

公司点评

金融行业

保险

中国平安 (601318)

推荐

合理价格: 41.47 元 当前价格: 32.27 元

(维持评级)

2009 年 2 月 19 日

顺利实现“开门红”

✍ 非银行金融业分析师: 武建刚

事项概况:

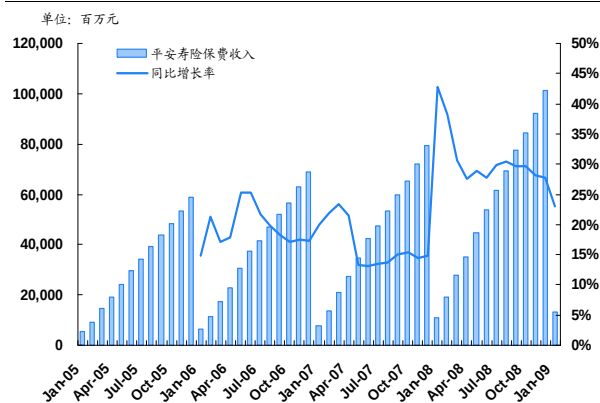
中国平安人寿保险股份有限公司、中国平安财产保险股份有限公司、平安健康保险股份有限公司及平安养老保险股份有限公司于2009年1月1日至2009年1月31日期间的累计原保险保费收入, 分别为人民币1,331,122万元、人民币358,050万元、人民币1,021万元及人民币38,166万元。

事项评论:

■ 寿险保费增速略高于我们预期, 银保依然高速增长

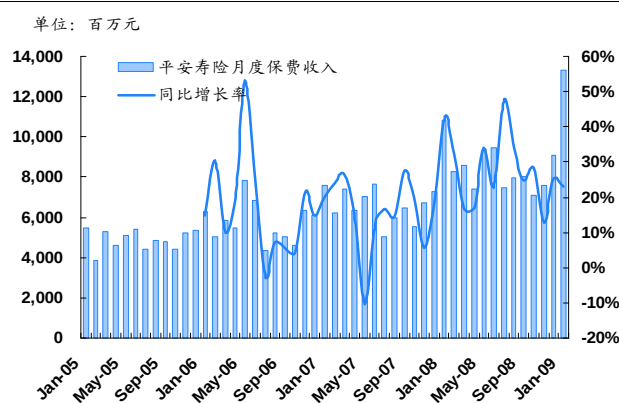
2009 年 1 月平安寿险保费收入同比增速约为 23.02%, 略高于我们之前预测的保费增速区间 15%-20%, 保费顺利实现“开门红”, 寿险保费增长的绝对金额约一半来自于银保增长的贡献, 所以平安寿险银保的同比增速接近 90%, 占比也由 08 年年末的 14%-15% 上升到接近 20%。除银保外公司个险和团险也有稳步增长, 但增速相对较小。银保增速高企的主要原因预计和公司较高的银保万能险结算利率相关, 迄今为止平安公布的银保万能险结算利率连续 5 个月维持在 5.25%, 远高于业内其他主要寿险公司, 使得公司银保万能险呈现高速增长。

图 1: 2005-2009 年 1 月平安寿险保费收入趋势



数据来源: 公司数据 国信证券经济研究所

图 2: 2005-2009 年 1 月平安寿险分月度保费收入趋势



数据来源: 公司数据 国信证券经济研究所

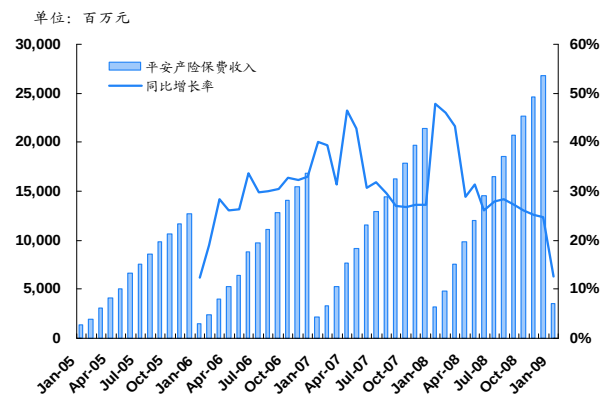
■ 产险保费收入同比增速有较大回落

2009 年 1 月平安产险保费收入同比增速约为 12.71%, 较去年同期下降 35.10 个百分点, 即使和 08 年 12 月同比增

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

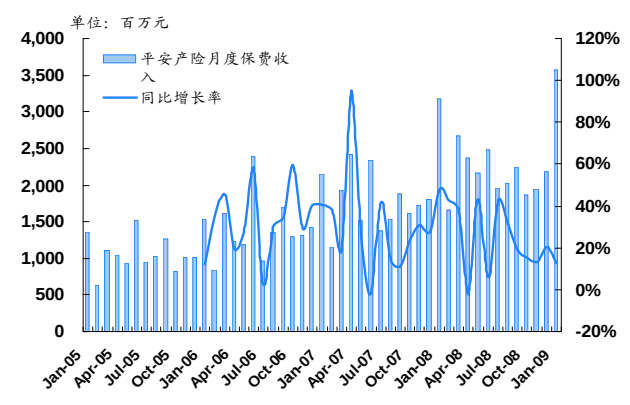
速相比也下降了 12.01 个百分点，低于我们之前产险全年保费增速的预期 20%。主要原因在于 08 年产险公司由于交强险费率尚未下调等因素促成当年 1 月保费基数较高。自去年 4 月（含）以后产险增速大幅下滑从而使得当期产险保费基数相对较低，结合近期轿车日均销量大幅上升，如果这种趋势得以持续，则预计 09 年中期产险同比增速有望增加。

图 3: 2005-2009 年 1 月平安产险保费收入趋势



数据来源：公司数据 国信证券经济研究所

图 4: 2005-2009 年 1 月平安产险分月度保费收入趋势



数据来源：公司数据 国信证券经济研究所

■ 预计保险股后市震荡向上可能性较大，从股价来看目前公司估值依然较低

2 月 18 日上证综指下跌 4.72%，创迄今为止年内最大跌幅，受此影响中国平安下跌 5.51%。由于经济指标仍然低迷，因此中期股市可能会持续震荡。但对于保险行业来讲，由于预计 09 年贷款增速较快，且前期央行大量释放流动性，给经济造成较大通胀压力以及政府大量发行国债等一系列预期，我们认为 09 年债券收益率已经走出之前的低谷，从而有利于提高保险资金新增债券配置的收益率。且 1 月贷款增速超出此前预期，因此央行降息力度预期比之前将会有所减弱，即使利率有所下调，由于之前债券收益率已经反映央行大幅降息预期，因此降息对债券收益率的影响预计不大。结合上面判断我们预计行业股价可能呈现震荡向上的趋势。基于我们的预测，从当前公司的股价来看，平安 09 年 P/EV 为 1.85 倍，新业务乘数仅 9.87 倍，仍处于很低的水平，且从我们之前对保险行业的分析，无论从净利润、内含价值还是利源分析来看，行业增长的趋势是比较明朗的，且公司披露的保费数据也超出了我们此前的预期，有鉴于此，我们依然建议投资者逢低继续买进保险股！

■ 维持中国平安“推荐”评级，09 年公司评估价值 41.47 元

在计算其评估价值时我们将公司公布的长期投资收益率假设每年下调 0.4%（比之前投资收益率假设每年上调 0.1%，即 2009 年为 4.7%，以后每年增加 1%，到 2013 年及其以后年份稳定在 5.1%，贴现率由 12.4% 下调至 12%，得出在正常情况下公司评估价值 41.47 元，（考虑我们所用假设低于公司公布假设之弹性差异，下同），隐含集团 P/EV 2.6 倍，寿险公司（含其他业务调整净资产）P/EV 2.4 倍，隐含新业务乘数 15.6 倍。

