

保险业 (010911)

财险成本率今年维持低点，财险利润高增长可期

曹恒乾 分析师

电话: 020-87555888-8419

eMail: chq@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010006

2009 年度，财险公司采用新的会计准则进行财务核算。新旧准则最大区别在于责任准备金评估方法不同，进而影响了财险公司的综合成本率和净利润。

新准则更能反映公司实际经营成果，综合成本率下降趋势显著

新准则下的未到期责任准备金剔除了获取费用，排除了保守假设后的综合成本率和利润更能真实反映公司实际的经营成果。我们通过公开数据还原了人保财险、平安财险、太保财险的综合成本率，10 年还原后的综合成本率分别为 100.16%、95.8%和 97.12%（公布为 97.8%、93.2%和 93.7%）。据我们分析，新旧准则的综合成本率差异主要来源于对获取费用的处理不同。综合成本率近几年显著下降，主要来源于行业规范后赔付率的下降，平安财险还受益于新渠道拓展后的费用节省。

三支柱支撑财险利润高速增长，更看好平安财险 2011 年表现

尽管目前来看，今年财险行业保费收入增速与 2010 年相比有所下降，但受益于去年高增长，已赚保费增速仍然保持在高位，结合行业规范后较低的赔付率和电销等新直销渠道的费用节省，三大支柱支撑财险利润的高速增长，我们预计人保财险、太保财险和平安财险今年业绩仍将保持高速增长。

投资建议与风险提示

我们预计 2011 年平安财险、太保财险归属于母公司的净利润同比分别增长 57%和 32%，对集团的 EPS 贡献为 0.79 元和 0.53 元，对集团利润的提升达到 12.6%和 12%，据我们的测算，到年底 750 天国债收益率曲线与去年底持平，今年不需要多计提准备金，变相提升业绩 7%和 27%，这两个因素是今年利润增长的主要推动因素。预测 2011 年中国人寿、中国平安和中国太保 EPS 分别为 1.48、3.02 和 1.32 元，维持买入评级，考虑到评估利率弹性与预计 10 月份养老税收递延产品在上海推出，我们重点推荐中国太保。未来存在重大灾害风险以及资本市场大幅波动的风险。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
中国人寿	18.43	1.32	1.52	1.75	13.96	12.13	10.53	1.3	29.6	买入
中国平安	46.39	3.02	3.47	3.99	15.36	13.37	11.63	0.5	66.7	买入
中国太保	20.38	1.48	1.71	1.96	13.77	11.92	10.40	0.3	30.56	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势

保险业(010911)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-10.4%	-14.6%	-0.70%
沪深 300	-5.68%	-9.15%	6.94%

目录索引

一、本文的分析逻辑和新旧准则下转换的方法.....	4
(一) 本文的分析逻辑.....	4
(二) 新旧准则下转换方法的阐述.....	5
二、新准则更能反映公司实际经营成果, 新旧准则综合成本率差异来源于对获取费用处理的不同.....	6
三、近年综合成本率下降的原因分析.....	10
(一) 综合成本率的下降有赖赔付状况好转, 平安的费用率下降也是亮点.....	10
(二) 行业规范后赔付率齐降是综合成本率下降的主要原因.....	10
(三) 受益于直销渠道的拓展, 平安财险的综合费用率2010年显著下降.....	11
四、受益于高速增长已赚保费、行业环境持续改善以及新渠道的拓展, 三家财险公司今年利润高增长值得期待.....	13
(一) 高速增长的已赚保费推动今年财险利润的高速增长.....	13
(二) 行业生存环境的改善推动综合成本率维持在低位.....	14
(三) 新的销售渠道将拉低综合费率.....	14
(四) 保费收入增速的下降并不影响三家公司2011年利润的高速增长, 三大支柱支持财险业绩高速增长.....	15
五、风险提示.....	20
(一) 重大灾害风险.....	20
(二) 资本市场波动风险.....	20

