

从综合负债成本到修正负债成本

——保险行业专题研究之六

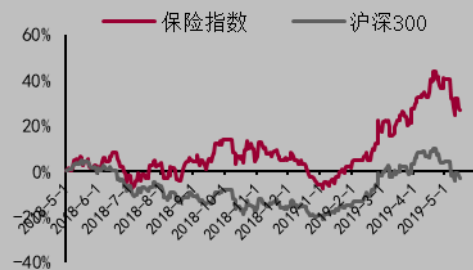
强于大市（维持）

日期：2019年05月14日

投资要点：

- **修正负债成本更能反映寿险公司负债端长期持续的盈利能力。**综合负债成本是完全基于财务报表的测算结果，受精算假设变动和投资波动的影响较大，难以客观反映负债端的盈利能力。从寿险公司长期持续盈利能力的角度看，应更加关注剔除精算假设变动和投资波动影响之后的综合负债成本（修正负债成本），修正负债成本=（总投资收益-（税前利润-精算假设变动影响））/负债对应的平均投资资产+（5%-实际投资收益率）*负债吸收比例。
- **修正负债成本测算结果显示平安寿险盈利能力领先主要同业，新华保险近几年有明显改善。**我们按照修正负债成本的计算公式进行测算，发现剔除精算假设和投资波动影响后，修正负债成本更稳定，波动更小。平安寿险修正负债成本从2015年开始快速下降，2018年仅为0.7%，远低于主要同业，盈利能力非常出色。新华保险修正负债成本则从2014年开始下降，2016、2017年明显下降，2018年进一步降至2.8%，盈利能力有明显改善。
- **修正负债成本可用于寿险公司盈利分析、利润预测等领域。**修正负债成本是衡量寿险公司盈利能力的重要指标，基于该概念，我们提出了寿险公司承保利润率、毛利率等指标，也可以从利源分析的角度去看利差、非利差对寿险公司利润的贡献度。修正负债成本不仅为寿险公司盈利能力横向比较提供了新的思路，还可以利用其预测寿险公司的利润，寿险公司税前利润=净资产对应的平均投资资产*投资收益率+负债对应的平均投资资产*（投资收益率-修正负债成本）。
- **投资建议：**A股上市寿险公司2018年修正负债成本总体呈稳中有降趋势，其中平安寿险盈利能力遥遥领先，新华保险近几年明显改善，目前各家公司较为重视业务结构优化和经营效率提升，随着新业务价值率不断提升和规模效应不断放大，预计未来上市寿险公司的盈利能力有望持续改善。今年以来，保险股受业务复苏、利率企稳回升和股市大幅上行等因素影响估值持续提升，目前估值处于合理区间，长期来看，上市寿险公司较低的修正负债成本使其长期价值仍有成长空间，维持保险行业“强于大市”评级。
- **风险提示：**规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、系统性风险

保险行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年05月14日

相关研究

- 万联证券研究所 20190115_行业专题报告_AAA_从经营效率看寿险公司价值提升
- 万联证券研究所 20181226_行业专题报告_AAA_我国寿险公司负债成本研究
- 万联证券研究所 20181018_行业专题报告_AAA_从代理人价值产能看寿险业可持续发展
- 万联证券研究所 20180911_行业研究报告_AAA_从偿付能力报告看寿险公司价值成长
- 万联证券研究所 20180604_行业研究报告_AAA_一图看懂寿险公司经营逻辑

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001
电话：010-66060126
邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：喻刚

电话：010-56508503
邮箱：yugang@wlzq.com.cn

分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001
电话：010-56508503
邮箱：zhangyc1@wlzq.com

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489
邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

目录

1、前言.....	3
2、综合负债成本受短期扰动因素影响较大，修正后更能反映负债端持续盈利能力 .3	
2.1 综合负债成本受精算假设变动和投资波动影响较大.....	3
2.2 剔除短期扰动因素之后的综合负债成本更能反映负债端的持续盈利能力.....	4
2.3 修正负债成本测算方法及关键点.....	5
3、上市寿险公司修正负债成本测算——以平安寿险、新华保险为例.....	7
3.1 平安寿险：负债成本明显低于主要同业，盈利能力非常出色.....	8
3.2 新华保险：近几年负债成本持续下降，盈利能力明显提升.....	9
4、修正负债成本可用于寿险公司盈利分析、利润预测等领域.....	11
4.1 修正负债成本是衡量寿险公司盈利能力的重要指标.....	11
4.2 修正负债成本可以为寿险公司盈利能力比较、利润预测提供参考.....	12
5、研究结论与投资建议.....	13
6、风险提示.....	14
图表 1：主要寿险公司综合负债成本与总投资收益率（32 家公司加权平均）.....	4
图表 2：寿险公司综合负债成本与修正负债成本的关系.....	5
图表 3：寿险公司修正负债成本测算公式.....	7
图表 4：平安寿险综合负债成本.....	8
图表 5：平安寿险综合负债成本（剔除精算假设变动影响后）.....	8
图表 6：平安寿险修正负债成本（剔除假设变动和投资波动影响后的综合负债成本）.....	9
图表 7：新华保险综合负债成本.....	10
图表 8：新华保险综合负债成本（剔除精算假设变动影响后）.....	10
图表 9：新华保险修正负债成本（剔除假设变动和投资波动影响后的综合负债成本）.....	11
图表 10：修正负债成本的三种解读方式.....	12

