

上市公司动态报告

保险业

保费收入同比增速回升

中国平安发布 2009 年 1 月保费收入公告

中国平安（601318）日前发布公告：其子公司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。

中国平安 1 月保费数据表明其寿险增长超过市场预期

中国平安发布的 2009 年 1 月保费收入公报显示，公司的保费收入并没有受到之前一些不利因素的影响，保持了较高的增长速度，也超出了市场的预期。此前由于宏观经济不景气、保监会对银保业务进行了规范整顿影响银保收入等因素影响，市场预期 2009 年寿险保费收入增速将大幅下降。尽管从平安保险的 1 月保费收入数据可以看出，平安的寿险业务增长比 2008 年 12 月的同比增速有所下降。但需要注意，平安 2008 年 12 月的同比增速是一个比较高的增速 25%，所以即使 2009 年 1 月同比增速为 23%，这仍然是一个较高的增长率（中国人寿 2009 年 1 月同比增速为 19.4%）。

收入结构变化对内涵价值影响不大

1 月份数据表明，保险公司大力拓展内涵价值高的个险销售，实现了保费收入的高增长。我们认为，这种增长是一种高质量的增长。由于政策原因，银保收入增速可能出现下降。但由于其内涵价值低的特点，因此对保险公司的内涵价值不会构成重大负面影响。基于我们的盈利预测，我们得到寿险业务内涵价值为 18.68 元，给予新业务价值 20 倍的乘数，并加总银行、证券、信托、财险的估值，得到中国平安的合理价值为 39 元，给予增持评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	165,204	123,997	165,135	201,923
主营收入增长率	53%	-25%	33%	22%
净利润（百万）	15,581	186	9,631	10,819
净利润增长率	108%	-99%	5080%	12%
EPS（元）	2.11	0.02	1.25	1.40
BVPS（元）	14.60	10.93	11.92	13.03
EVPS（元）	20.46	18.68	21.71	25.39
FNBV（元）	7187.0	8624.4	10349.3	12419.1
P/E	15.83	1388.99	26.81	23.87
P/B	2.29	3.06	2.80	2.56
P/ EVPS	1.63	1.79	1.54	1.32

中国平安（601318）

首次评级

增持

魏涛

weitaotao@csc.com.cn
010-85130975

余闵华

sheminhua@csc.com.cn
21-68801589

分析日期：2009 年 02 月 23 日

当前股价：33.04 元

目标价格 6 个月：39.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
12.2/-1.4	33.5/18.7	-51.1/-2.8
12 月最高/最低价（元）		73.81/0
总股本（万股）		734,505
流通 A 股（万股）		392,659
总市值（亿元）		2,427
流通市值（亿元）		1,297
近 3 月日均成交量（万）		4,067
主要股东		
汇丰保险控股有限公司		8.43%

股价表现



相关研究报告

动态信息

中国平安（601318）日前发布公告：其子公司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。

评述

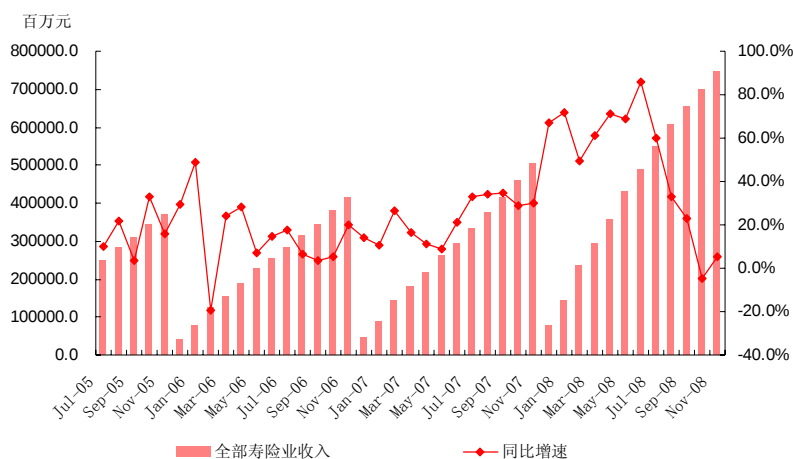
我们认为，中国平安发布的 2009 年 1 月保费收入公报显示，公司的保费收入并没有受到之前一些不利因素的影响，保持了较高的增长速度，也超出了市场的预期。

从寿险业总收入增长来看，2008 年 6 月以来寿险业收入同比增速下降的态势在 2008 年 12 月得到了扭转，当月寿险业收入同比增速出现回升。全部内资保险公司的数据也与此类似。

而平安保险公布了 1 月数据，从图 4 中可以看出平安的寿险业务增长虽比 2008 年 12 月的同比增速有所下降，但需要注意，平安 2008 年 12 月的同比增速是一个比较高的增速 25%，所以即使 2009 年 1 月同比增速为 23%，但仍然是一个较高的增长（中国人寿 2009 年 1 月同比增速为 19.4%，见图 3）。

