

湘财证券研究所 保险行业研究员

叶青

Tel: 021-68634510-8010

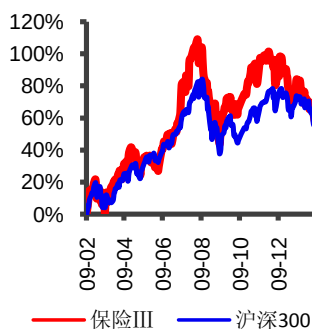
E-Mail: yq2877@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

保险股一年走势：



相关报告：

2010 保险行业年度策略：预期支撑行情，新政美化财表

公告

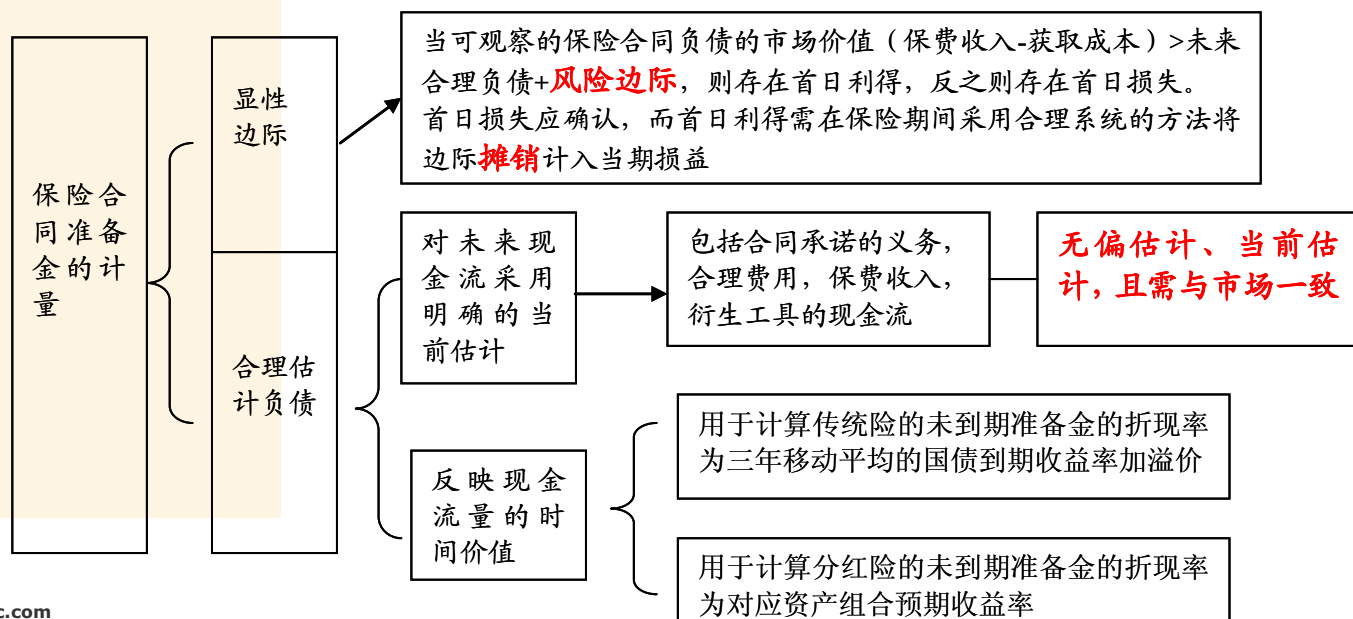
中国人寿、中国太保、中国平安近日发布公告称各公司据《企业会计准则》及《保险合同相关会计处理规定》对 09 年财务数据进行了初步测算，预计 09 年归属公司股东的净利润较 08 年同期分别增长 50%以上、增长 400%以上、增长 1500%以上，其中 08 年业绩尚未按照《保险合同相关会计处理规定》进行追溯调整。

三家上市公司均在公告的最后着重指出上述预计业绩为初步预测数据，由于执行财政部《保险合同相关会计处理规定》引起的会计政策变更影响重大且涉及范围广泛，公司需要较长时间来确定会计政策变更对财务报表的具体影响。在会计政策变更的相关影响进一步确认且对上年业绩追溯调整后，业绩预增比例可能有所调整。若公司 09 年实际业绩与预计业绩有重大差异，公司将及时予以补充披露。