1、前言

为什么再次研究负债成本？我们在2018年底发布了专题报告《我国寿险公司负债成本研究》，提出综合负债成本概念，将寿险公司负债端成本以利率的形式显性表达出来，以便投资者和非精算专业人员进一步了解寿险公司的负债成本，在该报告中我们测算了32家主要寿险公司2010-2017年的综合负债成本。在2019年4月8日发布的深度报告《我们为什么上调新华保险评级》中，我们重点解读了新华保险转型以来负债成本的变化轨迹，并测算了剔除精算假设变动和投资波动的修正负债成本，发现新华保险近几年负债成本一直在下降，盈利能力有明显提升。为进一步解答投资者和业内人士提出的关于负债成本的细节问题，我们准备用本报告详细介绍我们关于负债成本的思考过程，如何将综合负债成本调整至修正负债成本，以及修正负债成本能够应用在哪些方面。

本报告主要有哪些内容？

- **首先介绍综合负债成本为什么需要调整，以及修正负债成本的测算方法。**主要是分析综合负债成本的特点及其主要驱动因素，提出应关注反映负债端持续盈利能力的负债成本指标，并详细介绍修正负债成本的测算逻辑和方法。
- **其次以平安寿险和新华保险为例，测算其2012年以来修正负债成本的变化趋势并分析原因。**主要介绍从综合负债成本到修正负债成本的测算过程和测算结果，以及分析平安寿险和新华保险负债成本变化的原因。
- **最后对修正负债成本的应用做简要讨论。**主要分享我们关于如何应用修正负债成本的思考，包括寿险公司盈利能力分析、利润预测等领域。

2、综合负债成本受短期扰动因素影响较大，修正后更能反映负债端持续盈利能力

2.1 综合负债成本受精算假设变动和投资波动影响较大

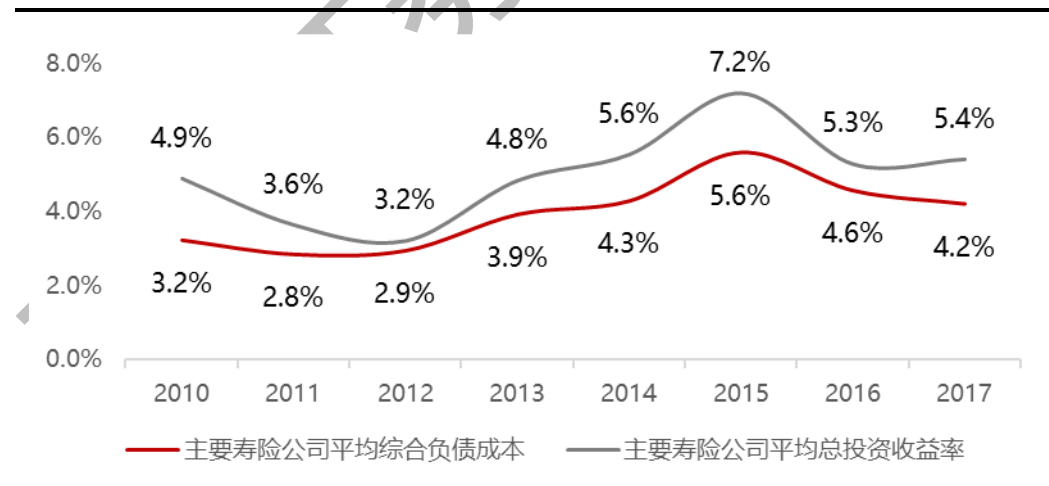
我们在专题报告《我国寿险公司负债成本研究》中提出了综合负债成本的概念：**综合负债成本=(总投资收益-税前利润)/负债对应的平均投资资产**。相对于打平收益率，综合负债成本剔除了净资产影响，仅关注负债端，能相对较好且显性地衡量寿险公司的负债成本。与“三差”利源分析逻辑结合来看，综合负债成本可以理解为，利率成本减去非利差利源（死差、费差、退保差等）之和，如果死差或者费差为正，则降低负债成本，反之亦然。用利率的形式表达出来使得负债成本更为显性，有利于更多投资者解读寿险公司负债经营的效率和成本。

综合负债成本受精算假设变动影响。在现行会计准则下，寿险公司在每个报告期须对折现率、死亡率、发病率、退保率、保单红利假设、费用假设等精算假设作出重大判断，这些假设需以资产负债表日可获取的当前信息为基础确定。用重新厘定的假设用于未来现金流预测，所形成的相关保险合同准备金的变动均计入当期利润表。由于**综合负债成本=(总投资收益-税前利润)/负债对应的平均投资资产**，精算假设变动影响利润，进而影响综合负债成本。举例来说，平安寿险及健康险业务2018年精算假

设变动减少准备金30亿，即增加税前利润30亿，从而降低了负债成本；新华保险2018年因精算假设增加准备金50亿，即减少税前利润50亿，从而增加了负债成本。当精算假设变动较大时，其造成的准备金变动可能会对负债成本形成较大影响（例如2018年的新华保险）。

综合负债成本还受投资收益率波动影响较大。由于寿险公司的负债中有较大部分是分红险和万能险，这些负债的利率成本并不是固定的，而会随着投资收益率上下波动。从2010-2017年测算结果看，32家主要寿险公司平均综合负债成本与投资收益率高度正相关，主要原因就是分红险和万能险业务对投资收益的吸收效应，当投资收益率较低时（2011/2012），寿险公司可以通过减少分红支出降低负债成本，当投资收益率较高时（2015），分红也会随之增加进而抬升负债成本，这也导致了综合负债成本的波动性小于投资收益率。因此，当投资收益率波动较大时，综合负债成本也会有明显变化（例如2012年和2015年）。

