

保险 II 行业深度报告

寿险内含价值精算假设调整分析与展望

增持（维持）

2024年03月18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

■ 上市险企 2023 年年报披露在即，我们预计内含价值（EV）经济假设将会更新。EV 中的有效业务价值（VIF）是建立在对未来的预测的基础之上，分析计算需要涉及大量未来经验的假设，关键假设包括经济假设和精算假设两方面。其中经济假设包括风险贴现率（RDR）和投资收益率；精算假设主要有死亡率、发病率、意外发生率、保单失效率、维持费用率、保单红利等等。近年来，受长端利率系统性下行影响，上市险企平均投资收益率与 EV 投资收益率假设偏差逐步加大。我们以 1H23 为例，A 股上市险企平均净投资收益率（3.76%）与总投资收益率（3.66%）与 EV 长期投资收益率假设（5.0%）的差距达到 124bps 和 134bps。我们认为 RDR 与投资收益率两者均面临下调压力。

■ 投资收益率与 RDR 存在内在联动机制，且两者对价值指标敏感度存在差异。投资收益率假设应与 RDR 假设相匹配，通过这两个指标的联动可以实现对寿险公司价值评估的平衡。相同假设变化幅度下，价值对投资收益率假设的敏感度显著高于 RDR。截止 1H23 中报，上市险企 EV 中长期投资收益率假设普遍为 5%；除国寿和人保外，采用的主流风险贴现率为 11%，两假设同步下调后 EV 降幅压力相对可控，不会出现 EV 的大幅下降，NBV 降幅压力相对较大。值得注意的是，近年来受储蓄型业务新单占比提升影响，VIF 和 NBV 受经济假设变动的敏感性大幅提升。

■ 我们以一款两全险为例分析经济假设调整对精算价值变化。某款 10 年期交，15 年期的两全险，新业务价值率（未考虑要求资本成本）为 26.2%，若假设投资收益率下降 50bps 至 4.5%，对应 RDR 大约需下降 190bps 至 9.1%，两者比值接近 1: 3.8；若按照 4.5% 投资收益率假设和 10% RDR 组合下，新业务价值率为 22.0%；若按照 4.5% 投资收益率假设和 9.5% RDR 组合下为 24.3%，价值率变化整体可控。

■ 经济假设调整影响分析。1. EV 可信度在提升。投资收益率假设下调有利于缓解利率下行环境下利差损隐忧，提升长期盈利概率并增强 EV 可信度，夯实保险公司 PEV 估值底部。2. ROEV 中枢下降，中长期 EV 增速放缓。受 RDR 假设和投资收益率假设下降的影响，VIF 的预计回报和经调整后的净资产的预计回报均将下降，期初 EV 的预计回报贡献下降带来的影响是 ROEV 中枢下降。友邦保险 RDR 调整对 A 股上市险企存在借鉴意义（2023 年年报友邦中国 RDR 假设为 9.16%）。

■ IFRS17 新准则和偿二代二期影响分析。1. 新准则对寿险公司利润表产生重大影响，但 EV 利润与会计利润存在口径差异。价值管理与长期利润管理具有内在统一性。2. 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；考虑到目前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新业务价值对于贴现率假设的稳健性。3. 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。

■ 投资建议：我们预计随着 EV 经济假设的调整，上市险企 EV 可信度在提升，ROEV 中枢下降，中长期 EV 增速放缓，但夯实保险公司 PEV 估值底部。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。推荐中国财险、底部反转的新华保险和中国平安。

■ 风险提示：实际精算假设调整幅度与预期存在重大偏差，长端利率持续下行幅度和力度超出预期

行业走势



相关研究

《上市险企 2 月保费数据点评：车险受春节错位放缓，个险达成和增长良好》

2024-03-17

《保险资金长期入市现状、动因和展望》

2024-03-07

内容目录

1. 引言：内含价值假设具备更新基础	4
1.1. 内含价值提出的原因和意义	4
1.2. EV：寿险公司	4
1.3. 宏观环境承压，长端利率持续下行，估值承压	6
2. EV 经济假设及敏感性分析	7
2.1. 投资收益率与 RDR 存在内在联动机制	7
2.2. 敏感性分析结果	10
2.2.1. 投资收益率下降对 VIF 和 NBV 的影响分析	11
2.2.2. RDR 下降对 VIF 和 NBV 的影响分析	12
2.2.3. RDR 与投资收益率对价值指标敏感度存在差异	13
3. 经济假设调整影响分析	14
3.1. 以两全险为例分析经济假设调整对精算价值变化	14
3.2. 假设调整影响分析 1：EV 可信度在提升	16
3.3. 假设调整影响分析 2：ROEV 中枢下降，中长期 EV 增速放缓	17
3.4. 友邦保险 RDR 调整镜鉴	19
4. IFRS17 新准则和偿二代二期影响分析	21
4.1. 新准则对寿险公司利润表产生重大影响，但 EV 利润与会计利润存在口径差异	21
4.2. 偿二代二期对负债评估变化的影响	22
4.3. 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	23
5. 投资建议与风险提示	24
5.1. 投资建议	24
5.2. 风险提示	24

图表目录

图 1: EV 基本概念示意图	5
图 2: EV 主要假设分类	5
图 3: 长期利率中枢持续下行 (单位: %)	5
图 4: 保险公司逐季年化财务和综合收益率面临下行压力考验	6
图 5: A 股上市险企平均投资收益率与 EV 投资收益率假设偏差逐步加大	6
图 6: EV 经济假设	7
图 7: 上市险企 EV 的 RDR 假设变化情况	8
图 8: 中国太保投资收益率假设变化图	9
图 9: 中国平安投资收益率假设变化图	9
图 10: 中国人寿投资收益率假设变化图	9
图 11: 中国人保投资收益率假设变化图	9
图 12: 除股东现金流预测假设外, 监管建议的敏感性测试情景如下图所示	11
图 13: 投资收益率和 RDR 均下降 50bps 对自身敏感性有差异	11
图 14: 假设投资收益率下行 50bps 对 VIF 的影响	11
图 15: 假设投资收益率下行 50bps 对 NBV 的影响	11
图 16: 假设 RDR 下行 50bps 对 VIF 的影响	12
图 17: 假设 RDR 下行 50bps 对 NBV 的影响	12
图 18: 平安主动调整内含价值敏感性披露方式, 展现投资收益率和 RDR 同步调整影响分析	13
图 19: 新业务价值率精算测试结果	15
图 20: 寿险公司市值对应不同阶段价值底线的精算内涵	17
图 21: ROEV 概念	18
图 22: 受 NBV 增速持续放缓和营运偏差正向贡献收窄的影响, 上市险企寿险 ROEV 承压	19
图 23: 近年来投资回报负向贡献拖累 EV 增长	19
图 24: 友邦保险自 IPO 以来持续调整友邦中国 RDR	20
图 25: 友邦保险 2023 年 RDR 组成部分相较 IPO 时演变情况 (单位: %)	21
图 26: 价值评估原理	22
表 1: EV 构成项中主要科目含义	4
表 2: 截止 1H23 上市险企投资收益率假设汇总	8
表 3: 新华保险 2023 年中报中对各类账户投资收益率假设一览	10
表 4: 鑫耀鸿图年金保险产品责任	14
表 5: 不同风险贴现率和投资收益率假设组合下新业务价值率测试结果	15
表 6: 鑫耀鸿图产品精算利润测试表 (单位: 元)	16
表 7: 内含价值体系的负债与会计和偿付能力准备金具备内在联系	23

1. 引言：内含价值假设具备更新基础

1.1. 内含价值提出的原因和意义

内含价值 (Embedded Value, 以下简称 EV) 的产生是由于保险公司经营的两点特殊性: 盈利的滞后性和当期盈利的波动性, 净资产指标对保险公司清算价值的低估。EV 起源于 20 世纪 70 年代英国寿险公司的恶意收购事件, 在中国的应用起步较晚但发展迅速。原保监会于 2005 年颁布《人身保险内含价值报告编制指引》, 要求所有人身保险公司按照统一规范定期计算并呈报其 EV、新业务价值(New Business Value, 以下简称 NBV) 及敏感性测试结果等相关内容, 从而鼓励和引导人身险公司健康稳健经营, 注重长效发展, 建立科学、合理的价值导向。2016 年中国精算师协会更新发布《精算实践标准: 人身保险内含价值评估标准》, 上市险企计算 EV 标准沿用至今。

EV 评估具有重要意义。EV 评估的目的, 在于帮助理解保险公司的价值及其变化, 并对公司发展基础的稳健性、可持续性和盈利能力进行衡量。EV 能够作为财务报告的补充信息, 还可用于评价行业发展、兼并收购时确定公司价值、评估公司管理绩效、为公司内部决策提供参考等。

1.2. EV: 寿险公司

EV 是指充分考虑总体风险的情况下, 适用业务及其对应资产产生的现金流中股东利益的现值。具体计算公式如下:

