

罗毅, CFA 86-755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn

洪锦屏 86-755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn

2009年12月6日

防御为主, 择大而优

保险行业2010年度投资策略

金融

上证指数 3317

行业规模

		占比%
股票家数(只)	3	0.2
总市值(亿元)	11542	4.7
流通市值(亿元)	3499	2.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5.9	34.6	107.9
相对表现	-8.0	12.1	27.0



相关报告

- 1、《股市繁荣与调整周期中的保险》2007/12/6
- 2、《草枯鹰眼疾, 雪尽马蹄轻—2008年保险行业投资策略》2008/1/2
- 3、《均衡发展典范, 估值仍需谨慎》2008/1/2
- 4、《保费增长超预期, 估值压力仍然存在-保险行业 2009 年 2 月报》2009/2/20
- 5、《东南亚-拉美-东欧: 外资撤离背景下的金融股》2009/3/9
- 6、《在变数中逐渐分化-保险行业 2009 年 3 月报》2009/3/23
- 7、《通胀并不是保险的保护伞-保险行业专题研究》2009/6/10
- 8、《通胀与保险再论-保险行业 2009 年四季度投资策略》2009/10/19

保险

中性(维持)

M1 增速将在 2010 年见顶, 经济调结构将成为政策基调之一, 保险相对投资价值凸显, 布局防御战略, 依次推荐中国人寿和平安。

- **保险股表现出弱顺周期性, 滞后经济和利率周期 1-2 年。**收入效应和替代效应相互抵消, 降低了保险公司的系统性风险, 而保险公司净利润对投资收益的边际弹性在牛市中期达到最高, 滞后性使保险的启动稍晚于宏观和市场周期。09 年一季度经济触底后的高斜率反弹为保险股 2010 年走势铺就轨道。
- **以经济增速和通胀作为预测保险行业走势的基本二元因素, 可建立以下四象限的情景分析。**对保险股来说, 最有利的情形是高增长低通胀, 其次是高增长和高通胀, 再次是低增长低通胀, 最后就是低增长高通胀, 即滞胀。仅当出现低增长、高通胀局面时保险难以获得相对收益, 其他情景下都具有一定的安全边际和投资价值。
- **M1 增速 2010 年见顶, 经济结构逐步调整。**以 10% 和 20% 为限, 当 M1 增速低于 10% 时, 政府倾向于加大货币投放, 当 M1 增速超过 20% 时, 常伴随来年的货币紧缩。2009 年 10 月我国 M1 余额达到 20.75 万亿元, 增速 32%, 高企的 M1 增速难以维持, 未来流动性收紧的风险需要关注。
- **经济结构调整将成为明年基调之一, 保险的相对价值将凸显。**具有弱顺周期性的保险, 虽然本身难以挣脱市场的运行轨道, 但其周期滞后性和公司价值的外显性是其防御价值之所倚。
- **新会计政策中准备金评估利率调整对平安, 太保影响不大, 对国寿则是利好。**会计政策的调整改变的是公司的计量方式, 对实际的经营成果没有影响, 而对精算价值因为利润的时间分布改变导致现值受到影响, 但幅度微小基本可以忽略, 所以即使平安受损于新的政策调整, 也并不意味着公司价值的下降, 如果股票出现过度的下跌反应, 投资者反而可以积极介入。
- **择大而优, 布局防御战略, 把握相对收益。**以安全边际而言, 依次推荐 09 年涨幅较少的中国人寿、中国平安、中国太保, 关注新会计准则对平安股价的过度压制带来的买入机会和太保 H 股发行进展、个税递延型养老保险事件触发的交易性机会。维持行业中性评级, 维持中国人寿审慎推荐评级, 中国平安审慎推荐评级和中国太保中性评级。

重点公司主要财务指标

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	09PE	10PE	PB	评级
中国人寿	33.18	0.36	0.84	1.16	39.6	28.7	6.3	审慎推荐-A
中国平安	59.92	0.09	1.30	1.87	46.2	32.1	4.9	审慎推荐-A
中国太保	27.12	0.17	0.70	0.80	38.7	34.1	4.2	中性 B

资料来源: 招商证券

正文目录

一、 保险与宏观经济周期	4
1. 保险弱顺周期：滞后宏观周期 1-2 年	4
2. 宏观经济的二叉树概率模型与保险股关系的演绎	5
二、 M1 增速将在 2010 年见顶，经济结构调整将逐步进行	7
1. M1 与通胀管理	7
2. 背后的逻辑：提高宏调水平，处理好通胀预期与增长的关系	7
三、 通胀并不是保险的保护伞	9
1. 历史经验：CPI 与保险股并无稳定关系	9
2. 高通胀降低保费增长速度	10
3. 国债利差周期反映通胀预期，但未反映股票市场收益率	11
四、 新会计准则调整分析	14
1. 新会计准则三项主要调整	14
2. 保费分拆和成本不递延分别减少 A、H 股利润账面价值	14
3. 准备金评估利率调整方案未定，多种可能性存在	15
五、 维持行业中性评级，依次推荐国寿、平安	18
1. 维持行业中性评级，相对收益可期	18
2. 估值锚：A 股保险股价格的参照与支撑	18
3. 中国人寿：弱市强者，稳健前行	19
4. 中国平安：金融平台合力增强，会计政策调整影响不应放大	20
5. 中国太保：登陆 H 股和个税递延型养老保险可能是刺激因素	21

图表目录

图 1: 保费收入周期滞后于经济周期和利率变化周期	4
图 2: 09 年一季度 GDP 增速触底	5
图 3: 宏观经济运行的二叉树模型	5
图 4: 宏观经济与保险关系的四象限演绎	6
图 5: M1 增速可能在 2010 年见顶 (虚线为预测值)	7
图 6: M1 增速超过 M2	8
图 7: 美国 AIG 和 CPI 走势	9
图 8: 美国大都会和 CPI 走势	9
图 9: 美国保德信和 CPI 走势	9
图 10: 荷兰国际集团和 CPI 走势	9
图 11: 美国 PUK 和 CPI 走势	10
图 12: 加拿大 MFC 和 CPI 走势	10
图 13: 中国保费增速和 CPI 负相关	10
图 14: 韩国保费增速和 CPI 负相关	10
图 15: 台湾保费增速和 CPI 负相关	11
图 16: 日本保费增速和 CPI 负相关	11
图 17: 国债收益率利差并不和保险股走势完全吻合	11
图 18: 美国国债利差和道琼斯指数走势	12
图 19: 我国保险行业持有债券资产结构	12
图 20: 保险公司万能险利率跟随国债收益率上行, 且幅度更大	13
图 21: 西方 70 年代滞胀时期, 德国和英国的股市 10 年内涨幅几乎为 0	13
图 22: 次贷危机中日本保险指数和日经指数	18
图 23: 网络泡沫调整中美国寿险指数和道指	18
图 24: 国寿和平安的 A 股价格折价达到 10%	19
图 25: 国寿 A 股价格在折价幅度超过 10% 以后出现价值修复的上涨	19
图 26: 国寿累计保费收入和增速	20
图 27: 国寿单月保费收入和增速	20
图 28: 平安单月寿险保费收入和增速	21
图 29: 平安单月财险保费收入和增速	21
图 30: 平安单月寿险保费收入和增速	21
图 31: 平安单月财险保费收入和增速	21
图 32: 寿险单月保费收入增速比较	22
图 33: 财险单月保费收入增速比较	22
表 1: 现行的 IFRS 和中国会计准则差异	14
表 2: 平安和太保高利率保单比较	16
表 3: 准备金调整方案比较	16

一、 保险与宏观经济周期

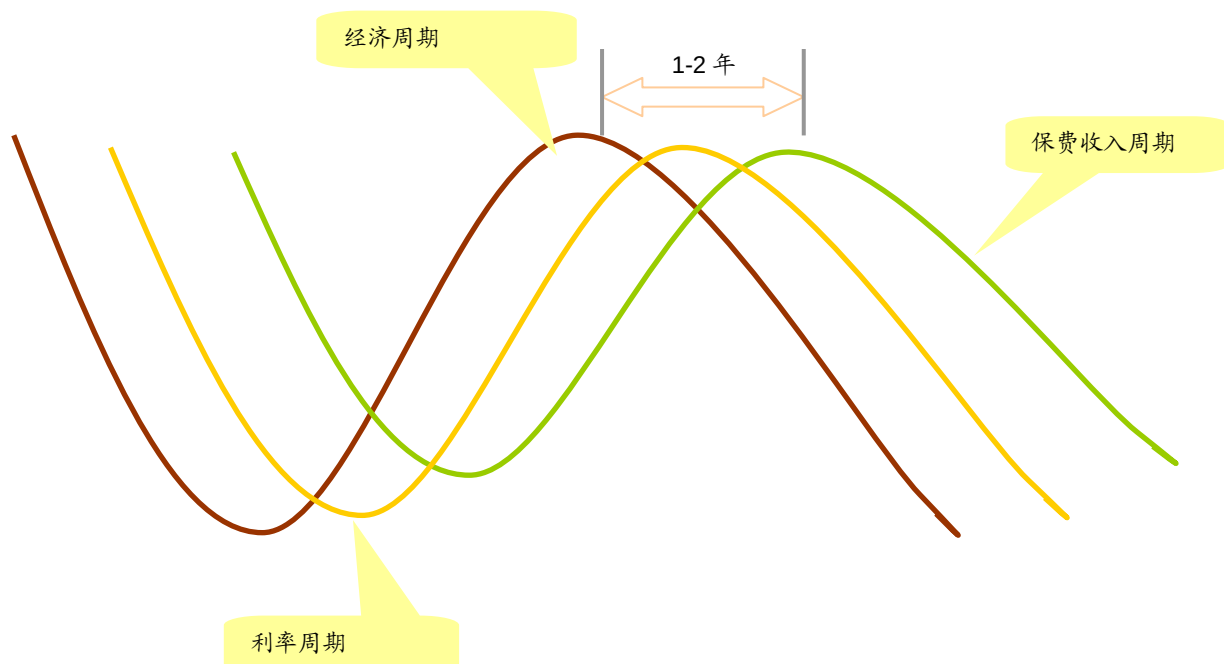
1. 保险弱顺周期：滞后宏观周期 1-2 年

保费收入的波动可以用收入效应和替代效应来解释。收入效应表现为保费收入的顺周期性，当利率上升、经济繁荣时，人们的可支配收入增加，更有能力购买收入弹性较高的商业保险；替代效应表现为保费收入的逆周期性，资产价格上升时，人们会选择收益率较高的股票和房地产等投资品而非稳定性较高的保险产品。由于这两种效应相互抵消，从而一定程度上降低了保险公司的系统性风险。