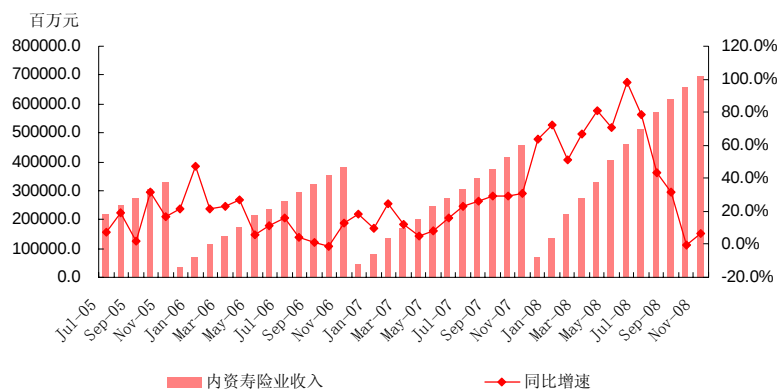
我们认为，保费收入虽然在此之后不一定能保持这么高的增长速度，但也不像市场之前所想象的那样悲观。我们给予中国平安增持评级。

图 1：寿险业收入月度累计收入及单月收入同比增长情况



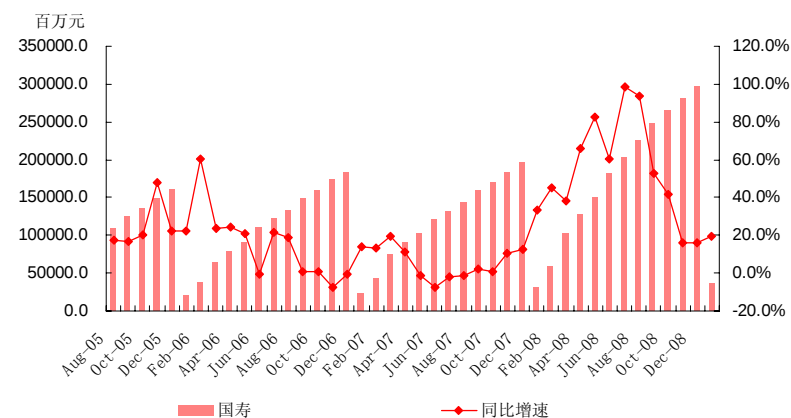
资料来源：中信建投证券研究发展部

图 2：内资寿险公司月度累计收入及单月收入同比增长情况



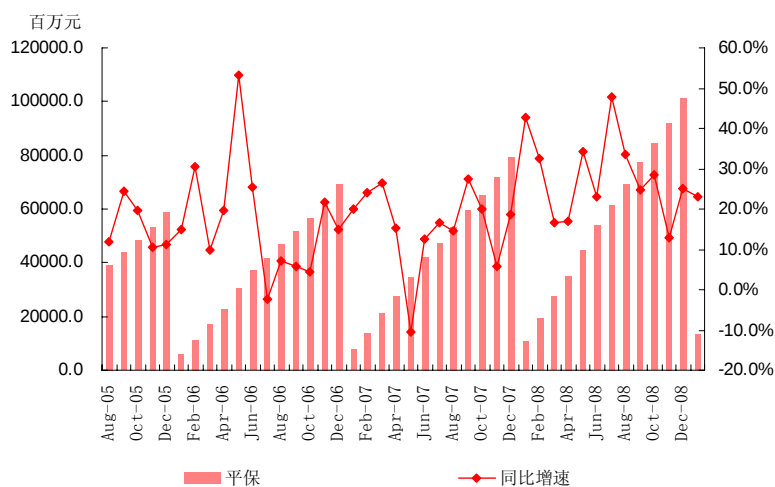
资料来源：中信建投证券研究发展部

图 3：中国人寿月度累计收入及单月收入同比增长情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 4：平安保险寿险月度累计收入及单月收入同比增长情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

之前市场认为保费收入增速将出现一定下降，主要有以下几个原因：

（1）宏观经济不景气，将对寿险和财险业务收入的增长形成制约。

决定一国寿险业和财险业收入最重要的影响因素之一为一国的 GDP 增长。由于去年以来宏观经济显著恶化，人们对未来收入增长的预期大幅降低，企业的经济活动也趋于萎缩，企业利润率也显著下降，因此对保险业的需求将有所下降。

（2）保监会对银保业务进行了规范整顿，将导致银保收入有较大幅度萎缩。2007 年和 2008 年，保险公司借助于银行渠道大力拓展保险营销，银保收入出现了高增长现象。但银保业务合作中，保险公司处于劣势地位，银行凭借渠道优势，收取较高的手续费，而保险公司则为了争夺银行渠道，在向银行付出高额手续费的同时，打起了价格战，对保险公司的长远发展，对投保人的利益产生了负面影响。

