

否极泰来

报告要点

目前估值仍有较大空间

由于对未来保费收入增长预期的提高,我们将平安的一年期新业务价值乘数由 21.5 倍提高到了 25 倍。依靠 2008 年年底的内涵价值信息,我们给予平安的合理估值为 47.37 元。目前的静态估值 P/EV 为 2.16 倍,根据我们的内涵价值增长路径显示,公司目前的股价只给予了未来 6 年增长的预期,估值优势明显。

目前净资产的 V 字反转趋势形成

我们预计中国平安的净资产在今年的一季度将走出止跌回升的走势,净资产的 V 字反转的趋势形成,这将大大提高对于保险股的估值以及投资信心。

行业变化朝有利于平安的方向发展

今年众多的保险公司提出了业务转型的口号,而这个业务转型的过程,中国平安从 2004 - 2005 年就开始实施,行业内的优势巨大。同时其他公司放弃万能与银保渠道,公司受到的无序竞争减少。

万能险的发展战略

公司由于开展万能险的时间远远早于业内其他公司,历史储备较为丰厚,因此即便在去年以及今年的状况下,万能险的高结算利率并不影响公司利润以及净资产的增长。

投资建议:

基于行业继续向好的预期,与中国平安行业优势扩大的判断,我们给予中国平安“推荐”的投资评级,给予超配的投资建议。

主要财务指标

	2007A	2008E	2009E	2010E
每股内涵价值	20.46	16.79	18.96	21.65
增长率(%)		-17.9%	13.1%	14.0%
每股一年期新业务价值	0.98	1.22	1.47	1.76
增长率(%)		25%	20%	20%

当前股价: 36.70

金融行业评级

公司基本数据 2009.3.16

总股本(万股)	734505
流通 A 股/B 股(万股)	392659/0
资产负债率	83.23%
每股净资产(元)	10.55
市盈率(当前)	
市净率(当前)	3.44
12 个月内最高/最低价	70.50/19.90

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

相关研究

《行业景气度依然高涨》2009-3-2

《历史累计开始爆发的一年》2009-3-2

《底部区域的来临》2008-11-27

分析师:

李聪、李兴

021-63299573

licong@cjsc.com.cn

联系人:

杨靖凤

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

前言:	4
目前估值仍有较大空间	5
投资收益究竟该怎么看?	8
国际保险资金的投资收益率水平	9
国内险企正常投资收益率水平探讨	9
目前股价代表的含义	10
净资产的 V 字反转趋势形成	11
平安的优势到底在那里?	12
中国平安的保费收入可持续性更强	14
代理人队伍的绝对优势	15
公司的创新能力带来先机	16
行业变化朝有利于平安的方向发展	16
别人放弃的市场不一定是坏市场	17
历史上的增长给予我们启示	17
万能险的发展战略	18
投资建议:	19

图表目录

表 1: 中国平安 2008 年内涵价值预估表.....	5
表 2: 中国平安一年期新业务价值乘数确定假设.....	7
表 3: 中国平安一年期新业务价值乘数模型	7
表 4: 中国平安估值关于投资收益敏感性测试:	8
表 5: 中国平安非寿险业务溢价测算表	8
表 6: AVIVA 投资收益率研究结果	9
表 7: AVIVA 分市场投资收益率研究结果.....	9
表 8: 中国险企长期投资收益率预估	10
表 9: 中国险企短期投资收益率预估	10
表 10: 中国平安一年期新业务价值乘数确定假设.....	11
表 11: 保险行业中介费用情况:	15
表 12: 中国平安历史净资产增长率:	18
图 1: 评估价值法原理.....	6
图 2: 中国平安调整后净资产变化状况图.....	12
图 3: 中国平安月度保费数据.....	12
图 4: 中国太保月度保费数据.....	13
图 5: 中国人寿月度保费数据.....	13
图 6: 中国平安 2008 年上半年保费收入结构	13
图 7: 中国太保 2008 年上半年保费收入结构	14
图 8: 中国人寿 2008 年上半年保费收入结构	14
图 9: 中国平安代理人发展情况表:	16
图 10: 万能险结算市场结算利率状况:	18

前言：

在去年的年会报告《底部区域的来临》中，我们已经对此轮保险股反弹的逻辑以及整个行业在今年的发展趋势给予了明确的说明。在我们的报告中明确提出了净资产所表现出来的 V 字反转结构所带来的机会，从我们年会报告 2008 年 11 月 27 日，保险股的反弹至今已有不小的涨幅，但是我们认为，这次的反弹行情仍没有结束，我们尤其看好中国平安的投资价值。在今年中，我们认为平安将逐渐走出去年众多负面新闻的影响，股价也将会出现逐渐回归估值的一个过程。

我们在去年多次提出，在这一轮经济危机中，我们的保险公司将不会受到次贷危机的冲击，整个行业的景气度也将得以维持。同时，我们也认为今年的投资以及经营情况在公司之间将出现分化。为了更好把握整个行业的情况以及中国平安的经营情况，我们在 2 月 24 号 - 2 月 27 号期间，我们对广东地区保险行业以及中国平安进行了一次较为深入的调研，在这次调研中，我们强烈的感受的这个行业目前正在发生的一些变化。而这些变化的产生，使我对整个行业的发展也有了一些新的认识。