从利源来看，久期匹配和风险管理是保险公司投资的主要考虑，因而通常股票市场的牛市行情达成较一致的预期时，保险公司入市的规模才会达到最大，即保险公司净利润对投资收益的边际弹性在牛市中后期达到最高。

基于以上原因，保险股表现出弱顺周期性，通常滞后经济和利率周期 1-2 年。当经济已经开始往下走时，保费收入增速才会见顶，这是我国 08 年的情况。由于保险周期的滞后，当市场利率往下走时，保单成本未能及时跟随调整，如果低利率时间能维持一段时间，那么保险成本可能随着投资收益率的下调慢慢下来，这也是 09 年上半年的情况，而下半年在通胀预期的影响下，保险公司上调利率的趋势已经非常明显。结合宏观经济来看，我国 GDP 增速在 09 年一季度触底，在财政政策和货币政策双重刺激下，随后开始了高斜率的反弹，如果新一轮经济扩张的趋势得以延续，经过一年的过渡期，2010 年保险公司将有望进入保费收入和投资收益双轮驱动的业绩增长轨道。（虽然替代效应主导保费收入，在利率上升周期中，保费收入增速下降，但 09 年的低基数将使名义保费增速保持一定水平）。而最大的风险来自宏观经济不确定性。

图 1：保费收入周期滞后于经济周期和利率变化周期

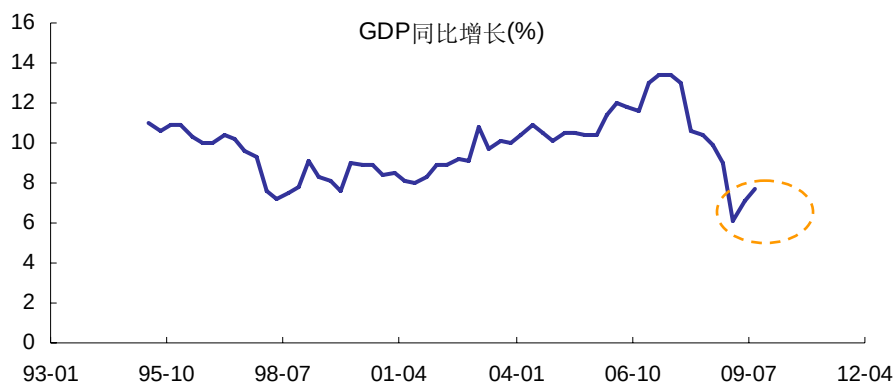


资料来源：招商证券研发中心

敬请阅读末页的免责声明

Page 4

图 2: 09 年一季度 GDP 增速触底

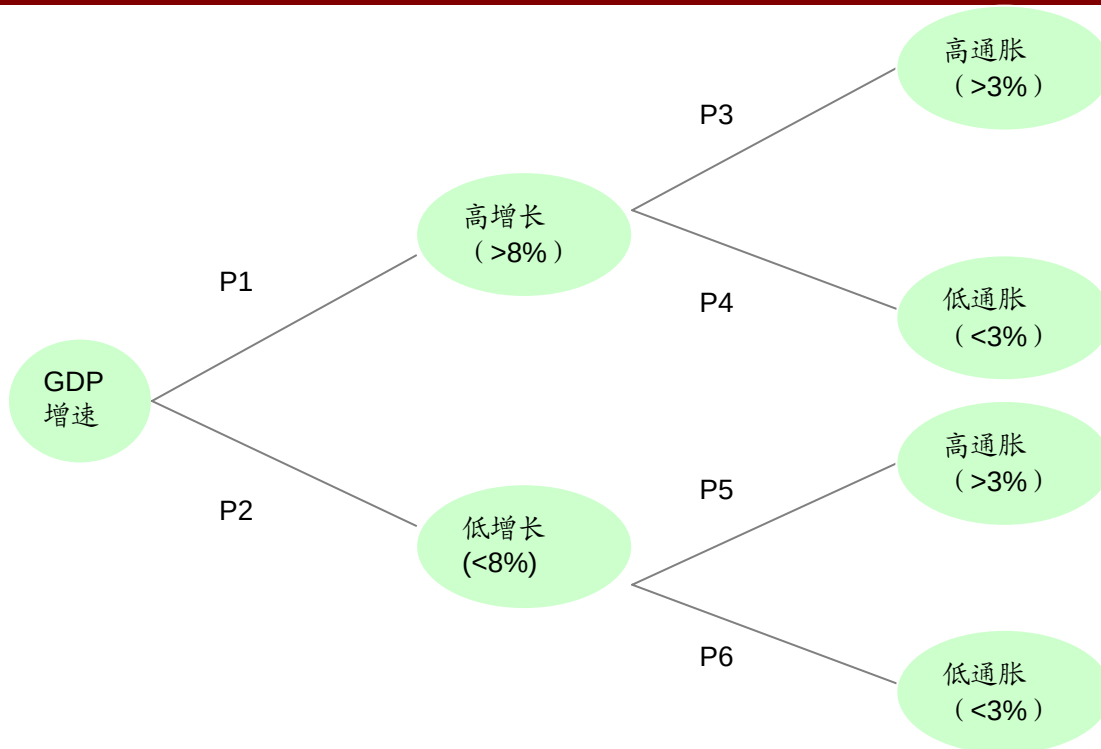


资料来源: 招商证券研发中心

2. 宏观经济的二叉树概率模型与保险股关系的演绎

GDP 的增速和通胀水平是货币当局最为关注的经济指标,也是当前市场所担忧的经济刺激退出政策是否施行及施行时间的决定因素,我们以这两个指标为核心,用一个简单的二叉树模型来模拟未来经济可能出现的运行方向,以 8%和 3%分别作为经济增长和通货膨胀处于高位或低位的分水岭, P_X 为出现该种情况的概率,那么未来可能的局面实际就是这四种情况,高增长高通胀 ($P1 \cdot P3$),高增长低通胀 ($P1 \cdot P4$),低增长高通胀 ($P2 \cdot P5$),低增长低通胀 ($P2 \cdot P6$)。

图 3: 宏观经济运行的二叉树模型



资料来源: 招商证券研发中心

对保险股来说，最有利的情形是高增长低通胀，经济稳定增长的预期最有利于保险渗透率的提高，而且低承保成本和高投资收益能锁定稳定的利差空间。虽然对大部分行业而言这都是利好，但基于保险公司高杠杆以及产业本身的上升空间，在稳定增长的经济预期下，最能实现公司的长期价值，相较于其他行业股价上行动力更强，AIG 在美国新经济的 90 年代涨了 10 倍，道指涨幅仅 3 倍就是最好的例子。

