

2010-03-29

行业研究 / 深度研究

保险行业

增持/ 上调评级

分析师

李聪

SAC 执业证书编号: S1000210020007

新会计准则下的估值变迁

—新会计准则年报如何看?

➤ 新准则如何影响净资产和利润

新准则下,通过实际的费用递延,实现了对于利润表的提升,提前实现了保单的利润。传统的高利率保单将对公司的净资产产生“全额”消减的作用,而新保单对于净资产却只有“部分”的提升作用。

➤ 新准则公布后如何对保险股进行估值

- 新准则下, P/E 的模式仍不建议, 可供出售金融资产对于利润表调节。
- 内含价值虽可进行估值, 但由于假设和财务处理差异较大, 使公司间的比较较难公平实施。
- P/(边际+净资产): 建议作为年报公司间相互估值比较的重要因素。几乎在同样的方式下的计算结果, 建议进行敏感性测试的调整。
- 边际和净资产估值方法的衍生:

估值方法一: (当年边际的增加额+净资产的增加额) × 倍数

估值方法二: 当年边际的增加额 × 倍数 1 + 当年净资产的增加额 × 倍数 2

新会计准则最大的贡献就是给予了我们很好的机会能够在几近相同的标准下对上市保险公司的历史财务状况做出公正的评价, 我们判断, 新会计准则的年报公布后, 市场对于历史财务比较的讨论也将逐渐展开, 甚至可能出现颠覆传统估值概念的思潮产生。

➤ 新会计准则下、投资的选择

随时年报公布的来临, 困扰保险股表现的最后一个因素也将消除, 根据我们的预测, 整个年报符合预期的可能性较大, 唯一存在一定不确定性的就是中国平安的敏感性测试的结果。因此, 我们从前期偏谨慎的观点上调为“增持”的评级, 建议积极介入保险股。

此外, 目前三家公司的 P/B 的估值比来看 (中国平安、中国人寿和中国太保目前的 P/B 水平分别为 4.53 倍、3.63 倍和 2.89 倍), 特别是整个行业发展同质性较强的情况下, 我们相信如此大的估值差距在未来必将会被缩小。因此, 在个股选择上, 目前我们强烈推荐“中国太保”。我们认为整个保险行业的表现超越大盘的可能性较大, 而中国太保在整个保险股内部也将取得明显的相对收益。如果中国太保达到和中国人寿一样的 P/B 估值水平, 中国太保至少还有 20% 左右的估值修复空间, 因此, 建议大家加大对于“中国太保”的配置。

前言	4
一、 新准则如何影响净资产和利润	5
传统保单的财务介绍	5
旧准则下对于传统保单的负债计量	6
新会计准则下对于传统保单的负债计量	7
新旧准则转换对于财务报表的影响	9
高利率保单对于净资产的“全额”缩减作用	9
99 年 6 月以后保单对于净资产的“部分”提升作用	10
分红保险的财务介绍	11
二、 新会计准则的意义	13
三、 新准则公布后如何对保险股进行估值	13
新准则公布之后如何对保险公司进行估值	14
P/E 估值是否合理?	14
为什么美国可以用 P/E 对保险公司进行估值?	16
P/EV 与新业务价值倍数如何看待?	18
净资产+边际及其衍生	20
净资产与边际可以衍生的估值方法猜想	22
四、 新会计准则下，投资的选择	23

表 1、旧准则下的新保单评估方法对利润表的影响	8
表 2、旧准则下的新保单评估方法对利润表的影响——首日利得	8
表 3、旧准则下的新保单评估方法对利润表的影响——首日亏损	8
表 4、新、旧准则账务实例:	9
表 5、高利率保单在新准则下的影响	10
表 6、99 年 6 月以后保单在新准则下的影响	10
表 7、分红险新准则的责任准备金计算事例	11
表 8、新、旧准则关于分红险的账务处理:	12
表 9、上市公司权益类可供出售金融资产占比	14
表 10、新准则下, 内含价值的变化原理:	20
表 11、 三家公司内含价值计算较为明显的差异假设	21
表 12、 三家公司 2009 年 EPS 新旧准则预测结果	24
表 13、 三家公司 2009 年年底净资产预测结果	24
表 14、 三家公司估值结果基于 2009 年新准则假设	24
表 15、 三家公司估值结果基于 2009 年新准则假设	25
表 16、 三家公司传统保单占保费收入占比	25
表 17、 中国平安估值关于投资收益敏感性测试:	26
表 18、中国太保估值关于投资收益敏感性测试:	26
表 19、中国人寿估值关于投资收益敏感性测试:	26
表 20、中国平安静态隐含估值结果	27
表 21、中国太保静态隐含估值结果	27
表 22、中国人寿静态隐含估值结果	27
图 1、中国平安目前的高利率保单占比	6
图 2、中国平安高利率保单平均负债成本	6
图 3、上市公司投资权益类资产相对于投资资产占比	15
图 4、中国平安单季净利润、净资产与股价表现关系图	15
图 5、中国人寿单季净利润、净资产与股价表现关系图	16
图 6、中国太保单季净利润、净资产与股价表现关系图	16
图 7 AIG 权益类资产占比	17
图 8 METLIFE 权益类资产占比	17
图 9 净资产/沪深 300 弹性系数比率图	18
图 10 准备金的最新构成	21

前言

在接下来的几周中，各家保险公司都将陆续公布其在新会计准则下的第一份年报，在此时刻，我想大家都想清楚的明白这份年报到底带给了我们什么样的信息？并且在新会计准则下到底如何来看待保险股也成为现在大家所关心的焦点。

在这次会计中，我们认为对于资本市场来讲，其最大的贡献就是给予我们资本市场一次非常好的机会能够看清楚历史上保险公司的财务实际状况，能够将目前的三家上市公司的财务信息通过敏感性测试的调节，进行相对公正的比较。

在这次年报中，我们认为有如下几个重要的信息将是我们关注的焦点：

1. 净资产如何进行变动——高利率保单以及新保单如何影响财务报表？
2. 边际这个理论的引进
3. 在今年年底的财务报表中，各家保险公司仍可能采用不同的评估利率，但是此次财务报表的结果将公布敏感性测试的结果，这使大家有可能将各个保险公司的财务报表做一个一次性的比较。
4. 净资产+边际（出现类似于内含价值的一个指标）

新准则的改变将给我们一个机会去对保险公司财务报表的历史做一个最公正的评价，从此以后，也将彻底的在中国保险业的财务报表中消灭高利率保单的概念，以后针对这类保单也将不再有单独的账务处理方式。如何利用新的财务报表一次性看清楚保险公司历史上的财务数据将是我们分析年报的一个重要目的。

新准则公布之后，我们对于保险股的估值也陷入了一个新的境地，到底如何对保险公司进行估值？

P/E——新准则到底能不能看 P/E

P/EV——新准则下的 P/EV 到底变不变？

新业务价值倍数——新准则下的倍数如何体现？

边际+净资产（包括系列变化）比如变量的变化如何来衡量公司

上述的各种方法之间的优劣以及如何来进行把握也是我们不得不考虑的一个问题？这篇报告，我们将就如上问题展开讨论，希望能对您的投资产生帮助。

一、新准则如何影响净资产和利润

我们认为新、老准则间的影响，从产品类型来讲主要影响部分在传统保单，其次是在分红保单上，而万能险的影响则相对较少。在这个报告中，为大家更好的明白此次会计准则转变的实质。因此，我们将尽量适用比较明细的事例以及通俗的语言分开来进行讲述：

传统保单的财务介绍

目前针对传统险，其主要影响我们必须分为两个部分来考虑，一是 99 年 6 月份之前的高利率保单，二是 99 年 6 月份之后的新保单。

在前期，我经常听到这样的说法：“**高利率保单由于评估利率的下调导致负债的增加，因此增加负债，减少了净资产，同时由于 99 年之后的低利率保单上浮的评估利率的比例更大，且规模上也不小，这样的话净资产受到双重的调整后，公司的净资产发生怎样的变动并不一定。**”也就是说有相当多的人认为：例如 100 万的高利率保单（假设原有评估利率是 6.1%）同时还有 100 万的新保单的评估利率是 2.5%，如果我都调整成为 4.5% 作为评估利率，是不是最终的净资产反而是正向的影响呢？

对于上面的问题，其实大家只是理解了一半，准确的来说，对于上面的例子，十有八九其对应在新准则下的净资产将低于老准则下面的净资产。为什么会有这样的变化呢？我们将从下面的例子一步一步讲起。

传统保单的区分：

高利率保单：所谓的高利率保单主要是由于在 1999 年以前，由于当时的银行利率较高，因此保险公司也纷纷给出了与当时利率水平相当的定价利率。然而保单一旦卖出，保险公司将不能再下调给予保户的回报，但是由于银行利率的下调，保险公司每年的投资收益率将达不到承诺给予保户的回报率。因此对于当时的保险公司而言，历史的高利率保单成为了一个沉重的负担。其对于财务报表而言，由于保险公司的实际赚钱能力已经达不到给予保户承诺的回报率，如果严格按照国际会计准则的原则来进行评估，可能有些公司都已经出现了资不抵债的状况。当我们讲述高利率保单在新老会计准则下对于保险公司财务报表的影响时，我们有必要来理清这样几个概念。