图表索引

图1: 本文的分析逻辑.....	4
图2: 研究方法展示.....	5
图3: 财险公司净利润的核算过程演示.....	6
图4: 新旧准则下财险责任准备金差异.....	7
图5: US GAAP、旧准则与新准则对于获取费用的处理方法.....	7
图6: 新旧准则下财险公司的综合成本率对比.....	8
图7: 近三年三家财险公司保单获取费用率.....	9
图8: 近三年三家财险公司新旧准则已赚保费比(新准则/旧准则).....	9
图9: 新旧准则下财险公司的综合赔付率均下降.....	10
图10: 平安财险各年综合费用率.....	11
图11: 平安财险各年直销代表人数.....	12
图12: 预计2011年已赚保费仍保持高速增长.....	13
图13: 保险行业协会网站上的财险保险承保理赔信息查询系统入口.....	14
图14: 推动2011年三大财险公司利润高速增长的三大支柱.....	15

表1: 电销车险占比逐年上升(单位: 亿元).....	11
表2: 不同保费增速下人保财险2011年的经营业绩预测(单位: 百万).....	16
表3: 不同保费增速下人保财险2011年的经营业绩敏感性分析(单位: 百万).....	16
表4: 不同保费增速下平安财险2011年的经营业绩预测(单位: 百万).....	17
表5: 不同保费增速下平安财险2011年的经营业绩敏感性分析(单位: 百万).....	17
表6: 不同保费增速下太保财险2011年的经营业绩预测(单位: 百万).....	18
表7: 不同保费增速下太保财险2011年的经营业绩敏感性分析(单位: 百万).....	18

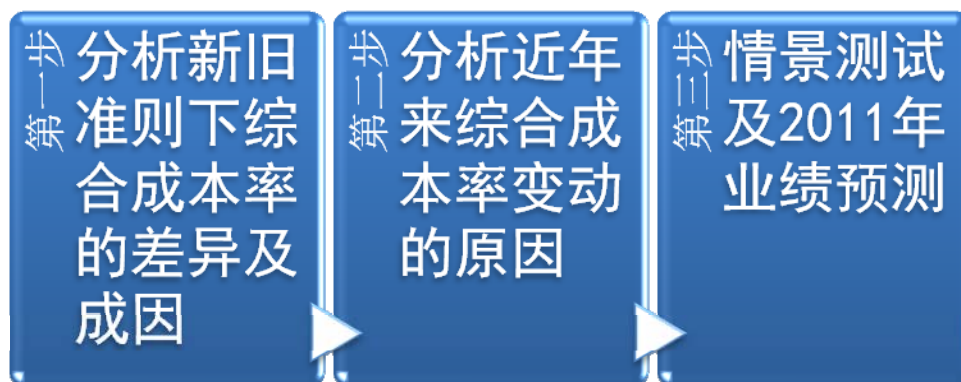
一、本文的分析逻辑和新旧准则下转换的方法

（一）本文的分析逻辑

本文首先分析财政部2009年发布的《保险合同相关会计处理规定》和保监会发布的《关于保险业做好《企业会计准则解释2号》实施工作的通知》对于财险公司综合成本率和经营业绩的影响，并通过公开信息资料对人保财险、平安财险和太保财险2009和2010年的综合成本率按旧准则的方法进行了还原，比较新旧准则下的综合成本率的差异并分析了差异产生的原因。

其次，我们在新准则下分析了近年来综合成本率变动的原因；最后，我们分别对三家财险公司2011年保费增速为-10%、0%、10%以及30%的四种假设下新准则的综合成本率和净利润情况做情景分析，说明在不同保费增速条件下的综合成本率和净利润变化情况，并预测了今年三家财险公司的综合成本率、净利润和对集团EPS的贡献情况。

图1：本文的分析逻辑



资料来源：广发证券研发中心

分析后我们发现新旧准则下综合成本率与净利润差异主要来源于财险公司评估保险责任准备金计提时对获取成本的处理不同。比较后我们认为，**新准则下的准备金更能反映公司的负债情况**，因而新准则下的综合成本率和净利润也更能反应公司实际的经营状况。评估准备金时对于初始费用的处理不同，是造成新旧准则下财险责任准备金不同的主要原因。

综合成本率下降的主要原因是行业规范逐渐完善所带来的综合赔付率的下降，平安还受益于新渠道的成功开拓引起了综合费用率的下降。

高速增长的已赚保费、行业规范后较低的综合赔付率以及新渠道开拓引发的综合费用节省是推动今年财险利润高速增长的三条支柱。我们预计平安财险和太保财险2011年归属于母公司的净利润同比增长**57%和32%**，对集团的EPS贡献分别为**0.79元和0.53元**，人保财险为归属于母公司的净利润同比增长**25%**，2011年EPS为**0.58元**。