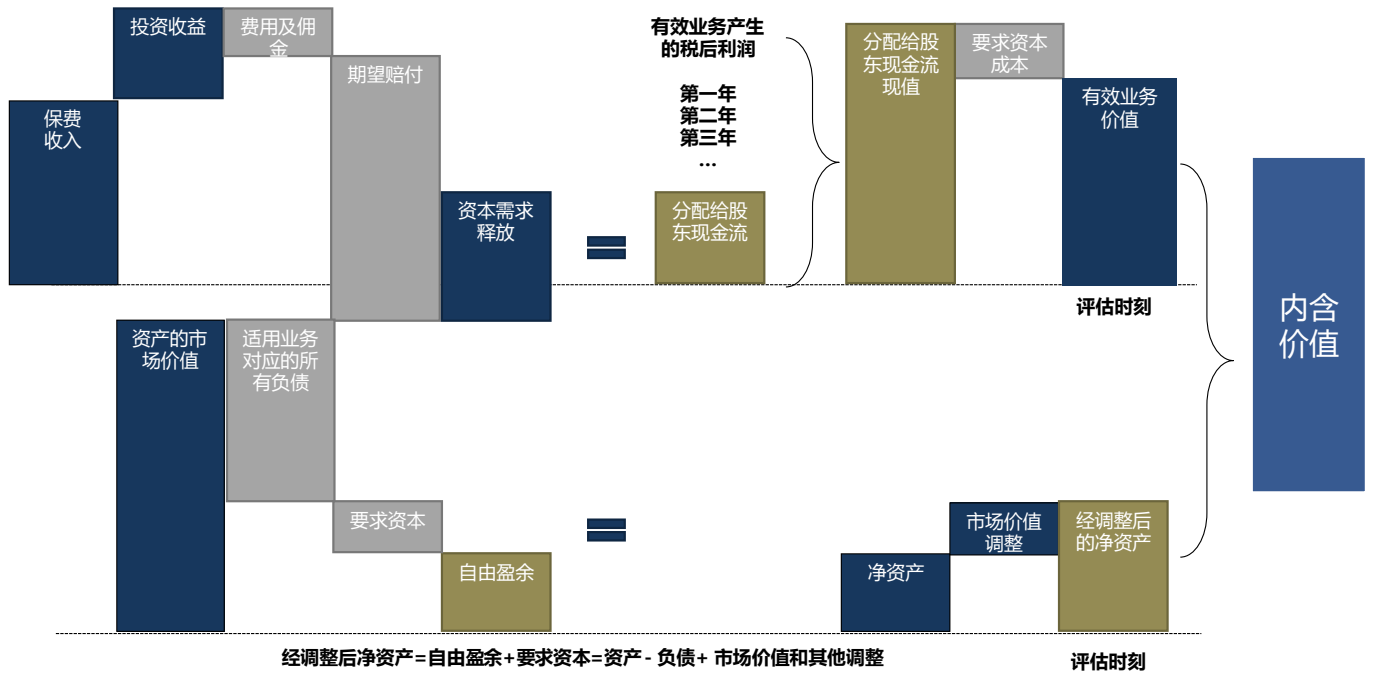
$$\begin{aligned} \text{内含价值(EV)} &= \text{要求资本} + \text{自由盈余} + \text{有效业务价值} \\ &= \text{经调整后的净资产} + \text{有效业务价值} \end{aligned}$$

表1: EV 构成项中主要科目含义

科目	简称	主要含义
内含价值	EV	在充分考虑总体风险的情况下, 适用业务及其对应资产产生的现金流中股东利益的现值
要求资本	RC	适用业务对应的所有资产市场价值中, 扣除适用业务对应的所有负债, 在评估日受到相关法律法规和公司内部管理的限制, 不能分配给股东的金额
自由盈余	FS	适用业务对应的资产市场价值中, 扣除适用业务对应的所有负债, 超过该适用业务要求资本的金额
有效业务价值	VIF	有效适用业务及其对应资产未来产生的现金流中股东利益在评估时点的现值, 产生现金流的资产基础为支持有效适用业务相应负债的资产
经调整后的净资产	ANW	适用业务的对应资产-对应负债, 一般于母公司报表净资产基础上调整

数据来源: 中国精算师协会, 东吴证券研究所

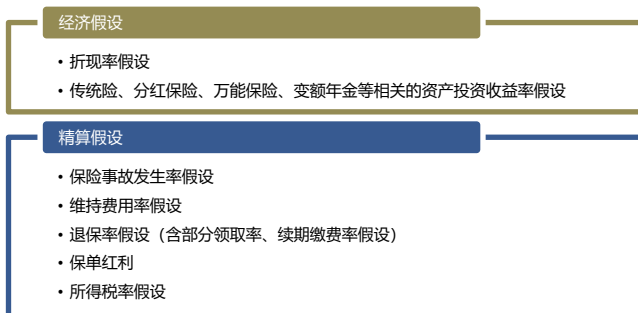
图1: EV 基本概念示意图



数据来源: 中国精算师协会, 东吴证券研究所整理

EV 中的有效业务价值 (VIF) 是建立在对未来的预测的基础之上, 分析计算需要涉及大量未来经验的假设, 关键假设包括经济假设和精算假设两方面。其中经济假设包括风险贴现率 (RDR) 和投资收益率; 精算假设主要有死亡率、发病率、意外发生率、保单失效率、维持费用率、保单红利等等。值得注意的是, EV 的计算涉及大量复杂的技术, 对 EV 和 NBV 的估算会随着关键假设的变化而发生重大变化, 不同公司之间假设的差异也可能导致在比较不同公司的结果时存在不一致性。

图2: EV 主要假设分类



数据来源: 中国精算师协会, 东吴证券研究所

图3: 长期利率中枢持续下行 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

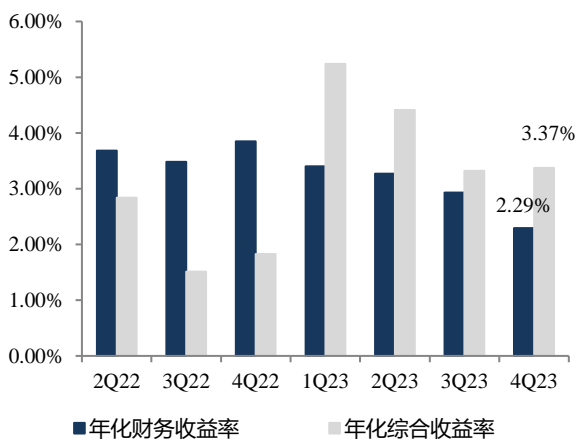
1.3. 宏观环境承压，长端利率持续下行，估值承压

EV 评价体系中，受利率变动影响的两大假设为 RDR 和长期投资收益率。利率下行环境下，二者均面临下调压力。根据《标准》中对相应负债假设评估的要求，“考虑到寿险的长期性和跨周期性，行业应基于对长期经济状况的判断，确定独立、合理、稳定的长期利率假设，加上一定的溢价，作为负债评估中的折现率假设和资产投资收益率假设”。考虑到当前以十年期国债到期收益率为锚的长期利率中枢持续下行，折现率假设和资产投资收益率假设具备更新基础。

2023 年，国内经济恢复性复苏，但内生动力不足，需求仍然疲弱，海外地缘政治不确定性加剧。市场表现来看，2Q23 后权益市场明显走弱，8 月后加速下行，各板块间延续极致结构性行情；以十年期国债为代表的利率中枢水平整体下行，从疫情前 3.0% 中枢震荡下行至当前 2.3% 附近，同时信用风险隐患依然较大。险企如何应对低利率时代的权益战术资产配置是摆在各保险机构首席投资官的重要课题。2Q22 至 4Q23，人身险公司的年化财务收益率分别为 3.68%，3.48%，3.85%，3.40%，3.27%，2.93% 和 2.29%，4Q23 已经陡降至 2.5% 以下，利差损隐忧再度显现；近七个季度人身险公司的综合财务收益率分别为 2.84%，1.51%，1.83%，5.24%，4.41%，3.32% 和 3.37%。当前投资收益率下行呈现系统性而非周期性的特征，如何化解利差损隐忧是行业与监管的共同课题。

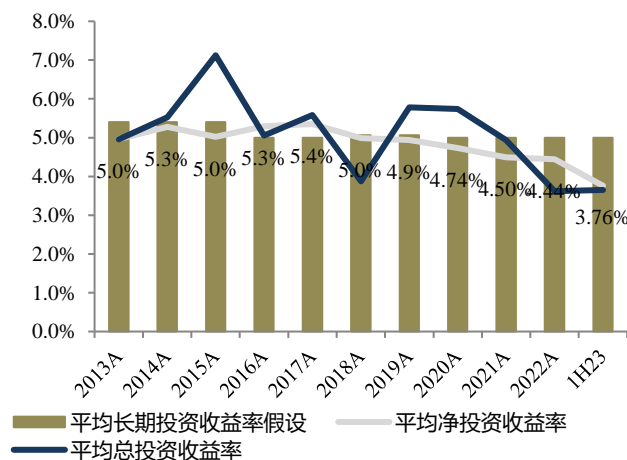
上市险企平均投资收益率与 EV 投资收益率假设偏差逐步加大。疫情前，A 股上市险企平均净投资收益率水平基本在 5.0% 上下波动，与内含价值长期投资收益率假设 (5.0%) 差距并不大，而疫后随着长端利率持续下行，2020 年、2021 年、2022 年和 1H23 平均投资收益率分别仅为 4.74%、4.50%、4.44% 和 3.76%。平均总投资收益率分别为 5.74%、4.94%、3.62% 和 3.66%。我们以 1H23 为例，A 股上市险企平均净投资收益率与总投资收益率与 EV 长期投资收益率假设的差距达到 124bps 和 134bps。

