

保险 II 行业深度报告

优化信息披露，打开报表黑箱，提高长期估值 《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 4 号—— —保险公司信息披露特别规定》深度分析建议 增持（维持）

2024 年 02 月 27 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

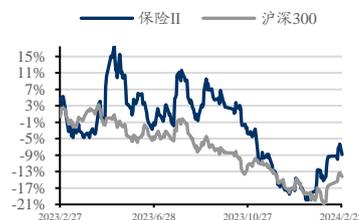
执业证书：S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- 新准则首份年报披露前夕，证监会就上市险企信息披露发布征求意见稿。** 2024 年 2 月 9 日，证监会对《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 4 号——保险公司信息披露特别规定》（以下简称“征求意见稿”）进行修订，并同步向社会公开征求意见，以进一步完善上市险企信息披露要求，帮助投资者更好理解生产经营和财务信息，积极践行以信息披露为核心的注册制下理念。客观来看，投资者理解保险公司报表难度较大，大幅提升上市险企报表理解度和透明度是提升中长期资金青睐的最简单也是最有效的手段。本文笔者从保险研究员角度出发，结合 2023 年 A 股上市险企中报披露情况进行对比分析并对信批提出几点建议。
- 新保险合同准则和新金融工具会计准则披露新增要求对比，1H23 定期报告披露符合征求意见稿要求，保险合同负债及盈利构成需进一步完善。** 从 IFRS17 披露来看，财会数据披露要求方面，征求意见稿建议披露当期初始确认签发的保险合同的合同服务边际数据（NBCSM），目前仅平安和太保披露。相关经营情况回顾要求方面，整体披露情况较为符合征求意见稿要求，但在保险合同负债部分的披露有待进一步优化，具体来看包括险种盈亏及经营状况分析、保险合同负债余额变动、净额变动、结构分布及其原因等。从 IFRS9 披露来看，各上市险企投资收益率口径存在一定差异。
- 从保险研究员角度提出的几点信批建议。** 1. 重塑管理层讨论与分析披露链条：引导从负债增量到负债质量。 当前定期报告管理层讨论与分析仍围绕老准则下原保费/规模保费为核心展开，我们建议充分围绕合同服务边际及其摊销与吸收、保险服务业绩构成等科目展开。2. 参考银行报表体系强化规范披露工作，提高信息可比性。 3. 新增财务报表分析模块，提升报表钩稽关系的理解度。 从利润表分析章节来看，重点围绕保险服务收入、保险服务费用、承保财务损益三大科目展开，分项披露产品、渠道等维度项下数据，并明确披露负债成本率和利源结构整体分析。从资产负债表分析章节来看，重点围绕保险资金运用分析展开，在现有投资收益率（总/净/综合）披露基础上，增加信用成本分析部分，提升投资者对资产质量的认知程度，重点新增保险合同负债分析部分，建议从期初期末变动法、余额构成法两个角度展开，提升分析师预测可行性，并在采用 OCI 选择权下，对承保财务损益和其他综合收益分解。4. 优化会计估计变更披露情况。 5. 优化报表附注披露。 6. 寿险公司几点披露细节探讨。 价值评估体系仍有效，新业务价值与新业务合同服务边际展现了不同视角下公司当期新业务盈利能力。公司资产负债管理有效性受到挑战，建议优化偿付能力计算指标。建议更新内含价值（EV）各类假设和计算方法，提升可信度。7. 产险公司几点披露细节探讨。 老准则下手续费及佣金支出、赔付支出、未决赔款准备金和应收保费仍提供重要信息，建议上市险企在财险分部报告中予以披露与讨论。
- 投资建议：优化信息披露，打开报表黑箱，提高长期估值。** 我们认为保险股投资机会正逐步从左侧转向右侧。当前悬在寿险股估值上方的仍是利差损这一达摩克利斯之剑，关注 2H24 预定利率再次下调的可能性，财险股的避险优势仍将延续。活跃资本市场政策持续加码，严监管肃清市场乱象，为长期资金入市保障制度基础，保险股票投资收益预期改善。推荐中国太保、中国财险、底部反转的新华保险和中国平安。
- 风险提示：实际披露财务信息可比性较差，上市险企定期报告实际披露丰富程度低于预期，终稿与征求意见稿披露存在较大差异**

行业走势



相关研究

《上市险企 1 月保费数据点评：主动放缓银保趸交业务，个险新单稳步增长》

2024-02-22

《追溯基数使净利润下滑，现金分红或超预期保持平稳——上市险企 2023 年年报前瞻》

2024-02-04

内容目录

1. 引言：证监会优化修订上市险企定期报告信批内容	5
1.1. 上市险企实施情况：历经四年准则项目落地	6
1.2. 践行以信息披露为核心的注册制下理念	7
1.3. 征求意见稿核心内容概览	7
2. IFRS17 新旧披露要求详细对比与分析	8
2.1. 财会数据披露要求	8
2.2. 相关经营情况回顾披露信息	9
3. IFRS9 新旧披露要求详细对比与分析	11
3.1. 险企净利润波动大幅增加，FVOCI 资产披露占比仍较低	11
3.2. 投资收益率口径存在一定差异	12
4. 偿二代二期新旧披露要求详细对比与分析	13
4.1. 上市险企偿付能力季度报告摘要交易所挂网情况对比	13
4.2. 披露口径存在差异，建议偿二代报告摘要与上市公司定期报告保持内生统一	15
4.2.1. 关键财务指标存在披露口径不一致	15
4.2.2. 偿二代投资收益率仍按照老准则口径下披露	16
5. 从保险研究员角度提出的几点信批建议	17
5.1. 重塑管理层讨论与分析披露链条：引导从负债增量到负债质量	17
5.2. 参考银行报表体系强化规范披露工作，提高信息可比性	20
5.3. 新增财务报表分析模块，提升报表钩稽关系的理解度	21
5.4. 优化会计估计变更披露情况	24
5.5. 报表附注披露建议	26
5.5.1. 保险服务收入明细	26
5.5.2. 保险服务费用明细	27
5.5.3. 保险合同负债明细	29
5.6. 寿险公司几点披露细节探讨	31
5.6.1. 价值评估体系仍有效，新业务价值与新业务合同服务边际展现了不同视角下公司当期新业务盈利能力	31
5.6.2. 公司资产负债管理有效性受到挑战	31
5.6.3. 建议更新内含价值（EV）各类假设和计算方法	32
5.7. 产险公司几点披露细节探讨	32
6. 投资建议与风险提示	34
6.1. 投资建议	34
6.2. 风险提示	35
7. 附录	36

图表目录

图 1: 原银保监会加强财会监管, 推动保险公司稳妥实施两个新准则	6
图 2: 《财务报告的一般规定》修订主要内容	7
图 3: 征求意见稿主要修订内容	8
图 4: 征求意见稿对财会数据披露要求修订	9
图 5: 中国平安测算利率下行和权益资产下跌对平安集团、平安寿险和平安产险于 2023 年 6 月 30 日偿付能力充足率的影响	14
图 6: 管理层讨论与分析通常包括内容	18
图 7: 管理层讨论与分析是对财务报告一个必要和有益的补充	18
图 8: 东吴证券-寿险行业研究框架: 旧准则下以保费收入现金流为起点	19
图 9: 东吴证券-寿险行业研究框架: 新准则下以合同服务边际摊销为核心	19
图 10: 招商银行管理层讨论与分析谋篇布局	21
图 11: 工商银行管理层讨论与分析谋篇布局	21
图 12: 新增财务报表分析模块, 提升险企报表钩稽关系的理解度	24
图 13: 运用会计政策过程中所作的重要判断及会计估计所采用的关键假设和不确定因素	25
图 14: 1H23 上市险企保险服务收入附注披露明细构成	27
图 15: 1H23 上市险企保险服务收入附注披露明细构成示意	27
图 16: 1H23 上市险企保险服务费用附注披露明细构成	28
图 17: 上市险企 1H23 报表明细中对保险服务费用附注披露	28
图 18: 预计与实际的保险服务费用存在差异 (单位: 百万元, 时间: 1H23)	29
图 19: 保险获取现金流量的摊销在保险服务费用和保险服务收入中以相同金额确认 (单位: 百万元, 时间: 1H23)	29
图 20: 未采用保费分配法计量的保险合同按计量组成部分	31
图 21: CSM 摊销是当期营收的重要贡献和 CSM 变动的组成部分	31
图 22: 新保险合同准则在保险服务收入确认、保险合同负债计量等方面作了较大修改	36
表 1: 近年来财政部就新保险合同会计准则实施的有关通知	5
表 2: 中国太平洋保险 (集团) 设计 IFRS17 招标项目集	6
表 3: 征求意见稿要求披露的会计数据和财务指标	9
表 4: 征求意见稿要对相关经营情况回顾披露信息	10
表 5: A 股上市险企 FVOCI 权益资产金额及占比情况 (截止 2023/6/30, 单位: 百万元, %) ..	11
表 6: A 股上市险企在计算投资收益率时, 存在一定口径差异	12
表 7: 上市险企偿付能力季度报告摘要交易所挂网情况对比	14
表 8: 上市险企根据《保险公司偿付能力监管规则第 15 号: 偿付能力信息公开披露》要求披露财务指标情况	15
表 9: 偿二代报告摘要下 3Q23 头部寿险公司业绩概览——主要经营指标分析 (单位: 亿元, %)	16
表 10: 偿二代报告摘要下 3Q23 头部财险业概览——主要经营指标分析 (单位: 亿元, %)	16
表 11: 偿二代投资收益率仍按照老准则口径下披露	17
表 12: 招商银行与工商银行在利润表分析、资产负债分析、贷款质量分析和资本充足情况分析四个方面具有很强的统一性和可比性	20
表 13: 综合金融类集团管理层讨论与分析章节披露框架	22

表 14: 产寿险集团类上市险企管理层讨论与分析章节披露框架	22
表 15: 纯寿险上市险企管理层讨论与分析章节披露框架	23
表 16: 上市险企 FCF 折现率确定方法情况统计	26
表 17: 平安寿险及健康险分部披露了营运利润、净利润和合同服务边际构成, 我们在此基础上予以预测	29
表 18: 上市险企财险业务分部主要承保财务数据一览: 1H22 分类老准则披露和新准则追溯对比	33
表 19: 新准则下综合成本率、综合费用率与综合赔付率构成	33
表 20: 老准则下的未决赔款准备金和应收保费仍提供丰富财务信息, 建议继续披露	34

1. 引言：证监会优化修订上市险企定期报告信批内容

新准则首份年报披露前夕，证监会就上市险企信息披露发布征求意见稿。2024年2月9日，为进一步落实《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》（国发〔2020〕14号），完善分行业信息披露标准，证监会对《公开发行证券的公司信息披露编报规则第4号——保险公司信息披露特别规定》（以下简称“征求意见稿”）进行修订，并同步向社会公开征求意见，以进一步完善上市保险公司信息披露要求，以引导上市保险公司不断提升信息披露的针对性和有效性，帮助投资者更好理解上市险企的生产经营和财务信息。意见反馈截止时间为2024年3月8日，我们预计监管意在提高和完善上市险企2023年年报信息披露工作。

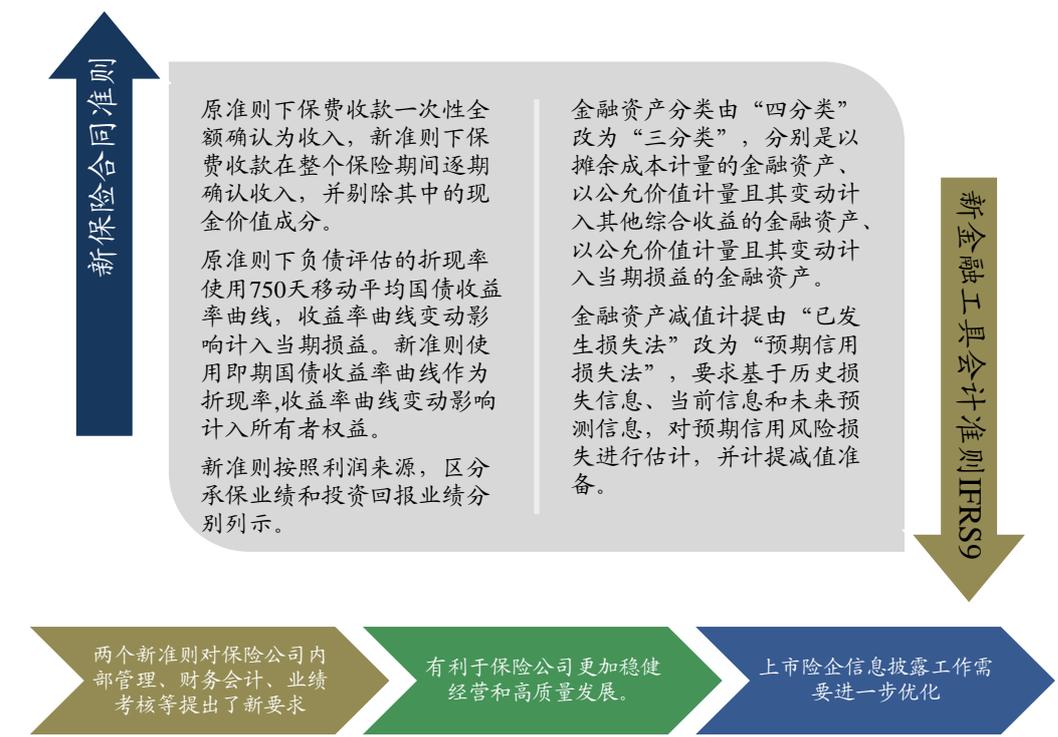
表1：近年来财政部就新保险合同会计准则实施的有关通知

时间	政策/文件	主要内容
2020年12月24日	修订印发《企业会计准则第25号——保险合同》的通知	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。
2022年12月27日	《关于修订印发2023年度保险公司财务报表格式的通知》	规范保险公司财务报表格式：资产负债表、利润表、现金流量表和所有者权益变动表
2023年3月13日	会计司发布新保险合同会计准则（财会〔2020〕20号）实施问答	就实施实务中出现的四个操作问题进行问答
2023年12月7日	《关于严格执行企业会计准则 切实做好企业2023年年报工作的通知》中明确“执行新保险合同会计准则的企业，应当严格按照该准则规定确认保险服务收入”	<ul style="list-style-type: none"> ● 对于未采用保费分配法的保险合同组，企业确认的当期保险服务收入由未到期责任负债账面价值当期减少额中因当期提供保险合同服务而预计取得的对价金额和保险获取现金流量摊销的金额组成。与当期提供保险合同服务不相关的变动和分摊至未到期责任负债亏损部分的金额不应确认为保险服务收入。在确认保险服务收入时，不得包含保险合同中的投资成分。 ● 对于采用保费分配法的保险合同组，企业应当将已收和预计收取的保费扣除投资成分并对重大融资成分进行调整后分摊至当期的金额，确认为保险服务收入。