定价利率：简单说就是保险公司给予保户的潜在的回报率。（在 99 年以后，保监会规定，保险公司承诺给予保户的部分不得高过 2.5%，因此在今天，对于万能和分红而言，承诺部分没有高过 2.5%，但是实际支付部分已经远高于 2.5%，已经基本上和市场接轨了。）

评估利率：简单说就是保险公司现在储备一笔钱去准备未来给予保户的赔付，然而现在应该储备多少钱呢？就是由未来的要给出钱用一个折现率折现到当今，而这个折现率就是我们所说的评估利率。（形象一点表示，保险公司一旦将保单卖出，无论什么样的价格，只要保单的条款确定，保险公司将来要支付给保户的赔款就确定下来了，保险公司这个时候需要储备一笔钱以便将来支付这笔赔款，如果公司当时采用 3% 作为评估利率，也就是说根据公司目前所储备的钱，每年只要取得 3% 的投资收益率将来就足以支付将来的这笔赔款。）

前面我们已经提及，目前中国的传统保单分为两类，99 年之前与 99 年之后的保单，

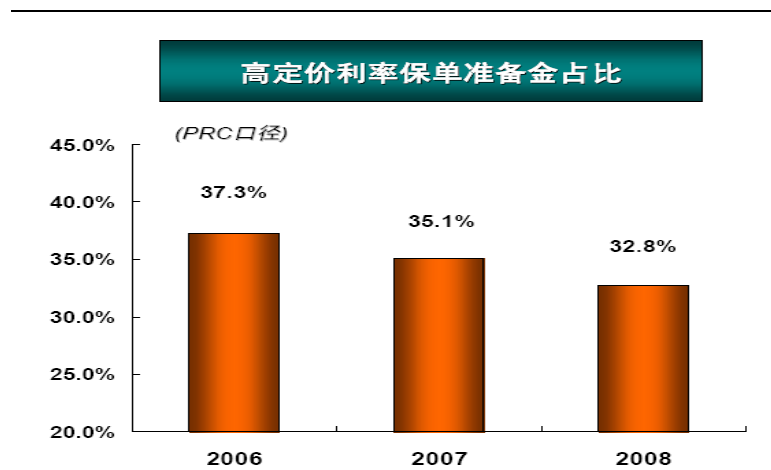
区别就是 99 年之前的保单对于定价利率没有限制，市场化的行为，通常较高，多为 5%-10% 之间，而 99 年之后的保单，承诺部分不超过 2.5%。

旧准则下对于传统保单的负债计量

高利率保单：保监会规定，保单的评估利率采用定价利率和 7.5% 做比较，那个低用那个，最高不超过 7.5%。例如：目前我们经常听说的中国平安的高利率保单的平均负债成本是 6.1% 左右，也就是说平安的平均评估利率为 6.1%，也就是说依靠平安目前为高利率保单所提取的准备金，每年要取得 6.1% 的投资收益率才能够在将来足额支付这笔负债。

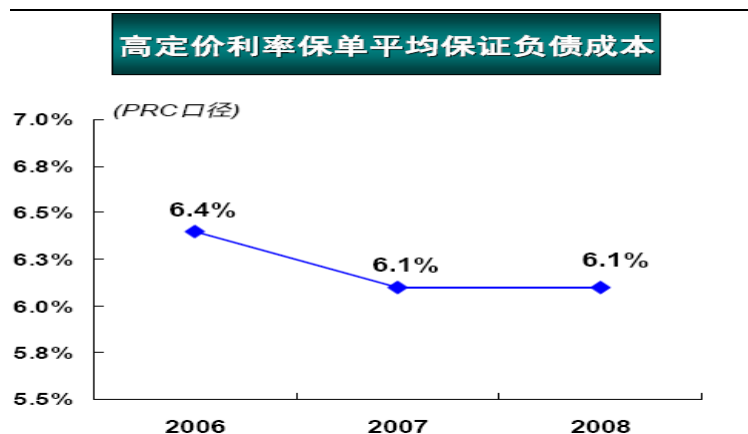
对此，我们以中国平安为例来进行说明：

图 1、中国平安目前的高利率保单占比



资料来源：公司数据、华泰联合证券

图 2、中国平安高利率保单平均负债成本



资料来源：公司数据、华泰联合证券

根据公司数据的测算，我们预计中国平安在 2008 年年底为高利率保单所提取的负债总额大约为 1116 亿元。

根据公司的披露情况:

在2007年度,本公司将高利率险种的评估利息率从6.5%-7.5%降至6%-6.5%。本项会计估计变更对公司2007年度税前利润的影响为减少税前利润约人民币96.98亿元。(中国平安2007年年报PRC)(相当于每下调10BP,公司负债增加30亿元)

于截至2008年6月30日止6个月期间,本集团将上述高利率险种的评估利息率从6%-6.5%降至6%。本项会计估计变更对本集团截至2008年6月30日期间税前利润的影响为减少税前利润约人民币3,811百万元。(中国平安2008年中报PRC)(相当于每下调10BP,公司的负债增加20亿)在2008年下半年公司又将评估利率重新调回2007年年底同等水平。

简单来讲,对于高利率保单,中国平安目前账上的评估利率为6.1%

99年之后的新保单

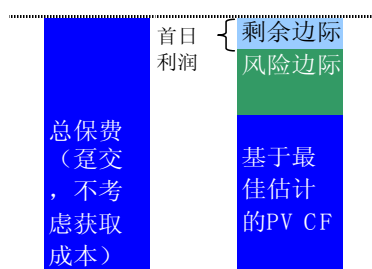
而对于在1999年6月份以后所买的新保单,由于有硬性规定,评估利率不得高过定价利率,而定价利率又不得高过2.5%,因此,中国的保险公司目前对于99年之后的新保单的评估利率均不超过2.5%,换句话说就是,这就是目前保险公司账上最赚钱的部分。

新会计准则下对于传统保单的负债计量

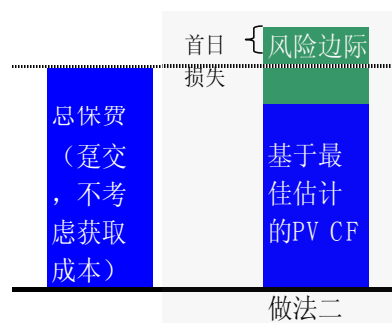
在讲这个问题之前,我们先来看看这次新会计准则的几个大的方向。

原则1: 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。在初始确认保险合同准备金时不应确认首日利得,但应确认首日损失。

情景1. 保费充足



情景2. 保费不足



资料来源: 华泰联合证券

原则2: 保单在首日产生的首日利得也就是剩余边际将在整个保单期限进行摊销。

原则3: 传统保单的评估利率以750天国债收益率为基础,并在这个基础上上浮一定的范围。(上浮范围的上限为150BP,但是每个公司可以选择不同的上浮幅度)。

在讲述这个问题的时候,我们将力争用下面这些更加简单形象的例子来讲述这个部分。

表 1、旧准则下的新保单评估方法对利润表的影响

保费收入：10000	假如卖出一张保单价格为 10000
费用：1000	为卖出这张保单产生的费用
赔付：0	刚卖出保单没有赔付
责任准备金提转差：10000	起初准备金为 0，假设这张保单的定价利率与评估利率均为 2.5%，因此责任准备金的提取的等于新单的保费收入。（不考虑定价费用）
利润：-1000	因此在旧的准则下，保单通常第一年均发生亏损。

资料来源：华泰联合证券

表 2、旧准则下的新保单评估方法对利润表的影响——首日利得

保费收入：10000	假如卖出一张保单价格为 10000
费用：1000	为卖出这张保单产生的费用
赔付：0	刚卖出保单没有赔付
责任准备金提转差：7000	起初准备金为 0，假设这张保单按照新的准则要求，其采用的评估利率为 4%（不考虑定价费用）
边际：2000	$2000 = 10000 - 1000 - 7000$
利润：0	符合准则第一条，在新准则下，保险公司在刚卖出保单的时候，不能够确认收益的，也就是不能确认首日利得。

资料来源：华泰联合证券

表 3、旧准则下的新保单评估方法对利润表的影响——首日亏损

保费收入：10000	假如卖出一张保单价格为 10000
费用：1000	为卖出这张保单产生的费用
赔付：0	刚卖出保单没有赔付
责任准备金提转差：10000	起初准备金为 0，假设这张保单按照新的准则要求，其采用的评估利率为 2%（不考虑定价费用）
边际：0	收费收入 < 费用 + 准备金
利润：-1000	符合准则第一条，在新准则下，保险公司在刚卖出保单的时候，必须确认首日亏损。