图4：保险公司逐季年化财务和综合收益率面临下行压力考验



数据来源：金监总局，东吴证券研究所

图5：A 股上市险企平均投资收益率与 EV 投资收益率假设偏差逐步加大



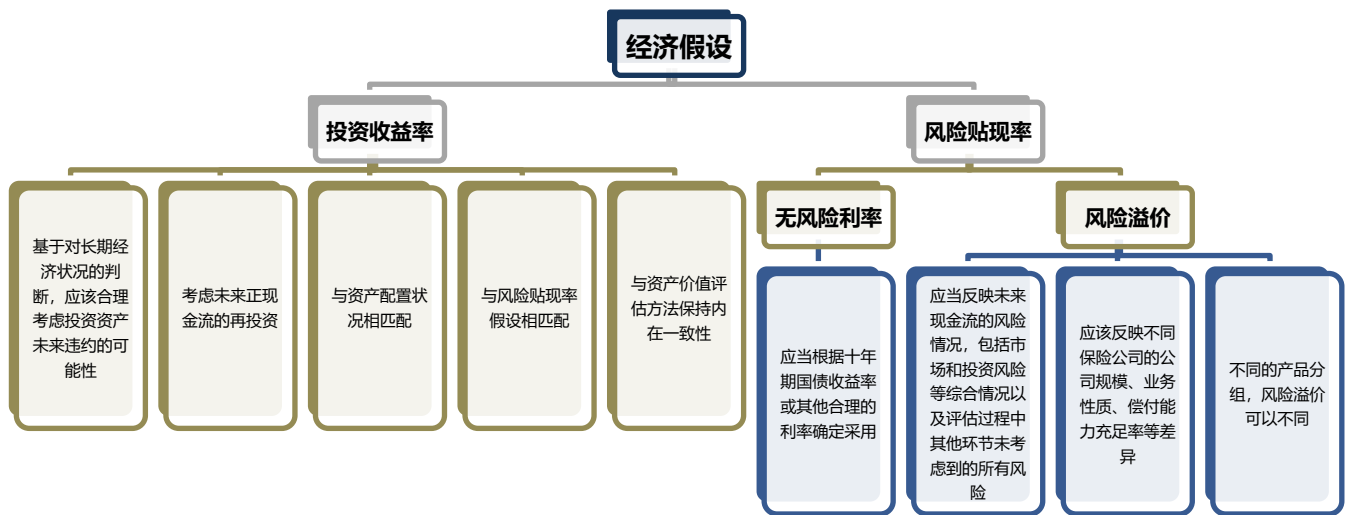
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. EV 经济假设及敏感性分析

2.1. 投资收益率与 RDR 存在内在联动机制

经济假设中，投资收益率和 RDR 两个经济假设对 EV 最终结果的影响举足轻重。保险公司根据适用业务对应的资产未来可以产生的投资回报确定投资收益率假设，反映了公司对资本市场状况和自身投资策略的预期。过于乐观的投资收益率会使公司承担较大的投资风险，同时使得 EV 虚高。RDR 是计算未来现金流中股东利益的现值时使用的贴现率，等于无风险利率加上一定的风险溢价。保险公司应当根据十年期国债收益率或其他合理的利率确定采用的无风险利率。风险溢价应当反映未来现金流的风险情况，包括市场和投资风险等综合情况以及评估过程中其他环节未考虑到的所有风险。

图6：EV 经济假设



数据来源：中国精算师协会，东吴证券研究所

投资收益率假设应与 RDR 假设相匹配。首先公司的 RDR 假设越高，可以认为其风险评估越为保守；反之，若 RDR 显著低于行业平均水平，则 EV 可能存在虚高情况。在 EV 分析计算过程中，需要综合考虑投资收益率和 RDR，并且要考虑两者的假设相匹配。不能简单地从数值上就得出投资收益率假设和 RDR 假设偏高或不合理的结论，而应通过这两个指标的联动可以实现对寿险公司价值评估的平衡。具体而言，如果认为投资收益率假设过高，面临的投资风险较大，那么设定较高的 RDR，就在一定程度上降低了投资收益率假设较高下对 EV 的测算结果，解决投资收益率假设较高带来的问题；反之亦然。

截止 1H23 上市险企长期投资收益率假设集中在 5.0%。平安确定假设采用了非投资连结性寿险资金的未来每年投资回报率为自 4.75%起，第 2 年增加至 5.0%此后保持不变的形式；投资连结型资金的未来投资回报在上述假设的基础上适当上调，但未披露具体数值。国寿、太保、人保对未来每年投资收益率假设均为 5.0%。截止 1H23 平安、太

保、新华三家险企的 RDR 假设更为谨慎地确定为 11.0%，而国寿和人保假设为 10.0%。

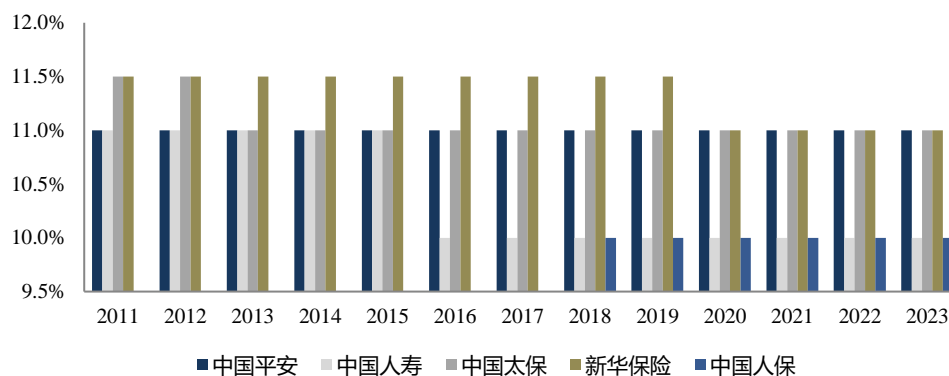
表2：截止 1H23 上市险企投资收益率假设汇总

公司名称	险种	2023	2024	2025	2026+
中国平安	非投连险	4.75%	5.0%	5.0%	5.0%
中国人寿	全险种	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
中国太保	长期险	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
新华保险	传统非分红险、分红险、万能险	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	投连险	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
中国人保	全险种	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上市险企近年来对 RDR 假设进行数次调整，目前除国寿和人保外，平安、太保和新华均为 11.0%。A 股上市险企中，除中国人保因上市时间相对较晚，其余上市公司均曾对 EV 的 RDR 假设做出不同程度的调整。2016 年国寿将 RDR 从 11.0% 下调至 10.0%，并延续至今；2013 年太保将 RDR 从 11.5% 下调至 11.0%，并延续至今；2020 年新华将 RDR 从 11.5% 下调至 11.0%，并延续至今；2009 年平安将 RDR 由 11.5% 下调至 11.0%，并延续至今；人保自 2018 年 A 股 IPO 以来始终保持在 10%。

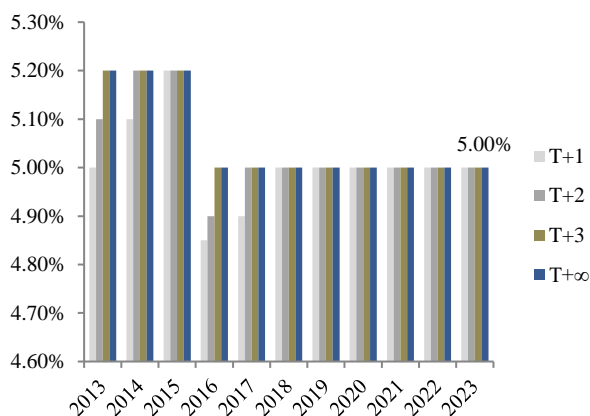
图7：上市险企 EV 的 RDR 假设变化情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

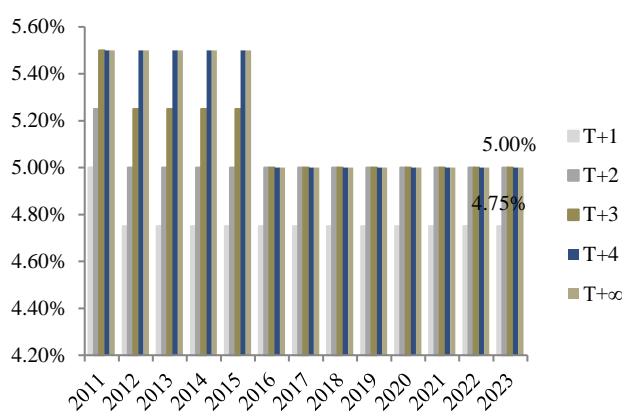
上市险企普遍于 2016 年更新调整了 EV 中投资收益率假设。太保、平安和国寿三家险企对投资收益率假设的调整集中于 2016 年，此前假设基本在 5.0% 到 5.5% 之间，下调后均在 5.0% 左右。由 2015 年至 2016 年，太保对未来一年投资收益率从 5.2% 下调至 4.85%，未来第二年从 5.2% 下调至 4.9%，往后年度从 5.2% 下调至 5.0%；平安对未来第一年、第二年分别保持 4.75%、5.0% 不变，往后年度下调至 5.0%；国寿未来第一年从 5.1% 下调至 4.6%，未来第二年从 5.2% 下调至 4.8%，往后年度下调至 5.0%。此外太保和国寿其他年度也有对投资收益率假设做出微调。人保在 2020 年将未来年度投资收益率假设从 5.25% 下调至 5.0%。

图8：中国太保投资收益率假设变化图



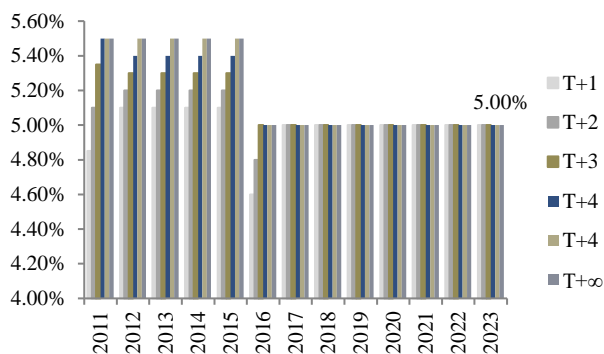
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：中国平安投资收益率假设变化图



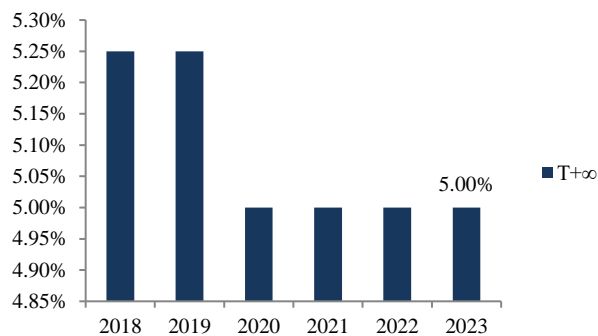
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：中国人寿投资收益率假设变化图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：中国人保投资收益率假设变化图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新华对投资收益率假设的设定更为精细。新华自 2011 年 IPO 以来根据传统非分红险、分红险、万能险、投连险设定不同的投资收益率假设并详细披露，2023 年中报分别列出传统非分红险、分红险、万能险、投连险、新传统、分红专一、传统专一、分红专二这些主要账户的投资回报假设。这种假设设定方式更为合理，充分考虑了不同产品资金运用的配置情况和风险状况。新华投资收益率假设最大的变化也在 2016 年，传统非分红险由 5.0%—5.2%下调至 4.5%—5.0%；分红险由 5.0%—5.5%下调至 4.5%—5.0%；万能险由 5.0%—5.6%下调至 4.5%—5.1%。投连险投资收益率假设下调发生在 2020 年，由 7.6%—7.9%下调至全部为 6.0%。