（二）新旧准则下转换方法的阐述

由于新准则对于财险公司综合成本率和净利润的影响体现在准备金评估的差异上，这一部分我们在新准则下对准备金还原的方法进行阐述。财险准备金包括未到期责任准备金和未决赔款责任准备金。

在新准则评估未到期责任准备金时需要剔除保单获取的增量费用，增量费用主要包括佣金、手续费、营业税金及附加、摊回分保费、保险保障基金和监管费用等。其中佣金、手续费、摊回分保费、营业税金及附加均是可以从公开的财务报表中直接获取的。中国人保由于是财险公司独立上市，因此其各项增量费用在年报中均有披露，我们直接采用年报数据；而中国平安和中国太保由于是集团上市的原因，故平安财险和太保财险的除佣金、手续费、营业税金及附加、摊回分保费外的其他增量费用是不能直接获取的，但这一部分的数额相对较小，且一般与保险业务收入成一定固定比率，因此我们在测算时以2008年新准则实施前后保单获取的增量成本为基础依次测算出各年的保单获取增量成本，并把这部分增量成本附加到剔除风险边际因素后的新准则下的未到期责任准备金中，得到旧准则下的未到期责任准备金。

图2：研究方法展示



资料来源：广发证券研发中心

新准则下的提取保险责任准备金和摊回保险责任准备金科目分别是考虑了风险边际的未决赔款责任准备金和应收未决赔款责任准备金的提转差。我们把风险边际因素进行了剔除得到了旧准则下的提取保险责任准备金和摊回保险责任准备金。

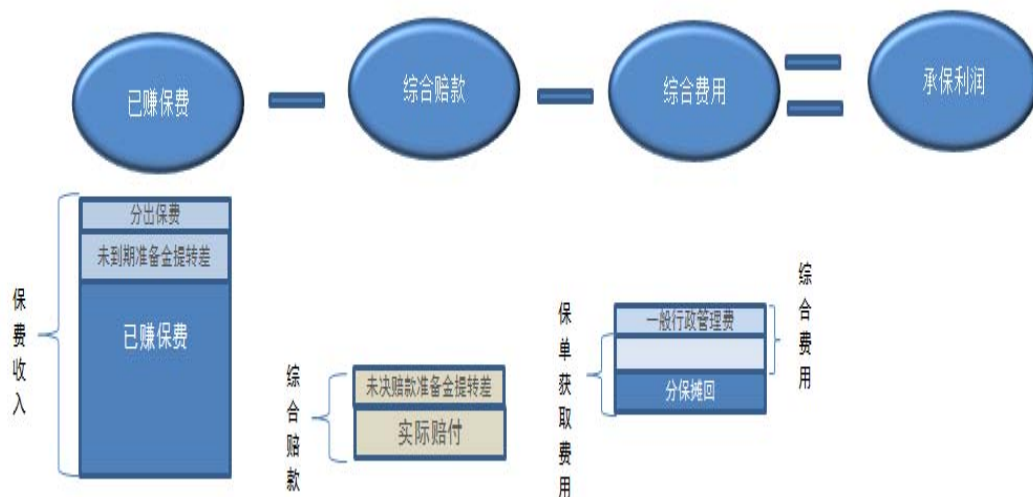
二、新准则更能反映公司实际经营成果，新旧准则综合成本率差异来源于对获取费用处理的不同

寿险公司所设计的产品多为到期返还型(三家上市公司该类型保费占比都在80%以上)且由于其长期有效而且隐含利息因素,因此摒弃投资因素而单纯从承保层面上无法判断公司业务实际经营情况。对财险公司的分析逻辑和寿险公司不一样,由于财险公司的产品多是一年期的,在公司定价过程中就没有考虑投资因素的影响,因此,判断财险公司业务状况好坏的指标就可以具体为公司各年的综合成本率。

