

湘财证券研究所

非银行金融行业分析师

叶青

Tel: 021-68634510-8010

E-Mail: yq2877@xcsc.com

朱毅

Tel: 021-68634518-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

报告要点

□ **待 IFRS II 出台后，新准则仍需较大修改：**财政部 09 年底颁布了《保险合同相关会计处理规定》，09 年保险公司报表均按此规定的思想进行编报，也是我国保险界首次宣称我们遵从 IFRS I 的规定。但我们说由于目前 IFRS II 本身仍在紧锣密鼓的研讨中，2010 年 7 月发布初稿（其主要目标是全球保险公司遵从一套标准，实现保险公司和其他类似机构拟制报表的一致性，进行资产和负债的匹配），再加上中国财政部此次 2 号解释的出台较为仓促，规定也比较模糊，因此自身的完善及待 IFRS II 出台后大的修改是再所难免。

□ **新准则下各公司利润同比近乎不可能：**由于新准则在中国是第一年执行，并且走在了 IFRS II 的前面，缺乏统一的行业实施细则导致各公司具体做法不一，这使得行业间同比几乎不可能，很多公司的做法是对获取费用、贴现率、摊销因子这些对利润多少或利润释放形态影响较大的因素进行了多种测试，选择了适合本公司长期策略的假设方法。

□ **新准则下利润波动很大，需精算师做出重要的职业判断：**新会计准则下，短期内要求精算师做出许多重要的职业判断，而这些职业判断对公司利润的影响也非常之大，对利润影响重大的可选假设就包括评估利率的选择 / 溢价、准备金评估假设的变化、首日获取费用口径、剩余边际摊销基础及摊销因子的选择、资产负债会计准则不匹配（资产的会计分类）。总结看来：新准则下寿险利润主要由准备金评估假设的变更、实际经验与评估假设的差异、剩余边际的摊销三部分组成，在公司对费用假设和摊销方法都已经选定的情况下，准备金评估假设的变更成为更重要的考量因素，在不考虑公司对折现率溢价的自主把握以及 3 年移动平均可能照成的误导的前提下，债券收益率的降低对保险公司无疑是不利的，因为不仅准备金负债要增加，利差也会有所减少。

□ **投资建议：**在 1. 预计 CPI3 季度高点回落；2. 银行信贷收缩会转投债券市场；3. GDP 前高后低是定局；4. 股市悲观，避险情绪推升债市；5. 如果七月份之前没有动作，可能加息预期就会减弱 的五点理由下，我们看空下半年的国债收益率，再加上 3 年移动平均的作用（丢掉 07 年的高国债收益率），以及股权投资收益率的下滑，共同导致传统险和分红险准备金折现率的下滑，即准备金提转差将增加。在新准则下寿险利润主要由准备金评估假设的变更、实际经验与评估假设的差异、剩余边际的摊销三部分组成，剩余边际的摊销在保险业务不断的快速增长过程中是唯一可以确定的增长因素，而对准备金评估假设的变更以及实际经验与评估假设的差异方面，我们均不看好，因此我们调低保险行业的投资评级至“增持”。

由于新准则下各公司准备金假设的诸多不一致，我们认为各上市公司的利润缺乏同比的前提条件，因此个股方面我们认为需要具体分析，我们推荐平安和国寿，推荐平安的理由是看好其保险业务和银行业务的成长性以及相对而言的低估值，国寿的财务稳健是我们在弱市格局下推荐它的主要理由，如我们知道国寿的准备金评估利率这一关键假设 09 年比同业少了 50BP，在弱市下有更多的利润释放空间。

