

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告（跟踪）

中国平安 (601318)

利空逐渐消化，价值正在回归

强烈推荐 (维持)

——中国平安深度报告

2009 年 01 月 05 日

股价 28.37 元

邵子钦 金融行业首席分析师

0755-22626592

shaozq@pasc.com.cn

童成墩 保险行业分析师

0755-22627185

tongcd@pasc.com.cn

主要数据

行业	保险业
公司代码	601318
公司网址	www.pingan.com
总股本(万股)	734505
流通股(万股)	392658
流通市值(百万)	106,057
每股净资产(元)	10.17
净资产收益率(%)	-0.94
总资产负债率(%)	88.43

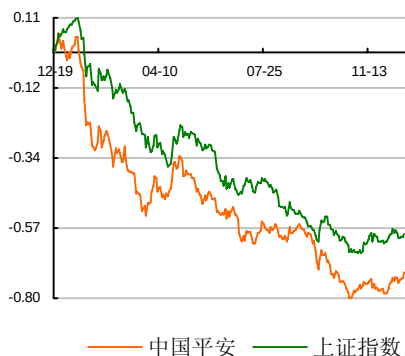
相关研究报告

《战略决定成败——09 年保险策略报告》

《投资富通的代价——平安 3 季报点评》

《降息结束之时，股价上涨之始——降息对保险业影响点评》

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

独到见解

1. 公司估值取决于对利率下行空间和时间的判断。降息预期结束之时即为股价趋势性上涨之始。2. 后援集中有望成为平安在未来竞争中的制胜法宝。

投资要点

利空逐渐消化：

- ①投资富通的账面余额10.87亿元，仅剩初始投资的4.6%，预计损失已到底。
- ②税收问题预计09年才能解决。
- ③小非解禁压力有所缓解。

关于投资者重点关注的3个问题：

- ①高利率保单利差损。高利率保单准备金占比34.4%，预计08年利差损25亿元；随着新单增长，利差损在准备金中占比将逐步下降。
- ②低利率环境下利差收窄。降息过程中，静态利差扩大，动态利差收窄。公司估值取决于对降息空间和时间的判断。我们预计利率继续下降空间为75BP，低利率持续时间为1年。
- ③激进的战略是否创造价值。从2001年末至2008年中的净资产年复合增长率比较来看，激进策略创造价值。但是，投资富通税后损失的170亿元，是该期间净资产增加额的45.7%，足见稳健经营和平衡投资的重要。

09年预测：①寿险保费和一年新业务价值分别同比增长17%和14%。②投资收益率和总投资收益率分别为3.9%和4.5%。③净利润和每股收益分别为120亿元和1.64元。

评估价值42.3元/股：寿险业务按长期投资回报率4.5%，贴现率11.5%，新业务乘数19.9倍评估，非寿险业务按PB评估，扣除税收影响，公司评估价值为3106亿元，折合每股42.30元。与早盘收盘价28.37元相比，尚有49%的涨升空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示

1. 受经济影响保费增速放缓；
2. 利率长期处于低位形成利差损；
3. 股市下跌影响权益投资回报率。

年度	已赚保费	净利润	EPS	BVPS	EVPS	PE	PB	P/EV
31-Dec	(百万)	(百万)	(元)	(元)	(元)	(x)	(x)	(x)
2006	78,845	7,342	1.19	7.31	10.58	23.9	3.9	2.7
2007	100,945	15,086	2.05	14.60	20.46	13.8	1.9	1.4
2008E	127,475	481	0.07	10.44	17.87	433.4	2.7	1.6
2009E	149,831	12,012	1.64	12.04	21.23	17.3	2.4	1.3

注：封面股价为 2009 年 1 月 5 日早盘收盘价

目 录

一、利空逐渐消化，价值正在回归	3
1.1 利空逐渐消化	3
1.1.1 富通投资损失预计到底	3
1.1.2 税收问题预计 09 年解决	3
1.1.3 大小非抛售压力有所减轻	4
1.2 价值正在回归	4
二、投资者重点关注的 3 个问题	5
2.1 高利率保单利差损	5
2.2 低利率环境下利差收窄	6
2.3 激进的战略是否创造价值	7
三、2009 年基本面预测	9
3.1 预计寿险保费和一年新业务价值分别同比增长 17%和 14%	9
3.2 预计投资收益率和总投资收益率分别为 3.9%和 4.5%	10
3.3 预计净利润和每股收益分别为 120 亿元和 1.64 元	12
四、后援集中有望成为制胜法宝	12
五、估值	13

一、利空逐渐消化，价值正在回归

1.1 利空逐渐消化

1.1.1 富通投资损失预计到底

2008年12月31日富通集团（FORB.BR）收盘价0.93欧元/股，平安投资富通的账面余额10.87亿元，仅剩初始投资的4.6%，累计浮亏228亿元。虽然12月19日比利时法院已判决巴黎银行收购计划暂缓执行，富通将面对政治和司法的不确定性，但平安的投资损失已充分体现。

如果富通投资按清算价值核算，计提资产减值损失进行所得税递延，则公司08年有望实现微利。①根据IFRS，公司可采用清算价值进行会计核算。②浮亏资产未来变现时可抵交所得税，属于税法与会计制度之间的时间性差异，所以计提减值损失时，公司可以借记递延所得税资产，并结转所得税费用。按富通2.59欧元/股净资产核算，平安需对富通总共计提减值损失208.4亿（=238.7-2.59*1.21*9.659）。第3季报公司已计提减值损失157亿，第4季度尚需计提51.4亿。考虑25%税率影响，第4季度富通计提减值损失的净利润影响是-38.5亿。

图表1 平安投资富通情况

简称	FORTIS
资产分类	可供出售金融资产
平安持股数量(百万股)	121
初始投资成本（百万元）	23,874
2008年12月31日股价（欧元/股）	0.93
2008年12月31日汇率（欧元/人民币）	9.659
2007年12月31日账面值（百万元）	20,306
2008年6月30日账面值（百万元）	13,314
2008年9月30日账面值（百万元）	5,263
2008年12月31日账面值（百万元）	1,087
截至2007年12月31日累计浮亏（百万元）	-3,568
截至2008年6月30日累计浮亏（百万元）	-10,560
截至2008年9月30日累计浮亏（百万元）	-18,611
截至2008年12月31日累计浮亏（百万元）	-22,787
已计提减值准备（百万元）	15,700

资料来源：公司数据、平安证券

图表2 富通净资产

	富通归属股东净资产	股本	每股净资产
出售富通比利时保险	EUR 7.4 billion	EUR 2,468 million	EUR 2.99
包含富通比利时保险	EUR 6.7 billion	EUR 2,468 million	EUR 2.71
2.95 亿欧元汇兑损失	EUR 6.4 billion	EUR 2,468 million	EUR 2.59

资料来源：公司数据、平安证券

1.1.2 税收问题预计09年解决

平安税收问题目前并无明确的时间表。市场和股价已做了充分的预期。07年国税总局曾公司深度报告

进驻中国人寿进行了稽查，针对发现的一些问题，曾下发过《关于核定中国人寿资产管理有限公司2006年度计税工资税前扣除问题的通知》，以及《关于中国人寿财产保险股份有限公司等3家保险公司缴纳企业所得税有关问题的通知》。借鉴历史经验，预计平安税收问题也将履行上述程序，预计09年内有望解决。

1.1.3 大小非抛售压力有所减轻

平安08年3月1日限售股解禁规模31.22亿股，占已流通A股387%。经过近10个月的抛售，减持压力已有所缓解。截至9月30日，前6大限售解禁股东合计增持220万股。假设解禁以来平均每周减持2500万股，则累计减持10.75亿股，占解禁规模的34.4%。如果前6大限售股东稳定持股，则预计剩余减持规模为2.81亿股。

图表3 平安大小非抛售规模测算

单位：百万股

	总规模	前 6 大限售股	平均周减持规模	已减持规模（43 周）	预计剩余减持规模
情形 1	3,122	1,765	15	645	711
情形 2	3,122	1,765	20	860	496
情形 3	3,122	1,765	25	1,075	281
情形 4	3,122	1,765	30	1,290	66
情形 5	3,122	1,765	35	1,505	0

资料来源：公司数据、平安证券

图表4 前6大限售解禁股

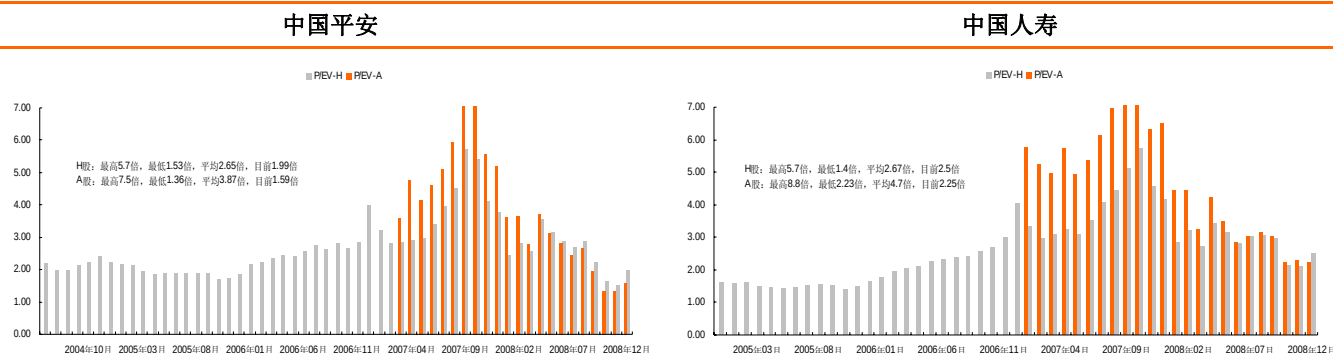
股东名称	持股数量 (百万股)	占总股本比例 (%)	股本 性质	变动情况 (百万股)
深圳市投资控股有限公司	547	7.44	A 股	增持 3.5
源信行投资有限公司	380	5.17	A 股	
深业集团有限公司	302	4.11	A 股	
深圳市武新裕福实业有限公司	195	2.66	A 股	
深圳市立业集团有限公司	175	2.38	A 股	减持 1.3
上海汇业实业有限公司	167	2.27	A 股	
前 6 大解禁限售 A 股	1,765	24		增持 2.2

资料来源：公司数据、平安证券

1.2 价值正在回归

随着经济增速下滑与降息周期的确认，保险业的冬天已然来临。但是从估值角度来看，已具有一定安全边际，存在结构性反弹机会。参照P/EV，中国平安、中国人寿历史平均水平分别为2.65倍和2.67倍。虽然中国平安H股已从最低1.53倍回到1.99倍，中国平安A股从最低1.36倍回到1.59倍，但仍低于历史平均水平，预计将逐步向价值回归。未来股价趋势性上扬的机会来自于基本面的反转，以及降息预期的结束。

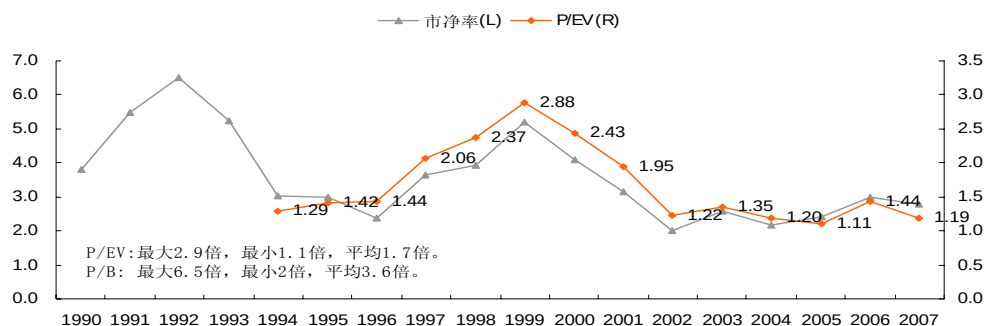
图表5 历史P/EV



注：数据截至2008年12月31日

资料来源：公司数据、平安证券

图表6 英国保诚P/EV



资料来源：公司数据、平安证券

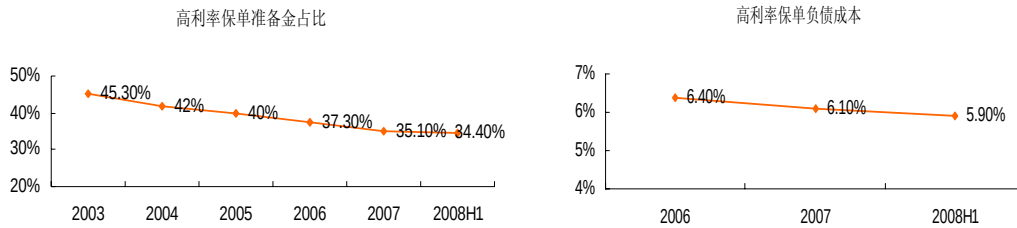
二、投资者重点关注的3个问题

2.1 高利率保单利差损

高利率保单准备金占比34.4%，预计08年利差损25亿元。公司2003年、2004年、2005年高利率保单带来的利差损分别为12.8亿、19.5亿、22亿。截至2008年6月30日，平安寿险高利率保单准备金占比34.4%，负债成本为5.9%，在4%的投资回报率保守假设下，08年利差损为25亿元。

随着新单增长，利差损在准备金中占比将逐步下降。随着续期保费和保单责任的持续增长，基于公司内含价值计算假设，高定价利率保单准备金在2007年、2008年、2009年的增加额分别为43亿、51亿和73亿左右。高定价利率保单准备金大约在2050年前后达到峰值1,700亿左右。化解利差损的途径包括：①获取高收益率投资项目，满足高利率保单久期和收益率的匹配；②在高盈利年份增提准备金，下调评估利率，降低负债成本；③持续发展新单，摊薄高利率保单准备金占比。由于投资渠道匮乏，途径①和②可遇不可求，发展新单是可行的长效手段。

图表7 平安寿险高利率保单



资料来源：公司数据、平安证券

图表8 高利率保单利差损测算

单位：百万

时间	准备金	总投资收益率							
		2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%
2008	131,645	-5,134	-4,476	-3,818	-3,159	-2,501	-1,843	-1,185	-527
2009	138,945	-5,419	-4,724	-4,029	-3,335	-2,640	-1,945	-1,251	-556

资料来源：公司数据、平安证券

图表9 中国平安历史财务数据（IFRS）

单位：百万元	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008H1
母公司股东净利润	2954	2005	2327	3146	4226	7838	18688	9487
总权益	5372	11800	13289	28627	33522	47750	113851	90420
ROE	55.0%	17.0%	17.5%	11.0%	12.6%	16.4%	16.4%	10.5%
高利率保单准备金占比	68.50%	53.30%	45.30%	42%	40%	37.30%	35.10%	34.40%
高利率保单负债成本	-	-	6.90%	-	-	6.40%	6.10%	5.90%
总体平均负债成本*	5.80%	5.30%	5.00%	4.80%	4.70%	4.50%	4.70%	-
寿险投资收益率	5.80%	4.10%	4.40%	3.70%	4.30%	7.80%	14.20%	3.60%

*总体平均负债成本考虑了结算利率和分红水平。

资料来源：公司数据、平安证券

图表10 负债成本比较

项目	中国人寿	中国平安	中国太保
高利率保单准备金占比		34.40%	22.80%
高利率保单负债成本		5.90%	6.38%
非高利率保单预定利率	低于 2.5%	低于 2.5%	低于 2.5%
总体负债成本	低于 2.5%	3.54%*	3.23%*