数据来源：财政部，东吴证券研究所

偿二代二期与新准则实施，对定期报告披露工作提出了较高的要求。根据证监会通告，本次修订结合《企业会计准则第25号——保险合同》（后文简称IFRS17）、《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（后文简称IFRS9）、《保险公司偿付能力监管规则（II）》（后文简称偿二代）等相关规定，对相关会计或经营指标的披露要求进行调整，并结合保险公司信息披露实践情况，进一步优化披露内容，增强信息披露的针对性和有效性。

图1: 原银保监会加强财会监管, 推动保险公司稳妥实施两个新准则



数据来源: 国家金融监督管理总局, 东吴证券研究所

1.1. 上市险企实施情况: 历经四年准则项目落地

上市险企为实施新准则花费了较多的人力、物力和财力。上市险企从2023年1月1日起, 实施IFRS9和IFRS17两个新准则。新准则虽然复杂, 但整体来看有利于保险业稳健运行, 回归保险保障本源, 实现高质量发展。IFRS17被誉为史上最复杂会计准则, 在缺乏可借鉴经验的背景下, 经过四年奋战, 上市险企构建了新准则下的会计核算体系与精算评估体系。中国太保在公司2023年十件大事中提出“公司积极推进新准则下财务管理规则设置、系统建设和会计核算, 按时完成2023年各期定期报告, 成为业内首批执行新准则并完成法定披露要求的保险公司。”

表2: 中国太平洋保险(集团)设计IFRS17招标项目集

时间	项目概览	主要内容
2019/5/17	2019年集团IFRS17项目DSP咨询采购项目	2019年集团IFRS17项目DSP咨询采购项目
2020/2/21	2020年IFRS17数据处理和计量平台项目	新建集团统一的IFRS17数据处理平台和计量平台, 集成集团内各专业子公司的数据, 并进行相应的数据处理、计量、校验、分析、存储, 确保业务数据和财务精算数据的准确性、连续性、完整性、一致性、时效性、颗粒度, 为生成符合IFRS17准则要求的财务报告和提升内部管理需要提供支持。
2020/2/27	IFRS17项目寿险IDS系统配套升级项目	根据IFRS17项目需要通过IDS系统获取的寿险业务数据, 有部分数据IDS已经接入, 需IDS提供技术方面的支持, IDS现没有接入的数据需新增模型接入, 并维护每日增量文件稳定的、准确的、完整的、高时效的提供增量文件给IFRS17项目, 支持I17项目寿险系统业务数据的获取。

2020/9/2	IFRS+17 过渡期数据需求- 寿险 2017 版精算系统数据 校验采购项目	2007 年至 2011 年相关现金流数据的迁移;财务收支数据的业务口径分析和源数据探查;财务收支数据取数逻辑的设计和确认;2007-2019 年现金流提数脚本开发(包含 informix、oracle、hive);数据提取和核对。
2020/11/20	集团 IFRS17 数据处理平台和 计量平台项目测试采购	集团 IFRS17 数据处理平台和计量平台两个新建系统项目阶段的测试服务
2022/12/12	集团 IFRS17 子合同组项目 SAS 软件采购项目	采购 SAS IFRS17 SubGroup 软件 1 套, 终身许可

数据来源: 中国太平洋(保险)集团公司官网(招标公告信息), 东吴证券研究所

A 股上市险企于 2023 年初同步实施 IFRS17 和 IFRS9, 并且按照 IFRS17 规定追溯上年可比数据, 按照 IFRS9 规定选择不追溯上年可比数据。A 股上市险企(中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险和中国人保), 除中国人寿选择豁免外, 选择在 A 股继续披露旧准则并在 H 股按照 HKIFRS9 披露新准则下财务信息, 其余上市险企均统一选择实施新准则。值得鼓励的是, 国寿以负责任的态度对外披露新旧准则两套财务报告, 为市场提供更全面、更丰富的信息。

1.2. 践行以信息披露为核心的注册制下理念

信息披露是股票发行注册制的灵魂。当前, 保险行业正历经高质量发展转型的阵痛期, A 股上市险企估值水平处于历史绝对低位, 并显著低于海外可比公司估值水平。上市公司应主动进一步加强信息披露建设, 主动释放公司基本面变化信息。我们建议各上市险企可以主动增加披露信息的频次和内容, 提高上市公司信息透明度, 帮助投资者价值发现, 促进市场理性估值。此前证监会为完善资本市场财务信息披露规则, 进一步规范公开发行证券的公司财务信息披露行为, 保护投资者合法权益, 修订发布《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》, 优化调整规则部分规定条款, 明确了重要性判断原则, 减少冗余信息披露并细化重要报表科目附注披露。

图2: 《财务报告的一般规定》修订主要内容



数据来源: 证监会, 东吴证券研究所

1.3. 征求意见稿核心内容概览

投资者理解保险公司报表难度较大, 大幅提升上市险企报表理解度和透明度是提升

中长期资金青睐的最简单也是最有效的手段。本次征求意见稿调整进一步完善了上市保险公司信息披露要求，以引导上市保险公司不断提升信息披露的针对性和有效性，帮助投资者更好理解上市保险公司的生产经营和财务信息。**依据《证券法》的规定，定期报告分为年度报告和中期报告。**对于投资者而言，定期报告尤其是年度报告，是上市公司对整个报告期内生产经营、财务状况、投资发展、治理内控等情况的总结分析，是投资者获取公司信息的重要来源，以及投资决策的重要依据。

图3: 征求意见稿主要修订内容

<p>基于当前会计准则要求调整相关指标披露要求</p> <ul style="list-style-type: none"> 1. 对部分旧准则口径的指标进行调整，并增加新准则下有助于投资者理解保险公司生产经营情况的相关会计数据或财务指标。 2. 基于新金融工具准则等相关要求，调整第六条的投资资产披露要求中关于金融工具科目的相关表述。 3. 删除与其他规则重复规定，或者不再适用《新保险合同准则》以及企业经营实际的信息披露要求，如删除原第七条、原第十条、原第十一条以及原第九条的部分条文内容。
<p>基于偿二代二期等调整相关披露要求</p> <ul style="list-style-type: none"> 1. 修改关于偿付能力相关表述，如将“实际偿付能力额度、最低偿付能力额度”修改为“实际资本、最低资本”等； 2. 将风险类别的列示内容修改为“保险风险、信用风险、市场风险、操作风险、战略风险、声誉风险、流动性风险等”； 3. 将“总精算师”相关表述完善为“总精算师（或具有相同职权的管理人员）”。
<p>明确新旧衔接的过渡期政策要求</p> <ul style="list-style-type: none"> 尚未执行IFRS17的上市保险公司（含上市公司控股子公司），在过渡期内可继续按照原披露要求执行。

数据来源：证监会，东吴证券研究所

2. IFRS17 新旧披露要求详细对比与分析

根据征求意见稿，IFRS17 对保险服务收入确认、保险合同负债计量等方面都做出较大修改。本次修订在第四条、第六条、第八条中对部分旧准则口径的指标进行调整，并增加新准则下有助于投资者理解保险公司生产经营情况的相关会计数据或财务指标。

2.1. 财会数据披露要求

根据征求意见稿，保险公司在定期报告中披露会计数据、财务指标时，应当包括以下指标，我们整理如下表所示，并结合 1H23 上市险企实际披露情况进行横向对比。

上市险企目前实际的披露情况基本符合征求意见稿要求。根据 IFRS17 要求，保险公司签发的保险合同组合账面价值为贷方（借方）余额的，列示为保险合同负债（资产）；分出的再保险合同组合账面价值为借方（贷方）余额的，列示为分出再保险合同资产（负债）。平安、国寿和新华根据重要性水平调整披露项目后未披露保险合同资产数据。五家上市险企均按照要求，披露了包含已发生赔款负债、未到期责任负债等明细科目的保险合同负债的数据。**值得注意的是，当前仅有中国平安和中国太保披露寿险公司当期初始确认签发的保险合同的合同服务边际数据。**

图4：征求意见稿对财会数据披露要求修订

原披露要求	征求意见稿
<ul style="list-style-type: none"> 已赚保费、投资资产、未决赔款准备金（非寿险）、未到期责任准备金（非寿险）、赔付支出；已赚保费增长率、投资收益率、综合成本率（非寿险）、综合赔付率（非寿险）及退保率（寿险） 	<ul style="list-style-type: none"> 保险服务收入、保险服务费用、保险合同资产、保险合同负债（包含已发生赔款负债、未到期责任负债等明细科目）、分出再保险合同资产、分出再保险合同负债、分出保费的分摊、摊回保险服务费用、承保财务损益、分出再保险财务损益、签发保险合同的合同服务边际（人身险公司）、当期初始确认签发的保险合同的合同服务边际（人身险公司）、投资收益率、综合成本率（财产险公司）、综合赔付率（财产险公司）

数据来源：证监会，东吴证券研究所

表3：征求意见稿要求披露的会计数据和财务指标

披露要求	中国平安	中国人寿H股	中国太保	新华保险	中国人保
保险服务收入	✓	✓	✓	✓	✓
保险服务费用	✓	✓	✓	✓	✓
保险合同资产	重要性水平调整	重要性水平调整	✓	重要性水平调整	✓
保险合同负债（包含已发生赔款负债、未到期责任负债等明细科目）	✓	✓	✓	✓	✓
分出再保险合同资产	✓	✓	✓	✓	✓
分出再保险合同负债	✓	✓	✓	重要性水平调整	✓
分出保费的分摊	✓	✓	✓	✓	✓
摊回保险服务费用	✓	✓	✓	✓	✓
承保财务损益	✓	✓	✓	✓	✓
分出再保险财务损益	✓	✓	✓	✓	✓
签发保险合同的合同服务边际（人身险公司）	✓	✓	✓	✓	×
当期初始确认签发的保险合同的合同服务边际（人身险公司）	✓	×	✓	×	×
投资收益率	✓	✓	✓	✓	✓
综合成本率（财产险公司）	✓	不适用	✓	不适用	✓
综合赔付率（财产险公司）	✓	不适用	✓	不适用	✓

数据来源：证监会，东吴证券研究所；注：根据征求意见稿，若相关项目金额较小且对财务报告使用者影响较小，保险公司可根据重要性水平调整上述披露项目

2.2. 相关经营情况回顾披露信息

根据征求意见稿，保险公司在按照有关定期报告的内容与格式准则及编报规则的要求对相关经营情况进行回顾时，原则上应当包括但不限于以下内容，我们整理如下表所

示，并结合 1H23 上市险企实际披露情况进行横向对比。

上市险企目前实际的披露情况较为符合征求意见稿要求，保险合同负债部分的披露有待进一步优化。我们建议上市险企增加文字解释性分析内容，按险种类别解读盈亏情况，并加强对各项指标的数据增减变动的原因分析，以利于投资者更好地理解报表。对于保险合同负债情况的披露应当包括保险合同负债和分出再保险合同负债的余额变动、净额变动、结构分布及其原因，目前没有上市险企完全符合要求。此外，财产险公司应当披露的报告期末承担重大保险责任的保单情况及其分保安排目前也没有上市险企体现在报告中。

表4：征求意见稿要对相关经营情况回顾披露信息

披露要求		中国平 安	中国人寿 H 股	中国太 保	新华保 险	中国人保	
经营 状况 与成 果分 析	保险服务收入	✓	✓	✓	✓	✓	
	保险服务费用	✓	✓	✓	✓	✓	
	按保险合同组合的 汇总大类(或险种类 别)	盈利或亏损情况	★★★	★	★★	★	★
	经营状况与成果	✓	✓	✓	✓	✓	
	增减变动原因	★★★	★	★★	★	★	
	业务经营视角：区分 主要险种类别、区域 分布、主要销售渠道 类别等	当期规模保费或当期 原保险保费收入	✓	✓	✓	✓	✓
寿 险 业 务	退保率	×	✓	✓	✓	✓	
	继续率	✓	✓	✓	✓	✓	
	保险合同负债和分出 再保险合同负债的余 额变动	×	×	×	×	×	
保 险 合 同 负 债 情 况	按保险合同计量所 采用的方法披露保 险合同负债和分出 再保险合同负债	保险合同负债和分出 再保险合同负债的净 额变动	✓	×	×	×	×
	保险合同负债和分出 再保险合同负债的结 构分布及原因	×	×	×	×	×	
	公司投资政策	✓	✓	✓	✓	✓	
投 资 资 产 情 况	按投资对象分为指定 类别	✓	✓	✓	✓	✓	
	投资资产构成	按会计核算方法分为 指定类别	✓	✓	✓	✓	✓
	变动情况及原因	✓	✓	✓	✓	✓	

再保 险业 务	财产保险公司	报告期末承担重大保 险责任的保单情况及 其分保安排	×	不适用	×	不适用	×
偿付 能力 状况		实际资本	✓	✓	✓	✓	✓
		最低资本	✓	✓	✓	✓	✓
		偿付能力充足率（低于监管标准时，应予以 相应说明并提出解决措施）	✓	✓	✓	✓	✓