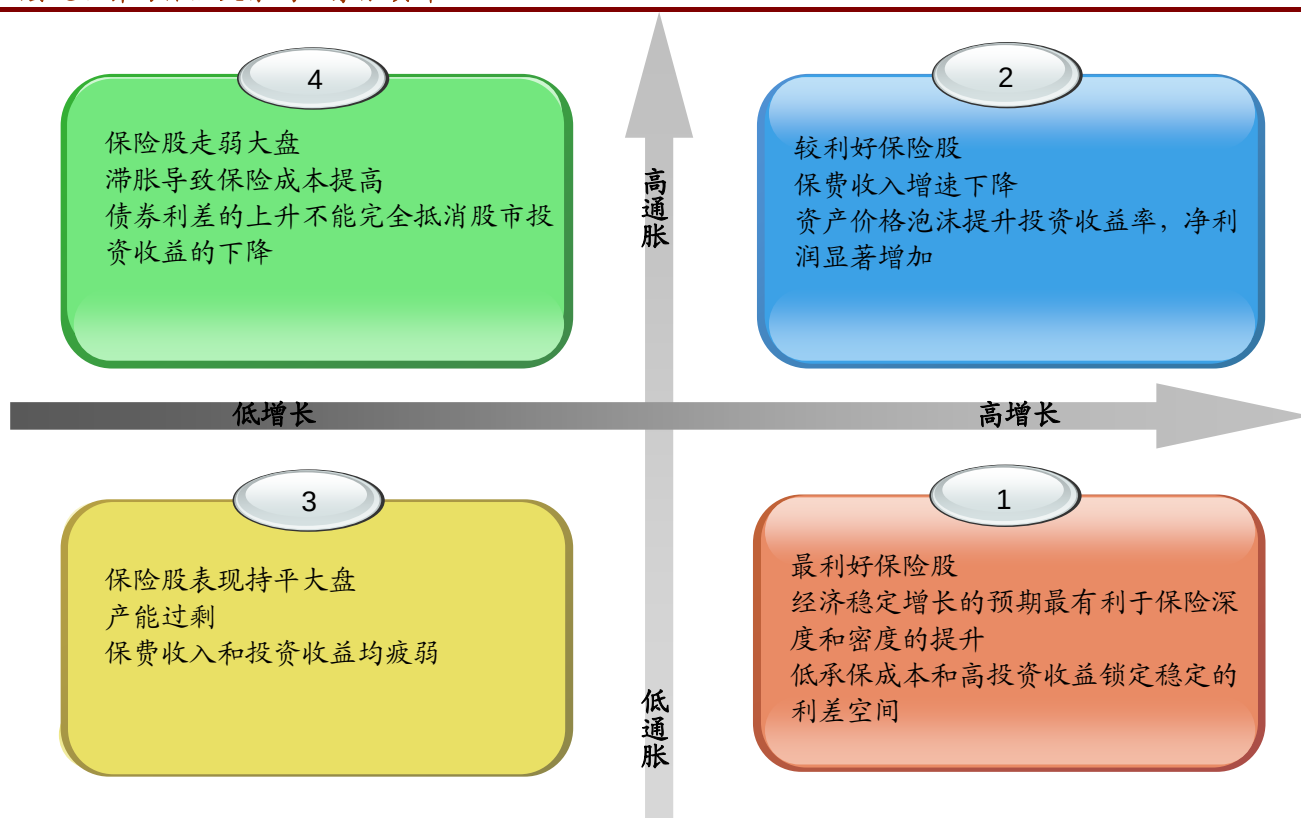
其次是高增长和高通胀，这种情形下，通常资产价格会出现大幅的上涨，一方面是经济还保持较高增速，人们对未来的预期非常乐观，另一方面为了抵御通胀具有商品属性的资产会有较好的表现。保险公司的保费收入会受到通胀的影响而走弱，而权益投资规模的增加和收益率的上升带来净利润的显著提升。07 年保险公司的净利润均达到历史峰值。

再次是低增长低通胀的情况，这通常发生在经济衰退中，同时可能伴随通货紧缩的风险。如次贷危机后美国的处境。货币政策不能有效的刺激总需求，产能过剩较为严重，此时保险的保费收入和投资收益均不佳，走势持平大盘。

最后就是低增长高通胀的情况，即滞胀，这是最不利好保险股的情形。通胀居高不下，货币政策失去空间，保险公司承保成本上升，债券利差虽会扩大，但不能完全抵消股市投资收益下降的负面影响，保险公司利差的获得主要取决于股权投资等小部分高贝塔资产的配置。滞胀期间，资源品有较好表现，保险股走弱大盘。

综上，仅当出现低增长、高通胀局面时保险难以获得相对收益，其他情景下都具有一定的安全边际和投资价值

图 4：宏观经济与保险关系的四象限演绎



资料来源：招商证券研发中心

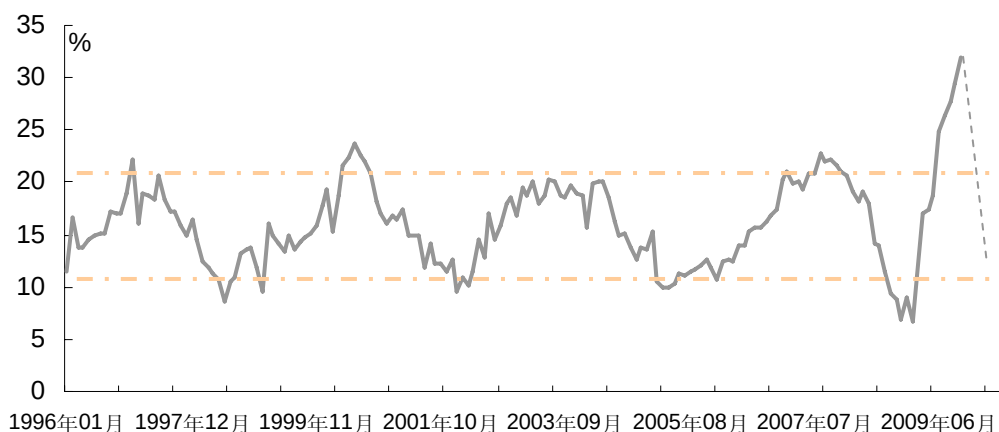
二、M1 增速将在 2010 年见顶，经济结构调整将逐步进行

1. M1 与通胀管理

M1 是比 M2 更好的监测流动性的指标。市场通常更关注 M2 的增速，但实际上 M2 中定期存款的庞大数额放大了我国有意义的货币供应量，因为基于众所周知的医疗、教育和房价等因素，中国人的高储蓄率使 M2 中的很大一部分货币冻结在银行体系，并没有在实际的流通中发挥货币职能。M1 的构成是现金加活期存款，是在经济活动中发挥了交换媒介功能的货币，对于监测我国的流动性和实际流通中的货币供应量更具意义。

2009 年 10 月我国 M1 余额达到 20.75 万亿元，增速 32%，高企的 M1 增速难以维持，未来流动性收紧的风险需要关注。

图 5：M1 增速可能在 2010 年见顶（虚线为预测值）



资料来源：招商证券研发中心

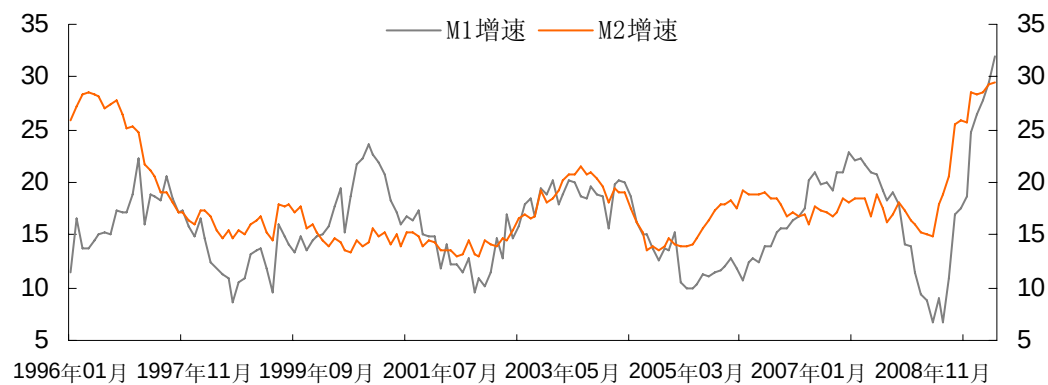
2. 背后的逻辑：提高宏观调控水平，处理好通胀预期与增长的关系

当 M1 增速超过 20%，未来通胀风险将成为管理层的核心忧虑。现在 CPI 虽然还处在低位，但其本身是个滞后指标，当 CPI 起来以后，再控制通胀已经错过了最好的时机，如果盯住 CPI 来判断通胀，对政策的可能出现延迟，所以按照中央精神，要提高宏观调控水平，管理好通胀预期。

M1 增速超过 M2 显示通胀预期已经较为强烈。9 月份 M1 增速 29.5% 超过了 M2，10 月缺口进一步走阔，M2 向 M1 转移说明存款活期化的苗头已经开始显现，货币流通速度正在加快，根据 $MV=PQ$ ，如果不对货币供应量进行控制，通胀水平在未来有可能将迅速升高。我们认为 2010 年通胀上行的风险较大。

提高宏观调控水平将成为货币当局的焦点，管理好通胀预期将是下来的主要任务。

图 6: M1 增速超过 M2



资料来源: 招商证券研发中心

三、 通胀并不是保险的保护伞

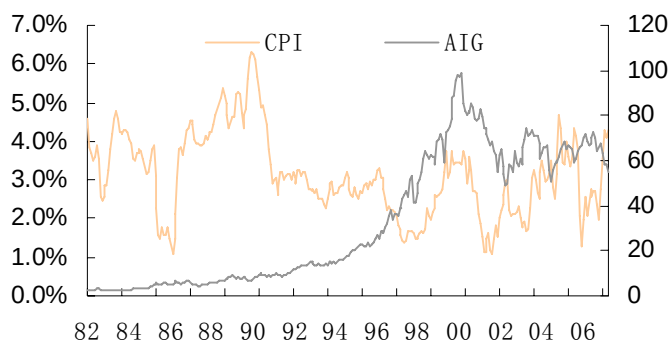
我们在此厘清一个问题，通货膨胀预期之所以被视为保险股的利好，是以经济保持高增长为前提的，如果只是单纯的从通胀并不足以推动保险股的上涨。