图表1：主要寿险公司综合负债成本与总投资收益率（32家公司加权平均）



资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

2.2 剔除短期扰动因素之后的综合负债成本更能反映负债端的持续盈利能力

寿险业缺乏显性的成本指标，综合负债成本仍有缺陷。一直以来，寿险公司的财务报表可读性较差，其中一个主要的原因就是寿险业没有显性的成本指标，难以简单明了的呈现寿险公司负债端的成本，以此反映其盈利能力。这是由于寿险公司的利润表与传统行业有较大差异，其保费收入和投资收益在前，赔付在后，需要计提准备金，导致寿险公司并不适用毛利率、净利率等指标来衡量其盈利能力，即使与同是保险行业的财险公司相比，差异也很大，财险公司的负债期限较短，通常为一年，用综合成本率能较好的评估财险业务的承保盈利能力，但该指标在寿险业难以适用。我们之前提出的综合负债成本用利率的形式将负债端的成本表达出来，例如，假设某寿险公司的综合负债成本是3.5%，则可以近似理解为，当投资收益率高于3.5%时，负债端能够实现盈利，反之将会亏损。但是综合负债成本还不够完美，主要原因是其计算基于利润表的税前利润，但寿险公司的利润受投资波动影响很大，在现行会计准则下精算假设的变动也会影响利润，导致综合负债成本并不稳定，难以反映寿险公司的持续盈利能力。

图表2：寿险公司综合负债成本与修正负债成本的关系



资料来源：万联证券研究所

从寿险公司长期持续盈利能力的角度看，应更加关注剔除精算假设变动和投资波动影响之后的综合负债成本（修正负债成本）。对寿险公司盈利能力的研究，应更多关注在稳定投资收益率预期及无偏精算假设下的负债成本，该成本主要受业务结构（渠道结构、期限结构、产品结构等）和经营效率影响，变化相对缓慢，但更能反映寿险公司的持续经营能力和稳定盈利能力。综合负债成本是完全基于财务报表的测算结果，反映的是寿险公司在现行会计准则下当期实际经营结果，但是基于此前分析，综合负债成本受精算假设变动和短期投资波动影响，如果当期的投资收益率波动或精算假设变动较大，综合负债成本也会相应的大幅波动，虽然结果是正确的（与财务报表一致），但这种波动更多是受外界因素（股市波动、折现率变动）的影响，而非负债端经营的变化。因此，对于寿险负债成本的关注，应该剔除精算假设变动和投资波动等短期因素，更多聚焦在反映持续盈利能力的负债成本，我们称之为修正负债成本。

2.3 修正负债成本测算方法及关键点

结合此前分析，我们将寿险公司的修正负债成本定义为，在稳定投资收益率预期、不考虑精算假设变动情况下的综合负债成本，综合负债成本是使得负债端实现正利润的最低投资收益率。修正负债成本可以理解为，在一定的投资收益率假设下，寿险公司的综合负债成本，即如果投资收益率是5%，修正负债成本是3.5%，则寿险公司负债端能够实现1.5%的综合利差（利差、死差、费差等）。由于非上市寿险公司披露信息较少，修正负债成本的测算主要适用于上市寿险公司，非上市公司可参考内部数据进行测算。

修正负债成本的测算方法主要有两步，第一步是剔除精算假设变动影响，第二步是修正投资收益率：

■ Step 1: 剔除精算假设变动影响

由于上市公司均会披露精算假设变动对准备金以及税前利润的影响，该步骤相对较为简单，只需在税前利润中扣除精算假设变动对利润的影响即可：

剔除精算假设变动影响的综合负债成本 = (总投资收益 - (税前利润 - 精算假设变动影响)) / 负债对应的平均投资资产

举例来说，在测算新华保险2018年修正负债成本过程中，我们首先按照综合负债成本

的计算公式得到：综合负债成本= (317.2-105.1) /6332.8=3.3%，但由于新华保险在2018年因假设变动增提了50.4亿准备金（减少税前利润），该影响需从税前利润中剔除，因此：剔除精算假设变动影响的综合负债成本= (317.2- (105.1+50.4)) /6332.8=2.6%。

值得关注的是，精算假设变动主要有两部分，一是以折现率为主的经济假设变动，二是以死亡率、发病率、费用率等为主的运营假设变动。在这里我们将所有精算假设变动的影响从税前利润中剔除，主要基于两点考虑：

一是主观上我们认为所有的假设变动都是非经常性的变动。折现率的变动相对容易理解，因为750日移动平均国债收益率曲线每天都在发生变化，主要是由宏观环境决定，与寿险公司短期经营关系不大。运营假设方面，虽然部分假设变动确实是根据实际经验重新调整的，这些变动对未来所有现金流都产生了影响，其折现后的现值一次性影响了准备金和利润，但假设变动并不是每年都会发生，我们更关注不发生假设变动情况下的负债成本。

二是客观上我们难以做到仅剔除经济假设变动的影响。目前上市寿险公司在披露精算假设变动对准备金的影响时，口径并不完全一致，所有公司都披露假设变动的总体影响，但其中只有部分公司会将折现率假设变动的影响再单独披露出来，因此我们无法通过公开数据仅剔除折现率假设变动影响对所有公司的影响，为保证横向可比，只能将全部假设变动的影响都从税前利润中扣除。

■ Step 2: 修正投资收益率

修正投资收益率的目的在于将投资收益率拉平到同一水平线上，剔除因投资波动造成的负债成本差异，提升横向和纵向的可比性。投资收益率的修正过程相对较为复杂，主要是因为分红险和万能险的吸收效应并不容易确定。