*假设非高利率保单平均负债成本为2.3%。

资料来源：公司数据、平安证券

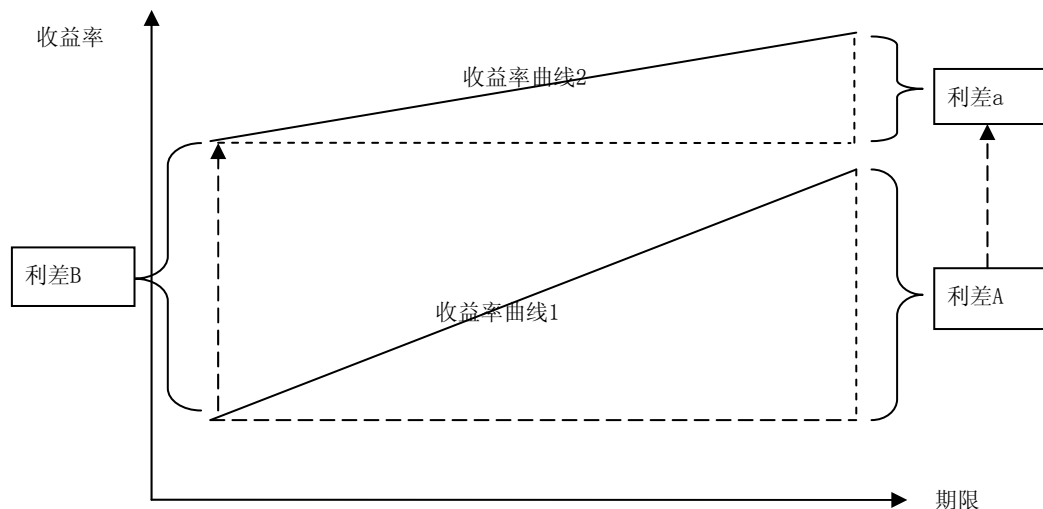
2.2 低利率环境下利差收窄

利差包括静态和动态两类。静态利差是指债券收益率曲线长短端之差；动态利差是不同时间段的利率走势。静态利差影响时限较短，主要影响的是会计利润；动态利差影响时限相对较长，主要影响公司价值。降息过程中，静态利差扩大，动态利差收窄。

利差分为历史保单和新增保单两类。历史保单保证收益率已经确定，投资收益率下降直接对净利差构成负面影响。新增保单的保证收益率将随着投资收益率的下降而适度下调，净利差相对稳定。

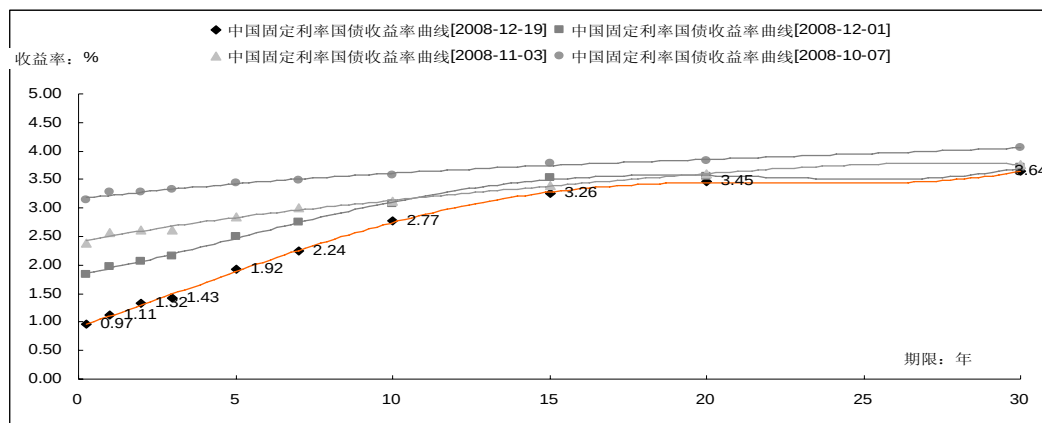
公司估值取决于对降息空间和时间的判断。目前 1 年期存款利率为 2.25%，接近 06 年 8 月-07 年 3 月利率水平，比历史最低点高 27BP（02 年 2 月~04 年 10 月的 1.98%）。我们认为，如果 09 年上半年 CPI 降至 1%，则利率继续下降空间为 75BP。另外，预计低利率持续时间为 1 年。

图表11 利差可划分为动态和静态两类



资料来源：平安证券

图表12 降息正在使收益率曲线变得陡峭



资料来源：WIND资讯

2.3 激进的战略是否创造价值的问题

从历史上看，平安一直锐意进取。公司伴随行业至少经历了5次重大考验：

- ① 1995~1999高利率保单利差损；
- ② 2002年投连退保风波；
- ③ 2004~2005结构调整，保费负增长；
- ④ 2002~2005低利率与股市低迷并行；
- ⑤ 2008股票投资巨额损失。

每一次考验都有所不同，相同的是没有带来毁灭，而是行业变革。利差损使公司强化了保险精算职能；投连风波使公司开始注重客户细分，强化风险管控；结构调整促发了万能险的诞生，优化了产品结构，提高了代理人人均产能；资本市场潮起潮落，使公司反思风险承受的底线，并着手培育投资文化。

从净资产复合增长率比较来看，激进策略创造价值。国际会计准则下，2001年12月31日平安净资产为55.36亿元，2008年6月30日为879.3亿元，扣除期间汇丰6倍PB入股、H股和A股上市融资净额合计564.5亿元，加回累计发放股利112.3亿元后，调整后08年6月30日净资产为427亿元，年复合增长率37%。高于中信证券，低于招商银行。如果加回投资富通浮亏和高利率保单增提准备金，则08年6月30日调整后净资产为628.11亿元，年复合增长率为45.3%，高于招商银行和中信证券。考察2003年12月31日至2008年6月30日，平安净资产的年复合增长率明显高于中国人寿。