数据来源：证监会，东吴证券研究所；注：我们根据征求意见稿，对原因分析类披露类要求根据上市险企实际执行情况给予★赋分，★数量越高表明原因即分析披露更为充分，更有利于投资者理解

3. IFRS9 新旧披露要求详细对比与分析

3.1. 险企净利润波动大幅增加，FVOCI 资产披露占比仍较低

IFRS9 下，原 AFS（可供出售金融资产）科目被取消，大量股票被计入 FVTPL（以公允价值计量且其变动计入当期损益）科目，放大了当期净利润波动，我们以 A 股上市险企为例，1H23 合计二级市场股票投资余额为 1.054 万亿元，若持仓下跌 10%，在假设 50% 分红险占比下，对当期净利润影响为 527 亿元，金额较大。上市险企仍在积极探索 FVOCI（以公允价值计量且其变动计入其他综合损益）科目认定和布局，但幅度不大。我们以 A 股上市险企为例，1H23 合计 FVOCI 权益工具中股票余额为 2367.59 亿元，在股票持仓占比为 22.46%，由高至低分别为平安（67.05%）、人保（31.25%）、太保（14.08%）、新华（5.85%）和国寿（0.03%），认定比例并不高。

表5：A 股上市险企 FVOCI 权益资产金额及占比情况（截止 2023/6/30，单位：百万元，%）

公司	其他权益工具 投资期末余额	其中： 股票	其中：永 续金融 产品	其中：其 他权益类 投资	保险资金运 用余额	权益投 资余额	股票投 资余额	FVOCI 在权益 投资占 比	FVOCI 在股票 投资占 比
平安	189,392	189,392	-	-	4,615,762	835,016	282,470	22.7%	67.0%
国寿	127,059	135	75,725	51,198	5,421,819	976,991	435,889	13.0%	0.03%
太保	90,271	26,701	12,635	50,935	2,118,655	331,498	189,624	27.2%	14.1%
新华	5,786	5,769		17	1,259,159	309,175	98,681	1.9%	5.8%
人保	81,138	14,762	54,871	11,505	1,379,818	440,165	47,240	18.4%	31.2%
合计值	582,620	236,759	143,231	113,655	14,795,213	2,892,845	1,053,904	20.1%	22.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

实务中，部分中小机构在认定股票类 FVOCI 资产的难度主要来自两方面。一方面，股票为体现大类资产配置下收益增强属性，承担一定资本利得要求，部分中小机构绝对收益率考核要求仍为大个位数甚至两位数，绝对股息策略或难以满足绝对收益率要求。另一方面，根据财政部对权益工具投资为“非交易性”判断要求——取得相关金融资产的目的并非主要是为了近期出售或回购。根据我们和会计事务所沟通，实务中往往 6 个月不能交易。值得注意的是，公募基金需直接计入 FVTPL 一定程度上降低了 FOF 配置的积极性。

3.2. 投资收益率口径存在一定差异

A股上市险企在计算投资收益率时，存在一定口径差异。1.从净投资收益（NII）来看，基本保持一致，主要包括固收类资产利息收入和权益类资产的分红收益，除太保和新华外，其余上市险企均将联营企业和合营企业收益计入NII；2.从总投资收益（TII）来看，基本保持一致，主要在净投资收益基础上，加上投资资产买卖价差损益、公允价值变动损益和投资资产减值损失。3.从综合投资收益（CII）来看，新准则下仅有中国平安和中国太保披露，但在计算方式上略有差异，1H23平安综合投资收益剔除支持寿险及健康险业务的以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债权投资的公允价值变动59,265百万元，以体现公司资产负债管理的经济实质；太保综合投资收益包括总投资收益额、当期计入FVOCI的权益类资产的变动影响及其当期转入留存收益的金额等。4.国寿、平安和太保在计算投资收益率时剔除FVOCI的债权投资的公允价值变动额。5.平安披露相对更为全面，分别披露寿险及健康险业务、财产保险业务的投资收益率。6.太保投资收益率计算均未年化考虑，其余险企均进行了年化，国寿和平安明确披露对买入返售金融资产利息收入、卖出回购金融资产款及拆入资金利息支出、分红收入、投资差价收入、公允价值变动损益等均不做年化处理。

表6: A股上市险企在计算投资收益率时，存在一定口径差异

	净投资收益 NII	总投资收益 TII	综合投资收益 CII	备注
中国人寿	包括固定到期类净投资收益、权益类净投资收益、投资性房地产净投资收益、现金及其他投资收益、应占联营企业和合营企业收益	净投资收益+已实现处置收益+未实现损益-投资资产信用减值损失		在计算投资收益率时，分母平均投资资产不含以FVOCI的债权类投资的公允价值变动额，以反映公司资产负债管理的战略意图，同时仅对固定到期类资产的利息收入和投资性房地产的租金收入等进行年化，对买入返售金融资产和卖出回购金融资产款的利息收入/支出、分红收入、价差收入、公允价值变动损益等均不年化
中国平安	包含存款利息收入、债权型金融资产利息收入、股权型金融资产分红收入、投资性物业租金收入以及应占联营企业和合营企业损益等	包含证券投资差价收入及公允价值变动损益。	1H23综合投资收益剔除支持寿险及健康险业务的以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债权投资的公允价值变动59,265百万元，以体现公司资产负债管理的经济实质	分别披露寿险及健康险业务、财产保险业务的投资收益率。计算投资收益率时剔除支持寿险及健康险业务的FVOCI的债权投资的公允价值变动额，以体现公司资产负债管理的经济实质。 在年化投资收益率计算中，仅对存款利息收入、债权型金融资产利息收入和投资性物业租金收入等进行年化处理，对买入返售金融资产利息收入、卖出回购金融资产款及拆入资金利息支出、分红收入、投资差价收入、公允价值变动损益等均不做年化处理。

中国太保	包括利息收入、分红和股息收入、投资性房地产租金收入	净投资收益+证券买卖损益+公允价值变动损益+投资资产减值损失+权益法下对联营/合营企业的投资收益等	分子包括总投资收益额、当期计入 FVOCI 的权益类资产的变动影响及其当期转入留存收益的金额等	投资收益率计算均未年化考虑，作为分母的平均投资资产参考 Modified Dietz 方法的原则计算且未考虑 FVOCI 的债权类投资的公允价值变动额。 未披露产寿险子公司投资收益率情况
新华保险	现金及现金等价物、定期存款、债权型投资及其他投资资产的利息收入、股权型投资的股息和分红收入	净投资收益+投资资产买卖价差损益+公允价值变动损益+投资资产减值损失+联营企业和合营企业权益法确认损益。	未披露	
中国人寿	净投资收益 = 总投资收益 - 投资资产处置损益 - 投资资产公允价值变动损益 - 投资资产减值损失	总投资收益=固定收益投资+公允价值计量的权益投资+其他投资	未披露	未披露产寿险子公司投资收益率情况

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 偿二代二期新旧披露要求详细对比与分析

根据《保险公司偿付能力监管规则第 15 号：偿付能力信息公开披露》的规定，保险公司应当编制偿付能力季度报告摘要并对外公开披露。上市保险公司及其子公司应当在第 1 季度和第 3 季度结束后 30 日内，披露偿付能力季度报告摘要；在披露半年度财务报告和年度财务报告的同时，披露第 2 季度和第 4 季度的偿付能力季度报告摘要。因此，除定期报告中披露的偿付能力信息外，投资者亦可以通过保险行业协会偿付能力信息披露专栏，下载偿付能力季度报告摘要。

4.1. 上市险企偿付能力季度报告摘要交易所挂网情况对比

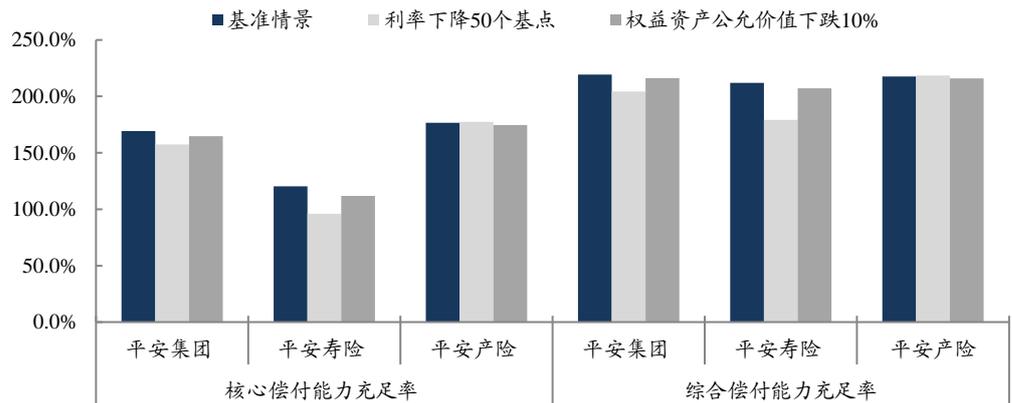
根据征求意见稿，上市险企应该分析期末偿付能力情况，包括但不限于实际资本、最低资本及偿付能力充足率。偿付能力充足率低于监管标准时，应予以相应说明并提出解决措施。我们结合上市险企定期报告中披露偿付能力信息与上交所披露偿付能力报告情况，整理如下表所示。具体来看，平安、新华和人保未在上交所挂网披露偿付能力报告摘要，国寿于上交所全文披露偿付能力季度报告摘要，太保节选披露太保财险、太保人寿、安信农险和太保健康四家子公司偿付能力季度报告摘要节录（每季度）和中国太保（集团）偿付能力报告摘要节录（每半年度）。值得注意的是，平安主动披露偿付能力充足率敏感性，公司测算利率下行和权益资产下跌对平安集团、平安寿险和平安产险偿付能力充足率的影响。

表7: 上市险企偿付能力季度报告摘要交易所挂网情况对比

公司名称	定期报告中披露偿付能力信息	上交所披露偿付能力报告情况
中国平安	根据监管规定, 计算和披露平安集团、平安寿险、平安养老险、平安健康险和平安产险核心资本、实际资本、最低资本和偿付能力充足率, 并测算利率下行和权益资产下跌对平安集团、平安寿险和平安产险于2023年6月30日偿付能力充足率的影响	不挂网
中国人寿	计算和披露核心资本、实际资本、最低资本、核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率, 并解释变动原因	全文挂网偿付能力季度报告摘要
中国太保	根据监管规定, 计算和披露太保集团、太保寿险、太保产险、太平洋健康险、太平洋安信农险核心资本、实际资本、最低资本和偿付能力充足率, 并解释变动原因	节选披露太保财险、太保人寿、安信农险和太保健康四家子公司偿付能力季度报告摘要节录(每季度)和中国太保(集团)偿付能力报告摘要节录(每半年度)
新华保险	计算和披露核心资本、实际资本、最低资本、核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率, 并解释变动原因	不挂网
中国人保	计算和披露人保集团核心资本、实际资本、最低资本和偿付能力充足率, 计算和披露人保财险、人保寿险和人保健康核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率	不挂网

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 中国平安测算利率下行和权益资产下跌对平安集团、平安寿险和平安产险于2023年6月30日偿付能力充足率的影响



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 披露口径存在差异，建议偿二代报告摘要与上市公司定期报告保持内生统一

4.2.1. 关键财务指标存在披露口径不一致

由于根据《保险公司偿付能力监管规则第 15 号：偿付能力信息公开披露》第八条，保险公司偿付能力季度报告摘要应披露净利润、总资产、净资产、基本每股收益、净资产收益率、总资产收益率、投资收益率、综合投资收益率等旧准则口径下的主要经营和财务指标，而上市公司则需要披露新准则下的财务报告，在新旧会计准则下部分财务指标差异较大，且不具有可比性，若同时披露，一方面会对报表使用者造成困扰或误导，大幅增加公司的解释难度，另一方面，在两套准则下，反映公司经营成果的净利润指标存在较大差异，会为公司内部管理和考核评价增加难度。

我们认为，考虑到相同指标披露不同口径信息而给各方可能产生困扰或误导，并且不利于保险公司内部管理和考核评价，建议监管机构给予一定的披露自由度，允许上市保险公司及子公司自行选择偿付能力报告摘要中主要财务指标的披露口径。从 A 股上市险企披露实务来看，平安人寿、太保人寿、新华人寿明确净利润、总资产、净资产、保险合同负债指标根据 IFRS9 和 IFRS17 编制，基本每股收益、净资产收益率、总资产收益率依据新准则指标结果，按照《保险公司偿付能力监管规则第 15 号：偿付能力信息公开披露》公式计算，而投资收益率、综合投资收益率、近三年平均投资收益率、近三年平均综合投资收益率根据老准则结果计算。

表8：上市险企根据《保险公司偿付能力监管规则第 15 号：偿付能力信息公开披露》要求披露财务指标情况

类型	公司名称	旧准则下披露	新准则下披露	
寿险公司	平安人寿 太保人寿 新华人寿	投资收益率（及近三年平均）、综合投资收益（及近三年平均）	净利润、总资产、净资产、保险合同负债、基本每股收益、净资产收益率、总资产收益率	
	中国人寿 人民人寿 人保健康	净利润、总资产、净资产、保险合同负债、基本每股收益、净资产收益率、总资产收益率、投资收益率（及近三年平均）、综合投资收益（及近三年平均）	不披露	
	财险公司	人保财险	净利润、总资产、净资产、保险合同负债、基本每股收益、净资产收益率、总资产收益率、投资收益率（及近三年平均）、综合投资收益（及近三年平均）	不披露
		平安财险 太保财险	投资收益率（及近三年平均）、综合投资收益（及近三年平均）	净利润、总资产、净资产、保险合同负债、基本每股收益、净资产收益率、总资产收益率