首先我们将投资收益率预期暂定为5%，主要有两个原因：一是主要上市寿险公司内含价值评估使用的远端投资收益率假设均为5%，二是目前我国经济仍处于中高速增长阶段，十年期国债到期收益率大部分时间保持在3%以上，为保险资金投资收益率提供了一定支撑。如果未来宏观或行业环境发生变化，该预期将动态调整，投资者也可根据自身需要结合自己的判断做出假设。

然后将投资收益率修正至5%，关键在于如何将实际投资收益率与5%的差异反映到负债成本中。由于分红险和万能险对投资收益率均有吸收作用，当投资收益率较高时，寿险公司会增加分红或提升结算利率，这里我们已经隐含考虑了分红特储的影响，反之，在投资收益率较低时，可以降低分红或结算利率。因此，为了测算投资收益率差异对负债成本的影响，就需要知道分红万能账户对投资端的吸收比例（简称负债吸收比例），通过这个比例即可计算出剔除投资干扰后的负债成本：

修正负债成本=剔除精算假设变动影响的综合负债成本+ (5%-实际投资收益率) * 负债吸收比例

需要提示的是该公式是有适用条件的，只有当负债吸收效应完全起作用的时候才有效。因为在极端情况下，负债端可能无法吸收投资端的损失，例如如果连续几年投资收益率非常低，但寿险公司为稳定保单持有人的分红利益，不希望出现大量退保，通常会维持一定的分红水平（高于投资收益率），这种情况下可能出现超分，超分的部分理论上应由保险公司承担。但是由于保险公司大部分的投资资产配置在固定收益类资产，投资收益率虽有波动，有时波动也较大，但出现这种极端情况的概率并不高，因此我

我们认为修正负债成本的测算逻辑是可行的。

最后，问题转变为如何确定负债吸收比例？我们提供两种估算思路，正向思维和逆向思维：

正向思维是指通过分析负债结构去推算分红险和万能险对投资收益的吸收程度。这种方法需要较为详细的分账户投资资产数据，但遗憾的是目前上市公司均不披露此类数据，那么只能从负债数据出发去测算。目前仅中国平安和新华保险在年报中披露了分产品类型的准备金数据，假设投资资产的结构与负债结构有较好匹配，通过计算分红险和万能险准备金（保户储金及投资款）占总投资资产比例，以及分红比例假设（含万能结算），即可估算：负债吸收比例=（分红险准备金+保户储金及投资款）/总投资资产*分红比例。

逆向思维是指通过财务报表实际结果去反算负债吸收比例。这种方法是从结果出发，上市寿险公司均会在财务报表附注中披露其他综合收益各项目的调节情况，其中“可供出售金融资产公允价值变动”可以理解为不进利润表的投资收益，而“可供出售金融资产公允价值对保险责任准备金和保户储金及投资款的影响”（也称影子会计调整）则可以理解为这部分投资收益应该由保单持有人享有/承担部分，因此其比值则可以为负债吸收比例提供参考。

不难看出，这两种思路都存在一定程度的近似，只能尽可能多的利用公开披露数据进行测算，通过测算结果与专业判断相结合，综合确定负债吸收比例假设。

■ 修正负债成本测算公式

经过以上分析，我们通过两次调整将综合负债成本调整至修正负债成本，测算公式总结如下：

图表3：寿险公司修正负债成本测算公式

$$\text{修正负债成本} = (\text{总投资收益} - (\text{税前利润} - \text{精算假设变动影响})) / \text{负债对应的平均投资资产} + (5\% - \text{实际投资收益率}) * \text{负债吸收比例}$$

资料来源：万联证券研究所

3、上市寿险公司修正负债成本测算——以平安寿险、新华保险为例

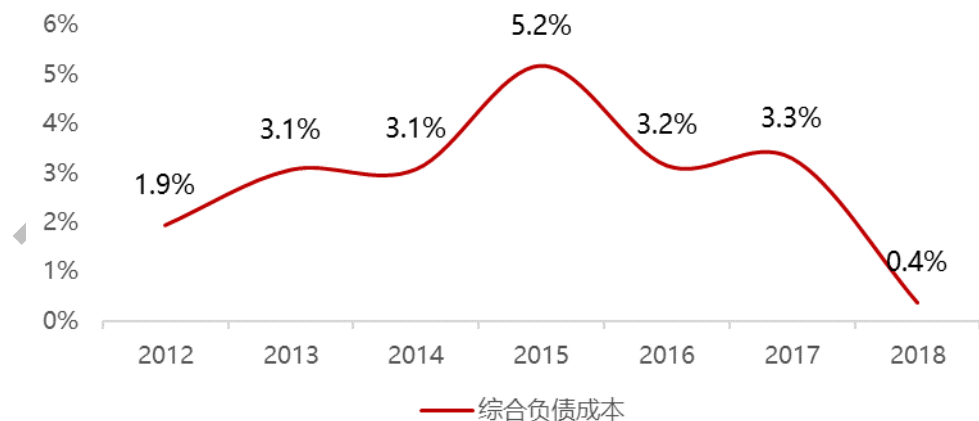
由于非上市寿险公司不披露精算假设变动对利润的影响，因此无法对修正负债成本进行测算，我们对修正负债成本的研究目前聚焦在上市险企。在上市险企2018年年报公布后，我们测算了所有上市寿险公司的综合负债成本，同时按照前述方法得到了修正负债成本。

