

保险 II

2023 年 04 月 17 日

不影响保险业务实质，利于筛选优质险企

——新金融工具、保险合同准则深度解析报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（分析师）

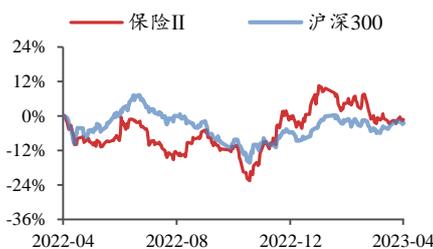
gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790522090002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《寿险供需有望接力改善，Q1 NBV 同比或超市场预期——上市险企 2022 年报综述暨一季报前瞻》-2023.4.6

《负债端筑底复苏趋势明朗，看好全年板块性机会——上市保险公司 2 月保费收入数据点评》-2023.3.17

《2 月新单同比或迎改善，预计全年需求继续复苏——上市保险公司 1 月保费收入数据点评》-2023.2.18

● 2023 年实施新会计准则，不影响保险业务实质，但利于筛选优质险企

新金融工具准则及新保险合同准则于 2023 年 1 月 1 日实施。总体来看，新会计准则并不影响险企业务实质，我们预计新会计准则对险企业经营、产品策略影响相对较小，有概率推动险企权益投资策略偏好高股息高分红标的，核心观测指标仍将是 NBV 等价值数据。同时，财务报表列报优化将有助于我们筛选优质险企，长期保障型产品占比高的险企或迎来一定估值上修，从健康险保费收入占比来看，2022 年排序分别为：新华保险 35.5%、中国平安 28.8%、中国太保 28.4%、中国人寿 18.7%。受益标的：健康险占比较高且权益弹性较大的新华保险，推荐利差占比较低的友邦保险、中国平安，推荐寿险转型见效及银保渠道有望延续高增的中国太保，推荐负债端稳健且资产端弹性较大的中国人寿。

● 新金融工具准则：贴合业务，预防风险，利润波动或提升

新金融工具相关准则修订对保险公司影响主要可分为 2 部分：(1) 金融资产分类由“四分类”改为“三分类”；(2) 金融资产减值会计由“已发生损失法”改为“预期损失法”。其余变动还包括套期会计优化、简化嵌入衍生工具的会计处理、进一步明确金融资产转移的判断原则及会计处理等。新金融工具相关准则对于金融资产的分类标准从资产属性、现金流特征、业务模式以及是否指定四个方面做出明确，且非交易性权益工具被指定为以公允价值计量且其变动计入 OCI 的金融资产后不可撤销，金融资产分类更加符合其属性及业务模式。具体影响看，新准则下以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产将有所增加，权益市场及利率波动将更多地反映在当期损益中，从而增大利润表波动。同时，新准则以预期信用损失为基础，对金融工具进行减值会计处理并确认损失准备，在每个资产负债表日评估金融工具的信用风险自初始确认后是否已显著增加，计量其损失准备、确认预期信用损失及其变动，有利于揭示和防控金融资产信用风险。

● 新保险合同准则：营收下降但不影响业务实质，列报优化助于利源分析

新保险合同准则变动主要可分为 3 类：(1) 营业收入相关修订；(2) 保险合同负债相关修订；(3) 财务报表列报相关修订。营业收入中保险服务收入需剔除投资成分，投资成分是指无论保险事故是否发生，均须偿还给保单持有人的金额，预计需将两全险、年金险、万能险等产品的投资成分剔除。剔除投资成分后，将更真实的反映险企的经营情况及业务规模，增强了不同行业间财务报表的可比性。同时，保险服务收入由缴费期确认转为按责任期进行确认。保险合同负债方面，新保险合同准则完善了保险合同计量模型。通用模型下，保险合同负债可分为合同服务边际于履约现金流，其中合同服务边际可吸收假设及经验调整，降低利润波动。同时，财务列报有所优化，利源更清晰，分析体系更完善，有助于我们分析险企利源、产品策略、产品竞争力等方面，承保利润占比较高、费用率较低的险企或应获得更高 PEV 估值。

● 风险提示：保险需求复苏进度不及预期；新会计准则解读误差。

目 录

1、 接轨国际，险企即将实施新会计准则	4
1.1、 多年筹备，接轨国际，险企即将实施新金融工具及新保险合同准则	4
1.2、 2家险企已实施新金融工具准则，投资收益及利润波动增大	5
2、 新金融工具准则：贴合业务，预防风险，利润波动或提升	6
2.1、 主要变动：“4”变“3”，资产减值使用“预期损失法”	6
2.2、 三分类贴合业务实质，公允价值变动影响上升，利润波动或提升	6
2.3、 预期损失法更及时计提减值准备，提前揭示、防控信用风险	8
3、 新保险合同准则：营收下降但不影响业务实质，列报优化助于利源分析	9
3.1、 保险服务收入剔除投资成分并按责任期确认，预计营收将下降	10
3.2、 优化保险合同负债计量模型及合同服务边际计量方式	11
3.3、 列报有所优化，利源更清晰，分析体系更完善	13
4、 投资结论	15
5、 风险提示	17