在整个调研中，我们与保险行业的很多部门的人员都进行了较为深入的访谈，在这些访谈中，我们深感到中国平安在整个行业中的优势，而这些优势将使我们更加深刻的理解中国平安在未来市场的优势。

同时，在这次调研中，我们也深感整个保险行业的景气度仍然较高，在这次金融危机之下，保险行业的销售丝毫没有受到影响，整个行业的抗风险性体现无疑。

目前中国的保险公司仍然维持在一个较低的估值区域，特别是中国平安，目前的估值仍然具有较大的空间。在这个报告中，我们也将详细介绍我们对于中国平安的估值结果。

对于中国平安，我们深感这家公司恰恰抓住了历史上的最好时机，为目前乃至今后的经营打下了很好的基础，先机已占的情况下，整个上的其他公司想要再次超越也将变得异常的艰难。而这些优势的累积与形成也并不是一天两天所完成的。正如平安的发展的历史而言，这都取决于其在政策上的所采取的决定。

对于今天大家所看到的万能险的一个状况，我们也想从另外一个角度来看待这个事情。其实万能险的发展更像是一个竞争的故事，而这个故事也完美的体现了占据先手所带来的优势。

在这边报告中，我想先从估值的部分讲起，首先看看我们的估值结果并且再对我们估值结果中的假设和数据进行一个较为详细的论证。我们可以从各个方面来看看对于中国平安而言，目前的估值对应着怎样的预期。使大家对于平安的投资能有一个更加清晰的认识。

目前估值仍有较大空间

在 2008 年 11 月 27 日发布的年会报告《底部区域的来临》中，我们明确地提出了保险行业股价的底部区域的特征，并对这一轮保险股反弹的逻辑给予了明确的说明，虽然保险股的股价自我们推荐以来已经有了超过 50% 的收益，从估值的角度上来讲，我们仍然认为目前保险股的估值处于相对较低的位置，未来仍然具有较大的空间，特别是中国平安目前的投资价值尤为显著。

作为投资而言，当然最为关键的还是我们对于公司的估值。对于保险行业的业务，特别是我们的寿险业务，要完成一个经营周期通常要经营数十年才能完成，同样对于一张保单的最终所能赚取的利润，在这张保单到期之前，实际上是没有能够确定的。所以当我们衡量保险公司的价值时就不不得不通过一些精算上的假设和计算对公司价值进行预估了。正因为这样，当我们要对保险公司股价进行估值的时候，传统的方法就显得有些不适应了。

对于保险公司的估值，以内涵价值报告中所反映的信息而采用的评估价值法仍是我们进行价值评估的首选。（在我们去年的中期投资策略报告《经济增速放缓下的避风港》中对估值方法给予了细致的探讨）。

对此，在这个报告中，我们将详细讲解我们在估值中给予的考虑，使大家能够更好的认识中国平安所应该具备的价值。

虽然中国平安将在下个月才公布其年报，但是我们根据 3 季度和半年报的信息，可以对年底将要公布的一个数据做出一个大概的预估。而我们的估值结果也将以我们预计的 2008 年以及 2009 年底的信息来给予反应。

表 1、中国平安 2008 年内涵价值预估表 （单位：百万）

	2007	2008H1	2008E	2009E
调整后资产净值	107,032	80,938	70,938	78,800
扣除法定偿付能力额度持有成本后的有效业务价值	43,278	49,051	52,413	60,455
内涵价值	150,310	129,989	123,352	139,256
扣除法定偿付能力额度持有成本后的一年新业务价值	7,187	8,203	8,984	10,781
扣除法定偿付能力额度持有成本后的上半年新业务价值		4,911		
2008 年上半年保费收入：		53,948		
2008 年全年保费收入：		101,178		
股本：	7,345			
每股内涵价值：	20.46	17.70	16.79	18.96
每股一年期新业务价值：	0.98	1.12	1.22	1.47
2009 年 3 月 13 日股价：	36.29			
目前股价隐含 P/EV：			2.16	1.91
目前隐含的一年期新业务价值倍数：			15.94	11.81