数据来源：保险行业协会，公司公告，东吴证券研究所

表9: 偿二代报告摘要下 3Q23 头部寿险公司业绩概览——主要经营指标分析 (单位: 亿元, %)

指标名称-本年累计数	中国人寿	平安寿险	太保人寿	泰康人寿	新华人寿	太平人寿	人民人寿	友邦人寿	合计值
保险业务收入 (万元)	4,701	2,862	1,551	1,175	1,079	1,022	788	352	13,529
净利润 (万元)	143	483	140	65	93	46	36	31	1,038
总资产 (万元)	55,137	41,414	18,743	13,157	12,984	10,377	6,165	2,947	160,924
净资产 (万元)	4,503	3,124	1,158	732	1,097	624	424	234	11,896
保险合同负债 (万元)	42,159	36,765	16,784	7,880	11,039	8,403	4,444	2,292	129,765
基本每股收益 (元)	0.57	1.43	1.63	2.18	2.98	0.00	0.14	0.00	/
净资产收益率 (%)	3.20%	15.90%	12.77%	9.16%	8.36%	7.88%	8.95%	13.80%	8.91%
总资产收益率 (%)	0.27%	1.20%	0.77%	0.52%	0.74%	0.47%	0.61%	1.09%	0.67%
投资收益率 (%)	1.64%	1.71%	1.46%	1.47%	1.01%	1.43%	2.27%	1.57%	1.58%
综合投资收益率 (%)	1.99%	2.79%	2.23%	1.75%	2.49%	2.36%	2.46%	3.01%	2.31%

数据来源: 保险行业协会, 公司公告, 东吴证券研究所, 其中平安寿险、太保人寿、新华人寿净利润、总资产、净资产、保险合同负债、基本每股收益、净资产收益率、总资产收益率基于老准则, 其余数据均基于新准则

表10: 偿二代报告摘要下 3Q23 头部财险业概览——主要经营指标分析 (单位: 亿元, %)

指标名称-本年累计数	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险	合计值
保险业务收入	4,109	2,259	1,482	240	391	807	9,289
净利润	223	101	45	0	4	20	393
总资产	8,056	4,556	2,095	393	934	1,457	17,493
净资产	2,195	1,268	528	83	246	342	4,662
保险合同负债	4,366	2,901	1,209	237	488	857	10,060
净资产收益率	10.40%	8.24%	8.60%	0.27%	1.81%	5.82%	8.4%
总资产收益率	2.87%	2.24%	2.20%	0.06%	0.49%	1.38%	2.2%
投资收益率	3.26%	1.74%	2.20%	2.57%	1.75%	2.31%	2.6%
综合投资收益率	2.62%	2.26%	3.00%	1.45%	1.92%	1.47%	2.4%
综合成本率	97.72%	100.11%	98.50%	100.84%	100.43%	100.18%	98.9%
综合费用率	24.75%	29.35%	27.90%	35.46%	32.05%	29.18%	27.5%
综合赔付率	72.97%	70.75%	70.60%	65.38%	68.38%	71.01%	71.4%

数据来源: 保险行业协会, 公司公告, 东吴证券研究所, 其中平安财险和太保财险净利润、总资产、净资产、保险合同负债、基本每股收益、净资产收益率、总资产收益率基于老准则, 其余数据均基于新准则

4.2.2. 偿二代投资收益率仍按照老准则口径下披露

偿二代投资收益率仍按照老准则口径下披露, 上市险企近三年 (2020-2022) 长期投资收益率保持稳健。偿二代报告摘要中涉及 (平均) 投资收益率和 (平均) 综合投资收益率计算, 并统一采用老准则口径。根据 2023 年 9 月金监总局发布的《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》, 保险公司应加强投资收益长期考核, 在偿付能力季度报告摘要中公开披露近三年平均的投资收益率和综合投资收益率。截止 9M23, 寿险

老七家行业平均近三年（2020-2022）投资收益率和平均近三年（2020-2022）综合投资收益率分别为 4.91%和 4.30%。上市险企作为头部公司重视长期投资，积极发挥中长期资金的市场稳定器和经济发展助推器作用，近三年（2020-2022）长期投资收益率相对稳健。

表11：偿二代投资收益率仍按照老准则口径下披露

计算指标	公式
投资收益率	$\frac{\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{汇兑损益} - \text{投资资产减值损失} - \text{投资业务的税金及附加} - \text{利息支出}}{\text{报告期资金运用平均余额}} \times 100\%$ <p>其中，报告期资金运用平均余额 = (期初资金运用余额 + 期末资金运用余额) ÷ 2，计算时应扣除独立账户的投资资产及其投资收益；</p>
综合投资收益率	$\frac{\text{投资收益} + \text{公允价值变动损益} + \text{汇兑损益} + \text{可供出售金融资产的公允价值变动净额} - \text{投资资产减值损失} - \text{投资业务的税金及附加} - \text{利息支出}}{\text{报告期资金运用平均余额}} \times 100\%$ <p>其中，报告期资金运用平均余额 = (期初资金运用余额 + 期末资金运用余额) ÷ 2，计算时应扣除独立账户的投资资产及其投资收益。</p>
平均投资收益率	$\left[(1 + \text{过去第1年(综合)投资收益率}) \times (1 + \text{过去第2年(综合)投资收益率}) \times (1 + \text{过去第3年(综合)投资收益率}) \right]^{(1/3)} - 1$

数据来源：保险行业协会，东吴证券研究所

5. 从保险研究员角度提出的几点信批建议

正如前文所说在注册制下，信息披露的地位凸显。近期证监会在优化《财务报告的一般规定》规范时明确提出要求压缩模版化披露空间，要求公司结合自身情况充分披露重要会计政策及会计估计，不得照搬照抄《企业会计准则》，同时细化重要报表项目附注披露要求，便于投资者充分了解公司情况。我们从保险研究员角度出发，对新准则信息披露提出几点信批建议。

5.1. 重塑管理层讨论与分析披露链条：引导从负债增量到负债质量

根据上交所《读懂上市公司定期报告》中“管理层讨论和分析”相关章节，管理层讨论与分析是上市公司定期报告的重要组成部分。它通过对公司财务报表的相关财务数据的文字解读，对公司经营中固有的风险和不确定性的提示，向投资者揭示公司管理层对于公司过去（报告期内及临近期间）经营状况的评价分析以及对公司未来发展趋势和发展前景的前瞻性判断与预期。通过管理层讨论与分析内容披露，投资者能够定期了解上市公司管理层自身对公司财务状况与经营成果的分析评价以及公司未来一定期间的发展战略和具体规划。

图6: 管理层讨论与分析通常包括内容



数据来源: 上交所, 东吴证券研究所

图7: 管理层讨论与分析是对财务报告一个必要和有益的补充

财务报告反映的是历史信息, 而管理层讨论与分析强调前瞻性信息的披露

- 通过对公司财务报表的相关财务数据的文字解读, 对公司经营中固有的风险和不确定性的提示, 对公司所处行业的发展趋势、公司的应对措施、发展战略和经营计划进行阐述, 向投资者揭示公司管理层对于公司过去(报告期内及临近期间)经营状况的评价分析以及对公司未来发展趋势和发展前景的判断与预期, 在历史与未来之间架起一座桥梁。

财务报告反映的大多是定量信息, 而管理层讨论与分析辅之以定性的信息

- 是对公司财务报表相关信息的进一步分析, 特别是行业动态、现金流量、主要业务或分部等非财务信息披露。

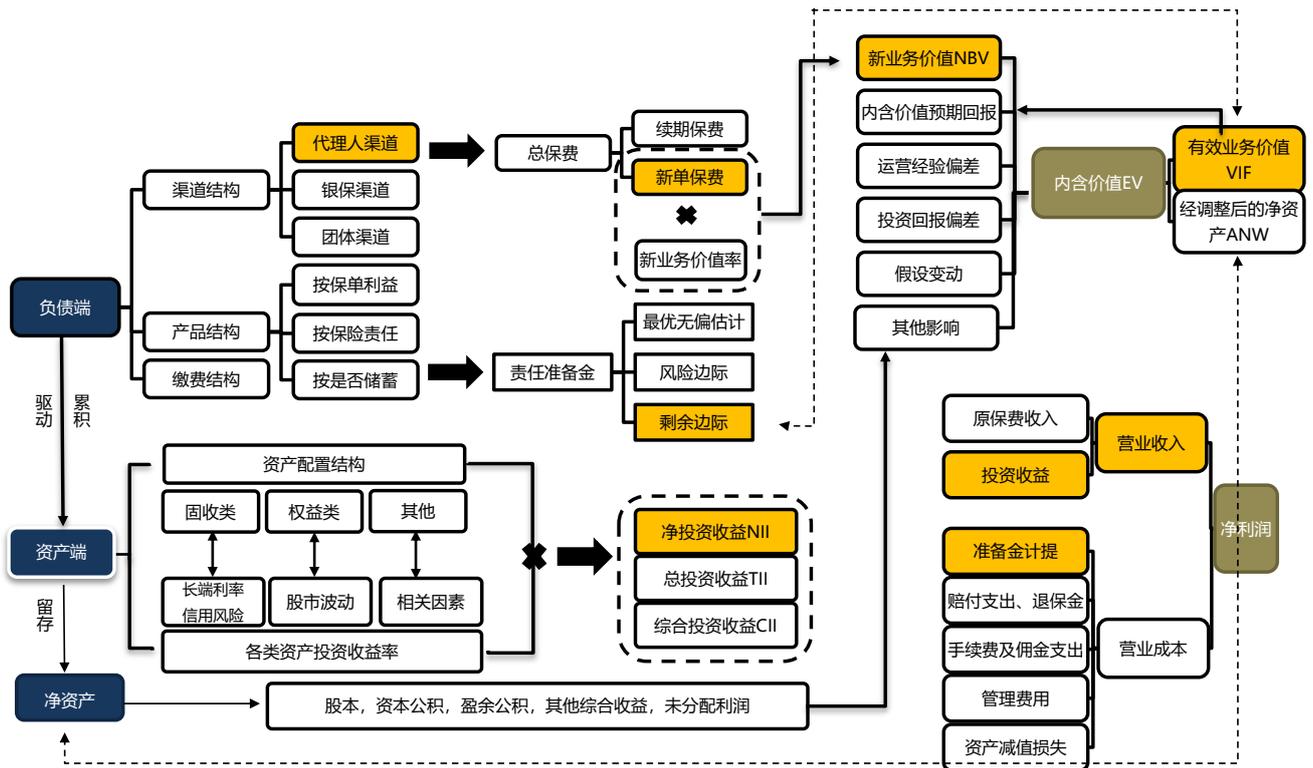
管理层讨论与分析通过对公司经营中可能面临的风险进行说明

- 包括政策性风险、行业特有风险、业务模式风险、经营风险、环保风险等, 向投资者充分揭示公司经营风险。

数据来源: 上交所, 东吴证券研究所

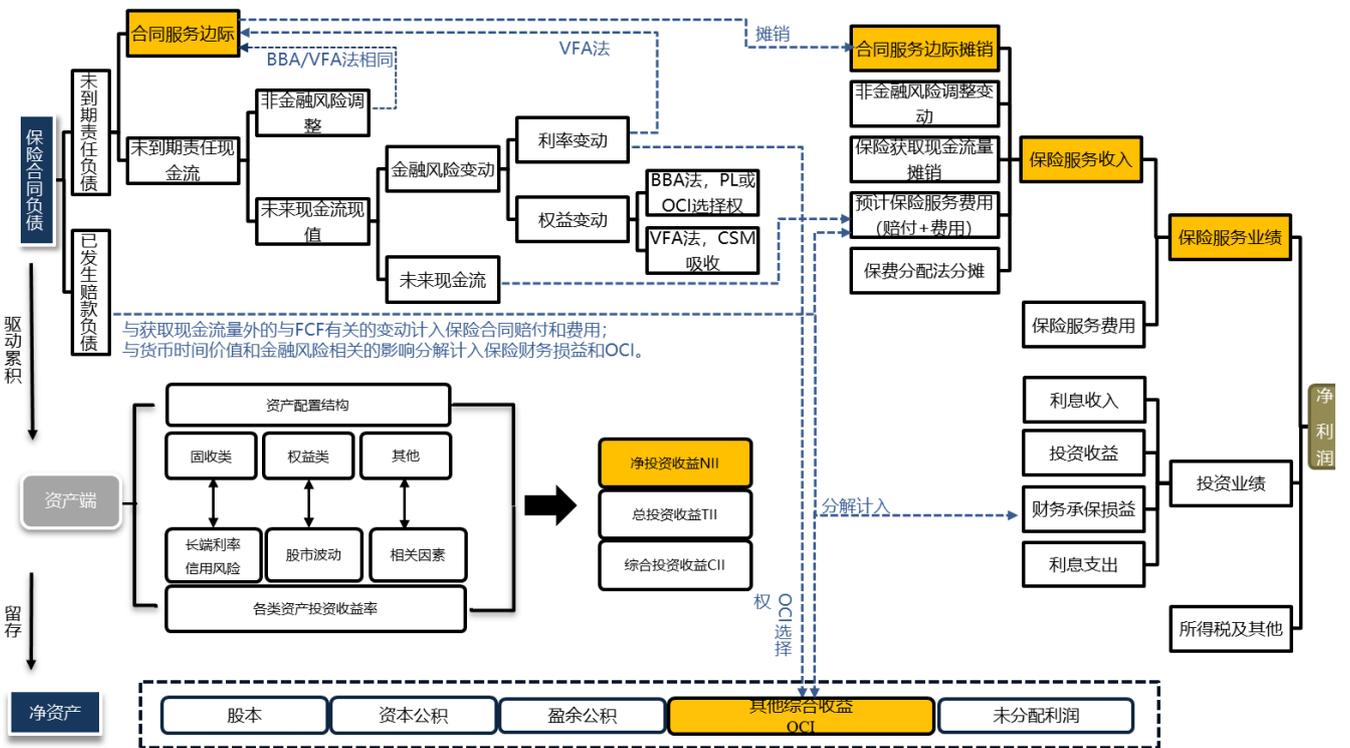
从1H23上市险企披露来看, 当前定期报告管理层讨论与分析仍围绕老准则下原保费/规模保费为核心展开, 建议充分体现聚焦存量负债。新准则引导从负债增量到负债质量, 在老准则下, 利润表起点来自原保费收入, 构成原保费收入的驱动来自当期新单, 老准则下当期赔付支出、手续费及佣金支出和准备金计提是营业成本的主要构成, 由新单创造的当期新业务价值亦是期末内含价值主要贡献之一。因此, 在旧准则下, 保费/规模保费是利润和价值的核心驱动。新准则下, 利润表的起点从原保费收入变为保险服务收入, 当期合同服务边际摊销是利润表的起点和驱动, 营业成本的主要构成从现金流科目调整为保险服务费用, 亦可体现存量负债的经营情况。在新单快速增长期, 以新单和新业务价值(NBV)为驱动核心的报表体系, 体现“利润前置, 风险后置”的经营理念, 当前随着行业步入转型深水区, 在高质量发展阶段, 上市险企报表聚焦也应从负债增量到负债质量。因此, 在新准则下, 我们建议充分围绕合同服务边际及其摊销与吸收、保险服务业绩构成等科目展开。