表3：新华保险 2023 年中报中对各类账户投资收益率假设一览

账户	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年+
传统非分红险	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
分红险	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
万能险	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
投连险	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
新传统	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%
分红专一	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
传统专一	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%
分红专二	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新华投资收益率假设调整与公司战略指引相匹配。2019 年随着新一届班子成员成立，新华保险践行“资产负债双轮驱动，规模价值协同发展”的新战略思路，积极在银代渠道布局趸交资源型业务，并在 EV 计算投资收益率假设中相匹配。公司于 2019 年 10 月增设分红专一账户，对应于新开发的《稳得盈两全保险（分红型）》产品进行单独账户管理。预期分红专一账户及之前设立的新传统账户所管理的资产组合未来产生的投资回报与以上账户不同，采用 6.0%的平准投资回报假设。公司于 2020 年 12 月增设传统专一账户，对应于新开发的《惠金生年金保险》进行单独账户管理。2021 年 3 月，公司开始销售《稳得福两全保险（分红型）》产品，将其资金划入分红专二账户单独管理。

2.2. 敏感性分析结果

精算假设的敏感性测试是评估保险公司 EV 的重要环节，根据监管要求，公司应呈现不同敏感性测试情景下的 ANW、VIF 和 NBV 结果，从敏感性变动表中可以了解不同公司之间的产品结构和盈利状况。分析几家上市险企近年来年报数据可知，相同投资收益率的变动对 VIF 和 NBV 的影响幅度整体呈增长趋势，且疫后影响幅度明显加剧。此外，NBV 比 VIF 的敏感性更大，主要原因是 VIF 中的存量业务缓冲了投资收益率变动带来的影响。

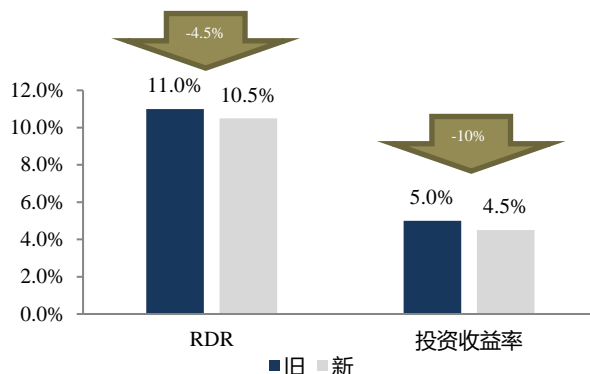
投资收益率下降 50bps 对价值评估的影响大于 RDR 下降 50bps。以中国人寿为例，2016 年至 2023 年中投资收益率下降 50bps 对 VIF 的敏感性在-16.0%至-21.0%之间，RDR 下降 50bps 对 VIF 的敏感性在+4.5%至+5.0%之间；投资收益率下降 50bps 对 NBV 的敏感性在-17.0%至-28.0%之间，RDR 下降 50bps 对 NBV 的敏感性在+4.5%至+6.5%之间。原因系投资收益率从 5.0%调整至 4.5%，RDR 从 11.0%调整至 10.5%，虽然两者调整幅度均为 50bps，但相对比例有差距，对投资收益率和 RDR 的自身调整比例分别为 10.0%和 4.5%。

图12: 除股东现金流预测假设外, 监管建议的敏感性测试情景如下图所示

项目	敏感性情景
1	贴现率假设+/-50bps
2	投资收益率假设+/-50bps
3	死亡率假设提高/降低 10%
4	发病率假设提高 10%
5	退保率假设提高/降低 10%
6	费用假设提高 10%
7	负债贴现率假设+/-50bps

数据来源: 中国精算师协会, 东吴证券研究所

图13: 投资收益率和 RDR 均下降 50bps 对自身敏感性有差异

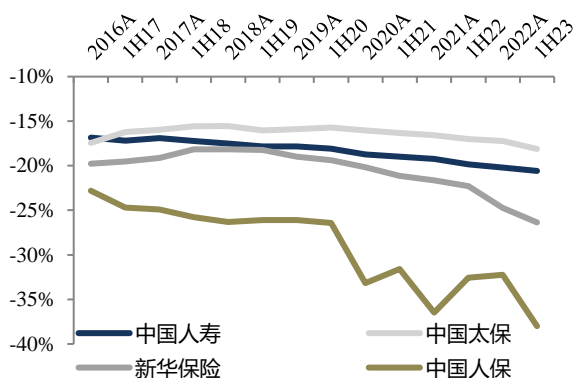


数据来源: 中国精算师协会, 东吴证券研究所

2.2.1. 投资收益率下降对 VIF 和 NBV 的影响分析

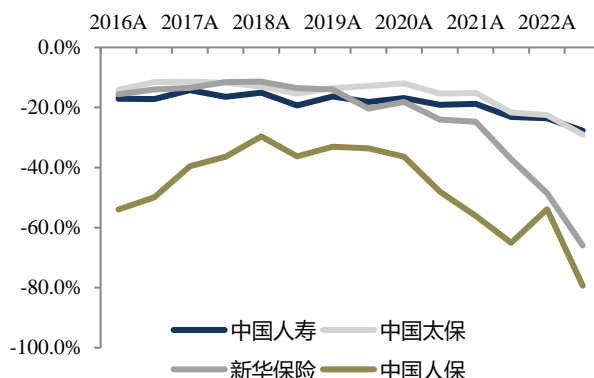
我们以投资收益率假设下行 50bps 对 VIF 的敏感性来看, 人保绝对敏感性最大, 疫后新华敏感性提升幅度最大。太保 VIF 敏感性由 2016 年的-17.4%升至 1H23 的-18.1%, 保持相对平稳; 国寿 VIF 敏感性由 2016 年的-16.8%扩大至 1H23 的-20.6%; 新华敏感性比前述两家险企明显增加, 由 2016 年的-19.8%扩大至 1H23 的-26.4%, 其中 1H22、2022 年、1H23 分别为-22.3%、-24.7%和-26.4%, 变化最明显; 人保 2016 年为-22.8%, 2020 年较 1H20 急剧扩大, 由-26.4%至-33.2%, 此后几年间数值有所波动, 1H23 较 2022 年再次急剧扩大, 由-32.2%至-38.0%。

图14: 假设投资收益率下行 50bps 对 VIF 的影响



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 假设投资收益率下行 50bps 对 NBV 的影响



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们以投资收益率假设下行 50bps 对 NBV 的敏感性来看, 上市险企敏感度表现与 VIF 敏感性类似, 但新华保险受业务结构调整影响, 敏感性快速提升。太保 NBV 敏感性由 2016 年的-14.1%扩大至 1H23 的-29.0%; 国寿由 2016 年的-17.1%扩大至 1H23 的-27.7%; 新华 2016 年至 2019 年和前述两家险企敏感性差别不大, 但 2020 年至 1H23 敏感性快速上升, 2020 年至 1H23 数据分别为-18.2%、-24.8%、-48.5%、-65.9%; 人保 2016 年至 2018 年敏感性有所下降, 由-54.0%至-29.6%, 往后年度除 2022 年出现敏感性下降

之外一直上升，1H23 为-79.3%。

2.2.2. RDR 下降对 VIF 和 NBV 的影响分析

RDR 下降对价值评估敏感性与投资收益率呈反向关系。根据上市险企 EV 中敏感性变动分析表，我们测算 1H23 假设投资收益率下行 50bps 对公司 VIF 和 NBV 影响分别为-26%和-65.9%，而 2016 年（施行偿二代后 EV 计算标准可比统一）分别仅为-20%和-15.6%，NBV 的敏感度比 VIF 降幅扩大更为明显且公司敏感度较同业明显扩大，说明公司新业务对投资收益的依赖度在不断提升，主要系近年来公司产品策略转向以年金和长期储蓄型等利率敏感性业务。

图16: 假设 RDR 下行 50bps 对 VIF 的影响

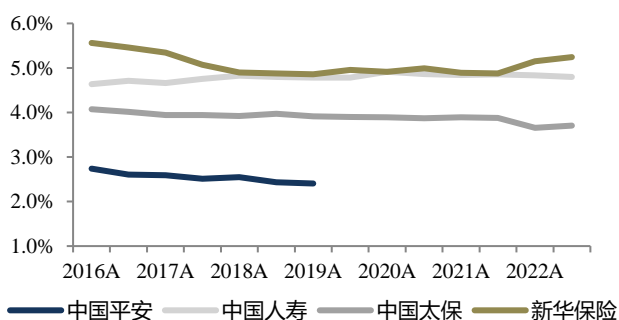
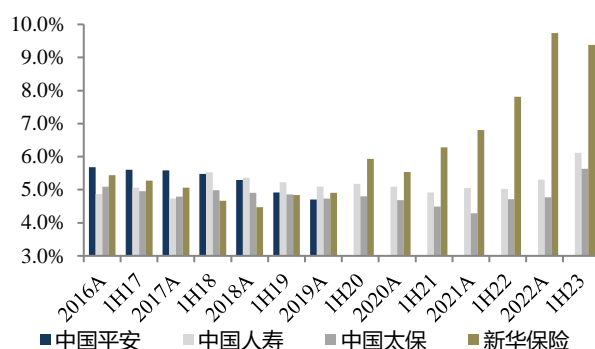


