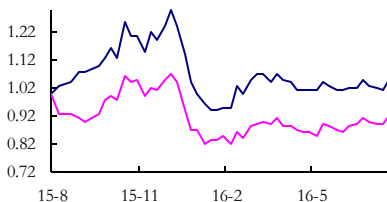


2016年08月15日

一年该行业与沪深300走势比较

行业专题


相关研究报告:

《行业重大事件快评: 增大资产供给, 缓解投资压力》——2016-07-04
 《保险行业深度报告之二: 聚焦投资端: 险企资产配置密码》——2016-06-08
 《保险行业深度报告: 紧盯价值增长, 莫为浮云遮望眼》——2016-04-05
 《行业重大事件快评: 万能险监管新政: 回归保障、防范风险》——2016-03-21
 《传统险费率市场化改革快评: 配套政策难抵整体负面影响》——2013-08-05

证券分析师: 陈福

E-MAIL: chenfu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080002

联系人: 王继林

E-MAIL: wangjil@guosen.com.cn

联系人: 赵秋实

E-MAIL: zhaogs@guosen.com.cn

如何理解保险公司价值

● 保险行业的评估范式

保险行业是经营“未来”的行业, 寿险合同保险期间也往往长达数 10 年之久, 一张保单的利润实现和内含价值创造都依赖于对未来条件的假设, “条件假设-评估体系-评估结果”就成为行业评估的一般范式, 也决定了保险公司利源结构和内含价值构成的实现过程。

● 保单的未来现金流是评估体系的构建基础

财务报告体系和内含价值体系对未来的不确定性采用了不同的假设条件, 集中体现在保险合同准备金的评估上。但两者都面临同样的构建基础: 保单的未来现金流。无论是财务评估体系还是内含价值体系, 都处于不断完善的过程, 但保单的未来现金流本质从未改变。所以, 理解保险略显复杂的评估体系的核心, 仍在于对保单现金流本质的理解。

● 财务会计体系的利源分析

根据保险行业的一般评估范式, 将保险公司利润的实现过程分为: 预期利润、调整利润和实际利润三个过程。在一定的假定条件之下, 保险公司将预期利润以“剩余边际”的方式计入准备金负债, 随着保单期间的推进再逐步于各会计年度内释放利润, 保险合同准备金也成为利润的“储藏室”。若计算预期利润所用的假设条件发生了改变, 需要在其基础上对利润进行调整, 得到调整利润。而保单逐步到期后, 再根据假设条件与实际情况之间的差异再次调整利润, 得到一张保单的实际利润, 保单也结束其生命周期。

● 内含价值的实现过程

按假定条件与实际情况的差异, 内含价值的实现过程包含预期内含价值和修正后内含价值两个部分, 两者的实现都可以拆解为: 利差、费差、死差和退保差等维度。但简单将内含价值表述为三差(利差、费差、死差), 可能存在“只见树木不见森林”的问题。

● 相对估值方法的比较

适用于一般企业的 P/E、P/B 相对估值方法并不适用于保险公司: 1) 寿险公司自设立起一般要经过 7-8 年周期才能实现盈利, 即使已经进入盈利周期, 净利润指标的可调节性较强, P/E 估值的参考价值并不高; 2) 财务报表的净资产并未包含所有清算可得资产, 比如没有包含依据目前的存量合同约定在未来仍可持续获得的保费收入和可实现的利润, P/B 估值方法不适用。内含价值 P/EV 的估值方法相对而言更为可信。

● “简化模式”理解的局限性

投资者往往出于简化的目的, 将保险公司理解成通过保单销售进行资金负债, 再通过投资获取利差创造利润和价值的模式, 称为“简化模式”。但简化模式下, 资金成本的数据并不易得, 这种理解方式也漏掉了理解保险行业的关键信息。会计准则体系和内含价值体系所能够带给投资者的, 并不局限于一个具体的利润或内含价值数据, 更多的是对行业运营模式的理理解, 这也是对保险公司价值进行合理评估的前提。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

保单的信仰：未来现金流	4
一张保单的含义	4
预测的难题	5
评估体系的分歧	6
财务会计体系：利源分析	7
利润的实现过程	7
预期利润的释放	7
调整利润的体现	9
内含价值体系：清算价值的评估	11
评估体系	11
准备金评估的差异	12
内含价值的实现过程	13
简化模式理解的局限性	14
对最简模式的理解	14
保险资金成本估算的难题	15
国信证券投资评级	16
分析师承诺	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明	16

图表目录

图 1: 保险公司利源分析	7
图 2: 剩余边际是保险公司预期利润的来源	8
图 3: 750 日平均国债收益率曲线仍有下移空间	10
图 4: 内含价值的评估结构	11
图 5: 内含价值的实现过程	14
表 1: 泰康人寿-爱相随定期寿险合同主要条款	4
表 2: 一张“爱相随”保单对险企而言可能引致的现金流	4
表 3: 2009 年会计准则变更对中国平安利润表的影响 (单位: 百万元)	5
表 4: 对保险合同准备金评估的分歧	6
表 4: 中国人寿保险合同准备金	8
表 6: 2015 年上市险企会计准备金计算适用贴现率	9
表 7: 假设条件改变对当期税前利润的影响 (单位: 百万元)	10
表 8: 中国人寿: 调整后净资产小于账面净资产 (单位: 百万元)	12
表 9: 2015 年中国平安内含价值计算所用假设	12
表 10: 四家险企长期投资收益率假设	13
表 11: 两种体系下保险合同准备金差异对比 (2008 年, 单位: 百万元)	13
表 12: 保险公司 3 种投资收益率口径	15
表 13: 中国平安: 有效业务价值对投资收益率的敏感性 (单位: 亿元)	15

本篇报告要讨论的是保险公司的评估体系，包括了财务报告体系和内含价值评估体系。但除了两者之外，投资者往往会出于简化理解的目的，将保险公司理解成通过销售保单进行资金负债，再通过投资获取利差创造利润或价值的模式，我们称之为“简化模式”。