图8：东吴证券-寿险行业研究框架：旧准则下以保费收入现金流为起点



数据来源：东吴证券研究所整理

图9：东吴证券-寿险行业研究框架：新准则下以合同服务边际摊销为核心



数据来源：东吴证券研究所整理

5.2. 参考银行报表体系强化规范披露工作，提高信息可比性

我们认为保险公司的年报信息披露工作可以参考商业银行进行优化，一方面，从监管角度来看，保险公司与商业银行的监管主体一致，国家金融监督管理总局依法对除证券业之外的金融业实行统一监督管理，拟订银行业、保险业、金融控股公司等有关法律法规草案，提出制定和修改建议，制定银行业机构、保险业机构、金融控股公司等有关监管制度。另一方面，IFRS17 新准则优化财务报表列报，与商业银行列报相似性明显增强，考虑到两者“利差”均为主要利源贡献，定期报告披露具备一定参照性。新准则根据利润驱动因素区分保险公司的保险服务业绩和投资业绩并在利润表中予以反映，按照保险合同组合的余额分别列示保险合同负债和保险合同资产、分出再保险合同资产和分出再保险合同负债。

我们参考了国有大行中的工商银行和全国性股份制银行的招商银行 2022 年年度报告。两家代表银行年度报告管理层讨论与分析部分围绕财务报表展开，重点聚焦利润表的净利息收入、非息收入、资产端的贷款质量分析、资本充足情况。具体而言，招商银行在进行利润表分析时详细披露和分析了营业收入、利息收入、利息支出、净利息收入、非净利息收入、业务及管理费和信用减值损失；对资产负债表的分析包括资产、负债和股东权益三部分，并按不同分类对资产端贷款进行质量分析；资本充足情况分析选取资本充足率、信用风险暴露余额和市场风险资本要求三大指标进行披露和分析。与之相应的，工商银行对利润表的项目分析包括了利息净收入、利息收入、利息支出、非利息收入、营业支出、所得税费用、地理区域信息概要科目的披露和分析；资产负债表项目分析包括资产运用、负债、股东权益和表外项目四部分，在信用风险分析部分按不同分类分析贷款质量；资本管理部分披露了资本充足率及杠杆率情况、资本融资管理、经济资本配置和管理以及系统重要性银行评估指标并适当分析。两家银行信息披露具备很强的统一性，因而可比性很强。以净利息收入为例，两家上市银行在生息资产收益及构成、计息负债成本及构成、净息差和净利差等具体明细计算口径和披露上保持严格的统一，投资者可以非常快速获得横向与纵向可比信息。我们建议上市险企可以在保险服务收入金额和合同服务边际披露上予以参考。

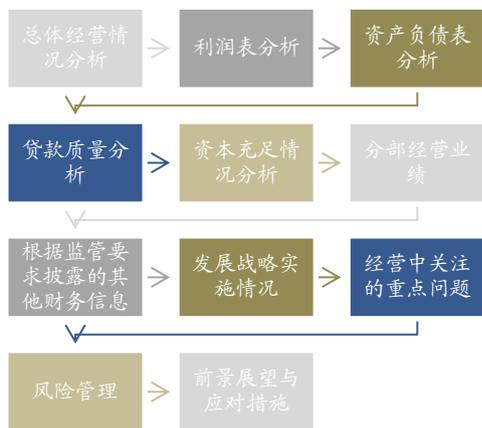
表12: 招商银行与工商银行在利润表分析、资产负债分析、贷款质量分析和资本充足情况分析四个方面具有很强的统一性和可比性

	招商银行披露科目		工商银行披露科目	
利润表分析	财务业绩摘要	利润表项目分析	利润表主要项目变动	
	营业收入		非利息收入	
	利息收入		利息收入	
	利息支出		利息支出	
	净利息收入		利息净收入	
	非利息净收入		营业支出	
资产负债表分析	业务及管理费		所得税费用	
	信用减值损失		地理区域信息概要	
	资产	资产负债表项目分析	资产运用	
	负债		负债	

	股东权益		股东权益 表外项目
贷款质量 分析	按五级分类划分的贷款分布情况	风险管理 信用风险 信用风险分析	贷款五级分类分布情况
	按产品类型划分的贷款及不良贷款分布情况		贷款和不良贷款结构
	按行业划分的贷款及不良贷款分布情况		按贷款客户行业划分的境内分行公司类贷款和不良贷款结构
	按地区划分的贷款及不良贷款分布情况		按地域划分的贷款和不良贷款结构
	按担保方式划分的贷款及不良贷款分布情况		按担保类型划分的贷款结构
	前十大单一借款人的贷款情况		贷款迁徙率
	按逾期期限划分的贷款分布情况		逾期贷款
	重组贷款情况		重组贷款
	抵债资产及减值准备计提情况		贷款减值准备变动情况
	贷款损失准备的变化		
资本充足 情况分析	资本充足率	资本管理	资本充足率及杠杆率情况
	信用风险暴露余额 市场风险资本计量		资本融资管理 经济资本配置和管理 系统重要性银行评估指标

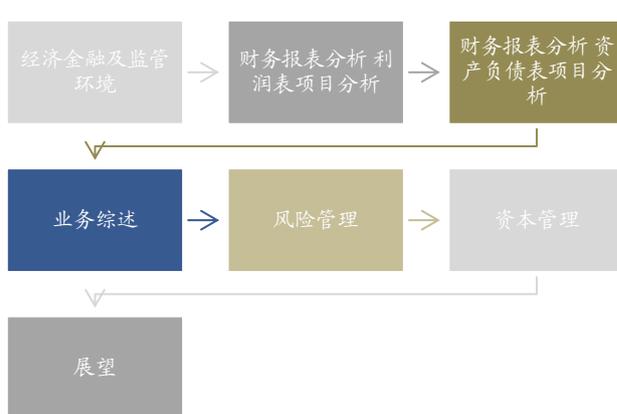
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：招商银行管理层讨论与分析谋篇布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：工商银行管理层讨论与分析谋篇布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.3. 新增财务报表分析模块，提升报表钩稽关系的理解度

我们以五家 A 股上市险企 2023 年半年度报告为例对管理层讨论与分析部分进行对比分析。我们发现，不同险企在信息披露方面具有一定的随意性，使得不同上市险企之间财务数据可比性较差。客观来看，各上市主体具有差异，可分为综合金融类集团（中国平安）、产寿险集团类上市险企（中国太保和中国人保）和纯寿险上市险企（中国人

寿和新华保险), 经营业务的不同会直接反映为报告披露方式上的不同。但需要指出的是, 由于保险公司报表的复杂性和上市公司披露的规范性, 我们建议新增管理层讨论与分析章节中的财务报表分析模块。

具体来看, 我们以寿险业务为例对上市险企信息披露作对比。新华保险作为纯寿险上市公司, 在保险业务项下, 对分渠道、险种、机构进行原保费收入构成披露, 对新准则下的保险服务收入、保险服务费用、保险合同负债进行披露, 缺乏变动构成的详细分析。太保寿险按渠道、业务类型对规模保费构成披露, 对新准则下的保险服务业绩及其他、投资业绩和净利润进行构成披露, 但缺乏完整性和变动性分析。相对而言中国平安披露和分析更为完善, 在寿险及健康险业务分部中, 以营运利润及利源分析为关键指标展开披露, 聚焦新业务价值, 并积极围绕寿险渠道经营进行深度剖析, 适度淡化规模保费的重要性。中国人寿沿用老准则, 围绕原保费收入进行披露和分析。

表13: 综合金融类集团管理层讨论与分析章节披露框架

险企名称	管理层讨论与分析披露方式	
中国平安	业绩综述	合并经营业绩, 集团营运利润概览, 归属于母公司股东的营运利润, 营运 ROE (年化), 归属于母公司股东营运权益, 财务报表项目变动分析
	寿险及健康险业务	概览, 关键指标, 寿险渠道、产品经营, 寿险及健康险业务营运利润及利源分析, 偿付能力, 保险服务收入及保险服务费用, 按投保人类型及渠道、险种、地区规模保费披露
	财产保险业务	概览, 关键指标, 利源分析, 分险种经营数据, 偿付能力, 按渠道、险种、地区原保险费收入披露, 再保险安排
	保险资金投资组合	概览, 资产负债管理, 按投资品种、会计计量投资组合账面值披露, 投资收益, 公司债券, 债权计划及债权型理财产品投资, 债权计划及债权型理财产品结构和收益率分布, 股权型理财产品投资, 不动产投资, 投资风险管理
	银行业务	概览, 关键指标, 利源分析, 零售业务, 对公业务, 资金同业业务, 平安理财基本情况, 资产质量, 资本充足率
	资产管理业务	
	科技业务	科技赋能

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表14: 产寿险集团类上市险企管理层讨论与分析章节披露框架

中国太保	公司业务概要	主要业务, 合并报表中变化幅度超过 30% 的重要项目及原因
	业绩概述	经营业绩, 主要指标
	人身保险业务	太保寿险: 按渠道、业务类型分析规模保费, 保单继续率, 前十大地区规模保费, 利源分析; 太平洋健康险
	财产保险业务	太保产险: 按险种分析原保险保费收入, 前十大地区保费收入, 分渠道保费收入, 利源分析; 太平洋安信农险; 太保香港
	资产管理业务	集团管理资产; 集团投资资产: 按投资对象、会计核算分析集团合并投资组合, 集团合并投资收益; 第三方管理资产: 太保资产, 长江养老
	专项分析	与公允价值计量相关的项目, 公司控制的结构化主体情况, 偿付能力, 保险合同负债, 再保险业务, 主要控股、参股公司情况, 主要资产被查封、扣押、冻结或者被抵押、被质押的情况, 资产负债率
中国人寿	未来展望	市场环境及经营计划, 可能面对的主要风险及应对举措
	公司业务概要	公司所处行业情况, 主要业务, 业绩指标, 合并报表中变化幅度超过 30% 的主要项目及原因

业绩分析	保险业务：人保财险：经营状况及成果分析，按险种、销售渠道、地区分析原保险保费收入；人保香港；人保再保人保寿险经营状况及成果分析，按险种、渠道、地区分析原保险保费收入，保费继续率，前五大产品信息；人保健康经营状况及成果分析，按险种、渠道、地区分析原保险保费收入，保费继续率，前五大产品信息 资产管理业务 投资组合及投资收益
专项分析	现金流量分析：流动性分析、现金流量表，偿付能力，采用公允价值计量的主要项目，重大资产和股权出售，主要控参股公司的情况，公司控制的结构化主体情况，资产负债表日后事项
未来展望与风险分析	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表15：纯寿险上市险企管理层讨论与分析章节披露框架

	业务概要及主要经营指标	披露明细
中国人寿	业务分析	保险业务：收入业务分项、渠道分项数据，前五家及其他分公司情况 投资业务：投资组合情况，投资收益，信用风险管理，重大投资
	专项分析	利润总额，保险合同准备金分析，赔款及保户利益分析，手续费及佣金、其他支出分析，现金流量分析，偿付能力状况，再保业务情况，重大资产和股权出售，主要控股参股公司情况，公司控制的结构化主体情况，会计估计变更情况，核心竞争力分析
	科技能力、运营服务、风险管控	
	履行社会责任情况	
	未来展望	行业格局和趋势，公司发展战略及经营计划，可能面对的风险
	财务情况	主要会计数据和财务指标，非经常性损益项目和金额，其他主要财务及监管指标，境内外会计准则差异说明,合并财务报表中变动幅度超过30%的主要项目及原因
新华保险	业务情况	保险业务：按渠道、险种、机构披露分析原保险保费收入，业务品质，保险服务收入、保险服务费用分析，保险合同负债分析 资产管理业务：投资组合情况，投资收益情况，非标资产投资情况
	专项分析	偿付能力状况，流动性分析，采用公允价值计量的主要资产项目，再保险业务情况
	主要控股公司及参股公司情况	
	公司控制的结构化主体情况	
	未来展望	市场环境及经营计划，可能面对的风险及应对举措

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上市险企在管理层讨论与分析章节，对重要的会计数据和财务指标进行披露和分析，但缺乏完整的报表分析链条，在财务报表钩稽、理解、分析和预测方面，增加投资者和分析师的难度。我们认为，可以参考商业银行管理层讨论与分析信息披露，建议完整的增加财务报表分析，增加对明细科目和子公司报告分部明细分析，有利于改善当前投资者理解公司财务状况存在困难的情况，披露数据的完全统一性更有利于投资者分析和预