图表目录

图 1： 2018 年起，中国平安总投资收益率波动高于上市同业	5
图 2： 新金融工具相关准则将金融资产分为三大类	7
图 3： 中国平安实施新金融工具相关会计准则后，公允价值计量且变动计入当期损益金融资产占比提升	8
图 4： 中国平安回溯模拟测算新金融工具准则将对财务投资收益率带来一定波动	8
图 5： 原准则下保费收入于缴费期确认	11
图 6： 新准则下保险服务收入在责任期内确认	11
图 7： 原准则下获取成本按照实际发生确认	11
图 8： 新准则下获取成本按责任期分摊	11
图 9： 通用模型下保险合同负债可分为两部分	12
图 10： 10 年期国债收益率 750 日均线波动低于实际波动	13
图 11： 新保险合同准则下险企利源可进行拆分	14
图 12： 新保险合同准则可进一步帮助投研人员构建分析体系	14
图 13： 预计上市险企将披露新业务 CSM 利润率	15
图 14： 新保险合同准则优化列报，可帮助投资者分析利润来源等	15
图 15： 新华保险健康险保费收入占比较高	16
图 16： 友邦保险利差占比低于中国平安	16
表 1： 境内外同时上市险企预计于 2023 年 1 月 1 日起实施新金融工具相关准则与新保险合同准则	4
表 2： 目前共两家上市险企应用新金融工具相关准则	5
表 3： 新金融工具相关准则将金融资产分为 3 类	6
表 4： 中国平安在 2018 年切换新金融工具相关准则后总投资收益率有所提升	8
表 5： 预期信用损失将影响当期损益	9
表 6： 新保险合同准则主要影响项目可分为 3 类	9
表 7： 保险服务收入确认需剔除投资成分等	10
表 8： 新保险合同准则下共有 3 种保险合同计量模型	12
表 9： 合同服务边际可吸收部分假设及经验变动引起的调整，降低利润波动	12

表 10: 受益标的估值表-寿险..... 17

1、接轨国际，险企即将实施新会计准则

1.1、多年筹备，接轨国际，险企即将实施新金融工具及新保险合同准则

接轨国际，完善更新，境内外同时上市险企于2023年1月1日起实施新准则。金融工具准则方面，2006年，我国财政部发布了企业会计准则第22号-金融工具确认和计量、第23号-金融资产转移、第24号-套期保值，规范了金融工具会计处理并促进企业加强风险管理、提升金融工具信息披露透明度。但随着我国多层次资本市场建设，实务操作中也出现金融工具计量和分类过于复杂等问题。

2008年国际金融危机发生后，国际会计准则理事会对金融工具国际财务报告准则进行了一定修改，并于2014年7月发布了《国际财务报告准则第9号-金融工具》（即IFRS 9）。我国为解决金融工具会计相关实务问题并实现与国际会计准则接轨，于2017年3月修订发布了企业会计准则第22号、第23号和第24号-套期会计，于2017年5月修订发布了企业会计准则第37号-金融工具列报，并要求境内外同时上市或境外上市企业、其他境内上市企业、执行企业会计准则的其他企业分别于2018年、2019年、2021年的1月1日实施新金融工具相关会计准则，允许符合条件的保险公司延后执行，最晚不得晚于2021年1月1日。2020年12月，允许符合条件的保险公司暂缓执行新金融工具相关准则，延长时间与执行新保险合同准则一致。

保险合同准则方面，2006年财政部发布了企业会计准则第25号-原保险合同和第26号再保险合同，规范了保险合同的会计处理，随后于2009年发布《保险合同会计处理规定》，进一步对保险混合合同拆分、重大保险风险测试等问题进行规范。但原准则也在保险市场的发展中暴露出一定的问题，例如：收入与费用确认期间不匹配、收入中包含投资成分、精算假设调整影响当期损益等问题。

国际会计准则理事会分别于2017年5月与2020年6月发布《国际财务报告准则第17号-保险合同》和《对<国际财务报告准则第17号>的修订》，在我国企业会计准则与国际财务报告准则趋同的大背景下，我国于2020年12月发布《企业会计准则第25号-保险合同》。与新金融工具相关准则实施时间进度安排相似，新保险合同准则采取分布到位安排：在境内外同时上市或境外上市企业于2023年1月1日实施、其他执行企业会计准则的企业，包含境内上市公司自2026年1月1日期实施。

表1：境内外同时上市险企预计于2023年1月1日起实施新金融工具相关准则与新保险合同准则

时间	事件
2006年	企业会计准则发布
2014年	IFRS9发布，预计于2018年1月1日起实施
2017年	企业会计准则第22、23、24、37号修订发布，新金融工具相关准则分步实施：（1）境内外同时上市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的企业2018年1月1日起实施；（2）其他境内上市企业，2019年1月1日起实施；（3）执行企业会计准则的非上市企业，2021年1月1日起实施。
2017年	IFRS17发布，预计于2023年1月1日起实施
2020年	《对<国际财务报告准则第17号>的修订》
2020年	企业会计准则25号修订发布，新保险合同准则分步实施：（1）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的企业2023年1月1日起实施；（2）其他执行企业会计准则的企业（包括境内上市公司）2026年1月1日起实施

时间	事件
2020年	关于进一步贯彻落实新金融工具相关会计准则的通知发布，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，与新保险合同准则一致

资料来源：财政部官网、开源证券研究所

1.2、2家险企已实施新金融工具准则，投资收益及利润波动增大

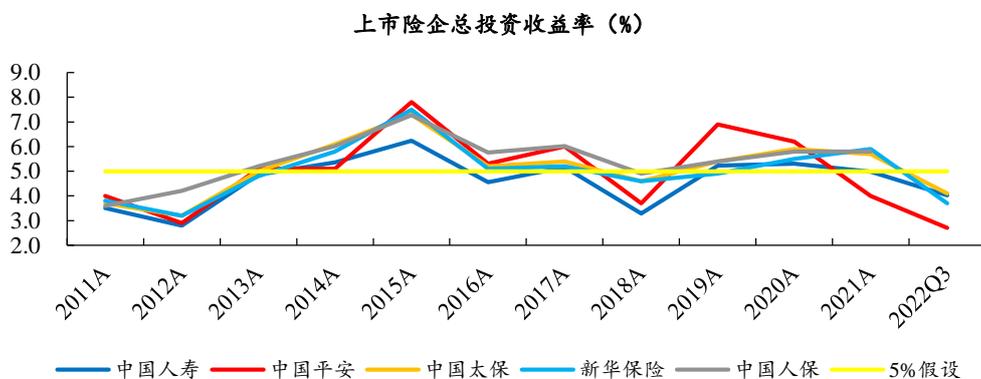
已有2家险企实施新金融工具相关准则，投资收益及利润波动增大。截至2022年12月31日，上市险企中仅中国平安（2018年）、众安在线（2022年）应用新金融工具相关准则，预计2023年1月1日起，上市险企均将应用新金融工具相关准则及新保险合同准则。从目前新金融工具相关准则应用结果看，金融资产的重分类将使得公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比提升，权益市场及利率市场波动带来更大的投资收益率及利润表现波动。