方法论上，我们认为任何一个体系都有其构建基础。比如经济学所搭建的以价格信号为基础的运作体系，如果哪天人们对商品价格的降低普遍不再采取更多消费的回应，则以“供需定理”为基石的经济学体系就需要推到重来。从这点讲，理解体系的前提是理解其微观基础，而改变也往往从这里开始。本篇报告的研究也坚持了这样的方法论，所以在展开讨论之前，有必要找出各种评估体系共同的构建基础，我们认为这个基础就是一张保单的所有现金流。

保险是经营“未来”的行业，其利润和价值创造依赖于对未来的诸多假设，评估体系略显复杂。如果缺乏对评估体系运作模式的理解，净利润和内含价值也仅是“数据”而已，数据从来不会告诉我们背后的逻辑，除非我们赋予它具体的观察角度和主观理解。这也是我们这篇报告的研究目的。

保单的信仰：未来现金流

一张保单的含义

保险公司与保户通过签订保险合同的形式，约定双方权责，本质上也是对双方未来的现金流作出条件限定。我们以泰康人寿官网上销售的一款定期寿险为例进行分析，主要保险合同条款如下表所示：

表 1：泰康人寿-爱相随定期寿险合同主要条款

主要条款内容	
缴费方式	5 年期缴；
年交保费	1650 元人民币；
保险期间	10 年
保险保额	50 万元人民币；
保险责任	1) 被保险人在合同生效之日起 1 年内，因非意外伤害导致身故，按累计所缴保险费的数额向受益人给付身故保险金，保险合同终止； 2) 被保险人在合同生效之日起 1 年后，因非意外伤害导致身故，按保险合同约定保险金额向受益人给付身故保险金，保险合同终止； 3) 被保险人因意外伤害导致身故，按保险合同约定保险金额的 150% 向保险受益人给付身故保险金，保险合同终止。
现金价值	累计所缴保费的 50%；

资料来源：泰康人寿官网，国信证券经济研究所整理（由于官网信息并未披露现金价值，这里简单取累计所缴保费的 50% 计算，并不影响分析）；

对于一张“爱相随定期寿险”的保单而言，未来可能给保险公司带来的现金流入包括保费收入、投资收益，而可能的支出包括退保费、身故给付金。假定未来每年投资收益率维持在 5% 的水平、每年年初缴纳保费、风险事件发生后于当年年末支付赔付金、以及现金价值在年末统计，我们可以得到如下表所示的现金流关系，其中以正数表示对公司而言未来可能的现金流入，用负数表示未来可能的现金流出。这张表格大概刻画出了这张保单可为保险公司带来的现金流关系。

表 2：一张“爱相随”保单对险企而言可能引致的现金流（单位：元）

	年交保费	利息收入	现金价值	非意外身故保额	意外身故保额
第 1 年	1650	83	-825	-1650	-750000
第 2 年	1650	169	-1650	-500000	-750000
第 3 年	1650	260	-2475	-500000	-750000
第 4 年	1650	356	-3300	-500000	-750000

第 5 年	1650	456	-4125	-500000	-750000
第 6 年	--	479	-4125	-500000	-750000
第 7 年	--	503	-4125	-500000	-750000
第 8 年	--	528	-4125	-500000	-750000
第 9 年	--	554	-4125	-500000	-750000
第 10 年	--	582	-4125	-500000	-750000

资料来源：泰康人寿官网，国信证券经济研究所整理；

保险产品形态上只是一纸合约，没有实物商品的“生产”、“库存”等概念。保险公司的利润以及价值量由未来现金流情况决定，当流入大于流出时，意味着利润的创造和价值的增加，反之则是利润和价值的减少。

保单现金流最大的特点在于不确定性。上表 2 所刻画的现金流关系具有明显的不确定性，比如这张保单的保户可能在整个保险期间都健康无恙，但也可能在保单的某一年遭遇不幸，不同的情况下对应的现金流关系则完全不同，对应保险公司盈利或损失的情况也不同。保险是经营“未来”的行业，险企收到保费的同时也确立了未来赔付、红利支出的义务，但未来在什么时点需要多少现金流流出，并不是那么确定的事情。基于对未来支付责任的不确定性，保险公司需要将收到的部分保费以保险合同准备金的形式作为负债储藏起来，以备以后的支付。所以保险准备金即是保险公司的负债项（存量），也是当期营业成本的重要构成（流量）。

正是因为未来的不确定性，“条件假设-评估体系-评估结果”就成为保险价值评估的一般范式。即便对于上表所示同样的现金流基础，财务报告体系和内含价值体系采取了不同的假设条件，以及采用了不同的评估方法，构建出不同的评估体系。

为什么未来现金流是保险最根本的信仰？

评估体系一直在改变，但现金流的本质却从未改变。一张保单所引致的未来现金流并不因评估体系不同而不同，相反，在保单现金流本质未变的情况下各评估体系却在不断的完善中。如 2009 年保监会出台“关于保险业实施《企业会计准则解释第 2 号》有关事项的通知”，保险公司会计准则评估体系发生巨大变化，保费收入口径、准备金评估方法都发生根本性变化，对净利润也造成重大影响。再比如，目前偿二代体系下，保险公司内含价值评估方法也正在制定过程中，对目前评估方法做出进一步修正。

表 3：2009 年会计准则变更对中国平安利润表的影响（单位：百万元）

	会计政策变更前	变更的影响	会计政策变更后
保险业务收入	173,277	-61,064	112,213
提取未到期责任准备金	-6,845	1,362	-5,483
提取保险责任准备金	-101,815	60,581	-41,234
保险业务手续费及佣金支出	-19,146	7,728	-11,418
净利润	9,476	5,006	14,482

资料来源：中国平安 2009 年年报，国信证券经济研究所整理

如上表所示，由于会计政策的变更，中国平安 2009 年净利润从 94.76 亿增长至 144.82 亿，仅由于会计规则的改变便导致净利润 52.8% 的增长。但实际上，并没有证据表明存量保单的未来现金流将发生变化。

预测的难题

保险公司需要对未来现金流的不确定性因素进行评估，一些具有较大影响的因素包括：1) 保险合同所承保的风险事件发生的概率，如死亡率、发病率等；2) 保单未来持续存在的数量，或保户提前解除合约的概率，如退保率，保单持续率等；3) 未来可以实现的投资收益率，如当期保费和存量准备金所能实现的增值等。