表 1: 中国平安财务报表分析及预测（金额单位：人民币）

利润表(百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	资产负债表(百万元)	2007E	2008E	2009E	2010E
营业收入	165,204	136,257	163,588	246,184	固定到期日投资	226,622	321,206	357,287	419,041
已赚保费	94,032	119,644	140,578	169,767	债券投资	191,023	250,242	276,177	343,831
提取未到期责任准备金	-2,615	-1,910	-2,135	-3,240	定期存款	33,188	67,999	78,590	71,860
银行业务利息净收入	3,749	4,104	4,514	4,966	其它固定到期日投资	2,411	2,965	2,519	3,350
手续费及佣金净收入	2,046	1,959	1,476	2,001	权益投资	117,279	66,108	91,535	151,632
总投资收益	63,835	9,279	15,753	67,831	证券投资基金	15,792	17,735	25,715	38,510
其他收入	2,043	1,835	1,831	2,182	权益证券	101,487	48,373	65,820	113,122
营业支出	-148,037	-135,776	-151,534	-232,076	投资物业	3,812	3,631	4,197	5,225

本报告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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

退保金	-13,333	-12,396	-14,534	-17,574	投资资产合计	474,887	451,419	521,734	649,540
赔付支出	-26,998	-34,590	-44,092	-56,351	应收保费	4,568	8,316	9,744	11,783
提取保险责任准备金	-77,545	-38,393	-53,876	-107,509	发放贷款及垫款	63,125	77,122	91,710	109,321
保单红利支出	-3,514	-6,898	-7,679	-9,700	其他资产	35,784	54,042	49,881	67,303
手续费及佣金支出	-10,838	-13,975	-16,937	-20,735	资产总计	651,104	662,002	754,060	938,777
业务及管理费	-15,465	-13,574	-16,324	-21,763	保险责任准备金	365,217	403,610	457,486	564,995
资产减值损失	-289	-18,632	-1,123	-1,552	吸收存款	72,133	81,600	97,241	116,160
其他业务成本	-585	-731	-697	-834	其他负债	88,806	79,349	88,281	116,745
营业利润	17,167	481	12,055	14,107	负债合计	541,886	582,199	662,782	820,915
营业外收支	316	-18	-18	-18	股本	7,345	7,345	7,345	7,345
利润总额	17,483	463	12,037	14,089	资本公积	72,111	42,079	44,489	60,877
所得税费用	-1,902	126	-812	-1,890	其他权益	27,778	28,060	36,791	46,214
净利润	15,581	589	11,224	12,199	股东权益合计	109,218	79,803	91,278	117,862
归属于母公司所有者的净利润	15,086	352	10,928	11,793	内涵价值(百万元)	2007E	2008E	2009E	2010E
寿险保费收入(百万元)	2007E	2008E	2009E	2010E	期初内涵价值	65,573	150,311	115,802	128,305
个人保险	64,291	82,479	104,021	125,640	内含价值的预期回报	3,011	8,991	7,370	8,020
银行保险	7,234	10,047	12,120	15,052	本期内新业务的价值	7,880	9,690	11,011	13,401
团体保险	7,658	8,036	9,562	10,151	期末内涵价值	150,311	115,802	128,305	154,916
寿险保费收入合计	79,183	100,562	125,703	150,844	经调整净资产	107,032	77,484	88,625	114,437
同比增速	13.62%	27.00%	25.00%	20.00%	调整后有效业务价值	54,842	24,165	22,921	52,043
首年保费合计	30,631	40,707	52,343	64,295	有效业务价值	43,279	38,318	39,680	40,479
同比增速	17.96%	32.90%	28.58%	22.83%	一年新业务价值	7,880	9,690	11,011	13,401
标准化保费	20,409	26,433	32,234	41,032	调整后一年新业务价值	3,893	8,562	9,768	12,021
同比增速	25.15%	29.52%	21.95%	27.29%	NBV (调整前) /APE	38.61%	36.66%	34.16%	32.66%
财险保费收入(百万元)	2007E	2008E	2009E	2010E	每股数据(元)	2007E	2008E	2009E	2010E
机动车辆及第三方责任险	15,166	19,086	23,366	29,228	每股净资产	14.60	10.55	12.07	15.58
非机动车辆险	5,365	6,183	7,378	8,758	每股收益	2.11	0.05	1.49	1.61
意外与健康险	1,135	1,613	1,937	2,609	资产盈利能力	2007E	2008E	2009E	2010E
财产险保费收入合计	21,666	26,881	32,680	40,595	ROAA	2.71%	0.05%	1.54%	1.39%
同比增速	27.70%	24.07%	21.57%	24.22%	ROAE	19.79%	0.38%	13.16%	11.61%

资料来源：公司报表，国信证券经济研究所

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	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	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上