表2：目前共两家上市险企应用新金融工具相关准则

上市险企	上市地点	应用情况
中国人寿	A+H	暂未应用
中国平安	A+H	2018年起应用新金融工具准则
中国太保	A+H+GDR	暂未应用
新华保险	A+H	暂未应用
中国人保	A+H	暂未应用
中国太平	H	暂未应用
阳光保险	H	暂未应用
友邦保险	H	暂未应用
中国财险	H	暂未应用
众安在线	H	2022年起应用香港财务报告准则第9号（对应IFRS9）

资料来源：各公司公告、Wind、开源证券研究所

图1：2018年起，中国平安总投资收益率波动高于上市同业



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2、新金融工具准则：贴合业务，预防风险，利润波动或提升

2.1、主要变动：“4”变“3”，资产减值使用“预期损失法”

新金融工具准则主要修订有两部分。新金融工具相关准则修订对保险公司影响主要可分为2部分：(1)金融资产分类由“四分类”改为“三分类”；(2)金融资产减值会计由“已发生损失法”改为“预期损失法”。其余变动还包括套期会计优化、简化嵌入衍生工具的会计处理、进一步明确金融资产转移的判断原则及会计处理等。

表3：新金融工具相关准则将金融资产分为3类

原准则四分类	新准则三分类
贷款和应收款项	以摊余成本计量的金融资产
持有至到期投资	以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产
可供出售金融资产	-

资料来源：财政部官网、开源证券研究所

2.2、三分类贴合业务实质，公允价值变动影响上升，利润波动或提升

“三分类”主要以合同现金流特征、业务模式、是否指定以及资产属性确定金融资产的分类：

- **以摊余成本计量的金融资产**应同时符合以下两个条件：
 - (1) 业务模式：以收取合同现金流量为目标；
 - (2) 现金流特征：合同现金流量仅为对本金和未偿还本金金额为基础的利息支付。
- **以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产**，应同时符合以下两个条件或是否指定：
 - (1) 业务模式：以收取合同现金流量为目标，又以出售该金融资产为目标；
 - (2) 现金流特征：合同现金流量仅为对本金和未偿还本金金额为基础的利息支付。

或

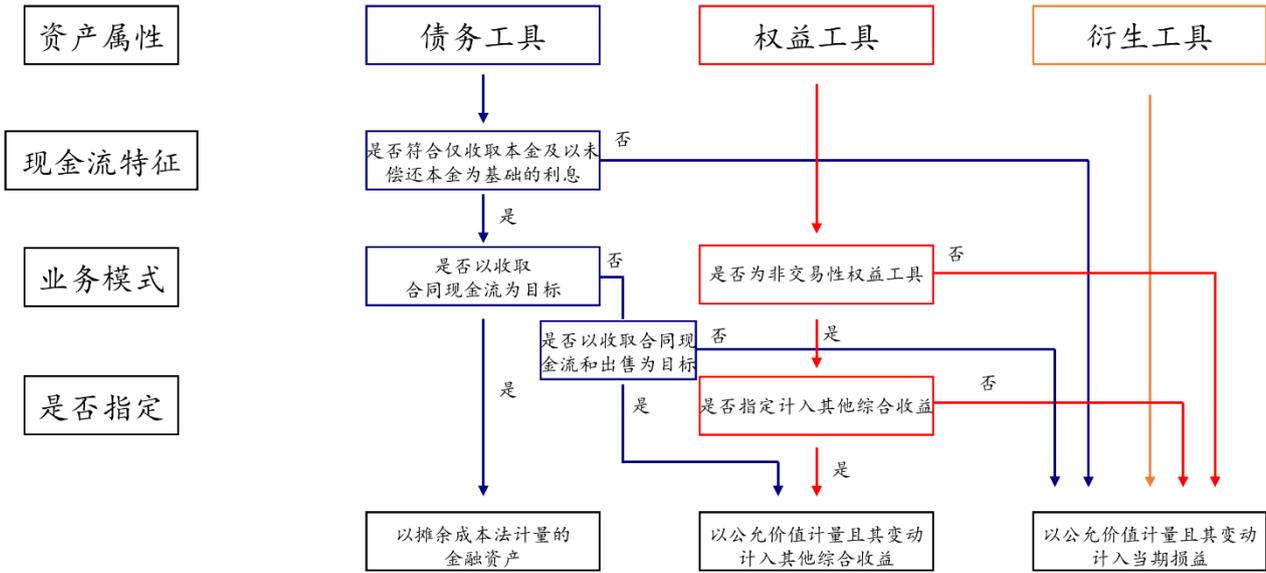
是否指定：在初始确认时，将**非交易性权益工具投资**指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，该指定一经做出，不得撤销。

- **以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产**：除上述两类金融资产外的金融资产。

满足下列条件之一的，表明持有目的是交易性的：

- (1) 主要是为了近期出售或回购；
- (2) 相关金融资产或金融负债在初始确认时属于集中管理的可辨认金融工具组合的一部分，且有客观证据表明近期存在实际短期获利模式；
- (3) 相关金融资产或金融负债属于衍生工具（符合财务担保合同定义的衍生工具以及被指定为有效套期工具的衍生工具除外）。

