

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款

行业快评

不影响内含价值，只影响会计报表

——《关于保险业实施<企业会计准则解释第2号>有关事项的通知》快评

2009年01月15日	邵子钦	金融行业首席研究员	86-755-22626592	shaozq@pasc.com.cn
	童成墩	保险行业研究员	86-755-22627185	tongcd@pasc.com.cn

事项

2009年1月14日，保监会发布了《关于保险业实施<企业会计准则解释第2号>有关事项的通知》。总体实施方案是“统一执行，一步到位”。“统一执行”是指所有保险公司，无论是否在境内、境外上市，均执行新的统一的会计政策；“一步到位”是指保险公司在编制2009年年度财务报告时，对目前导致境内外会计报表差异的各项会计政策同时进行变更。编制2009年年度财务报告时应遵循以下会计政策：

1. 保费收入的确认和计量引入重大保险风险测试和分拆处理；
2. 保单获取成本不递延，计入当期损益；
3. 采用新的基于最佳估计原则下的准备金评估标准。

重大保险风险测试标准、保费分拆标准、新准备金评估标准另行发布。在上述新标准发布实施前，各公司暂按目前会计政策核算，待新标准实施后，再对以前年度数据进行追溯调整。

主要观点

由于重大保险风险测试标准、保费分拆标准、新准备金评估标准尚未发布，我们对该政策的初步解读如下：

1. **政策目标**：2009年年报消除境内外会计报表差异。
2. **参照标准**：国际会计准则。
3. **参与主体**：保险业贯彻实施《2号解释》领导小组成员，除保监会领导外，还包括三大保险公司的财务负责人。有望充分考虑各公司实际情况。

4. 主要影响项目：

保费收入。分红险无法直接拆分，需要通过重大保险测试确认保费，但重大保险测试标准尚未出台，分红险的保费界定尚无定论。万能和投连可直接作分拆处理，在H股报表中已做分拆处理，保费界定相对清晰。

保单获得成本。一律按照国内会计准则的严格规定，不允许递延，直接计入当期损益。

准备金评估标准。与国内会计准则严格的准备金评估标准相比，新规定采用“最佳估计原则”，给予公司一定灵活度。

5. **最终结果**：会计利润和净资产可能介于现有A股和H股两个报表之间。由于保单获得成本不允许递延，与A股报表一致，相对于H股报表更为严格。而准备金评估标准，相对于A股报表更为宽松，与H股报表一致。从历年A-H股报表比较来看，这是差异最大的两项。

6. 市场份额：市场份额的变化取决于对分红险的“重大保险测试标准”，以确定哪类分红险可以确认为保费。从目前产品结构来看，中国人寿分红险占比最高，其不确定性也最大；中国平安因万能险占比最高，市场份额较目前 A 股报表将有所下降。但保监会有望通过保费和资产管理规模的市场占有率指标，来完善指标体系，引导差异化竞争。

维持行业“推荐”评级。鉴于投资渠道逐步拓宽和对中国长期经济前景的乐观判断，维持 4.2%-4.5% 的长期投资收益率假设。以 09 年预测数据为基础，综合考虑一年新业务价值的增长速度、中国人寿海外投资可能获得的超额收益，以及中国太保的管理效率折扣，公司每股估值为：中国人寿 16.6 元、中国平安 42.3 元、中国太保 12 元，维持中国平安“强烈推荐”、中国人寿和中国太保“中性”评级。

图表1 现有A/H股报表会计准则主要差异

项目	中国会计准则	中国平安 H 股	中国人寿 H 股
保险合同的定义	不考虑保险风险转移的程度，除团体投连外，全部确认为保费。	考虑保险风险的转移程度。采用香港财务会计准则。万能和投连做拆分，分红不拆分。	考虑保险风险的转移程度。采用美国一般会计准则。分红、万能和投连均做拆分。
DAC(递延保单获得成本)	佣金、手续费等保单获得成本于发生时计入损益。	将佣金、手续费等保单获得成本予以递延。	将佣金、手续费等保单获得成本予以递延。
寿险责任准备金	按保监会的有关精算规定计算	《国际财务报告准则第 4 号——保险合同》，并参照美国会计准则确定。	香港财务报告准则。