综合成本率=(赔付支出-摊回赔付支出+提取保险责任准备金-摊回保险责任准备金+分保费用+保险业务营业税金及附加+手续费及佣金支出-摊回分保费用+记录在资产减值损失中的计提/(转回)应收款项的坏账准备)/已赚保费

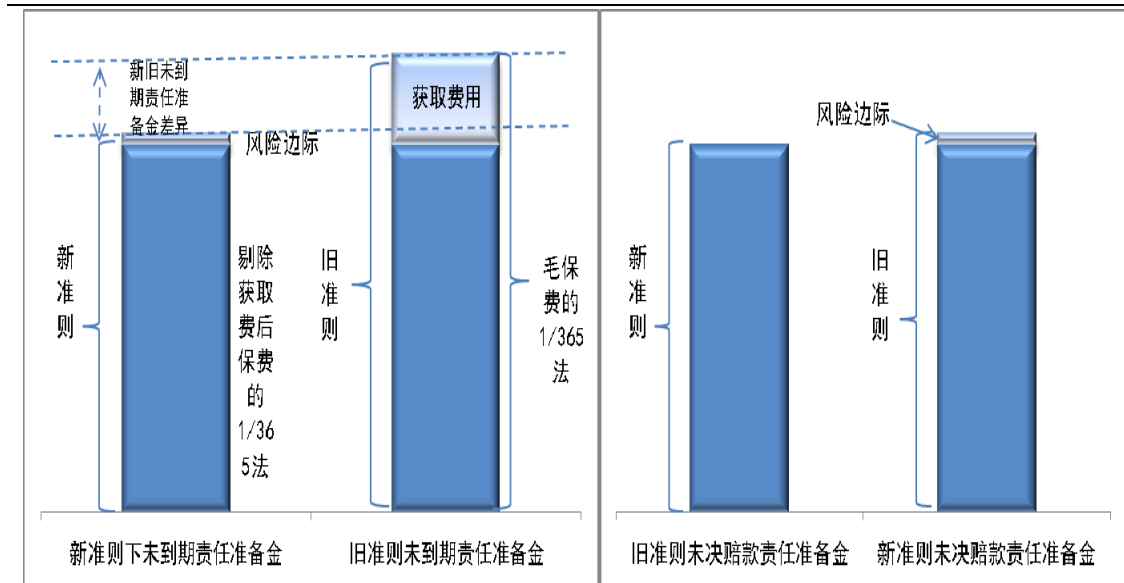
已赚保费=保险业务收入-分出保费-未到期责任准备金提转差,其中未到期责任准备金提转差=(本年未到期责任准备金-本年应收分保未到期责任准备金)-(上年未到期责任准备金-上年应收分保未到期责任准备金)。

图3: 财险公司净利润的核算过程演示



资料来源: 广发证券研发中心

图4：新旧准则下财险责任准备金差异



资料来源：广发证券研发中心

美国的通用会计准则（US GAAP）允许保险公司的获取费用资本化（DAC），并通过发布SAFS No.60、SAFS No.91、SAFS No.97、SAFS No.120等几个公告分险种对DAC的摊销方法进行了规范，这种规则下核算的利润更能反映按照权责发生制原则下保险公司的实际经营成果。但是中国的保险公司在新旧准则下获取费用均不能递延，但旧准则下评估的未到期责任准备金采用的是毛保费的1/365法，按旧准则计提的未到期责任准备金准备金过于保守，不能反映公司对未来负债计提的准备。未到期责任准备金转差项作为冲减项降低了各年的已赚保费，从而造成了各年承保利润的虚低。在新准则评估未到期责任准备金剔除获取费用，更能反映公司未来的负债情况，因而新准则下的综合成本率和净利润更能反映公司实际的经营成果。