若不能对未来不确定因素形成合理预期，不仅价值评估难以操作，保险公司的运营也不具备平稳基础，这也是大数定律和中心极限定理所要解决的问题。奇特之处在于，几个数学公式竟然支撑了一个行业的运营基础。

大数定理解决了样本均值和总体均值之间的关系问题（随着样本的增加，样本均值越来越趋向于总体均值），只要销售保单足够多，保险公司就有理由相信可以按照《中国人寿保险业经验生命表》中的概率去评估未来需要赔付的保户数量和赔付额。而中心极限定律则让保险公司可以评估样本出现一定偏差的概率。如此，原本分散于个体之间的、不可控制的风险，聚集到保险公司之后就有了很大的可预测性，保险公司才具备平稳运营基础。所集聚的同质化风险越多，其可预测性就越强，保险公司抵御不确定性的风险也越强，这也是保险公司为什么具有明显的规模效应的重要原因。

评估体系的分歧

一个前提性的问题是：为什么保险行业需要内含价值体系？

内含价值的存在源于险企一般会计体系的缺陷。保险股内含价值评估法一般用“市值/内含价值”的方式呈现，仍属于相对估值的范畴，与 P/E、P/B 估值方法类似。对于保险公司而言，当期净利润（E）和当期净资产（B）用于估值存在一定程度的瑕疵。概括而言，内含价值解决了会计准则下的两个缺陷：1）保险公司从设立起一般要经历 7-8 年的周期才能实现盈利，即使已经进入盈利周期，净利润指标的可调节性较强，P/E 估值可参考性较低；2）保险公司的净资产并非险企的清算可得资产，其并没有包含根据目前的存量保险合同约定未来仍将会持续收到的保费和可实现的净利润，也就是内含价值中的“有效业务价值”部分。

仍以“泰康爱相随定期人寿”保单为例，无论是基于财务报表体系（会计准则），还是内含价值的评估（法定准则），都需要确认保单在未来 10 年每年净利润的大小以及在各年份的分配。分歧在于，两者所采用了不同的假设，区别重点体现在对保险合同准备金的计量上。

表 4：对保险合同准备金评估的分歧

	监管态度	未来现金流评估原则	准备金结构构成	假设参数选取自由度	未来现金流贴现率
会计准则	原则性监管，不做具体规定	最优估计原则，反应对于未来的理性预期	合理估计 负债 + 风险 边际 + 剩余边际	保险公司对假设参数选取具有较高的自由度	1) 保险利益和未来投资收益率相关的，按投资收益率贴现（投连、万能险）；2) 保险利益和未来投资收益率无关的，选用 750 日国债平均收益率+合理溢价（传统险）
法定准则	规则性监管，要求较严	审慎评估原则，反应对未来的谨慎预期	谨慎估计 负债	保险公司对假设参数选取的自由度较低	基本选用保单定价的预定利率

资料来源：国信证券经济研究所整理；

财务报告体系强调最优估计原则，所用假设参数每年需根据最新信息调整。由于财务报告的目的在于对经营情况进行合理反应，坚持对股东、债权人以及保户的中立原则，既不高估，也无需低估。所以在评估准备金负债上坚持最优估计原则，同时估计所需参数信息也应当在每年的资产负债表日进行重新审定，以反映最新经营环境的变化。在贴现率的选择上，区分了保险利益与投资收益率的关系，投连、万能险按投资收益率折现，而传统险选用市场利率贴现，具体为 750 日国债平均收益率+一定溢价。

内含价值体系强调审慎原则，险企对相应假设参数的选择空间小。由于内含价值的目的在于监管以及价值评估，所以监管的审慎原则成为第一原则。同时，险企对相关假设参数的选择自由度上并不如财务体系。在未来现金流的贴现率上则选用了更低的预定利率，计提了更多的保险合同准备金。

特别提示的是，简化模式并不涉及具体准备金的提取，他只是投资者理解保险公司的一种方式，且在国内投资者中占有较高的比例。但其体现出简单的同时，也漏掉了理解保险公司运营的一些关键信息。我们讨论简化模式，是想在本篇报告后面部分详细探讨“保险资金成本”。毫无疑问，我们提倡通过对保险财务体系、内含价值体系的研究，增强对保险公司利润实现、价值创造的理解。

财务会计体系：利源分析

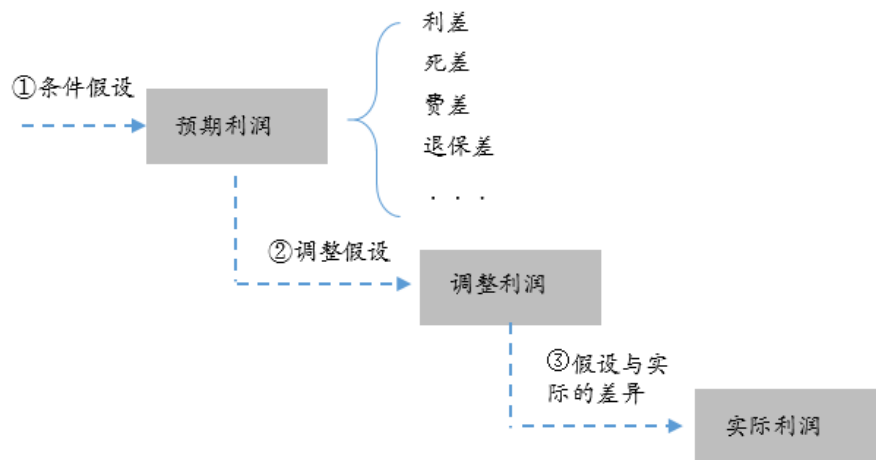
对于会计体系而言，核心是理解险企如何通过保险合同准备金释放出利润。

利润的实现过程

险企“条件假设-评估体系-评估结果”的评估范式下，利润实现过程包含了预期利润、调整利润和实际利润三部分。首先，在保险公司特定假设条件之下，未来可以实现的利润是可以计算出的具体数值，称之为预期利润；其次，在下一个资产负债日如果有证据表明适用的假设条件已经发生改变，则需要重新拟定假设条件，相应的利润也将发生调整，称为调整利润；最后，随着保单的逐步到期，假定条件与现实情况之间或许存在差异，还需要再对利润进行修正，最后得到实际利润。