资料来源：公司数据、平安证券

图表2 中国人寿和中国平安A/H股报表保费收入 单位：百万

项目	中国人寿		中国平安	
	2007	2008H1	2007	2008H
H 股保费	104,195	71,189	59,913	39,521
保费存款	94,227	112,035	19,270	15,036
A 股保费	198,422	183,224	79,183	54,557
A/H	190.4%	257.4%	132.2%	138.0%

资料来源：公司数据、平安证券

图表3 中国人寿A/H股报表差异 单位：百万

报表差异项	归属于母公司股东净利润		归属于母公司股东净资产	
	2007	2008H	200712	200806
按企业会计准则呈报	28,116	10,772	170,213	127,424
与保险业务相关的调整	10,486	6,508	48,393	53,541
递延佣金、手续费及营业费用	4,019	6,680	40,852	54,937
保险合同和投资合同保费收入、给付及准备金	6,467	-172	7,541	-1,396
联营企业准则差异导致的影响		153		135
冲回固定资产评估增减值及其相关的折旧费用	112	43	-1,344	-1,302
递延所得税影响	165	-1,638	-11,762	-13,060
按香港财务报告准则呈报	38,879	15,838	205,500	166,738
A/H	72.3%	68.0%	82.8%	76.4%

资料来源：公司数据、平安证券

图表4 中国平安A/H股报表差异 单位：百万

报表差异项	归属于母公司股东净利润		归属于母公司股东净资产	
	2007	2008H1	2007	2008H1
按中国会计准则	15,086	7,102	107,234	80,955
未到期责任准备金	113	-199	199	
寿险责任准备金	-4,988	-1,888	-35,262	-37,150
递延保单获得成本	9,373	5,316	41,305	46,621
递延所得税	-883	-816	-1,547	-2,363
少数股东权益及其他	-13	-28	-107	-135
按国际财务报告准则	18,688	9,487	111,822	87,928
A/H	80.7%	74.9%	95.9%	92.1%

注：由于平安与中国人寿在寿险责任准备金提取方面采用不同的会计准则，从数据上看，影响方向相反。

资料来源：公司数据、平安证券

图表5 三大保险公司估值 单位：百万

2009年		中国人寿	中国平安	中国太保
主要假设	长期投资回报率	4.5%	4.5%	4.2%
	贴现率	11.5%	11.5%	12%
	新业务乘数（倍）	17.2	19.9	16.2
	新业务乘数隐含NBV增长率	10年8%永续3%	10年10%永续3%	10年8%永续3%
内含价值	基准寿险业务内含价值	264,646	97,122	50,517
	基准一年新业务价值	17,209	10,309	3,880
	基准寿险价值	561,238	301,990	113,329
	假设调整后寿险价值	427,654	246,376	84,544
	非寿险业务价值	0	66,233	30,949
	合计价值	427,654	312,610	115,493
其他因素	人寿海外投资溢价	+41,304	—	—
	平安税收影响	—	-2,000	—
	太保管理效率折扣	—	—	80%
评估价值	评估价值	468,958	310,610	92,395
	每股价值（元）	16.6	42.3	12
	评级	中性	强烈推荐	中性

注：09年预测数据计算，非寿险部分产险1.2XPB，银行、证券1.5XPB，集团业务1.0XPB。

资料来源：平安证券

图表6 中国人寿海外投资溢价假设 单位：百万/元

中国人寿境外投资假设		境外投资每股超额价值对投资规模和投资收益率敏感性							
投资规模	50,000	每股价值 投资规模	投资收益率						
投资收益率	15.0%		10%	12%	15%	18%	20%	25%	
精算假设回报率	5.5%		10,000	0.14	0.20	0.29	0.38	0.45	0.60
超额回报率	9.5%		30,000	0.42	0.60	0.88	1.15	1.34	1.80
年超额回报	4,750		50,000	0.69	1.00	1.46	1.92	2.23	3.00
贴现率	11.5%		70,000	0.97	1.40	2.05	2.69	3.12	4.20
超额价值	41,304		90,000	1.25	1.80	2.63	3.46	4.01	5.40
每股超额价值	1.46								