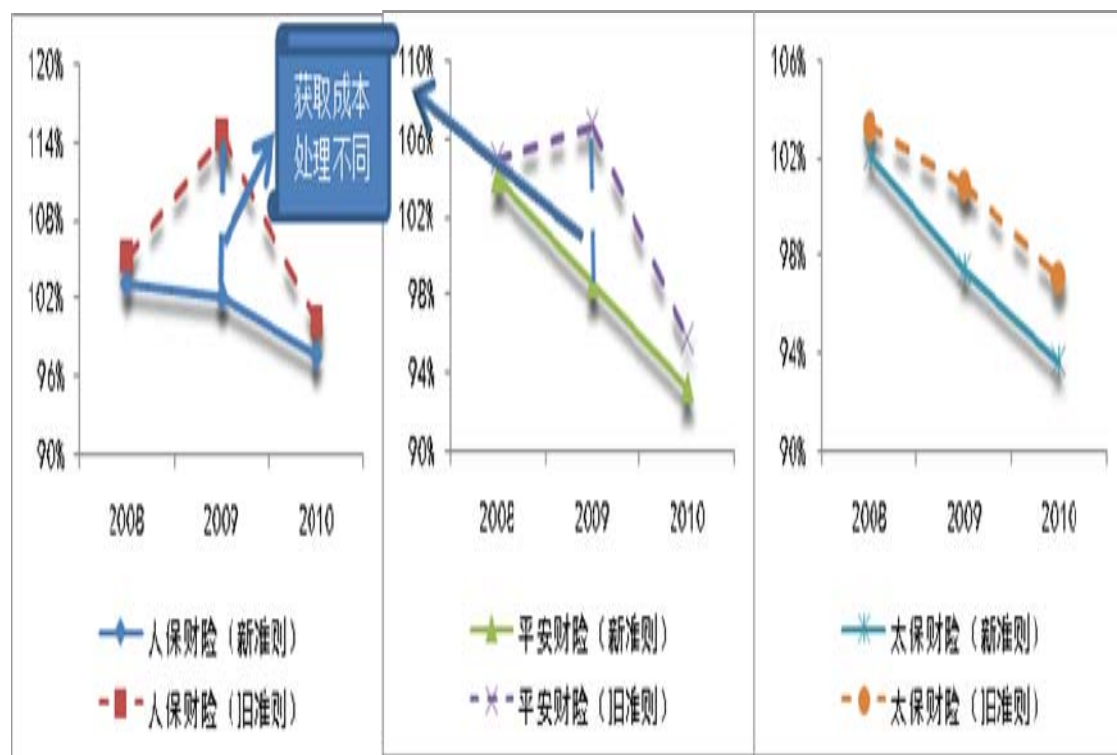
图5：US GAAP、旧准则与新准则对于获取费用的处理方法

US GAAP	旧准则	新准则
- 获取费用设立DAC摊销 - 分险种进行获取费用摊销	- 获取费用不递延 - 未到期准备金提转差考虑获取费用	- 获取费用不递延 - 未到期准备金提转差不考虑获取费用

资料来源：广发证券研发中心

在新准则下，一方面评估出的未到期责任准备金剔除获取费用，与旧准则相比在各年的未到期责任准备金数额和未到期责任准备金提转差上都较低。未到期责任准备金的提转差是已赚保费的抵减项，因此与旧准则相比新准则下财险公司的已赚保费较高，降低综合成本率；另一方面未决赔款责任准备金的提升导致各年末决赔款责任准备金提转差上升，进而提高综合成本率。从表面上看这两种效应对公司综合成本率和利润的变动影响是反向的。实际上新准则仅要求未决赔款责任准备金附加风险边际（2.5%），其效果上远不如新旧准则下未到期责任准备金变动的显著，因此上述两种效应中前者对综合成本率和利润的降低作用会大于后者对综合成本率的提升作用。我们的测算结果和我们的预期也相同，与旧准则相比，新准则下三家财险公司的综合成本率均会有所下降。