资料来源：华泰联合证券

在新准则中依然规定，保单获取成本不能递延，但是实际上新准则的更改使保险公司的费用实现了真正的递延。按照新的准则，对于保险公司的责任准备金将由两块构成合理估计负债+边际，而对于公司未来的合理估计负债按照如下的方式进行计算：

$$\begin{aligned}
 \text{合理估计负债} &= \text{预期未来保证利益支出的现值} \\
 &+ \text{预期未来预期非保证利益支出的现值} \\
 &+ \text{预期未来费用支出的现值} \\
 &- \text{预期未来保险费和/或其他收费的现值}
 \end{aligned}$$

而在上述现值的计算中，保险公司都将采用较为最优估计下的评估利率。简单来讲就是现在所用的折现率要比以前所用的折现率要高，也就是合理估计负债的提取额将会减少。对此我们再举一个通俗的例子：

表 4、新、旧准则账务实例：

旧准则：		新准则：	
保费收入：	100	保费收入：	100
费用：	20	费用：	20
准备金：	90	准备金：	70
利润：	-10	边际：	10
		利润：	0

资料来源：华泰联合证券

从上面的表中，我们可以看到，按照旧的会计准则，保险公司当期全部确认费用产生 10 元亏损，而在新准则下，由于提取的准备金少了，再加入费用的考虑因素后，保险公司的当期实际是产生了 10 元的首日利得（一卖保单，相当于创造了 10 元的利润），而在新准则中，将不允许有首日利得的出现，因此保险公司的将这个首日利得作为边际放在负债项下。而在首日，保险公司并没有利润。而随时时间的推移，存放在账上的边际，将会释放出来作为利润。因此从实际的效果来谈，保险公司实现了对于费用的递延。当然，如果费用+新准则下的准备金>保费收入则视为发生首日亏损，而首日亏损将在当期确认，不能达到逐期摊销的目的。

新旧准则转换对于财务报表的影响

在讲述新保单的账务处理之后，接下来，进入我们关心的另外一个重点，这次的会计准则对于历史财务报表如何影响？

高利率保单对于净资产的“全额”缩减作用

以中国平安为例，对于高利率保单而言，历史上的平均负债成本为 6.1%左右，也就是其平均的评估利率为 6.1%。而此次会计准则的调整中，对于传统型保单，都将采用以基准利率（750 移动平均的国债到期收益率）的基础上加以一定的溢价（可能的上限为 150BP），目前我们了解，公司可能采用的收益率曲线的时间段为 30 年期以内的收益率（目前 30 年期国债的即期收益率大约为 4.5%左右）。也就是说，如果一张保单未来的期限还有 30 年及 30 年以上，那公司将采用（4.5%+溢价）作为评估利率对负债进行评估，原则上的上限为 6%。我们预计在今年年底的评估中，中国平安给予的溢价可能为 100BP 左右，中国太保与中国人寿的溢价可能为 50BP 左右。

在这里还有一点值得特别说明的是，在原来的评估方法中，无论保单还有多长时间到期，大家所采用的评估利率一致。而在新的会计准则中，每张保单的评估利率均不相同，均视其剩余到期的时间而确定。

对于平安而言，如果公司给予的溢价为 100BP，公司能够采用的最高的评估利率为 5.5%（假设保单年限为 30 年及以上）。我们就以一张 30 年的趸交保单为例，假设其定价利率为 8%。

表 5、高利率保单在新准则下的影响

定价利率:	8%						
年份:	0	1	2		28	29	30
	10,000	10,800	11,664		86,271	93,173	100,627
评估利率 1:	6.10%						
责任准备金	17,031	18,070	19,173		89,389	94,841	100,627
评估利率 2:	5.50%						
责任准备金	20,190	21,301	22,472		90,408	95,381	100,627

资料来源：华泰联合证券

在上表中，其表述的具体含义如下。

在 0 时刻，保险公司以 10,000 元卖出一张定价利率为 8% 的保单，因为保单一旦卖出，保险公司也就注定了会在 30 年之后返还给客户 100,627 元。如果我们采用 6.1% 的评估利率进行评估，保险公司将在卖出保单的这个时刻提取责任准备金 17,031 元（也就类似于目前高利率保单的原理，卖出 10000，却要提取 17031 的负债）。如果由于新准则的调整，评估利率调整为 5.5%，公司所需计提的责任准备金为 20,190，增加了 3,159 元，也就是负债增加 3,159 元，公司的净资产将减少 3,159 元。**在这里有一点需要值得注意，由于评估利率的变化所产生的负债的增加都全额体现在了净资产当中。**

99 年 6 月以后保单对于净资产的“部分”提升作用

而对于 1999 年 6 月之后的保单，原来公司均采用 2.5% 的评估利率，而此次都将采用与高利率保单一样的评估利率。

表 6、99 年 6 月以后保单在新准则下的影响

定价利率:	2.50%						
年份:	0	1	2		28	29	30
	10,000	10,250	10,506		19,965	20,464	20,976
评估利率 1:	2.50%						
责任准备金	10,000	10,250	10,506		19,965	20,464	20,976

评估利率 2:	5.50%										
责任准备金	4,209	4,440	4,684		18,846	19,882	20,976				

资料来源：华泰联合证券

从上表中，我们可以看到表面上公司的负债减少了 5,791，然而由于首日利得不得确认的原则存在，如果这笔减少的负债是在一卖保单的时刻发生，则公司应该提取的负债仍为 10,000，其中责任准备金 4,209 元，边际 5,791，其并不提升公司的净资产，只是随着时间的推移，公司逐渐实现边际的过程。假如我们以时间单位来分摊这 5,791，（假设不考虑时间价值，实际应该考虑）。则每年摊销的部分为 193.05 元。也就是说，如果这张新保单是在评估时刻前 2 年卖出去的，则按照旧准则，公司提取的负债为 10,506 元。如果调整为新准则，公司的需要提取的负债为 $(4,684 + 5,791 - 193.05 \times 2 = 10,090)$ ，其相对于旧准则，其减少的负债为 417 元。因此，其对于净资产的提升则为 417 元。

因此，对于一张 1999 年 6 月份之后的新的传统险保单而言，其对于净资产的提升作用仅限于已经经过部分风险所对应的边际的值，并不是全部的减少值。简单而言，同样负债金额的高利率保单和 1999 年之后的新保单，当期评估利率调整相同的幅度的时候，（例如高利率保单评估利率减少 100BP，新保单的评估利率增加 100BP）高利率保单带来的净资产的减少远高于新保单的带来的对净资产的增加额。

分红保险的财务介绍

旧准则下的分红险账务处理原则：

对利润表的影响

在旧准则下，分红险的负债处理基本上我们可以分为两块，第一块是按照法定的原则计提的准备金，即考虑没有投资利得情况下的未来的现金流的净流出。第二部分就是公司取得的投资收益超过了每年分配给保户的部分，原则上剩下的这笔钱中属于保户的部分应该提取为责任准备金，也有公司将可以属于自己的浮盈部分也存放于分红特储之中。

而在新准则之下，公司进行评估的时候，会将新的保单未来的现金流都给予预测，也将利润也会给予分配。下面我们也将用一个简单的事例来给予表示：

保单简要条款如下：保户年初交给保险公司 10000 元，规定每年进行分红，分红标准为 2.5% 保底，超过 2.5% 的部分再分得其中的 70%，10 年以后返还本金。公司为了卖出这张保单总归花费的成本为 300 元。在新准则下，公司进行评估时的假设的评估利率为 5%，也即未来的投资收益率考虑 5%。

表 7、分红险新准则的责任准备金计算事例

投资收益率:		5.00%	保底利率:	2.50%	实际回报率:	4.25%					
年份:	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
保单价格:	10,000	未来负债、	425	425	425	425	425	425	425	425	10,425
评估利率:	5.00%										

负债合计:	9,421	未来负债现值	405	385	367	350	333	317	302	288	274	6,400
-------	-------	--------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-------

资料来源：华泰联合证券

从会计上的处理而言，新老准则对于这一张保单而言，其帐户处理也将不一致，具体差异见下：

表 8、新、旧准则关于分红险的账务处理：

旧准则：		新准则：	
保费收入：	10000	保费收入：	10000
费用：	300	费用：	300
准备金：	10000	准备金：	9421
利润：	-300	边际：	279
		利润：	0

资料来源：华泰联合证券

从上表可以看出，实际上对于分红险而言，也是由于实质上费用的递延，导致公司在卖出保单的时刻并不产生亏损。公司未来的利润将由边际的摊销获得。因此，只要这张保单不是在 12 月 31 日卖出，那么这张保单在当年都将会对公司的利润产生正面的积极作用。

新老准则转变对于净资产的影响

在利润表中，分红险保单的利润得到了提前的确认，然而对于历史的分红险的负债的转换，我们认为其结果可能各异。

假如一家公司按照法定责任准备金的计算方法，公司目前在账上的责任准备金为 100 亿，分红特储为 50 亿，如果这提取的 50 亿应该全部归属于保户，那么按照新准则的准备金计算方法计算，公司将在计算中假设未来给予客户的支出的现值增加 50 亿，这样的话，公司的责任准备金总和并不发生任何变化。