图17: 假设 RDR 下行 50bps 对 NBV 的影响



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：中国平安自 2020 年年报调整为披露“投资收益率和 RDR 每年增加/减少 50bps”敏感性分析结果。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：中国平安自 2020 年年报调整为披露“投资收益率和 RDR 每年增加/减少 50bps”敏感性分析结果。

人保和平安的敏感性分析结果与其他上市同业不具有可比性。1) 人保对于 RDR 对 VIF 和 NBV 的敏感性分析采用了有别于监管建议的±50bps 的方式，而是±100bps，即列出 RDR 分别为 9%、11%的情况，故和其他三家险企不具备可比性。2) 平安相较于其他险企敏感性分析的特殊之处在于，其他险企分别提供 RDR 和投资收益率变化对 VIF、NBV 的影响，但平安从 2020 年开始披露投资收益率和 RDR 同时变化对 VIF、NBV 的影响结果。平安 2016 年到 2019 年的 RDR 对 VIF 敏感性分析结果优于其他三家险企，RDR 下行 50bps 对 VIF 的影响数值由 2016 年的 2.7%至 2019 年的 2.4%。平安 2016 年至 2019 年的 RDR 对 NBV 敏感性分析结果和同期其他三家险企差别不大，RDR 下行 50bps 对 NBV 的影响数值由 2016 年的 5.7%至 2019 年的 4.7%，呈下降趋势。

我们以 RDR 假设下行 50bps 对 VIF 的敏感性来看，新华绝对敏感性最大，太保绝对敏感性最小。国寿 VIF 敏感性从 2016 年的 4.6%升至 1H23 的 4.8%，一直保持平稳；太保 VIF 敏感性由 2016 年的 4.1%降至 1H23 的 3.7%，也较为平稳；新华 VIF 敏感性变化趋势呈现先减再平后增的趋势，2016 年的 VIF 敏感性为 5.6%，2018 年降至 4.9%后保持平稳至 2021 年，2022 年和 1H23 的 VIF 敏感性分别为 5.1%和 5.2%。

我们以 RDR 假设下行 50bps 对 NBV 的敏感性来看，近几年新华绝对敏感性明显大于上市同业。国寿 NBV 敏感性由 2016 年的 4.9% 提升至 1H23 的 6.1%，保持相对平稳；太保 NBV 敏感性从 2016 年的 5.1% 升至 1H23 的 5.6%，变化不大，但 2021 年至 1H23 的 NBV 敏感性分别为 4.3%、4.8% 和 5.6%，呈现逐年上升趋势；新华 2016 年至 2019 年的 NBV 敏感性和前述两家险企差别不大，但此后 NBV 敏感性快速上升，直至 2022 年达到 9.7%，1H23 才有所下降至 9.4%。

2.2.3. RDR 与投资收益率对价值指标敏感度存在差异

投资收益率假设（分子）决定寿险公司 VIF 未贴现总额，RDR（分母）决定寿险公司 VIF 实现跨期分配，相同假设变化幅度下，价值对投资收益率假设的敏感度显著高于 RDR。中国平安自 2020 年年报起，调整“新业务价值投资收益率和风险贴现率敏感性”披露为“投资收益率和风险贴现率敏感性”，更突出了投资收益率和 RDR 同时增加和减少对 NBV、寿险 EV 和集团 EV 的综合影响。新的披露方式更具备科学性，更符合投资收益率假设和 RDR 假设保持匹配的要求。其次，新的披露方式能更好地给投资者提供明确指引，RDR 对 VIF、NBV 影响曲线凸性为正，即 RDR 降低对 VIF、NBV 的影响大于上升相同幅度带来的影响。且 RDR 假设和投资收益率假设同步下调后 EV 降幅压力相对可控，不会出现 EV 的大幅下降。

图18：平安主动调整内含价值敏感性披露方式，展现投资收益率和 RDR 同步调整影响分析

2019年报敏感性披露			
新业务价值投资收益率和风险贴现率敏感性	贴现率		
	10.5%	11.0%	11.5%
(人民币百万元)			
投资收益率每年增加50个基点	87,749	83,762	80,036
基准投资收益率	79,516	75,945	72,601
投资收益率每年减少50个基点	71,271	68,115	65,154
集团内含价值投资收益率和风险贴现率敏感性			
集团内含价值投资收益率和风险贴现率敏感性	贴现率		
	10.5%	11.0%	11.5%
(人民币百万元)			
投资收益率每年增加50个基点	1,278,887	1,257,695	1,238,099
基准投资收益率	1,218,749	1,200,533	1,183,668
投资收益率每年减少50个基点	1,158,453	1,143,217	1,129,087
寿险及健康险业务内含价值投资收益率和风险贴现率敏感性			
寿险及健康险业务内含价值投资收益率和风险贴现率敏感性	贴现率		
	10.5%	11.0%	11.5%
(人民币百万元)			
投资收益率每年增加50个基点	835,844	814,652	795,055
基准投资收益率	775,706	757,490	740,625
投资收益率每年减少50个基点	715,409	700,174	686,044

2020年年报敏感性披露

投资收益率和风险贴现率敏感性

(人民币百万元)	集团内含价值	寿险及健康险业务内含价值	一年新业务价值
基准投资收益率和风险贴现率	1,328,112	824,574	49,575
投资收益率和风险贴现率每年增加50个基点	1,381,825	878,287	53,376
投资收益率和风险贴现率每年减少50个基点	1,269,028	765,490	45,314

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 经济假设调整影响分析

3.1. 以两全险为例分析经济假设调整对精算价值变化

两全产品责任及精算测试假设。我们以某公司鑫耀鸿图年金保险为例，分析经济假设调整对精算价值的变化。我们假设被保险人为40周岁男性，交费方式为每年交1万元，连续交费10年，基本保险金额为2,941元，且共有64万张保单，被保险人死亡率参考《中国人身保险业经验生命表(2010-2013)》。我们开展精算测试主要用到的假设有：投资收益率假设为5.0%；RDR假设为11.0%；佣金率假设为投保第1至5年分别为30%、20%、10%、5%和3%，往后年度为0；费用率假设为每年1%；所得税率假设为25%。根据以上假设得到的新业务价值率（未考虑要求资本成本）为26.2%。

表4：鑫耀鸿图年金保险产品责任

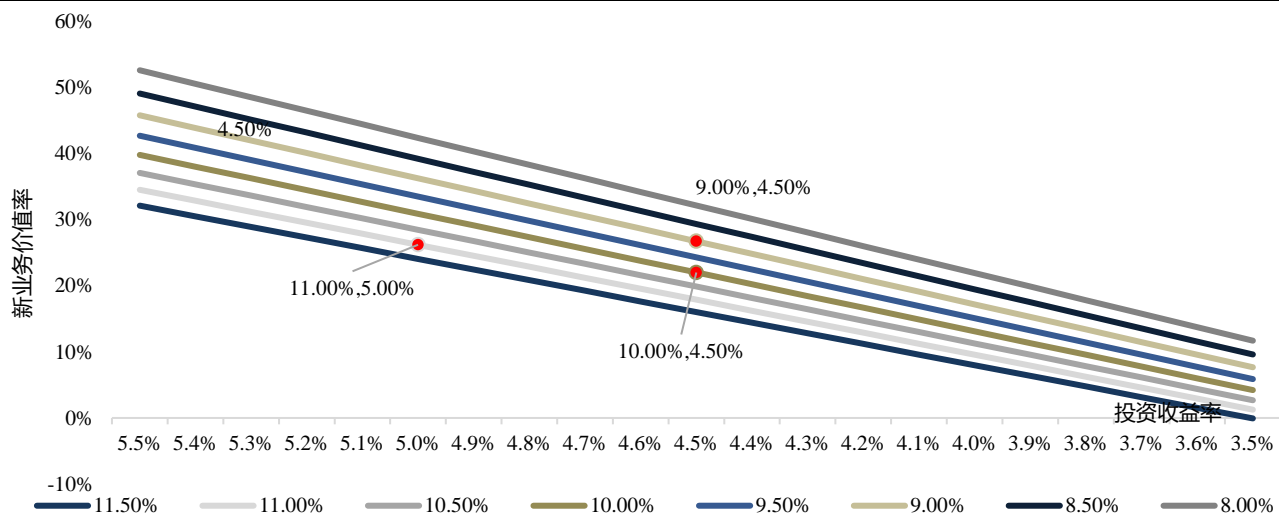
保险责任	细则
特别生存金	自本合同生效年满五个保单年度后的首个年生效对应日起，至本合同生效年满十个保单年度后的首个年生效对应日前，若被保险人生存至本合同的年生效对应日，本合同交费期间为十年的，按本合同基本保险金额确定的年交保险费的100%给付特别生存金
年金	自本合同生效年满十个保单年度后的首个年生效对应日起，至本合同保险期间届满前，若被保险人生存至本合同的年生效对应日，本公司于本合同生效年满十个保单年度后的首个年生效对应日按本合同基本保险金额的100%给付年金，以后每个保单年度的年生效对应日，本公司给付的年金在前一个保单年度的年金给付金额基础上，按本合同基本保险金额的25%增加
满期保险金	被保险人生存至本合同保险期间届满的年生效对应日，本合同终止，本公司按本合同基本保险金额的10倍给付满期保险金
身故保险金	被保险人在保险期间内身故，本合同终止，本公司按被保险人身故当时本合同所交保险费（不计利息）减去本合同已给付的特别生存金与年金之和、本合同的现金价值两者较大值给付身故保险金

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

新业务价值率精算测试结果。我们使用模拟运算表，测试了经济假设同步变动对新业务价值结果的影响，其中对RDR假设从11.5%起，按照50bps为一档，逐步下降至8.0%，对投资收益率假设从5.5%起，按照10bps为一档，逐步下降至3.5%，得到结果如下图所示。我们发现，NBV Margin对投资收益率的敏感性大于对RDR的敏感性；在新业务价值率保持26.2%不变的前提下，若假设投资收益率下降50bps至4.5%，对应RDR大约需下降190bps至9.1%，两者比值接近1:3.8。当RDR为11.5%且投资收益率降至3.5%时，NBV Margin变为负值，原因是RDR越大，远期可分配利润对现值的贡献越小，