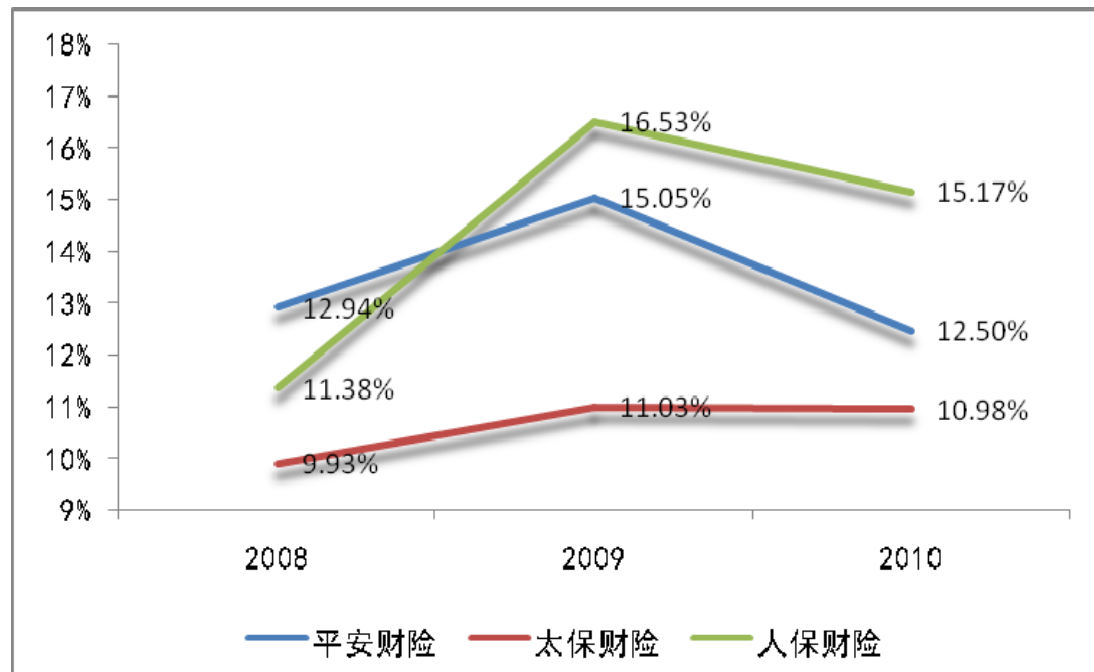
图6：新旧准则下财险公司的综合成本率对比



资料来源：公司年报、保险年鉴、广发证券研发中心

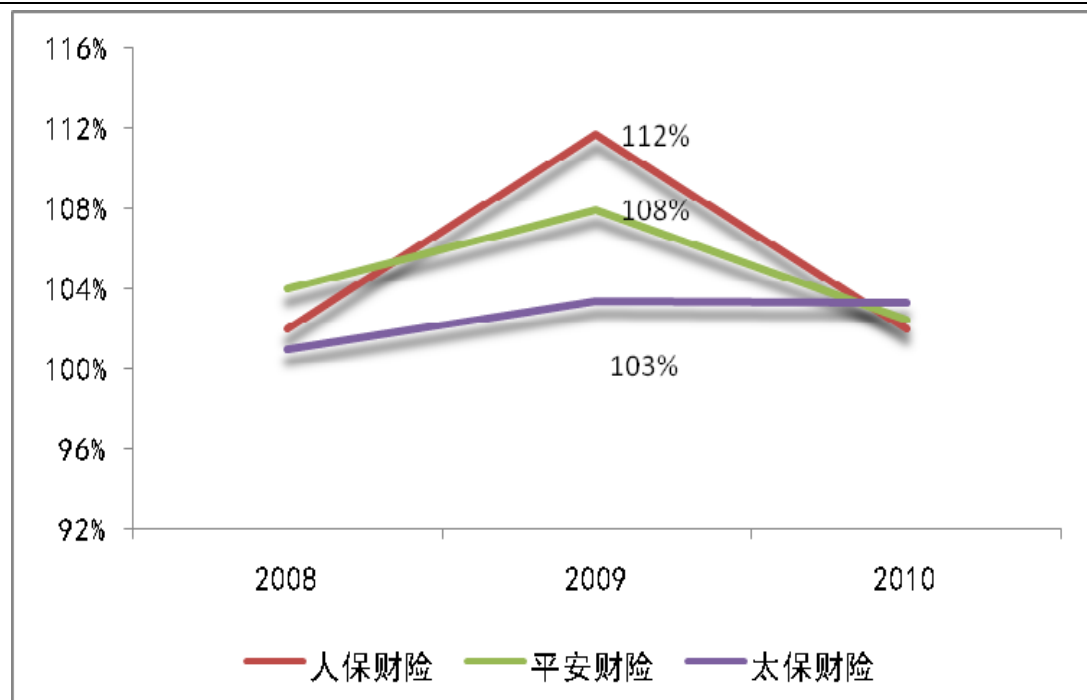
我们分析了三家公司新旧准则下的综合成本率，发现人保财险、平安财险新旧准则综合成本率的趋势与太保财险的有所不同（见图6）。经过分析，我们发现原因是人保财险和平安财险2009年保单的获取成本处于近几年度的最高点（分别为16.53%和15.17%）的缘故，由于在新准则计算未到期责任准备金时刨除了保单的获取成本，因此较高的获取成本会造成新旧准则下已赚保费的差异较大（据我们测算，人保财险、平安财险新旧准则下已赚保费比为112%和108%，远高于其他年份），进而造成2009年新旧准则下综合成本率的较大差异。