图2：新金融工具相关准则将金融资产分为三大类



资料来源：财政部官网、开源证券研究所

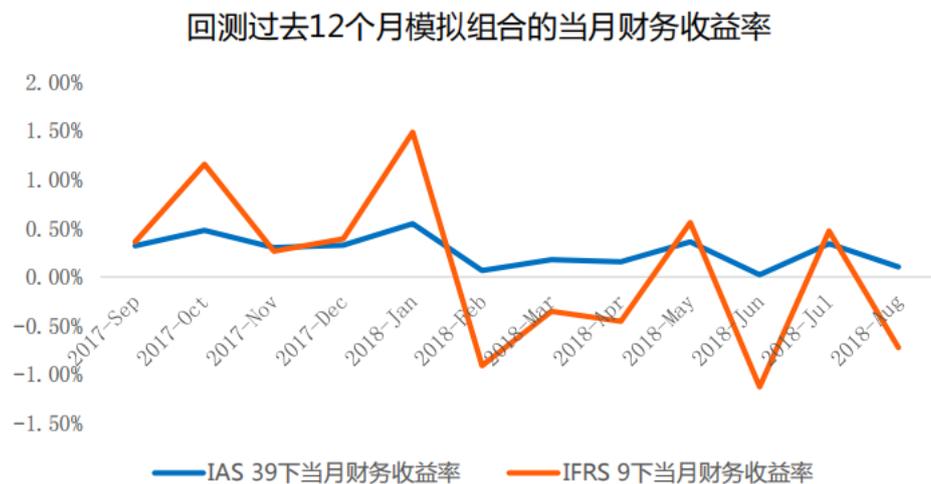
重分类将使得利润波动性上升。由于新金融工具相关准则对于金融资产的分类标准从资产属性、现金流特征、业务模式以及是否指定四个方面做出明确，且非交易性权益工具被指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产后不可撤销，金融资产分类更加符合其属性及业务模式，利润调整空间减小，报表将更加客观及贴合实务。具体影响看，新准则下以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产将有所增加，计入其他综合收益的金融资产与摊余成本计量的金融资产将有所减少，权益市场及利率波动将更多地反映在当期损益中，从而增大利润表波动。

从中国平安率先应用的结果看，公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在准则切换前后发生明显变动，自 1.9% 大幅提升至 18.5%，其中固收类自 1.3% 提升至 11.2%、股票自 0.4% 提升至 2.8%、权益型基金新增至 1.6%，因此其总投资收益率及利润波动高于上市同业。2011-2017 年中国平安总投资收益率方差为 2.36，2018-2022H1 方差提升至 2.78，同期其余上市同业总投资收益率均有所下降。

图3：中国平安实施新金融工具相关会计准则后，公允价值计量且变动计入当期损益金融资产占比提升

占比	2018年12月31日	2017年12月31日	变动(百分点)
公允价值计量，变动计入损益	18.5%	1.9%	16.6
—固收类	11.2%	1.3%	9.9
—股票	2.8%	0.4%	2.4
—权益型基金	1.6%	-	1.6
—其他股权型金融资产	2.9%	0.2%	2.7
公允价值计量，变动计入其他综合收益 ⁽²⁾	14.7%	27.6%	(12.9)
摊余成本计量 ⁽³⁾	61.6%	66.2%	(4.6)
其他 ⁽⁴⁾	5.2%	4.3%	0.9
总投资资产(人民币百万元)	2,794,620	2,449,474	

资料来源：中国平安公司公告

图4：中国平安回溯模拟测算新金融工具准则将对财务投资收益率带来一定波动


资料来源：中国平安公司公告

表4：中国平安在2018年切换新金融工具相关准则后总投资收益率有所提升

总投资收益率 (%)	2011-2017 年均值	2018-2022H1 均值	2011-2017 方差	2018-2022H1 方差
中国人寿	4.64	4.60	1.35	0.73
中国平安	5.17	4.78	2.36	2.78
中国太保	5.13	5.10	1.92	0.70
新华保险	5.06	5.02	1.94	0.47
中国人保	5.44	5.48	1.52	0.14

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

2.3、预期损失法更及时计提减值准备，提前揭示、防控信用风险

预期损失法能够更加及时、足额计提减值准备，揭示、防控金融资产信用风险。原有金融工具准则下，应当在资产负债表日对以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产以外的金融资产的账面价值进行检查，若有客观证据表明该金融资产发生价值的，应当计提减值准备。当以摊余成本计量的金融资产发生减值时，应当将

该金融资产的账面价值减记至预计未来现金流量现值，减记的金额确定为资产减值损失。新金融工具相关准则则以预期信用损失为基础，对金融工具进行减值会计处理并确认损失准备，在每个资产负债表日评估金融工具的信用风险自初始确认后是否已显著增加，计量其损失准备、确认预期信用损失及其变动，从而实现更加及时、足额地计提金融资产减值准备，有利于揭示和防控金融资产信用风险。

表5：预期信用损失将影响当期损益

信用风险自初始确认后	损失准备	损益处理
已显著增加	按照相当于该金融工具整个存续期内预期信用损失的金额计量其损失准备	由此形成的损失准备的增加或者转回金额，应当作为减值损失或利得计入当期损益
未显著增加	按照相当于该金融工具未来12个月内预期信用损失的金额计量其损失准备	由此形成的损失准备的增加或者转回金额，应当作为减值损失或利得计入当期损益

资料来源：财政部官网、开源证券研究所

注：以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，应当在其他综合收益中确认其损失准备，并将减值损失或利得计入当期损益。

3、新保险合同准则：营收下降但不影响业务实质，列报优化助于利源分析

新保险合同准则变动主要可分为3类：（1）营业收入相关修订；（2）保险合同负债相关修订；（3）财务报表列报相关修订。

- **营业收入**主要受到（1）投资成分需分拆剔除；（2）保险服务收入确认由缴费期转为责任期；（3）获取费用计入责任期摊销，3项影响。营业收入影响方面，根据银保监会2018年测试结果，寿险公司保费收入或下降60-70%。
- **保险合同负债**主要受到（1）计量方法和计量模型完善；（2）由合同服务边际、风险调整、未来履约现金流现值构成；（3）改变保险合同负债折现率编制方法并优化资负匹配，3项影响。
- **财务报表列报**相关修订将加强保险公司财务报表可读性、对比性及分析性，有助于管理层、股东及投资者更好的了解保险公司运营的情况及结果。