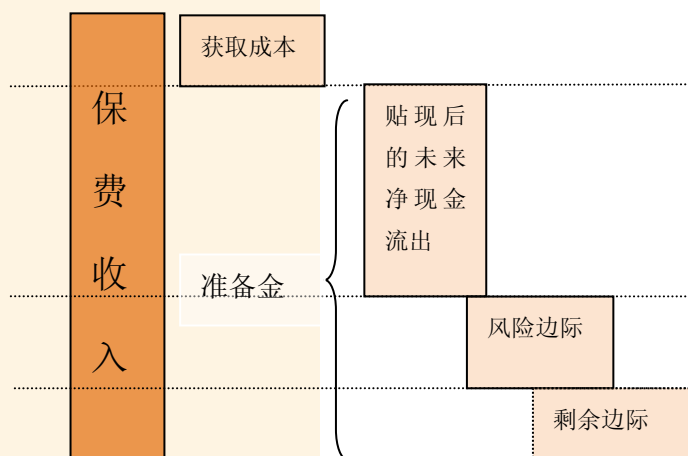
一 不得不谈的保险《2号解释》出台的国际背景

2005年，IASB颁布国际会计准则，保险业内多称之为IFRS I，与保险行业相关的主要包括关于保险合同的规定IFRS 4和关于金融工具的IFRS 39,关于非金融工具的IFRS 18,当时没有直接对保险合同的会计基础给出定义，允许使用现有的或更可靠的基础。

顺应与国际会计准则的趋同，我国2007年颁布新的企业会计准则，对保险公司影响最大的三个准则包括：金融工具的确认和计量，原保险合同，再保险合同。准则引入公允价值计量的要求，但保险负债仍用固定评估利率进行评估。

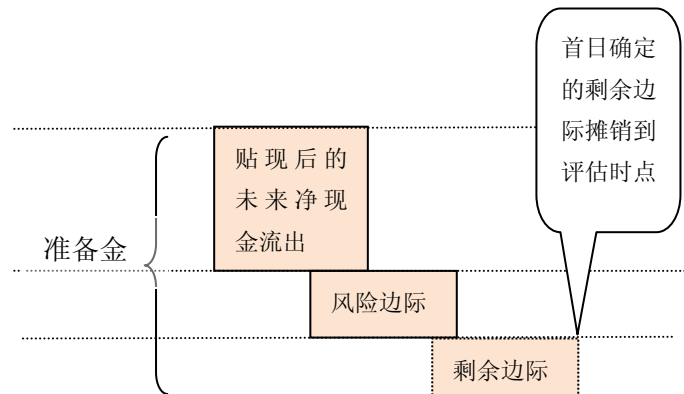
财政部09年底颁布了《保险合同相关会计处理规定》，09年的保险公司报表均按此规定的思想进行编报，也是我国保险界首次宣称我们遵从IFRS I的规定。但我们说由于目前IFRS II本身仍在紧锣密鼓的研讨中，2010年7月发布初稿（其主要目标是全球保险公司遵从一套标准，实现保险公司和其他类似机构拟制报表的一致性，进行资产和负债的匹配），再加上中国财政部此次2号解释的出台较为仓促，规定也比较模糊，因此自身的完善及待IFRS II出台后大的修改是再所难免。

图 新准则首日计量



数据来源：湘财证券研究所

图 新准则后续计量准备金



二 新准则下各公司利润同比近乎不可能

由于新准则在中国是第一年执行，并且走在了IFRS II的前面，缺乏统一的行业实施细则导致各公司具体做法不一，这使得行业间同比几乎不可能，很多公司的做法是对获取费用、贴现率、摊销因子这些对利润多少或利润释放形态影响较大的因素进行了多种测试，选择了适合本公司长期策略的假设方法。