本报告中，我们仅以平安寿险和新华保险为例，分析其综合负债成本到修正负债成本的调整过程：

3.1 平安寿险：负债成本明显低于主要同业，盈利能力非常出色

综合负债成本波动较大，2018年仅为0.4%。从2012-2018年测算结果看，最明显的特点是综合负债成本波动较大，2012年1.9%，2015年达到5.2%，而2018年仅为0.4%，造成这种波动的主要原因有两个，投资波动和精算假设变动。投资方面，分红和万能险的吸收效应导致综合负债成本与投资收益率高度正相关（此前有详细分析，这里不再赘述），受外部投资环境影响，平安寿险过去几年投资收益率波动较大，2012年投资收益率仅为2.5%，2015年达到7.2%，2018年4.7%，使得综合负债成本跟随出现同向波动。精算假设变动方面，平安寿险在2015-2017年因精算假设变动增提了大量准备金，这些增提的准备金也抬升了综合负债成本，其他年份的变动也对负债成本形成了一定影响。值得关注的是，平安寿险2018年综合负债成本仅为0.4%，远低于主要同业，这对寿险公司而言是非常低的负债成本，因为目前主流的寿险产品的利率成本通常在3%-4%（定价+分红），说明平安寿险通过死差、费差贡献了很多利润，进而拉低负债成本，利源结构较为健康。

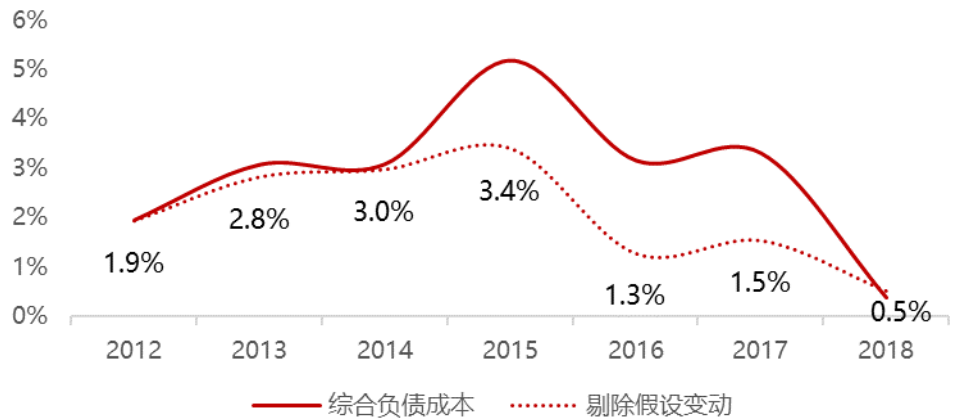
图表4：平安寿险综合负债成本



资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

剔除假设变动影响之后的综合负债成本的波动性明显下降。基于中国平安历年年报“会计估计变更”部分中披露的精算假设变动对利润的影响，我们按照第二部分中的计算公式对综合负债成本进行调整，结果显示调整后的综合负债成本波动性明显下降。2012-2014年因精算假设变动导致的税前利润变化并不明显（分别为-0.5/-23.1/-11.0亿），综合负债成本的调整并不大，但2015-2017年的变化非常大，主要原因是这三年因精算假设变动增提了大量准备金（分别增提232/289/322亿），综合负债成本被大幅抬升，所以调整后负债成本有明显下降，2015年从5.2%降至3.4%，2016年从3.2%降至1.3%，2017年从3.3%降至1.5%。2018年精算假设变动影响不大（增加税前利润30亿），对综合负债成本的影响也较小。

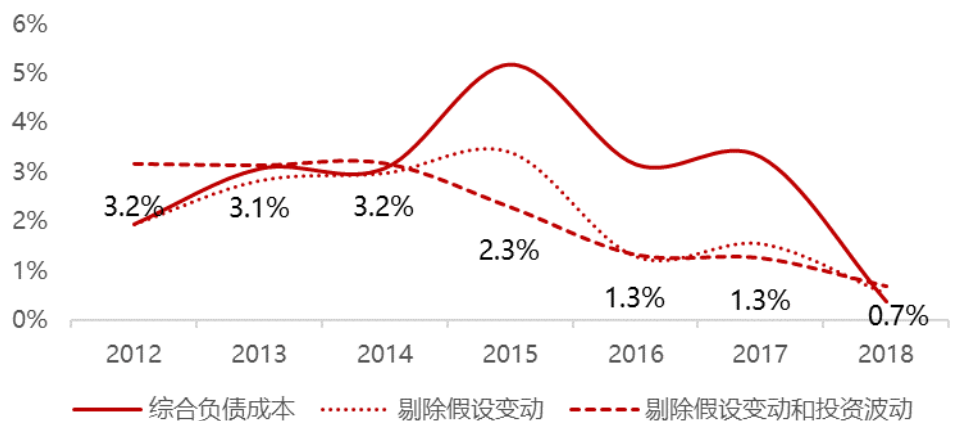
图表5：平安寿险综合负债成本（剔除精算假设变动影响后）



资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

修正负债成本持续下降，2015、2016年尤其明显，盈利能力非常出色。基于我们对平安寿险财务报表的分析，确定了负债吸收比例假设，在剔除假设变动影响后进一步剔除投资波动的影响，测算将各年度投资收益率拉平到5%之后的负债成本，即修正负债成本，测算结果显示，修正负债成本波动性更小。2012-2014年，修正负债成本稳定在3.1%-3.2%左右，2015年修正负债成本降至2.3%，较2014年明显下降0.9pct，2016年继续大幅降至1.3%，两年累计下降1.9pct，使得平安寿险负债端盈利能力大幅改善，非利差利源对利润的贡献越来越大，这主要得益于业务结构改善、经营效率提升和规模效应的体现。2017年修正负债成本变化不大，2018年再次因实际经验优于预期使得负债成本下降0.6pct至0.7%，负债端盈利能力变得更加优秀。

