

中国平安

601318

增持/ 维持评级

股 价	2009/03/12
RMB34.3	

基础数据

总股本（百万股）	7345
流通 A 股（百万股）	3927
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	134682

财务数据

市净率 (X)	3.37
TRACING P/E (X)*	93.24
EPS (元)	-0.1
股息率 (%)	1.46

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 张 黎
 +755-82366995
 zhanglisz@lhqz.com

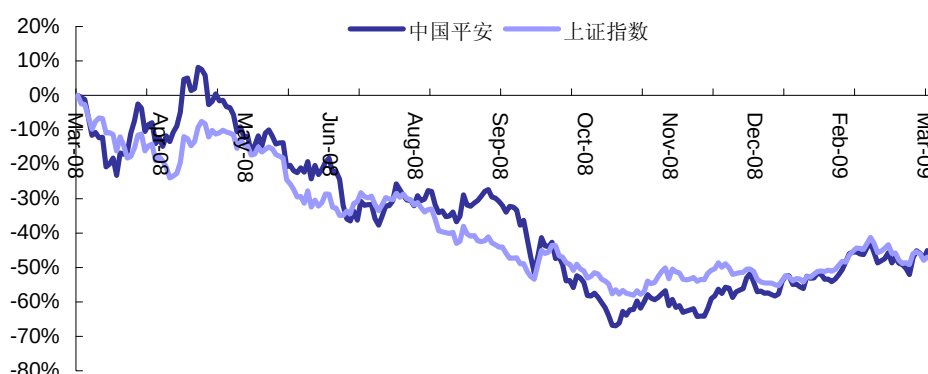
结算利率下调 关注 3 月保费

——中国平安 2 月保费点评

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	165204.0	104216.0	141215.0	167405.0	195601
(+/-%)	53.1	-19.3	-14.5	18.5	16.8
归属母公司净利润(百万元)	15086.0	-705.0	452.0	8311.0	10039.0
(+/-%)	105.5	-106.0	-97.0	1739.6	20.8
EPS(元)	2.05	-0.10	0.06	1.13	1.37
P/E(倍)	16.7	-357.4	571.7	30.4	25.0

- 公司 09 年 1~2 月累计寿险保费 273 亿元，财险保费 57 亿元，分别同比增长 43%、19%，继续维持高增长趋势。
- 公司 3 月初公布的 2 月份万能险结算利率下调，个险和银保渠道万能险结算利率分别由 1 月份的 5.25%、5.25% 下调 25BP、55BP 至 5%、4.7%。
- 从渠道来看，前两月寿险保费高增长贡献主要源自银保增长，其增速大幅高于个险。公司 09 年对渠道的经营策略是在维持个险稳定增长的基础上，适度扩大银保增长，尽管后者利润率较低，但毕竟是提供了增量利润。
- 从险种来看，保费高增长贡献主要源自万能险增长，其增速高于公司另一核心险种分红险。由于 2 月万能险结算利率公布时点为 3 月初，因此 2 月保费未受到负面影响。3 月份的保费数据值得关注，我们预计公司 3 月寿险保费增速可能会小幅回落。
- 从趸缴结构来看，公司主要延续以往的策略，根据趸缴、缴费期限的差异制定不同的保费考核系数，引导业务结构合理发展。考虑到年初银保增速高于个险以及公司银保产品仍以趸缴为主，由此判断首年保费中期缴占比呈下降趋势。
- 总体来看，我们认同公司维持个险稳定增长、适度扩张银保的经营策略。与其他行业一样，利润率和规模两者均不可偏废。维持公司“增持”评级。