图7：近三年三家财险公司保单获取费用率



数据来源：公司年报、保险年鉴、广发证券研发中心

图8：近三年三家财险公司新旧准则已赚保费比（新准则/旧准则）



数据来源：公司年报、保险年鉴、广发证券研发中心

三、近年综合成本率下降的原因分析

（一）综合成本率的下降有赖赔付状况好转，平安的费用率下降也是亮点

由于我们在上面的分析中已经得出新准则下的综合成本率和净利润更能反映各保险公司的实际经营状况。因此，以下的讨论我们都将基于新准则进行。

综合成本率=综合赔付率+综合费用率

我们分别从综合赔付率和综合费用率角度去分析各家公司综合成本率下降的原因。发现人保财险、平安财险和太保财险综合成本率下降的成因各不相同，赔付率的下降对于拉低综合成本率具有共性，另外，平安财险的综合成本率下降还有赖于直销业务的蓬勃发展带来的综合费用率的下降。下面我们将对此分别进行详细的分析。

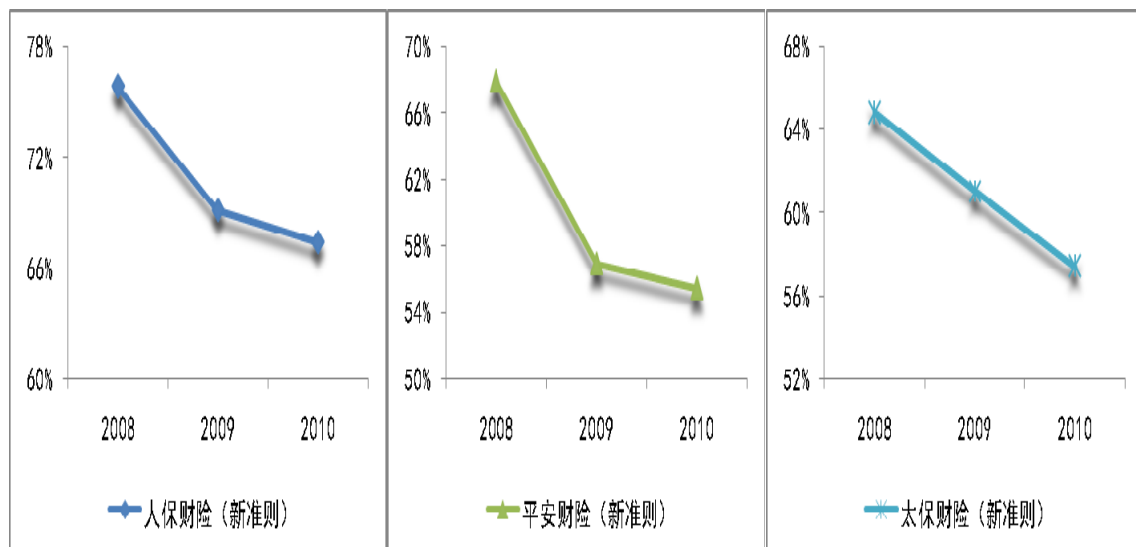
（二）行业规范后赔付率齐降是综合成本率下降的主要原因

综合赔款=退保金+保险合同赔付支出-摊回保险合同赔付支出+提取未决赔款责任准备金-摊回未决赔款责任准备金

综合赔付率=综合赔款/已赚保费

根据我们的分析发现在新旧准则下人保财险、平安财险和太保财险近三年的综合赔付率均有明显的下降趋势。

图9：新旧准则下财险公司的综合赔付率均下降



数据来源：公司年报、保险年鉴、广发证券研发中心