表6：新保险合同准则主要影响项目可分为3类

影响项目	影响原因
营业收入	投资成分需分拆
	保险服务收入确认由缴费期转为责任期
	获取费用计入责任期摊销
保险合同负债	计量方法和计量模型完善
	由合同服务边际、风险调整、未来履约现金流现值构成
	改变保险合同负债折现率编制方法并优化资负匹配
财务报表列报	优化、新增披露项目

资料来源：财政部官网、开源证券研究所

3.1、 保险服务收入剔除投资成分并按责任期确认， 预计营收将下降

营业收入中保险服务收入需剔除投资成分。保险服务收入拆分可分为两步：(1) 第 9 条：将保险合同中以下三部分进行拆分：a.部分嵌入的衍生工具；b.可明确区分的投资成分，但与投资成分相关的合同条款符合具有相机参与分红特征的投资合同定义除外，预计除外的包括万能险、部分分红险等；c.可明确区分的商品或非保险合同服务的承诺。(2) 第 31 条：企业在确认保险服务收入和保险服务费用时，不得包含保险合同中的投资成分，预计将两全险、年金险、万能险等产品的投资成分剔除，而投资成分是指无论保险事故是否发生，均须偿还给保单持有人的金额。而原保险合同准则在通过重大保险风险测试后，可将投资成分计入保险服务收入，无形中扩大了“保险姓保”的范围，“虚增”了营业收入，剔除投资成分后，将更真实的反映险企的经营情况及业务规模，增强了不同行业间财务报表的可比性。

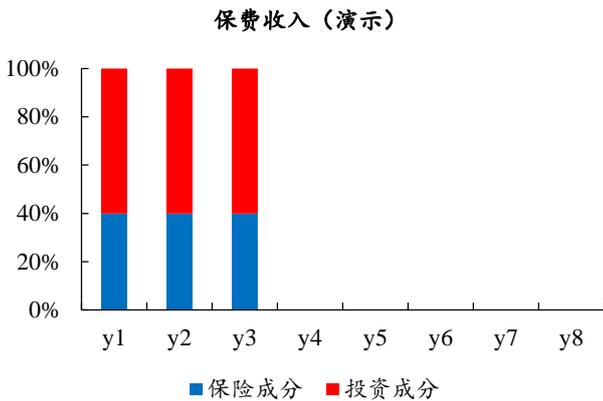
表7： 保险服务收入确认需剔除投资成分等

拆分步骤	具体项目
	符合《企业会计准则第 22 号-金融工具确认和计量》分拆条件的嵌入衍生工具，适用金融工具相关会计准则
非保险合同拆分	可明确区分的投资成分，适用金融工具相关会计准则，但与投资成分相关的合同条款符合具有相机参与分红特征的投资合同定义的，应当适用新保险合同准则
	可明确区分的商品或非保险合同服务的承诺，适用《企业会计准则第 14 号-收入》
投资成分	企业在确认保险服务收入和保险服务费用时，不得包含保险合同中的投资成分；投资成分指无论保险事故是否发生均须偿还给保单持有人的金额

资料来源：财政部官网、开源证券研究所

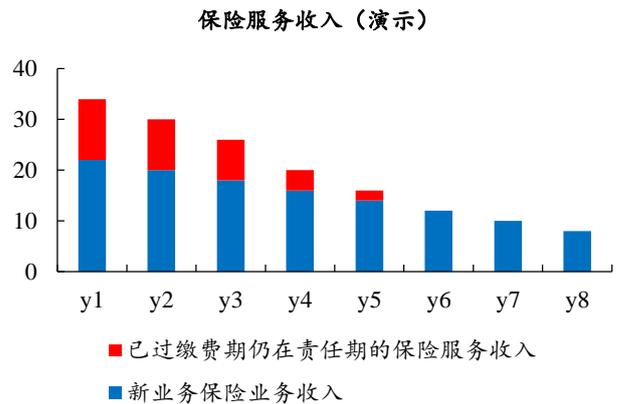
保险服务收入由缴费期确认转为按责任期进行确认。时间维度确认上，新保险合同准则将保险服务收入由原准则按缴费期调整为责任期，第 30 条：企业应当按照保险合同服务的模式，合理确定合同组在责任期内各个期间的责任单元；第 31 条：企业因当期提供保险合同服务导致未到期责任负债账面价值的减少额，应当确认为保险服务收入。该项调整可以理解为由现收现付制优化为权责发生制，由于保险产品设计中责任期通常长于缴费期，同张保单带来的保险服务收入确认将在各个责任年度中分摊，降低保险服务收入确认的集中度，同样使得保险服务收入更加真实，收入与费用更加匹配。预计将降低保险公司保险服务收入，但长期保障型产品占比相对较高的公司降幅或较小。