第一，通货膨胀起来的同时如果没有基本面经济增长的支持，那么消费和投资的收缩将使经济陷入滞胀，滞胀对保险公司而言并不比萧条更好度过，如前所述，滞胀时期保险股表现弱于市场；第二，通胀将导致实际利率的提高，对保险公司的投资收益率有正面作用，但对利差仍然是负面的，因为通胀环境下，投资者必然要求更高的回报率和更低的保费支出，那么实际上保险公司的承保成本将会大幅上升，从而导致利差收窄。

1. 历史经验：CPI 与保险股并无稳定关系

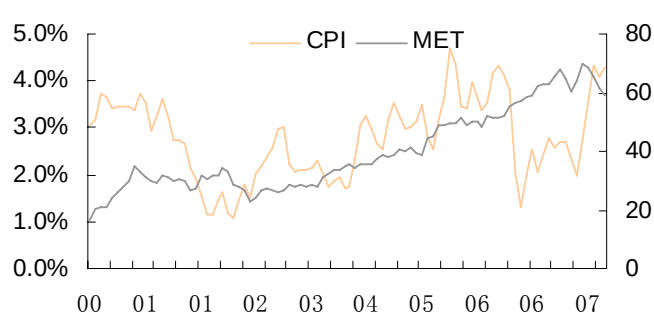
从历史数据来看，保险股价格和 CPI 之间并无稳定的对应关系，通胀或者通胀预期并非保险股必然走强的充分和必要条件。在 AIG 的股价从 82 年的 2.76 美元一路飙升至 2000 年 98 美元的过程中，美国的 CPI 经历了至少 3 个以上的大幅波动周期；06 年至 07 年，美国 CPI 回落的同时伴随着保险股的继续走强。

图 7： 美国 AIG 和 CPI 走势



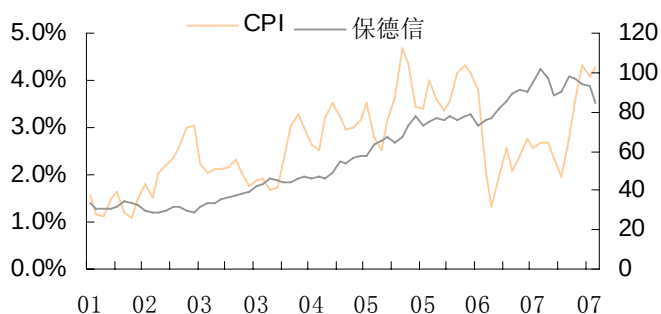
资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

图 8： 美国大都会和 CPI 走势



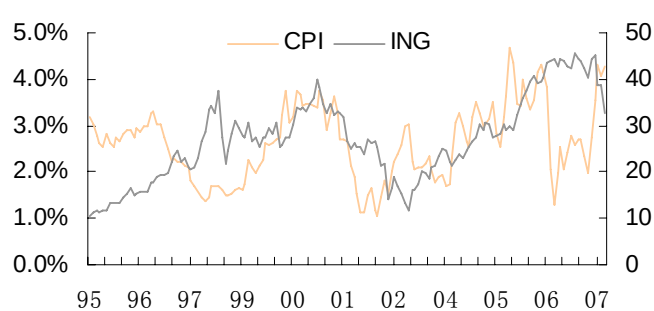
资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

图 9： 美国保德信和 CPI 走势



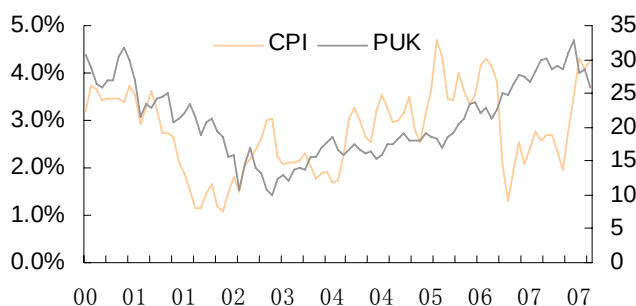
资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

图 10： 荷兰国际集团和 CPI 走势



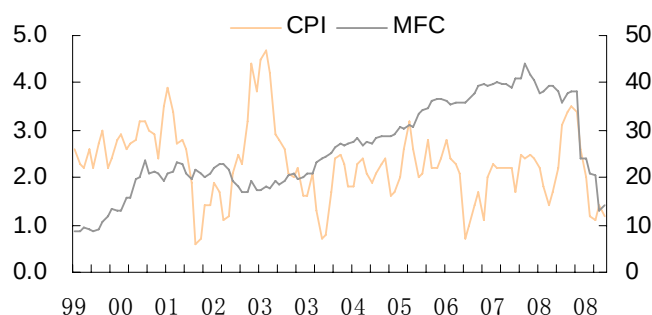
资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

图 11: 美国 PUK 和 CPI 走势



资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

图 12: 加拿大 MFC 和 CPI 走势



资料来源: Bloomberg 招商证券研发中心

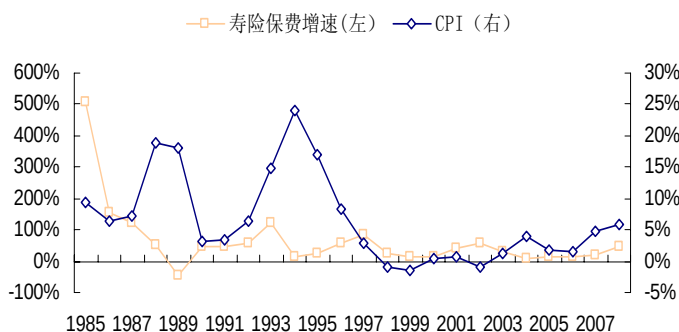
2. 高通胀降低保费增长速度

高企的 CPI 对保费增长有非常明显的抑制作用。保障和理财是保险的两项基本功能，在通货膨胀背景下，这两种功能都将被削弱。

保障型产品，即传统寿险，除了 2.5% 的基本预定利率收益外没有其他的收益，在投保初期费率和未来的收益都已经确定，一旦发生高通胀，未来所能得到的保额的实际购买力大幅降低，因而是无法抵御通胀风险的。对于理财型的保险产品，除固定利率外，还有一部分是根据保险公司的投资情况而浮动的额外收益，而这个收益率在滞胀时期通常不会高于通胀率。一般而言，房地产、黄金等大宗商品具有较强的抗通胀性，而保险资金并不被允许大比例投资在这些项目上。就债券而言，新增的债券资产收益率虽然会提高，但其投资收益将由新老保户共同分配，而老的保单的投资由于债券价格的下跌会产生浮亏，因而总体而言，平均的投资收益率是低于新增资产收益率的，更加低于通胀率。

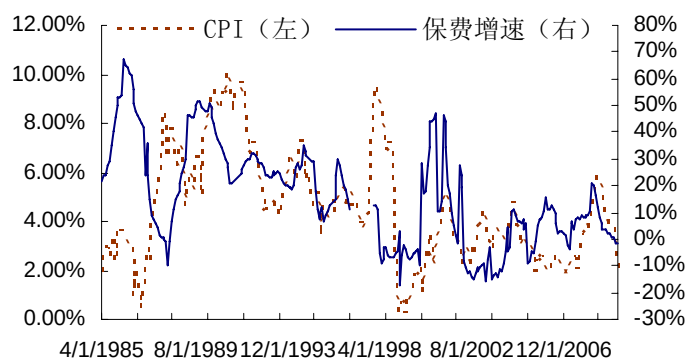
寿险保费收入和通货膨胀率表现出明显的负相关性。80 年代末和 94-95 年，我国出现了 20% 左右的高通胀，而寿险保费收入增速大幅放缓，89 年出现了 -48% 的负增长。07 年同样是如此，虽然股市的高涨让保险公司同时也具备了较高的收益率给付能力，但财富效应还是让部分投资驱动型的资金从保险公司流向股市和楼市。新增保费收入的下降主要反映的是潜在的投保人的保险需求受通货膨胀的影响。已经投保的保户则会通过退保来完成资产的重新配置。

图 13: 中国保费增速和 CPI 负相关



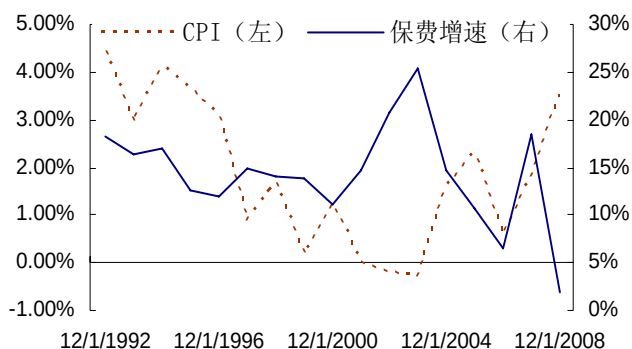
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 14: 韩国保费增速和 CPI 负相关



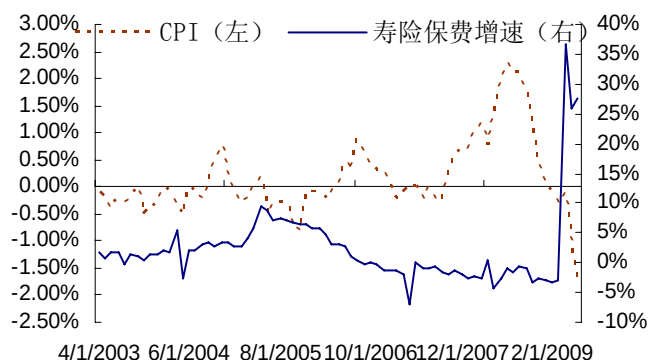
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 15: 台湾保费增速和 CPI 负相关