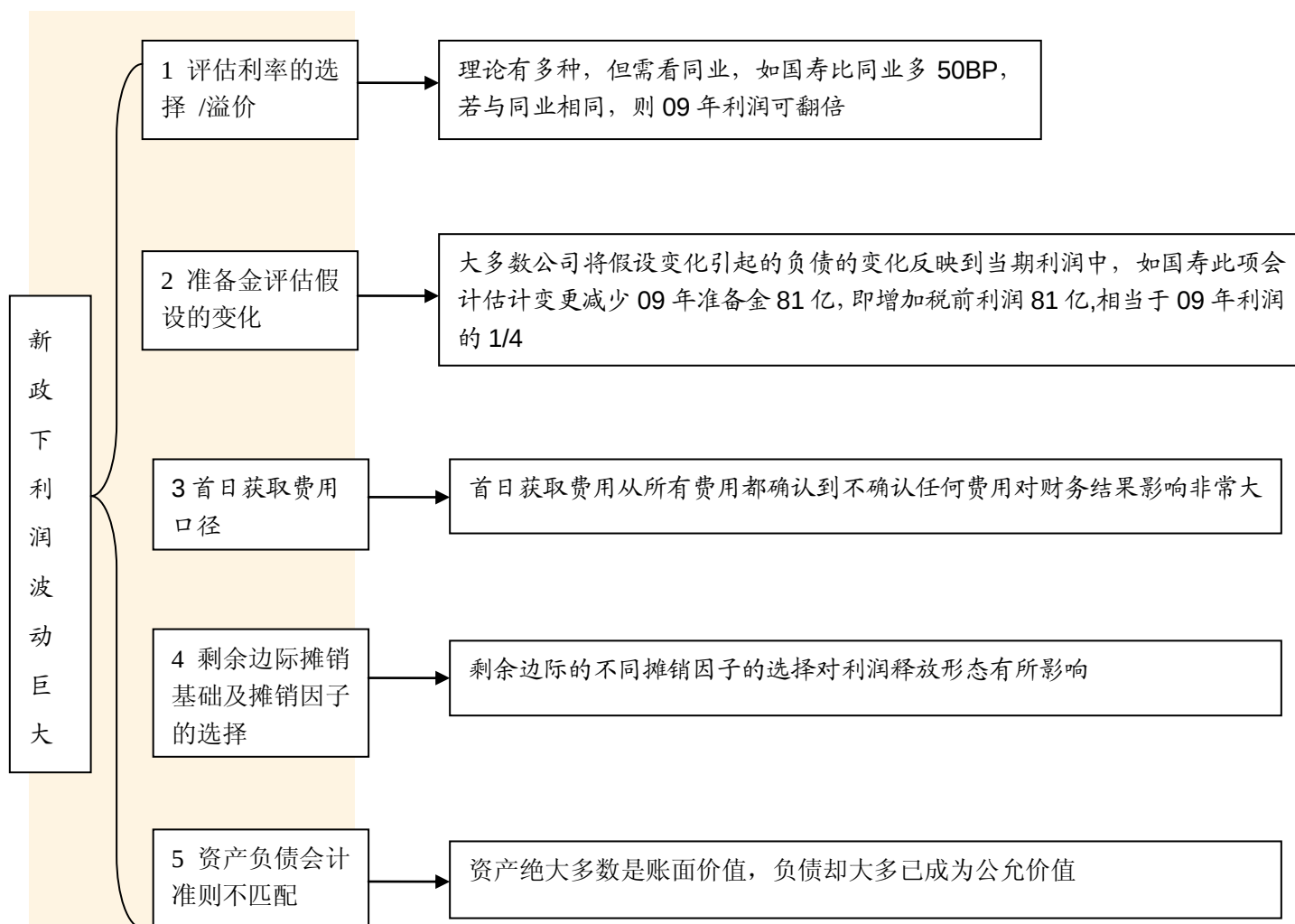
表：IFRSII ,新准则，旧准则的关键假设方法比较

	IFRS II 目前的进展	新准则	旧准则
保费确认	分拆仍不确定	大部分传统分红可计入保费	不分拆
获取费用	目前 IASB 对保单获取成本在当期是否全进入费用，即不进入剩余边际的计算尚未最后定论，若全在当期进入费用这对我国保险业务快速发展的国家非常不利，会导致新业务越多，会计亏损越大	在计算首日剩余边际时，首日费用口径不一： 增量成本； 增量费用+一般管理费用；	全部获得成本计入费用，责任准备金上有所补偿
预期现金流	无偏当前估计	无偏当前估计	不是最佳估计，保单签发时就锁定
贴现率	分红万能以相关资产为基础的贴现率，其他用当前市场利率	传统险折现率溢价的范围 25-100bp, 多数公司在 50bp 左右	监管规定的贴现率
风险边际	是否单独计量风险边际未定	情景对比法较多； 个别公司采用资本成本法	并未明确，谨慎考虑 PAD
摊销方法	IASB 尚未确定	多数公司锁定摊销比例；而对于摊销基础，有些公司锁定摊销基础，有些公司用评估日假设重新计算摊销基础； 摊销因子对于传统险多用预期赔付或有效保额，而分红险多用红利、有效保额或风险保额。	N.A.
盈余/亏损的认定	首日不认定任何利润，所有亏损都予以认定	首日不认定任何利润，所有亏损都予以认定	保单签发时未认定未来利润