图5：原准则下保费收入于缴费期确认



资料来源：财政部官网、开源证券研究所

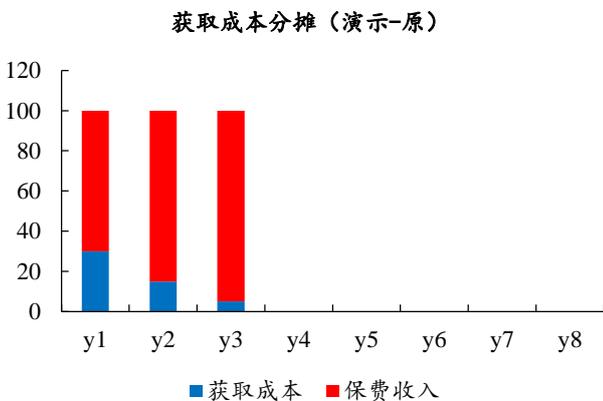
图6：新准则下保险服务收入在责任期内确认



资料来源：财政部官网、开源证券研究所

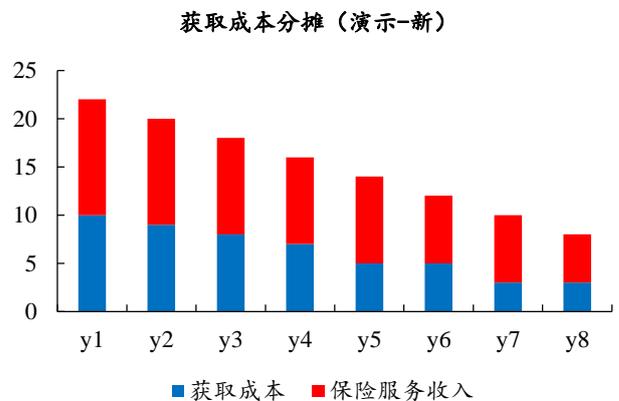
保险获取现金流量将随责任期进行摊销，而非按照发生时点计入当期损益。第32条：企业应当将合同组内的保险获取现金流量，随时间流逝进行系统摊销，计入责任期内各个期间的保险服务费用，同时确认为保险服务收入，以反映该类现金流量所对应的保费的收回。该项调整预计主要跟随保险服务收入及费用的确认方式进行调整，以确保保险获取成本在各个期间进行摊销，使得收入及费用时间维度上更加平衡。

图7：原准则下获取成本按照实际发生确认



资料来源：财政部官网、开源证券研究所

图8：新准则下获取成本按责任期分摊

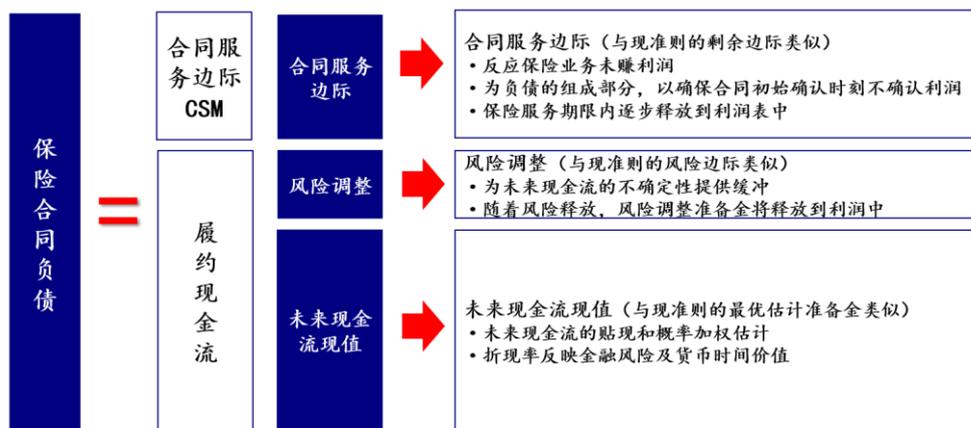


资料来源：财政部官网、开源证券研究所

3.2、优化保险合同负债计量模型及合同服务边际计量方式

完善计量模型，按实质区分为一般模型、浮动收费法及保费分配法。新保险合同准则完善了保险合同计量模型（第5章），不以保险业务类型（寿险、非寿险）为区分，而是以保险合同组基于组内各合同权利和义务估计的未来现金流量按照当前可观察折现率折现后的现值为基础，考虑非金融风险影响和未赚利润，计量保险合同负债，作为保险合同计量的一般模型，更新了原准备金模型。同时，针对1年以内的短期险合同或满足特定条件的保险合同，提供保费分配法，并为具有直接参与分红特征的保险合同新增浮动收费法。

图9：通用模型下保险合同负债可分为两部分



资料来源：财政部官网、开源证券研究所

表8：新保险合同准则下共有 3 种保险合同计量模型

模型	适用保险类型
通用模型	定期及终身寿险、健康险、长期医疗险、部分年金险、部分非寿险保险合同、不适用浮动收费法的其他分红业务
保费分配法	非寿险保险合同、短期寿险及部分团体保险合同
浮动收费法	投连险、部分分红险

资料来源：财政部官网、开源证券研究所

保险合同负债由合同服务边际及履约现金流构成。新保险合同准则下，保险合同负债由合同服务边际和履约现金流量构成，履约现金流量则由（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。具体来看，合同服务边际类似于剩余边际，上述（1）与（2）通过采用适当折现率的方式反应过来对应金融风险及货币时间价值，并计算履行现金流现值，类似于原最优估计准备金。非金融风险调整则类似于原风险边际，为合同服务边际提供一定缓冲。

合同服务边际可吸收假设及经验调整，降低利润波动。同时，合同服务边际需在每个资产负债日根据未来提供的服务变化变化调整，与剩余边际在保单签发时即锁定有所不同，合同服务边际解锁降低了利润操纵的空间，更加符合保险业务逻辑，合同服务边际吸收调整后，在当期及未来进行释放、摊销。

表9：合同服务边际可吸收部分假设及经验变动引起的调整，降低利润波动

指标名称	新老准则	特点及具体差异
剩余边际	原保险合同准则	在保单签发时锁定确认，后续不会因假设及估计变化发生调整，在未来保单期限内进行摊销；后续假设及估计变动通过责任准备金变动进入当期损益
合同服务边际	新保险合同准则	在合同组初始确认时进行初始计量，后续以期初账面价值为基础，在资产负债表日进行调整，其中包含与未来服务相关的履约现金流量变动金额，即因非经济假设及估计变动带来的调整可被合同服务边际吸收，而后逐期随合同服务边际逐年摊销，降低了因假设及估计调整带来的利润波动

资料来源：财政部官网、开源证券研究所

保险合同负债折现率由 750 天均线转为可观察当前市场利率。保险合同负债折现率

方面，新保险合同准则下，可采取“自下而上”与“自上而下”两种方式：(1)“自下而上”的折现率假设为基于无风险利率并考虑税收及流动性溢价确定，与原准则基于750日移动平均国债收益率确定折现率相比波动将有所加大；(2)“自上而下”则为在可观察市场上能反映企业持有的资产或可参考的资产组合的收益率，并经过风险调整后的市场利率作为折现率。预计险企或更高概率采取(1)“自下而上”的确认方式。