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 16: 日本保费增速和 CPI 负相关



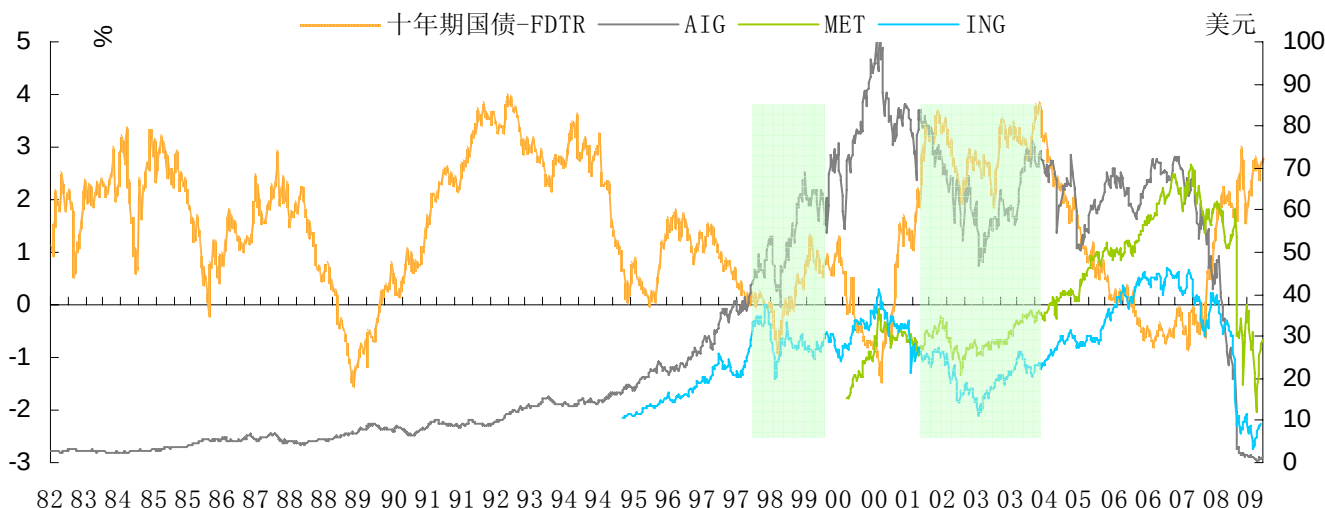
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

3. 国债利差周期反映通胀预期，但未反映股票市场收益率

保险公司的盈利能力长期来看，是跟随着利差周期而变动的，国债利差反映的是对未来通货膨胀的预期。虽然通货膨胀率上升会引起债券收益率同步上行，但并不一定导致利差的上升，这里面有两个因素，一是通胀起来的同时承保成本也会上升，二是通常根据长期国债收益率和存款利率计算的利差并没有把股权投资反映在内，虽然保险资金的股票投资的比例远小于债券投资，但由于涨跌幅较大，是保险公司投资收益的最大影响变量。

单从债券利差本身并没有看到支持保险股走强的明显证据。我们用美国十年期国债减去联邦存款目标利率来衡量债券投资利差，可以发现从 82 年至今，大部分时间保险股的走势和利差周期并不符合，利差达到一轮周期的最低点之时，保险股股价则达到高点。只有在 97-98 年和 01-03 年这两个时间段内两者走势基本一致，而通过对比也可以发现，在这两段时间内，道指的走势也和国债利差走势也基本吻合，因而难以判断是债市还是股市主导了保险股。在 97 年以前，保险股完全脱离债券利差的轨迹，因而单独看债券收益率也不足以判断保险股的变化趋势。

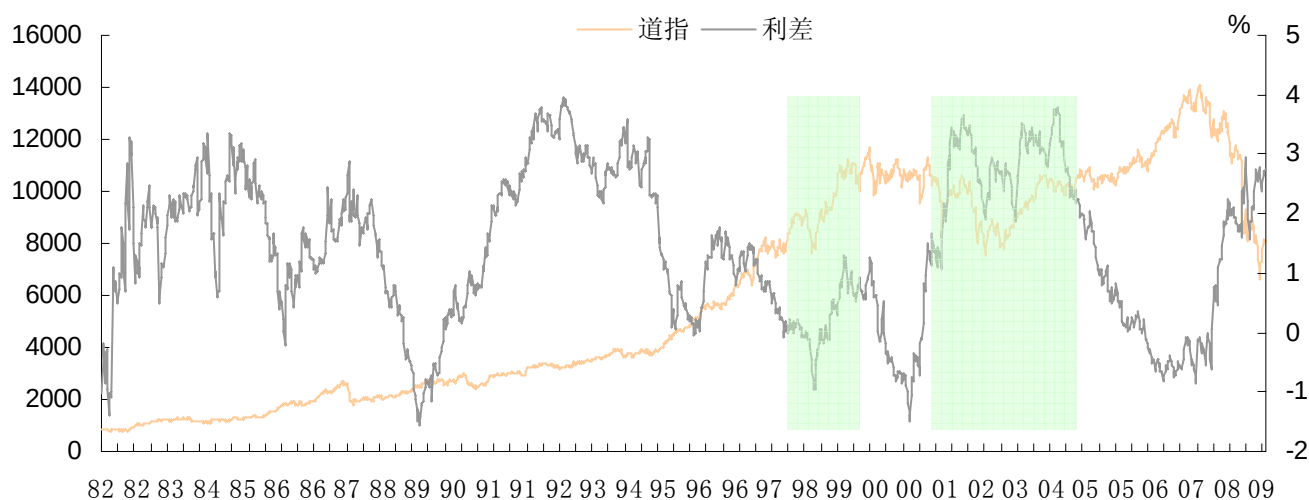
图 17: 国债收益率利差并不和保险股走势完全吻合



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

敬请阅读末页的免责声明

图 18: 美国国债利差和道琼斯指数走势



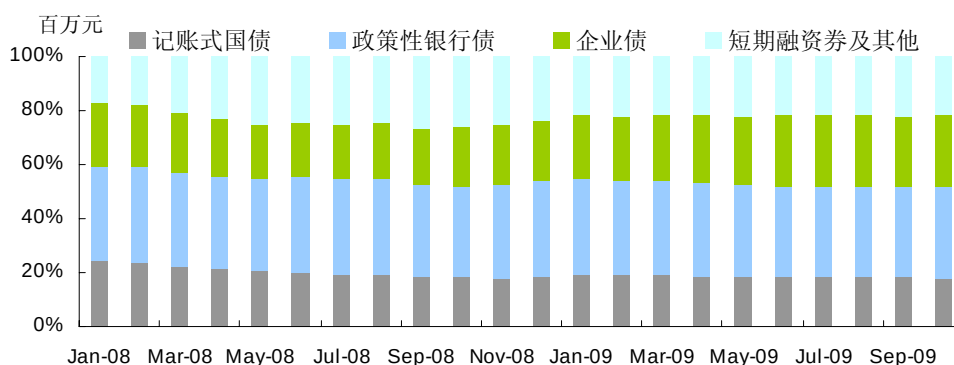
资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

只有在 97-98 年和 01-03 年这两个时间段内两者走势基本一致, 而通过比对也可以发现, 在这两段时间内, 道指的走势也和国债利差走势也基本吻合, 因而难以判断是债市还是股市主导了保险股。在 97 年以前, 保险股完全脱离债券利差的轨迹, 可见债券收益率并不是保险股走势的唯一解释变量。

保险公司 60%左右的保险资金配置在债券等固定收益类资产上, 为什么债券的利差不能决定保险股的走势呢?

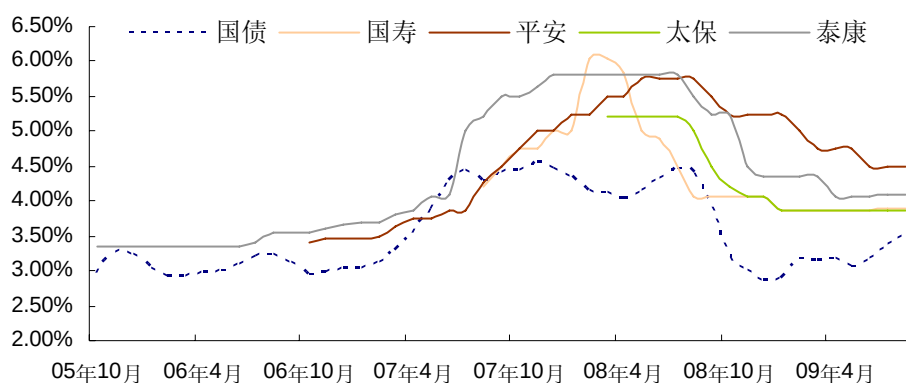
我国保险公司的债券配置中最主要的组成是国债和政策性金融债和企业债, 尤其是上市的保险公司, 中国人寿的国债和政府机构债券占总债券投资比例的 80%以上。我国存贷款利率机制未实现市场化, 国债利率成为衡量市场资金成本的重要标志, 国债利率的上升会引起保险成本的跟随提升, 因此保险公司很难靠债券利差来实现超额收益。

