

会计准则的变更改变公司的价值

保险行业

评级: 增持 (维持)

跟踪报告

2010年2月1日 星期一

陶正傲
010-59707118
tza@longone.com.cn

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
中国人寿	601628	增持
中国平安	601318	增持
中国太保	601601	增持

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-10.14	-3.88
3 个月	-16.2	-14.81
6 个月	-23.14	-10.08

行业相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《基本面变化、估值漂移与股价波动》2009.12.8

投资要点

- 中国人寿、中国平安与中国太保分别于近日预告了 2009 年业绩预增公告, 三家公司的 2009 年净利润比去年同期的预增比例分别为 50%以上、1500% 以上和 400%以上, 主要是 2008 年中国平安与中国太保业绩相比 2007 年有巨幅下降所致, 而中国人寿则可能是在过去计提的准备金显得过量, 所以要多补交所得税, 导致 2009 年 4 季度出现净利润不理想的情况。
- 《保险合同相关会计处理规定》对保险业保险混合合同分拆、重大保险风险测试和保险合同准备金计量作出了规定, 尤其是保险合同准备金计量特别引人关注, 具体影响金额各家保险公司还正在测算中。
- 我们认为会计准则的改变会改变公司的价值, 会计衡量不仅是公司的面纱, 会计处理结果在事后影响和改变了公司经济资源流向与配置, 所以会计准则的变更会带来公司价值的变更。
- 高利率保单的中国人寿在过去的计提准备金是最充足的, 而中国太保相对最不充足, 而中国平安的准备金计提界于上述二者之间。
- 我们认为准备金计提规则的变更, 更为凸现出中国人寿由于没有高利率保单部分的拖累而带来的经济成本的巨大优势, 有助于提升对公司估值水平的认知。
- 基于寿险行业正处于保费高速增长阶段、投资收益率相对稳定在较高水平, 享有较好的利差水平, 正处于净利润年复合平均的较高速增长阶段, 我们维持对保险行业增持的评级。

1. 三家保险公司 2009 年业绩预告情况及简要分析

中国人寿、中国平安与中国太保分别于近日预告了 2009 年业绩预增公告，三家公司的 2009 年净利润比去年同期的预增比例分别为 50%以上、1500%以上和 400%以上。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，三家保险公司均表明需要较长时间来确定会计政策变更对本公司会计报表的具体影响。

粗粗一看，似乎是中国平安业绩增幅很大，而中国太保的增幅也相当可观，而中国人寿则相对不很理想。其实主要是 2008 年中国平安与中国太保业绩相比 2007 年有巨幅下降所致。

表1. 三家保险公司的业绩与 PE 相对估值(亿元)

	股价	股数	市值	PE	2009 净利	2009Q3	2009 年四 季度净利 估计	2008 净利	2007 净利
太保	22.1	86	1900.6	28.4	66.95	40.6	26.3	13.39	68.93
平安	46.47	73.5	3415.5	32.2	105.92	69.2	36.7	6.62	150.86
人寿	27.05	283	7655.2	51.0	150	198.7	-48.7	100.68	281.16

数据来源：WIND, 2010. 01. 29

在预增公告中体现出的 2009 年第 4 季度的业绩中，只有中国人寿在 2009 年第四季度是亏损近 48.7 亿元，而中国平安与中国太保则分别盈利 36.7 亿和 26.3 亿元。

如此大的反差，我们认为可能是准备金计提规则调整带来的历年的所得税计提金额的累计调整所致。没有高利率保单中国人寿在过去计提的准备金显得过量，所以要多补交所得税，而有高利率保单的中国平安与中国太保则可能出现由于过去年份准备金计提方面相对不足，而在多交了所得税，需要在今年列支的所得税，相当于当期净利润有所意外增长的可能。至于实际情况是否真的如此，则有待于公司 2009 年业绩的正式公告披露结果出来。

2. 《保险合同相关会计处理规定》

《保险合同相关会计处理规定》要求保险公司应当自编制 2009 年年度财务报告开始实施本规定。以前年度发生的有关交易或事项的会计处理与本规定

不一致的，应当进行追溯调整。但是，追溯调整不切实可行的除外。

其中主要对保险业保险混合合同分拆、重大保险风险测试和保险合同准备金计量作了规定。

2.1 保险业保险混合合同分拆

分拆目的在于使保险业的保险保障业务与投资业绩区分更明显，从中国人寿的 H 股报表与 A 股报表得知，两者的差异是巨大的。

表2. 中国人寿 2007-2008 年国内准则与香港准则下的保费收入差异对比（亿元）

	2008	2007
国内准则下的保费收入	2,955.8	1,966.3
H 股准则下的保费收入	1,353.3	1,118.9
差异	118.4%	75.7%

数据来源：公司年报

《保险合同相关会计处理规定》中明确规定：在能够单独计量和区分时应当首先进行分拆，分别确定为保险合同和其他合同进行处理；不能够单独计量或区分的，应当进行重大保险风险测试。