需要指出的是，广为接受的“保险利润来自三差（利差、费差、死差）”，的说法并不完整，与保险公司真实的利润实现过程也存在一定差异。

图 1: 保险公司利源分析



资料来源：国信证券经济研究所整理

预期利润的释放

保险合同准备金是利润的“储藏室”。为了保障未来履行保险赔付等支出义务，保险公司需要在收到保费的同时计提保险合同准备金。若保险公司收到的保费在扣减掉获取费用后大于需要计提的保险合同准备金，则这张保单就能创造出利润。但这部分利润并不能在当期确认，而是按照会计准则计提到保险负债中以“剩余边际”的形式存在。随着保单期间的推进，保险合同准备金中储藏的利润才会逐年释放。

表 5: 中国人寿保险合同准备金

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016H1
未到期责任准备金	59	57	60	69	72	79	129
未决赔准备金	33	32	31	47	73	93	85
寿险责任准备金	10,005	11,793	13,599	14,613	15,590	16,528	17,198
长期健康险责任准备金	84	112	156	217	299	460	495
合同准备金总计	10,181	11,994	13,845	14,945	16,034	17,160	17,907
总负债	12,001	13,905	16,758	17,504	19,592	21,221	22,253
合同准备金占比	85%	86%	83%	85%	82%	81%	80%

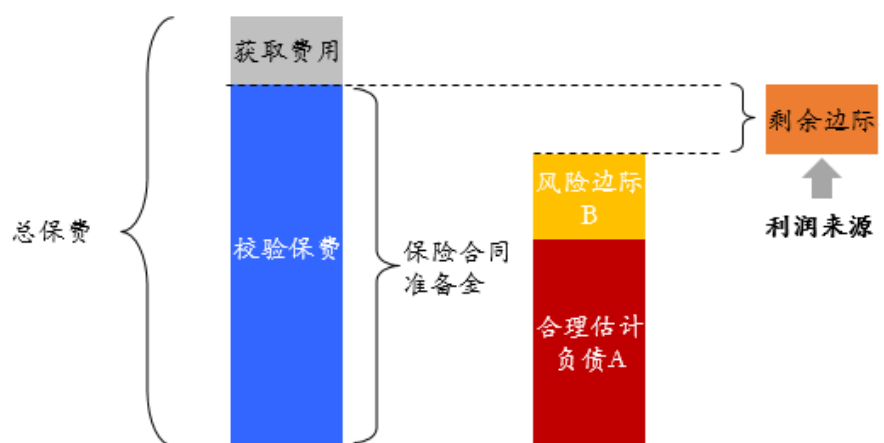
资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理

目前国内保险公司执行的财务会计准则，始于 2009 年保监会下发的《关于保险业实施<企业会计准则解释第 2 号>有关事项的通知》、《关于印发<保险合同相关会计处理规定>的通知》两个文件，前者是原则指引，后者设定了具体评估规则。而在 2009 年之前，会计准则在评估保险准备金上采用了和法定准则相同的口径。

《关于保险业实施<企业会计准则解释第 2 号>有关事项的通知》对国内险企会计执行准则作出重大修正，主要有三方面的内容：1) 保费收入的确认和计量引入重大保险风险测试和分拆处理；2) 保单获取成本不递延，计入当期损益；3) 采用新的基于最佳估计原则的准备金评估标准。

《关于印发<保险合同相关会计处理规定>的通知》对保险合同准备金评估准则作出具体指引：1) 对未来现金流采用明确的当前估计，且应当是根据评估日的最新假设进行的无偏估计；2) 反应货币的时间价值，在未来现金流贴现的折现率选择上，保险利益与投资收益不相关的，用市场利率折现，否则用资产组合的预期收益率贴现；3) 包含明确的边际因素：风险边际和剩余边际。其中风险边际反应未来现金流的不确定性；剩余边际则是为不产生首日利得而设立。这三项原则基本确定了会计准则下保险合同准备金的评估范式。

图 2: 剩余边际是保险公司预期利润的来源



资料来源：国信证券经济研究所整理

保险合同准备金的计提可以从两个角度理解：保费收入的角度和未来支付责任的角度。保费收入的角度，由于保单的获取成本不能递延，保费收入中要扣除掉获取成

本得到校验保费，如上图所示：校验保费=保费收入-获取成本，校验保费也是计提准备金的基础。另一方面，从未来支付责任的角度看，也需要对未来的支付责任进行合理评估，即未来需要净支付的现值。按 2009 年《关于印发<保险合同相关会计处理规定>的通知》的指引，财务会计准则下保险合同准备金包含三个部分：保险合同准备金=合理评估负债+风险边际+剩余边际。

合理估计负债是保险公司对一张保单未来需要支付的净现金流的贴现值。需要确定三个因素，未来现金流出、未来现金流入，以及合适的贴现率。未来现金流出（A）包括三个方面的内容：1）合同保证利益，如死亡给付、疾病给付、生存给付和满期给付，也即保险风险发生后的支付；2）合同非保证利益，如保单红利给付；3）合同的后续费用，如维持费用，理赔费用。而未来的现金流入（B）包括了保费收入和其他收费。则 A 和 B 之间的差就是一张保单未来的净现金流出，也就是保险公司的未来预期负债。在贴现率的选择上，由于财务会计体系采用最优估计的原则，根据金融原则，如果未来保险利益和投资收益率直接相关（投连、万能等）则采用假设投资收益率为贴现率，否则采用市场利率为贴现率，也即 750 日国债平均收益率+一定溢价的形式。将 A 与 B 之差按贴现率折现后的现值即是合理估计负债。

表 6：2015 年上市险企会计准备金计算适用贴现率

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
保险利益与投资收益率相关	4.8%-5.0%	4.75%-5.50%	5.10%-5.96%	4.75%-5.23%
保险利益与投资收益率无关	3.42%-5.78%	3.55%-5.29%	3.47%-5.96%	3.57%-5.93%

