

中国人寿保险 China Life Insurance

I9 & I17 解读：基于财务报表探讨新会计准则的变化与影响

I9 & I17 Interpretation: Based on Financial Statements to Explore the Change and Impact of New Accounting Standards

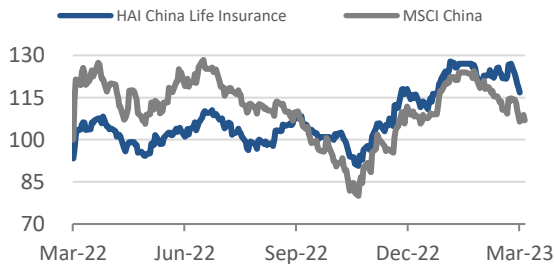
观点聚焦 Investment Focus

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

股票名称	评级	目标价	市盈率 P/E	
			2022E	2023E
中国平安	Outperform	59.87	10	9
中国人寿	Outperform	45.76	29	21
中国太保	Outperform	41.82	11	9
中国人保	Outperform	6.14	9	8
新华保险	Outperform	42.23	11	7
阳光保险	Neutral	5.50	9	8
慧择	Outperform	1.23	5	2

投资要点

- I9 和 17 准则于 2023 年 1 月 1 日起落地执行。** 财政部分别于 2017 年、2020 年发布了中国版本的 IFRS 9 和 IFRS 17 准则，根据文件要求，在境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则或企业会计准则编制财务报表的企业，自 2023 年 1 月 1 日起执行新准则；其他执行企业会计准则的企业自 2026 年 1 月 1 日起执行。目前 A 股上市保险公司均符合执行要求，我们预计部分险企或通过新旧准则并行的方式实现过渡。
- IFRS 9 准则：金融资产分类更客观，提高资产减值要求，利润表波动或将加剧。** 1) 将金融资产分类由“四分类”调整为“三分类”，可供出售金融资产分类被取消，权益工具只能划分为 FVPL 或 FVOCI，公允价值变动对当期利润影响增大。同时，IFRS 9 赋予险企 OCI 指定权，可以用来缓解利润表波动，但指定后不可撤销。2) 要求采用预期信用损失模型评估资产减值，可能导致减值准备计提范围变大、计提时间提前、计提金额增加，或将增加利润的波动性。
- IFRS 17 准则：报表格式改头换面，负债端计量颠覆性改革。** 1) 财务报表透明度提升，利润结构展示更为清晰。IFRS 17 准则下险企利润表将保险业务和投资业务分开列示，单独核算保险服务业绩和投资业绩，并且新报表增加了预期信息展示，可以通过对赔付、费用的预期数据和实际数据分析险企实际经营“偏差”。2) 保险服务收入需剔除投资成分，预计寿险公司营收规模大幅下滑。IFRS 17 要求保险合同需按照组成部分进行拆分，投资成分不计入保险服务收入，并且收入采用权责发生制原则，确认期间扩大至整个保障期间。根据银保监会测算，新准则下寿险公司保费收入普遍降幅在 60%-70%，产险公司保费收入基本维持不变。3) 合同负债计量模型显著变化。①新准则下准备金计提采用的折现率由原有的 750 天曲线改变为实际市场利率，预计将导致当期利润波动有所放大，但险企可选择通过“OCI 指定权”将折现率调整造成的变动部分计入其他综合收益，从而实现平滑利润波动。②合同服务边际 (CSM) 类似原准则下的剩余边际，但 CSM 采用滚动计量机制，且可以吸收非经济假设调整导致的准备金变动，从而避免对当期损益产生冲击，而通过摊销影响未来利润。4) 新引入了浮动收费法 (VFA)。VFA 模型主要适用于直接分红合同，由于对于合同服务边际的后续计量方法采用非锁定利率，并且时间价值变化可以被合同服务边际吸收并解锁，该模型下净资产和净利润的变动率会低于通用模型。



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

保险行业 2022 年报前瞻：行业底部已至，曙光当在不远 (Insurance industry 2022 annual performance outlook: the bottom of the industry has arrived, the dawn is not far away) (27 Feb 2023)
 上市险企 1 月保费点评：受春节假期影响，保费增速承压 (January listed insurers' premium comments: Affected by the Chinese New Year holiday, the Premium growth under pressure) (19 Feb 2023)
 保险行业 12 月月报：疫情导致产寿险单月增速均承压，期待 2023 年迎来复苏 (Insurance December Monthly: Epidemic Weighed on Monthly Growth of Life Insurance and P&C, Whilst A Recovery Expected for 2023) (30 Jan 2023)

注:本报告是 2023 年 3 月 14 日发布的 I9 & I17 解读报告的修改版，我们删除了正文中折现率取消自主调整空间的描述，使其更加准确。

孙婷 Ting Sun
ting.sun@htisec.com

Wangjie OU
wj.ou@htisec.com

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

- 新准则提高了保险公司资产负债管理难度，也为投资者提供了更多分析信息。** 1) **新准则保险公司经营策略或将调整。** 从负债端来看，保险公司可能更倾向于推动长期期交保障型业务增长，同时扩大分红险业务以适配 VFA 模型。从资产端来看，保险公司可能更加重视高分红策略，审慎使用 OCI 指定权，以增厚投资收益，控制报表波动。 2) **I9 与 I17 准则同步实施，对险企资产负债管理能力要求提升。** I9 和 I17 都更加强调了基于公允价值变动的评估，也使资产负债表和利润表受到当前市场环境影响更为显著，但都为险企提供了可选的会计政策，如“OCI 指定权”，来降低会计错配与平滑利润波动。在未来，通过资产端和负债端公允价值波动的匹配和计量方式选择的匹配，增加财务业绩的稳定性，将成为保险公司资产负债管理的核心。 3) **新报表下投资者或将可以采取新的业绩评估指标。** 新准则下财务报表透明度明显提升，除了独立列示了保险业务与投资业务经营业绩外，还打开了保险准备金“黑箱”，披露了更多详细信息，便于投资者观察和分析公司实际经营情况。
- 风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；保障型产品增长不及预期。**

目录

1.	上市险企开始执行 IFRS9 和 IFRS 17 准则	4
1.1	IFRS 9 和 IFRS 17 准则是什么?	4
1.2	为什么要执行 IFRS 9 和 IFRS 17 准则?	5
2.	I9 & I17 准则将如何影响保险公司的财务报表?	6
2.1	IFRS 9: 金融资产分类更客观, 利润表波动或将加剧	7
2.1.1	金融资产调整为三分类, 赋予险企 OCI 指定权	7
2.1.2	采用预期信用损失模型, 减值准备计提要求提高	8
2.2	IFRS 17: 报表格式改头换面, 负债端计量颠覆性改革	9
2.3	保险服务收入: 合理挤出营收“水分”, 提升横向可比性	11
2.3.1	营业收入预计大幅下滑, 主要受剔除投资成分与分期确认影响	11
2.3.2	保险服务收入确认期间由缴费期调整为责任期	13
2.3.3	保险服务收入结构展示更为清晰	14
2.4	合同服务边际: 滚动计量与吸收机制可以平缓利润波动	15
2.4.1	合同服务边际是如何计算得来的?	15
2.4.2	合同服务边际是如何摊销的?	16
2.5	保险服务费用: 打开准备金“黑箱”, 展示险企经营“偏差”	18
2.5.1	保险准备金“黑箱”被打开	18
2.5.2	保险合同赔付和费用: 与收入项目结合可以观察实际“偏差”情况	19
2.5.3	亏损保险合同损益: 单独披露险企亏损业务情况	19
2.6	承保财务损益: 折现率采用市场利率, 可使用 OCI 指定权降低波动	21
2.7	浮动收费法 (VFA): 适用直接分红合同, 净利润及净资产波动更小	22
3.	保险公司与投资者应如何应对新会计准则?	23
3.1	保险公司: 做好 IFRS 9 与 IFRS 17 联动下的资产负债管理	23
3.2	投资者: 新报表下或将可以采取新的业绩评估指标	24

1. 上市险企开始执行 IFRS9 和 IFRS 17 准则

1.1 IFRS 9 和 IFRS 17 准则是什么？

根据财政部相关要求，境内外同时上市以及在境外上市且采用国际会计准则的险企应当于 2023 年 1 月 1 日起正式实施 IFRS 9 和 IFRS 17 两大新会计准则（中国平安已于 2018 年执行 IFRS 9），将影响 2023 年一季报及以后的各项财务报告。目前 A 股上市险企均符合执行要求，我们预计部分险企或通过新旧准则并行的方式实现过渡。

1) IFRS 9

IFRS 9 的中文名称为《国际财务报告准则第 9 号——金融工具》，是由国际会计准则理事会（IASB）于 2009 年发布的会计准则方法。2014 年 IASB 完成了 IFRS 9 的最终版本，内容包括金融工具的分类和计量、金融资产减值和套期会计等，全面取代此前的 IAS 39 准则。

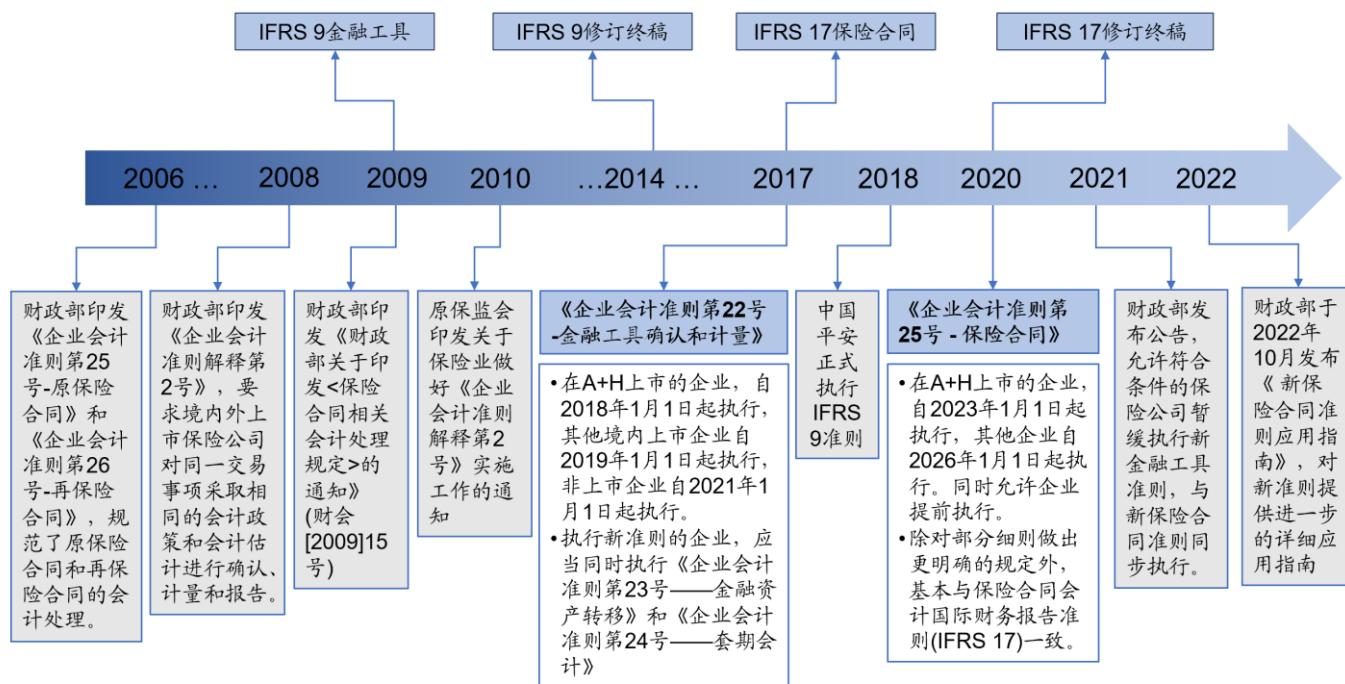
2017 年 3 月，财政部修订并发布了三个金融工具相关会计准则，包括《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》和《企业会计准则第 24 号——套期会计》，实现与国际会计准则的并轨。根据文件要求，不同企业应最早于 2018 年 1 月 1 日、最晚 2021 年 1 月 1 日执行新准则。2021 年，财政部发布通知，对于符合条件的保险公司，执行新金融工具相关会计准则的日期允许暂缓至执行《企业会计准则第 25 号——保险合同》的日期。