折现率变动导致的保险合同负债账面价值变动额可计入其他综合收益，降低利润波动。同时，在“自下而上”的确认方式下，会带来保险合同负债规模的更大波动（相较于750日均线），新保险合同准则因此提供了OCI选择权，保险公司可将此引起的负债变化计入其他综合收益，避免因折现率变动而影响当期损益，同时，配合新金融工具准则，险企可将部分债务工具投资计入以公允价值计量且其变动计入其他综合收益，使得资产负债同向波动，降低净资产波动情况。

图10：10年期国债收益率750日均线波动低于实际波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、列报有所优化，利源更清晰，分析体系更完善

财务报表列报优化，利源分析更清晰。新保险合同准则简化了资产负债项目，并按照保险合同组合余额分别展示保险合同负债及保险合同资产，同时根据利润驱动因素区分保险公司的保险服务业和投资业绩，预计可将承保利润（费差、死差）与投资利润（利差）进行分拆分析，并强化了披露要求，使得风险敞口、盈利能力和利润来源等可分析性与公司可比性提升。

● 具体来看，承保利润与投资利润可分拆：

承保利润=保险服务收入-保险服务费用；

保险服务收入=合同服务边际摊销+非金融风险调整变动+预计保险服务费用+获取成本摊销+保费分配法下保险服务收入；

保险服务费用=已发生赔款+获取成本摊销+其他；

由于收入及费用中的保险服务费用及已发生赔款等项可抵消：

承保利润=合同服务边际摊销+非金融风险调整变动。

投资利润=总投资收益-保险财务费用-其他支出。

图11：新保险合同准则下险企利润可进行拆分

承保利润 = 保险服务收入 - 保险服务费用；

保险服务收入 = 合同服务边际摊销 + 非金融风险调整变动 + 预计
保险服务费用 + 获取成本摊销 + 保费分配法下保险服务收入；

保险服务费用 = 已发生赔款 + 获取成本摊销 + 其他；

由于收入及费用中的保险服务费用及已发生赔款等项可抵消：

承保利润 = 合同服务边际摊销 + 非金融风险调整变动。

投资利润 = 总投资收益 - 保险财务费用 - 其他支出。

资料来源：财政部官网、开源证券研究所

因此，保险公司的利润来源可进行分拆分析，对比各家保险公司承保端及投资端的利润占比情况。

- 同时，披露要求的提升可进一步帮助我们构建分析体系，例如：投资成分及保险合同服务收入占比、利润率及成本率分拆，此外，新保险合同准则下的保险合同负债品评估体系带来的合同服务边际将替代剩余边际，预计保险公司将新增披露新业务带来的合同服务边际及其相关指标。

保险合同服务收入占比=保险服务收入/（保险服务收入+当期剔除的不计入当期损益的投资成分），投资成分占比同理可算；若该指标出现趋势性上移，或说明公司产品结构偏向保障型产品。

利润率=1-保险服务费用/保险服务收入；

成本率=保险服务费用/保险服务收入，其中赔付率=已发生赔款/保险服务收入，费用率=（获取成本摊销+其他）/保险服务收入。成本结构或隐含公司业务推动模式及产品竞争力。

图12：新保险合同准则可进一步帮助投研人员构建分析体系

保险合同服务收入占比 =
$$\frac{\text{保险服务收入}}{\text{保险服务收入} + \text{当期剔除的不计入当期损益的投资成分}}$$

投资成分占比同理可算；若该指标出现趋势性上移，或说明公司产品结构偏向保障型产品。

利润率 =
$$1 - \frac{\text{保险服务费用}}{\text{保险服务收入}}$$
 成本率 =
$$\frac{\text{保险服务费用}}{\text{保险服务收入}}$$

其中：

赔付率 =
$$\frac{\text{已发生赔款}}{\text{保险服务收入}}$$
 费用率 =
$$\frac{\text{获取成本摊销} + \text{其他}}{\text{保险服务收入}}$$

成本结构或隐含公司业务推动模式及产品竞争力。

资料来源：财政部官网、开源证券研究所

合同服务边际是新业务的未赚利润，概念与剩余边际类似并将对其进行取代。此外，与新业务价值相比，合同服务边际未考虑税收及资本成本，但仍具有一定分析价值。预计后续将披露合同服务边际变化情况、新业务合同服务边际及新业务合同服务边际利润率。

新业务合同服务边际利润率=新业务合同服务边际/累计保费收入现值。

图13：预计上市险企将披露新业务 CSM 利润率

$$\text{新业务合同服务边际利润率} = \frac{\text{新业务合同服务边际}}{\text{累计保费收入现值}}$$

资料来源：财政部官网、开源证券研究所

图14：新保险合同准则优化列报，可帮助投资者分析利润来源等

新准则利润表 ⁽¹⁾				新准则利润源分析			
项目	+/- ve	公式		项目	+/- ve	公式	说明
保险服务收入		[A]		保险服务业绩		[R]=[A]+[I]+[M]	
合同服务边际摊销	⊕	[B]		合同服务边际摊销	⊕	[B]	取自报表项目“合同服务边际摊销”
非金融风险调整变动	⊕	[C]		非金融风险调整变动	⊕	[C]	风险缓冲的释放
预计保险服务费用	⊕	[D]		营运偏差和其他	⊖	[S]=[D]+[F]+[J] +[L]+[M]	
获取成本摊销	⊕	[E]		投资服务业绩		[T]=[G]+[N]+[O]	包括净资产投资收益以及息差收入，即与负债相匹配的资产收益超过保险负债利息成本的投资回报
保费分配法下保险服务收入	⊕	[F]					
总投资收益	⊕	[G]		税前利润			
营业收入合计		[H]=[A]+[G]		所得税	⊖		
保险服务费用		[I]		净利润			
已发生赔款	⊖	[J]		剔除：			
获取成本摊销	⊖	[K]=-[E]		短期投资波动			短期投资波动为实际投资结果与假设的长期投资回报之间的偏差，适用浮动收费法业务的基础项目的投资结果除外
其他	⊖	[L]		管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目			
再保险合同净损益	⊖	[M]		税后营运利润			
保险财务费用	⊖	[N]					
其他支出	⊖	[O]					
营业支出合计		[P]=[I]+[M]+[N]+[O]					
税前利润							
所得税							
净利润							