资料来源：公司数据、长江证券

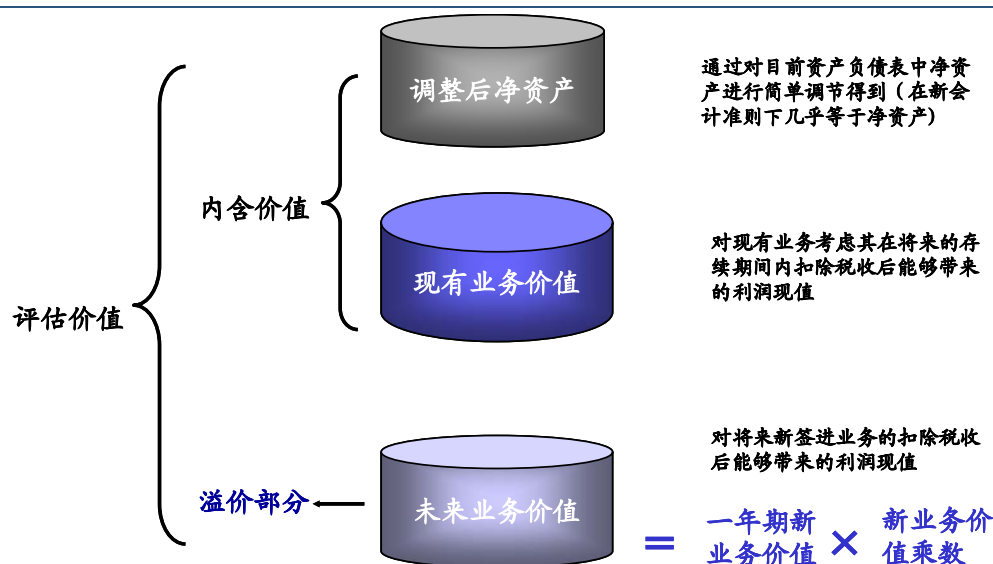
对于调整后净资产我们采用了 3 季度末的公司净资产的 95% 作为年底的调整后净资产。对于这个假设，我们主要参考了在 2008 年前三个季度整个 A 股市场大盘下跌时期平安的净资产变化情况以及在今年的第四季度大盘仍然下跌了近 20%，同期的富通也由 4.3 欧元下降到 0.93 欧元。借鉴其在三季度走势，考虑大盘与富通下跌对公司的影响，我们采用三季度末的净资产的 95% 作为我们对于年底净资产的估计。

在得到了我们的年底的内涵价值之后我们将其代入我们的评估价值法的模型当中，而这个方法中相信大家最为关键的，争议也最大的一个因素还是关于一年期新业务价值的倍数的取定。

一年期新业务价值 $\times$ 一年期新业务价值的这个结果，从原理上来讲就是对公司未来增长的溢价。

而在溢价的这个估值的过程中，其实就是考虑的未来只是由于新增业务带来的增长对于公司的内涵价值的增长而不考虑诸如公司取得的实际投资收益高过或者低过期初的假设的问题。

图 1：评估价值法原理



资料来源：长江证券研究部

因此在对一年期新业务价值乘数的确定的时候，对于公司未来的一年期新业务价值的增长预期就成为了估值的关键。

而一年期新业务价值未来的增长，其主要考虑 3 个因素：（1）未来保费收入的增长（标准保费），（2）未来业务的盈利性（也就是说在未来，如果保险公司还卖这个同样的产品，那么他的利润率相对于基期的水平。）（3）我们所采用的折现率（相当于股东要求的回报率）。也相当于我们对其他公司估值在考虑 PE 倍数时所采用的销售收入、净利率以及折现率。

对于中国平安的一年期新业务价值乘数的确定，我们采用了完全的精算模型，在这个模型中，我们考虑了 3 个因素，折现率（11.5%）、标准保费的增速以及未来盈利能力的变化。

表 2：中国平安一年期新业务价值乘数确定假设

中国平安	
2009 - 2012 年保费增长率	20%
2013 - 2016 年保费增长率	18%
2017 - 2020 年保费增长率	15%
2021 - 2024 年保费增长率	8%
2025 - 2028 年保费增长率	4%
利润蚕食率	逐年下降 3%，直至现有业务利润率的 80%
折现率	11.5%
新业务价值倍数	25

资料来源：长江证券研究所

表 3：中国平安一年期新业务价值乘数模型

年 度	保费增长率：	保费收入：	利润折现因子：	业务价值的现值	新业务价值乘数
1	20%	1.20	100%	1.08	1.08
2	20%	1.44	97%	1.12	2.20
3	20%	1.73	94%	1.17	3.37
4	20%	2.07	91%	1.22	4.59
5	18%	2.45	88%	1.25	5.84
6	18%	2.89	85%	1.28	7.12
7	18%	3.41	82%	1.30	8.42
8	18%	4.02	80%	1.35	9.77
9	15%	4.62	80%	1.39	11.16
10	15%	5.32	80%	1.43	12.59
11	15%	6.11	80%	1.48	14.07
12	15%	7.03	80%	1.52	15.59
13	8%	7.59	80%	1.48	17.07
14	8%	8.20	80%	1.43	18.50
15	8%	8.86	80%	1.38	19.88
16	8%	9.57	80%	1.34	21.22
17	4%	9.95	80%	1.25	22.47
18	4%	10.35	80%	1.17	23.64
19	4%	10.71	80%	1.08	24.72
20	4%	11.08	80%	1.01	25.73

资料来源：长江证券研究所

这里需要特别说明的一点的是，这里所指的保费收入增速是指标准保费收入。而决定保费收入增速的最关键性因素是来自于公司的保费收入结构，也即个险业务期缴保费的增长。而这一块的销售在很大程度上依靠保险公司的代理人队伍的能力。在这一点上，中国平安毋庸置疑

疑的占据着最大的优势。

对于最终的估值结果，需要提及的是，这个方式只是对寿险业务给予了溢价，而对于寿险业务外的其他业务，相当于我们只采用了其 1X 净资产，其包含在内涵价值当中。这样的结果我们相信还是比较谨慎的。