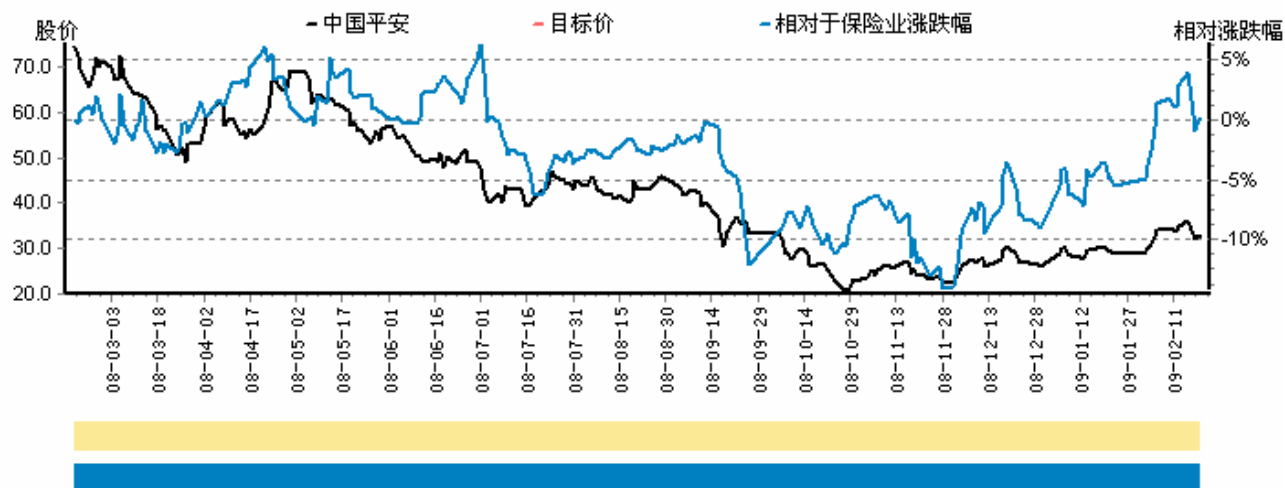
但 1 月份数据表明，保险公司大力拓展内涵价值高的个险销售，实现了保费收入的高增长。而且我们认为，即使银保收入增速出现下降，由于其内涵价值低的特点，对保险公司的内涵价值不会构成重大负面影响。

基于我们的盈利预测，我们给予寿险业务新业务价值 20 倍的乘数，并加总银行、证券、信托、财险的估值，得到中国平安的合理价值为 39 元，给予增持评级。

报表预测

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
利润表(百万元)					
营业收入	107,919	165,204	123,997	165,135	201,923
已赚保费	78,845	94,032	119,263	134,109	154,011
提取未到期责任准备金	-2,289	-2,615	-3,224	-3,427	-3,911
银行业务利息净收入	112	3,749	3,698	4,437	5,325
手续费及佣金净收入	565	2,046	1,263	1,193	1,325
投资收益及公允价值变动	28,187	63,835	-1,874	22,924	38,542
其他收入	210	1,542	1,647	2,472	2,719
营业支出	-100,208	-148,037	-124,169	-154,889	-190,448
退保金	-8,617	-13,333	-12,141	-15,435	-18,407
赔付支出	-15,635	-24,555	-30,394	-34,423	-39,461
提取保险责任准备金	-56,131	-76,953	-34,492	-44,627	-59,158
资产负债表(万元)					
债券	187,334	191,023	335,493	375,288	440,454
权益投资	44,771	117,279	84,578	118,896	138,763
定期存款	59,107	33,188	56,385	66,423	77,956
投资物业	1,421	3,812	5,639	7,306	9,355
其他固定到期日投资	1,381	2,411	2,819	3,321	3,898
投资资产	294,014	347,713	484,914	571,234	670,426
发放贷款及垫款	49,152	63,125	73,118	87,741	106,167
其他资产	120,122	240,266	125,627	161,415	216,080
资产合计	463,288	651,104	683,659	820,391	992,673
准备金	298,685	380,947	399,994	488,197	590,719
吸收存款	66,725	72,133	82,576	107,295	129,827
其他负债	51,252	88,806	118,722	134,827	173,400
负债合计	416,662	541,886	601,292	730,319	893,946
归属母公司所有者权益	45,260	107,234	80,284	87,572	95,702
少数股东权益	1,366	1,984	2,083	2,500	3,025
股东权益合计	46,626	109,218	82,367	90,072	98,727
估值情况(白万元)					
经调整净资产	46,282	107,032	82,367	90,072	98,727
调整后有效业务价值	19,291	43,278	54,839	69,402	87,733
调整后一年新业务价值	5,132	7,187	8,624	10,349	12,419
每股评估价值(元)			42.16	56.94	76.11
P/B			2.98	2.73	2.50
P/E			1355.72	26.17	23.30
P/EVPS			1.75	1.50	1.28

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

魏涛，博士，中信建投证券金融服务业分析师，CPA；余闰华，金融行业研究员

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010