滑至 190%。三商美邦人壽已於 2022 年完成兩次現金增資，共募得新台幣 87 億元。其他正在進行中的增資計劃包括增發 5 億股普通股的現金增資，以及增發 20 億股普通股以引進策略投資人。中華信評預測，未來兩年該公司應可將前述法定資本要求維持在法規門檻的下緣。

由於股票投資的評價損失規模擴大且股票投資部位有所增加，我們預估未來兩年三商美邦人壽的資本強度仍在稍弱等級。儘管該公司積極進行現金增資，但其資本水準仍遠低於國內壽險業的平均水準。由於前述增資計劃具高度不確定性，因此中華信評對該公司資本水準的基本情境假設並未將前述私募增資計劃納入考量。

考量到維持依主管機關定義計算的 RBC 要求方面的壓力以及資本市場的持續波動，中華信評預期，未來一至二年三商美邦人壽不會大幅改變其資產組合。中華信評預測，該公司將繼續將其大部分的投资資產配置於投資級的固定收益工具，以從在升息環境下獲取較佳的利息收益率。中華信評亦預測，該公司將會酌情有效管理其現金與股票部位。

中華信評認為，三商美邦人壽在其外匯風險控管與資產負債管理方面的作法上將維持一致。中華信評亦認為，以目前的市場狀況來看，該公司將會依據成本效益的權衡結果主動調整避險比率，並維持靈活的外匯風險部位調整策略。三商美邦人壽主要使用傳統的避險工具，包括換匯交易與無本金交割遠期外匯交易來管理其外匯風險。

三商美邦人壽在維持資金結構，並使其借款與利息費用具有足夠覆蓋率方面面臨壓力。由於三商美邦人壽疲弱的投資表現與匯損導致重大淨損，該公司的資金結構比率在 2022 年底時暫時轉弱至目前評等等級所允許的波動範圍。因為受到打銷投資損失影響而下滑的獲利能力亦將持續削弱三商美邦人壽的資金結構比率。不過，中華信評認為，由於三商美邦人壽相對於其總資產而言的流通在外借款極少，未來兩年該公司應有能力履行其財務義務。

## 其他主要信用考量因素

### 治理

三商美邦人壽低迷的投資表現，為其在風險管理架構強度、維持充裕的 EBIT 與 EBITDA 以維持允當資金結構、以及維持法定資本要求與業務基礎的能力等方面增添了不確定性。不過，該公司的現金增資計劃，以及相對保守並著重於資本消耗較小之保單商品的策略，應可部分抵銷前述風險。

### 流動性

中華信評評估認為，三商美邦人壽流動性結構在極佳等級，此一看法係基於該公司擁有具高流動性的資產結構、令人滿意的營運現金流量以及允當的流動性管理。中華信評認為，該公司流動性資產組合的資產品質良好。

### 環境、社會與治理

#### ESG 信用指標

E-1	<b>E-2</b>	E-3	E-4	E-5	S-1	<b>S-2</b>	S-3	S-4	S-5	G-1	G-2	<b>G-3</b>	G-4	G-5
-N/A					-N/A					- 風險管理、文化與監督				

N/A-不適用。ESG信用指標係在企業實體的層級上提供額外的資訊揭露與透明度，並反映中華信評如何看待環境、社會與治理因素對於其信用評等分析的影響。這項看法並非是永續評等結果或是ESG評估結果。前述指標的影響程度係由1至5級的字母數字量尺表示，其中1為正向；2為中性；3為略偏負向；4為負向；5為極度負向。如欲取得更多資訊，請參閱2021年10月13日出版的「ESG信用指標定義及其應用」評論。

治理因素在中華信評對三商美邦人壽的評等分析中為略偏負向的因素。中華信評認為，該公司在風險管理與治理方面的因素對其資本水準與整體信用結構產生負面影響。

## 相關準則

- General Criteria: Methodology For National And Regional Scale Credit Ratings - June 25, 2018
- General Criteria: Environmental, Social, And Governance Principles In Credit Ratings - October 10, 2021
- General Criteria: Group Rating Methodology - July 01, 2019
- Criteria | Insurance | General: Insurers Rating Methodology - July 01, 2019
- General Criteria: Principles Of Credit Ratings - February 16, 2011
- Criteria | Insurance | General: Refined Methodology And Assumptions For Analyzing Insurer Capital Adequacy Using The Risk-Based Insurance Capital Model - June 07, 2010

## 相關研究

- 中華信評信用評等等級定義 - November 11, 2021

(除非另有說明，相關準則與研究均公佈於 [www.taiwanratings.com](http://www.taiwanratings.com) 網站。)