图 19: 我国保险行业持有债券资产结构



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

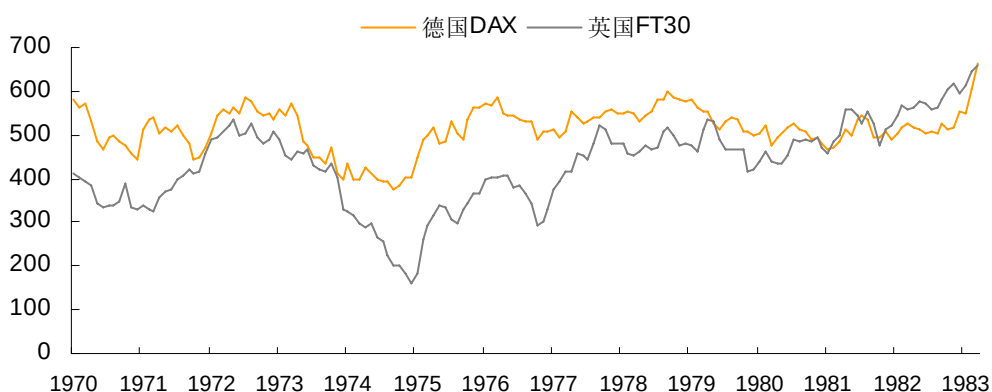
图 20: 保险公司万能险利率跟随国债收益率上行, 且幅度更大



资料来源: 招商证券研发中心

股市表现和通胀之间不存在稳定的相关性。通胀和股市之间的关系是一个很大命题, 通常来说温和的通胀有利于经济的发展, 促进公司的盈利, 股市上扬; 而恶性的通胀会导致货币政策的收紧, 引发经济进入新一轮调整, 股市反应负面。西方国家在整个 70 年代的滞胀期中, 股市均表现平平, 十年时间几乎都毫无增长, 甚至还有所下跌。德国的 DAX 指数在 1979 年末时不到 500 点, 较 70 年下降了 14%, 英国 FT30 指数则微升 1.4%。这种情形下, 保险公司的投资收益很难获得保障。

图 21: 西方 70 年代滞胀时期, 德国和英国的股市 10 年内涨幅几乎为 0



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

四、新会计准则调整分析

1. 新会计准则三项主要调整

保监会 2009 年 1 月 14 日发布《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》，要求保险公司编制 09 年度境内、境外财务报告时要遵循新会计准则。

一、《2 号解释》总体实施要求

(一)《2 号解释》的总体实施方案是“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。

(二)包括境内、境外上市保险公司在内的所有保险公司，编制 2009 年年度境内、境外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。

(三)在境内外同时上市的保险公司，除上述报表差异外，其它报表项目存在的差异，原则上也应按《2 号解释》的要求，对同一交易事项采用相同的会计政策和会计估计，消除境内外会计报表的差异。

表 1：现行的 IFRS 和中国会计准则差异

现行编报规则	保费收入计量	保单成本处理	准备金利率
IFRS 会计准则	毛承保保费和保单费收入	新单保单成本递延	不高于中国保监会公布的法定评估利率和定价利率之间的较低者
中国会计准则	原保费收入	成本不递延，全部计入当期损益	不高于中国保监会公布的法定评估利率和定价利率之间的较低者

资料来源：招商证券研发中心

按新准则的原则，未来保费收入的计量向 IFRS 靠拢，成本费用的计量向中国会计准则靠拢，而准备金评估利率采用最佳估计我们认为其原则是向公司预期的投资回报率靠拢，而目前市场上流传的观点是保监会统一口径采用 3.5% 的评估利率。

2. 保费分拆和成本不递延分别减少 A、H 股利润账面价值

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：主要是将分配到投资账户的保费存款从原保费收入中分拆出来，保监会是不允许销售纯投资型保单，万能险和投连险通常都带有重大疾病或意外的附加险，总保费中包含为获取保证功能的风险保费以及

用于投资账户的保费存款,新准则下,对每张保单的风险保费和保费存款都将进行分拆。受此影响,保险公司的利润表上保费收入将下降,根据各公司保单结构的不同影响各异。平安的H股报表分拆了万能和投连险保费,国际会计准则下,保费收入下降20%-25%;中国人寿IFRS下保费收入将下降40%-50%,国寿的万能险和投连险占低于平安,估计分红险也同样进行了分拆。新准则的具体的分拆规则尚未出台,如果和国寿采用同样的口径对分红险保费通过“重大保险测试”进行保费分拆,则保费收入下降将在30%-40%之间。

利润表中保费收入下降,投资型保费存款以负债形式确认在资产负债表中,而给付、保单管理费、死亡及退保收益从相关账户中扣除,相应利润表中的准备金提取和赔付、费用等科目也将下降,因此,账面保费下降并不直接等同于净利润下降,具体影响需要等细则出台再作分析。

保单获取成本不递延,计入当期损益:中国会计准则下执行的就是新单费用全部当期扣除,这一调整主要影响的是境外报表。09年末国寿和平安的递延保单成本科目余额分别为583亿元和506亿元,如果追溯调整,该科目中的资产将分别作为费用分摊到以前年度,减少各期的净利润,最后体现在当期的期初未分配利润中,将分别减少国际准则下资产和权益5.5%和6.7%左右。

成本分摊会计期间的改变虽然导致利润下降,但实际并不影响公司价值,由于税收对公司现金流还有一定正面作用,对处于成长中的保险公司来说,新业务增长越快,当期的成本越高,而以后各期则不须分摊费用,因而投资者并不会对这一调整有过度反应。

3. 准备金评估利率调整方案未定,多种可能性存在

寿险准备金采用未来法计算的公式可以简单表示为:

准备金 = PV (未来保险责任和费用) - PV (未来保费)

其原理是一项保险义务未来所需要给付的保险金额的现值和期间将收取的保费的现值之差额就是当期需要提取的准备金,以后每年根据评估利率增加这一准备金的时间价值,到期末时,准备金余额正好和给付义务相等。实际上准备金评估利率可以理解为计算PV时所用的折现率,较高的评估利率将使公司当期提取较少的准备金,其中隐含的假设是公司可以获不低于评估利率的投资回报率以应付未来的给付支出。

目前准备金采用的评估利率是**不高于保监会公布的7.5%和定价利率之间的较小值**,除去1999年以前的高利率保单,定价利率不得超过2.5%,显著低于公司的投资回报率假设,导致较为保守的准备金提取政策。1999年之前的高利率保单采用的评估利率在6%以上,6%如果作为保险公司的长期投资收益率显然不够谨慎。我们理解的最佳估计原则下的评估利率应该是向公司预期的投资收益率靠拢,当前保险公司精算价值假设中收益率大概在5%左右,而市场上有一种说法是保监会将统一评估利率至3.5%。考虑到一次性调到5%的话,如果追溯调整,保险公司的净资产和以前年度损益变动的程度将非常大,保监会采用一种温和的逐步调整的策略也是非常有可能的。而且,是否采用追溯调整也尚未有一致的定论。

国寿没有历史包袱,评估利率的上升将减少其准备金提取金额,增加净资产和未来利润;平安和太保都有高利率保单,99年后的业务评估利率从2.5%向上调,高利率保单从6%-6.5%向下调,综合的影响的方向还难以判断,考虑高利率保单准备金所占比例,预

计总体的影响还是偏正面，而太保的程度要好于平安。

表 2：平安和太保高利率保单比较

2008 年数据	高利率保单负债成本	高利率保单评估利率	高利率准备金占比
中国平安	6.10%	6%-6.5%	32.8%
中国太保	6.37%	≤ min (7.5%, 4%)	20.3%

资料来源：招商证券研发中心

我们认为可能的调整方案有以下三种：

- 追溯调整评估利率至 3.5%
- 未来使用法调整评估利率至 3.5%
- 未来适用法 3-5 年内从 3.5%逐步调整至 5%

不同保单的年限和条款不同，现金流也不同，我们暂且简单的模拟一张 20 年后到期的 100 元给付的保单来测算评估利率调整对各公司造成的影响，假设 99 年前的保单采用 6.1%的评估利率，且平均期限为 10 年，99 年之后的保单采用的评估利率为 2.5%，平均期限为 20 年，其现值分别计算如下：

$$PV(2.5\%, 20, 100) = 61.02$$

$$PV(3.5\%, 20, 100) = 50.26$$

$$PV(5.0\%, 20, 100) = 37.69$$

$$PV(6.1\%, 10, 100) = 55.32$$

$$PV(3.5\%, 10, 100) = 70.89$$

在此，我们主要讨论一下平安的计算逻辑，国寿太保以此类推。如果采用方案一，平安的准备金中属于高利率保单的占比 33%，主要是传统寿险，而新业务中万能险的占比上升很快，而万能险的评估利率较接近市场收益率，不需调整，因此准备金中 33%的高利率保单从 6.1%到 3.5%净资产减少 9.23%，30%的新业务（传统和分红险）保单从 2.5%调到 3.5%使净资产增加 5.29%，总的影响使净资产下降 4%。10 年及以后的净利润将因为准备金提取的减少而有所增长，但拉长时间区间来看，以后年度将逐年回补，因此可以理解为 10 年一次性的刺激因素。