2.2 重大保险风险测试

保险人与投保人签订的需要进行重大保险风险测试的合同，应当在合同初始确认日进行重大保险风险测试。测试结果表明，发生合同约定的保险事故可能导致保险人支付重大附加利益的，即认定该保险风险重大，但不具有商业实质的除外。合同的签发对交易双方的经济利益没有可辨认的影响的，表明保险人与投保人签订的合同不具有商业实质。其中附加利益，是指保险人在发生保险事故时的支付额，超过不发生保险事故时的支付额的金额。

支付重大附加利益的，认定为保险合同，收取的保费确认为保费收入；未支付重大附加利益的，不认定为保险合同，收取的保费不确认为保费收入。这实际上是对保险混合合同分拆的一个必要准备，也有助于保险公司了解自身当前业务的风险状况。

2.3 准备金计提规则的变更

首先对保险合同准备金计量作了基本要求规定

1、保险合同准备金应当以保险人履行保险合同相关义务所需支出的合理估计金额为基础进行计量。保险人履行保险合同相关义务所需支出,是指由保险合同产生的预期未来现金流出与预期未来现金流入的差额,即预期未来净现金流出。而预期未来净现金流出的合理估计金额,应当以资产负债表日可获取的当前信息为基础,按照各种情形的可能结果及相关概率计算确定。

2、保险人在确定保险合同准备金时,应当考虑边际因素,并单独计量。保险人应当在保险期间内,采用系统、合理的方法,将边际计入当期损益。

3、保险人在保险合同初始确认日不应当确认首日利得,发生首日损失的,应当予以确认并计入当期损益。

4、保险人在确定保险合同准备金时,应当考虑货币时间价值的影响。货币时间价值影响重大的,应当对相关未来现金流量进行折现。计量货币时间价值所采用的折现率,应当以资产负债表日可获取的当前信息为基础确定,不得锁定。

5、原保险合同现金流量和与其相关的再保险合同现金流量应当分别估计,并应当将从再保险分入人摊回的保险合同准备金确认为资产。

6、保险人在确定保险合同准备金时,不得计提以平滑收益为目的的巨灾准备金、平衡准备金、平滑准备金等。

规定还对未到期责任准备金和未决赔款准备金的计提办法作了具体的规定,保险人还须在附注中披露与保险合同准备金计量有关详细信息。

3. 会计准则改变真的不改变公司价值吗?

很多人认为会计准则的改变,只是改变报表的数据,对公司实质没有影响,所以对公司的价值没有影响。我们认为会计准则的改变会改变公司的价值,会计衡量不仅是公司的面纱,会计处理结果在事后影响和改变了公司经济资源流向与配置,所以会计准则的变更会带来公司价值的变更。具体来说:

1、会计处理结果可能改变了净利润在不同年限的分配，从而使所得税在不同年份分布有所不同，也会影响公司历年实际缴纳的所得税情况，所以从时间价值角度来看，公司的会计准则改变若能影响每年实际的纳税金额，也必将影响与改变公司的价值。保险公司

2、会计处理不同的净利润结果可能影响职工奖金的发放金额和对管理层的激励金额，从而改变公司的价值。

3、会计处理结果的不同，可能使公司放弃或选用某种产品或险种，从而影响公司的经济资源的流向与配置，从而会改变公司的价值。

4. 对保险公司的影响估计

《保险合同相关会计处理规定》对保险公司的最大影响是准备金计提规则的变更，我们认为没有高利率保单的中国人寿在过去的计提准备金是最充足的，而中国太保相对最不充足，而中国平安的准备金计提则介于上述二者之间。具体见本人以往报告中关于各家公司历年损益表简化结果。

从所得税影响来看，中国人寿可能需要补交所得税，似乎是对股东价值有不利影响，如果中国人寿过去准备金计提真的过于充足，那么公司低估净利润，可能相应减少了员工奖金与向管理层的激励金额，减少了向股东的现金分红金额，所以中国人寿过去准备金计提的较为充足对股东价值的影响并不一定是不利的。

相反，我们认为准备金计提规则的变更，更为凸现出中国人寿由于没有高利率保单部分的拖累而带来的经济成本的巨大优势，有助于提升公司估值水平的认知。

基于寿险行业正处于保费高速增长阶段、投资收益率相对稳定在较高水平，享有较好的利差水平，正处于净利润年复合平均的较高速增长阶段，我们维持对保险行业增持的评级。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托, 光大证券, 招商证券和宏源证券

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122