即：新准则下的最优负债+边际=旧准则的责任准备金+分红特储

如果公司现在账上的 50 亿包含理论上应该属于公司的部分，则在目前的情况下，可能出现一定的差异。、据我们了解，有公司直接进行了准备金的减少，成为净资产的直接增加（增加额较大），也有公司仍将其计提在负债项下，其并不增加净资产。

这里有一点值得我们注意，据我们了解，在新准则有明确的规定，是不得设立以平滑公司股东利润为目的的准备金，公司仍可以设立平滑给保户的准备金，可能其称谓将发生变化，在未来的准备金中，这一块目前较为通行的称谓为未分配盈余。

从新准则变更的角度而言，无论对于净资产还是对于利润表，分红险都将产生积极的作用，虽然其可能不及传统的影响大。

对于万能险而言，由于其绝大部分保费将被分拆作为保费存款处理，其将并不预测未来的现金流，换言之，其对于利润表的影响就来源于每年收取的管理费用，根据准则

此次对于净资产的变动并不大，但有可能公司将在此次确认历史上的平滑责任准备金，一旦做此确认，公司的净资产将得到提升，否则，公司的净资产将并不发生变化，因此，在这篇报告中，我们将不再给予详述。这里有一点需要提及的是，在未来的准则中，公司对于利润的调节能力可能将减弱，因为按照新的准则，原则上并不允许提取平滑责任准备金。

二、 新会计准则的意义

从我们的观点看来，此次新会计准则的实施是中国保险历史上一次划时代的事件，这次新会计准则不仅从观念上实现了与国际会计准则的接轨，也一次性的改变了中国保险历史上一些不合理的现象，特别是财务报表方面。

例如：

改变了财险业，只要保费收入快速增长，承保利润几乎总为负的现实，即便公司拥有最优良的经营管理。此次准则的改变，有利于吸引更多的资金投资于保险业，即便是公司股东不能立即将利润拿走，但至少公司看到了投入的回报，在我们准备这篇报告的同时也听闻有国内一家中、外合资的保险公司的外资股东决定从中国市场撤离，原因就是多年看不到投入的回报。

新准则一次性理清了历史上高利率保单对于财务报表的影响，还高利率保单一个真实的面目，财务报表的真实性更高。

大大提高了公司财务报表的可比性，不仅其计算方法以及假设较为一致，同时敏感性测试结果的披露，给大家更多的信息，便于更全面的了解公司。

相对于以前的财务报表，新准则的财务报表原理上也更加简单，有利于大家对于保险业的理解。

有利于规范行业的竞争，市场将更容易理解公司的经营结果，市场对于公司的监督作用将会显现，舆论对于公司的影响也将显现。

新准则为未来实行定价利率市场化打下坚实的基础，新准则从更加科学的角度来衡量公司的利润也在一定程度上规范了公司在市场利率环境下的经营。

总体而言，此次新的会计准则较好的实现了和国际会计准则的接轨，甚至国际社会还没有实行的一些构想在中国市场已经开始了试点。同时新的会计准则也还了中国保险业一个真实的面目，纠正了历史上一些不匹配的财务处理原则，我相信此次新准则的实施必将更加规范未来保险业的发展。

三、 新准则公布后如何对保险股进行估值

在第一部分，我们使用相当的篇幅对此次新会计准则所涉及的对于公司财务报表的影响进行了讲述。接下来的部分，我们将从如何对保险公司进行估值，以及如何利用此次新准则下的财务报表来对三家公司进行投资的选择。

新准则公布之后如何对保险公司进行估值

P/E 估值是否合理？

随着新会计准则的公布，困扰了中国保险业多年的一个扭曲公司业绩的因素：当期费用不得递延的问题得以解决，使公司的利润在一定程度上更加能够真实反映公司当年的业绩。特别是在财险公司的财务报表上，公司业绩的提升最为明显，其最终改变后的结果也与港股中公布的结果相当。也彻底的解决了，中国保险业目前存在的只要保费高速增长，财务报表就极有可能亏损的现状。对于中国保险最大的意义在于，其鼓励了保险公司在未来发展，有利于吸引更多的资金流入保险实体。

因此，在这样的情况下，是否应该可以采用新准则下的利润表对保险公司的业绩进行估值呢？而且，目前的美国就在采用 P/E 的方式进行估值。

对此，我们的答案依然是否定的。

为什么在目前的情况下，我们仍然不推荐适用 P/E 的模式对保险公司进行估值呢？这主要是因为从目前的情况下，困扰保险股采用 P/E 估值的主要因素依然存在：**保险公司当期的 EPS 并不反映公司当期实际经营结果。**

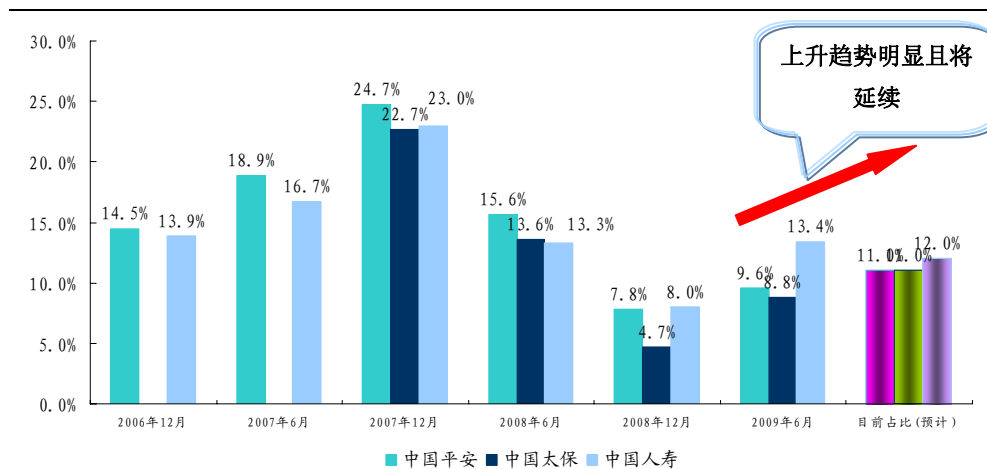
造成保险公司当期的 EPS 并不反映公司当期实际经营结果的最核心原因就是，中国的保险企业，目前有太多的钱投入到了权益类市场中，而这些权益类资产，其中绝大部分都划分为可供出售金融资产。

表 9、上市公司权益类可供出售金融资产占比： (单位：百万)

	2009 年 6 月 30 日		2008 年 12 月 31 日	
	权益类可供出售 金融资产金额	占权益类 投资占比	权益类可供出售 金融资产金额	对权益类 投资占比
中国平安	47,406	96.1%	31,692	87.1%
中国人寿	136,952	97.9%	68,414	91.5%
中国太保	28,483	98.9%	12,226	91.9%