来源：湘财证券整理

三 新准则下利润波动很大，需精算师做出重要的职业判断

新会计准则下，短期内要求精算师做出许多重要的职业判断，而这些职业判断对公司利润的影响也非常之大，我们仅将对利润影响重大的方面罗列出来就有五项之多，



1 评估利率的选择 /溢价

大家都知道在《保险合同相关会计处理规定》中保监会推荐各公司对传统险使用 3 年移动平均的国债收益率加不超过 150bp 的溢价的评估利率，对分红险选用各自投资组合的预期收益率。

正是由于准备金对评估利率的敏感性非常之大，对各公司利润影响很大，评估利率的大小无疑成为我们最关注的指标之一。

表 三家公司利润对折现率非常敏感

		对寿险和长期健康险责任准备金净额的影响	对税前利润的影响	占各公司 09 年税前利润的比例
平安折现率/投资收益率	增加 10 个基点	-42.78	42.78	21%
太保折现率	增加 25 个基点	-78.55	78.55	82%
国寿折现率	增加 50 个基点	-234.29	234.29	71%

表 三家公司折现率数据

	2009			2008			
	中国人寿		中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安	中国太保
传统险	2.69% 5.32%	至	2.83%-5.48%	2.89 变动至 5.55%	2.81% 至 4.95%	n.a.	3.26%变动至 5.5%
分红险	4.4%至 5%		4.5%-5.5%	4.65 变动至 5.2%	3.5%至 5%	n.a.	4.5% 变动 至 5.2%

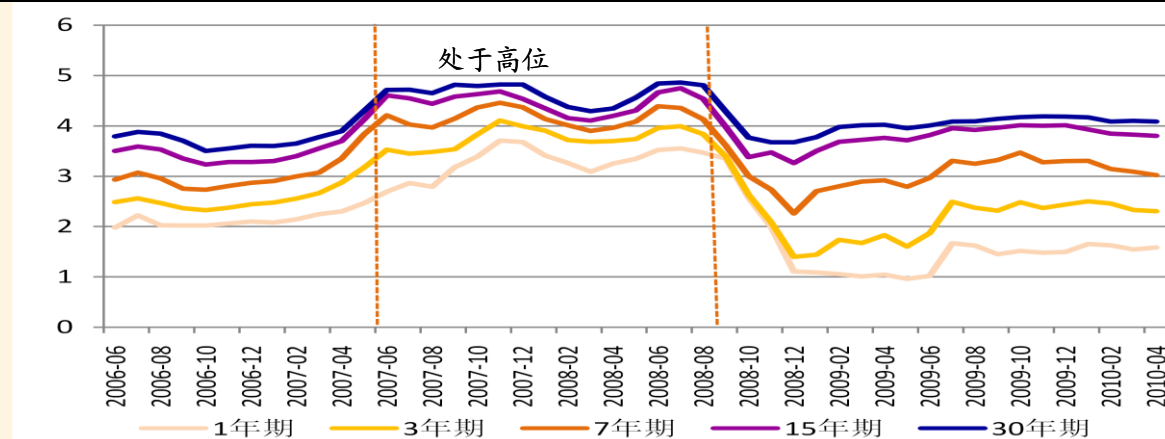
来源：公司数据 湘财证券研究所

对于分红险评估利率，由于是各公司投资组合的预期收益率（可以内含价值的投资收益假设做参照），而且由于分红险有分红的因素做抵消，从而分红险对评估利率的敏感程度不及传统险对评估利率的敏感程度大。

传统险多久期长且无分红作为平滑，对折现率敏感度非常大，从而问题之一便是保险公司对溢价的选择，溢价的多少没有计算公式作依据，而溢价的多少又对利润影响非常大，拿国寿来说，国寿比同业多 50BP，若与同业相同，则 09 年利润可翻倍，这样看来预测保险公司利润可能变成了猜测公司中长期策略。