近期可分配利润对现值的贡献越大，保单年度前期负项可分配利润贡献拖累新业务价值。

图19：新业务价值率精算测试结果



数据来源：公司官网，东吴证券研究所；注：红色点位代表关键投资收益率和 RDR 对应新业务价值率结果

表5：不同风险贴现率和投资收益率假设组合下新业务价值率测试结果

		RDR							
		11.50%	11.00%	10.50%	10.00%	9.50%	9.00%	8.50%	8.00%
投资收益率	5.50%	32.1%	34.6%	37.1%	39.8%	42.7%	45.8%	49.1%	52.7%
	5.40%	30.5%	32.9%	35.4%	38.1%	40.9%	43.9%	47.2%	50.6%
	5.30%	28.9%	31.2%	33.7%	36.3%	39.1%	42.0%	45.2%	48.6%
	5.20%	27.3%	29.6%	31.9%	34.5%	37.2%	40.1%	43.2%	46.5%
	5.10%	25.7%	27.9%	30.2%	32.7%	35.4%	38.2%	41.2%	44.5%
	5.00%	24.1%	26.2%	28.5%	30.9%	33.5%	36.3%	39.3%	42.4%
	4.90%	22.5%	24.6%	26.8%	29.2%	31.7%	34.4%	37.3%	40.4%
	4.80%	20.9%	22.9%	25.1%	27.4%	29.8%	32.5%	35.3%	38.3%
	4.70%	19.3%	21.2%	23.3%	25.6%	28.0%	30.6%	33.3%	36.3%
	4.60%	17.7%	19.6%	21.6%	23.8%	26.2%	28.7%	31.3%	34.2%
	4.50%	16.0%	17.9%	19.9%	22.0%	24.3%	26.8%	29.4%	32.2%
	4.40%	14.4%	16.2%	18.2%	20.2%	22.5%	24.8%	27.4%	30.1%
	4.30%	12.8%	14.6%	16.5%	18.5%	20.6%	22.9%	25.4%	28.1%
	4.20%	11.2%	12.9%	14.7%	16.7%	18.8%	21.0%	23.4%	26.0%
	4.10%	9.6%	11.2%	13.0%	14.9%	16.9%	19.1%	21.5%	24.0%
	4.00%	8.0%	9.6%	11.3%	13.1%	15.1%	17.2%	19.5%	21.9%
	3.90%	6.4%	7.9%	9.6%	11.3%	13.3%	15.3%	17.5%	19.9%
	3.80%	4.8%	6.2%	7.8%	9.6%	11.4%	13.4%	15.5%	17.8%
	3.70%	3.2%	4.6%	6.1%	7.8%	9.6%	11.5%	13.6%	15.8%
	3.60%	1.5%	2.9%	4.4%	6.0%	7.7%	9.6%	11.6%	13.8%
3.50%	-0.1%	1.3%	2.7%	4.2%	5.9%	7.7%	9.6%	11.7%	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

表6：鑫耀鸿图产品精算利润测试表（单位：元）

保单年度	年初保费	投资收益	生存给付总额	满期给付总额	退保总额	营销费用	管理费用	身故保障总额	准备金提转差	可分配利润	所得税	贴现值
1	640,000	23,571			3,339	192,000	6,400	1,057	471,426	-10,650	-2,662	-7,196
2	632,543	38,860			7,671	126,509	6,325	2,282	611,565	-82,949	-20,737	-50,492
3	625,077	72,117			12,765	62,508	6,251	3,709	718,695	-106,734	-26,683	-58,532
4	617,590	109,862			18,373	30,879	6,176	5,368	791,119	-124,464	-31,116	-61,491
5	610,072	129,874	602,511		18,444	18,302	6,101	7,300	9,355	77,934	19,484	34,688
6	602,511	130,331	594,896		18,512		6,025	7,950	8,924	96,535	24,134	38,709
7	594,896	130,766	587,214		18,577		5,949	8,665	8,479	96,779	24,195	34,961
8	587,214	131,181	579,455		18,640		5,872	9,434	8,102	96,892	24,223	31,533
9	579,455	131,572	571,611		18,700		5,795	10,251	7,542	97,129	24,282	28,478
10	571,611	146,145	165,777		22,791		5,716	11,101	575,402	-63,030	-15,758	-16,649
11	0	156,011	204,271		21,515		-	11,271	-180,769	99,723	24,931	23,730
12	0	145,462	241,535		19,810		-	11,168	-241,205	114,154	28,538	24,472
13	0	131,887	277,557		17,674		-	10,737	-301,775	127,695	31,924	24,662
14	0	115,286	312,306		15,105		-	9,932	-362,290	140,232	35,058	24,400
15	0	53,114	0	1,536,751	15,615		-	9,165	-2,124,568	616,151	154,038	96,584
											价值率	26.2%
											有效业务价值	167,856

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.2. 假设调整影响分析 1：EV 可信度在提升

经过经济假设的调整，未来投资收益率可信度上升，EV 的可信度也得到提升。投资收益率假设下调有利于缓解利率下行环境下利差损隐忧，提升长期盈利概率并增强 EV 可信度，夯实保险公司 PEV 估值底部。利差损隐忧是悬在当前保险股投资的“达摩克利克斯之剑”。近年来上市险企 P/EV 估值水平拾级而下，估值折价主要系持续低利率环境下，EV 中未来投资收益率可信度明显下降，使得上市险企股价持续于每股内含价值下方运行。

具体来看，我们根据如下方法对寿险公司进行资本市场定价。我们采用 P/EV 评估价值方法对公司进行估值。我们采用 $1*EV+X*NBV$ 来评估新华保险业务价值。其中，X 是 NBV 的倍数，r 为 RDR，NBV 为过去 12 个月的新业务价值，g 为未来 VONB 的增长，则截至评估日期，未来新业务的现值如下：

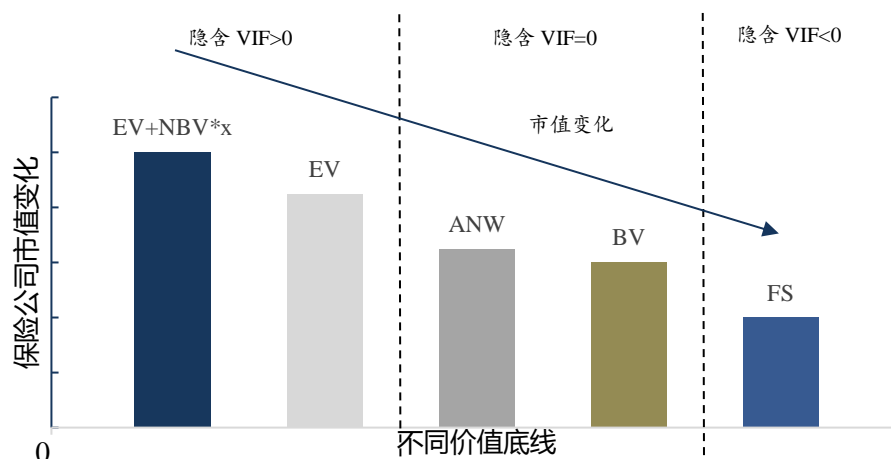
$$NBV_0 * X = \sum_{t=1}^{\infty} \left(NBV_0 \left(\frac{1+g}{1+r} \right)^{t-1} \right)$$

由于当前仍处于寿险业务复苏过渡期，NBV 增长在低基数上出现恢复性增长，但

出于保守假设，我们赋予 X 为零。从 P/EV-ROEV 估值体系出发，1 倍 P/EV 以下看资产端支撑，1 倍以上 P/EV 看负债端催化。1 倍以下 P/EV 展现了资本市场对保险股资产端的担忧（潜在利差损风险和 EV 中投资收益率不达预期压力），核心压制估值因素在于资产端，投资者缺乏对 EV 投资收益率假设的可信度。1 倍以上 P/EV 则需要负债端的强劲表现作为催化。核心逻辑在于负债端盈利能力提升，关注 NBV 增长和 ROEV 提升空间。

当前 A 股保险公司估值持续下行，市值持续跌破不同阶段价值底线的精算内涵指向不同。当寿险公司市值大于等于 EV 和 NBV 之和时，即新业务乘数大于等于 1 时，说明市场认为该寿险公司具备成长性。新业务乘数 = (公司市值 - EV) / NBV，新业务乘数越大代表公司成长性越好。当保险公司市值等于 EV 时，此时市场隐含新业务乘数为零，意味着市场认为寿险公司新业务的增长不具有成长性。当保险公司市值下降至 ANW 时，此时隐含 VIF 为零，即市场认为公司目前所有的保单在未来所能形成的利润贴现值为零，公司隐含的合理市值仅等于当前公司账面价值。当寿险公司市值下降到等于 FS 时，此时隐含 VIF 已小于零，即市场认为公司目前所有的保单在未来所能形成的利润为负值，隐含“利差损”风险，使得 FS 减少，侵蚀股东权益。