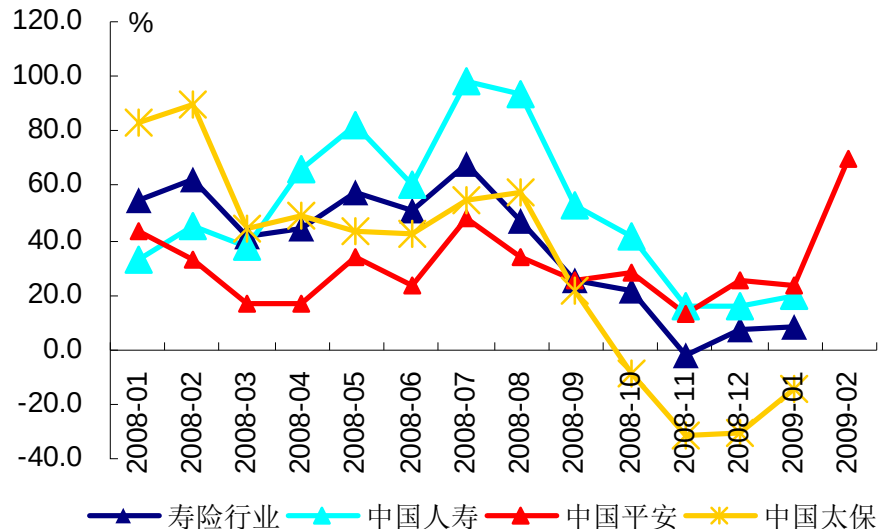
最近 52 周股价表现



寿险保费累计同比增长 43%

中国平安 09 年 1~2 月累计寿险保费 273 亿元，财险保费 57 亿元。2 月单月分别增长 70%、31%，考虑到 08、09 年春节月份错位的因素，1~2 月 43% 的累计增速更具参考意义。

图 1、寿险行业保费增速

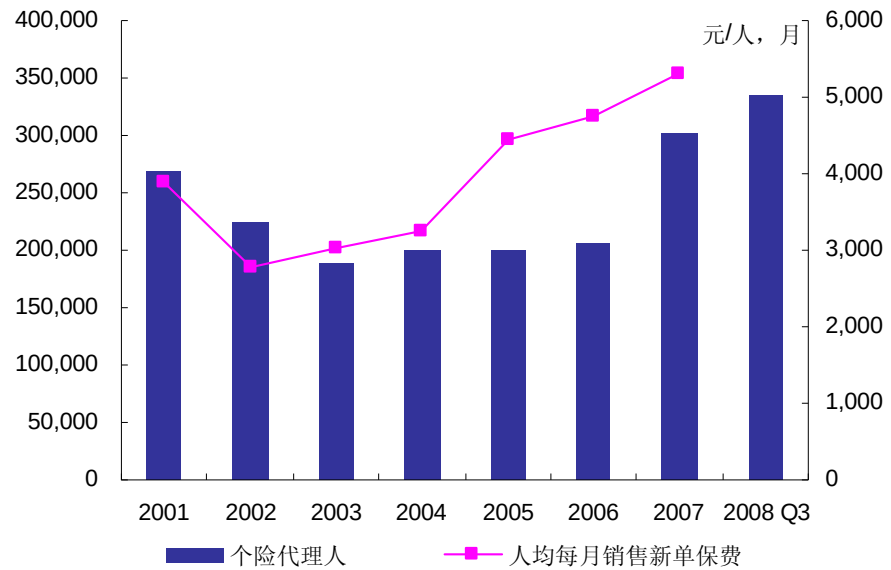


数据来源：公司资料，联合证券研究所。

公司 09 年以来的保费高增长主要来自于个险和银保的贡献，而团险基本呈负增长趋势。

个险方面，考虑到国内民众保险意识较弱，主动消费倾向不足，更多以个险代理人促进的被动消费为主，因此，个险保费的增长很大程度上取决于合格营销员的增长速度。之所以强调“合格”，是因为国内保险营销员队伍参差不齐，不同公司营销员的人均产能差异非常大。中国平安 01 年个险代理人规模就已经达到了 26 万多人，其后公司开始整顿个险代理人队伍，02~03 年期间在代理人培训过程中逐步淘汰了近 8 万左右的不合格代理人，公司完善的培训机制也因此使得公司个险代理人的人均产能此后进入了稳步上升通道。另一方面，公司在 07、08 年均大幅扩大了代理人规模，07 年增员 9 万多人，08 年前三季增员 3 万多人，分别占扩张前规模的 47%、11%。养兵千日，用兵一时。人均产能和规模的大幅增长使得公司在 09 年相对艰难的时刻获得了个险渠道的强力支持。