点评：

□我们称之为“不具有实质意义的业绩预增公告”原因之一：对三家公司预增公告中的 09 年净利润产生重大影响的准备金提转差一项由新政的《保险合同准备金计量原则》决定，新政下准备金计算的总体思想是用市场价值理念计算准备金，与 IASB（国际会计准则理事会）对计量的要求一致，保险合同准备金将包括合理估计负债和显性边际，但目前实际计算中的诸多细则仍未敲定，如准备金计量方法中的诸多关键假设仍未得到统一，因而各家公司公布的净利润的初步测算结果均是根据自己的理解而选择的假设条件得出，在后续的讨论中必然会有不同程度的更改，从而影响净利润的结果。目前看来，我们认为主要的分歧在于以下三项：

- 1 风险边际拟为不利情景下的负债减去合理假设下的负债，而对不利情景目前尚无指导性标准；
- 2 剩余边际的摊销决定了利润释放的时间和分布，而目前各保险公司对摊销比例的计算尚未达成共识；
- 3 未来现金流定义为明确的当前估计，但目前尚未出台具体的细则，各家公司对未来趋势的不同估计引致对相同的保单预计的未来现金流存在差异。



□我们称之为“不具有实质意义的业绩预增公告”原因之二：由于新政下准备金计量方法中，负债的校准标准为保费收入减获取成本，以及由于评估利率的上升使得合理估计负债的减少，都使得新单在当期即可产生盈利，不再像法定准备金下由于保费收入和成本没有配比使得新单首年亏损严重。因而新政对于三家公司的净利润均为正面影响，即按《2号解释》调整了的09年净利润必然大于老准则下的净利润数字，而且09年四季度保险公司的投资收益并不差，从而我们认为下表列2的增速应至少大于列3的数字才符合逻辑，而中国人寿的预增公告中的增长比例仅为50%，远小于前三季度的97.4%。

因而我们有理由相信目前三家公司公布的业绩预增公告多为形式上的披露。

A股公司	09年业绩预增公告 (09年业绩按《2号解释》初步测算， 08年末追溯调整)	09年三季报公布的 1-9月净利润与08年 全年相比(老准则下)	09年三季报公布的1-9 月净利润与08年1-9 月同比(老准则下)
中国人寿	09年全年净利润同比 08年100.68亿增长 50%以上	09年1-9月198.74 亿比08年全年 100.68亿增长97.4%	09年1-9月198.74亿 同比08年1-9月 131.11增长51.58%
中国太保	09年全年净利润同比 08年13.39亿增长 400%以上	09年1-9月40.61亿 比08年全年13.39亿 增长203.29%	09年1-9月40.61亿同 比08年1-9月38.76 亿增长4.77%
中国平安	09年全年净利润同比 08年6.62亿增长 1500%	09年1-9月69.24亿 比08年全年6.62亿 增长945.92%	09年1-9月69.24亿同 比08年1-9月-7.07亿 增长1082.13%

□估值和投资建议：由于目前新政对内含价值的影响仅限于调整净资产和税收，影响较小，我们仍用内含价值法对三家公司进行估值：

在25%的一年新业务价值增长率的假设下，预测中国平安2010年每股评估价值为72.74元，1月29日股价对应2010年的隐含新业务倍数仅为12.36倍，估值安全，并考虑到寿险行业盈利高、规模快速增长的前景，公司多元化业务的高成长性，维持“买入”投资评级。

中国太保09年业务结构调整较为成功，在09年35%、2010年25%的一年新业务价值增长率的假设下，我们预计太保2010年每股评估价值为33.44元，1月29日股价对应的隐含新业务倍数为12.82倍，估值安全，并考虑到寿险行业盈利高、规模快速增长的前景，H股融资后公司寿险业务发展的高成长性，维持“买入”评级。

中国人寿09年也进行了成功的业务结构调整，在09年30%、2010年25%的一年新业务价值增长率的假设下，我们预计国寿2010年每股评估价值为31.39元，1月29日股价对应的隐含新业务倍数为19.57倍，估值较平安和太保偏高，维持“增持”评级。

□风险提示：股市持续低迷对保险公司投资收益的负面影响。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。