资料来源：华泰联合证券

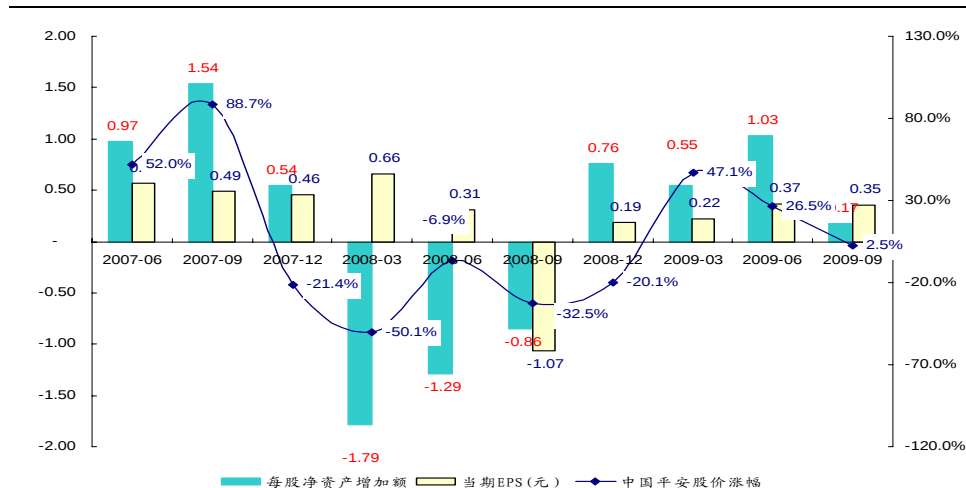
图 3、上市公司投资权益类资产相对于投资资产占比



资料来源：公司数据、华泰联合证券

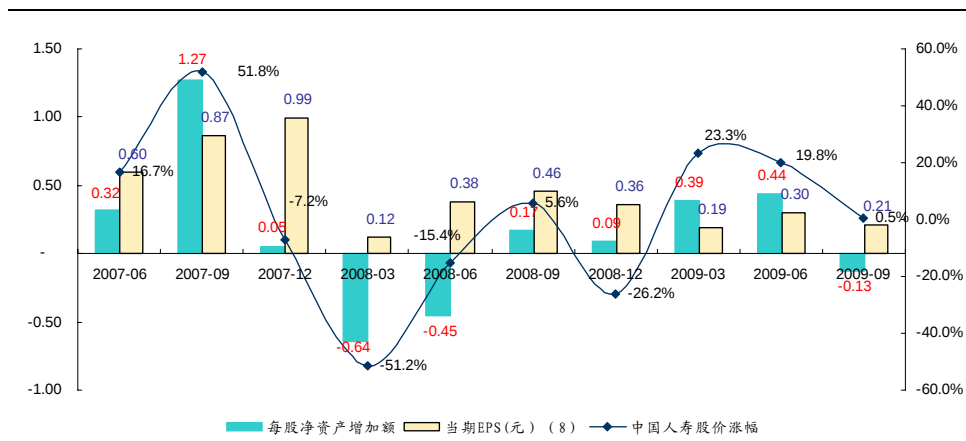
从上述各表中，我们可以看出，目前的几家公司其权益类资产的占比大约都在 10% 左右，其中绝大部分资产都归类在可供出售金融资产项下。正是由于这样较高的权益类资产的占比才导致目前上市公司的净资产顺着大盘做出剧烈的波动。而这些净资产的减少在初期都是通过对资本公积金的减少而产生，只有通过后期对这些浮亏进行减值计提或者是变卖才能确认这笔亏损进入利润表，而这项指标的反映往往非常滞后。

图 4、中国平安单季净利润、净资产与股价表现关系图



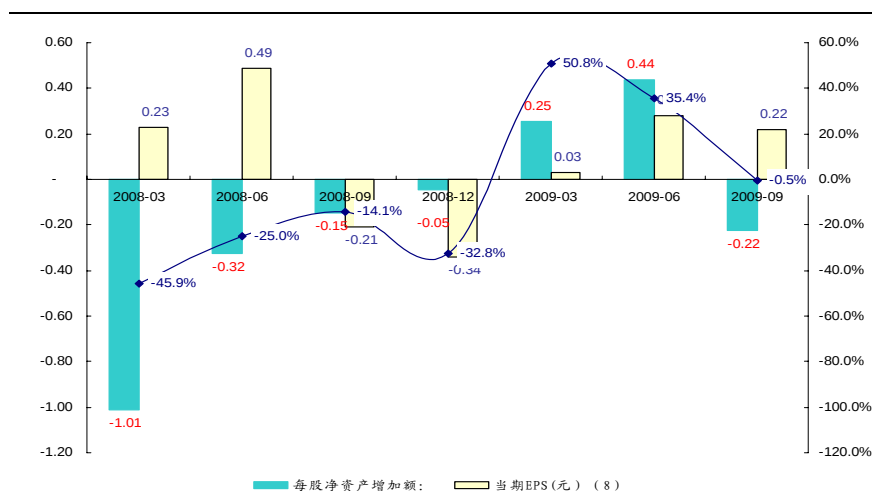
资料来源：公司数据、华泰联合证券

图 5、中国人寿单季净利润、净资产与股价表现关系图



资料来源：公司数据、华泰联合证券

图 6、中国太保单季净利润、净资产与股价表现关系图



资料来源：

公司数据、华泰联合证券

从上面的图中，我们可以清晰的看到，在很多时候，特别是在拐点产生的时候，保险股公司的 EPS 的反映总是滞后的，甚至很多时候和净资产是一个完全背离的表现，而且 EPS 的表现和股价之间的表现也经常表现出背离的状况。虽然新准则对保险公司的财务报表在一定程度上修正了利润与保费增速之间的矛盾，但是新准则并不改变可供出售金融资产对于利润的调节左右，因此，我们并不推荐采用 P/E 的方式对保险公司进行估值。

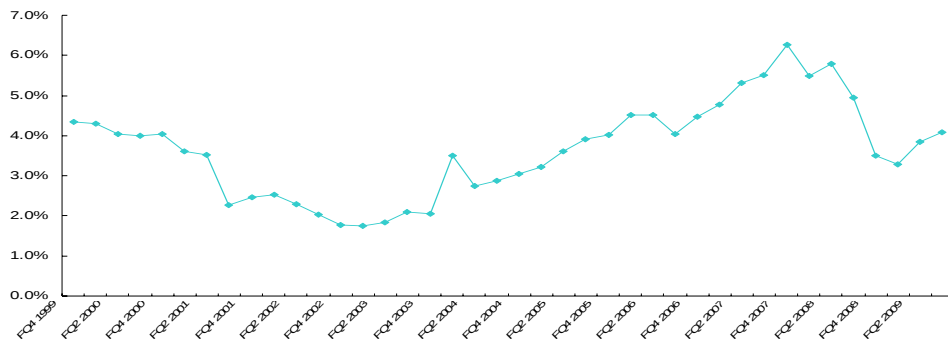
为什么美国可以用 P/E 对保险公司进行估值？

在全球的发达市场中，美国与英国的保险业发展也相对成熟。但是这两个经营主体之间对于估值也采用着不同的方式。在美国很多时候仍然采用 P/E 的方式对其进行估值。

我个人认为，之所以美国可以采用 P/E 的方式对其进行估值，很大程度上是因为公司利润受到权益类市场这样剧烈波动的因素较小，换句话说，美国的保险公司

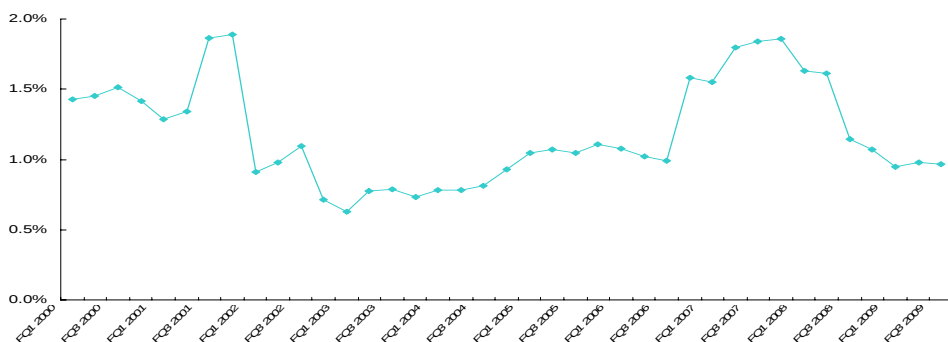
的 Beta 值更低。对此，我们选取了具有代表性的 AIG 和 METLIFE。

图 7 AIG 权益类资产占比



资料来源：公司数据、华泰联合研究所

图 8 METLIFE 权益类资产占比



资料来源：公司数据、华泰联合研究所

其实相对熟悉欧美保险体系的都应该清楚，在美国，由于 401K 法案的实施，大多数养老型帐户都作为单独的帐户管理模式（并不是只有保险公司能够经营），其并不在保险公司的资产当中。因此，美国保险公司的资产与中国保险公司的资产性质较为类似，然而，我们可以看到 AIG 的权益类资产占比几乎没有超过 6%，而 METLIFE 则几乎没有超过 2%。而我国的三家保险公司其权益类资产的比重几乎没有低于过 6%。在这种情况下，公司的利润受权益类市场的影响美国企业与中国企业比起来就要小的多了。

资料来源：公司数据、华泰联合研究所

因此通过实质性的比较，我们发现中国保险企业的投资权益类资产的比重实质上是非常高的。而这种较高的现实，个人认为，在我们可以预见的时间段内，保险公司的都将不会更改。而且趋势性的投资也将更为明显。

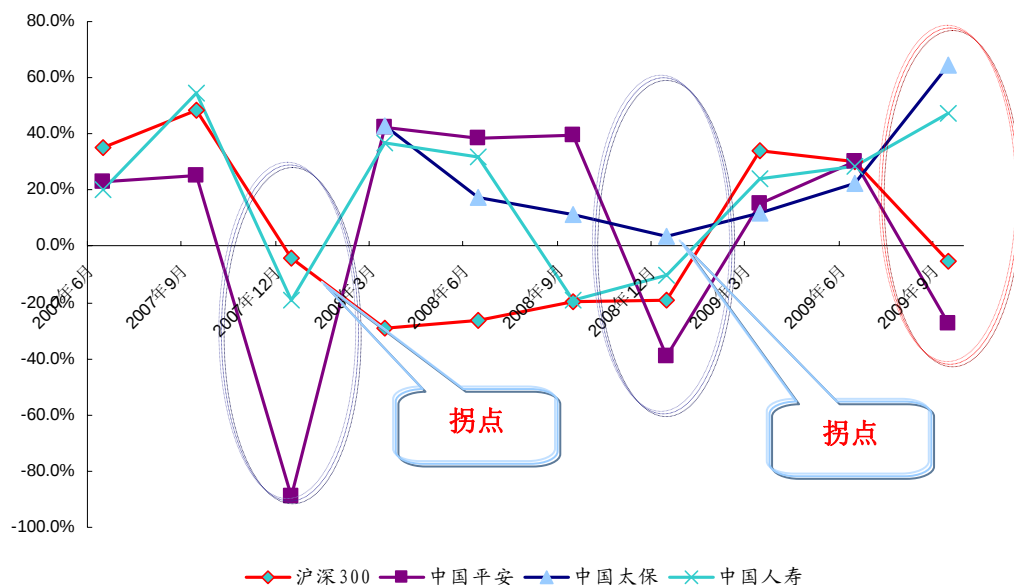
对于上面定性的分析，也许您还不是很清楚中国保险企业的 Beta 系数到底有多高。接下来我们通过一组数据的对比也许能给您更为形象的概念。