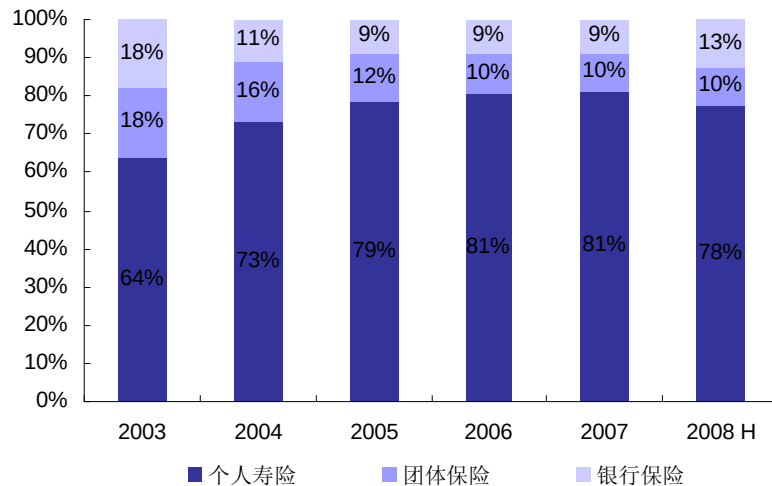
图 2、中国平安个险代理人数量及人均产能



数据来源：公司资料，联合证券研究所。

银保方面，由于公司银保收入在总保费中占比一直处于较低水平，即使在国内寿险行业银保最疯狂的 08 年度，截至 08 年二季度，公司的银保收入占比也仅为 13%。在保证个险保费稳定增长的前提下，公司计划 09 年适度增大银保的发展力度，一方面为了扩大增量利润（尽管利润率有所下降），另一方面也是为了保住甚至扩大市场份额，毕竟大的市场份额是保险精算的牢固基础，同时也是公司品牌的有力支撑。

图 3、中国平安寿险各渠道保费



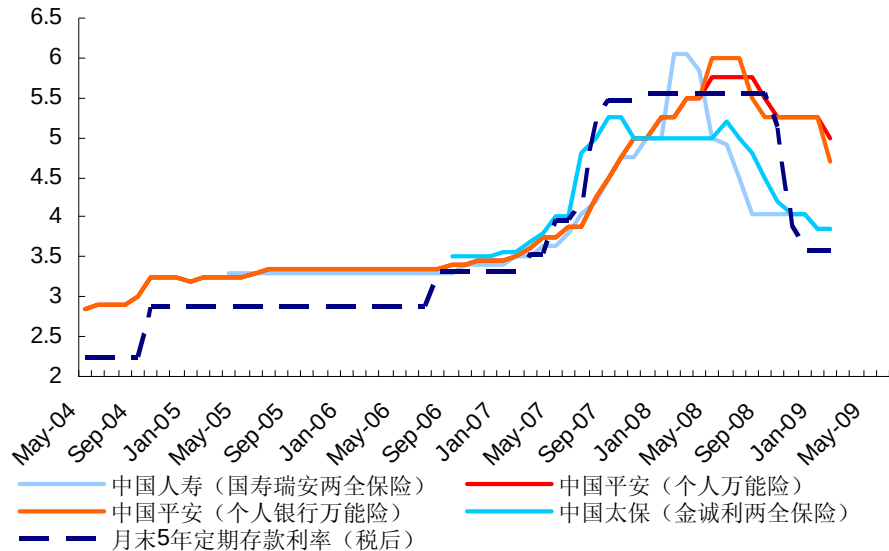
数据来源：公司资料，联合证券研究所。

个险、银保渠道万能险结算利率分别下调 25BP、55BP

公司 3 月初公布的 2 月份万能险结算利率下调，个险和银保渠道万能险结算利率分别由 1 月份的 5.25%、5.25% 下调 25BP、55BP 至 2 月份的 5%、4.7%，在本次下调之前，5.25% 的结算利率已维持了 4 个月之久。以两者中较低的银保万能险结算利率为例，下调后仍高于五年期定存利率 110BP，高于中国人寿和中

国太保 85BP，公司未来在调整保单吸引力进而影响保费增长方面仍然掌握着较大的主动权。随着结算利率下调，万能险的利差空间也由此获得改善。

图 4、万能险结算利率



数据来源：公司资料，联合证券研究所。

渠道：银保增速高于个险

从渠道来看，前两月寿险保费高增长贡献主要来自于银保和个险，同时前者增速显著高于后者。公司 09 年对渠道的经营策略是在维持个险稳定增长的基础上，适度扩大银保增长，尽管后者利润率较低，但毕竟是提供了增量利润。

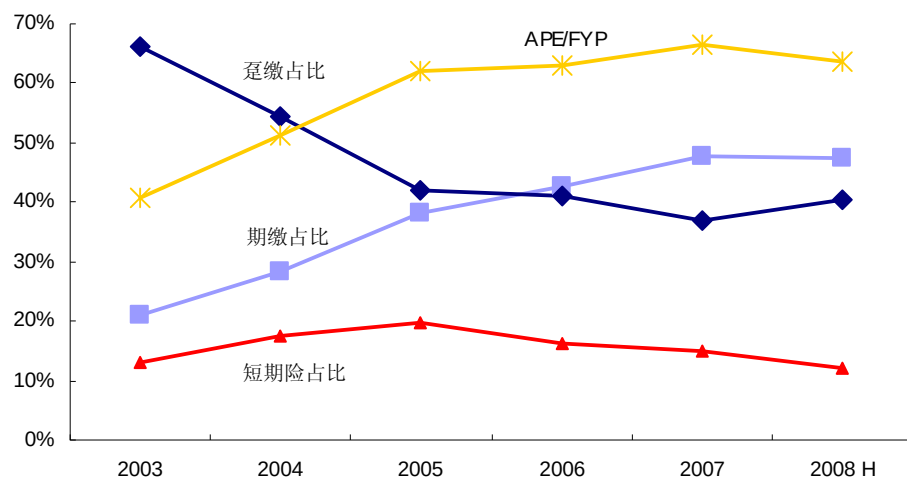
险种：万能险增速高于分红险

从险种来看，保费高增长贡献主要源自万能险增长，其增速高于公司另一核心险种分红险。由于 2 月万能险结算利率公布时点为 3 月初，因此 2 月保费未受到结算利率下调的负面影响。3 月份的保费数据值得关注，我们预计公司 3 月寿险保费增速可能会小幅回落。

缴费：期缴占比有所下降

从期趸缴结构来看，公司早在上轮降息周期中就已开始转型，目前主要延续公司以往策略，根据期趸缴、缴费期限的差异制定不同的保费考核系数，引导业务结构合理发展。不过，考虑到年初银保增速高于个险以及公司银保产品仍以趸缴为主，由此判断首年保费中期缴占比呈下降趋势。

图 5、中国平安首年保费结构



数据来源：公司资料，联合证券研究所。

公司估值

虽然长期投资收益率和风险贴现率近期均获得正面支撑（详见 2009.02.19《保险业：内外环境趋好 推动估值上升》），但是出于谨慎性考虑，我们维持将公司长期投资收益率基准下降 50BP 的估值假设；同时考虑到公司经营业绩的较大波动，上调风险贴现率至 12.5%；给予非寿险业务 1XPB 估值。

由于公司每年都会调整内含价值的假设条件，使得直接计算的新业务价值增速失真，因此我们使用标准保费增速来模拟各公司的新业务价值增速。

表 1、新业务价值增速预测

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010~2015E	2015~2020E	永续
中国平安	-3%	25%	6%	32%	32%	17%	18%	9%	3%

数据来源：Wind，联合证券研究所。

根据以上假设进行估值，中国平安每股价值 40.17 元，维持“增持”评级。

表 2、中国平安估值

公式	项目	百万元，倍，百万股，元
A	风险贴现率	12.5%
B	长期投资收益率	5.0%
C	归属股东的净资产	74,672
D	08 年期初有效业务价值	28,720
E	07 年一年新业务价值	6,169
F	08 年标准保费增速 E	32.5%
G=E×(1+F)	08 年一年新业务价值 E	8,173
H	有效业务价值续转率	82.7%
I=D×(1+A)×H+G	09 年期初有效业务价值 E	34,885
J	新业务乘数	23
K	股本	7,345
L=C+I	09 年期初内含价值	109,557
M=L/K	每股内含价值	14.92
N=L+G×J	公司价值	295,034
O=N/L	P/EV	2.7
P=N/K	每股价值	40.17

数据来源：联合证券研究所。

注：C 为 2008 Q3 数据，H 根据历史数据测算。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。