表 3：准备金调整方案比较

	中国人寿	中国平安	中国太保
方案 1：追溯调整，3.5%	净资产增加 12%，未来年度账面利润增加，08 年及前期可比期间利润增加	净资产下降 4%，未来年度账面利润增加，08 年及前期可比期间利润下降	净资产增加 3%，未来年度账面利润增加，08 年及前期可比期间利润下降
方案 2：未来适用，3.5%	净资产增加 12%，未来年度账面利润增加，以前年度利润不变	净资产下降 4%，未来年度账面利润增加，以前年度利润不变	净资产增加 3%，未来年度账面利润增加，以前年度利润不变
方案 3：未来适用法 3-5 年内从 3.5%逐步调整至 5%	净资产首年增加 12%，未来年度账面利润增加（幅度超过方案 2），以前年度利润不变	净资产首年下降 4%，未来年度账面利润增加（幅度超过方案 2），以前年度利润不变	净资产首年增加 3%，未来年度账面利润增加（幅度超过方案 2），以前年度利润不变

注：表中的净资产增加或减少的比较对象是 09 年已公布的可比财务报表数据

资料来源：招商证券研发中心

综上，准备金评估利率调整对平安的负面影响也并不大，对太保略利好，对国寿则是比较明显的利好。考虑保监会“平稳过渡”的初衷，我们认为采用逐步过渡的未来适用法的可能性较大。会计政策的调整改变的是公司的计量方式，对实际的经营成果没有影响，而对精算价值因为利润的时间分布改变导致现值受到影响，但幅度微小基本可以忽略，所以即使平安受损于新的政策调整，也并不意味着公司价值的下降，如果届时股票出现过度的下跌反应，投资者反而可以积极介入。

五、维持行业中性评级，依次推荐国寿、平安

1. 维持行业中性评级，相对收益可期

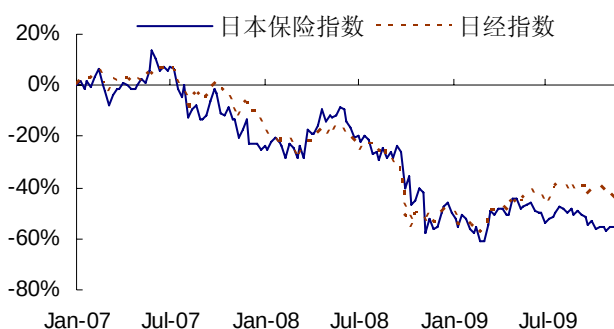
一旦经济如我们预期，结构调整将成为明年的基调，保险的相对价值将凸显。具有弱顺周期性的保险，虽然本身难以挣脱市场的运行轨道，但其**周期滞后性**和**公司价值的外显性**是其防御价值之所倚。

弱顺周期性：收入效应表现为保费收入的顺周期性，当利率上升、经济繁荣时，人们的可支配收入增加，更有能力购买收入弹性较高的商业保险；替代效应表现为保费收入的逆周期性，资产价格上升时，人们会选择收益率较高的股票和房地产等投资品而非稳定性较高的保险产品。由于这两种效应相互抵消，从而一定程度上降低了保险公司的系统性风险。此外，保险公司经营的长期性也有助于其不同年度内平滑业绩风险。

公司价值外显性：保险公司的资产 80%以上为金融类证券，除去持有至到期的债券，公司的价值在逐日盯市制的公允价值计量法则下完全暴露出来，而持有至到期的债券虽然按摊余成本法计算，但管理层的意图本就是久期管理和现金流匹配而获得还本付息的金额，一般会在到期之前换手，因此这部分资产虽然没有以公允价值计量，并不影响我们理解公司价值。总这个层面上来说，保险公司价值的风险释放是更为充分的，相较于其他风险滞后或者风险隐蔽的行业来说，价值外显性可带来投资风险的降低。

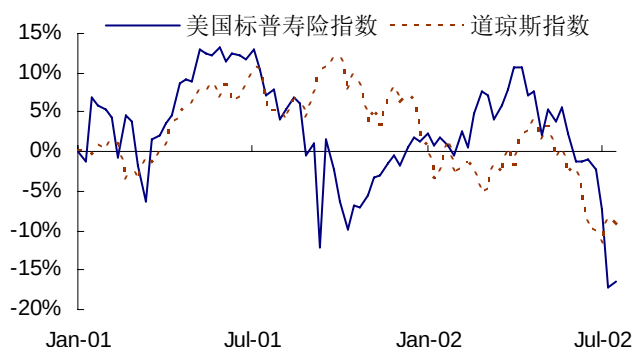
从历史经验来看，股市调整中保险公司与大盘基本保持一致。次贷危机中日本保险指数和日经指数走势完全吻合，不同于美国和欧洲保险股大幅下跌的局面，因其在衍生投资品中涉足较少，即价值外显性得到完全发挥；美国 2001 年的网络科技泡沫调整中，标普寿险指数先跑赢道指，最后又深幅调整，虽然节奏上与市场均值有所差异，但总体幅度与大盘一致。

图 22：次贷危机中日本保险指数和日经指数



资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

图 23：网络泡沫调整中美国寿险指数和道指



资料来源：Bloomberg 招商证券研发中心

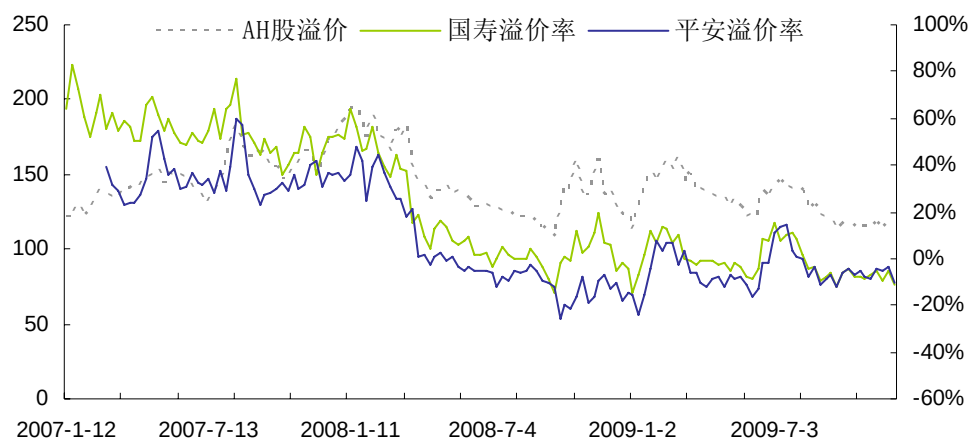
2. 估值锚：A 股保险股价格的参照与支撑

所谓**估值锚效应**是指两地上市公司的 H 股价格和 A 股价格之间相互参照和影响所发生的作用。当前国寿和平安的 A 股价格在考虑汇率之后较 H 股价格折价 10%，与衡量市场总体 AH 价差指数所显示的 17%溢价背道而驰，显示保险公司 A 股价格倒挂的程度之严重。

虽然 07 年之后, 保险 A 股价格折让已经成为常态, 但是达到 -10% 这个边界是不常见的。以国寿的 AH 股价格来看 (因平安的千亿融资和富通投资事件导致股价波动中隐含的干扰因素较多), 每次折价超过 10% 后, 股价均出现修复性的上涨, 从这个角度来说, 10% 可以作为一个确认安全的标准。

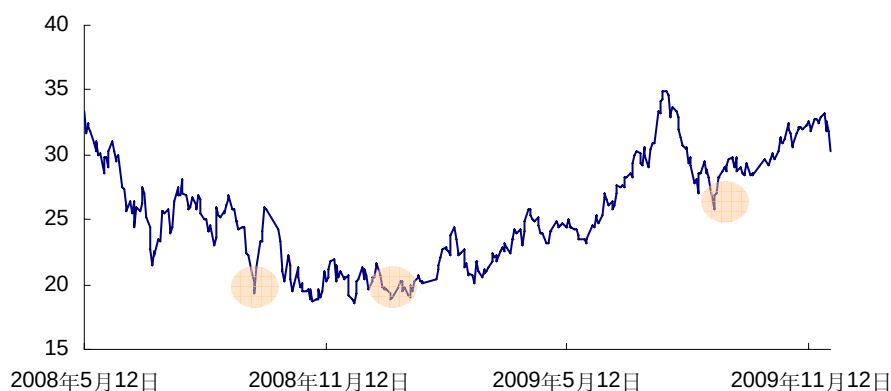
估值锚如果发挥作用, 那么以 H 股价格为锚的前提下, A 股价格应得到较强的支撑。问题在于, 为什么不是以 A 股价格为锚而判断 H 股价格更大的下跌风险呢? 我们认为, H 股相对 A 股开放, 估值水平更为国际化, 以其为锚更具客观性。H 股价格也可能出现下跌, 那么即使估值锚发挥作用, 也无法为 A 股价格提供支撑, 在此种情况下, 系统性风险无法避免, 虽然难以获得绝对收益, 但还是有望获得相对收益。

图 24: 国寿和平安的 A 股价格折价达到 10%



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 25: 国寿 A 股价格在折价幅度超过 10% 以后出现价值修复的上涨



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

3. 中国人寿: 弱市强者, 稳健前行

中国人寿 09 年把重心放在保费收入的结构调整上, 因而在市场占有率上会有所损失, 9 月开始, 保费收入已经走出负增长, 随着这一年调整周期的完结, 预计 10 年保费收入增速在 10%-20%。

中国人寿在三家保险公司中权益投资比例最高 13.4%, 从绝对数来看, 较 07 年 23% 的高点仍有较大距离, 预计全年积累浮盈超过 100 亿元, 我们认为得益于其较强的投资能

