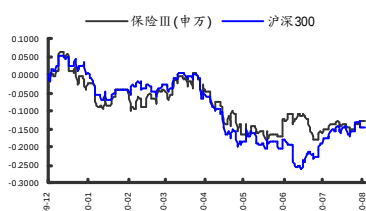


研究报告-保险业

评级：中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
保险	2.4	0.6	-5.3
沪深 300	3.7	0.8	-8.2

重点公司	6m%	YTD%	评级
中国人寿	-8.2	-22.3	中性
中国平安	4.7	-15.0	增持
中国太保	5.5	-1.5	增持

相关报告

《资金运用拓宽长期利好，短期影响有限》

《在费率市场化道路上无须过度担忧》

《保险 2 季度策略：重新关注保单价值增长》

《保险 2010 年策略：寻找最佳泡沫舞者》

分析师

黄秋菡

执业证书编号：S0350210060001

邮件：huangqh@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接

n 新准则是上半年财险大幅盈利的主要原因。以人保为代表的中国财险行业盈利出现明显的好转，上半年人保实现净利润 26.45 亿，较 09 年增长 32 倍有余，扭转了连续三年亏损的局面。但财险的春天来了吗？不尽然也，我们认为，在行业经营有所改善的同时，新会计准则将利润提前实现的调节功能才是利润大幅增长的更大推力。相比法定准则，新准则未到期准备金扣除了首日费用，准备金提转差（对应损益表中的未到期准备金项）会相应减少，从而改善承保。但必须清楚的一点是，会计准则最多只能调节利润实现的时点，并不会增加利润，且利润的提前实现往往带来税负的真实增加，反而使得总利润减少。新准则将利润实现时点提前，意味着后续时点利润的减少，财险的短期性决定了减少的利润很快就会反映到报表中来。

n 保费增速越快，短期承保表现越好。通过模拟一家财险公司的利润简表可以得到，假设保费增长 20%，其他指标保持不变，旧准则下 10 年承保亏损由 17.8 亿扩大至 19.8 亿，即保费增速越快，亏损越大，但在新准则下，承保利润由 2.2 亿提高至 20.2 亿，保费增速越快，承保效益越高。通过敏感性分析，旧准则下承保利润率随着保费增长是渐进提升，但提升幅度非常微小，ROE 水平在旧准则下几乎不受保费增速的影响。在新准则下，承保利润率随着保费增长明显改善，ROE 水平则是呈现线性增长。通过回归分析，在新准则下，保费增长每提高 10%，承保利润率提高 1.8%。ROE 提高 6.1%。

n 保费难以长期高增长，财险 ROE 冲高回落是必然趋势。我们不可否认财险市场出现了向好的趋势，但这更多是受新准则驱动，今年上半年车险保费稀释，才使综合赔付率大大降低。新车销售的大幅下滑趋势已经明确传递了财险增速持续回落的信号，连锁带来净利润的下滑。与寿险产品的长期性不同，财险的短期特性决定了新准则对利润的提升是一次性的、短暂的，ROE 将在今年上半年达到最高值，随后进入回落通道。当前财险市场饱和状态没有得到任何实质性改善，不断有新的竞争者加入，大量的新车主可能成为赔付率快速反弹的隐忧，财险行业仍没有实现核心竞争力的提升。因此，走出会计的数字游戏，认清业绩背后的玄机，判断未来的保费增速及承保质量，我们得到一个相对悲观的结论：财险的高盈利将是昙花一现，下一个低谷从 2010 年下半年即将开始。

新准则是上半年财险大幅盈利的主要原因

中国人保上半年大幅盈利 26.45 亿元，较 09 年上半年的 0.8 亿增长 32 倍。其中尤其让投资者受到鼓舞的是承保实现了 19 亿元的盈利，扭转了过去三年承保亏损的局面。

考虑到承保盈利出现在 08 年保监会规范财险经营后，财险市场确实出现一定改观：

- Ⅰ 控制保费最低折扣幅度，如车险折扣低于 8 折的情况已经很少出现，恶性竞争相应缓解；
- Ⅰ 加大核赔力度，整治骗保案件。

尽管如此，人保 10 年上半年的业绩高增长却仍大大超出我们的预料，难道财险市场的春天真的来临了？不尽然也。

我们认为，在行业经营有所改善的同时，新会计准则将利润提前实现的调节功能才是利润大幅增长的更大推力。

对财险而言，新准则最大的改变是未到期准备金的提取发生了变化，相比法定准则，新准则扣除了首日费用，即：佣金不纳入未到期准备金的考虑范围，这样，未到期责任准备金减少，准备金提转差（对应损益表中的未到期准备金项）会相应减少。以 20% 的佣金率计算，每年净增保费 100 亿，就会增加 20 亿的已赚保费，这 20 亿的新增已赚保费将直接改善当期承保效益。在综合赔付率公式中，作为分母的已赚保费减少（未到期准备金提转差减少所致），赔款项保持不变，因此还会变相减低综合赔付率。