资料来源：上市公司年报，国信证券经济研究所；

风险边际用于对冲合理估计负债中未来现金流不确定性的风险。虽然合理估计负债是基于最新信息下的最优估计结果，但未来现金流不确定性的本质并未改变，仍需要对现金流的不确定性计提准备，这也是风险边际要解决的问题。风险边际的评估有多种方法，最常用的是情境模拟法，即通过设定更为严格的参数，包括死亡率、发病率、退保率、分红率等，建立悲观情境下的合理估计负债，将其与正常参数设置下合理估计负债的差作为风险边际，即：**风险边际=悲观情境下合理估计准备金-正常情境下合理估计准备金**，这是寿险和长期健康险最常用的风险边际评估方法。而对非寿险准备金而言，2010 年 2 月保监会在关于《关于保险业做好<企业会计准则解释第 2 号>实施工作的通知》中有具体规定：1）财产险和再保险公司的风险边际不超过合理估计负债的 2.5%-15.0%的区间；2）未到期责任准备金的风险边际按合理估计负债的 3.0%确定；3）未决赔准备金的风险边际按合理估计负债的 2.5%确定。

剩余价值由校验保费、合理估计负债和风险边际决定，是预期利润的来源。校验保费是保险合同准备金计提的基础，而合理估计负债+风险边际是对保险公司未来支付义务的评估，两者之差决定剩余边际的大小。若校验保费-（合理估计负债+风险边际）< 0，说明校验保费不够计提未来可能的支付义务，差额部分直接计入当期损失，剩余边际为 0；若校验保费-（合理估计负债+风险边际）> 0，则校验保费在提取未来估计的支付义务后仍可产生利润，但这部分利润并不在当期确认，而是作为剩余价值计入保险合同准备金，在以后保险合同准备金的释放中逐步分摊利润。至于以后会计年度所能分摊利润的比例，则根据各会计年度内风险的承担、服务的提供等因素衡量。

以上就是保险利润创造的逻辑，每一张保单在销售的当时，几乎就能确定其未来可以带来的预期利润，后面只不过是利润在各会计年度进行分摊。

调整利润的体现

预期利润所衡量的是指在当前的假定条件之下，一张保单通过剩余边际所蕴藏的利

润。但如果对未来的假定条件改变了，则也需要对预期利润作出调整。根据保监会 2009 年《关于保险业实施<企业会计准则解释第 2 号>有关事项的通知》的指引，所用假设条件必须根据最新的信息所设定，在每个资产负债表日随着信息的更新，都会引起对假设条件的调整，进而影响到会计利润，我们将经过调整后的利润称之为“调整利润”。

上市保险公司的年报中，每年都会披露根据最新假定条件调整准备金、进而调整税前利润的信息。我们统计了自 2009 年现行会计准则实施以来假设条件调整对税前利润的影响数据，见下表。

表 7: 假设条件改变对当期税前利润的影响 (单位: 百万元)

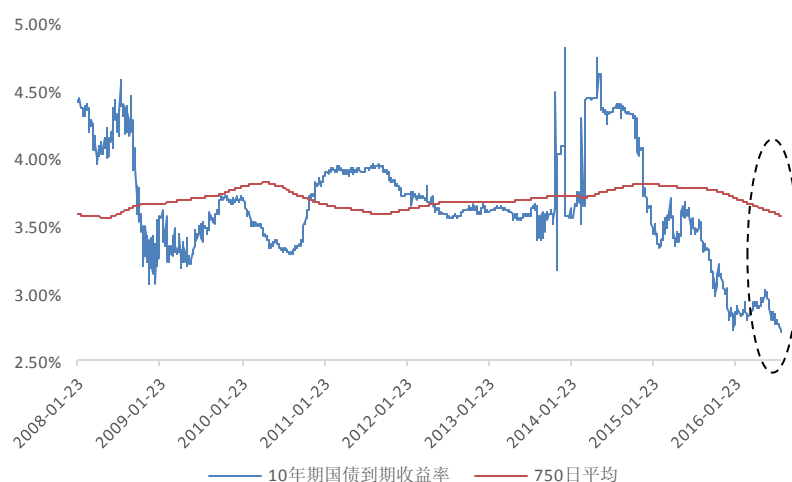
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
中国平安	6,115	-2,175	1,059	-54	-2,305	-1,102	-23,175
中国人寿	8,085	6,382	-3,268	318	-1,493	4,179	-9,497
中国太保	1,330	3,130	50	-260	-3,761	-4,648	-4,844
新华保险			-295	-1,098	-438	-1,165	-4,489

资料来源: 各公司历年年报, 国信证券经济研究所整理;

从数据中可以看出，每年仅假设条件的调整就能带来当年税前利润很大的变动。最明显的莫过于 2009 年和 2015 年。2009 年将财务报告适用的准备金评估方法从法定准则调整为目前的会计准则，2015 年则是国债收益率下滑导致贴现率下调带来的影响。其中 2009 年的调整分别增加平安、国寿和太保税前利润 61.15 亿、80.85 亿和 13.30 亿，2015 年贴现率的下调导致准备金上调，进而带动税前利润下调，分别导致平安、国寿、太保和新华税前利润下调 231.75 亿、94.97 亿、48.44 亿和 44.89 亿。

正是基于保险会计利润在所用假设条件上具有较强的弹性与操作空间，我们认为以保险净利润并非评估保险价值的可靠指标，P/E 估值对于保险公司而言具有明显的缺陷。

图 3: 750 日平均国债收益率曲线仍有下移空间



资料来源: 国信证券经济研究所整理

从表 7 中可以看出，2015 年由于贴现率的下调导致上市险企净利润的大幅下调。而从图 3 中也可以看出，这种影响在 2016 年仍将维持，且有扩大的趋势。目前 750