问题之二是新政下保监会推荐使用的 3 年移动平均国债收益率，保监会的出发点是想要平滑结果，但使得结果可能与实际未平均利率走势相反，从而难以被投资者理解。

图 07 年中至 08 年中国债收益率很高，3 年移动平均结果或与未平均利率方向相反



数据来源：WIND, 湘财证券研究所

由于保监会推荐使用 3 年移动平均国债收益率加溢价对长久期无分红的传统险进行折现，目前来说问题是，由于 07 年中至 08 年中国债收益率在 3%-5% 之间达到了阶段性的高位，而 09 年大部分时间内国债收益率在低位震荡，因此从 2010 年底来看，若不用 3 年移动平均法，则 2010 年国债收益率较 2009 年会有所回升，但由于 2010 年国债收益率显然达不到 2007 年的高度，所以用 2008、2009、2010 三年移动平均的结果则是 2010 年中长期国债收益率反而较 2009 年编制报表时所用的评估利率有所下降。一正一反的差别就使得投资者的判断出现方向上的错误。暂且不论用 3 年移动平均是否合理，这是我们投资者在预测业绩时需要注意的地方之一。

2 准备金评估假设的变化

大多数公司将假设变化引起的负债的变化反映到当期利润中（这也是 IASB 拟定 IFRS II 目前意向性的规定之一），少数公司用剩余边际吸收非经济假设引起的负债变化。因此准备金假设相对于上一个资产负债表日的变化对利润的影响很大。

国寿是上市公司中唯一单独披露此影响的公司，国寿以 09 年底可获取信息确定包括折现率、死亡率、费用假设、退保率、保单红利等假设，假设变更形成的准备金的变动入当年利润表，国寿此项会计估计变更减少 09 年准备金 81 亿，即增加税前利润 81 亿，相当于 09 年利润的 1/4。

3 首日获取费用假设

大家对旧准则下保单全部获得成本计入费用，即使责任准备金上有所补偿仍导致新保单越多保险公司首年亏损越严重的情况记忆犹新。

新准则下在计算首日剩余边际时的费用口径并没有得到统一，而据我们与保险公司

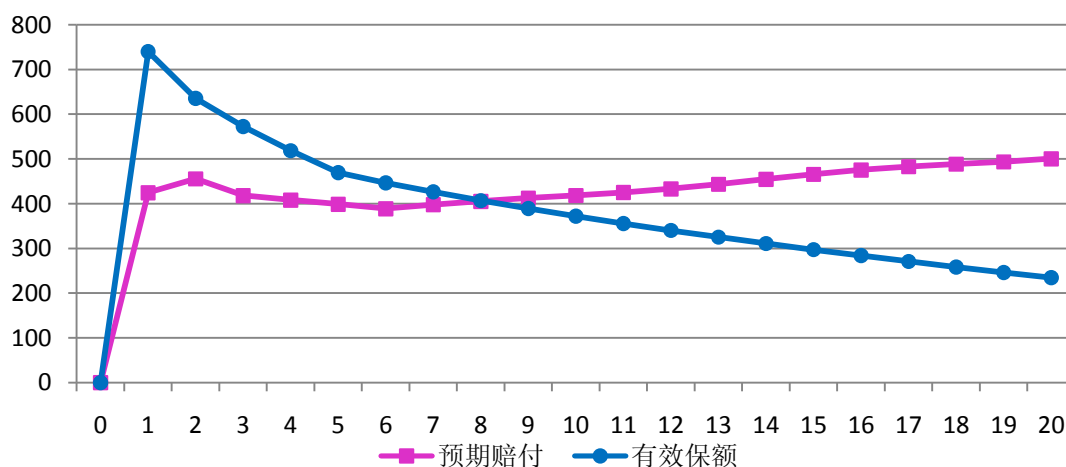
精算师的交流中了解到，首日获取费用从所有费用都确认到不确认任何费用对财务结果影响非常大，即使日后保监会出台了一套市场一致性的标准恐怕也无法强制要求所有保险公司执行。因此这也是无法对各家公司利润进行同比的一个关键原因。

4 剩余边际摊销方法

新准则下，寿险利润主要由准备金评估假设的变更、实际经验与评估假设的差异、剩余边际的摊销三部分组成，由于中国的保险业务正处于上升期加上保单定价利率2.5%的规定，因此对保险公司来说，剩余边际的数额也是不小的，从而如何选择摊销因子去摊销首日的剩余边际以控制剩余边际的释放形态也是我们投资者需要了解的一个方面。