2) IFRS 17

IFRS 17 的中文名称为《国际财务报告准则第 17 号——保险合同》，是由国际会计准则理事会（IASB）于 2017 年 5 月 18 日正式发布的会计准则方法。IFRS 17 准则自 20 世纪 90 年代正式立项启动，经过超过 20 年的研讨才推出修订版终稿。该准则将影响采用国际财务报告准则或会计基础与国际财务报告准则趋同的国家或地区的保险企业，并将同时适用于现有保单和未来的新业务。IFRS 17 原定于 2021 年起生效，但 IASB 已两次投票推迟实施。最终确定于 2023 年 1 月 1 日起实施。

中国版 IFRS 17 于 2020 年发布，预计最早于 2023 年 1 月 1 日日期实施。2020 年 12 月，财政部发布了《企业会计准则第 25 号——保险合同》，其主要内容与国际 IFRS 17 准则基本无差异（为方便表述，后文我们统一称为 IFRS 17 或新准则）。根据文件要求，在境内外同时上市的企业以及在境外上市并采用国际财务报告准则或企业会计准则编制财务报表的企业，自 2023 年 1 月 1 日起执行；其他执行企业会计准则的企业自 2026 年 1 月 1 日起执行。同时，允许企业提前执行。

图1 国内保险合同会计准则演变进程



资料来源：财政部，原保监会，银保监会，IASB，HTI

1.2 为什么要执行 IFRS 9 和 IFRS 17 准则？

IFRS 9 是对 2008 年金融危机的回应，力图通过合理分类与减值计量反映金融资产真实价值。2008 年金融危机爆发前的金融工具会计计量依据为 IAS39，我国自 2006 年开始推进 IAS39 实施。2008 年金融危机，反映出 IAS39 准则下存在金融工具会计分类和计量方式复杂、主观性强，利润管理操作空间大、财务信息透明度低、存在顺周期现象等问题。2008 年底，IASB 与 FASB 联手启动了“金融工具确认和计量”改进项目，内容包括金融工具等确认和计量、解决金融工具减值和套期会计相关问题。2009 年，IFRS 9 准则发布，2014 年正式完成修订，通过更为客观的资产分类标准、更为谨慎的资产计提要求，可以更为真实地反映金融资产的公允价值，减少了保险公司通过会计处理修饰利润的空间。

IFRS 17 的目的在于提升保险公司财报的横向可比性与盈利透明度。在原保险合同准则（IFRS 4）下，保险公司财报存在以下问题：1）跨区域可比性差。基于经济全球化的背景，各国的会计准则不尽相同，由于原则与方法的多样性，要想对国家间企业财务报表进行系统分析存在很大的困难。2）行业间可比性差。由于保险公司收入的确认与非保险金融公司有很大差异，例如保险公司收入中直接包含了收取的保费现金流，导致保险业与其他行业之间很难进行统一的比较。3）盈利透明度较低。对于寿险企业来讲，由于其主营业务期限具有长期性，当期利润受到精算假设影响较为显著，而现有报表下对于各类项目的实际确认与变动信息披露不足，与保险公司盈利模式亦不完全相符，难以通过报表直接观察企业真实经营情况。在此背景下 IFRS 17 被提出，希望建立一个一致的会计框架，通过重新厘定保险公司收入确认方法、调整报表格式等手段，提高保险公司财务报表的可比性和可读性。

图2 IFRS 17 准则的愿景与变化

IFRS 17准则的愿景	IFRS 17准则的主要变化
提供跨区域的一致性合理方法	资产端和负债端均基于公允价值观进行计量，净利润的波动将加剧
增强跨行业的可比性	保险业务收入剔除“投资成分”，寿险行业收入下降
提升保险公司盈利的透明性	报表结构重新调整，损益表改为呈现保险公司利润来源的形式

资料来源：HTI

2. I9 & I17 准则将如何影响保险公司的财务报表？

IFRS 9 和 IFRS 17 准则相比原有准则变化较大，内容全面覆盖资产端和负债端。简化来讲，IFRS 9 准则主要影响保险公司金融资产分类与减值，可能会导致利润波动加剧，但是对于报表格式并没有影响。而 IFRS 17 内容则更为复杂，其内容包括重新确定了保险公司合同服务收入的确认标准，修改了通用模型下合同负债的计量方式，新引入了浮动收费法 VFA 用于计量直接分红合同，并且大幅度调整了保险公司财务报表的列示方法，将保险业务和投资业务业绩拆分展示，提升了报表可读性。

表 1 IFRS9 与 IFRS 17 主要变化内容及影响

准则	主要内容	主要影响
IFRS 9	将金融资产分类由四分类划分为三分类，取消了可供出售资产 AFS 类别，并调整了权益工具 FVOCI 的处理方式 将资产减值计提方式调整为预期信用损失模型，提高了减值要求	可能加大利润表的波动
IFRS 17	调整收入确认标准，保险服务收入需剔除投资成分，且确认周期拉长至整个保险期间	寿险公司营收规模大幅下滑
	引入三大模型进行保险合同负债计量，合同服务边际 CSM 使用滚动计量，可吸收非经济假设调整	平滑非经济假设调整对利润的影响
	准备金折现率由 750 曲线改为实际市场利率，但赋予险企 OCI 指定权	可能加剧利润波动，但可通过 OCI 缓冲影响
	亏损合同损益单独披露	倒逼险企重视业务盈利性
	提供了浮动收费法 VFA 用于直接分红合同计量	可以减少负债与资产错配
	调整了保险公司报表列示方法	便于观察险企保险与投资业务经营情况，以及险企各类经营“偏差”

资料来源：HTI

2.1 IFRS 9: 金融资产分类更客观，利润表波动或将加剧

2.1.1 金融资产调整为三分类，赋予险企 OCI 指定权

与原有会计准则（IAS 39）相比，IFRS 9 简化了分类与计量模型，金融资产分类由“四分类”调整为“三分类”：以摊余成本计量的金融资产（AC）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVPL）。

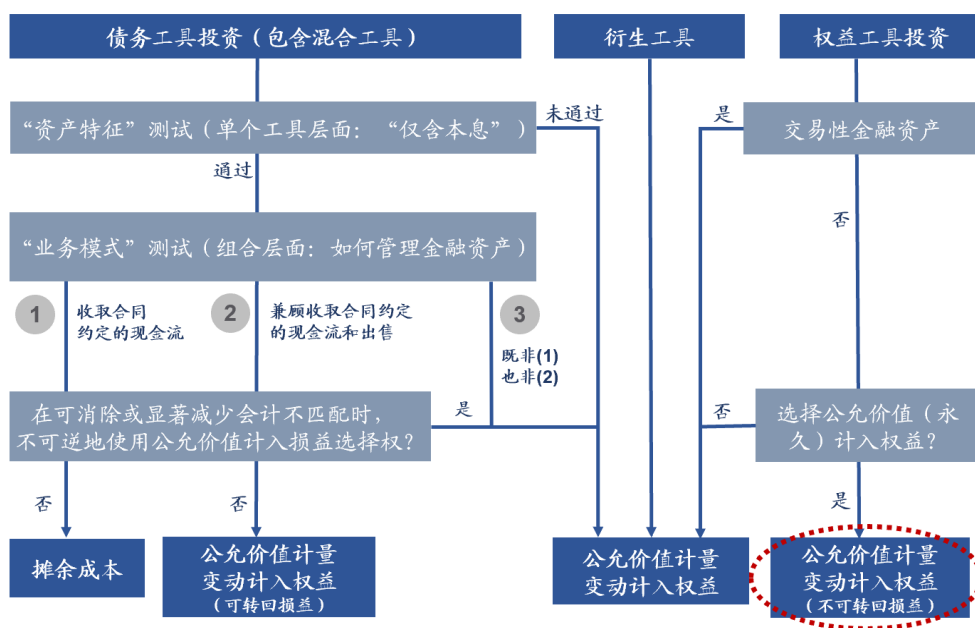
表 2 IAS 39 与 IFRS 9 关于金融资产分类与计量规定

分类与计量	IAS39	IFRS9
分类标准	主观的：合同特征和持有意图	客观的：业务模式和合同现金流特征
会计科目	1.持有至到期投资——HTM	1.以摊余成本计量的金融资产——AC
	2.贷款和应收款项——L&R	2.以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（OCI）的金融资产——FVOCI
	3.以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产——FVPL	
	4.可供出售金融资产——AFS	3.以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产——FVPL

资料来源：HTI

IFRS 9 准则下，对于金融资产分类标准主要包括业务模式和合同现金流量特征测试两个维度，并且赋予了保险公司对于权益工具投资的 OCI 指定权。我们认为，在新准则下，债券资产的会计分类整体变化不大，基金投资只能划分为 FVPL 类资产，而股票资产可以选择划分为 FVPL 或 FVOCI。需注意的是，IFRS 9 下指定为 FVOCI 的权益工具不可撤销，且其累计在其他综合收益中的浮盈（浮亏）将不能回到损益表，只有股息分红等可以计入投资收益。因此，我们认为保险公司持有的 AFS 类股票资产将不得不将相当一部分划分为 FVPL，这也将导致市场公允价值变动导致公司利润表波动加剧，从而影响利润表现的稳定性。