力和财务健壮性，权益投资的风险是可控的。农行改制后的上市预期也可能在 10 年给国寿带来机会。

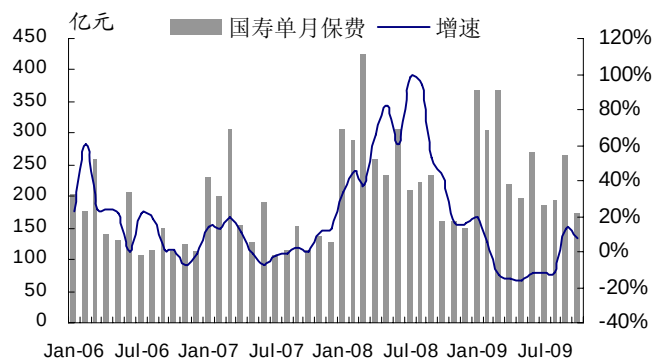
08 年以来，公司始终保持较高的准备金提取水平，同时低成本优势是公司在低收益率环境下具有更强的适应能力，受益于新会计准则的调整，是我们首选的投资品种。会计政策调整的不确定性较大，我们暂不调整此前的盈利预测，09 和 2010、2011 年的盈利预测为每股收益 0.84 元、1.16 元和 1.48 元，维持审慎推荐 A 的评级。

图 26: 国寿累计保费收入和增速



资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 27: 国寿单月保费收入和增速



资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

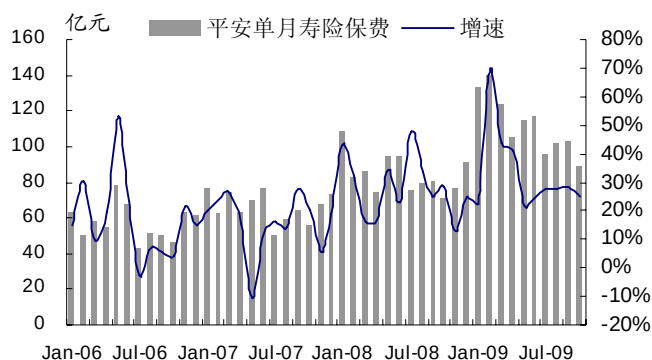
4. 中国平安：金融平台合力增强，会计政策调整影响不应放大

09 年至今平安依靠代理人和高利率实现了保费收入的规模赶超，不过随着各公司利率水平的逐步接近以及国寿、太保等公司结构调整周期的完结，平安在保费增长上的领先优势难以继续存在。预计 09 年全年寿险保费增速 30% 左右，10 年 10% 左右。

平安综合金融平台的优势逐步发挥作用，旗下业务员交叉销售保险、信用卡等产品，在信息系统上公司也通过“万里通”的平台整合同一客户的所有金融产品，包括银行账户、信用卡账户、投资理财账户、保险账户和信托账户，甚至可以整合非平安的银行、证券、基金和保险账户。这一平台未来如果能推广，平安对客户的挖掘和掌控能力将难以想象。我们长期看好其成长性。

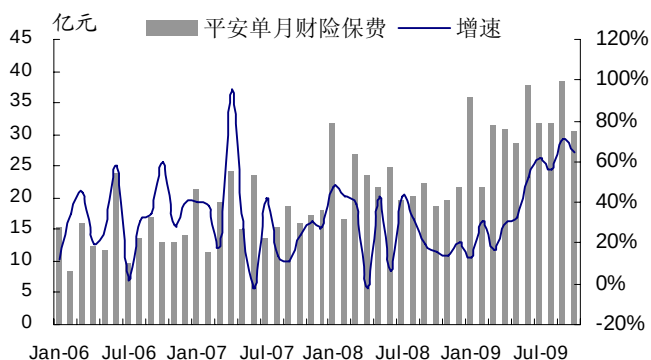
近期平安受会计政策的调整传言的影响股价表现不振，我们认为市场对此的理解过于负面。会计政策调整改变的是公司的计量方式，对实际的经营成果和公司的精算价值没有影响，所以即使平安受损于新的政策调整，也并不意味着公司价值的下降，如果届时股票出现过度的下跌反应，投资者反而可以积极介入。我们暂不调整此前的盈利预测，09 和 2010、2011 年的盈利预测为每股收益 1.30 元、1.87 元和 2.26 元，维持审慎推荐 A 的评级。

图 28: 平安单月寿险保费收入和增速



资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 29: 平安单月财险保费收入和增速



资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

5. 中国太保: 登陆 H 股和个税递延型养老保险可能是刺激因素

09 年末太保的寿险也从容走出负增长, 保费结构的期限和险种调整提升了其 APE 保费和新业务利润率, 双轮驱动其新业务价值较大增长, 我们预计其 09 年新业务价值增速将超过 40%。但公司投资表现不佳, 权益投资占比在三家公司中最低, 09 年投资浮盈基本释放殆尽, 10 年的安全底线较低。

太保目前持有长江养老 13% 的股权, 可能受让上海国际集团持有的另外 20% 的股份, 成为长江养老的控股股东。09 年中期长江养老受托管理资产 232 亿元, 市场份额 39%, 个税递延型养老保险试点的推出对其有一定的刺激作用。

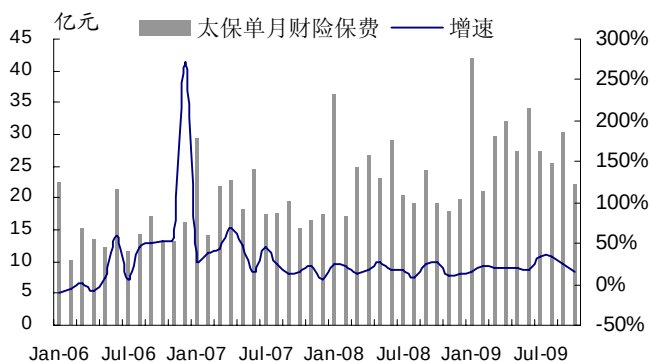
公司发行 H 股事宜得到保监会和证监会的通过, 上市进程如期推进, 太保将新发行不超过 9 亿股, 募集资金 211 亿人民币左右, 大幅提升偿付能力。鉴于港股频现破发行情, 民生银行登录 H 股首日即破发, 对太保的境外融资可能有一定压力, 发行下限 23.5 元较当前 25 元的股价相去不远, 我们认为 H 股的发行需要得到 A 股价格的支持, 从而促进太保股价阶段性走强。我们暂不调整此前的盈利预测, 09 和 2010、2011 年的盈利预测为每股收益 0.7 元、0.8 元和 0.94 元, 维持中性评级。

图 30: 太保单月寿险保费收入和增速



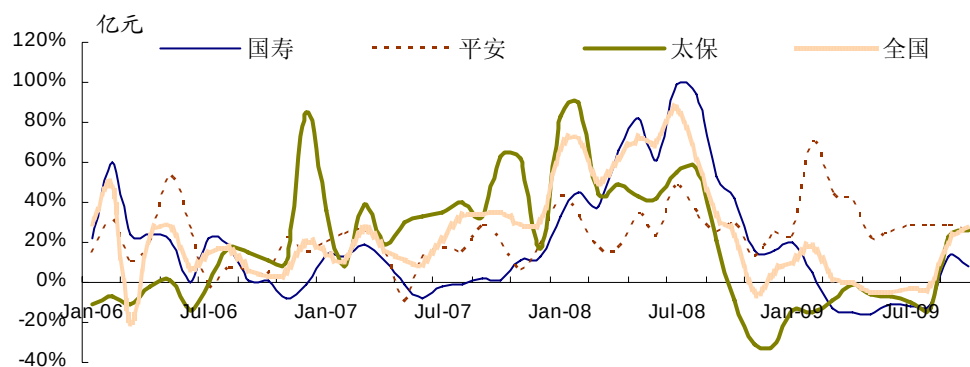
资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 31: 太保单月财险保费收入和增速



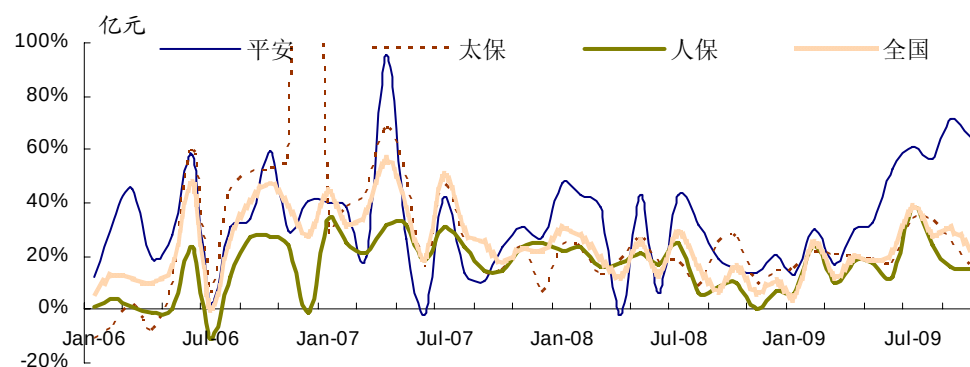
资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 32: 寿险单月保费收入增速比较



资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

图 33: 财险单月保费收入增速比较



资料来源: CIRC, 招商证券研发中心

分析师简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。