在此次的报告中，我们提高了中国平安的未来保费收入增长的预期，这主要是来自于我们对于今年以及未来几年市场变化的预期，以及中国平安在这中间所占据的优势地位所确定，对此，我们将在后面的章节中给予说明。通过未来保费收入增长预期的提高，我们将平安的一年期新业务价值乘数由 21.5 倍提高到了 25 倍。

表 4：中国平安估值关于投资收益敏感性测试： (单位：百万)

	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	投资收益率 (5%-5.5%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	30,499	35,978	41,456	46,935	52,413	57,892	63,370	68,849	78,152
一年期新业务价值	7,994	8,241	8,489	8,736	8,984	9,237	9,490	9,726	9,974
调整后净资产	70,938	70,938	70,938	70,938	70,938	70,938	70,938	70,938	70,938
新业务价值乘数	25	25	25	25	25	25	25	25	25
每股估值	41.02	42.61	44.19	45.78	47.37	48.98	50.59	52.14	54.25

资料来源：公司数据、长江证券研究所（中国平安除寿险外的其他业务估值在净资产中有所包含，估值为 1 倍 P/B）

因此我们给予中国平安 47.37 元的目标价位。即便考虑到，在 2008 年公司的投资收益率的大幅下滑，公司有可能在 2008 年年底的内涵价值报告中下调其投资收益率的假设，即便下调 50BP 相对于目前的股价仍然具有较大的吸引力。更何况我们这个估值中对于非保险业务只给予了 1X 的 PB，这样的估值堪称保守的。

表 5：中国平安非寿险业务溢价测算表 (单位：百万)

	人寿保险	财产保险	银行保险	证券	总部	其他	合计：
2008 年 6 月份	7,089	4,503	7,497	3,669	53,210	7,508	83,476
2008 年 10 月注资平安人寿 200 亿	27,089	4,503	7,497	3,669	33,210	7,508	83,476
2008 年年底其他业务净资产	21,671	4,503	7,497	3,669	26568	7,508	71,416
给予 0.5PB 溢价		2251.5	3748.5	1834.5	13284	3754	24,873
折合每股估值溢价：		0.31	0.51	0.25	1.81	0.51	3.39

资料来源：公司数据、长江证券研究所

在上表中，我们先采用了 2008 年 6 月份各项业务的净资产，由于在 2008 年 10 月份由公司的总部注资 200 亿到平安人寿保险，因此在 2008 年 6 月的基础上直接将总公司以及寿险公司的净资产进行了调整，而在年底的时候我们假设总公司和寿险公司的净资产都下降 20%，而其他业务的净资产不变，最终结果显示，如果我们在估值的过程中给予非寿险业务 1.5 倍的 PB，则在目标价位上应再加上 3.39 元，考虑到投资收益下调 50BP，公司的目前价位仍为 47 元左右。所以，公司目前的价格仍然具有较大的空间。

投资收益究竟该怎么看？

在目前的市场环境下，大家担心比较多的另外一个问题就是目前保险公司的投资收益率到底能达到怎样的一个水平？对此，我们仍然减持我们一贯的观点，长期来讲保险公司达到 5% - 6% 左右的投资收益率是非常合理的，同时对于短期内的投资收益率我们看到 4.75% 左右。对此我们主要考虑的因素如下：

国际保险资金的投资收益率水平

根据我们对于保险行业投资收益率的评估原理，我国保险资金的投资收益率水平必将逐渐与国际保险资金的投资收益率水平相接轨。因此，国外保险资金的长期投资收益率水平将给我们很好的参考。

对此，我们选用了在全球资本市场都有涉及的 AVIVA 公司的历史投资研究作为参考，根据 AVIVA 公司的报告显示，在经过长达 20 年对资本市场的跟踪分析，各投资种类的投资收益率水平如下所示：

表 6：AVIVA 投资收益率研究结果

	Mean	StDev
Equities	7.60%	20%
Property	6.60%	15%
Government Bonds	4.60%	3.25-4.5%

资料来源：AVIVA、长江证券研究部

表 7：AVIVA 分市场投资收益率研究结果

	5-year return		10-year return		20-year return	
	Mean	StDev	Mean	StDev	Mean	StDev
Euro						
Short Government Bonds	4.00%	1.90%	4.10%	3.70%	4.40%	6.60%
Long Government Bonds	4.70%	4.80%	4.70%	3.60%	4.70%	3.90%
Equities	7.30%	19.50%	7.30%	19.20%	7.30%	19.20%
US dollar						
Short Government Bonds	3.40%	1.70%	3.90%	3.70%	4.30%	6.60%
Long Government Bonds	4.20%	4.90%	4.60%	3.60%	4.80%	4.10%

资料来源：AVIVA、长江证券研究部

根据 AVIVA 对资本市场各投资种类投资收益率的一个情况分析结果来看，中国在 2007 年资本市场所取得的投资收益已经远超世界平均水平。同时 AVIVA 的研究成果表明对于权益类投资，从 5 年期、10 年期、和 20 年期的平均投资收益，其差异并不是特别明显，因此我们有理由相信，这样的一个投资收益率的水平将是较为稳定和可靠的。

国内险企正常投资收益率水平探讨

当我们对 AVIVA 的投资收益率水平进行分析之后，再回过头来看中国国内的保险公司，我们有理由相信，当中国的保险企业随着投资渠道的进一步放开，保险资金的投资收益率水平也将逐渐与世界水平接轨。参考 AVIVA 的投资收益率水平，我们对于国内险企的投资资金的收益率水平进行了简单的预估，结果如下所示：

表 8: 中国险企长期投资收益率预估

	投资权重 (1)	投资收益率 (2)	贡献收益率 (3)=(1) × (2)
债券	55.00%	4.70%	2.59%
权益市场	15.00%	7.60%	1.14%
基础设施	8.00%	6.60%	0.53%
地产投资	7.00%	6.60%	0.46%
定期存款	15.00%	4.00%	0.60%
合计			5.32%

资料来源：长江证券研究部

然而短期内，我们可以看的到的是，我们的债券与银行存款的收益率出现了明显的下滑，对此我们也对短期内的投资收益率进行了调整，结果如下：

表 9: 中国险企短期投资收益率预估

	投资权重 (1)	投资收益率 (2)	贡献收益率 (3)=(1) × (2)
债券	55.00%	4.00%	2.20%
权益市场	15.00%	7.60%	1.14%
基础设施	8.00%	6.60%	0.53%
地产投资（固定资产）	7.00%	6.60%	0.46%
定期存款	15.00%	3.00%	0.45%
合计			4.78%

资料来源：长江证券研究部

我们认为，短期来看公司取得这样的投资收益率水平也是较为合理的，公司要产生大量利差损的条件并不具备。当然如果在 2009 年整个权益类市场再次出现的大的暴跌，保险公司的投资收益将出现下滑，利差损也将不可避免的产生。然而对于债券收益这一块，虽然在 2009 年债券的投资收益率出现了明显的下滑，然而考虑到保险公司的存量投资债券的影响，我们认为，公司在短期内取得 4% 的综合收益率还是比较现实的。

目前股价代表的含义

在上一个部分我们用评估价值法计算了中国平安的价值中枢，接下来在这个部分，我们将借助保守原理下的内涵价值的增长路径来看看中国平安目前的股价到底是否被低估了。

表 10：中国平安一年期新业务价值乘数确定假设

	2004	2005	2006A	2007	2008E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
调整后资产净值	25,164	33,072	46,282	107,032	80,938	70,938	76,180	82,517	90,171	99,391	110,459	123,692
扣除法定偿付能力额度持有成本后的有效业务价值	12,087	15,291	19,291	43,278	49,051	52,413	63,377	76,536	92,198	110,686	132,327	157,445
内涵价值	37,248	48,363	65,573	150,310	129,989	123,352	139,557	159,053	182,369	210,077	242,787	281,137
扣除法定偿付能力额度持有成本后的一年新业务价值	3,913	4,539	5,132	7,187	8,203	8,984	10,781	12,937	15,395	18,166	21,254	24,654
内涵价值增速		29.8%	35.6%	70.9%	-13.5%	-17.9%	13.1%	14.0%	14.7%	15.2%	15.6%	15.8%
内涵价值/2008 年底内涵价值						1.00	1.13	1.29	1.48	1.70	1.97	2.28
一年期新业务价值增速		16%	13%	40%		25%	20%	20%	19%	18%	17%	16%
APB 增速		28%	14%	37%								
保费收入增速		7%	17%	15%								
对应的年化内涵价值增速							13.1%	14.0%	14.7%	15.2%	15.6%	15.8%
对应的净资产增速		31%	40%	49%	-24%	-34%	7.39%	8.32%	9.28%	10.22%	11.14%	11.98%

资料来源：公司数据、长江证券研究所

在上表中，我们主要基于如下的逻辑关系进行了对内涵价值增长路径的推导：

（1） 内涵价值 = 调整后净资产 + 有效业务价值

在假设的经营情况（投资收益率、赔付率、费用率等）与公司每年实际的经营情况一致的情况下，公司每年净资产的增加将通过有效业务价值向净资产的转移而实现的。当在业务规模还在快速扩张阶段，这个效应会相对小一些。

在我们的增长路径演示中，为了方便模拟，我们假设有效业务价值向净资产进行转移的比例为 10%，然后每年有效业务价值的增长为：

$90\% \times \text{上年度有效业务价值} + \text{当年一年期新业务价值}$

（2）对于一年期新业务价值的增速，我们采用了 2008 年 25% 以及 2009 年 20% 增速的假设，基于我们目前所看到的 1-2 月份平安的保费收入数据显示中国平安实现保费收入同比增长 45%，我们认为公司在 2009 年的一年期新业务价值的增速可能将超过目前预计的 20% 的增长。