而 2009 年三季报已经对保险企业高 Beta 的特质作出了完美的诠释，在今年的第

三季度，整个沪深 300 指数只下跌了 5%，而我们看到三家公司的净资产的变化状况为：中国平安净资产增长 1.4%，中国人寿缩水 2.4%，中国太保缩水 3.3%。在上述对比中，我们发现，在大盘只下跌了 5% 的情况下，保险公司的盈利状况就出现了一定的波动，因此我们可以看出，这个阶段，10% 左右的权益类资产占比对于保险公司的财务报表的影响可谓巨大。

在这个过程中，我们也将保险公司这种较高的权益类资产所带来的对于净资产的影响与指数的变动进行了相对的比较。在这个比较中，我们通过将净资产/沪深 300 作为弹性系数，来检验各家保险公司在沪深 300 指数变动时，净资产变动的情况。

图 9 净资产/沪深 300 弹性系数比率图



资料来源：公司数据、华泰联合研究所

（注：图中百分比值为弹性系数，例如：80%则意味着沪深 300 上涨或者下跌 1% 时，公司的净资产将上涨或下跌 0.8%。）

上面是实例一再的证明，中国目前的保险企业并不适合采用 P/E 的方式进行估值，如果有一天，中国的保险企业不再投资如此多的资金在高风险的权益类市场，并且减少在可供出售金融资产内的权益类资产的占比，那么我们也会推荐采用 P/E 的方式对保险公司进行评估，不过就我个人的判断，这种状况的改变在未来数年内几乎都是不可能的。

P/EV 与新业务价值倍数如何看待？

不可否认，在目前看来，P/EV 和新业务价值倍数的估值方式还是得到了大多数人的认可，我们也在一直推荐采用这样的方法对保险公司进行估值上的评估，在上一轮市场对于保险股的评定中，特别是当市场进入了相对悲观的时期，这样的评估方法也遭受到了不小的反对。就其原因，我们主要归结为以下几点：

(1)、三家保险公司中，有的有高利率保单，有的没有，而对于高利率保单的处理方式值得商榷，公司历史上的真实比较究竟应该怎么去做？

由于中国人寿在上市之初将高利率保单进行了剥离，因此，其账上并没有这笔损失，而对于中国太保与中国平安而言，其账上都还存在着高利率保单。而历史上，对于高利率保单的争论就一直没有停息过，在公司内含价值的计算中，也明确提及了 99 年之前的高利率保单未负的状况。只不过唯一的问题就是，对于这笔高利率保单，这样的计算模式是否合理，主要在于对于未来要支出的负债适用了较高的折现率（11%-12%）

(2)、对于一些重要的估值假设，三家公司间的差异较大，造成可比性降低。

针对这个问题，我想欧洲正在发生的故事可能将给予这个问题很好的诠释。长久以来，资本市场对保险公司价值的评估都感到困惑，这主要是因为对于寿险公司价值的评估具有较大的不确定性。在欧洲也在发生这样的故事，在以前，各个保险公司公布的财务报表的结果经常和大家的预计相反，而且公司的保单所创造的价值并不能在当期得到完整的体现，正是为了能够满足广大投资者对于保险公司业绩衡量的考虑，2004 年的 5 月，在欧洲 20 家主要保险公司 CFO 论坛上形成决议并颁布欧洲内含价值计算标准，要求各保险公司按照规定公布其每年内含价值的计算方法和关键假设，以及新业务的利润率。其简称为欧洲内含价值准则（EEV Basis）。

从 2005 年年底的年报开始，这些参会的保险公司开始使用此方法编制报表，从那以后，欧洲保险公司开始重视此规定，并且由此衍生出了基于内含价值变动为基础的每股利润衡量方式，此方式在欧洲得到了很多大的保险公司的广泛支持，欧洲的广大投资者也开始使用此方法对保险公司进行估值。我们把这种方法称之为**以内含价值为基础的每股利润法**。（关于此方法的详细说明，我们已在以往的报告给予了说明，在这里将不再详述）。

但是这个方法在逐渐使用的过程当中也发生了一系列的问题，主要由于各家公司对于同一假设的选取差异太大，而投资者在对保险公司的进行相互间比较的时候又无法调为一致。为了解决这个问题，欧洲在去年又提出了一个新的计算方法 MCEV(Market-Consistent Embedded Value)，此方法的一个重要目的就是要将各家公司之间的经济假设调为一致，以便于公司间的比较，我们目前的内含价值也正是面临着这个问题，由于大家在投资收益率、利润的分配以及费用率等上的差异，导致我们不能准确在公司间作出比较。

然而对于内含价值这个方法的本身而言，我还是较为推崇，但是对于公司间的相互比较，我仍然认为其存在这一定的缺陷，换句话说，中国保险公司的内含价值的计算由于历史会计准则对于新、老保单账务处理不一致的原因，导致目前上市公司的内含价值在一定程度上并不是真正的可比。

(3)、新会计准则后，原理上的改变和方法上的背离。

对于这个问题，我们将不在这里详细描述（后面我们将推出专题报告谈此问题）。此次，对于内含价值是否发生变化，我想要下面的表来表示最终的一个逻辑关系。

表 10、新准则下，内含价值的变化原理：

	实质：	计算方法及假设是否改变？		
前提条件：	原理上理解	如果内含价值仍然按照偿付能力准则报表计算	如果内含价值按照新财务报表计算，但是偿付能力成本按照老的准则计算	全部按照原有方法计算（包括税收）
产生影响的因素：	保单的利润体现时间点提前，公司的企业价值实际获得增加	保单的利润点，在计算中并没有提前，同时税收点提前了，造成新保单的有效业务价值下降	保单的利润点，提前实现，税收利润点也提前实现，保单的有效业务价值上升。	保持不变。
内含价值的变化	真实企业内含价值应该获得增加	整个公司的内含价值可能出现下降	整个公司的内含价值出现上升	保持不变
一年期新业务价值的影响	一年期新业务价值增加	一年期新业务价值减少	一年期新业务价值增加	保持不变
可能存在的操作困难		税收必然按照新准则下的利润表预测，这个原理不符	造成利润表、税收和偿付能力的要求不一致	无

资料来源：华泰联合研究所

从原理的理解讲，我个人认为企业的价值将能够得到提升，但从数字上来讲，最终的内含价值报告上关于同一张保单的价值是否会发生变化，将视最终的计算方法是否改变而确定。而根据我们所了解的信息来看，**在今年年底，各家公司可能仍将完全按照老的会计准则对内含价值进行计算，也就是说依靠老准则下的净资产为基础进行计算。但是各家公司可能会做出在新税收条件下，也有公司可能披露出新准则下的有效业务价值的敏感性测试的结果。**

这样的结果必然是和现在实际所采用实际会计准则发生差异。对此，我们的判断是，如果未来公司不按照新的会计准则对公司的内含价值进行计算的话，随着越来越多的人了解到问题的实质，其吸引力将出现下降。在新准则公布之后，我建议，大家仍可以将其作为我们投资决策的重要参考之一，但是将不再是唯一决定性因素。

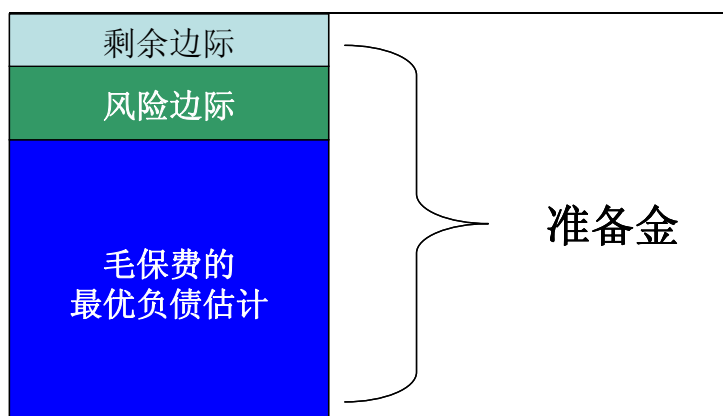
净资产+边际及其衍生

新准则的采用，我们认为其最大的作用就是给我们一个机会可以大体上对保险公司历史上的状况进行相互间的比较。

首先我们再详细了解一下边际的概念：

简单来讲，边际就是保单在未来的利润的现值。

图 10 准备金的最新构成



资料来源：华泰联合研究所

风险边际：相当于公司为了确保负债的充足性再额外计提的负债

毛保费的最优负债估计：相对于公司对于未来支出的现金流的现值

剩余边际：相当于公司的未来利润的现值

净资产+边际将成为对历史比较的最佳选择

从历史的这个角度来讲，对于国内的三家上市公司，我们一直无法从一个相对同等的角度来对保险公司进行估值，虽然各家公司的都有公布其内含价值的结果，但是其假设也有着较大的差异。换句话说，就没有一个机会能对保险公司的历史价值能在一个时点做一个评判。