资料来源：中国平安公司公告

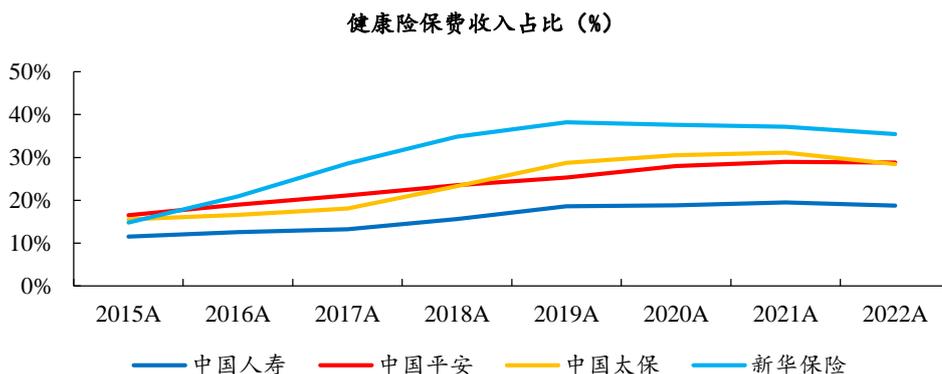
4、投资结论

会计准则更新不影响业务实质，分析维度更加多元利于筛选优质险企。新金融工具准则及新保险合同准则已筹备多年，根据监管要求：在境内外同时上市或境外上市企业于2023年1月1日实施、其他执行企业会计准则的企业，包含境内上市公司自2026年1月1日日期实施。分准则看，新金融工具准则主要影响金融资产分类，根据合同现金流特征、业务模式、是否指定以及资产属性确定分类，从目前已实施险企经验看，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比有所提升，险企利

润受权益市场及利率变动的的影响幅度将有所增大。新保险合同准则主要影响保险服务收入确认方式、保险合同负债计量以及财务报表列报，预计险企营业收入将出现下降，保险合同负债变动可计入其他综合收益，可与金融资产同向波动降低净资产波动，同时，财务报表列报优化将有助于我们分析险企利源、产品策略、产品竞争力等方面，承保利润占比较高、费用率较低的险企或应获得更高 PEV 估值。

总体来看，新会计准则并不影响险企业务实质，更多反映在财务报表的变动上，我们预计新会计准则对险企业经营、产品策略影响相对较小，有概率推动险企权益投资策略偏好高股息高分红标的，核心观测指标仍将是 NBV 等价值数据。同时，财务报表列报优化将有助于我们筛选承保利润占比高（费差、死差）、产品费用率低（产品竞争力强）的险企，因此，长期保障型产品占比高的险企或迎来一定估值上修，从健康险保费收入占比来看，2022 年排序分别为：新华保险 35.5%、中国平安 28.8%、中国太保 28.4%、中国人寿 18.7%。受益标的：健康险占比较高且权益弹性较大的新华保险，推荐利差占比较低的友邦保险、中国平安，推荐寿险转型见效及银保渠道有望延续高增的中国太保，推荐负债端稳健且资产端弹性较大的中国人寿。

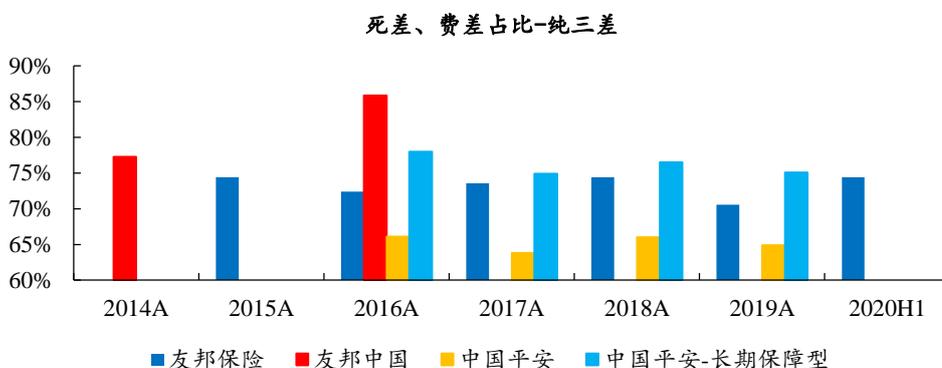
图15：新华保险健康险保费收入占比较高



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

注：中国平安、中国太保数据包含意外险。

图16：友邦保险利差占比低于中国平安



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表10：受益标的估值表-寿险

当前股价及评级表		EVPS				PEV			BVPS		PB		评级
证券代码	证券简称	2023/4/14	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2021A	2022E	
601628.SH	中国人寿	33.72	43.54	47.30	51.33	0.77	0.71	0.66	15.43	16.66	2.19	2.02	买入
601318.SH	中国平安	45.49	76.34	85.63	85.63	0.60	0.53	0.53	46.97	54.48	0.97	0.84	买入
601601.SH	中国太保	27.57	51.80	59.06	59.06	0.53	0.47	0.47	23.75	24.88	1.16	1.11	买入
1299.HK	友邦保险	84.55	44.41	51.30	57.17	1.90	1.65	1.48	24.57	28.78	3.44	2.94	增持
601336.SH	新华保险	31.77	81.93	90.86	98.62	0.39	0.35	0.32	32.99	30.98	0.96	1.03	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：友邦保险数据单位为港元，换算汇率为1美元兑换7.8港元；新华保险预测数据来自于Wind一致预期。

5、风险提示

保险需求复苏进度不及预期；新会计准则解读误差。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn