

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

中国平安 (601318)

强烈推荐 (维持)

四因素助力实现开门红

——1~2 月份保费收入点评

2009 年 3 月 12 日

邵子钦 金融行业首席研究员	86-755-22626592	shaozq@pasc.com.cn
童成墩 保险行业研究员	86-755-22627185	tongcd@pasc.com.cn

事项

平安寿险、产险、健康险及养老险公司于2009年1月1日至2009年2月28日期间的累计原保险保费收入，分别为2,73.2亿元、57.5亿元、0.18亿元及4.1亿元。

主要观点

寿险增速快于同行，市场份额预计回升至 16%以上。公司寿险 1-2 月份累计保费同比增长 43.3%，预计增速明显快于中国人寿和太保寿险；2 月份单月保费 140 亿，同比增长 69.8%。1 月份平安寿险的市场份额回升至 15.9%，预计 2 月份回升至 16%以上。

寿险高增长的驱动因素：

07-08 年新增人力开始体现业绩。06 年底平安代理人队伍为 20.5 万人，截至 08 年 9 月 30 日，代理人队伍扩充至 33.6 万人。

周单元计划推动人员绩效。今年以来，在全国推动周单元计划，考核和发薪均以周为单位，提高了人员活动率和产能。

低利率环境和较高结算利率。低利率环境使分红和万能产品较银行储蓄产品具有优势；高结算利率使平安产品吸引力优于同行。平安个人万能险 2 月份结算利率为 5%，领先同行，并明显高于 3-5 年期存款利率。

银保低基数。同业在主动压缩银保业务，平安采取了逆势扩张的策略，在低基数基础上实现高速增长。

预计 09 年一年新业务价值 116 亿，同比增长 28%。我们先前假设银保同比负增长 10%，一年新业务价值同比增长 14%至 103 亿元。根据对 1-2 月份保费驱动因素可持续性的判断，我们调高公司银保增速，假设趸缴保费同比增长 100%，并下调内含价值贡献率 (NBV/FYP) 至 17%。

产险有望实现“健康超越”。产险 1-2 月份累计保费同比增长 18.8%，2 月份单月保费同比增长 30.5%。预计 09 年产险市场竞争有所缓解，同时公司积极推动电销新渠道的发展，有望实现“健康超越”。

维持“强烈推荐”投资评级。以 09 年预测数据为基础，寿险业务采用 26.4 倍新业务乘数和 4.5%长期投资回报率假设，非寿险业务采用 PB 估值（产险、银行、证券、集团分别按 1.5 倍、1.5 倍、1.5 倍、1 倍 PB 估值），公司合计估值 3981 亿元，折合 54 元/股。若未来进入加息周期前夜，则估值有望进一步提升。上个交易日收盘价隐含的 09 年 P/EV 为 1.7 倍，新业务乘数 9 倍。维持“强烈推荐”评级。

图表1 1-2月份累计保费同比增长率

公司	200809	200810	200811	200812	200901	200902
中国人寿	56.7%	55.7%	52.7%	50.3%	19.5%	
平安寿险	29.8%	29.6%	28.1%	27.8%	23.0%	43.3%
太保寿险	53.5%	46.4%	37.0%	30.4%	-14.2%	
人保产险	17.2%	16.6%	15.4%	14.7%	6.1%	11.9%
太保产险	19.3%	19.7%	19.1%	18.7%	15.2%	
平安产险	27.3%	26.2%	25.1%	24.7%	12.7%	18.8%

资料来源：公司数据、平安证券

图表2 2月份单月保费同比增长率

	200809	200810	200811	200812	200901	200902
中国人寿	52.9%	41.6%	16.2%	16.0%	19.5%	
平安寿险	24.9%	28.5%	12.7%	25.0%	23.0%	69.8%
太保寿险	21.5%	-8.0%	-32.1%	-30.2%	-14.2%	
人保产险	8.4%	10.2%	0.4%	6.8%	6.1%	24.4%
太保产险	24.8%	24.6%	11.8%	14.2%	15.2%	
平安产险	19.1%	15.3%	13.5%	20.6%	12.7%	30.5%

资料来源：公司数据、平安证券

图表3 市场份额

公司	200809	200810	200811	200812	200901
中国人寿	41.4%	41.0%	40.8%	40.3%	43.7%
平安寿险	12.9%	13.1%	13.4%	13.8%	15.9%
太保寿险	9.1%	9.1%	9.1%	9.0%	8.3%
人保产险	42.4%	42.1%	41.8%	41.6%	43.7%
太保产险	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	13.6%
平安产险	10.7%	10.8%	10.9%	10.9%	11.6%

注：寿险市场份额按月份累计保费计算。平安寿险保费未包括养老险和健康险保费。

资料来源：公司数据、平安证券

图表4 万能险结算利率

公司	产品	200712	200812	200901	200902
国寿	瑞安两全保险	5.00%	4.05%	3.85%	3.85%
平安	个人万能险	5.00%	5.25%	5.25%	5%
太保	金诚利两全保险（万能型）	5.00%	4.05%	3.85%	3.85%

资料来源：公司数据、平安证券

图表5 平安寿险保费同比增长率假设

增长率	2004	2005	2006	2007	2008H1	2008E	2009E
新业务							
首年期缴保费	3.6%	38.3%	17.0%	39.9%	37.2%	36.0%	22.0%
趸交保费	-36.5%	-20.8%	2.9%	11.8%	63.9%	65.0%	100.0%
短期意外及健康险	3.9%	16.7%	-14.0%	15.1%	15.7%	16.0%	15.0%
新业务合计	-22.8%	2.4%	4.9%	24.3%	43.4%	43.7%	54.3%
续期业务	9.4%	10.7%	23.8%	11.1%	19.5%	17.3%	21.6%
寿险合计	-6.9%	7.2%	16.3%	15.9%	29.1%	27.5%	35.9%

资料来源：公司数据、平安证券

图表6 平安寿险一年新业务价值预测

单位：百万

	2004	2005	2006	2007	2008H1	2008E	2009E
FYP	23010	23568	24727	30728	24360	44166	68162
NBV	3913	4539	5132	7187	4911	9054	11588
NBV/FYP	17.01%	19.26%	20.75%	23.39%	20.16%	20.50%	17.00%
NBV 增长率	-7.97%	16.00%	13.06%	40.04%	26.05%	25.98%	27.98%
FYP 增长率	-22.85%	2.43%	4.92%	24.27%	43.41%	43.73%	54.33%

注：FYP=首年期缴+趸缴+短期意外和健康险；APE=首年期缴+趸缴/10+短期意外和健康险；NBV是一年新业务价值。

资料来源：公司数据、平安证券

图表7 2009年内含价值预测

单位：百万

EV 包含非寿险净资产	公司基准精算假设下 2009 年预测		
单位：百万	中国人寿	中国平安	中国太保
调整后净资产	144,492	82,734	48,449
有效业务价值	118,408	65,270	21,520
一年新业务价值(NBV)	17,128	11,588	3,628
内含价值(EV)	262,901	148,004	69,969
股本	28,265	7,345	7,700
每股 EV (元)	9.3	20.2	9.1
每股 NBV (元)	0.6	1.6	0.5
股价 (元)	20.5	34.2	13.9
P/EV (倍)	2.2	1.7	1.5
股价隐含新业务乘数 (倍)	18.4	8.9	10.2

资料来源：公司数据、平安证券

图表8 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）	22.9	26.4	21.4
	乘数隐含 NBV 增长率	10 年 12%永续 3%	10 年 14%永续 3%	10 年 12%永续 3%
内含价值	基准寿险业务内含价值	262,901	891,61	42,646
（不包括	基准一年新业务价值	17,128	115,88	3,628
非寿险净	基准寿险价值	655,503	395,603	120,441
资产）	假设调整后寿险价值	488,872	329,775	88,434
	非寿险业务价值	0	682,76	32,551
其他因素	人寿海外投资溢价	+41,304	—	—
评估价值	评估价值	530,176	3980,51	120,985
	每股价值（元）	18.8	54.2	15.7
	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、银行、证券1.5XPB，集团业务1.0XPB。

资料来源：平安证券

图表9 保险股估值对新业务乘数和长期投资回报率敏感性

单位：元

每股价值	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	13.8	16.8	19.9	22.9	25.9	28.9	32.0	35.0
中国平安	21.4	29.3	37.2	45.1	53.0	60.9	68.8	76.7	84.5
中国太保	9.8	12.1	14.5	16.8	19.2	21.5	23.9	26.3	28.6
下调50BP									
中国人寿	10.1	12.6	15.2	17.7	20.2	22.8	25.3	27.8	30.4
中国平安	19.3	26.7	34.2	41.6	49.1	56.5	64.0	71.4	78.9
中国太保	8.9	11.0	13.0	15.1	17.2	19.3	21.3	23.4	25.5
下调100BP									
中国人寿	9.4	11.4	13.5	15.5	17.6	19.6	21.6	23.7	25.7
中国平安	17.1	24.1	31.1	38.1	45.1	52.2	59.2	66.2	73.2
中国太保	8.0	9.8	11.6	13.4	15.2	17.0	18.8	20.6	22.4
下调150BP									
中国人寿	8.7	10.3	11.8	13.4	14.9	16.5	18.0	19.5	21.1
中国平安	14.9	21.5	28.1	34.6	41.2	47.8	54.4	61.0	67.6
中国太保	7.1	8.7	10.2	11.7	13.2	14.7	16.2	17.7	19.2
下调200BP									
中国人寿	8.0	9.1	10.1	11.2	12.2	13.3	14.4	15.4	16.5
中国平安	12.7	18.9	25.0	31.2	37.3	43.5	49.6	55.8	61.9
中国太保	6.3	7.5	8.7	10.0	11.2	12.4	13.7	14.9	16.1

注：09年预测数据计算，非寿险部分产险、银行、证券1.5XPB，集团业务1.0XPB。人寿考虑境外投资溢价。中国人寿、中国平安、中国太保的长期投资回报率基准假设分别为5.5%、5.5%、5.2%。

资料来源：平安证券

图表10 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%
精算假设回报率	5.5%	10,000	0.14	0.20	0.29	0.38	0.45
超额回报率	9.5%	30,000	0.42	0.60	0.88	1.15	1.34
年超额回报	4,750	50,000	0.69	1.00	1.46	1.92	2.23
贴现率	11.5%	70,000	0.97	1.40	2.05	2.69	3.12
超额价值	41,304	90,000	1.25	1.80	2.63	3.46	4.01
每股超额价值	1.46						

资料来源：平安证券

近期相关报告

2008年11月20日《2009年保险行业策略报告——战略决定成败》

2009年1月05日《中国平安深度报告——利空逐渐消化，价值正在回归》

2009年2月13日《保险行业报告——估值有望分两步上移》

2009年2月23日《中国人寿调研快报——享受低成本负债》

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。

此报告旨在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2009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：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257