图20：寿险公司市值对应不同阶段价值底线的精算内涵



数据来源：《寿险精算》，东吴证券研究所

3.3. 假设调整影响分析 2：ROEV 中枢下降，中长期 EV 增速放缓

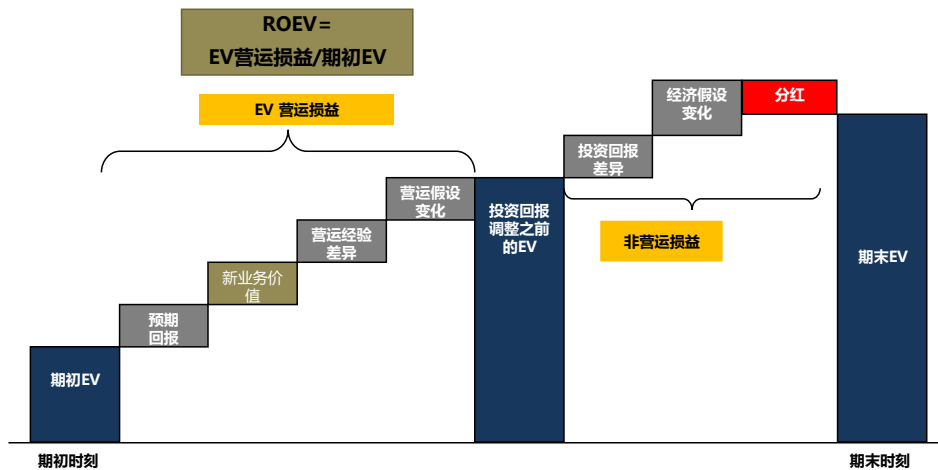
EV 变动科目包括期初 EV 的预计回报、NBV 创造、营运假设及模型变化、营运经验差异、投资回报差异、经济假设变化、资本注入或股东红利及其他调整项，剔除后三者因素的影响后设计了 EV 营运回报率指标 (ROEV)。该指标弥补了传统盈利指标 ROE 的缺陷，既可以反映保险公司当年的经营业绩 (包含 NBV)，也剔除了非经营差异带来的利润波动，是反映保险公司的盈利情况和获利能力的较好指标。

$$ROEV = (\text{期初EV的预计回报} + \text{新业务价值创造} + \text{营运经验偏差} + \text{营运假设及模型变动}) / \text{期初EV}$$

$$\begin{aligned} \text{期初EV的预计回报} &= \text{有效业务价值的预计回报} + \text{调整净资产的预计回报} \\ &= \text{有效业务价值} \times \text{RDR} + \text{调整后净资产} \times \text{投资收益率} \end{aligned}$$

受 RDR 假设和投资收益率假设下降的影响，VIF 的预计回报和 ANW 的预计回报均将下降，期初 EV 的预计回报贡献下降带来的影响是 ROEV 中枢下降。

图21：ROEV 概念

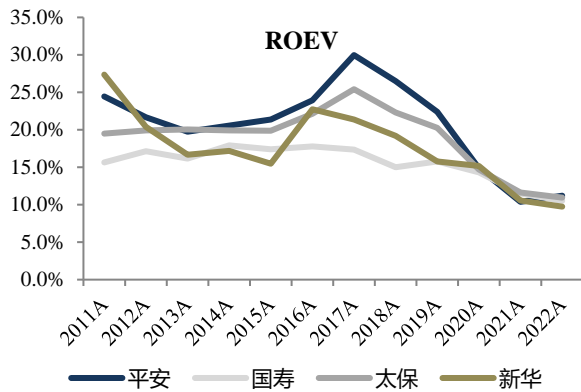


数据来源：中国精算师协会，东吴证券研究所

近年来，受 NBV 增速持续放缓和营运偏差正向贡献收窄的影响，ROEV 承压。2022 年平安、国寿、太保和新华寿险业务 ROEV 分别为 11.2%、10.5%、10.9%和 9.7%，其中为拉平可比口径，平安我们未风险分散效应。值得注意的是，受实际投资收益率低于内含价值投资收益率假设的拖累，近年来投资回报负向贡献拖累 EV 增长，以 2022 年为例，A 股上市险企投资回报偏差拖累寿险期初 EV 增速达-6.4%，其中平安寿为-4.6%、国寿为-8.1%、太保寿为-4.9%和新华为-6.9%。

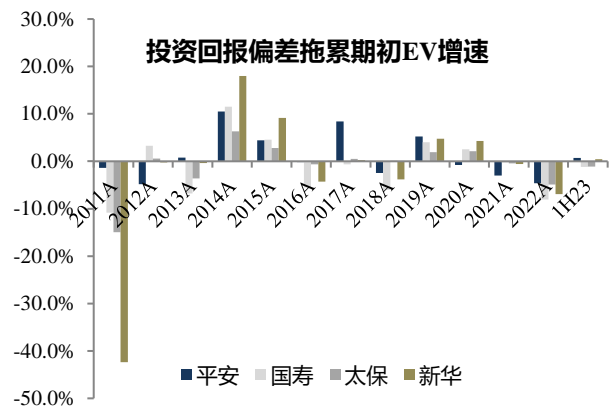
随着经济假设的同步下调，我们预计 ROEV 中枢会下降。从 EV 增长的三要素的驱动力来看，调整后净资产的增长驱动（ANW*投资收益率假设），存量有效业务价值的内生增长（上一年末 VIF*风险贴现率），以及本年新业务价值外生贡献（经济假设调整下降 NBV Margin）。

图22：受 NBV 增速持续放缓和营运偏差正向贡献收窄的影响，上市险企寿险 ROEV 承压



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：为拉平可比口径，平安我们未风险分散效应

图23：近年来投资回报负向贡献拖累 EV 增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

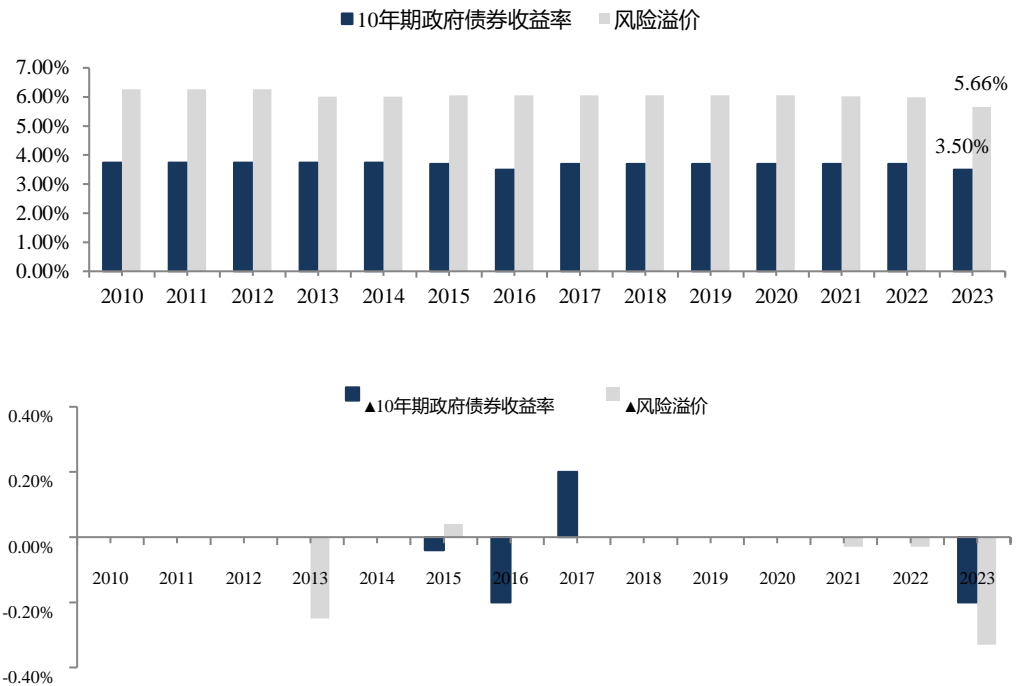
3.4. 友邦保险 RDR 调整镜鉴

根据友邦保险定期报告，风险贴现率反映的是年初有效保单业务的风险边际率，及于报告期内承保新业务的风险边际率的加权平均，新业务的风险边际率按产品层面厘定，以更好地反映与报告期间内所售产品组合相关的市场及非市场风险。现有固定收益资产的投资回报已调整至与该等资产的市场收益率一致。所列示的投资回报未扣除税项及投资开支。

根据友邦保险 2023 年年报，公司提出 RDR 可被视为反映货币时间值的适当无风险利率与就风险作出隐含拨备的风险边际率的总和，其中无风险利率参考 10 年期政府债券收益率。友邦保险公告披露 RDR 的同时，将其拆分为 10 年期政府债券收益率和风险溢价并披露两者具体数据，另外还披露了计算内含价值所参考的当前市场 10 年期政府债券孳息率数据。

我们参考了友邦保险对中国境内地区的假设调整情况，窥见一斑。自友邦保险 2010 年 IPO 以来，友邦中国于 2013 年将风险溢价由 6.26% 下调至 6.01%，2015 年向上微调至 6.05%，从 2021 年开始对其做出持续动态调整，2021 年至 2023 年分别为 6.02%、5.99% 和 5.66%，2023 年降幅较大；友邦中国 2010 年将 10 年期政府债券收益率设定为 3.74%，2015 年下调至 3.70%，2016 年将其调整为 3.50% 后 2017 年重新调整为 3.70%，此后保持不变至 2022 年，2023 年再次下调至 3.50%。除 2016 年 10 年期政府债券收益率的突变对 RDR 带来的影响之外，风险溢价变化对 RDR 的影响是更大的。1H23 友邦中国 RDR 假设为 9.67%，均低于同期 A 股上市险企，2023 年年报中友邦中国 RDR 假设为 9.16%。友邦保险对于 RDR 拆分披露的方式能为投资者提供更多有用信息，且相较于 A 股上市险企隔若干年对 RDR 假设做出一次集中调整的方式，友邦保险持续动态调整 RDR 假设的方式更具合理性，能及时反映市场利率的变动和报告期间内承保的新业务相关的风险。