但必须清楚的一点是，会计准则最多只能调节利润实现的时点，并不会增加利润，且利润的提前实现往往带来税负的真实增加，反而使得总利润减少。新准则将利润实现时点提前，意味着后续时点利润的减少，财险的短期险决定了减少的利润很快就会反映到报表中来。

图 1、法定准则与新准则下财险未到期责任准备金计算公式及综合赔付率公式

$$\begin{aligned}
 & \text{未到期责任准备金} = \text{保费} \times \frac{\text{未到期期限}}{\text{保险期限}} \quad \dots\dots\dots \text{法定准则} \\
 & \text{未到期责任准备金} = (\text{保费} - \text{首日费用}) \times \frac{\text{未到期期限}}{\text{保险期限}} \quad \dots\dots\dots \text{新会计准则} \\
 & \text{综合赔付率} = \frac{\text{已决赔款} + \text{未决赔款准备金提转差}}{\text{保费收入} - \text{未到期责任准备金提转差}}
 \end{aligned}$$

资料来源：国海证券研究所

备注：保费为自留保费

除此之外，在新准则下，每年保费增速越快，越能改善承保指标，同时拉动 ROE 等盈利指标的回升。

通过模拟一家财险公司的利润简表可以得到，假设保费增长 20%，其他指标保持不变，旧准则下 10 年承保亏损由 17.8 亿扩大至 19.8 亿，即保费增速越快，亏损越大，但在新准则下，承保利润由 2.2 亿提高至 20.2 亿，保费增速越快，承保效益越高。在投资收益率不变的情况下，新旧准则下净利润增长幅度分别为 33.29% 和 4.42%，也就是说，旧准则下保费增长对净利润的拉动作用非常微小，但在新准则下，保费增长将为净利润带来更高的推动。

同时我们可以发现，当保费保持较快增长时，旧准则 ROE 是下降的，由 14.9% 降至 14.62%；而新准则 ROE 由 21.35% 提升至 26.74%，增加了 5.38%。

图 2、财险公司新旧准则下利润简表模拟

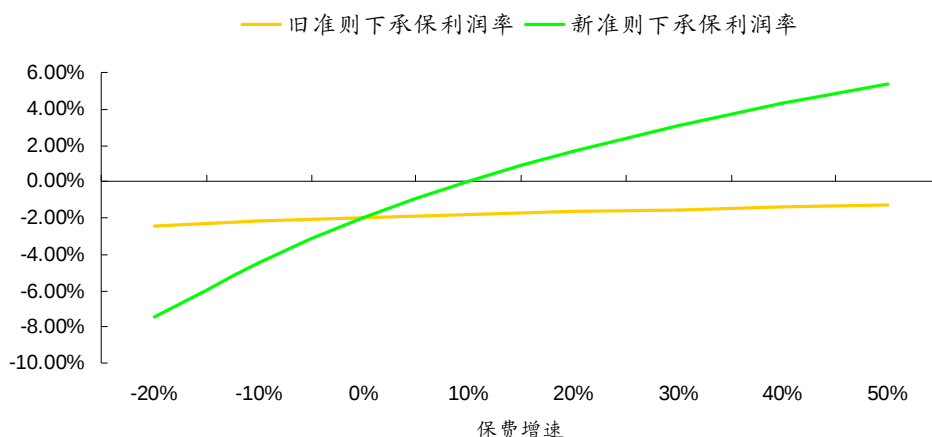
IS	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	YoY	假设
毛保费	900.0	1000.0	1200.0		佣金率 20.0%
分出保费	9.0	10.0	12.0		赔付率 60.0%
未到期准备金-法定准则		100.0	200.0		费用率 42.0%
已赚保费-旧		890.0	988.0	11.01%	投资收益率 4.0%
未到期准备金-新准则		80.0	160.0		所得税率 25.0%
已赚保费-新		910.0	1028.0	12.97%	
赔付费用		534.0	592.8		赔付和支出仍保持不变
		373.8	415.0		
承保利润-旧		-17.8	-19.8	11.01%	
承保利润-新		2.2	20.2	820.00%	
投资收益		64.0	68.0		
税前利润-旧		46.2	48.2	4.42%	
税前利润-新		66.2	88.2	33.29%	
净利润-旧		34.7	36.2	4.42%	
净利润-新		49.7	66.2	33.29%	
BS	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	YoY	
未到期准备金-法定准则	300	400	600	50.00%	
未到期准备金-新准则	300	380	540	42.11%	
总资产	1500	1600	1700	6.25%	
所有者权益	225	240	255	6.25%	
INDEX	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	YoY	
ROA-旧准则		2.24%	2.19%	-0.04%	
ROE-旧准则		14.90%	14.62%	-0.29%	
承保利润率-旧准则		-1.78%	-1.65%	0.13%	
ROA-新准则		3.20%	4.01%	0.81%	
ROE-新准则		21.35%	26.74%	5.38%	
承保利润率-新准则		0.22%	1.69%	1.47%	