日均线与 10 年期国债到期收益率的差已经拉大到近年来新高，保险准备金计算的贴现率仍有继续下移的压力，保险公司的调整利润也将持续下调。

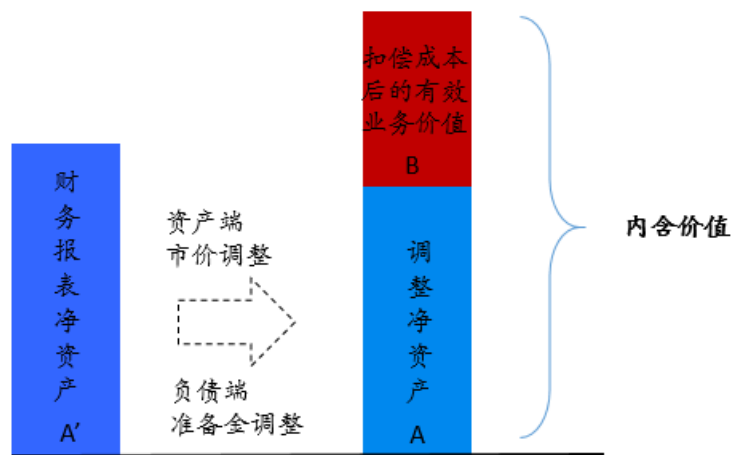
无论是预期利润还是调整利润，都是在一定假设条件之下的利润，随着保单的到期，假设条件与现实情况可能不相符，需要再一次调整保单利润，从而得到基于实际情况下的实际利润，一张保单也完成其生命周期。一般而言，由于在调整利润阶段每年根据最新信息的调整，保单实际情况与假设情况之间差异并不大，对保单利润的影响也较小。

内含价值体系：清算价值的评估

评估体系

2005 年 9 月保监会印发《人身保险内含价值报告编制指引》，国内险企开始应用内含价值的概念，并作为一项重要监管内容每年报送证监会。内含价值的概念不仅局限于价值评估，对保险公司经营以及对监管的执行都有很大帮助。目前上市险企对内含价值的表述上采用了类似的口径，如中国平安在 2015 年报中对内含价值的表述“内含价值指调整后股东资产净值，加上本公司有效人寿保险业务的价值（经就维持此业务运作所要求持有的法定最低偿付能力额度的成本作出调整）”，即： $内含价值 = 调整净资产 + 有效业务价值（扣除偿付能力额度成本）$ ，我们在下面的分析中也沿用这个分类方法展开。

图 4：内含价值的评估结构



资料来源：国信证券经济研究所整理

调整净资产由会计准则下净资产经调整而来。法定准则之下的调整净资产由会计准则下的净资产经过两个步骤的调整得到：1) 资产端，将资产的价值调整至市场价格；2) 负债端，将会计准则下的保险合同准备金调整为法定准则下的准备金。两者对于净资产的影响是反向的，前者增大调整后净资产，后者减小调整后净资产，但以后者为主。我们给出了中国人寿从 2010 年至 2015 年两种评估体系下净资产的比较，调整后净资产均小于会计准则下净资产。

另一个问题在于：资产端为什么要经过这样的调整？

无论是对于保险公司真实偿付能力的衡量，还是出于监管的目的，保险公司资产的市场价值远比账面价值更具有实际意义，更实用市场价值的口径。

表 8：中国人寿：调整后净资产小于账面净资产（单位：百万元）

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
调整后净资产	144,655	110,266	128,507	107,522	194,236	268,729
账面净资产	201,475	193,388	223,101	222,585	287,331	326,214

资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所整理

有效业务价值是存量保单在未来所能实现净利润的贴现值，由于涉及到对未来经营情况的假设，依然沿用保险行业“条件假设-评估体系-评估结果”的评估范式，有效业务的评估也依附于一定的前提假设而存在。如中国平安在计算有效业务价值时的假设条件如下表所示。内含价值评估与会计准则假设条件的最大不同体现在贴现率上，内含价值体系采用了更高的贴现率（11%）。

表 9：2015 年中国平安内含价值计算所用假设

假设条件	主要内容
风险贴现率	非投资连结性资金的收益率（经税项调整后的投资回报）或 11.0%；
投资回报	非投资连结型寿险资金的未来年度每年投资回报率为自 4.75%起，以后每年增加 0.25%，至 5.5%并保持不变。投资连结型资金的未来投资回报在上述假设的基础上适当上调；
税项	假设平均所得税税率为每年 25%，同时假设未来年度投资收益中每年可以豁免所得税的比例为自 12%起，以后每年增加 3%，至 18%并保持不变。此外，意外险业务及部分非养老金业务的营业税率为毛承保保费收入的 5.5%；
死亡率	男性和女性的经验死亡率分别按《中国人寿保险业经验生命表(2000-2003)》非年金男性表和女性表的 65%和 65%为基准计算。就年金产品而言，进入领取期后的经验死亡率分别以《中国人寿保险业经验生命表(2000-2003)》年金男性表和女性表的 60%和 50%为基准计算；
发病率	发病率参考行业表或公司本身的定价表为基准计算。短期意外及健康险业务的赔付率假设在 15%到 100%之间；
保单失效率	保单失效率根据本公司最近的经验研究计算。保单失效率视定价利率水平及产品类别而定；
费用	费用假设根据本公司最近的费用分析而定。费用假设主要分为取得费用和维持费用假设，其中单位维持费用假设每年增加 2%；
保单红利	个人寿险及银行保险分红业务的保单红利根据利息及死亡盈余的 75%计算。团体寿险分红业务的保单红利根据利息盈余的 80%计算。

资料来源：中国平安 2015 年报，国信证券经济研究所整理；

在以上假设条件之下，2015 年中国平安有效业务价值为 2663.45 亿元，但这部分价值仍需扣除持有偿付能力额度的成本。

理解有效业务价值的关键在于理解持有偿付能力额度成本。金融机构的运营，需要与其业务规模和结构相适应的资本金支持，“偿付能力额度”扮演了保险业资本金的角色。《人身保险内含价值报告编制指引》中对内含价值的定义为“指在充分考虑总体风险的情况下，适用业务对应的资产未来产生的收益中可以分配给股东的利益的现值”，可知内含价值仅指能够分配给股东的利益现值。但偿付能力额度作为维系保险资产和业务的资本金基础，并不允许对股东进行分配。虽然随着保险期间的推进，偿付能力额度会逐步得到释放，但期间的持有成本依然不可忽略，一般用以下公式计算期间持有成本： $\text{持有成本} = \text{偿付能力额度} - (\text{未来释放的偿付能力额度} + \text{偿付能力额度在期间的收益率}) / \text{贴现率}$ 。