图表6：平安寿险修正负债成本（剔除假设变动和投资波动影响后的综合负债成本）



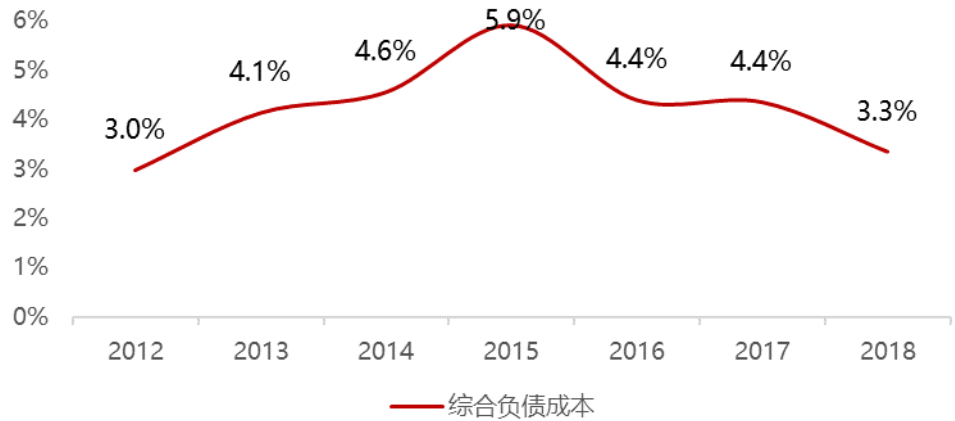
资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

3.2 新华保险：近几年负债成本持续下降，盈利能力明显提升

综合负债成本与投资收益率高度相关，2016年以来明显下降。与平安寿险类似，2012-2018年测算结果显示，新华的综合负债成本波动较大，2012年3.0%，2015年高达5.9%，而2018年降至3.3%，主要原因也是投资波动和精算假设变动。投资方面，新华保险过去几年投资收益率波动较大，2012年投资收益率仅为3.3%，2015年达到7.3%，2018年4.5%，导致综合负债成本同向波动。精算假设变动方面，新华保险在2015-2018

年也是因为精算假设变动增提了较多准备金，进而抬升综合负债成本。纵向比较看，新华的综合负债成本从2016年开始出现了明显下降，2018年继续降至3.3%，且负债成本下降幅度大于投资收益率下降幅度，说明综合利差在扩大，盈利能力有提升。横向比较来看，2018年新华保险的综合负债成本3.3%较平安寿险0.4%还有较大差距，死差、费差等非利差利源贡献还比较小，负债端盈利能力仍有待加强。

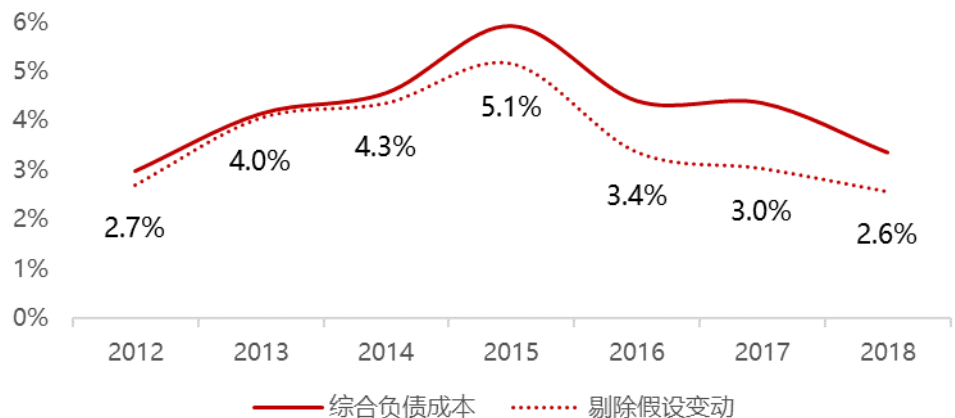
图表7：新华保险综合负债成本



资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

剔除假设变动影响之后，综合负债成本有所下降。同样，我们基于新华保险历年年报“会计估计变更”部分中披露的精算假设变动对利润的影响，按照综合负债成本调整公式计算，结果显示调整后的综合负债成本较调整前有明显下降，特别是2015-2017年下降较多。在精算假设变动中，多数情况下折现率变动的影响较大，所以各家寿险公司假设变动对净利润的影响表现出非常相似的趋势。新华保险在2012-2014年因精算假设变动导致的税前利润变化也并不明显（分别为-11.0/ -4.4/ -11.7亿），所以对综合负债成本的影响也不大，但2015-2017年的调整较大，主要原因也是这三年因精算假设变动增提了大量准备金（分别增提44.9/62.5/82.8亿），综合负债成本被大幅抬升，所以调整后负债成本有明显下降，2015年从5.9%降至5.1%，2016年从4.4%降至3.4%，2017年从4.4%降至3.0%。不同的是，新华保险在2018年仍然因精算假设变动增提准备金50.4亿，使得调整后的综合负债成本2.6%较调整前下降了0.7pct。