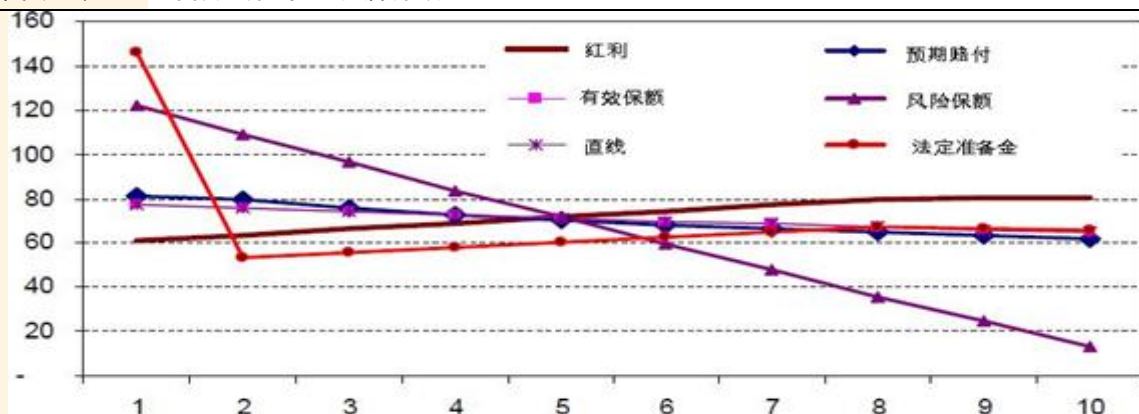
据我们了解，对于传统险，业内较多使用预期赔付或有效保额作为剩余边际的摊销因子：预期赔付作为摊销因子利润将在后期释放，利润释放不均匀，但在已经盈利以后，有较为明显的税收优势；有效保额作为摊销因子，利润均匀释放，在后期释放速度减慢。分红险多用分红作为摊销载体，因为分红金额本身就表示利润的分配，所以也较为合理，利润释放形态多集中在保单承保期的后期。