测。我们建议新增财务报表分析模块，提升报表钩稽关系的理解度。具体来看，在总体经营情况分析章节，构建以净利润与 ROE 为核心的趋势与变动分析框架，并聚焦整体资产负债匹配与利差收益情况。从利润表分析章节来看，重点围绕保险服务收入、保险服务费用、承保财务损益三大科目展开，分项披露产品、渠道等维度项下数据，并明确披露负债成本率和利源结构整体分析。从资产负债表分析章节来看，重点围绕保险资金运用分析展开，在现有投资收益率（总/净/综合）披露基础上，增加信用成本分析部分，提升投资者对资产质量的理解决程度，重点新增保险合同负债分析部分，建议从期初期末变动法、余额构成法两个角度展开，提升分析师预测可行性，并在采用 OCI 选择权下，对承保财务损益和其他综合收益分解。在分部经营业绩章节，针对集团上市险企，可以围绕产险、寿险、资管、其他分部展开；针对纯寿险上市险企，可围绕传统险、新型险种、短期险展开。

图12: 新增财务报表分析模块，提升险企报表钩稽关系的理解度



数据来源：东吴证券研究所整理

5.4. 优化会计估计变更披露情况

上市险企在财务报表的编制中所采用会计估计及判断会影响相关资产和负债列报金额。上市险企在历史经验和其他因素的基础上对会计估计和专业判断不断进行评估，包括根据客观环境对未来事件的合理预期。征求意见稿中第八条也明确，保险公司在定期报告中披露会计政策和会计估计时，应当包括保险服务收入、保险服务费用、保险合同资产、保险合同负债、分出再保险合同资产和分出再保险合同负债等主要会计科目的确认和计量方法。

新老准则下会计估计关键假设具有相似性，但老准则下由于会计估计变更需披露作专项说明。新准则下，会计估计主要包括履约现金流量的估计，具体包括：折现率、死亡率及发病率假设、退保率假设、费用假设、已发生赔款负债的计量和计量非金融风险调整使用的方法等。但老准则下由于会计估计变更需披露作专项说明，新准则下，上市险企均选择了“OCI 选择权”，也即“将保险合同金融变动额分解计入当期保险财务损

益和其他综合收益”，¹值得注意的是，根据 IFRS17 第九十六条要求，企业选择将保险合同金融变动额分解计入当期保险财务损益和其他综合收益的，应当披露确定保险财务损益金额的方法及其说明。从目前披露实务来看，上市险企对承保财务损益可以几乎不披露附注明细，对保险合同负债的构成缺少统一可比规范，建议从期初期末变动法、余额构成法两个角度展开，提升分析师预测可行性，并在采用 OCI 选择权下，对承保财务损益和其他综合收益分解。

图13: 运用会计政策过程中所作的重要判断及会计估计所采用的关键假设和不确定因素



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们建议上市公司加强对折现率等关键会计估计假设的披露。对于不受基础项目回报而变动的保险合同未来现金流，企业可以采用“自上而下法”或“自下而上法”来确定该现金流对应的折现率。从上市险企来看，选取“自下而上法”确定未来现金流量折现率的险企略多于选取“自上而下法”。采用“自上而下法”的企业不披露具体折现率数据或是因参照资产组合的收益率曲线受市场因素影响，难以确定。

¹ 上市险企均选择了“OCI”选择权，针对适用一般模型的和适用浮动收费法的合同，公司执行其他综合收益选择权，将当期保险合同金融变动额分别计入承保财务损益和其他综合收益；针对适用一般模型的和适用浮动收费法的合同，公司将折现率等金融变量的变动导致的保险合同负债账面价值的变动计入其他综合收益；针对浮动收费法模型，公司将与基础项目按照相关会计准则规定计入当期损益的金额相等的金额计入承保财务损益中，其余金额计入其他综合收益

表16: 上市险企 FCF 折现率确定方法情况统计

公司名称	确定方法	折现率区间	
		2023.06.30	2022.12.31
中国平安	自上而下法	-	-
中国人寿	自下而上法	2.73% - 4.80%	2.68% - 4.80%
中国太保	自上而下法	-	-
新华保险	自下而上法	2.21%-4.70%	2.54%-4.70%
中国人保	自下而上法	-	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

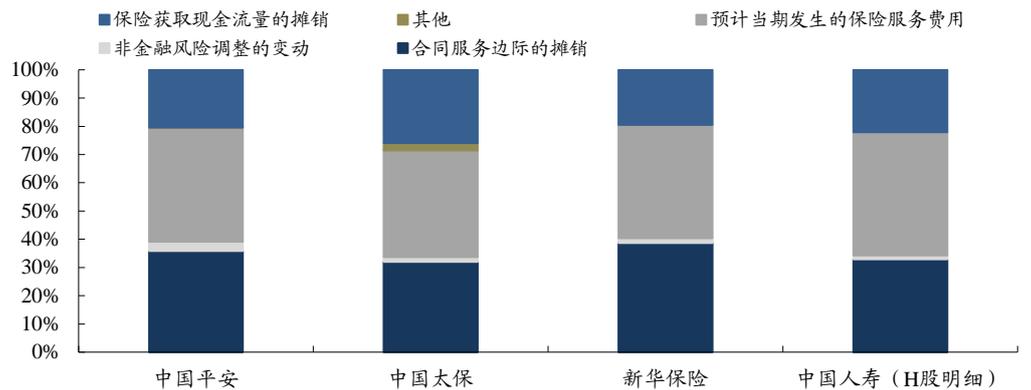
5.5. 报表附注披露建议

近期证监会优化《财务报告的一般规定》规范时明确提出细化重要报表项目附注披露要求，便于投资者充分了解公司情况。征求意见稿中第八条也明确“定期报告中披露会计政策和会计估计时，应当包括保险服务收入、保险服务费用、保险合同资产、保险合同负债、分出再保险合同资产和分出再保险合同负债等主要会计科目的确认和计量方法”。从目前上市险企披露实务来看，各企业附注披露并不完全可比，一方面因新准则刚刚实施，各上市险企仍在摸索附注科目披露方式，并比较各自披露明细颗粒度，另一方面，各上市主体具有差异，可分为综合金融类集团（中国平安）、产寿险集团类上市险企（中国太保和中国人保）和纯寿险上市险企（中国人寿和新华保险），从合并报表附注披露来看，纯寿险上市险企附注明细更为清晰易懂，产寿险集团类上市险企建议分不同业务板块披露，综合金融类集团在 IFRS9 金融资产类科目披露上对投资者的主要困扰来自保险资金和非保险资金来源差异。

5.5.1. 保险服务收入明细

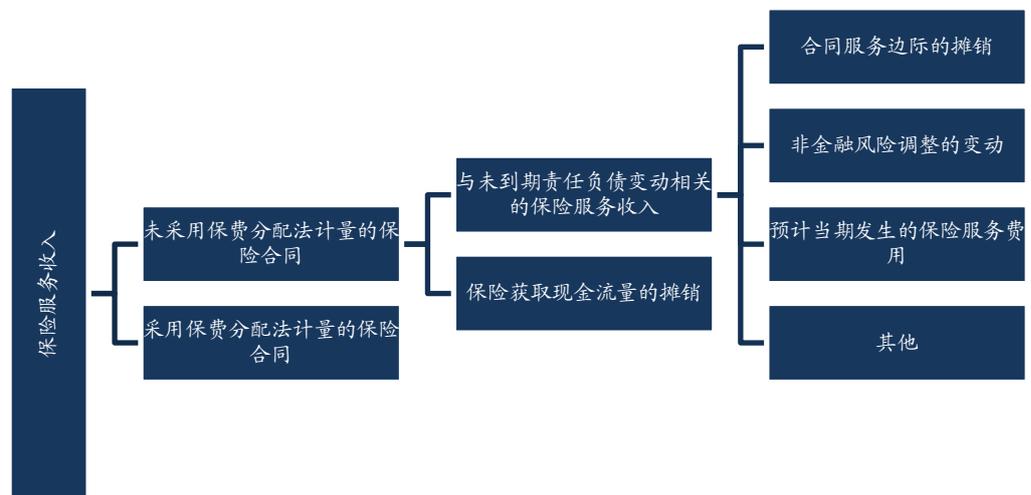
我们整理 A 股 5 家上市险企 1H23 报表明细中对保险服务收入附注披露。我们整理发现保险服务收入大致包括两部分，未采用保费分配法（PAA 法）计量的保险合同和采用保费分配法计量的保险合同，其中对于未采用 PAA 法计量的保险合同收入包括合同服务边际的摊销、非金融风险调整的变动、预计当期发生的保险服务费用和保险获取现金流量的摊销。除中国人保未披露明细外，其余上市险企基本保持披露的一致性。根据报表附注，1H23 上市险企未采用 PAA 法下的保险服务收入构成由高至低分别为预计当期发生的保险服务费用（40.7%）、合同服务边际的摊销（34.7%）、保险获取现金流量的摊销（21.7%）、非金融风险调整的变动（2.4%）、其他（0.5%）。

图14: 1H23 上市险企保险服务收入附注披露明细构成



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 1H23 上市险企保险服务收入附注披露明细构成示意



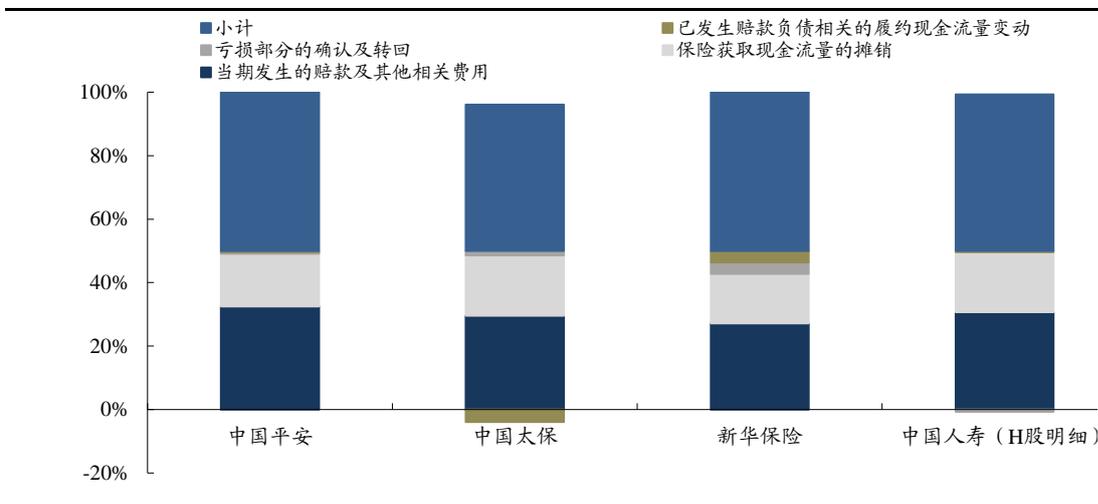
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.5.2. 保险服务费用明细

我们整理 A 股 5 家上市险企 1H23 报表明细中对保险服务收入附注披露, 发现保险服务费用同样包括未采用 PAA 法计量的保险合同和采用 PAA 法计量的保险合同, 其中未采用 PAA 法计量的保险合同费用和采用 PAA 法计量的保险合同均包括当期发生的赔款及其他相关费用、保险获取现金流量的摊销、亏损部分的确认及转回和已发生赔款负债相关的履约现金流量变动四部分。1H23 五家上市险企披露中, 中国人保未披露明细, 中国人寿 (H 股) 没有披露采用 PAA 法计量的合同费用明细, 其他三家险企披露具备高度一致性。根据 1H23 报表附注, 已发生赔款负债相关的履约现金流量变动对未采用 PAA 法计量的保险合同费用的影响是反向的 (-0.14%), 其他三项由高到低分别为当期发生的赔款及其他相关费用 (63.12%)、保险获取现金流量的摊销 (35.63%) 和亏损部分的确认及转回 (1.40%)。我们分析披露了采用 PAA 法计量的保险合同费用明细的三

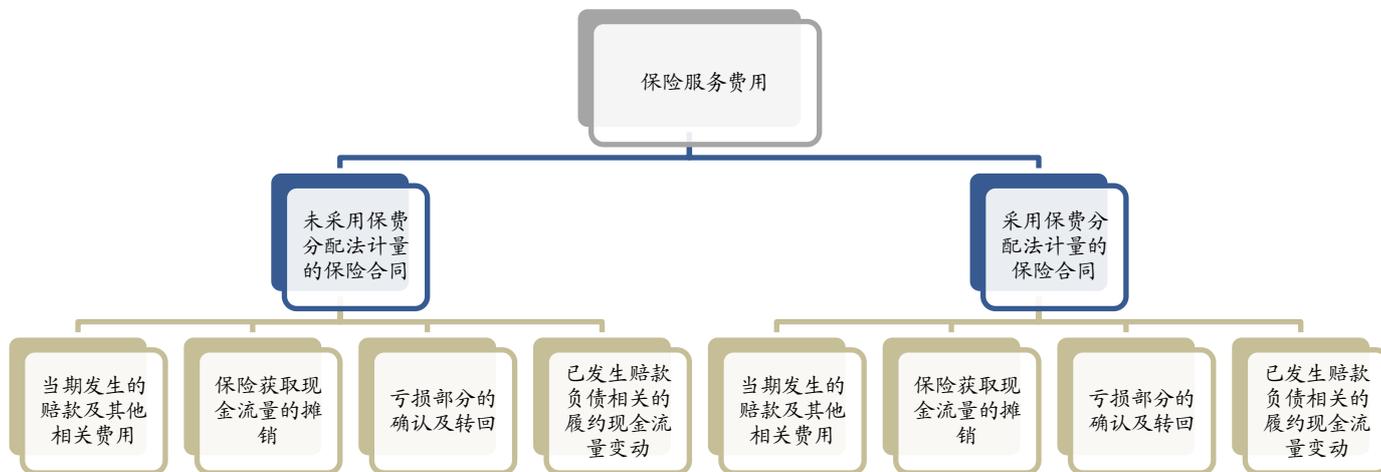
家险企，已发生赔款负债相关的履约现金流量变动的影 响是反向的（-5.08%），其他三项由高到低分别为当期发生的赔款及其他相关费用（78.26%）、保险获取现金流量的摊销（24.80%）和亏损部分的确认及转回（2.02%）。