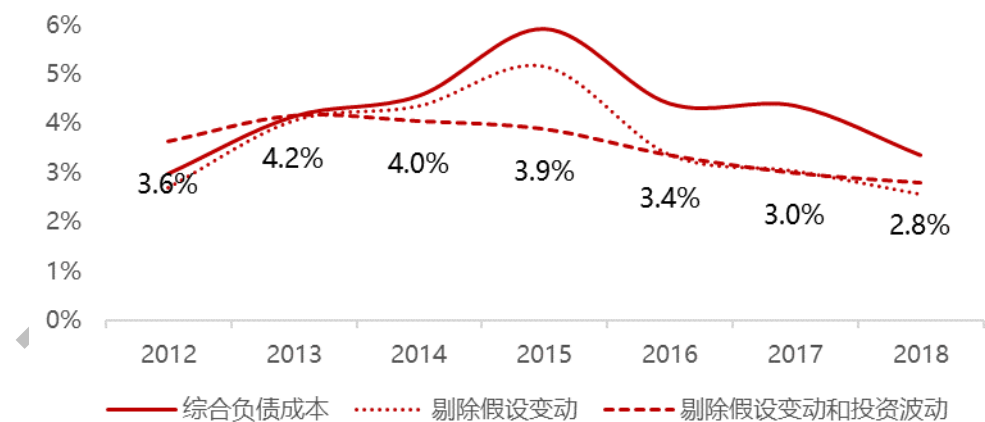
图表8：新华保险综合负债成本（剔除精算假设变动影响后）



资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

修正负债成本其实从2014年就开始下降，2016、2017年明显改善，2018年已经低于3%，盈利能力有大幅改善。用类似方法，基于我们对新华保险财务报表的分析，确定负债吸收比例假设，在剔除假设变动影响后进一步剔除投资波动的影响，测算各年度的修正负债成本，测算结果显示，新华保险的修正负债成本从2014年便已经开始逐年下降，2018年已经降至低于3%。2012年，新华保险修正负债成本为3.6%，2014年提升0.6pct至4.2%，我们判断2014年的成本上行与银保渠道手续费提升有关，2015年开始新华加快转型，规模型业务逐渐收缩，个险期交业务快速增长，业务结构好转使得负债成本有所改善，2016-2017年因大幅压缩高成本的银保趸交业务，修正负债成本分别下降0.5pct、0.4pct，2017年为3%，2018年受益于较好的费用管控，进一步降至2.8%，2012年以来首次低于3%，较2013年的高点4.2%下降了1.4pct，综合利差从0.8%升至2.2%，盈利能力得到大幅提升。

图表9：新华保险修正负债成本（剔除假设变动和投资波动影响后的综合负债成本）



资料来源：公司公告、wind、万联证券研究所

4、修正负债成本可用于寿险公司盈利分析、利润预测等领域

修正负债成本是在综合负债成本基础上结合上市寿险公司的公开披露数据提出的反映寿险公司长期持续盈利能力的显性成本指标，通过第三部分的研究，用修正负债成本展示了平安寿险负债端优秀的盈利能力和新华保险近几年转型带来盈利能力改善。同时修正负债成本也可用于寿险公司盈利能力比较、利润预测等领域，这里我们对其应用做简要讨论。

4.1 修正负债成本是衡量寿险公司盈利能力的重要指标

之前提到，一直以来寿险公司缺乏类似于财险行业综合成本率或传统行业毛利率的指标，但剔除了短期扰动因素的修正负债成本能在一定程度上起到这个作用，这里我们提供几种解读供大家参考：

第一种解读是类比财险行业的综合成本率，承保利润率=1-综合成本率，修正负债成本是在稳定投资收益率预期下的负债端成本，我们可以将“投资收益率-修正负债成本”（综合利差）理解为寿险行业的承保利润率，但不同的是，财险公司的承保利润率基数是已赚净保费，而寿险公司的这个“承保利润率”对应的基数是负债对应的投资资产。

第二种解读是类比传统行业的毛利率，修正负债成本是寿险公司负债端的综合经营成本（利率成本与非利差利源之和），而投资收益可以理解为收入，因此“（投资收益率-修正负债成本）/投资收益率”即可理解为寿险公司的毛利率。

第三种解读是采用利源分析思维，既然修正负债成本是利率成本与非利差利源之和，考虑分红和万能结算之后，主要寿险公司的利率成本通常在 3%-4%之间，准确的数据寿险公司可根据内部数据进行测算，那么综合利差就是全部的利润来源，而（投资收益率-利率成本）则可以理解为利差，“（投资收益率-利率成本）/（投资收益率-修正负债成本）”即是利差对利源的贡献度。

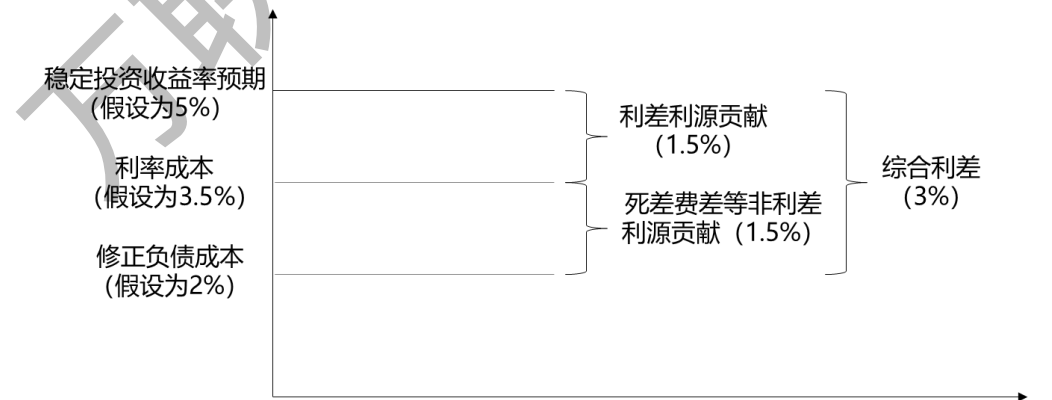
举例来说，假设在稳定投资收益率 5%预期下，利率成本是 3.5%，修正负债成本是 2%，则有：