准备金评估的差异

有效业务价值为一张保单未来利润的现值，其计算过程包含两个主要步骤：1) 未来的利润大小及时间分配；2) 未来利润适用的贴现率。

法定准则下利润的释放逻辑与会计准则相同，最大差异体现在准备金的估算上。两者对保险合同准备金的评估采用了不同的贴现率水平，会计准则基于最优估计原则，贴现率的选择应当体现无偏性，相关论述和贴现率大小可参见表 6。而法定准则下准备金适用的贴现率却更多的体现了谨慎性原则，如 2013 年人身险费率改革时保监会下发文件《关于普通型人身保险费率政策改革有关事项的通知》，规定法

定准备金评估适用的贴现率不得高于预定利率和 3.5%，即贴现率= $\min(\text{预定利率}, 3.5\%)$ ，明显小于会计准则下准备金评估适用贴现率。如此，法定准则下基于审慎原则计提了更多的保险合同准备金。

由于保险合同准备金是保险利润的储藏室，并将利润分摊至各年度。法定准则下计提了更多的准备金，也推迟了一张保单利润的释放时间。

最后，由于内含价值计算中采用 11% 的贴现率（表 9），远高于对投资收益率的假定（表 10），如此，法定利润越往后推延就越容易低估内含价值。从这个角度讲，内含价值的评估再次体现出审慎性，其作为险企价值评估指标的可靠性也越高。

表 10: 四家险企长期投资收益率假设

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
中国人寿	5.5%	5.5%	5.5%	5.2%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
中国平安	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
中国太保	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
新华保险					5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%

资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理；

一个显而易见的问题是：能不能将两种准则下的准备金大小进行对比呢？

由于一般情况下，只能得到上市险企会计报表数据，会计准则下准备金数据也容易获取。而内含价值部分对法定准则下准备金大小并没有披露，对数据的对比造成困难。

幸运的是，由于 2009 年保险会计政策的变更，财务报表下准备金口径由法定准则变为会计准则，上市公司同时对 2008 年的数据进行了重述。也只有在这一年，我们能够同时获得两种口径下的准备金数据，我们也得以一窥其差异。

表 11: 两种体系下保险合同准备金差异对比（2008 年，单位：百万元）

	中国人寿	中国平安	中国太保	新华保险
会计准则下准备金 (A)	662,865	320,496	173,591	-
法定准则下准备金 (B)	778,392	420,064	209,821	-
比值 (A/B)	85.2%	76.3%	82.7%	-

资料来源：上市公司年报，国信证券经济研究所整理；

从 2008 年的数据看，法定准则下保险准备金确实体现出了谨慎性，从会计准备金与法定准则准备金的比值看，国寿、平安和太保 2008 年分别为 85.2%、76.3% 和 82.7%。

内含价值的实现过程

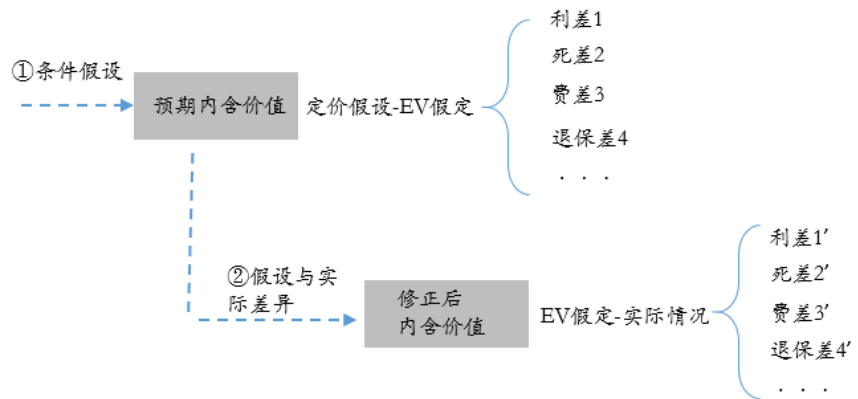
再次提及险企“条件假设-评估体系-评估结果”的评估范式，因为这同样是理解内含价值实现过程的前提。由于法定准则的审慎性，监管机构往往对假设条件进行更为严格的设定，相对而言保险公司主动调整假设的空间较小，这也是内含价值作为保险价值评估标准的一个重要原因。所以，这也造成了内含价值在实现过程上相比会计利润少了假设条件变动一环，主要包含预期内含价值和修订内含价值两个环节。

预期内含价值产生于保单定价所用假设与法定准则假设之间的差异。预期内含价值指在保单销售的那一刻，根据对保单未来的投资收益率、退保率、赔付率等假设条件计算出的价值。如果在保单定价过程采用与内含价值同样的假设参数，则保单也不能差生预期价值，预期内含价值正是产生于两者之间的差。这也说明，在保单销售的那一刻，一张保单预期能带来的内含价值量也确定了（与会计准则下预期利润相似）。但保单期间实际情况与假定情况也可能出现差异，这时候就需要对内含价

值进行修正。

需要修正的内含价值产生于法定准则假设与实际情况的差异。随着保单期间的推进，内含价值计算所用的法定准则假设条件与现实之间往往会出现差异，这时需要用实际情况对内含价值进行修订，从而得到修订后的内含价值。

图 5: 内含价值的实现过程



资料来源：国信证券经济研究所整理

无论是预期内含价值还是修正后内含价值，都可以拆解为利差、死差、费差、退保差等（不仅前三差），但简单将内含价值表述为三差，可能存在和会计准则利源分析中同样的“只见树木不见森林”的问题。对于内含价值增长源的分析，请参照我们在深度报告《紧盯价值成长，莫为浮云遮望眼》中的分析，这里不在重复。

简化模式理解的局限性

对最简模式的理解

最简模式指投资者出于简化的目的，将保险公司理解成通过保单销售进行资金负债，再通过投资获取利差创造利润或价值的模式。这里讨论最简模式的目的是有两个，一是市场中按最简模式理解保险公司的投资者较多，而这种理解又反过来将保险股走势限定在“后牛市品种”的定义上；另外，在最简模式之下，险企投资收益率和资金成本是最重要的两个数据，但我们的研究倾向于认为保险资金成本的估算存在现实的困难，特别是在目前年报所披露的公开信息的前提下。