图16: 1H23 上市险企保险服务费用附注披露明细构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

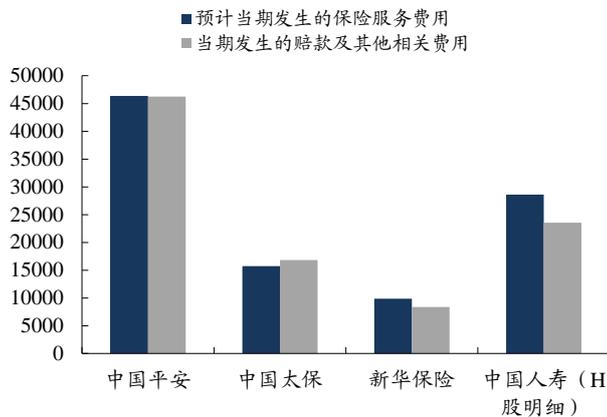
图17: 上市险企 1H23 报表明细中对保险服务费用附注披露



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

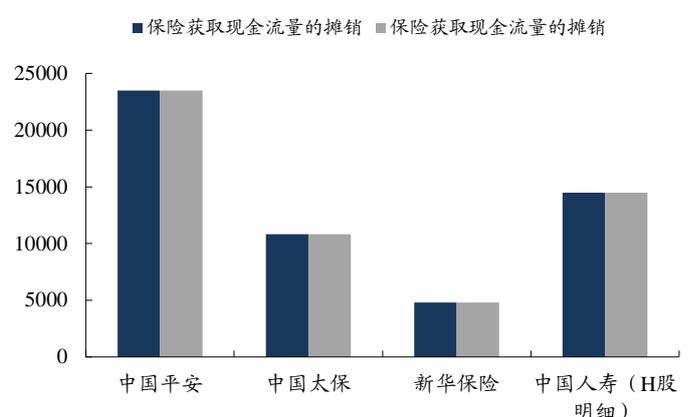
保险服务收入根据预期发生保险服务费用的模式进行确认，保险服务费用中包括的当期发生的赔款及其他相关费用和预计的会有差异。从 1H23 险企披露来看，我们将当期发生的赔款及其他相关费用和预计当期发生的保险服务费用的比值从大到小排列为：中国太保（107.18%）、中国平安（99.76%）、新华保险（84.51%）和中国人寿（82.37%），只有太保发生超支。保险获取现金流量的摊销在保险服务费用和保险服务收入中以相同金额确认，四家险企两者数值均相等。

图18: 预计与实际的保险服务费用存在差异 (单位: 百万元, 时间: 1H23)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 保险获取现金流量的摊销在保险服务费用和保险服务收入中以相同金额确认 (单位: 百万元, 时间: 1H23)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.5.3. 保险合同负债明细

从1H23上市险企披露来看, 五家上市险企中中国平安对保险合同负债的披露最为详尽, 中国人保相对简略。中国人保仅披露了包含已发生赔款负债、未到期责任负债等明细科目的保险合同负债的数值, 中国太保、新华保险、中国人寿在此基础上还披露了未采用PAA法计量的保险合同按计量组成部分分类的数据。中国平安对保险合同负债披露优于同类险企之处是其披露了集团保险合同负债的相关剩余合同到期日的数据。我们建议上市险企在披露保险合同负债相关信息时按照征求意见稿中的要求, 按保险合同计量所采用的方法分别披露保险合同负债和分出再保险合同负债的余额变动、净额变动、结构分布及其原因, 并辅以文字对数据做出较为详细的解释和分析, 以提高投资者对报表理解能力。平安寿险及健康险分部披露了营运利润、净利润和合同服务边际构成, 我们在此基础上予以预测, 具体分析如下表所示。不过, 我们继续建议提高披露颗粒度和文字性分析描述, 提升指标预测的锚定性。

表17: 平安寿险及健康险分部披露了营运利润、净利润和合同服务边际构成, 我们在此基础上予以预测

(人民币百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
平安寿险及健康险业务营运利润及净利润构成						
保险服务业绩及其他	91,710	92,332	90,361	89,287	88,557	88,126
合同服务边际摊销	80,590	76,844	75,584	74,601	73,797	73,249
合同服务边际摊销基础	899,273	849,029	835,061	823,835	815,201	809,129
合同服务边际摊销比例	9.0%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
非金融风险调整变动	5,884	6,114	6,271	6,397	6,525	6,657
期初风险调整余额	138,165	142,960	145,834	148,765	151,755	154,805
风险调整释放比例	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
营运偏差和其他	5,236	9,375	8,506	8,288	8,234	8,221
投资服务业绩	28,846	33,079	34,091	38,380	43,209	48,646
税前营运利润	120,556	125,411	124,452	127,666	131,766	136,772

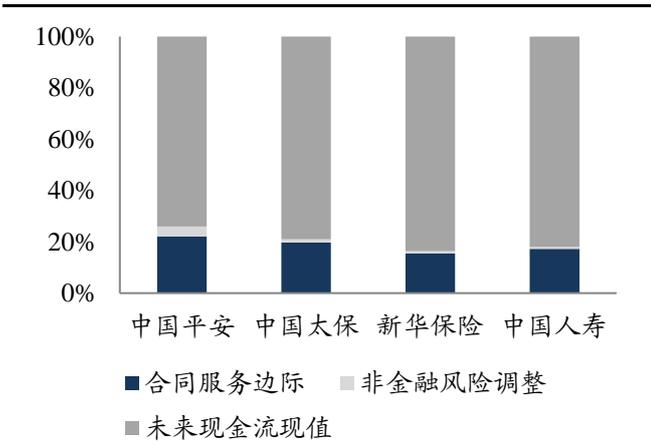
所得税	(5,450)	(10,873)	(8,895)	(9,732)	(9,838)	(10,283)
营运利润	115,106	114,538	115,557	117,934	121,928	126,489
短期投资波动	(39,601)	(23,752)	(15,324)	(15,324)	(15,324)	(15,324)
管理层认为不属于日常营运收支的一次性重大项目及其他	-	-	-	-	-	-
净利润	75,505	90,788	100,233	102,611	106,604	111,166
归属于母公司股东的净利润	74,501					
寿险及健康险业务合同服务边际变动表						
期初合同服务边际	877,135	818,683	803,720	790,921	780,620	772,820
新业务贡献	35,122	38,627	37,843	39,735	41,722	43,808
新业务保费现值	315,274	357,987	350,177	367,685	386,070	405,373
新业务利润率	11.1%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
预期利息增长	27,106	25,379	24,943	24,566	24,275	24,057
调整合同服务边际的估计变更	(42,160)	(7,840)	-	-	-	-
适用浮动收费法业务的保险合同金融风险变动	2,069					
合同服务边际摊销基础	899,273	880,563	866,505	855,222	846,617	840,684
合同服务边际摊销	(80,590)	(76,844)	(75,584)	(74,601)	(73,797)	(73,249)
期末合同服务边际	818,683	803,720	790,921	780,620	772,820	767,435

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新准则下合同服务边际(CSM)的占比展现了不同上市险企的存量保单盈利能力，给投资者横向对比保险公司提供财务视角。从1H23上市险企披露来看，我们分析四家险企关于未采用PAA法计量的保险合同按计量组成部分分类的数据，CSM占保险合同负债的比例由高到低依次为：中国平安(22.1%)、中国太保(19.7%)、中国人寿(17.2%)和新华保险(15.6%)，CSM占比越高意味着存量保单盈利能力越强。

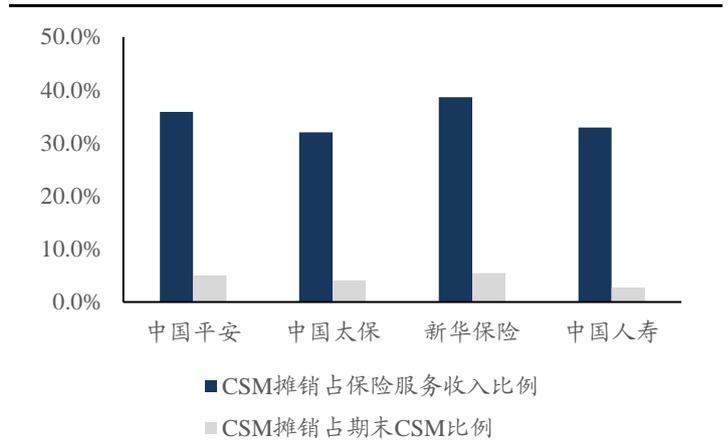
新准则下横向比较来看新华保险摊销速度和摊销贡献占比高于同业。从1H23上市险企披露来看，四家上市险企CSM摊销占保险服务收入的比例由高到低依次为：新华保险(38.6%)、中国平安(35.9%)，中国人寿(32.9%)和中国太保(32.0%)，这一指标反映了存量利润贡献；CSM摊销占期末CSM的比例由高到低依次为：新华保险(5.4%)、中国平安(5.0%)、中国太保(4.1%)和中国人寿(2.8%)，这一指标越高说明利润释放越快。

图20: 未采用保费分配法计量的保险合同按计量组成部分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: CSM 摊销是当期营收的重要贡献和 CSM 变动的组成部分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5.6. 寿险公司几点披露细节探讨

5.6.1. 价值评估体系仍有效, 新业务价值与新业务合同服务边际展现了不同视角下公司当期新业务盈利能力

新业务合同服务边际 (NBCSM) 与新业务价值 (NBV) 的差异主要在于计量方法与精算假设, NBCSM 难以替代 NBV 作为衡量新业务利润价值的指标, 但可以作为价值评价的补充。NBCSM 的折现率基于无风险利率+税收流动性溢价计算, 而 NBV 的折现率是基于无风险利率+风险溢价基础上计算。NBCSM 不能为负, 若负需直接进入损益表, 因此 IFRS17 利用 CSM 计算新业务价值率 (NBM) 的方法仅仅代表了预期不会产生亏损的合同的预期利润, 因此基于 CSM 计算 NBV Margin 的方法在结果上可能更高。

CSM 不考虑税收和要求资本成本, 并反映非金融风险调整 and TVOG (分红万能保险的选择权及保证利益的时间价值) 和其他差异。NBV 可以通过风险贴现率和要求资本反映风险情况, 反映不同公司的投资偏好与投资能力。但不反映非金融风险调整。NBCSM 的动态反映 FCF 假设及其他影响因素带来的变动。NBV 受短期波动影响较小。险企资产负债匹配程度 (资产品种、久期、规模等) 将影响着 CSM 能否反映险企未来的真正利润。

从投资回报率的角度来看, NBM 的计算包含了公司的最佳估计投资回报率, 代表的是公司依过往投资经验所制定的假设。在 IFRS17 下 CSM 所呈现的是市场中立的观点, 所以对于投资回报以外的最佳估计现金流使用无风险利率加流动性贴现进行折现, 不包含投资超额回报假设。NBM 和 CSM 体现的分别是公司管理投资绩效的结果与不考量投资管理的角度。NBM 比较贴近公司现实情况, 而 CSM 是不含投资超额回报的预期利润。

5.6.2. 公司资产负债管理有效性受到挑战

新保险合同准则的实施不对公司的偿付能力状况产生影响。根据《保险公司偿付能

力监管规则第 1 号：实际资本》第七条规定，对保险合同的资产和负债，其账面价值应当按照财政部 2006 年发布的《企业会计准则第 25 号——原保险合同》《企业会计准则第 26 号——再保险合同》和 2009 年发布的《保险合同相关会计处理规定》进行确认和计量。从寿险公司资产负债管理角度看，新会计准则下市场即期利率的变化将同时影响资产和传统险负债；而在偿付能力规则下，负债以“750 曲线”计量，与资产的计价基础不一致，将会人为使得利率波动对资产负债的影响幅度产生差异，甚至影响方向都可能相反，这将使得公司难以通过资产负债的匹配管理同时对会计净资产和偿付能力进行有效管理。

5.6.3. 建议更新内含价值（EV）各类假设和计算方法

长端利率趋势性下行和新业务增速的持续疲弱拖累 EV 增速，建议对投资收益率和风险贴现率同步调整。内含价值预期回报由净资产预期回报和有效业务价值预期回报两部分组成，其中净资产预期回报取决于长期投资收益假设，截止 1H23 中报，上市保险公司的长期投资收益率假设普遍为 5%；有效业务价值预期回报采用风险贴现率将未到期业务折现计算价值，即公司过往新业务的价值体现。截止 1H23 中报，上市保险公司除国寿和人保外，采用的主流风险贴现率为 11%。内含价值对于寿险的价值评估逻辑没有改变，但是在外部环境变化的过程中内含价值评估的关键假设已出现边际变化，而保险公司仍然采用原有的假设条件使得资本市场对内含价值估值产生质疑。

偿二代二期工程和新保险合同会计准则均对内含价值计算产生影响，建议更新相关计算基础。偿二代二期在一定程度上减少了负债贴现率对 EV 的影响，由于会计负债对负债贴现率的敏感性比偿付能力负债弱；考虑到负债贴现率一般固定设置为 4.5%，并不能体现真实利率环境，偿二代二期在一定程度上提升了 NBV 对于贴现率假设的稳健性。《保险公司偿付能力监管规则第 3 号：寿险合同负债评估》第二十一条中更新了风险边际的计算方法，将偿二代一期的不利情景对比法更改为分位点法。受此影响，原先偿二代一期下风险边际可以直接以保单为计量单元；偿二代二期下计算使用的保险风险最低资本为保险公司层面，而在 EV 评估中需要逐保单(模型点)计算剩余边际和保单未来盈余(这两项需要与零取大)，因此需要把新的风险边际分摊至保单或模型点。