## 評等評分摘要

### 三商美邦人壽保險股份有限公司

<b>業務風險結構</b>	<b>令人滿意</b>
競爭地位	強
IICRA	略高風險
<b>財務風險結構</b>	<b>稍弱</b>
資本與獲利能力	稍弱
風險部位	略低
資金來源結構	中性
<b>調整因子</b>	
公司治理	中性
流動性	極佳
<b>財務實力評等</b>	<b>twA-/負向/--</b>

IICRA—保險業與國家風險評估。SACP—個別基礎信用結構。

## 評等表（截至 March 17, 2023）

本報告中所涉及的營運公司  
 三商美邦人壽保險股份有限公司  
 財務實力評等  
 發行體信用評等

twA-/負向/--

twA-/負向/--

（中文版本係根據英文版本翻譯，若與原英文版本有任何分歧，概以英文版本為準。）

著作權 © 2023 中華信用評等公司（中華信評）。保留所有權利。

嚴禁以任何手段、任何形式修改、逆向工程探究、複製或散佈內容（包括評等、信用相關分析與數據、價值評估、模型、軟體或其它應用或由其產生之結果）或相關之任何部分（本內容），或將其儲存於資料庫或存取系統中，除非事先取得中華信評的書面同意。本內容不得用於任何非法或未經授權之目的。中華信評與任何第三方提供者，以及其董事、主管、股東、員工或代理人（統稱中華信評方），不保證本內容之正確性、完整性、時效性或是可利用性。對於任何錯誤、遺漏（疏忽或其他原因，不論原因為何）、或是任何使用本內容而導致之結果，或是對使用者輸入之任何數據的安全性或維護，中華信評方概不負責。本內容是以「現況」基礎提供。中華信評否認任何及所有明示或默示的保證，包括，但不限於，不保證適售性或適用於特定目的或使用、不保證沒有錯誤、軟體錯誤或缺失，以使本內容之功能不被中斷或本內容可在任何軟體或硬體架構上運作。對於任何使用本內容導致之任何直接、間接、附帶、示範、補償、懲罰、特殊或衍生之損害、費用、開支、法律費用或損失（包括但不限於收入損失或獲利損失與機會成本，或因疏失造成的損失），即使是在已告知這類損失的可能性情況下，中華信評概不負責。

本內容中之信用相關與其它分析與陳述，係為截至發表日為止之意見陳述而非事實陳述。中華信評的意見、分析與評等承認決定（說明如下）並非購買、持有或出售任何證券，或是進行任何投資決定之建議，且非任何證券是否適合投資之表示。本內容在以任何格式或形式發佈後，中華信評並不承擔更新之義務。本內容不應為使用者、其經理部門、員工、顧問與/或客戶在進行投資與其它業務決策時的依賴根據，且非其本身技術、判斷與經驗的替代品。中華信評並不擔任受託人或投資顧問的角色，除非已經登記註冊。雖然中華信評係自其認為可靠之來源取得資訊，但中華信評並不會對所收到之任何資訊進行稽核，且不負有對其執行實地查核或獨立驗證的責任。評等相關出版物可能因各種原因而出版，未必一定為評等委員會採取之評等行動，包括但不限於對一評等結果之定期更新與相關分析。

在一司法管轄區內之主管機關基於某些管理目的，允許評等機構承認在另一司法管轄區內發佈之評等的情况下，中華信評保留可隨時自行授予、撤銷或中止這類評等承認的權利。中華信評對任何因評等承認之授予、撤銷或中止產生的情況並不承擔任何責任，且不負有任何聲稱之損失賠償責任。

中華信評將其業務單位之某些業務活動運作予以隔開，以保護這些業務活動進行的獨立性與客觀性。基於此，中華信評某些業務單位可能擁有中華信評其它業務單位無法取得之資訊。中華信評已制訂政策與程序，維護各分析過程中所取得之某些非公開資訊的機密性。

中華信評就其承辦的委託評等與相關分析收取報酬，且通常是來自發行人、創始機構、安排機構、或證券承銷商或是來自債務人。中華信評保留散播其意見與分析的權利。中華信評發佈之評等與分析可於其網站上取得，包括 [www.taiwanratings.com](http://www.taiwanratings.com)（免費）與 [rrs.taiwanratings.com.tw](http://rrs.taiwanratings.com.tw)（訂閱），並可透過其它方式，包括中華信評出版物與擔任第三方之轉送服務提供商傳送發佈。其他可能影響評等之利益衝突情形，僅依主管機關要求揭露於此。