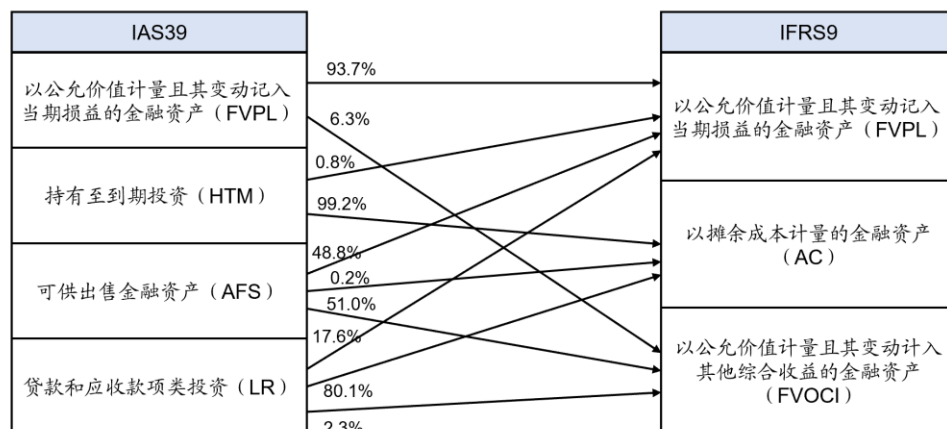
图 3 金融资产分类流程示意图



资料来源：《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》，HTI

中国平安于 2018 年率先执行了 IFRS 9 准则，其金融重分类情况呈现以下特点：
 1) 原有 FVPL 资产绝大部分均保持为 FVPL；2) 原有 HTM 及 LR 资产绝大部分重分类为 AC 资产；3) 原有 AFS 资产中约 49%划分为 FVPL，约 51%划分为 FVOCI，预计其中股票资产划分为 FVPL 和 FVOCI 的比例也接近各自一半。

图4 中国平安执行 IFRS 9 准则后的金融资产分类变化

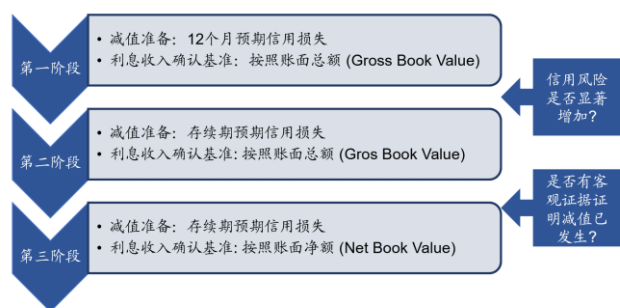


资料来源：中国平安 2018 年中报，HTI

2.1.2 采用预期信用损失模型，减值准备计提要求提高

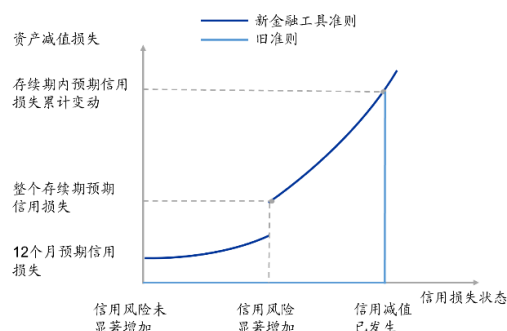
在金融资产减值计提方面，旧准则采用“已发生损失法”，认为只有存在减值损失的客观证据时，才开始出现减值及计提减值损失。在 IFRS 9 准则下，金融资产减值采用预期信用损失模型 (ECL)，ECL 无论金融资产信用状况如何，都需要确认减值准备。ECL 将金融资产信用质量变化划分为三个阶段，可能导致减值准备计提范围变大、计提时间提前、计提金额增加，或将增加利润的波动性。

图5 预期信用损失模型下减值准备三大阶段



资料来源：HTI

图6 新旧会计准则下减值计提对比



资料来源：HTI

2.2 IFRS 17: 报表格式改头换面，负债端计量颠覆性改革

IFRS 17 准则对保险公司财务报表列示格式进行了大幅调整。2022 年 12 月 30 日，财政部会计司发布《关于修订印发 2023 年度保险公司财务报表格式的通知》，正式对新保险准则下保险公司的财务报表格式进行修订，利润表和资产负债表完整科目及变动详见文末表 11 及表 12。

1、相对于原有准则，新准则下的利润表主要有三大变化：

1) 收入大幅变化，与其他行业可比性增强。新准则下，保险公司保费收入中剔除了投资成分，并且对长期险保费收入通过权责发生制原则进行确认，从结果上看保险服务收入大幅下降，其收入性质也与其他行业相近，可比性增强。

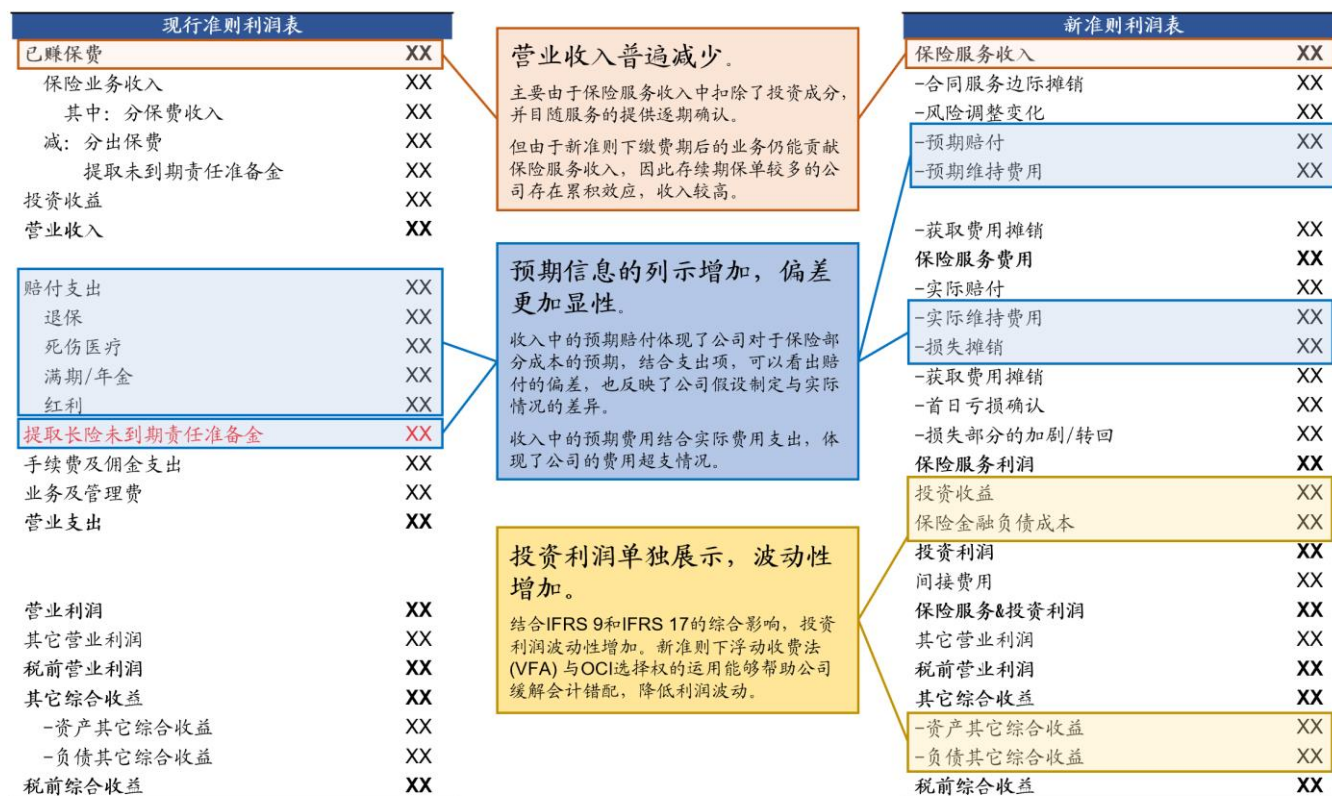
2) 保险业务和投资业务分开列示，利润贡献更为清晰。在新准则下，保险公司财报分别核算了保险服务业绩和投资业绩，虽然并不能完全代表保险公司利源中的三差，但是可以在一定程度上反映承保与投资的利润贡献，体现保险公司的具体经营特点。其中：

保险服务业绩=保险服务收入-保险服务费用+摊回保险服务费用-分出保费的分摊

投资业绩=投资收益+资产公允价值变动损益-保险财务损益。

3) 增加了预期信息展示，可以观察险企实际经营“偏差”。我们认为，在新准则下，保险公司保险服务收入对具体的细项构成进行了明确列示，其中预期赔付、预期维持费用等项目反映了保险公司对业务的预期情况，而在保险服务费用方面要求披露实际赔付和实际维持费用，通过预期信息与实际信息的结合，有助于观察保险公司实际经营“偏差”情况。

图7 IFRS 17 准则下财务报表可以展示保险公司承保业绩与投资业绩



资料来源：普华永道《IFRS17 的实施对寿险公司经营管理的潜在影响》，HTI

2、相对于原有准则，新准则下的资产负债表主要有三大变化：

1) 准备金科目被替换为合同资产与合同负债。在原准则下，原保险合同及再保险合同核算及列报的主要报表项目是“未决赔款责任准备金”、“未到期责任准备金”、“寿险责任准备金”、“长期健康险责任准备金”，以及对应分出业务的责任准备金项目。而在新准则下，被统一划归入原保险及再保险的“保险合同资产”与“保险合同负债”，其内部结构会在附注中进行详细披露。

表3 新准则下准备金科目被替换为合同资产与合同负债

旧准则	新准则
资产：	资产：
应收分保未到期责任准备金	保险合同资产
应收分保未决赔款准备金	分出再保险合同资产
应收分保寿险责任准备金	
应收分保长期健康险责任准备金	
负债：	负债：
未到期责任准备金	保险合同负债
未决赔款准备金	分出再保险合同负债
寿险责任准备金	
长期健康险责任准备金	

资料来源：HTI

2) 原有万能险及投连险业务相关科目被取消。在原准则下, 不具有重大保险风险的万能险及投连险业务需要进行单独核算和列报, 万能险账户内负债对应“保户储金及投资款”科目, 投连险账户内资产和负债分别对应“独立账户资产”和“独立账户负债”科目。而在新准则下, 保险合同取消了原有的“先拆后测”原则, 而是直接进行重大保险风险测试。通过测试的, 统一纳入新保险准则下新增的报表项目进行列报; 无法通过测试的, 则适用金融工具等相关准则在其他相关报表项目中进行列报, 因此原准则下的三个科目无需再保留。

表 4 新报表将原有万能险及投连险业务相关科目取消

旧准则	新准则
资产:	删除
独立账户资产	
负债:	
保户储金及投资款	
独立账户负债	

资料来源: HTI

3) 保户质押贷款由资产负债表转移至现金流量表。保单质押贷款具有特殊性, 由于该业务一方面可以为险企贡献投资收益, 另一方面收益来源又源自保险合同现金价值, 因此兼具投资与保险双重属性。在原准则下, 在资产负债表设立单独的“保户质押贷款”科目, 主要体现其投资属性。而在新准则下, 则将其与保险业务视为一体, 纳入保险合同资产或负债中去, 该科目从资产负债表取消, 作为保单负债现金流的组成部分被转移至现金流量表。