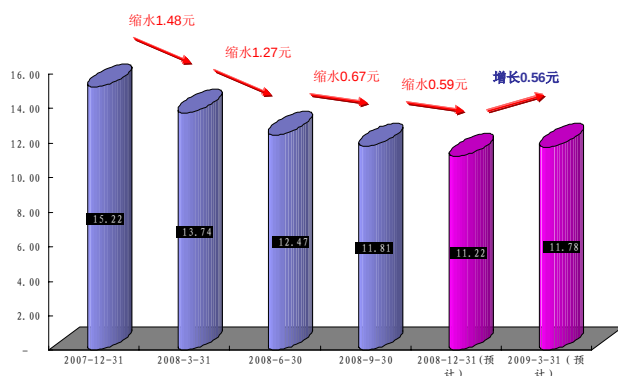
在我们考虑如此保守的情况下，中国平安目前的股价对应的 P/EV 的倍数为 2.16，其实对应的也就是给予了其未来 6 年增长的预期。从这点可以看出，目前的中国平安从估值的角度上来讲优势仍然巨大。

净资产的 V 字反转趋势形成

在去年的年会报告《底部区域的来临》中，我们已经提及，由于净资产增速即将可能出现的止跌回升的走势，将为股价的反弹带来强有力的支撑。而在目前的情况下，我们已经基本确认中国平安将在一季度走出净资产 V 字反转的态势。其实这一点在中国人寿与中国太保在

2008 年的 4 季度已经确认了这样的一个反转走势，而平安由于富通投资的影响使这样的趋势的到来晚了一个季度。但是这也不妨碍我们对于公司接下来价值为正增长的判断，在这一点上将于去年的公司价值不断缩水的状况形成鲜明的对比。

图 2：中国平安调整后净资产变化状况图



资料来源：公司数据、长江证券研究所

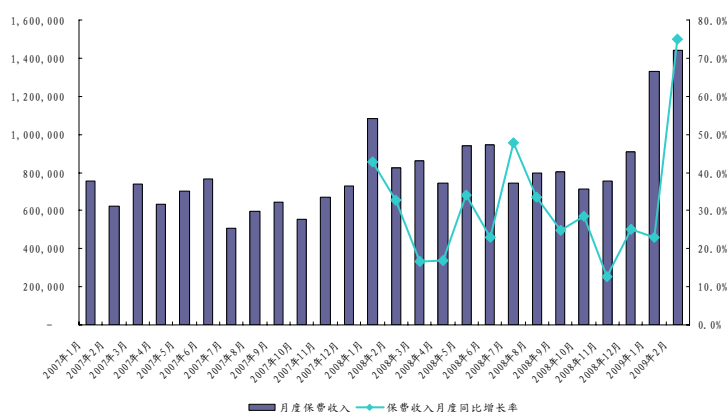
注：我们预计公司在 2008 年 4 季度净资产仍然出现 5% 左右的缩水，而在 2009 年 1 季度出现为正的 5% 的增长。

从净资产的变化趋势看来，公司价值的正增长将在今年的 1 季报公布后得到明显的反映。这一点上，我们相信在 1 季报公布后，将对公司的投资以及估值带来非常正面的影响。

平安的优势到底在那里？

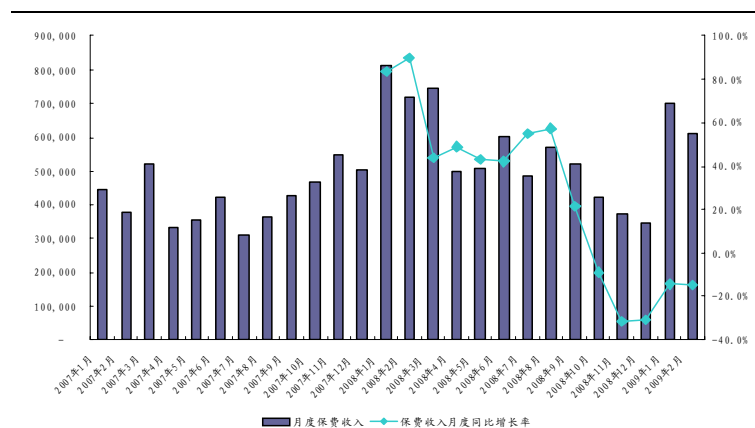
在回答这个问题之前，我们先来看这样的几组数据：

图 3：中国平安月度保费数据



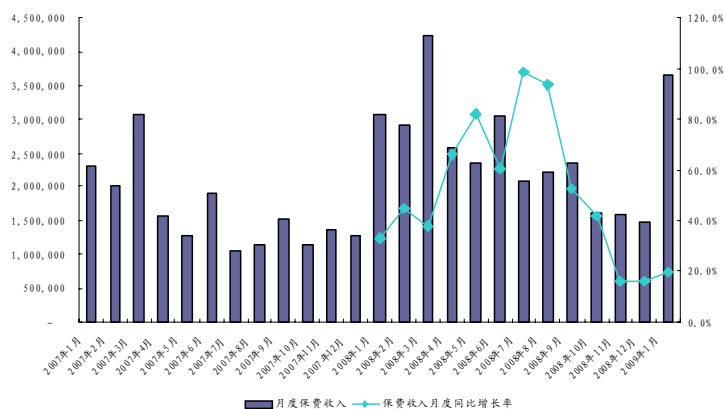
资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 4：中国太保月度保费数据