随着公司规模日益扩大，稳健经营和平衡投资变得越来越重要。截至目前，投资富通累计浮亏225.5亿元，税后影响170亿元（假设25%税率），是2001年12月31日至2008年6月30日净资产净增加额372亿元的45.7%，可见稳健经营和平衡投资的重要。如何将锐意进取与稳健经营相结合，是平安面临的新课题。

图表13 净资产复合增长率

单位：百万

公司	报表净资产		200112-200806		调整后净资产	复合增长率
	200112	200806	期间融资净额	期间股利	200806	
中国平安	5,536	87,928	56,451	11,225	42,702	36.9%
中国平安	5,536	87,928	56,451	11,225	62,811*	45.3%
中国人寿	——	166,738	52,517	17,166	——	——
招商银行	5,116	77,496	38,056	11,737	51,176	42.5%
中信证券	3,327	51,975	31,409	4,224	24,790	36.2%

注：调整后净资产指剔除期间融资额，并加回股利后净资产；

*假设税率25%，加回富通105.6亿浮亏，并加回高利率保单评估利率调整导致税前利润减少162亿。

资料来源：公司数据、平安证券

图表14 净资产复合增长率

单位：百万

	报表净资产		200312-200806		调整后净资产	复合增长率
	200312	200806	期间融资额	期间股利	200806	
中国平安	12,952	87,928	51,501	10,199	46,626	32.9%
中国平安	12,952	87,928	51,501	10,199	66,735*	44.0%
中国人寿	62,436	166,738	27,810	17,166	156,094	22.6%
中国人寿	37,729**	166,738	52,517	17,166	131,387	32.0%
招商银行	18,261	77,496	27,287	10,352	60,562	30.5%
中信证券	5,481	51,975	29,650	3,673	25,999	41.3%

注：调整后净资产指剔除期间融资额，并加回股利后净资产；

*假设税率25%，加回富通105.6亿浮亏，并加回高利率保单评估利率调整导致税前利润减少162亿。

**为03年H股上市前净资产。

资料来源：公司数据、平安证券

图表15 平安高利率保单评估利率下调情况

	2006	2007	2008H1
调整前评估利率		6.5%~7.5%	6%~6.5%
调整后评估利率		6%~6.5%	6%
减少税前利润	27.43 亿	96.98 亿	38.11 亿

资料来源：公司数据、平安证券

三、2009年基本面预测

3.1 预计09年寿险保费和一年新业务价值分别同比增长17%和14%

承保受银保影响小于同行。由于平安寿险银保业务占比仅为15%，业务增长主要依赖个人代理人渠道，产品结构优势将在09年逐步显现。这一点从11月保费平稳增长可见一斑。平安寿险1~11月份累计保费921亿元，同比增长28.1%，较1~10月份下降1.6个百分点。11月份单月保费75.7亿，同比增长12.7%，较10月份下降15.8个百分点；环比增长6.6%，增加4.7亿。

通过增员实现一年新业务价值增长。截至08年9月30日，公司代理人队伍提升至33.6万名，较上年末增加3.4万人，增长11.3%。09年公司具有相对明确的增援计划，加上“周单元”推动，有望抵补消费不足给保费带来的负面影响。

图表16 平安寿险保费增速预测

增长率	2005	2006	2007	2008H1	2008E	2009E
新业务						
首年期缴保费	38.3%	17.0%	39.9%	37.2%	36.0%	30.0%
首年趸交保费	-20.8%	2.9%	11.8%	63.9%	65.0%	-10.0%
短期意外及健康险	16.7%	-14.0%	15.1%	15.7%	16.0%	15.0%
新业务合计	2.4%	4.9%	24.3%	43.4%	43.7%	11.2%
续期业务	10.7%	23.8%	11.1%	19.5%	17.3%	21.6%
人寿保险合计	7.2%	16.3%	15.9%	29.1%	27.5%	17.0%

资料来源：公司数据、平安证券

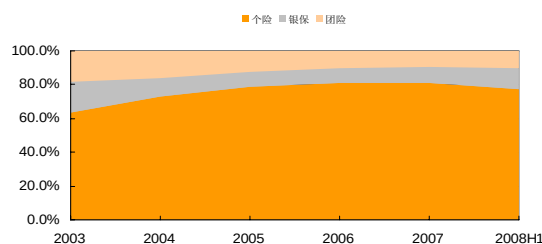
图表17 中国平安内含价值预测

单位：百万

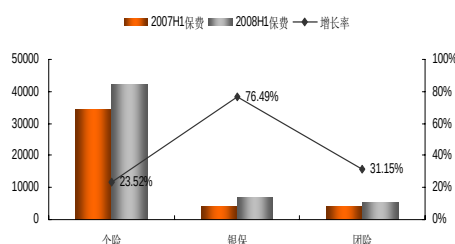
主要财务数据预测	2006	2007	2008E	2009E	09 增速
内含价值（包括非寿险净资产）	65,573	150,311	131,243	155,914	18.8%
寿险内含价值	38,347	73,407	75,444	97,122	28.8%
一年新业务价值	5,132	7,187	9,054	10,309	13.8%
每股数据					
每股内含价值（元）	10.58	20.46	17.87	21.23	18.8%
每股一年新业务价值（元）	0.83	0.98	1.23	1.40	13.8%