P/E：保险公司的 EPS 很大程度并不是公司当期实际经营结果的反映，且偶然性大，不足以作为公司历史价值的同一评判指标：

净资产：由于历史上高利率保单的存在，首先各家公司的存量不同，同时各家公司对于高利率保单的账务处理存在着较大的差异。此外，各家公司对于分红以及万能的账务处理也存在着较大的差异。

内含价值：从原理上来讲，内含价值是在公司依靠自身信息对未来的经营结果预期的体现，真实反映公司未来的价值。从这个角度上来讲，其结论是正确的，然后从相互之间比较的角度来讲，其差异较大。

表 11、 三家公司内含价值计算较为明显的差异假设

	太保	中国平安	人寿
风险贴现率：	12%（今年年底可能调整成为 11.5%）	11.5%	11%
投资收益率：	从 2009 年的 4.65% 逐年递增到 2014 年的 5.2%，以后保持不变	从 2009 年的 4.25% 逐年递增到 2013 年的 5.5%，以后保持不变	从 2009 年的 4.25% 逐年递增到 2013 年的 5.5%，以后保持不变

资料来源：华泰联合研究所

其实三家公司在内含价值计算中的影响因素，远不止评估利率和投资收益率这两个因素，还包括对于死亡率、费用率的假设，以及历史上高利率保单对于公司价值的影响。(主要由于历史负债没有提取充分，导致在未来的亏损)。

此次，按照新的会计准则的要求，保险公司将在今年的年报中，公司将公布净资产与边际的具体数值，同时还将公布一系列假设对于利润表、负债和净资产的敏感性测试的结果。我们认为这将是一个很好的机会，让我们将三家保险公司历史上的价值一次性看清楚。我们认为净资产+边际能作为历史估值比较的重要原因如下：

公司在计算净资产的过程中，其对于各个险种的计算方法大体相当，因此，从方法论的角度来讲，目前的保险公司净资产可比性大大提升，主要是解决了高利率保单的问题，其将不再采用不同的会计准则

今年年报将公布关键性假设对于利润表、负债和净资产的敏感性测试，即便公司的评估假设有些不同，但是通过调整，我们至少可以对部分差异进行还原。

例如我们最为关注的对于传统保单的评估利率的部分，中债网已经公布了保险公司准备金计量基准收益率曲线明细数据，和我们前期预计的 15 年期有所不同，此次提供的数据最长到了 30 年期，也就是公司将能采用更高的评估利率。我们预计中国平安、中国人寿和中国太保所采用的评估利率可能在基准利率的基础上再分别加上 100BP、50BP 和 50BP 的溢价，但是可能中国人寿还将多计提一部分不利偏差，也就是我们前面所提到的风险边际，我们预计此项比例大约为 20BP。因此我们可以根据公司所提供的敏感性测试的结果进行一个简单的调整，至少可以将公司的各项评估指标调整成为一个大体相当的数据，个人认为这样的数据，其可比性将大大提升。(关于公司间的估值分析，请参见此报告的第三部分，投资的选择)

3、历史的高利率保单问题得到一次性解决，给了我们一个更好的机会来进行历史上的比较，在此次新准则中，将不再对新、老保单采用不同的会计准则，这样的处理更加符合保险的实质，给予我们一个更清晰的视野。

可能面临的问题：

在此次新会计准则所公布的数据中，有可能公司将并不公布关于边际的敏感性测试的结果，对于公司已发生保单在未来的收益这一块可能我们将不能很精确的进行评估，这个因素可能在一定程度上会影响我们估值的客观性，但是相比起内含价值计算中，各家公司的差异性而言，个人认为这个差异将小很多。

综合考虑，我们认为，在今年年底我们可以利用新准则下的资产负债表对于公司历史上的财务状况进行一个相互间明确的比较，建议可以采用：

估值 ÷ (净资产+边际) 的方式进行。

净资产与边际可以衍生的估值方法猜想

上面的部分，我们介绍了可以利用 $P/(边际+净资产)$ 的模式对保险公司的历史财务状况进行估值的比对。这里也许您会质疑，对于一个公司的估值，我们不能只看静态的，更重要的是，我们也需要关注公司在未来的发展，特别是公司增速。在这里，我建议可以采用一个新的模式对保险公司的整个估值体系做一个明确的细分。具体如下：

估值方法一：

$(\text{当年边际的增加额} + \text{净资产的增加额}) \times \text{倍数}$

估值方法二：

$\text{当年边际的增加额} \times \text{倍数 1} + \text{当年净资产的增加额} \times \text{倍数 2}$

在方法一中，公司的价值当年的增加量边际与净资产都给予了同一倍数。

优点：较为真实的反映了公司当期所创造的价值，同时解决了边际和净资产之间转换的问题。

缺点：由于目前中国保险企业投资了较高的比重在权益类市场，因此这个结果的受当期的资本市场的表现影响大。

在方法二中，我们对于边际的增加额与净资产的增加额给予了不同的倍数

当年边际的增加额：用来衡量保费收入对公司创造的未来价值的现值，主要增加的原因来自于保费收入的增加，只要保费收入增长边际就能增长，这个指标很好的体现了当年所收取的保费为公司所创造的价值。同时，边际每年在摊销的过程中，边际逐渐转化为利润增加公司的净资产。因此，如果公司能够公布每年边际的变化状况，例如像目前的权益类资产变动表一样，那么此项指标的指导意义将更大。

净资产的增加额：一是当期的边际的摊销额，其次来自于当期实际经营结果与预期之间的差异。因此，此项指标的变动较大，容易受到投资市场的影响。

优点：此方法，很好的分开了边际和净资产所代表的不同的经济意义，既衡量了保险公司的保费收入所创造的价值，同时也很好的衡量了公司当期实际经营结果与预期之间的差异。

难点：1、对于倍数 1 与倍数 2 如何确定有一定难度，建议可以采用确定 P/E 倍数的模式，通过对未来增速的考虑来确定，对于这一点，我们可以参考保险公司在 2008 年以及 2009 年的增速的状况。2、如果公司不公布边际的变动表也将是数据的准确性受到一定程度的影响。

不可否认，这些新的估值方法是否能得到市场的认可以及多长时间才能得到市场的认可存在一定的疑问，但是我想市场总归是在进步，这次有了这样好的机会让我们看清楚历史，我们为什么不采用呢？

综上所述：我们认为，此次会计准则最大的贡献就是在于给予了我们很好的机会能够在几近同一标准下对上市保险公司的历史财务状况做一个公正的评价，我们判断，新会计准则的年报公布后，市场对于历史财务比较的讨论也将逐渐展开，甚至可能出现颠覆传统估值概念的思潮产生。

四、 新会计准则下，投资的选择

从我们的判断看来，此次新会计准则最大的贡献就是给予我们一个最好的机会，对保险公司的历史财务报表做一个相互的比较。从这个相互的比较中，我们更看好，刚刚融完资，绝对估值非常低的中国太保的表现。

虽然我们对公司进行估值的时候，更应该考虑的是未来的增长性。但是，我个人认为

在我们对未来考虑之前，也同样应该对历史上的财务状况有一个更加清晰的了解。

根据我们的预测，我们预计在今年年底三家上市公司的业绩大致变动情况如下：

表 12、 三家公司 2009 年 EPS 新旧准则预测结果

	旧会计准则预计	新会计准则预计	提升比例
中国平安	1.32	1.86	40.9%
中国人寿	0.81	1.18	45.7%
中国太保*	0.62	0.95	53.2%

注：中国太保新、老准则下的结果均采用 2009 年股本的加权平均结果，并未全面摊薄，如果全面摊薄 2009 年年底 EPS 为 0.87 元。

资料来源：华泰联合证券

表 13、 三家公司 2009 年年底净资产预测结果

	旧会计准则 2009 年 3 季报结果	新会计准则预计	提升比例
中国平安	12.32	11.65	-5.4%
中国人寿	5.24	7.60	45.0%
中国太保*	6.50	8.80	10.7%

注：中国太保新、老准则下的结果均采用 2009 年的股本 84.83 亿股，提升比例为考虑扣除掉 2009 年 12 月份的再融资之后的结果

资料来源：华泰联合证券

表 14、 三家公司估值结果基于 2009 年新准则假设

	股价：	新会计准则预计净 资产	新会计准则预计 EPS	P/B	P/E
中国平安	48.24	11.65	1.86	4.14	25.94
中国人寿	27.60	7.60	1.18	3.63	23.39
中国太保	25.47	8.80	0.95	2.89	26.81