资料来源：国海证券研究所

为了更清楚的展示新旧准则下保费增速对财险承保利润、ROE 的影响，我们测试了保费增速在[-20%，50%]区间承保利润率和 ROE 的敏感性分析。

旧准则下承保利润率随着保费增长是渐进提升，但提升幅度非常微小，由-2.48%缓慢提高至-1.31%，新准则下承保利润率则随着保费增长明显改善，由-7.48%大幅提升至 5.35%。通过回归分析，在新准则下，保费增长每提高 10%，承保利润率提高 1.8%。

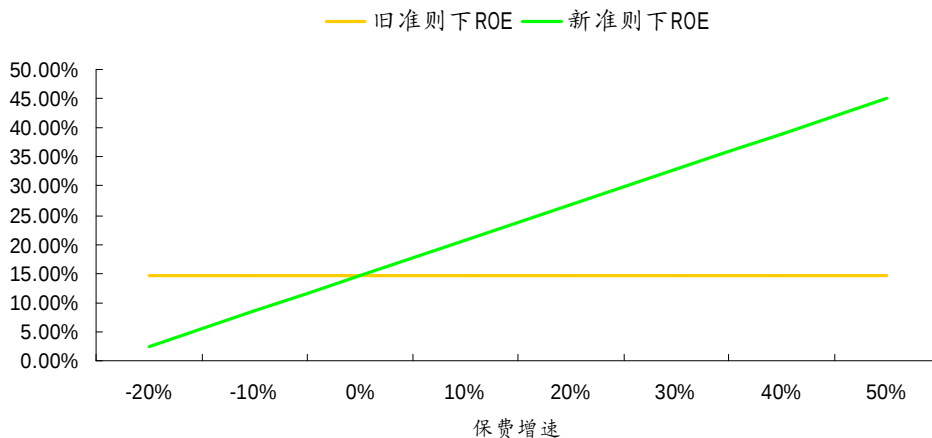
图 3、不同保费增速下新旧准则承保利润率对比



资料来源：Wind 国海证券研究所

ROE 水平在旧准则下几乎不受保费增速的影响，维持在 14.6%上下；新准则下 ROE 水平则是呈现线性增长，当保费负增长 20%时，ROE 水平降至 2.47%，正增长 50%时，ROE 水平则触及 45%的高点。通过回归分析，在新准则下，保费增长每提高 10%，ROE 提高 6.1%。