表 5 新准则下保单质押贷款由资产负债表转移至现金流量表

旧准则	新准则
资产:	经营活动产生的现金流量:
保户质押贷款	保单质押贷款净增加额

资料来源: HTI

2.3 保险服务收入: 合理挤出营收“水分”, 提升横向可比性

新准则下, 保险业务相关收入科目由“已赚保费”转变为“保险服务收入”, 除了科目名称的变化, 在确认标准和列示方式上也存在显著差异。

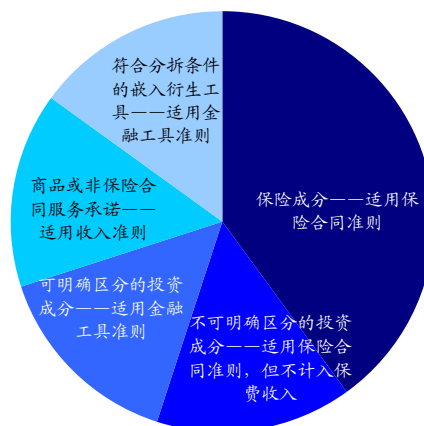
2.3.1 营业收入预计大幅下滑, 主要受剔除投资成分与分期确认影响

在原准则下, 保险公司营业收入中绝大部分来自“已赚保费”, 或者说来自“保险业务收入”, 但是这一收入是包含了相当一部分具有投资属性的储蓄类产品的保费收入, 本身具有到期“返本付息”义务, 因此将其视为保险公司的收入并不恰当。而 IFRS 17 在收入确认方面最大的变化在于要求对保险合同中不同成分进行拆分 (特别是要求拆出投资成分), 并适用对应的会计准则。

具体地: 1) 保险合同服务部分适用 IFRS 17 准则, 计入保险服务收入。2) 可明确区分的投资成分, 以及符合分拆条件的嵌入衍生工具, 适用金融工具准则, 不计入保险服务收入。3) 可明确区分的商品或非保险合同服务的承诺, 适用收入准则, 不计入保险服务收入。4) 经上述分拆后的剩余组成部分 (主要为不可明确的成分), 适用 IFRS 17 准则, 但不计入保险服务收入。

其中关键在于如何判断“投资成分”，根据新准则定义，投资部分满足两个条件：1) 投资部分与保险部分不是高度相关的，即，没有投资部分，保障也不会受到影响；2) 市场上有或可以有单独的、类似的投资产品销售。根据郭振华《新保险合同会计准则 IFRS17 即将带来的重大变革》推断，无需分拆的保险合同包括所有消费型保险、定期寿险、终身寿险、终身重大疾病保险和养老年金保险；需要分拆的保险合同包括所有返还型保险合同，如两全保险、退休前就开始返还的年金保险等；而财险公司的产品几乎不需要分拆。

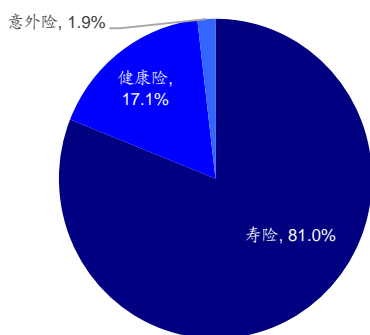
图8 保险合同成分拆分与适用会计准则情况



资料来源：《企业会计准则第 25 号——保险合同》，HTI
注：以上图形仅为示意，不代表具体比例

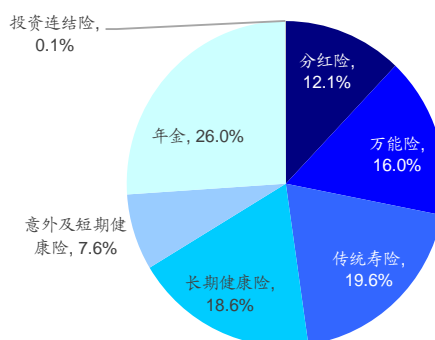
我们认为，由于 IFRS 17 准则要求保险服务收入剔除保单中的投资成分，增强了保险公司收入与其他行业的可比性，但也会导致寿险公司营收规模大幅下滑，而产险公司由于其产品不包含投资成分，预计受影响较小。2018 年 11 月，时任银保监会财会部主任赵宇龙曾在“2018 年中国保险财会论坛”上表示，银保监会财会部和财政部会计司联合对几家上市保险公司开展的 IFRS 17 初步测试结果显示，寿险公司保费收入普遍降幅在 60%-70%，产险公司保费收入基本维持不变。我们预计，储蓄型产品保费占比较高的公司受到的影响更为显著。

图9 2022 年上半年中国人寿分险种保费结构



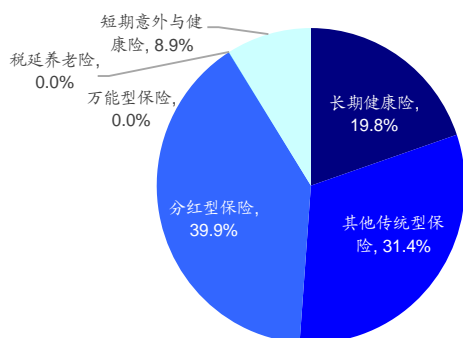
资料来源：中国人寿 2022 年中报，HTI

图10 2022 年上半年中国平安分险种保费结构



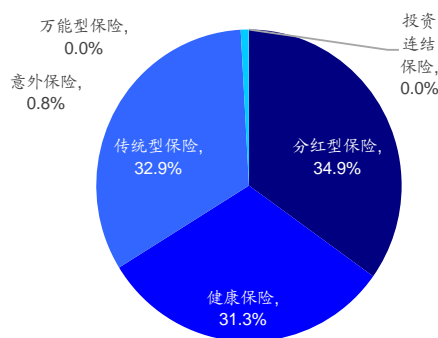
资料来源：中国平安 2022 年中报，HTI

图11 2022年上半年中国太保险种保费结构



资料来源：中国太保 2022 年中报，HTI

图12 2022年上半年新华保险险种保费结构



资料来源：新华保险 2022 年中报，HTI

2.3.2 保险服务收入确认期间由缴费期调整为责任期

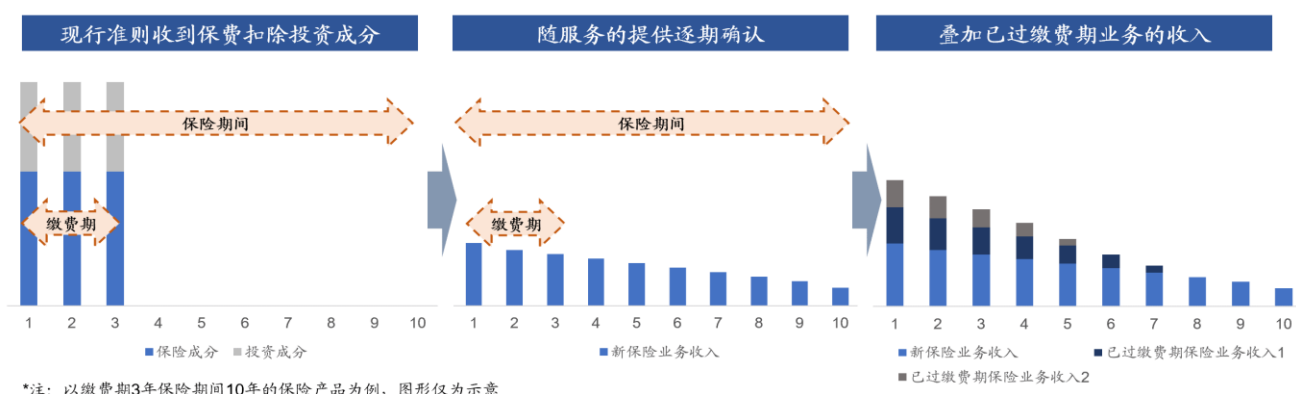
新准则下保险服务收入的确认原则由收付实现制转变为权责发生制。在原会计准则下，保险业务收入的确认时点为保险合同成立时，确认周期主要与缴费期挂钩，保险公司按照实际缴费情况（趸交/期交）确认收入即可。但在 IFRS 17 准则下，保险公司保险服务收入确认的要求发生了变化，主要包含以下两点：

1) **确认时点**。企业应当在下列时点中的最早时点确认其签发的合同组：① 责任期开始时；② 保单持有人首付款到期日，或者未约定首付款到期日时企业实际收到收付款日；③ 发生亏损时。我们认为，这可能会导致部分保单确认时点提前。

2) **确认周期**。新准则下，保费收入不再仅在缴费时确认，而是按照责任（服务提供）时间跨度内逐期确认，使保险收入和保险服务费用在时间跨度上匹配。

我们认为，从模型收入角度来看，保险公司收到的现金流总额并没有变化，但是在确认周期上被拉长，新业务对当年保险服务收入贡献将下降，而未来的现金流收入稳定性将加强，并且对于已经度过缴费期的存量保单，可能因为追溯调整的要求而重新贡献收入。因此，经营时间较长、存量保单规模较大、期交保障型产品占比较高的保险公司可能更加受益于存量保单的收入贡献调整。

图13 IFRS 17 准则下保险服务收入确认期间变化示意



资料来源：普华永道《IFRS17 的实施对寿险公司经营管理的潜在影响》，HTI

2.3.3 保险服务收入结构展示更为清晰

在原准则下，保险公司“已赚保费”科目下仅包括简单的计算项目，可以看出保险公司已赚保费的计算过程，即“已赚保费=保险业务收入-分出保费-提取未到期责任准备金”，但无法反映出已赚保费的具体构成。

而在新准则下，保险服务收入的具体项目被拆解展示出来，主要包括“预计保险服务费用”、“非金融风险调整变动”、“合同服务边际摊销”和“保险获取现金流量摊销”四大科目，这四个科目的划分主要从精算角度出发，展示了保险合同负债（在某种程度上也可以理解为“保费”）中包含的主要部分。对于采用保费分配法的合同组，还可以设置“保费分配法分摊”科目。

表 6 新旧准则下保险公司收入科目的项目变化

旧准则	新准则
已赚保费	保险服务收入
保险业务收入	预计保险服务费用
其中：分保费收入	非金融风险调整变动
减：分出保费	合同服务边际摊销
提取未到期责任准备金	保险获取现金流量摊销
	保费分配法分摊

资料来源：HTI

为了更加明确地解释保险服务收入的构成，我们有必要介绍 IFRS 17 准则下保险合同负债的计量方法。IFRS 17 提供了三类保险合同计量模型，分别为通用模型（BBA）、保费分摊法（PAA）和浮动收费法（VFA），其中通用模型是大部分寿险合同所默认使用的计量模型，而保费分摊法主要适用于非寿险合同以及短期寿险合同（包括部分团险合同），浮动收费法主要适用于具有直接分红特征的产品，主要为投连险和部分分红产品。