图 期缴传统险常用摊销因子下利润释放形态



数据来源： 湘财证券研究所

图 趸缴分红不同摊销因子下利润释放形态



数据来源: PWC, 湘财证券研究所

图 趸缴分红各细分准备金组成占比

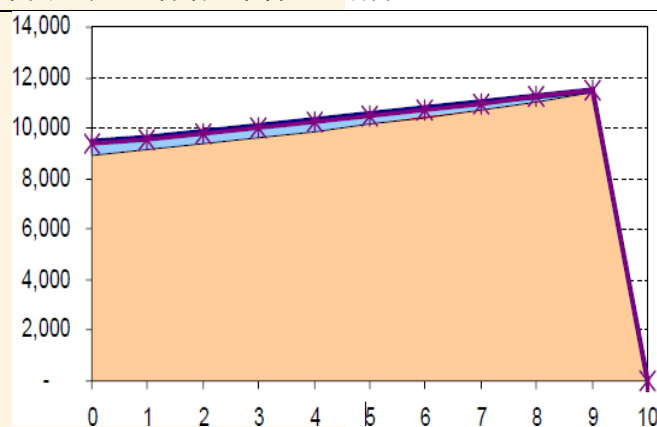
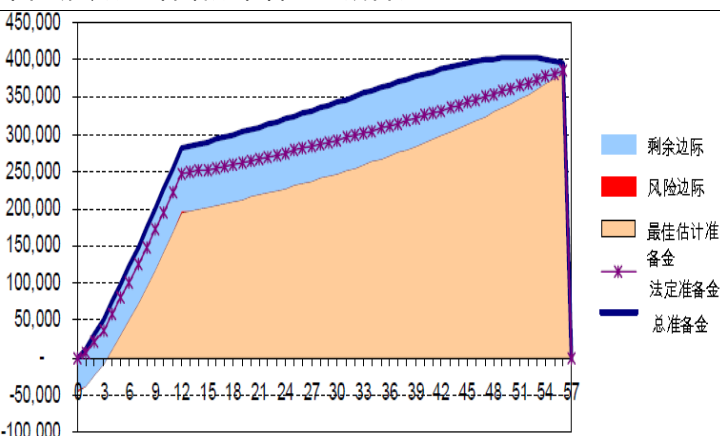
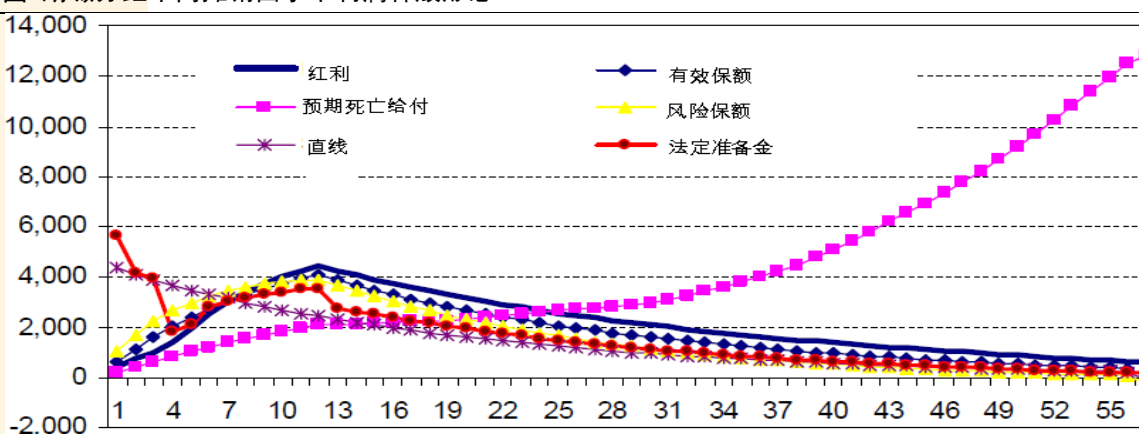


图 期缴分红各细分准备金组成占比



数据来源: PWC, 湘财证券研究所

图 期缴分红不同摊销因子下利润释放形态



数据来源: PWC, 湘财证券研究所

大家可以看到摊销因子对于利润释放的形态是有较大影响的, 而据我们的观察和计

算，利润释放的形态实际上是摊销因子形态的反映，譬如说以预期赔付作为摊销因子，预期赔付由小变大的过程也是利润释放由小到大的原因。

虽然在首次执行新准则时上市公司可以根据自己的发展战略选择摊销因子，但一旦选择了某摊销因子，一般情况下则不允许公司再进行改变，因而也为投资者预测剩余边际的摊销趋势提供了支持。

5 资产负债会计准则不匹配

从 IFRS II 目前的进展看，恐不能达到资产负债的匹配，由于金融危机大多银行抵制资产或负债用公允价值表示，从而保险业可能成为唯一负债用公允价值而资产仍用账面价值的行业。

利率的变动对保险公司的债券资产和准备金负债都有很大的影响，但由于债券资产绝大多数放在以账面成本计量的持有至到期项下，从而无法实现资产负债的配比，如利率的下降引致的负债上升无法与资产得到抵消，从而对公司净资产造成重要负面影响。

同时在利润预测上，利率对准备金从而对准备金提转差的影响应该是投资者关注的主要方面，如对平安而言仅仅折现率变动 0.1% 对利润的影响就是 42 亿之多，从而更加说明精算师的职业道德的重要性，这远比基金股票短期波动对保险公司利润的影响要大得多。

图 平安 09 年投资收益剖析

一级科目	二级科目	数额（亿）	占比
非银行业务利息收入	债券利息收入	129.78	35%
	存款利息收入及其他	46.88	13%
股息收入		12.91	3%
已实现收益	债券	20.65	6%
	基金股票及其他	94.98	26%
其他		-1.4	0%
投资收益		303.8	82%

图 上市公司资产多以账面价值计量

2009 年中国平安投资资产类别		数量	占比
定期存款		915	15%
债券投资	以公允价值计量变动计入损益的金融资产	69	1%
	可供出售金融资产	1361	23%
	持有至到期的金融资产	2082	35%
其他固定到期日投资		54	1%
股权投资、基	以公允价值计量变动计入损益的金融资产	32	1%
	可供出售金融资产	601	10%