对于行业和公司研究而言，我们的观点认为研究的目的应该是寻找 α 因素，即在特定行业中努力去寻找最有可能跑出行业的卓越公司，而适当淡化由于市场短期偏好造成的短暂性股价波动，毕竟对于没有规律性因素的研究是徒劳的。最简模式在体现出简单性的同时，忽略了行业中各险企之间的重要差异，对投研而言没有带来太多好处。

我们认为保险公司在产品端的战略是主动和可控的，也是赢得持续性溢价能力的最好方向。而投资端所面临的更多是宏观层面的影响因素，险企具有明显的被动型特征，并非是建立核心优势的好的方向（伯克希尔并不具有好的复制性）。但目前中国经济环境引发的投资环境重构，资产荒蔓延下，保险行业的分化时代可能已经到来。我们也同样认为，未来国内保险公司也将能出现类似友邦保险、伯克希尔等具备明显自身特点、持续跑赢行业的卓越公司。从这个趋势上讲，最简模式的分析框架的适用性预计也将越来越窄。

更为重要的是，会计准则体系和内含价值体系所能够带给投资者的，并不局限于一个具体的利润或内含价值数据，而更多的是对行业运营模式的理解。

保险资金成本估算的难题

首先应当界定保险资金成本的含义，保险资金成本并不如想象的那么简单直接。正如在会计利润和内含价值的实现过程中所展示的，不仅利差是构成保险利润和内含价值的贡献力量，费差、死差、退保差等都是影响因素。最简模式之下，将利润或价值的创造均归于利差，保险资金成本就被定义成：当投资收益率下降到某一水平时，保单的利润或价值为 0，这个特定的收益率水平即为最简模式框架下的保险资金成本。

最简模式的一个吸引力在于，如果能够清楚保险资金的成本，在目前投资收益率趋势性下滑的背景下，就能知道保险公司经营的“安全线”位置。但无论是基于利润视角还是基于内含价值视角下，资金成本的估算都面临现实困难。更为重要的是，保单资金成本的概念在保险公司运营中并不具备现实意义。

利润视角下估算的逻辑和难点：按最简模式下保险公司赚取利差的模式理解，则有“净利润=（投资收益率-保单资金成本率）*负债+净资产*投资收益率”。我们将主要难点简述如下：1）找不到符合上述公式的投资收益率口径。保险公司共披露了三种投资收益率口径（表 12），净投资收益率口径过于狭窄。总投资收益率的难点在于忽略了“可供出售金融资产”的贡献，而其却是保险负债中重要的构成部分。综合投资收益率统计口径最全，但可供出售金融资产的价值变动部分并不计入净利润，而是体现在了所有者权益中；2）保险公司对净利润拥有较强的可控性。目前保监会对会计准则仅是做原则性指引，保险公司在假设参数设定上拥有较高自由度，实际上，保险公司几乎每年都会调整假设条件，净利润也受到较大影响（表 7）。

表 12: 保险公司 3 种投资收益率口径

	统计收入口径
净投资收益率	A=来自定期存款、债券的利息收入+股票等资产的股息收入
总投资收益率	B=A+交易性金融资产的公允价值变动+出售可供出售金融资产的价差收入+资产减值计提
综合投资收益率	C=A+B+可供出售金融资产的公允价值变动

资料来源：中国平安 2015 年报，国信证券经济研究所整理；

内含价值视角下估算的逻辑和难点：内含价值的优势在于，保险公司对各参数选取的自由度较低，数据的可控性更高。上市险企均在年报中披露了有效业务价值对投资收益率假设的敏感性分析，即在保持其他参数不变的前提下，投资收益率改变对价值的影响。我们给出了中国平安的相关数据，如 2015 年在基准假定条件下（长期投资收益率假定为 5.5%）的有效业务价值为 2249 亿元，而将收益率下调 50 BP 时有效业务价值下调 11%至 2007 亿元。如果将投资收益率下调至某一水平使得有效业务价值为 0，则就能得到内含价值体系下的保险资金成本。遗憾的是如下表中的数据并不能直接外推，主要的差异在于，投资收益率为复合收益率，而一张传统寿险保单的保险期间往往长达 10 年以上，收益率的改变对价值量的改变并非线性关系。

表 13: 中国平安：有效业务价值对投资收益率的敏感性（单位：亿元）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
基准假设情况	433	438	607	774	962	1205	1403	1744	2249
投资收益率降低 50BP	310	316	481	637	813	1046	1232	1542	2007
影响幅度	-28%	-28%	-21%	-18%	-16%	-13%	-12%	-12%	-11%

资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理；

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		医药生物		互联网	
董德志	021-60933158	江维娜	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	邓周宇	0755-82133263	何立中	010-88005322
魏玉敏	021-60933161	万明亮			
柯聪伟	021-60933152	梁东旭	0755-82130646		
		徐衍鹏	021-60875165		
		谢长雁	0755-82133263		
纺织/日化/零售		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
郭陈杰	021-60875168	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
朱元	021-60933162	钟潇	0755-82132098		
		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
王齐昊	0755-22940673	蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资		非金属及建材		房地产	
李君海	010-88005315	黄道立	0755-82130685	区瑞明	0755-82130678
王东	010-88005309	刘宏	0755-22940109	朱宏磊	0755-82130513
徐培沛	0755-22940793				
电力设备/新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
轻工造纸		汽车及零部件		非银行金融	
邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097	陈福	
				赵秋实	
				王继林	
金融工程					
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700	汤静文 021-60875164 13636399097	赵晓曦 0755-82134356 15999667170	赵冰童 0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn	tangjingwen@guosen.com.cn	zhaoxi@guosen.com.cn	zhaobt@guosen.com.cn
夏坤 13726685252	吴国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226	梁佳 0755-25472670 13602596740
王玮 13726685252	梁轶聪 021-60873149 18601679992	颜小燕 0755-82133147 13590436977	程可欣 886-0975503529(台湾)
	liangyc@guosen.com.cn	yanxy@guosen.com.cn	liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	倪婧 18616741177	黄明燕 18507558226	chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	林若 13726685252	刘紫微 13828854899	夏雪 18682071096
王艺汀 13726685252	张南威 13726685252	简洁 13726685252	吴翰文 13726685252
	周鑫 13726685252		
	张欣慰 13726685252		