资料来源：平安证券

图表18 平安寿险渠道结构

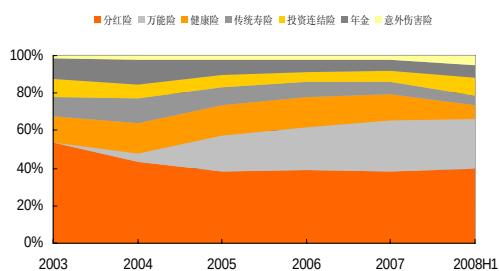


图表19 各渠道增长率 单位：百万

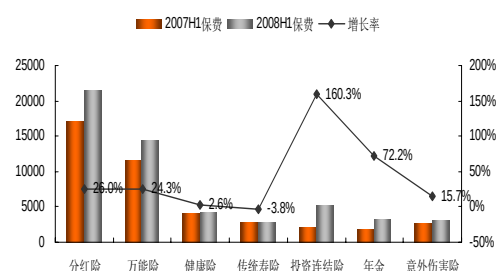


资料来源：公司数据、平安证券

图表20 平安寿险产品结构

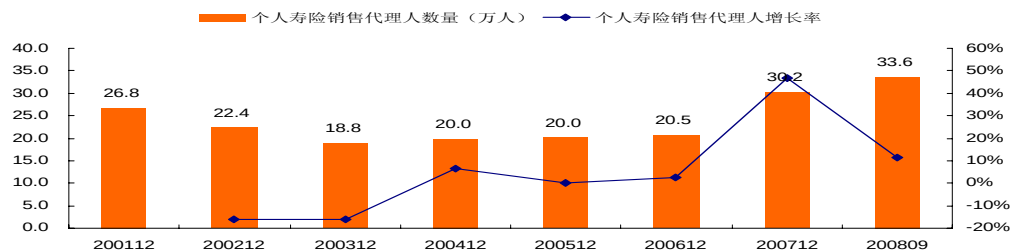


图表21 各险种增长率 单位：百万



资料来源：公司数据、平安证券

图表22 中国平安寿险代理人数量



资料来源：公司数据、平安证券

3.2 预计09年投资收益率和总投资收益率分别为3.9%和4.5%

资产配置回归保守。第3季度，公司明显加大了固定收益类资产的配置，占比由第2季度末的61.1%提高到68.3%，净增加350亿元；而权益投资占比则下降至11.2%，净减少310.9亿元。我们预计09年股权投资占比10.2%，基金占比3.7%，其他均为固定收益类资产和现金。

固定收益类资产投资收益率为 3.84%。这是基于以下 2 个假设：

- ① 占比 75%的存量资产平均到期收益率 4.5%，且其中 10%到期转为低利率产品。
- ② 占比 25%的新增资产平均到期收益率为 2.5%。

回顾 2003~2005 年低利率环境下，人寿和平安最低净投资收益率为 3.49%，最低总投资收益率为 3.6%。当时回报率高的主要原因是银行协议存款占比较大。我们预计 09 年债券发行量将有所增加，打破现有供需失衡状态，弥补长债利息收益率。

图表23 中国平安投资收益率预测

投资收益率预测	2007	2008H1	2008E	2009E
投资收益率（净+已实现）	14.1%	5.1%	6.1%	3.9%
总投资收益率（包括投连险，净+已实现+未实现）	14.6%	0.9%	2.5%	4.5%

注：投资收益率=投资收益/（期初投资资产+期末投资资产）*2

资料来源：平安证券

图表24 中国平安投资资产配置结构（IFRS）

单位：百万

项目	规模				占比			
	200712	200803	200806	200809	200712	200803	200806	200809
现金及其他	87,859	93,616	93,384	92,648	17.7%	20.1%	20.1%	19.8%
固定到期日	274,241	266,714	284,469	320,007	55.4%	57.3%	61.1%	68.3%
权益投资	128,931	101,114	83,673	52,580	26.0%	21.7%	18.0%	11.2%
衍生金融资产	177	19	121	32	0.04%	0.00%	0.03%	0.01%
投资物业	3,882	3,630	3,677	3,494	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
合计	495,090	465,093	465,324	468,761	100%	100%	100%	100%

资料来源：公司数据、平安证券

图表25 中国平安投资资产预测

单位：百万

资产构成	200612	200712	200806	200812E	200912E
股权投资	31,951	101,487	54,791	42,280	56,347
基金投资	12,820	15,792	15,379	14,106	20,249
债券投资	187,334	191,023	235,184	257,006	303,456
定期存款	59,107	33,188	49,622	52,920	63,408
现金及现金等价物	38,150	127,174	86,999	91,078	97,071
其他	2,802	6,223	6,554	7,753	10,000
合计	332,164	474,887	448,529	465,143	550,532
资产占比					
股权投资	9.6%	21.4%	12.2%	9.1%	10.2%
基金投资	3.9%	3.3%	3.4%	3.0%	3.7%
债券投资	56.4%	40.2%	52.4%	55.3%	55.1%
定期存款	17.8%	7.0%	11.1%	11.4%	11.5%
现金及现金等价物	11.5%	26.8%	19.4%	19.6%	17.6%
其他	0.8%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司数据、平安证券