表 7 IFRS17 准则下三类计量模型对比

计量模型	通用模型（BBA）	保费分摊法（PAA）	浮动收费法（VFA）
必要性	保险合同默认需使用的模型	为期限短、波动性较小的短期业务提供了简化处理方法	用于评估保单负债与基础项目密切相关的业务
适用范围	<ul style="list-style-type: none"> 长期寿险、终身寿险及保障型业务 部分年金合同 再保业务 部分非寿险保险合同 不适用浮动收费法的其它分红业务 	<ul style="list-style-type: none"> 非寿险保险合同 短期寿险及部分团体保险合同 	<ul style="list-style-type: none"> 投连产品 部分分红产品 不适用于再保险业务
主要特征	<ul style="list-style-type: none"> 最优现金流并折现 非金融风险调整 无首日利润-确认为合同服务边际且在合同期内摊销计入损益 新的利润表列报方式和收入定义 	<ul style="list-style-type: none"> 短期保险合同可选用简易模型 结果近似于通用模型 已发生理赔所产生的负债采用通用模型计量 	<ul style="list-style-type: none"> 满足一定条件的保险合同可以采用 VFA 模型 将保险负债与基础项目进行匹配，降低由于错配导致的利润波动 CSM 吸收部分金融假设对未来保险责任和服务的现金流的影响

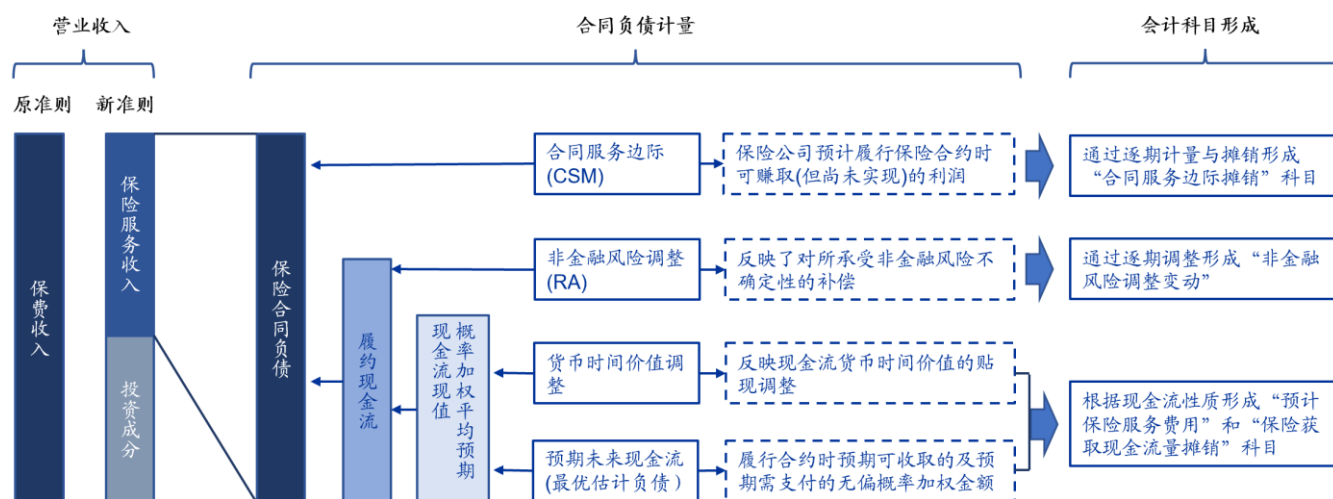
资料来源：普华永道《IFRS17 的实施对寿险公司经营管理的潜在影响》，HTI

在通用模型下，保险合同负债主要由履约现金流和合同服务边际（CSM）两部分构成。1）履约现金流又包括①与履行保险合同直接相关的未来现金流量的估计、②货币时间价值及金融风险调整、③非金融风险调整三个部分。2）合同服务边际（CSM）是指险企在未来提供保险合同服务而将在未来确认的未赚利润。

可以看出，①预期未来现金流+货币时间价值及金融风险调整、②非金融风险调整和③合同服务边际与现行准则下的“合理估计负债”、“风险边际”和“剩余边际”概念有所对应，但在具体内涵和会计处理上存在一定差异。

根据图 14 可以看出，保险公司保险服务收入中主要科目均由保险合同负债计量模型下不同组成部分根据具体会计处理所形成，新准则将保险公司收入具体结构进行了明确列示，可以反映出保险公司对各项目的预期情况，也便于投资者观察分析保险公司在后续经营中的实际偏差情况。

图14 IFRS 17 准则通用模型下保险合同负债计量情况



资料来源：《企业会计准则第 25 号——保险合同》，HTI

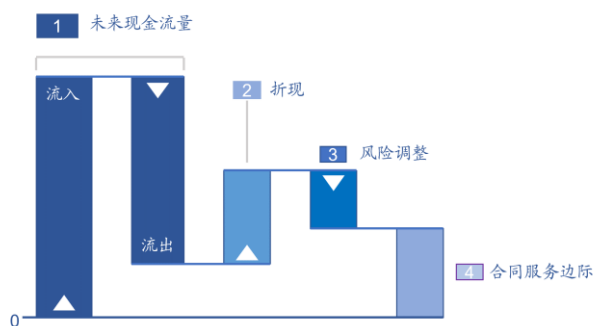
2.4 合同服务边际：滚动计量与吸收机制可以平缓利润波动

“合同服务边际摊销”是新准则下的新增科目，作为“保险服务收入”项下的明细科目，是合同服务边际（CSM）按照一定的会计方法分别摊销计入各会计期间所形成的。合同服务边际与剩余边际的概念类似，本质上为保险公司未赚利润的体现，但与剩余边际在会计处理上存在较大区别。

2.4.1 合同服务边际是如何计算得来的？

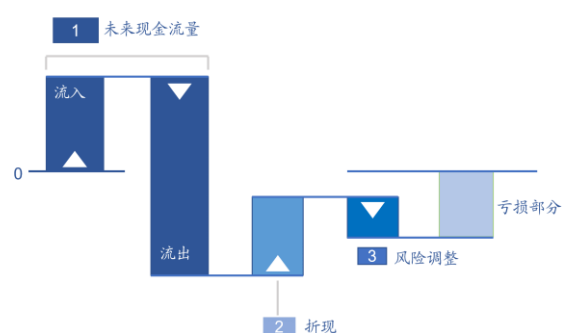
根据上文可知，合同服务边际是保险合同负债中的组成部分，保险公司在对合同组进行初始计量时，首先要通过对保险合同组各类现金流量进行预估，包括收取保费获得的现金流入和预期赔付、费用等造成的现金流出，若评估结果反映为现金净流入的（首日利得），应当将其确认为合同服务边际；若反映为现金净流出（首日亏损），应当计入亏损保险合同损益，同时将该亏损部分增加到未到期责任负债账面价值，此时合同服务边际为零。因此，可知合同服务边际是一个非负数项目，用于归集保险合同组的预期利润。

图15 盈利保险合同组现金流量示意



资料来源：毕马威《国际财务报告准则的最新发展：〈国际财务报告准则第17号-保险合同〉》，HTI

图16 亏损保险合同组现金流量示意



资料来源：毕马威《国际财务报告准则的最新发展：〈国际财务报告准则第17号-保险合同〉》，HTI

2.4.2 合同服务边际是如何摊销的？

合同服务边际采用滚动计量机制。现行准则下，保单剩余边际在合同签发时已经确定，并且摊销模式也已锁定，未来摊销稳定不受资本市场波动影响。而在新准则下，合同服务边际的后续计量，采用滚动计量的方式，需要将未来服务相关的负债变化调整进合同服务边际，重新确定余额后再进行摊销。

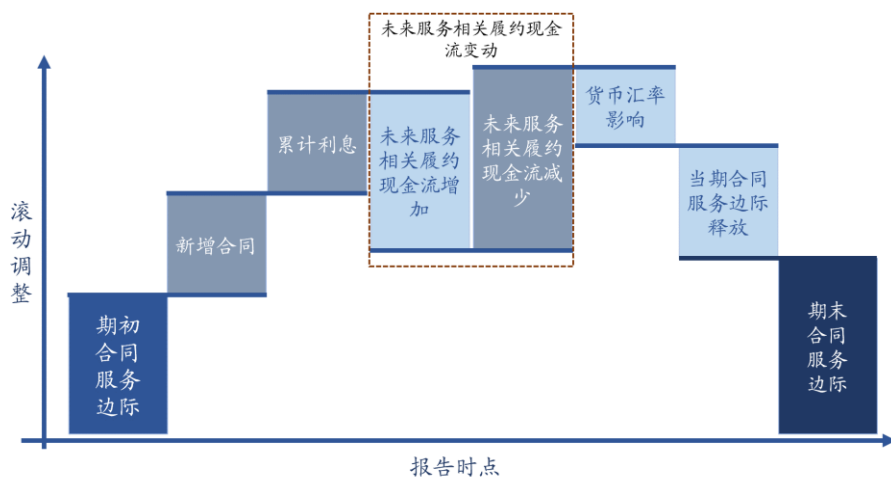
合同服务边际的滚动计量，是指在评估时点需要重新考虑期间内发生的各类变动，重新计算合同服务边际余额。滚动计量主要包括以下内容：

- 1) 当期新增合同的影响。
- 2) 合同服务边际在当期计提的利息，计息利率为初始确认时使用的折现率。

3) 与未来服务相关的履约现金流量的变动金额，需要说明的是，①由于非经济假设（死亡率、发病率等）调整造成的变动可计入合同服务边际，而经济假设（折现率等）调整变动则不计入；②对于造成的亏损或抵消的亏损部分不计入合同服务边际，应当计入当期损益。

- 4) 汇率变化导致的汇兑差额。
- 5) 合同服务边际在当期的释放，即摊销金额。

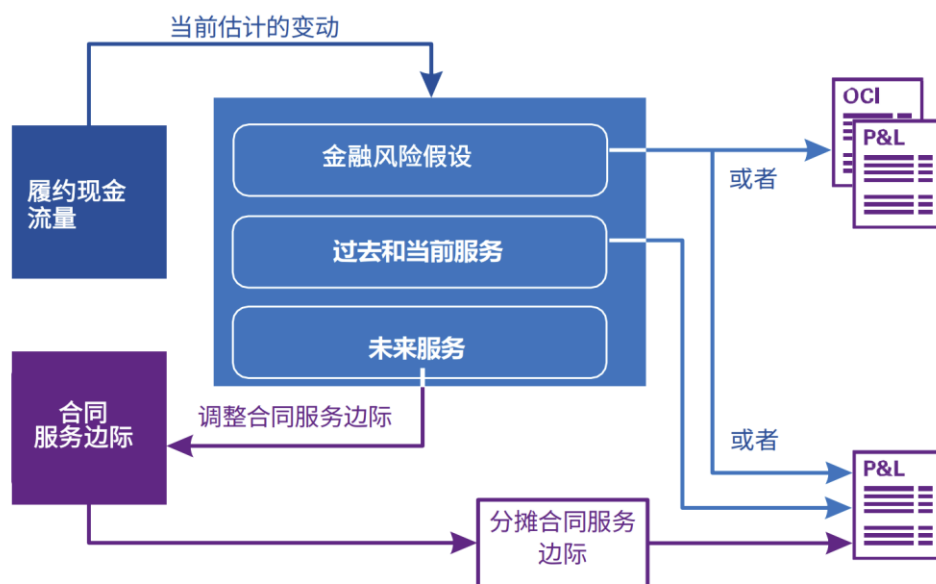
图17 通用模型下合同服务边际 CSM 滚动计量机制



资料来源：毕马威《国际财务报告准则的最新发展：〈国际财务报告准则第17号-保险合同〉》，HTI

合同服务边际计量的变化改变了假设调整对财报的影响逻辑。在现有准则下，非经济假设调整会直接引起合理估计负债的变动，剩余边际部分保持不变，整体上会导致准备金计提调整，从而影响当期利润。但在新准则下，非经济假设调整导致与未来服务相关的履约现金流变动，会引起合同服务边际的调整，当期利润不变（假设未造成亏损），但会由于合同服务边际的摊销影响未来利润，所以相当于通过合同服务边际的吸收机制，达到了平滑利润释放的作用。