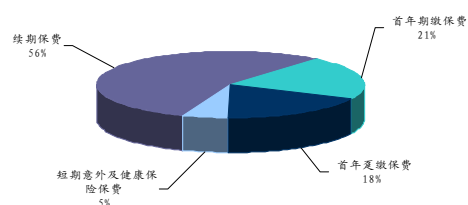
资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 5：中国人寿月度保费数据



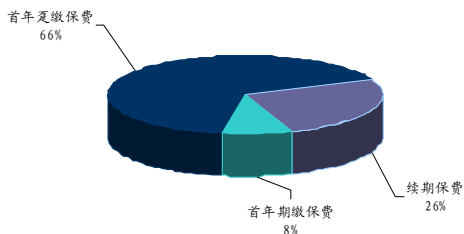
资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 6：中国平安 2008 年上半年保费收入结构



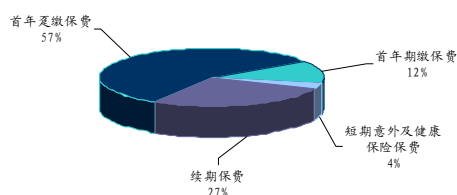
资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 7：中国太保 2008 年上半年保费收入结构



资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 8：中国人寿 2008 年上半年保费收入结构



资料来源：公司数据、长江证券研究所

从上面的几张表中，我们可以看到，在近一年以来 3 家上市公司在保费收入上的表现都是相当强劲的。但是进入到 2009 年以来，中国平安保费收入的增速更是超过和大多数人的预期，而此时包括中国人寿与中国太保的保费收入却出现了明显的波动。

中国平安的保费收入可持续性更强

为什么今年其他公司的保费收入增速都出现了下滑甚至负增长，而平安却依然能够保持较高的增速呢？

其实关于这一点的论述，早在我们的年度策略报告中，我们已经给予了说明，保险行业的保费收入在 2009 年将出现明显的调整，但是这个调整只是局部性质的，投连险以及通过银邮渠道卖出的其他险种将出现明显的回调。而个险渠道卖出的传统业务这一块将保持相对稳定的增速。

那么为什么中国平安的保费收入的持续性将更强呢？

其实在上面的图 5 - 图 7 中，有这样两个明显的特点：

- 1) 首年期缴保费占比较高

2) 续期保费的占比较高

这样的两个特点其实已经向我们说明了很多的问题。特别是续期保费的占比较高，可能以前都没有引起大家的注意。在这里有这样的一组数据供大家参考一下。

在我们从市场一线调研中得到的信息是，如果保险公司目前找一些代理机构帮其销售一些长期（20 年以上）的传统期缴保单，保险公司将付给中介机构一笔不小的代理费用，这笔费用的分布大致比例如下：

表 11：保险行业中介费用情况：

第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	以后
90%左右	30%左右	15%左右	7%左右	5%左右	2%左右

资料来源：长江证券研究所

我相信大家都听到过一个寿险公司要盈利，通常都会需要 7-8 年左右的时间，就其根本也就是因为在开展业务初期阶段保险公司的利润很大程度上中间的销售费用所餐食掉。而保险公司的赚钱效应真的开始显现的时候却主要是依靠续期保费的收入。因为这一块，保险公司再付出去的费用将会少很多。

而在目前的数据中，我们可以清晰的看到，中国平安的首年期缴保费以及续期保费的占比量比其他两家上市公司来讲要大很多，而这样的保费收入结构也注定了其未来的保费收入增长的可持续性将会高很多。

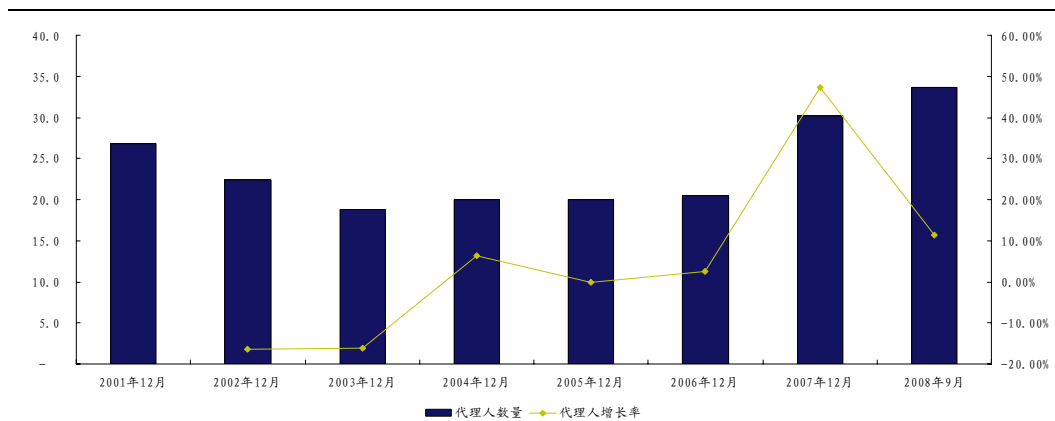
代理人队伍的绝对优势

中国平安寿险业务最大的优势就是来自于其超强的代理人队伍，而这个代理人队伍的发展而言完美的体现了中国平安历史战略的领先。在我们这次的调研中，众多的保险公司都为平安的代理人队伍投以了羡慕的眼光。平安代理人队伍的整体素质的相对与业内其他保险公司而言都有较大的优势，而这块优势，其他公司在短期内将是无法超逾的。因为这些优势的形成都是靠历史的积累所产生的。而代理人队伍的培养很大程度上还是靠其有一个良好的体制以及有成熟的业务主观的带领。在业绩流传着这样的一个说法，中国平安可以 1 老人带一个新人，而一些新兴公司却不得不面临这 1 个人带 10 个人的局面。