图表26 中国平安历史财务表现（IFRS）

中国平安IFRS	2003	2004	2005	2006	2007
净投资收益率	4.1%	4.1%	4.2%	4.3%	4.5%
总投资收益率	4.5%	3.6%	4.3%	7.7%	14.1%
ROE	17.5%	11.0%	12.7%	16.8%	16.9%
ROA	1.1%	1.2%	1.3%	1.6%	2.8%

资料来源：平安证券

3.3 预计09年净利润和每股收益分别为120亿元和1.64元

我们预计，09年公司寿险业务重新回归盈利，实现利润93.2亿元；产险有望受益于产业整合，在没有巨灾发生的情况下，实现利润6.2亿元；银行受降息影响，利润略有下降至13.4亿元；证券牛市行情不再，利润降至4.8亿元；信托及集团现金资产实现利润6.5亿元。考虑集团持股比例后的净利润合计为120.1亿元，折合每股1.64元。

图表27 中国平安利润预测

单位：百万元

	2006	2007	2008E	2009E	集团持股	09E 净利润
寿险	5,671	7,831	-2,034	9,323	99%	9,230
产险	582	1,484	111	623	99%	617
银行	71	1,537	1,670	1,336	90%	1,202
证券	609	1,492	682	477	86%	410
其他	563	3,237	68	647	100%	647
合计	7,496	15,581	497	12,406	-	12,012*

注：模型略有误差

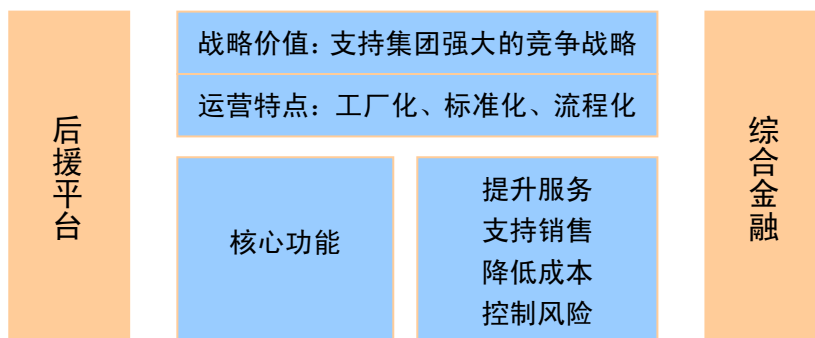
资料来源：平安证券

四、后援集中有望成为制胜法宝

目前基本完成第一阶段集中目标。截至2008年6月30日，平安个人寿险核保、理赔，产险车险、财产险理赔，各子公司机构会计专业，全国电话中心等作业已经全部集中。下一阶段，公司将依托信息平台和技术手段，扩大核心运营能力的应用，充分支持业务的高速发展。

后援集中是平安的一个长期战略，是实现综合金融梦想的前提条件。通过后援集中，可以进行客户细分，实现交叉销售，降低运营成本，控制经营风险，提高服务品质。这将是平安在下一轮竞争中战胜对手的制胜法宝。

图表28 中国平安后援平台支持综合金融



资料来源：平安证券

五、估值

评估价值42.3元，维持“强烈推荐”评级。在长期投资回报率4.5%，贴现率11.5%，新业务乘数19.9倍的假设下，平安寿险评估价值2464亿元。产险、证券、银行、集团分别按照1.2XPB、1.5XPB、1.5XPB、1XPB计算的非寿险业务价值为662亿元。二者合计价值为3126亿元，扣除预计税收影响20亿元后，公司评估价值为3106亿元，折合每股42.30元。与2008年12月31日收盘价26.59元相比，尚有59%的涨升空间，维持“强烈推荐”评级。

图表29 三大保险公司估值

单位：百万

	2009 年	中国人寿	中国平安	中国太保
主要假设	长期投资回报率	4.5%	4.5%	4.2%
	贴现率	11.5%	11.5%	12%
	新业务乘数（倍）	17.2	19.9	16.2
	新业务乘数隐含 NBV 增长率	10 年 8%永续 3%	10 年 10%永续 3%	10 年 8%永续 3%
内含价值	基准寿险业务内含价值	264,646	97,122	50,517
	基准一年新业务价值	17,209	10,309	3,880
	基准寿险价值	561,238	301,990	113,329
	假设调整后寿险价值	427,654	246,376	84,544
	非寿险业务价值	0	66,233	30,949
	合计价值	427,654	312,610	115,493
其他因素	人寿海外投资溢价	+41,304	—	—
	平安税收影响	—	-2,000	—
	太保管理效率折扣	—	—	80%
评估价值	评估价值	468,958	310,610	92,395
	每股价值（元）	16.6	42.3	12
	每股价值/股价	0.89	1.59	1.08
	评级	中性	强烈推荐	中性

注：09年预测数据计算，非寿险部分产险1.2XPB，银行、证券1.5XPB，集团业务1.0XPB。股价为2008年12月31日收盘价。

资料来源：平安证券

图表30 中国平安非寿险业务价值评估

单位：百万元

	估值方法	净资产	评估价值	集团持股	评估价值	每股价值（元）
平安产险	1.2XPB	5163	6196	99%	6138	0.8
平安银行	1.5XPB	9707	14561	90%	13110	1.8
平安证券	1.5XPB	4427	6640	86%	5718	0.8
集团及其他	1XPB	41267	41267	100%	41267	5.6
合计					66233	9.0