图18 通用模型下非经济假设调整引起的变动可以被合同服务边际所吸收



资料来源：毕马威《国际财务报告准则的最新发展：〈国际财务报告准则第17号-保险合同〉》，HTI

2.5 保险服务费用：打开准备金“黑箱”，展示险企经营“偏差”

与收入科目类似，支出类科目也发生了显著变化。新准则去掉了原有的“退保金”、“赔付支出”、“提取保险责任准备金”和“保单红利支出”，统一为“保险服务费用”科目，下设“保险合同赔付和费用”和“亏损保险合同损益”等明细科目。此外，还增加了“承保财务损失”科目。

表 8 新旧准则下保险公司收入科目的项目变化

旧准则	新准则
营业支出	保险服务费用
退保金	保险合同赔付和费用
赔付支出	亏损保险合同损益
提取保险责任准备金	承保财务损失
保单红利支出	减：分出再保险财务收益

资料来源：HTI

2.5.1 保险准备金“黑箱”被打开

支出科目中最为显著的变动在于“提取保险责任准备金”的取消，保险责任准备金是原准则下对保险公司利润表影响最大的科目之一。在原准则下，保险公司的保费收入按照缴费期确认，特别是大量趸交保费在当期被确认，只能通过同步计提大量准备金用以对冲，以避免当期利润失真。但保险公司财报又并不要求披露准备金计提中的具体变化，从而导致准备金成为一个具有显著影响但又不透明的“黑箱”。

而在新准则下，由于保险服务收入确认周期拉长至整个保障期间，因此上述问题得到了有效规避。新准则下保险准备金科目被“拆分”至收入及支出的多个科目中，可以更为明确得观察各明细项变动对于当期利润的影响。除了利润表科目外，新准则还要求保险公司在财报附注中展示保险合同负债各项目的具体变动，有助于投资者更好地了解险企准备金的具体变化。

图 19 准备金提转差被分拆至多个科目中

旧准则利润表			IFRS 17 利润表	
收入	X	分拆	保险合同收入	X
保费	X		剩余边际当期释放	X
投资收益	X		预期赔付支出	X
			预期费用支出	X
			风险调整的释放	X
支出	(X)		保险合同支出	(X)
实际赔付支出及费用	(X)		实际赔付支出及费用	(X)
黑盒子 → 准备金提转差	(X)		保险合同承保利润	X
			投资收益	X
			承保财务损失	(X)
利润	X		利润	X

资料来源：HTI

图20 IFRS 17 准则下可以观察保险合同负债的结构变动

	未来现金流 现值的估计	非金融风险调整	合同服务边际	保险合同负债
负债期初值	32,739	903	1,697	35,338
与当期服务相关的变化	6	-167	-496	-657
-合同服务边际的释放	-	-	-496	-496
-非金融风险调整的释放	-	-167	-	-167
-经验偏差	6	-	-	6
与未来服务相关的变化	-3,058	327	3,178	447
-新合同	-2,574	265	2,643	334
-与未来服务相关变化的吸收	-573	39	534	-
-亏损部分的加剧及转回	90	23	-	113
与过去服务相关的变化	500	-	-	500
未决准备金调整	500	-	-	500
保险服务利润	-2,552	160	2,681	290
保险金融费用	39	2	129	170
负债综合收益结果	-3,013	162	2,810	-40
-收到的保费	21,765	-	-	21,765
-赔付及费用支出	-11,743	-	-	-11,743
-获取费用支出	-2,389	-	-	-2,389
净现金流	7,633	-	-	7,633
负债期末值	37,859	1,065	4,507	43,431

经验偏差表达了公司对于过往保险成本预期的调整。

初始确认的新合同一行表达了公司对于新业务的风险与利润预期。未来服务相关及亏损的转回表达了公司对于未来估计预期的调整。

与过去服务相关的变化表达了公司对于未决准备金假设预期的调整。

资料来源：普华永道《IFRS17 的实施对寿险公司经营管理的潜在影响》，HTI

2.5.2 保险合同赔付和费用：与收入项目结合可以观察实际“偏差”情况

新准则新增了“保险合同赔付和费用”科目，可以进一步细分设置以下明细项：

- 1) 当期赔款及其他费用：**当期赔款指发生保险事故后保险公司已支付赔款，或者应支付但延期支付的未决或未付赔款。其他费用包括理赔处理费用、保单管理和维持费用、其它固定和可变费用等。
- 2) 保险获取现金流量摊销：**指保险公司因销售、核保和承保合同等而发生的费用，与保险服务收入类似，该部分费用也需要在保单期间内逐期摊销确认。
- 3) 已发生赔款负债履约现金流量变动：**主要指过去已发生但未支付赔款事项，由于各类因素（如赔付标准等）变化而导致赔付成本变动。

我们认为，由于新准则下的保险服务收入部分也披露了预期赔付、费用摊销等项目，因此将实际保险服务费用与其结合，可以观察保险公司预期情况与实际情况间的差异，从而在一定程度上分析公司经营“偏差”。但需要注意的是，这里的“偏差”只是在报表科目维度上差异，而非实际保单口径上的偏差。

2.5.3 亏损保险合同损益：单独披露险企亏损业务情况

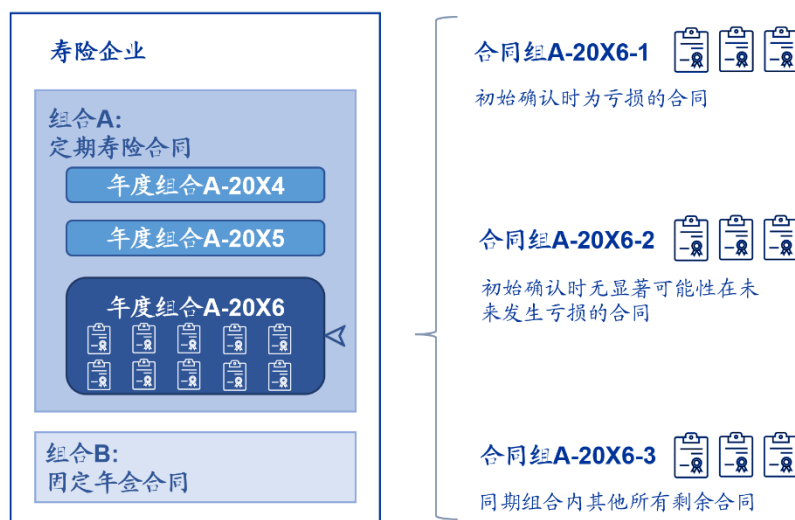
“亏损保险合同损益”是新准则下的新增科目，是“保险服务费用”的明细科目，主要用于核算险企签发的亏损保险合同产生的损益，既包括初始确认时评估为亏损的保险合同，也包括后续计量中由于现金流量变动等因素导致的亏损合同。对亏损合同进行单独核算是新会计准则下的重要变化，

1、保险合同需按照盈利水平等因素进行分组

保险公司的财务处理以合同组作为基本计量单元，亏损合同需要单独分组计量。根据 IFRS 17 准则要求，保险公司应将保险合同划分为不同合同组，其分类维度包括：

- 1) **风险特征**：保险公司应当将具有相似风险且统一管理的保险合同归为同一保险合同组合，一般同一类型的保险产品具有相似风险，因此主要通过产品类型进行合同组的初步划分，如年金险、定期寿险等。
- 2) **签发时间**：不得将签发时间间隔超过一年的合同归入同一合同组。
- 3) **盈利水平**：保险公司应将同一合同组合至少分为三类合同组，包括①**亏损组**（初始确认时存在亏损的合同组）、②**厚利组**（初始确认时无显著可能性在未来发生亏损的合同组）、③**薄利组**（该组合中剩余合同组成的合同组）。保险公司可以按照获利水平、亏损程度或初始确认后在未来发生亏损的可能性等，对合同组作进一步细分。

图21 保险公司保险合同分组示意



资料来源：毕马威《国际财务报告准则的最新发展：〈国际财务报告准则第 17 号-保险合同〉》，HTI

2、亏损保险合同如何计量？

在初始计量阶段确认为亏损合同的，保险公司应当将确认的首日亏损（现金流量净流出总额）计入“亏损保险合同损益”科目，直接影响当期损益。同时，应将亏损部分增加到未到期责任负债账面价值，此时该合同的合同负债账面价值等于其履约现金流，合同服务边际为零。

在后续计量阶段，若由于未来服务相关现金流变动、非经济假设调整，以及直接分红合同（部分分红险、投连险）投资项目公允价值变动导致亏损的，应确认亏损，计入“亏损保险合同损益”，并将亏损部分增加至未到期责任负债账面价值；若由于以上因素导致亏损减少的，应当减少未到期责任负债亏损部分，冲减当期保险服务费用，不得计入当期保险服务收入，超出亏损部分的金额确认为合同服务边际。

3、亏损保险单独披露可以倒逼险企聚焦盈利业务

在原准则下保险公司的全部保险合同统筹进行会计处理，因此只能看到最终体现的整体结果，保险公司可以通过增加盈利业务以对冲亏损业务的影响。但是在新准则下，亏损业务被单独披露，无法通过其他合同进行掩饰，我们预计保险公司将不得不更加重视业务盈利性，尽量避免亏损业务的产生，减少通过大幅扩张低质量保单拉动规模增长的情况。

2.6 承保财务损益：折现率采用市场利率，可使用 OCI 指定权降低波动

“承保财务损失”是新准则下的新增科目，主要用于核算由于货币时间价值和金融风险相关的损益，可以视为保险公司在投资服务方面的成本。“承保财务损失”主要包含保险负债利息增值和折现率调整导致的保险负债变动两个部分。