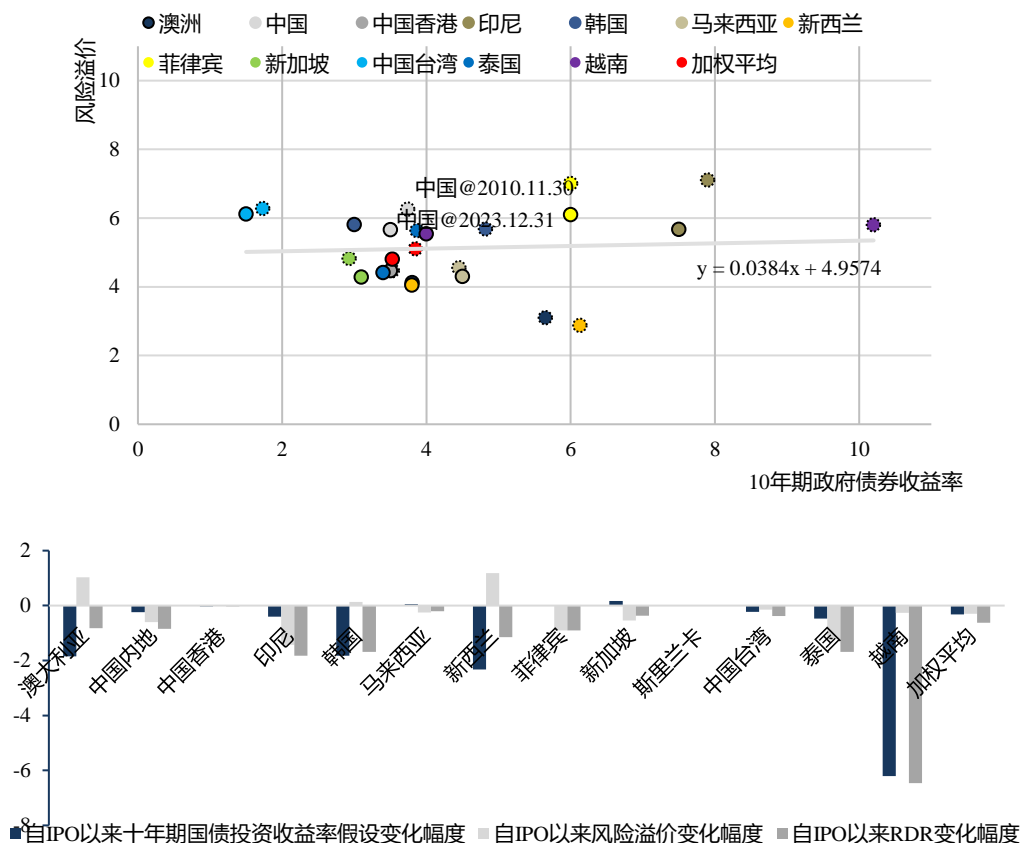
图24：友邦保险自 IPO 以来持续调整友邦中国 RDR



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们绘制了友邦保险自 IPO 以来对不同地区 RDR 构成变化的归因分析图。从友邦保险加权平均 RDR 看,2023 年末相较于 IPO 时,10 年期政府债券收益率下降了 32bps, 风险溢价下降了 30bps。分国家和地区来看, 2023 年末相较于 IPO 时, 澳大利亚、中国香港、韩国、新西兰、中国台湾和越南十年期政府债券收益率对 RDR 的影响比风险溢价对 RDR 的影响大, 中国内地、印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国相反。十二个国家和地区 RDR 均呈下降趋势, 但马来西亚和新加坡的 10 年期政府债券收益率以及澳大利亚、韩国和新西兰的风险溢价上升, 和 RDR 变化趋势相反。

图25：友邦保险 2023 年 RDR 组成部分相较 IPO 时演变情况（单位：%）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所；注：上图中用虚线圆点代表该国家和地区 IPO 时 RDR 构成部分情况，实线圆点代表 2023 年 RDR 构成部分情况；下图直观展现友邦保险不同国家和地区 RDR 及构成部分的变化幅度。

4. IFRS17 新准则和偿二代二期影响分析

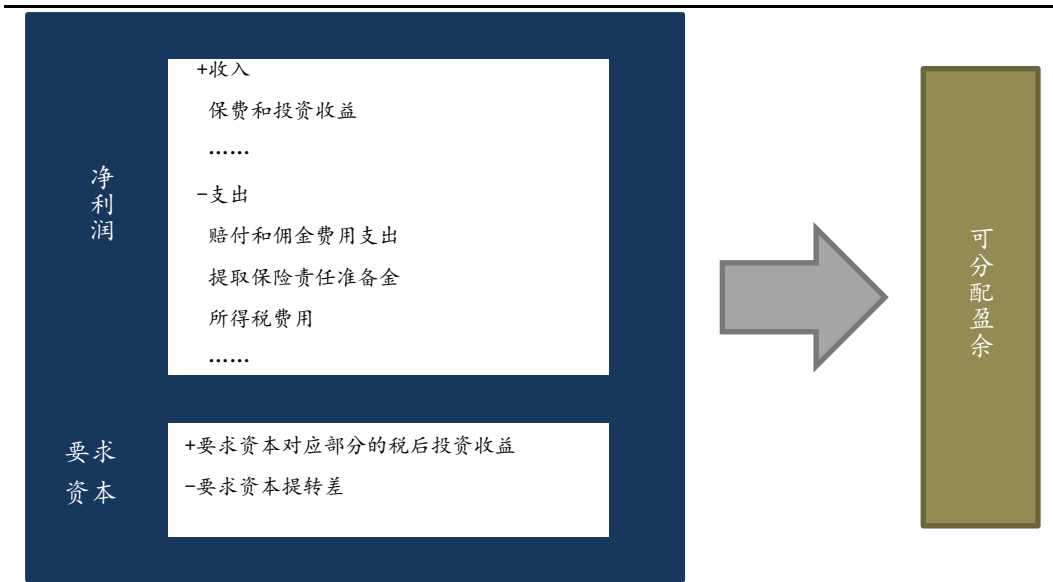
4.1. 新准则对寿险公司利润表产生重大影响，但 EV 利润与会计利润存在口径差异

寿险公司每年可分配盈余的多少，受到会计原理和偿付能力制度双重因素的制约。会计原理是公司编制财务报告时重要的原则性依据，定义了其业务能产生的利润情况，这是公司进行股东分配的经济基础，偿付能力要求则是监管部门出于维持市场和监管对象长期稳定目的所设立的最低资本门槛指标，是保险公司持续经营和进行利润分配的基本前提。按照全面系统原则和可操作性原则，为体现新体系下权责发生制的基本会计原理对公司盈余轨迹的约束，公司应在相应寿险合同负债评估的基础上，追溯测算的首日利得，并基于摊销载体计算剩余边际。

值得注意的是，公司基于《标准》计算新业务的价值率指标，可以更客观地反映该产品的实际价值和利润贡献情况。相比于原有内含价值体系，新《标准》带来的对利润预测最大的影响来自于公司的预测负债水平与公司的预测现金流假设一致性的加

强。这使得公司在定价过程中分析预测的价值率结果将与相关经营和财务结果更为相符，相关测算结果也更能区分盈利能力强的产品和盈利能力弱甚至无盈利能力的产品对价值的贡献方式和幅度。

图26：价值评估原理



数据来源：中国精算师协会，东吴证券研究所

价值管理与长期利润管理内在统一。利润基于损益表口径确定，仅能反映当期股东收益，不能全面展现经营对股东全周期收益的影响，也不能反映发展业务对于股东资本金的占用和潜在风险。价值基于市场价值口径确定，充分体现了经营行为对全周期收益的影响，且强调可分配，与资本管理内在统一，充分反映股东资本金的占用及其相关成本，也体现了风险调整和风险管理的成效。

4.2. 偿二代二期对负债评估变化的影响

偿二代二期（CROSS-II）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；考虑到目前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。

CROSS-II在《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；CROSS-II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。

内含价值体系的负债与会计和偿付能力准备金具备内在联系。价值是基于长期视角下的股东未来可分配盈余的现值，可分配盈余需要考虑多种约束因素，需要满足会

计、偿付能力和现金价值的要求。内含价值相应的负债体系并非独立体系，基于现有的会计准则和偿付能力监管要求，需要满足： $\text{相应负债} + \text{要求资本} = \max(\text{会计准则准备金}, \text{偿付能力负债} + \text{最低资本}, \text{现金价值})$ ，其中折现率基于长期观点。

表7：内含价值体系的负债与会计和偿付能力准备金具备内在联系

项目	旧准则会计准备金	新准则保险合同负债	偿付能力准备金	内含价值评估中所使用的相应负债
目的	反映当期经营成果		偿付能力监管目的	
组成部分	最优估计准备金+风险边际+为了不确认首日利得而设立的边际	未来现金流现值+非金融风险调整+合同服务边际	最优估计准备金+风险边际	<ul style="list-style-type: none"> • 基于现有的会计准则和偿付能力监管要求，需要满足： • $\text{相应负债} + \text{要求资本} = \max(\text{会计准则准备金}, \text{偿付能力负债} + \text{最低资本}, \text{现金价值})$ • 折现率基于长期观点
非经济假设	最优估计假设		最优估计假设基础上考虑上下限要求	
经济假设	<p>分红险和万能险：投资收益率和折现率（预期未来投资收益率）； 传统险：折现率（十年期国债收益率+溢价）</p>	折现率（当前市场可观测的无风险收益率+溢价）	<p>分红险和万能险：投资收益率和折现率（十年期国债收益率+溢价）； 传统险：折现率（十年期国债收益率+溢价）</p>	

数据来源：中国精算师协会，东吴证券研究所

4.3. 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和 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 RDR 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. 投资建议与风险提示

5.1. 投资建议

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。

当前悬在寿险股估值上方的仍是利差损这一达摩克里克斯之剑，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。推荐中国财险、底部反转的新华保险和中国平安。

5.2. 风险提示

实际精算假设调整幅度与预期存在重大偏差。投资收益率和 RDR 两个经济假设对 EV 影响举足轻重，且投资收益率假设应与 RDR 假设相匹配。若实际精算假设调整幅度与预期存在重大偏差，对 EV、VIF 和 NBV 的影响将会和预期存在重大偏差，使得实际分析成效低于预期。

长端利率持续下行幅度和力度超出预期。投资收益率假设的厘定需要考虑报告年度资本市场状况，RDR 等于无风险利率加上一定的风险溢价，其中保险公司应当根据十年期国债收益率或其他合理的利率确定采用的无风险利率。若长端利率持续下行幅度和力度超出预期，将和保险公司的经济假设产生偏差，EV 可信度依然存疑。

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>