5.7. 产险公司几点披露细节探讨

新准则下，财险公司营业成本中不再单独披露手续费及佣金支出和赔付支出科目，投资者难以在定期报告中通过分部和财务报表科目直接获取，建议在定期报告中加大讨论与分析。从 1H23 上市险企实际披露情况来看，从新准则对 1H22 同期业绩追溯来看，承保利润总额保持相对稳定，综合成本率略有提升，综合费用由于口径变化可比性不强个体出现追溯差异。新准则下递延费用口径增加，包括了手续费、市场费用等，成本与收入匹配度增加，类似过去已赚保费在全年维度内摊销确认，费用从过去收付实现制下实际支出确认改为权责发生制下全年根据收入确认摊销。实务中，上半年一般为如农险、社保业务低手续费率的政策性业务高点，实际费用率相对低，因此人保和太保因政策性

业务季度间差异使得追溯后费用率出现提升，平安则因政策性业务占比相对较低，受益于费用全年分摊。

表18: 上市险企财险业务分部主要承保财务数据一览: 1H22 分类老准则披露和新准则追溯对比

公司名称	1H22 老准则	1H22 新准则	1H23 新准则
承保利润	13,857	13,935	12,996
中国人保	8,235	7,649	8,105
中国平安	3,673	4,197	3,053
中国太保	1,949	2,089	1,838
综合成本率	96.5%	96.7%	97.0%
中国人保	96.0%	96.3%	96.4%
中国平安	97.3%	97.1%	98.0%
中国太保	97.2%	97.3%	97.9%
综合赔付率	70.7%		
中国人保	71.6%	未披露	未披露
中国平安	69.1%	70.3%	70.6%
中国太保	69.7%	69.5%	70.4%
综合费用率	25.8%		
中国人保	24.4%	未披露	未披露
中国平安	28.2%	26.8%	27.4%
中国太保	27.5%	27.8%	27.5%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表19: 新准则下综合成本率、综合费用率与综合赔付率构成

科目	计算方式
综合成本率	$\frac{[\text{保险服务费用} + (\text{分出保费的分摊} - \text{摊回保险服务费用}) + (\text{承保财务损失} - \text{分出再保险财务损益}) + \text{提取保费准备金}]}{\text{保险服务收入}}$
综合赔付率	$\frac{[\text{当期发生的赔款及理赔费用} + \text{已发生赔款负债相关履约现金流量变动} + (\text{亏损部分的确认及转回} - \text{分摊至未到期责任负债的亏损部分}) + (\text{分出保费的分摊} - \text{摊回保险服务费用}) + (\text{承保财务损失} - \text{分出再保险财务损益}) + \text{提取保费准备金}]}{\text{保险服务收入}}$
综合费用率	$\frac{(\text{保险获取现金流量的摊销} + \text{维持费用})}{\text{保险服务收入}}$

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新准则两成本率的差异是成本中是否含承保财务损失及分出再保险财务损益影响。

旧准则下, 综合成本率=(1-综合费用率-综合赔付率)/已赚保费; 新准则下, 承保业绩成本率=承保业绩成本/保险服务收入; 新准则下, 承保综合成本率=承保综合成本/保险服务收入。新准则下承保业绩成本率未将财务损益项作为承保成本, 即将承保准备金的无风险收益贡献计入承保利润中, 某种程度上更加符合准则本意。承保综合成本率将财务损益项计入承保成本, 主要是为了抵消“保险服务收入”中保费计息影响及“保险服务支出”中未决计息影响, 抵消后承保综合成本率结果与旧准则综合成本率的含义更加接近, 也更好避免了分支机构新准则下考核冲动。同时, 新准则保险服务收入为再保前口

径，一般大于旧准则再保后已赚，因此，利润额相同时，公司盈利情况下，新准则成本率高于旧准则；亏损情况下，新准则成本率低于旧准则。

老准则下未决赔款准备金和应收保费仍提供重要信息，建议上市险企在财险分部报告中予以披露与讨论。近年来应收保费快速增长成为财险公司非车业务占比快速提升后的“负面影响”，拖累有效可投资资产增长和综合利润贡献，新准则下应收保费不再于资产负债表内列示，投资者难以从定期报告中观测。偿二代二期工程报告摘要，打开未决赔款准备金黑箱，并披露已发生未报案未决赔款准备金占比（IBNR），我们计算 IBNR 占未决赔款准备金比重，该指标越高指向准备金提取更为充分且谨慎，同样我们计算未决赔款准备金提转差占综合赔款的比重，该指标越低指向赔款案件处理效率提升，越高则指向精算假设更为谨慎。

表20：老准则下的未决赔款准备金和应收保费仍提供丰富财务信息，建议继续披露

时间：截止 2023/9/30，单位：亿元，%	人保财险	平安财险	太保财险	太平财险	大地财险	国寿财险
应收款项占比/非车签单保费占比	26.3%	31.3%	36.7%	31.1%	39.7%	27.9%
非车签单保费占比	34.8%	25.6%	42.0%	35.7%	47.6%	38.7%
未决赔款责任准备金	2,211	1,351	715	122	220	409
已发生未报案未决赔款准备金占比	39.6%	40.8%	40.4%	28.1%	43.3%	21.7%
当季未决赔款准备金提转差占综合赔付比例	2.6%	1.3%	2.7%	0.8%	2.2%	3.0%

数据来源：公司公告，保险行业协会，东吴证券研究所

6. 投资建议与风险提示

6.1. 投资建议

客观来看，投资者理解保险公司报表难度较大，新准则首份年报披露前夕，证监会就上市险企信息披露发布征求意见稿，或将大幅提升上市险企报表理解度和透明度，这是提升中长期资金青睐的最简单也是最有效的手段。本文笔者从保险研究员角度出发，结合 1H23A 股上市险企定期报告（年报和半年报）披露情况进行对比分析并对新准则信批提出几点建议。

我们认为寿险股投资机会正逐步从左侧转向右侧。自 8·28 降印花税以来，保险股受持续低利率环境压制，估值迭创历史新低，保险股领跌金融板块，当前估值掣肘仍在于经济预期。2024 年 2 月 20 日，5 年期 LPR 报价超预期下调 25bps，市场对经济复苏、金融板块资产质量与盈利前景及市场情绪回暖预期转向积极，我们认为寿险股投资机会正逐步从左侧转向右侧。从金融板块分析来看，国有大行上涨扩散至优质城商行和超跌股份行，银行股超额收益扩散至寿险股，指向当前市场信心有明显修复迹象。信心比黄金更重要，我们始终认为对于金融股：一根阳线改变业绩预期，两根阳线转变经济预期，三根阳线抬高估值预期。

当前悬在寿险股估值上方的仍是利差损这一达摩克利斯之剑，关注 2H24 预定利

率再次下调的可能性，财险股的避险优势仍将延续。活跃资本市场政策持续加码，严监管肃清市场乱象，为长期资金入市保障制度基础，保险股票投资收益预期改善。推荐中国太保、中国财险、底部反转的新华保险和中国平安。

6.2. 风险提示

终稿与征求意见稿披露存在较大差异。2024年2月9日，证监会对《公开发行证券的公司信息披露编报规则第4号——保险公司信息披露特别规定》进行修订，并同步向社会公开征求意见，以进一步完善上市险企信息披露要求，帮助投资者更好理解生产经营和财务信息，积极践行以信息披露为核心的注册制下理念。意见反馈截止时间为2024年3月8日，我们预计监管意在提高和完善上市险企2023年年报信息披露工作。若终稿与征求意见稿披露存在较大差异，将对本文全文行文逻辑和基础产生挑战，使得实际建议和分析成效低于预期。

上市险企定期报告实际披露丰富程度低于预期。正如前文所述，当前定期报告管理层讨论与分析仍围绕老准则下原保费/规模保费为核心展开我们建议引导从负债增量到负债质量。同时，因新准则刚刚实施各上市险企仍在摸索附注科目披露方式，并比较各自披露明细颗粒度。若上市险企定期报告实际披露丰富程度低于预期，将对后续财务报表分析产生挑战，增加投资者分析上市险企财务数据的难度。

实际披露财务信息可比性较差。正如前文所述，不同险企在信息披露方面具有一定的随意性，使得不同上市险企之间财务数据可比性较差。客观来看，各上市主体具有差异，可分为综合金融类集团（中国平安）、产寿险集团类上市险企（中国太保和中国人保）和纯寿险上市险企（中国人寿和新华保险），经营业务的不同会直接反映为报告披露方式上的不同。若实际披露财务信息可比性较差，将对投资者横向和纵向分析公司实际经营情况带来难度。

7. 附录

图22: 新保险合同准则在保险服务收入确认、保险合同负债计量等方面作了较大修改

(一) 完善保险合同定义和合同合并分拆

- 原准则下的保险合同定义未对保险风险对保单持有人影响、保险风险包含内容等作出明确要求, 导致实务中对保险合同的理解不一致。新准则完善了保险合同的定义, 明确保险合同必须在特定保险事项对保单持有人产生“不利影响”且转移了“重大保险风险”时, 才符合保险合同的定义。此外, 新准则还对原准则未予明确的保险合同合并和分拆作出了规范, 以反映保险合同的商业实质。

(二) 引入保险合同组概念

- 原准则对保险合同的计量单元未作明确要求, 实务中保险公司采取的计量单元大小不一, 可能导致利润分摊不合理、损失确认不及时等问题。为更好地反映保险合同风险及盈亏水平等相关信息, 新准则引入了保险合同组合和合同组的概念, 要求保险公司将具有相似风险且统一管理的保险合同归类为一个保险合同组合, 并以盈利水平等为基础, 将合同组合细分为合同组, 确认和计量均以合同组为基础单元。为更好地体现保险服务业绩, 避免不同时期签订的保险合同因盈亏相抵而不恰当地影响各期损益, 新准则要求保险公司不得将签发时间间隔超过一年的合同归入同一合同组。

(三) 完善保险合同计量模型

- 原准则区分寿险合同和非寿险合同, 规定了保险合同准备金和保险合同收入的计量方法。新准则不再区分保险业务类型, 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。
- 此外, 针对具有直接参与分红特征的保险合同, 新准则考虑其合同实质, 提供了浮动收费法的特殊计量要求; 针对亏损合同, 新准则提供了亏损部分的特殊处理规定; 针对1年以内的短期险合同或满足其他规定条件的保险合同, 新准则提供了保费分配法的简化处理; 针对分出再保险合同, 新准则提出了减少分出再保险合同与对应的保险合同会计错配的相关处理规定。

(四) 调整保险服务收入确认原则

- 原准则规定只有保险与非保险部分能够区分且可单独计量时, 才能对保险合同进行分拆, 否则在通过重大保险风险测试的情形下, 应当将该合同整体作为保险合同处理, 对应的保费计入保险服务收入。上述规定导致保险公司确认的收入中包含了无论保险事项是否发生均须偿还给保单持有人的金额, 即具有保户储蓄性质的投资成分, 与新收入准则下确认收入的原则不符。新准则要求, 保险公司必须分拆保险合同中可明确区分投资成分和其他非保险服务成分, 对于不可分拆的投资成分, 其对应的保费也不得计入保险服务收入。新准则关于保险服务收入确认原则的调整将更真实反映保险公司的经营成果, 更好地体现“保险姓保”, 同时也与银行等其他金融机构确认收入的原则保持一致。

(五) 改进合同服务边际计量方式

- 原准则未明确合同服务边际在初始确认后如何反映未来提供的变化, 实务中绝大多数保险公司将当期作出的有利精算假设调整确认为当期利润, 导致当期利润确认不合理, 甚至存在通过滥用调整假设操纵利润的风险。新准则要求保险公司在保险合同组初始确认时确定合同服务边际, 且合同服务边际应在每个资产负债表日根据未来提供的变化进行调整, 在后续提供服务的期间内摊销。新准则的这一改进将更真实地反映合同服务边际在后续期间的变化, 有利于降低利润操纵的空间, 为财务报表使用者提供决策有用信息。

(六) 新增具有直接参与分红特征的保险合同计量方法

- 原准则对具有直接参与分红特征的保险合同的计量未作特别规定, 导致现行会计实务未能适当体现此类保险合同的特征。新准则规定, 对于具有直接参与分红特征的保险合同, 因投资收益率变动等金融假设变化引起的与未来服务相关的浮动收费现金流量变动额, 应当调整合同服务边际。这一特殊计量要求不同于新准则对不具有直接参与分红特征的保险合同的相关会计处理规定, 更能体现具有直接参与分红特征的保险合同的实质, 避免此类合同因金融假设变动导致保险公司当期利润和净资产的大幅波动。

(七) 规范分出再保险合同的会计处理

- 原准则区别分入业务和分出业务, 对再保险合同作出了不同于原保险合同的会计处理规定。新准则统一了原保险合同和再保险合同的会计处理, 明确规定除了准则特别规定的关于合同服务边际确认等少数差异外, 再保险合同适用与原保险合同相同的会计处理原则。同时, 为保持分出再保险合同与对应的保险合同的会计匹配, 新准则规定在计量分出再保险合同的履约现金流量和合同服务边际时, 需要考虑与对应的保险合同的关联性, 以更好地体现分出再保险合同用于弥补对应的保险合同未来赔付的商业实质。

(八) 优化财务报表列报

- 一是新准则简化了资产负债表项目, 要求保险公司按照保险合同组合的余额分别列示保险合同负债和保险合同资产、分出再保险合同资产和分出再保险合同负债, 更好地体现了保险合同的权利和义务。二是根据利润驱动因素区分保险公司的保险服务业绩和投资业绩, 并在利润表中予以反映。三是新准则进一步强化了披露要求, 使得保险公司的风险敞口、盈利能力和利润来源等信息更加清晰透明。

数据来源: 财政部, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>