1、保险负债的利息增值

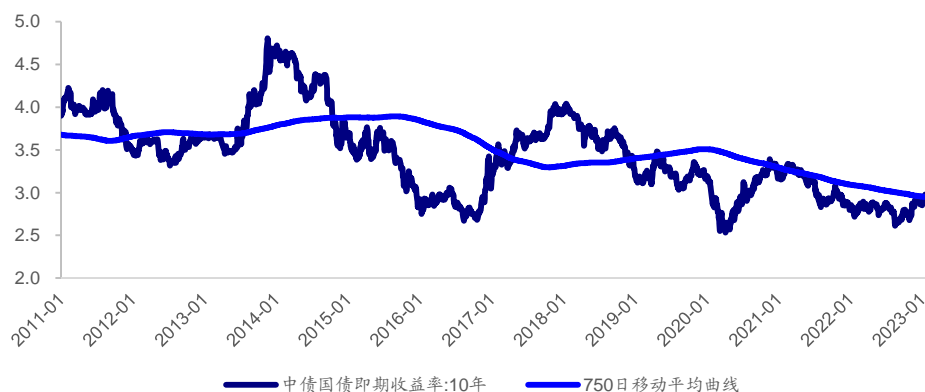
保险公司计提的保险合同负债在每个会计期间内需要计息增值，其中履约现金流量使用上期末评估使用的折现率计息，而合同服务边际使用初始计量时使用的折现率计息。这些计息增值部分会随着保险合同负债的变动逐期释放，确认为保险服务收入，其中一部分会随着保险赔付和退保返还给客户，一部分会随着非金融风险调整和合同服务边际逐步释放确认为利润。

因此，保险合同负债的利息增值本身已经体现在保险服务收入、费用和当期的保险服务业绩中了，而该部分利息增值是按照一定假设确认的，因此可以将其视为保险公司投资层面的资金成本。

2、折现率调整导致的保险负债变动

在原准则下，“传统险准备金折现率假设”=“基础利率曲线”+综合溢价，基础利率曲线的 20 年以内部分采用的是 750 日移动平均国债收益率曲线，险企也可考虑逆周期等因素自主调节综合溢价水平，综合溢价最高不超过 120 基点。而在新准则下，折现率变为评估日时点的实际市场利率水平，相当于取消了原有的折现率平滑机制，从而导致当期利润受到市场利率变动影响更为显著。

图22 2011 年以来 750 天曲线与当期利率走势对比 (%)



资料来源：wind，HTI

为了降低折现率规则变化带来的波动，IFRS 17 为险企提供了 OCI 指定权。根据新准则要求，应当将货币时间价值及金融风险的影响导致的未到期责任负债和已发生赔款负债账面价值变动额，作为保险合同金融变动额，险企可以选择以下两种会计政策：1) 将保险合同金融变动额全额计入当期承保财务损益；2) 将保险合同金融变动额分解计入当期承保财务损益和其他综合收益。新准则新增了“不能转损益的保险合同金融变动”、“可转损益的保险合同金融变动”和“可转损益的分出再保险合同金融变动”三个科目用于列示上述金额的变动。

我们认为，OCI 指定权只是提供给保险公司将折现率等变动带来的负债变化分摊至各期损益的手段，将净利润波动部分转移为净资产波动，从而在一定程度上平滑折现率波动的冲击，但从合同组整体期限上看并不会从减少对利润的总影响。

2.7 浮动收费法 (VFA)：适用直接分红合同，净利润及净资产波动更小

浮动收费法是适用于具有直接参与分红特征的保险合同组计量的特殊规定，该类合同必须同时满足三个条件：①合同明确载明投保人参与分红的标的项目和份额；②企业预期会将标的项目中的相当大的份额支付给保单持有人；③支付给保单持有人的现金流变化中相当大的部分预期将随标的项目的公允价值变化而变化。通常，保险公司具有以上特征合同包括独立基金、具有独立账户合同、分红合同和投资连结合同。

浮动收费法实际上修改了通用模型下合同服务边际的后续计量方法。采用浮动收费法计量的保险合同负债，由于利率非锁定和价值变化被合同服务边际所吸收并解锁，因此该方法更能反映保险公司代替保户进行投资并持有资产的思路，适合于直接分红保险合同。浮动收费法下资产端和负债端将完全匹配与相互抵消，因此净资产和净利润的变动率会低于通用模型。

表 9 通用模型与浮动收费法的主要计量差异

	通用模型	浮动收费法
适用保险合同	普通寿险；长期健康险；间接分红保险等	直接分红保险
初始计量	合同服务边际+风险调整+折现+未来现金流	合同服务边际+风险调整+折现+未来现金流
后续计量	未到期责任准备金+未决赔款准备金	未到期责任准备金+未决赔款准备金
合同服务边际 (CSM) 后续计量	前报告日合同服务边际+组内新增合同的影响+本期计提的合同服务边际的利息+/-与未来服务有关的履约现金流的变化+/- 汇兑差异对合同服务边际的影响 - 由于本期间服务的转移在损益表内确认的合同服务边际	前报告日合同服务边际+组内新增合同的影响+/- 会计主体占基础项目公允价值变动的份额+/- 与未来服务有关的履约现金流的变化+/- 汇兑差异对合同服务边际的影响 - 由于本期间服务的转移在损益表内确认的合同服务边际
CSM 计息利率	使用锁定初始流动性调整后无风险利率	使用当前利率
贴现率	反映负债特征	反映资产的关联
因货币时间价值和金融风险引起的履约现金流量变动	确认为当期保险合同金融变动额，可直接计入当期损益，或分解计入损益和其他综合收益	货币时间价值及除基础项目公允价值变动之外的金融风险导致的变动，计入合同服务边际，除非变动额超过合同服务边际或者企业运用风险管理缓释选择权将部分变动计入损益或其他综合收益中。

资料来源：许闲《国际保险会计准则的最新发展及对我国的影响》，HTI

3. 保险公司与投资者应如何应对新会计准则？

3.1 保险公司：做好 IFRS 9 与 IFRS 17 联动下的资产负债管理

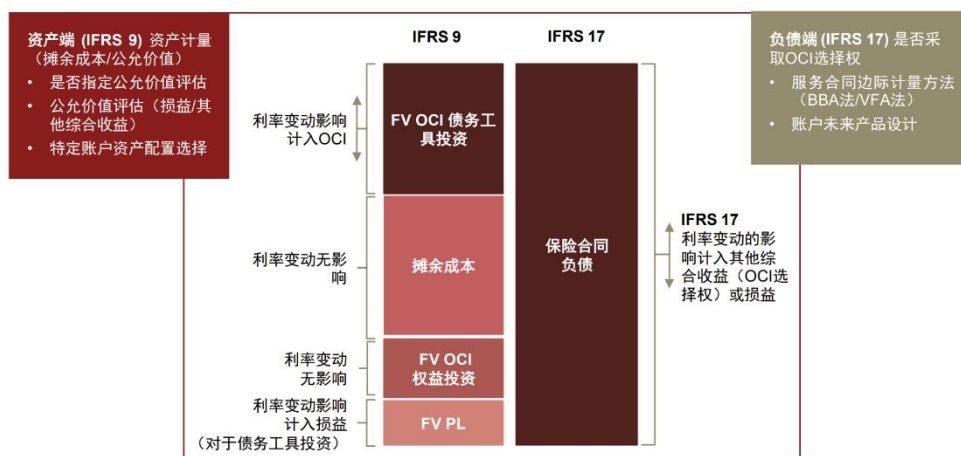
面对 IFRS 9 准则，保险公司应调整资产配置策略。由于 IFRS 9 准则下权益类工具只能划分为 FVPL 或 FVOCI，因此保险公司面临着承担利润波动加剧或者失去证券买卖价差计入损益机会的选择。我们认为，保险公司为了寻求上述选择的平衡，将更为审慎地配置权益类资产，可能降低公允价值波动较大的股票和基金资产持仓比例，更加重视通过高股息策略增厚收益，以及在政策落地实施前有选择地兑现部分浮盈。此外，由于权益工具 OCI 指定权不可撤销的特点，保险公司必须谨慎选择该政策。

面对 IFRS 17 准则，保险公司或将优化负债端业务结构。1) 由于 IFRS 17 准则下保险服务收入剔除投资成分，将导致寿险公司营收规模出现显著下滑，为了保持市场份额与营收增长，我们预计将加强保险公司销售保障型产品的动机。2) 由于保险服务收入将以权责发生制原则分期确认，因此通过趸交业务扩张拉动短期保费增长的逻辑不再适用，保险公司或将更侧重于期缴业务。3) 直接分红合同可以适用浮动收费法 VFA，其负债端计量与资产端相关联，对于财务报表波动影响相对较小，可能促使保险公司扩大分红险业务。

IFRS 9 和 IFRS 17 联动下报表波动或将加剧，保险公司应当通过合理的资产分类和会计政策选择实现资产负债匹配。1) IFRS 9 和 IFRS 17 都更加强调了基于公允价值变动的评估，从总体上匹配性更好，也使资产负债表和利润表受到当前市场环境影响更为显著。2) 通过会计政策选择，可以减少资产端负债端会计错配，平滑利润表波动。如，利率风险对于寿险公司影响显著，利率水平变化同时影响保险合同负债和资产价值，而 IFRS 9 和 IFRS 17 均提供了其他综合收益 (OCI) 的选择权，可以通过将相关变动计入其他综合收益，以平滑利率变化对当期利润的影响。但需要注意的是，若保险公司在负债端使用了 OCI 指定权，那么在资产端也应当匹配使用 OCI 指定权，否则将出现负债端波动计入 OCI，而资产端波动计入损益，从而造成会计错配的问题。

在原准则下，保险公司对资产负债管理更多是以保险资金的流动为出发点，通过匹配资产端与负债端现金流的期限和收益，以确保保险公司能够在满足合同履约能力的前提下，合理配置投资资产，实现收益最大化。而在新准则下，资产端和负债端价值波动加大，通过资产端和负债端公允价值波动的匹配和计量方式选择的匹配，增加财务业绩的稳定性，将成为保险公司资产负债管理的核心。

图23 I9 与 I17 准则下险企应着力避免资产与负债的会计错配



资料来源: HTI

3.2 投资者: 新报表下或将可以采取新的业绩评估指标

首先需要明确的是, IFRS 9 和 IFRS 17 都是会计准则方面的变动, 尽管对于财务报表方面影响显著, 但是并不影响保险公司 NBV 和 EV 的评估, 目前寿险公司的估值体系仍以 PEV 为主, 因此我们认为新会计准则的实施虽然会影响保险公司的经营决策, 但并不会实质性影响对寿险公司价值评估的基本逻辑。

而在新准则下, 保险公司财务报表披露信息显著变化, 投资者或将可以采用一些新型指标用于评估险企业绩。郭振华《IFRS17 实施后的新财务报告分析方法研究》一文中, 提出了以下业绩评估指标:

表 10 新会计准则下保险公司业绩评估指标

评价类别		评价指标
保险服务业绩评价指标		赔付率、费用率、亏损率、综合成本率、营运偏差率
当期业务保障程度指标		保障成分占比、投资成分占比
投资业绩评价指标		资产投资收益率、保险负债资金成本率、资产负债利率差
寿险业务长期盈利指标	新业务的长期盈利指标	新单合同服务边际、新单合同服务边际率、新单亏损率、新单合同服务边际增长率
	有效业务的长期盈利指标	合同服务边际率、合同服务边际增长率、精算假设变更影响率