资料来源：平安证券

图表31 中国平安税收事件假设

情景	乐观	中性	悲观
罚款（百万）	1000	2000	3000
每股估值影响（元）	-0.14	-0.27	-0.41

资料来源：平安证券

图表32 中国人寿海外投资溢价假设

单位：百万/元

中国人寿境外投资假设		境外投资每股超额价值对投资规模和投资收益率敏感性							
投资规模	50,000	每股价值	投资收益率						
投资收益率	15.0%		投资规模	10%	12%	15%	18%	20%	25%
精算假设回报率	5.5%								
超额回报率	9.5%	10,000	0.14	0.20	0.29	0.38	0.45	0.60	
年超额回报	4,750	30,000	0.42	0.60	0.88	1.15	1.34	1.80	
贴现率	11.5%	50,000	0.69	1.00	1.46	1.92	2.23	3.00	
超额价值	41,304	70,000	0.97	1.40	2.05	2.69	3.12	4.20	
每股超额价值	1.46	90,000	1.25	1.80	2.63	3.46	4.01	5.40	

资料来源：平安证券

图表33 保险股估值对新业务乘数和长期投资回报率敏感性

每股价值（元）	新业务乘数								
长期投资回报率	0倍	5倍	10倍	15倍	20倍	25倍	30倍	35倍	40倍
基准假设									
中国人寿	10.8	13.9	16.9	20.0	23.0	26.0	29.1	32.1	35.2
中国平安	22.0	29.0	36.0	43.0	50.0	57.1	64.1	71.1	78.1
中国太保	8.5	10.5	12.5	14.5	16.5	18.5	20.6	22.6	24.6
下调50BP									
中国人寿	10.2	12.7	15.3	17.8	20.4	22.9	25.5	28.0	30.6
中国平安	19.7	26.4	33.0	39.6	46.2	52.9	59.5	66.1	72.8
中国太保	7.7	9.5	11.3	13.1	14.8	16.6	18.4	20.2	21.9
下调100BP									
中国人寿	9.5	11.6	13.6	15.7	17.7	19.8	21.8	23.9	25.9
中国平安	17.5	23.7	30.0	36.2	42.4	48.7	54.9	61.2	67.4
中国太保	7.0	8.6	10.1	11.6	13.2	14.7	16.2	17.8	19.3
下调150BP									
中国人寿	8.9	10.4	12.0	13.5	15.1	16.6	18.2	19.7	21.3
中国平安	15.2	21.1	26.9	32.8	38.7	44.5	50.4	56.2	62.1
中国太保	6.3	7.6	8.9	10.2	11.5	12.8	14.1	15.4	16.7
下调200BP									
中国人寿	8.2	9.3	10.3	11.4	12.4	13.5	14.6	15.6	16.7
中国平安	13.0	18.4	23.9	29.4	34.9	40.3	45.8	51.3	56.7
中国太保	5.6	6.7	7.7	8.8	9.8	10.9	11.9	13.0	14.0

注：09年预测数据计算，非寿险部分产险1.2XPB，银行、证券1.5XPB，集团业务1.0XPB。人寿考虑境外投资溢价，平安考虑税收事件影响，太保考虑管理效率折扣。股价为2008年12月31日收盘价。

资料来源：平安证券

附：简化财务报表

简化利润表（百万）	2006	2007	2008E	2009E
保险业务收入	85,405	100,945	127,475	149,831
已赚保费	78,845	94,032	118,424	139,193
银行业务利息净收入	112	3,749	4,152	4,982
手续费及佣金净收入	565	2,046	1,684	2,021
投资收益	21,292	56,950	31,381	21,380
公允价值变动收益	6,895	6,885	-18,906	3,622
营业收入合计	107,919	165,204	137,539	172,143
退保金	-8,617	-13,333	-12,842	-14,467
赔付支出	-18,081	-26,998	-34,643	-37,589
提取保险责任准备金	-56,160	-77,545	-39,196	-66,960
保险业务手续费及佣金支出	-8,074	-10,838	-14,598	-17,315
业务及管理费	-10,008	-15,465	-12,087	-15,128
资产减值损失	-5	-289	-21,898	0
营业支出合计	-100,208	-148,037	-140,620	-158,152
归属于母公司所有者的净利润	7,342	15,086	481	12,012
主要财务数据				
资产总计	463,288	651,104	664,490	786,474
负债合计	416,662	541,886	585,284	695,156
股本	6,195	7,345	7,345	7,345
归属于母公司所有者权益合计	45,260	107,234	76,693	88,420
内含价值（包括非寿险净资产）	65,573	150,311	131,243	155,914
寿险内含价值	38,347	73,407	75,444	97,122
一年新业务价值	5,132	7,187	9,054	10,309
每股数据（元）				
EPS	1.19	2.05	0.07	1.64
BVPS	7.31	14.60	10.44	12.04
每股内含价值	10.58	20.46	17.87	21.23
每股一年新业务价值	0.83	0.98	1.23	1.40
资产负债率	89.94%	83.23%	88.08%	88.39%
ROE	16.22%	14.07%	0.63%	13.59%
ROA	1.58%	2.32%	0.07%	1.53%

资料来源：公司数据、平安证券

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

特别声明：

本报告是基于可靠的已公开信息，并准确表述了分析员的个人观点。虽然平安证券有限责任公司是中国平安保险(集团)股份有限公司旗下平安信托投资有限责任公司的控股子公司，但平安证券有限责任公司及分析员个人无权代表中国平安保险(集团)股份有限公司发布任何信息或提供任何保证。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2008版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼 8 楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257