图 4、不同保费增速下新旧准则 ROE 对比



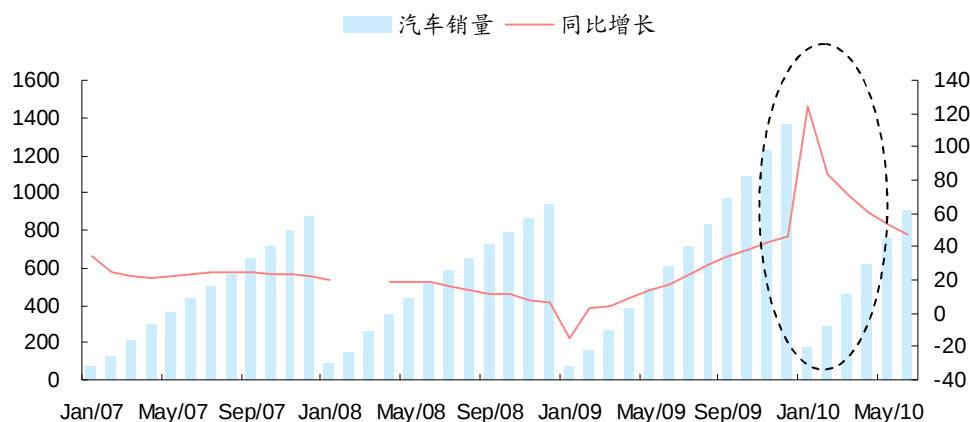
资料来源：Wind 国海证券研究所

保费难以长期高增长，财险 ROE 冲高回落是必然趋势

我们不否认财险市场出现了积极的改善，但这并不代表上半年财险利润的大幅回升来源于此，相反，我们认为，正是由于新准则注重保费的驱动，10 年上半年，在车险拉动下，增量已赚保费起到了稀释作用，从而使综合赔付率大大降低。

但是，新车销售的大幅下滑趋势已经明确告诉我们，下半年车险销售增速必然持续下降。根据预测，全年汽车销量 1650 万辆，对应 20% 的增速，也就说下半年汽车销售较上半年环比下降 17%。

图 5、汽车销量增速已经出现了明显的下滑势头



资料来源：Wind 国海证券研究所

车险保费与车险销售的高度相关决定了下半年车险保费出现负增长概率明显加大，另外，许多非车险（企财、货运等）的起保期一般在年初，下半年非车险将明显低于上半年，综合两点，下半年整个财险行业保费收入环比负增长甚至会达到 20%。

按照模拟的结果，假设上半年承保利润率为 5%（较为乐观估计），那么下半年负增长 20%的结果是承保利润下降 7.5%至-2.5%，也就说保费增速的下滑带来承保亏损。

同时，ROE 会较上半年下降 12.2%，我们知道，人保财险上半年 ROE 高达 24%（年化后），若资本市场保持不变，下半年 ROE 将退化至 11.8%，对应下半年净利润 13.5 亿，比上半年环比下降 50%。

考虑到太保财险和平安财险在上半年达到了更高的保费增速，分别为 45%和 61%。因而可以预见中报财险利润会有非常明显的改善。其中，平安财险半年净利润 18.11 亿，太保财险半年净利润 15.97 亿。

但不得不提的是，下半年保费回落风险更大，在平安保费增速回落

至 35%，太保保费增速回落至 28%的预判下，平安财险下半年净利润 11.95 亿，太保财险下半年净利润 6.78 亿。

与寿险产品的长期性不同，财险的短期特性决定了新准则对利润的提升是一次性的、短暂的，ROE 将在上半年达到最高值，随后进入回落通道。

当前财险市场饱和状态没有得到任何实质性改善，还不断有新的竞争者加入，上半年综合赔付率偏低主要受益于新准则下的已赚保费计算规则变动，财险行业仍没有实现核心竞争力的提升。

相反，我们隐隐担忧，随着大量新车进入车险市场，在短期的稀释效应后，这部分新车主的高理赔率将逐渐显现出来；加之新车销售增速的下滑，那时，综合赔付率还可能会出现更明显的下滑，行业重回承保亏损是大概率事件。

对上市公司而言，平安财险和太保财险都有望取得精彩的半年报业绩，但这并不代表财险行业的春天来临，如果部分财险公司误以为财险终于能实现大幅盈利从而加快市场争夺，那么，新的不幸将再次降临弱不禁风的行业。

走出会计的数字游戏，认清业绩背后的玄机，判断未来的保费增速及承保质量，我们得到一个相对悲观的结论：财险的高盈利将是昙花一现，下一个低谷从 2010 年下半年即将开始。

在三家上市公司中，财险的短期盈利改善有助于平安和太保的报表业绩，国寿虽然参股 40%的国寿财险，但业绩贡献仍可忽略，鉴于三家公司的估值水平及发展趋势，我们给予太保、平安增持的投资评级，维持国寿中性的评级。

表 1、保险股盈利预测及投资建议

名称	本次评级	股价(元)	每股收益(元)				市盈率(x)			
		10-8-23	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
中国人寿	中性	23.94	1.16	1.13	1.63	2.07	20.58	21.11	14.66	11.54
中国平安	增持	46.51	1.89	2.11	2.94	3.68	24.61	22.00	15.81	12.64
中国太保	增持	24.90	0.87	0.91	1.35	1.79	28.71	27.31	18.42	13.92
平均		31.78	1.31	1.39	1.98	2.51	24.63	23.47	16.30	12.70

资料来源：Wind 国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归国海证券所有。