资料来源：平安证券

图表7 中国平安税收事件假设

情景	乐观	中性	悲观
罚款或补缴（百万）	1000	2000	3000
每股估值影响（元）	-0.14	-0.27	-0.41

资料来源：平安证券

图表8 保险股估值对新业务乘数和长期投资回报率敏感性

每股价值（元）		新业务乘数							
长期投资回报率	0倍	5倍	10倍	15倍	20倍	25倍	30倍	35倍	40倍
基准假设									
中国人寿	10.8	13.9	16.9	20.0	23.0	26.0	29.1	32.1	35.2
中国平安	22.0	29.0	36.0	43.0	50.0	57.1	64.1	71.1	78.1
中国太保	8.5	10.5	12.5	14.5	16.5	18.5	20.6	22.6	24.6
下调50BP									
中国人寿	10.2	12.7	15.3	17.8	20.4	22.9	25.5	28.0	30.6
中国平安	19.7	26.4	33.0	39.6	46.2	52.9	59.5	66.1	72.8
中国太保	7.7	9.5	11.3	13.1	14.8	16.6	18.4	20.2	21.9
下调100BP									
中国人寿	9.5	11.6	13.6	15.7	17.7	19.8	21.8	23.9	25.9
中国平安	17.5	23.7	30.0	36.2	42.4	48.7	54.9	61.2	67.4
中国太保	7.0	8.6	10.1	11.6	13.2	14.7	16.2	17.8	19.3
下调150BP									
中国人寿	8.9	10.4	12.0	13.5	15.1	16.6	18.2	19.7	21.3
中国平安	15.2	21.1	26.9	32.8	38.7	44.5	50.4	56.2	62.1
中国太保	6.3	7.6	8.9	10.2	11.5	12.8	14.1	15.4	16.7
下调200BP									
中国人寿	8.2	9.3	10.3	11.4	12.4	13.5	14.6	15.6	16.7
中国平安	13.0	18.4	23.9	29.4	34.9	40.3	45.8	51.3	56.7
中国太保	5.6	6.7	7.7	8.8	9.8	10.9	11.9	13.0	14.0

注：09年预测数据计算，非寿险部分产险1.2XPB，银行、证券1.5XPB，集团业务1.0XPB。人寿考虑境外投资溢价，平安考虑税收事件影响，太保考虑管理效率折扣。

资料来源：平安证券

图表9 中国人寿历史财务表现 (HK GAAP)

中国人寿	2003	2004	2005	2006	2007
净投资收益率	—	3.49%	3.86%	4.27%	5.76%
总投资收益率	—	—	3.80%	7.97%	10.24%
ROE	-2.3%	10.8%	11.6%	14.3%	18.9%
ROA	-0.4%	1.7%	1.7%	2.6%	4.2%

资料来源：平安证券

图表10 中国平安历史财务表现 (IFRS)

中国平安IFRS	2003	2004	2005	2006	2007
净投资收益率	4.1%	4.1%	4.2%	4.3%	4.5%
总投资收益率	4.5%	3.6%	4.3%	7.7%	14.1%
ROE	17.5%	11.0%	12.7%	16.8%	16.9%
ROA	1.1%	1.2%	1.3%	1.6%	2.8%

资料来源：平安证券

近期相关报告

- 《再现戴维斯王朝——中国保险行业投资价值分析报告》
- 《保险行业系列报告之投资篇——现代保险业的生命线》
- 《保险行业系列报告之产品篇——保障为本，品质为先》
- 《保险行业系列报告之估值篇——绝对低估&相对高估》
- 《保险行业系列报告之会计核算篇——数据背后的故事》
- 《保险行业系列报告之美国寿险借鉴篇——站在上升周期的起点上》
- 《寿险估值再讨论：寻找价值底线》
- 《寿险回归盈利核心地位——中国平安08年中报点评》
- 《投资创造的奇迹——中国太保08年中报点评》
- 《保持寿险龙头地位——中国人寿08年中报点评》
- 《投资富通的代价——中国平安08年3季报点评》
- 《彰显稳健风格——中国人寿08年3季报点评》
- 《亏损源于浮亏变现和计提资产减值——中国太保08年3季报点评》
- 《战略决定成败——2009年保险行业策略报告》
- 《利空逐渐消化，价值正在回归——中国平安深度报告》

特别声明：

本报告是基于可靠的已公开信息，并准确表述了分析员的个人观点。虽然平安证券有限责任公司是中国平安保险(集团)股份有限公司旗下平安信托投资有限责任公司的控股子公司，但平安证券有限责任公司及分析员个人无权代表中国平安保险(集团)股份有限公司发布任何信息或提供任何保证。

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼 8 楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257