公允价值变动损益	18.14	5%	金	成本法核算的长期股权投资	1	0
总投资收益	321.94	87%	投资物业		89	2%
可供出售金融资产公允价值变动	50.07	13%	现金及现金等价物及其他		687	12%
广义投资收益	372.01	100%	投资资产合计		5897	100%

数据来源：公司数据，湘财证券研究所

总结看来：

新准则下寿险利润主要由准备金评估假设的变更、实际经验与评估假设的差异、剩余边际的摊销三部分组成，在公司对费用假设和摊销方法都已经选定的情况下，准备金评估假设的变更成为更重要的考量因素，在不考虑公司对溢价的自主把握以及3年移动平均可能照成的误导的前提下，债券收益率的降低对保险公司无疑是不利的，因为不仅准备金负债要增加，利差也会有所减少。

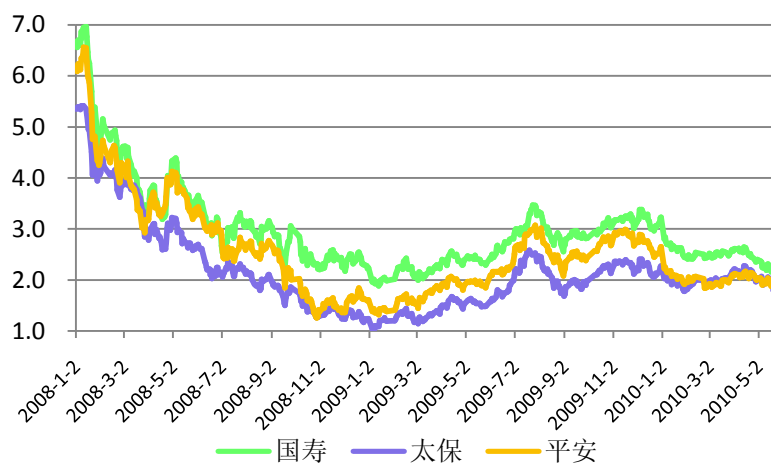
四 投资建议

由于今年报表中中国首次实行了 IFRS I，可以说是中国保险业里程碑式的事件，但对广大投资者来说，新准则实在是一项使得利润波动会较剧烈同时也是存有许多利润操纵空间的制度，我们希望上市公司日后在不影响自身竞争力的情况下尽可能地多披露诸如准备金的折现率、摊销方式、保单获得费用等方面的信息。

在 1.预计 CPI3 季度高点回落；2.银行信贷收缩会转向债券市场；3.GDP 前高后低是定局；4.股市悲观，避险情绪推升债市；5.如果七月份之前没有动作，可能加息预期就会减弱 的五点理由下，我们看空下半年的国债收益率，再加上 3 年移动平均的作用（丢掉 07 年的高国债收益率），以及股权投资收益率的下滑，共同作用或导致传统险和分红险准备金折现率的下滑，即准备金提转差将增加。在新准则下寿险利润主要由准备金评估假设的变更、实际经验与评估假设的差异、剩余边际的摊销三部分组成，剩余边际的摊销在保险业务不断的快速增长过程中是唯一可以确定的增长因素，而对准备金评估假设的变更以及实际经验与评估假设的差异方面，我们均不看好，因此我们调低保险行业的投资评级至“增持”。

由于新准则下各公司准备金假设的诸多不一致，我们认为各上市公司的利润缺乏同比的前提条件，因此对个股我们认为需要具体分析，我们推荐平安和国寿，推荐平安的理由是看好其保险业务和银行业务的成长性以及相对而言的低估值，国寿的财务稳健是我们在弱市格局下推荐它的主要理由，国寿的准备金评估利率这一关键假设 09 年比同业少了 50BP,在弱市下有更多的利润释放空间。

图 三家上市公司 P/EV



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

分析师介绍

叶青，南开大学精算学硕士，已通过中国准精算师的考核。2009年8月加入湘财证券，从事保险、证券行业研究。曾任职德勤审计保险组，审计H股上市、及多家寿险公司的财务报表。

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。