资料来源：华泰联合证券

在前面的部分，我们已经提及，中国平安可能此次评估利率在基准的基础上还额外附加了 100BP，此项指标可能比人寿和太保都要高出 50BP，对此，由于我们并没有中国平安的敏感性测试的结果，我们无法估计这部分对于财务报表和净资产有多大的影响，但是在今年的年报中，此项指标将被披露，至少对净资产的影响，我们将可以清晰的看到。在前面部分我们已经提及，在 2008 年年底的财报中大约没下调 10BP 的评估利率，净资产减少 30 亿，在 2009 年中报中，没调整 10BP，净资产减少 20 亿，假如，我们采用 2009 年中的结果，那么下调 50BP，公司的净资产下调 100 亿，考虑税收影响为 75 亿，折合每股 1 元，那么中国平安的净资产变为每股 10.65 元，P/B 水平变为 4.53 倍。

根据我们的判断，在此次年报公布之后，市场首先将对公司的估值进行一个历史的比对，在这个比对中，我们目前可以看到，中国平安、中国人寿和中国太保目前的 P/B 水平分别为 4.53 倍、3.63 倍和 2.89 倍，从目前的结果看来，中国太保的估值结果非常便宜，并且具有较大的优势，我们认可虽然不能只是单纯的用 P/B 来进行估值，但是中国太保目前只有 2.89 倍的 P/B 水平和中国人寿与中国平安具有较大的差距，在

高度同质化的中国保险业中，如此大的估值差异，这必将在未来被消除。因此，我们强烈看好中国太保在未来一段时间特别是在年报公布后的相对表现。

也许您会认为这是由于中国太保刚进行完融资的结果，对此，我们也做过测算，即便中国太保不进行融资，中国太保的 P/B 水平也仍然为 3.7 倍和人寿相当。对于金融企业而言，融资后的资金发挥效用的速度远超过了工矿企业，同时对于中国保险业而言，目前的高速发展在未来对于资本金的需求也是肯定的，在这一点上，我们认为中国平安在未来也有可能因为业务的发展进行再融资的要求。此外，我们也并不认为，中国太保的较低的 P/B 水平是完全由于其再融资所造成的，首先，中国太保历史上的高利率保单的持有量相对于中国平安而言，其持有量相相对平安少很多。

表 15、三家公司估值结果基于 2009 年新准则假设

	高利率保单负债：	平均负债成本	股本	每股含有高利率保单负债
中国平安	1,116.00	6.10%	84.83	13.16
中国太保	438.29	6.37%	73.45	5.97

资料来源：公司数据、华泰联合证券

其次，中国太保传统保单这今年传统保单的销售量并不少，而这部分保单对于净资产的提升是最为直接的。

表 16、三家公司传统保单占保费收入占比

	2008 年保费占比	2009 年保费占比(预计)
中国平安	11%	7%
中国人寿	22%	21%
中国太保	19%	20%

此外，根据我们的经验，在进行过再融资的金融企业，其股价在后期的表现也鲜有跑输其行业指数的。

从绝对估值的角度来讲，中国太保的 P/B 水平只有 2.89 倍，如果在考虑到为实现的收益，例如有效业务价值或者是边际，公司的估值水平还将得到巨大的降低。如此低水平的估值对公司的股价将产生非常强有力的支撑。基于 2010 年的估值预测，我们预计中国太保的 P/EV 水平为 1.87 倍，如果采用新准则下的 EV，其结果可能更低，这样的估值结果，其安全边际是非常高的。

综上所述，我们认为今年新准则的公布必将使大家采用新准则的信息对历史上的保险公司的财务状况做一个清晰的判断，同时也必然是经历一个先对历史状况反映充分再对未来发展给予预期的一个过程。从目前三家公司的 P/B 的估值比来看(中国平安、中国人寿和中国太保目前的 P/B 水平分别为 4.53 倍、3.63 倍和 2.89 倍)，特别是整个行业发展同质性较强的情况下，我们相信如此大的估值差距比较在未来要被拉近。同时，随时年报公布的来临，困扰保险股表现的最后一个因素也将消除，根据我们的预测，整个年报符合预期的可能性较大，唯一存在一定不确定性的就是中国平安的敏感性测试的结果。

随着对于高利率保单历史问题的彻底消除，整个市场对于保险股的价值评估将更加清晰，这将有利于引导市场对保险股的价值投资，我们相信当估值低的时候，其价值是能够得到发掘的。

因此，我们从前期偏谨慎的观点上调为“增持”的评级，建议积极介入保险股，对于保险股近期表现的排序，我们强烈推荐“中国太保”我们认为整个保险行业的表现将超越整个大盘，而中国太保在整个保险股内部也将取得明显的相对收益，建议大家加大对于“中国太保”的配置。

表 17、中国平安估值关于投资收益敏感性测试：

	投资收益								
	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP率（4.25 %	-5.5%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	30,401	40,094	49,786	59,479	69,172	77,421	5,670	93,919	102,168
一年期新业务价值	12,326	12,714	13,102	13,491	13,879	14,275	4,671	15,044	15,433
调整后净资产	94,463	94,463	94,463	94,463	94,463	94,463	4,463	94,463	94,463
新业务价值乘数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
每股估值（非寿险业务 不给予溢价）	59.0	61.6	64.2	66.9	69.5	72.0	74.5	76.9	79.3
其他业务溢价（2 倍 P/B)	75,849	75,849	75,849	75,849	75,849	75,849	75,849	75,849	75,849
每股估值	69.28	71.92	74.56	77.20	79.84	82.31	84.78	87.18	89.62

资料来源：公司数据、华泰联合证券

表 18、中国太保估值关于投资收益敏感性测试：

	投资收益								
	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP率（4.25 %		+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
				-5.5%）					
有效业务价值	12,007	5,644	19,280	2,917	26,554	30,193	33,833	37,472	41,111
一年期新业务价值	4,392	4,778	5,163	5,548	5,933	6,316	6,700	7,088	7,473
调整后净资产	78,212	78,212	78,212	78,212	78,212	78,212	78,212	78,212	78,212
新业务价值乘数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
每股估值（非寿险业务 不给予溢价）	23.6	25.1	26.7	28.3	29.8	31.4	33.0	34.5	36.1
其他业务溢价（2 倍 P/B）	35,320	35,320	35,320	35,320	35,320	35,320	35,320	35,320	35,320
每股估值	27.74	29.31	30.87	32.43	34.00	35.56	37.12	38.69	40.25

资料来源：公司数据、华泰联合证券

表 19、中国人寿估值关于投资收益敏感性测试：

	投资收益率								
	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	(4.25 %	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
	-5.5%)								
有效业务价值	75,929	91,273	106,618	121,962	137,306	152,658	168,010	183,361	198,713
一年期新业务价值	14,420	16,454	18,488	20,523	22,557	24,594	26,630	28,660	30,694
调整后净资产	179,475	179,475	179,475	179,475	179,475	179,475	179,475	179,475	179,475
新业务价值乘数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
每股估值	21.79	24.13	26.47	28.82	31.16	33.50	35.85	38.19	40.53

资料来源：公司数据、华泰联合证券

表 20、中国平安静态隐含估值结果

中国平安目前股价:	48.24	
	2009 年 (预计)	20010 年 (预计)
每股内涵价值:	20.36	24.21
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.37	1.93
每股一年期新业务价值:	1.51	1.89
目前隐含的一年期新业务价值乘数	18.44	11.88

资料来源: 公司数据、华泰联合证券

表 21、中国太保静态隐含估值结果

中国太保目前股价:	25.47	
	2009 年 (预计)	20010 年 (预计)
每股内涵价值:	11.70	13.63
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.18	1.87
每股一年期新业务价值:	0.56	0.69
目前隐含的一年期新业务价值乘数	24.61	17.16

资料来源: 公司数据、华泰联合证券

表 22、中国人寿静态隐含估值结果

中国人寿 目前股价:	27.60	
	2009 年 (预计)	20010 年 (预计)
每股内涵价值:	9.82	11.21
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.81	2.46
每股一年期新业务价值:	0.67	0.80
目前隐含的一年期新业务价值乘数	26.74	20.54

资料来源: 公司数据、华泰联合证券

分析师简介:

李聪:

英国 Cass 商学院精算学硕士。2010 年 1 月加入华泰联合证券。

此前任职于长江证券，从事保险、证券行业研究。

普华永道精算部，担任高级精算顾问，曾参与并负责过国内数家保险公司的 IPO 审计以及给予精算咨询服务。同时也参与众多国外和地区保险公司的精算审计以及精算咨询服务，涉及香港、台湾及澳大利亚等。

2009 年“新财富”非银行金融第三名，“水晶球”非银行金融第二名。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上

中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间

减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘

中 性 行业股票指数基本与大盘持平

减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们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。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhqz.com