资料来源: 郭振华《IFRS17 实施后的新财务报告分析方法研究》, HTI

具体计算公式如下:

1、当期业务质量与盈利指标

1) 与保险服务业绩相关的盈利指标

① 赔付率 = [当期发生赔款 (扣除投资成分) + 已发生赔款负债相关履约现金流量变动] / 保险服务收入

② 费用率 = (其他相关费用 + 保险获取现金流量摊销额) / 保险服务收入

③ 亏损率=亏损部分的确认和转回/保险服务收入

④ 综合成本率=保险服务费用/保险服务收入

⑤ 营运偏差率=(期初预计的当期会发生的保险服务费用-当期发生赔款及其他相关费用)/期初预计的当期会发生的保险服务费用

2) 当期业务保障程度指标

① 保险成分占比=保险服务收入/(当期剔除的投资成分+保险服务收入)

② 投资成分占比=当期剔除的投资成分/(当期剔除的投资成分+保险服务收入)

3) 与投资业绩相关的盈利指标

① 资产投资收益率=(投资收益+资产公允价值变动损益)/平均投资资产

② 保险负债资金成本率=(承保财务损益-分出再保险财务损益)/(平均保险合同负债-平均分出再保险资产)

③ 资产负债利率差=资产投资收益率-保险负债资金成本率

2、寿险业务的长期盈利指标

1) 新业务的长期盈利指标

① 新单合同服务边际=当期新单初始计量合同服务边际之和-当期新单亏损之和

② 新单合同服务边际率=新单合同服务边际/新单标准保费

③ 新单亏损率=当期新单亏损之和/新单合同服务边际

④ 新单合同服务边际增长率=(本期新单合同服务边际-上期新单合同服务边际)/上期新单合同服务边际

2) 有效业务的长期盈利指标

① 合同服务边际率=期末合同服务边际/期末保险合同负债

② 合同服务边际增长率=(期末合同服务边际-期初合同服务边际)/期初合同服务边际

③ 精算假设变更影响率=调整合同服务边际的变更/期初合同服务边际

风险提示: 长端利率趋势性下行; 股市持续低迷; 保障型产品增长不及预期。

表 11 新旧保险公司利润表格式对比

旧准则	新准则
一、营业总收入	一、营业总收入
	保险服务收入
已赚保费	无
保险业务收入	
其中：分保费收入	
减：分出保费	
提取未到期责任准备金	
手续费及佣金收入	
利息收入	利息收入
投资收益（损益以“-”号填列）	投资收益（损益以“-”号填列）
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	其中：对联营企业和合营企业的投资收益
以摊余成本计量的金融资产终止确认产生的收益	以摊余成本计量的金融资产终止确认产生的收益
净敞口套期收益（损益以“-”号填列）	净敞口套期收益（损益以“-”号填列）
其他收益	其他收益
公允价值变动损益（损益以“-”号填列）	公允价值变动损益（损益以“-”号填列）
汇兑收益（损益以“-”号填列）	汇兑收益（损益以“-”号填列）
其他业务收入	其他业务收入
资产处置损益（损益以“-”号填列）	资产处置损益（损益以“-”号填列）
二、营业总支出	二、营业总支出
	保险服务费用
退保金	无
赔付支出	
提取保险责任准备金	
保单红利支出	
	分出保费的分摊
	减：摊回保险服务费用
减：摊回赔付支出	无
减：摊回保险责任准备金	
	承保财务损失
	减：分出再保险财务收益
分保费用	无
减：摊回分保费用	
利息支出	利息支出
手续费及佣金支出	手续费及佣金支出
税金及附加	税金及附加
业务及管理费	业务及管理费
信用减值损失	信用减值损失
其他资产减值损失	其他资产减值损失
其他业务成本	其他业务成本
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	三、营业利润（亏损以“-”号填列）
加：营业外收入	加：营业外收入
减：营业外支出	减：营业外支出

四、利润总额（亏损以“-”号填列）	四、利润总额（亏损以“-”号填列）
减：所得税费用	减：所得税费用
五、净利润（亏损以“-”号填列）	五、净利润（亏损以“-”号填列）
（一）持续经营净利润	（一）持续经营净利润
（二）终止经营净利润	（二）终止经营净利润
六、其他综合收益的税后净额	六、其他综合收益的税后净额
（一）不能重分类进损益的其他综合收益	（一）不能重分类进损益的其他综合收益
1.重新计量设定收益计划变动额	1.重新计量设定收益计划变动额
2.权益法下不能转损益的其他综合收益	2.权益法下不能转损益的其他综合收益
3.其他权益工具投资公允价值变动	3.其他权益工具投资公允价值变动
4.企业自身信用风险公允价值变动	4.企业自身信用风险公允价值变动
	5.不能转损益的保险合同金融变动
.....
（二）将重分类进损益的其他综合收益	（二）将重分类进损益的其他综合收益
1.权益法下可转损益的其他综合收益	1.权益法下可转损益的其他综合收益
2.其他债权投资公允价值变动	2.其他债权投资公允价值变动
3.金融资产重分类计入其他综合收益的金额	3.金融资产重分类计入其他综合收益的金额
4.其他债权投资信用损益准备	4.其他债权投资信用损益准备
5.现金流量套期储备	5.现金流量套期储备
6.外币财务报表折算差额	6.外币财务报表折算差额
	7.可转损益的保险合同金额变动
	8.可转损益的分出再保险合同金额变动
.....
七、综合收益总额	七、综合收益总额
八、每股收益	八、每股收益
（一）基本每股收益	（一）基本每股收益
（二）稀释每股收益	（二）稀释每股收益

资料来源：财政部，HTI

表 12 新旧保险公司资产负债表格式对比

旧准则	新准则
资产：	资产：
货币资金	货币资金
拆出资金	拆出资金
衍生金融资产	衍生金融资产
应收款项	应收款项
合同资产	合同资产
应收保费	无
应收代位追偿款	
应收分保账款	
应收分保未到期责任准备金	
应收分保未决赔款准备金	
应收分保寿险责任准备金	
应收分保长期健康险责任准备金	
保户质押贷款	

买入返售金融资产	买入返售金融资产
持有待售资产	持有待售资产
金融投资:	金融投资:
交易性金融资产	交易性金融资产
债权投资	债权投资
其他债权投资	其他债权投资
其他权益工具投资	其他权益工具投资
	保险合同资产
	分出再保险合同资产
长期股权投资	长期股权投资
存出资本保证金	存出资本保证金
投资性房地产	投资性房地产
固定资产	固定资产
在建工程	在建工程
	使用权资产
无形资产	无形资产
独立账户资产	无
递延所得税资产	递延所得税资产
其他资产	其他资产
资产总计	资产总计
负债:	负债:
短期借款	短期借款
拆入资金	拆入资金
交易性金融负债	交易性金融负债
衍生金融负债	衍生金融负债
买入回购金融资产款	买入回购金融资产款
预收保费	预收保费
应付手续费及佣金	无
应付分保账款	
应付职工薪酬	应付职工薪酬
应交税费	应交税费
应付款项	应付款项
合同负债	合同负债
持有待售负债	持有待售负债
应付赔付款	无
应付保单红利	
保户储金及投资款	
未到期责任准备金	
未决赔款准备金	
寿险责任准备金	
长期健康险责任准备金	
预计负债	预计负债
长期借款	长期借款
应付债券	应付债券

其中：优先股	其中：优先股
永续债	永续债
独立账户负债	无
	保险合同负债
	分出再保险合同负债
	租赁负债
递延所得税负债	递延所得税负债
其他负债	其他负债
负债合计	负债合计
所有者权益：	所有者权益：
实收资本（或股本）	实收资本（或股本）
其他权益工具	其他权益工具
其中：优先股	其中：优先股
永续债	永续债
资本公积	资本公积
减：库存股	减：库存股
其他综合收益	其他综合收益
盈余公积	盈余公积
一般风险准备	一般风险准备
未分配利润	未分配利润
所有者权益合计	所有者权益合计
负债和所有者权益合计	负债和所有者权益合计

资料来源：财政部，HTI

APPENDIX 1

Summary

- IFRS 9 and 17 will be implemented on 1 January 2023.
- IFRS 9: the classification of financial assets is more objective, improve the asset impairment requirements, the income statement volatility may be intensified.
- IFRS 17: report format will be changed, disruptive reform of liability side measurement.
- The new measurements make it harder for insurers to manage their balance sheets and provide investors with more analytical information.
- Risks: The interest rate tends to go down; Stock market fluctuation; Lower-than-expected growth of protective products.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，孙婷，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Ting Sun, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，Wangjie OU，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Wangjie OU, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

平安资产管理有限责任公司, 601628.CH, 601319.CH, 601601.CH 及 601336.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

平安资产管理有限责任公司, 601628.CH, 601319.CH, 601601.CH and 601336.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 HUIZ.US 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from HUIZ.US.

海通在过去的 12 个月中从平安资产管理有限责任公司, 601628.CH, 601319.CH, 601601.CH 及 601336.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 平安资产管理有限责任公司, 601628.CH, 601319.CH, 601601.CH and 601336.CH.

海通担任 601318.CH 有关证券的做市商或流动性提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 601318.CH.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

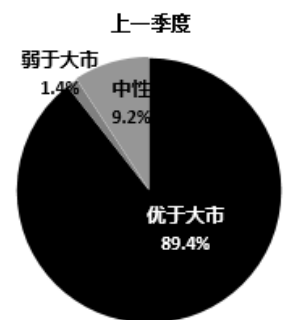
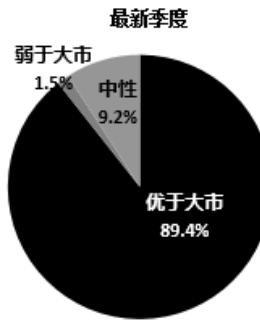
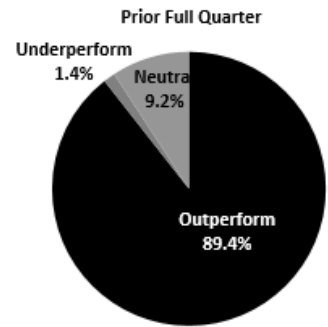
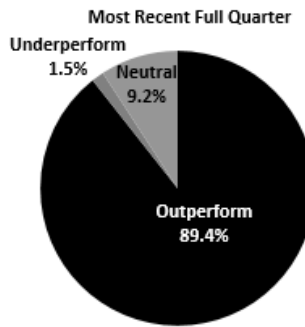
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2022 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.2%	1.5%
投资银行客户*	5.2%	7.3%	8.3%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Dec 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.5%
IB clients*	5.2%	7.3%	8.3%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其联属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不承担或保证此任何数据的原创性、准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造

成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaptation, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other

members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International

Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL")) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities

regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