$$\text{承保利润率} = \text{投资收益率} - \text{修正负债成本} = 5\% - 2\% = 3\%$$

$$\text{毛利率} = (\text{投资收益率} - \text{修正负债成本}) / \text{投资收益率} = (5\% - 2\%) / 5\% = 60\%$$

$$\text{利差对利源贡献度} = (\text{投资收益率} - \text{利率成本}) / (\text{投资收益率} - \text{修正负债成本}) = (5\% - 3.5\%) / (5\% - 2\%) = 50\%$$

图表10：修正负债成本的三种解读方式



资料来源：万联证券研究所

4.2 修正负债成本可以为寿险公司盈利能力比较、利润预测提供参考

修正负债成本为寿险公司盈利能力横向比较提供了新的思路。近几年，中国平安披露了营运利润，其主要思路是在净利润中剔除了短期投资波动、折现率变动影响和管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目，意在反映公司的持续盈利能力，这在内在逻辑上与修正负债成本是基本一致的，因为修正负债成本是在综合负债成本（利润表口径）基础上剔除了投资波动和精算假设变动的的影响。不同之处在于修正负债成本将所有假设变动的的影响都剔除，而中国平安仅剔除折现率变动影响，其中原因之前已解释。但是，修正负债成本的好处在于横向更加可比。营运利润依赖于公司的信息披露，目前 A 股上市险企仅中国平安披露营运利润，即便其他公司也陆续披露，但计算口径也可能有差异，而且绝对值的横向比较难以反映盈利能力的差异，修正负债成本以利率的形式体现寿险公司单位负债的盈利能力，很好地解决了横向比较的问题。

修正负债成本可作为寿险公司利润预测的管理工具。寿险公司的利润预测一直是令人头疼的事情，主要是因为投资收益率的波动和精算假设的变动难以预测，营运利润的出现为专业投资者提供了较好的预测工具，不过剩余边际、营运偏差等概念不是很容易被普通投资者和非专业人士理解。但修正负债成本相对简单，剔除短期扰动之后稳定性较好，用于寿险公司利润预测的可操作性较强。需要注意的是，这里的利润指的是稳定投资收益率预期下且不考虑精算假设变动的利润，与营运利润、稳定性利润、稳态利润等概念类似。经过简单推导可以得到：

寿险公司税前利润=净资产对应的平均投资资产*投资收益率+负债对应的平均投资资产*(投资收益率-修正负债成本)

因此寿险公司利润预测简单转化为投资资产的预测和修正负债成本的趋势判断。当然，简单的方法也有其弊端，修正负债成本并非一成不变，在公司快速发展或转型过程中可能会出现较大的变化，其趋势并不是很容易准确把握。但其实基于营运利润利源分析的利润预测也难以做到非常准确，特别是营运经验的偏差波动较大，因此，虽然用修正负债成本去预测利润的方法并不完美，但这种相对快捷的方法可以为投资者提供一定的参考依据。

5、研究结论与投资建议

修正负债成本更能反映寿险公司负债端长期持续的盈利能力。综合负债成本是完全基于财务报表的测算结果，受精算假设变动和投资波动的影响较大，难以客观反映负债端的盈利能力。从寿险公司长期持续盈利能力的角度看，应更加关注剔除精算假设变动和投资波动影响之后的综合负债成本（修正负债成本），修正负债成本=（总投资收益-（税前利润-精算假设变动影响））/负债对应的平均投资资产 +（5%-实际投资收益率）*负债吸收比例。

修正负债成本测算结果显示平安寿险盈利能力领先主要同业，新华保险近几年有明显改善。我们按照修正负债成本的计算公式进行测算，发现剔除精算假设和投资波动影响后，修正负债成本更稳定，波动更小。平安寿险修正负债成本从2015年开始快速下降，2018年仅为0.7%，远低于主要同业，盈利能力非常出色。新华保险修正负债成本则从2014年就开始下降，2016、2017年明显下降，2018年进一步降至2.8%，盈利能力有明显改善。

修正负债成本可用于寿险公司盈利分析、利润预测等领域。修正负债成本是衡量寿险公司盈利能力的重要指标，基于该概念，我们提出了寿险公司承保利润率、毛利率等指标，也可以从利源分析的角度去看利差、非利差对寿险公司利润的贡献度。修正负债成本不仅为寿险公司盈利能力横向比较提供了新的思路，还可以利用其预测寿险公司的利润，寿险公司税前利润=净资产对应的平均投资资产*投资收益率+负债对应的平均投资资产*(投资收益率-修正负债成本)。

A股上市寿险公司2018年修正负债成本总体呈稳中有降趋势，其中平安寿险盈利能力遥遥领先，新华保险近几年明显改善，目前各家公司较为重视业务结构优化和经营效率提升，随着新业务价值率不断提升和规模效应不断放大，预计未来上市寿险公司的盈利能力有望持续改善。今年以来，保险股受业务复苏、利率企稳回升和股市大幅上行等因素影响估值持续提升，目前估值处于合理区间，长期来看，上市寿险公司较低

的修正负债成本使其长期价值仍有成长空间，维持保险行业“强于大市”评级。

6、风险提示

规模人力大幅下降、保障型业务销售不及预期、权益市场大幅下跌、系统性风险

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场