在中国目前的保险市场，远没有达到靠产品的吸引力而将产品卖出去的地步。传统险以及分红等，在很大程度上都还是靠代理人推销出去的。而在推销的过程中，最重要的两个因素就是人员的数量与人员的质量。但是无论是人员的数量还是人员的质量，这个发展的过程都是一个较为漫长的过程。不仅是培训的费用较大，而且通过率也较低。

截止去年年底，中国平安的个人代理人队伍人数大约为 35 万人，同时其人均产能在业内也是名列前茅，这样的一个队伍相对于业界的领先程度将是不言而喻的。

图 9、中国平安代理人发展情况表:



资料来源: 公司数据、长江证券研究所

公司的创新能力带来先机

对于这一点, 我们可以说中国平安是中国保险行业的黄埔军校, 其在这么多年的发展中, 为整个行业的发展输送了很多人才。在这同时平安也是整个行业的创新者, 而这些创新使平安在发展中一步步的占领了先机。

- 1) 代理人队伍的循环培训体制是中国平安的代理人队伍领先了整个行业数年的水平。根据我们调研的信息, 很多的保险公司都是在去年的年底开始进行大规模的招聘, 去培养自己的代理人队伍, 其要等到真正成才还得需要一定的时间。公司的精算能力行业内具有较大的领先优势
- 2) 产品创新能力业内领先。
- 3) 公司的领导管理能力业内领先。

而公司的这些巨大的优势, 都是公司率先求变所带来的, 高利率保单产生后的精算大发展、公司在 2004 - 2005 年期间以牺牲掉当期的保费收入增长为代价, 进行了大力的调整, 横抓了代理人的建设, 人均产能得到极大程度上的提高。2004 年开始突破定价利率 2.5% 的限制开始引入万能险, 为今天的万能险的发展打下坚实的基础。

行业变化朝有利于平安的方向发展

纵观今年的市场以及我们对于行业调研的感受而言, 行业中新一轮的变革正在进行, 而这种变革对于我们未来的对于保险股投资的影响将是更加直接的。

2008 年国内 A 股市场的大幅下跌再加上银行存款利率的一降再降。众多的保险公司在这一轮经济的下滑中, 投资上都遭受了不小的损失, 这样的损失促使其不得不寻求变革。

很多的保险公司, 特别是那些在 2007 的大牛市中获益颇丰的机构, 在 2008 年都采取了较为激进的风格。其实 2008 年的保费收入之所以能有这么快的增速, 说到底还是因为保险公司有钱了, 能支撑业务的发展了。换句话说, 我们的保险行业未来的潜力还是很大的, 即便就是在原来的业务基础上, 只要总公司能给予足够的支持, 下面业务的开展将是水到渠成之势。在 2008 年, 众多的保险公司, 为了提高其所占的市场份额, 一窝蜂的扑向了最能在短期内提高其市场份额而却并不怎么赚钱的银邮渠道。而银邮渠道为什么不赚钱呢? 这个原因

我相信大家都知道，那就是我们的中介渠道收取了过高的中介费用。

经过去年资本市场的振荡，今年众多保险公司都打出了业务转型的口号，转型的方向主要为：减少银邮渠道的产品销售，减少万能险趸缴产品的销售，甚至有公司也开始停止了万能险趸缴产品的销售，同时大力发展个险渠道的保险产品的销售，包括传统、分红与万能的期缴。各家公司对于保费收入的衡量也基本上采用了标准保费的方式，这在一定程度上也鼓励了业务员往标准保费折算比例更高的期缴产品上发展。

这样的转型带来的必然结果就是公司未来的保费收入的增长将会更加依靠代理人队伍来拉动公司保费收入的增长。因此，我们就看到了在去年年底众多保险公司出现的大增员计划。

而这一步平安却一直在进行，换句话说，平安是在一直不断的匀速招人，而其他公司却采用了集中招人的方式。这样的方式之间就已经说明了一个行业领先者和一个行业追赶者的地位。

今年的保费收入靠代理人，而平安的代理人队伍又是最强。

别人放弃的市场不一定是坏市场

在今年众多的保险公司都放弃了银邮渠道以及去年较为流行的万能险的销售，就其原因也就是因为去年市场上在万能险和银邮渠道上的过多竞争所造成的。

万能险的高结算利率使很多公司都面临着无法承担的压力，而银邮渠道的无序竞争，使保险公司不得不拿出更多的佣金，否则无法争取到这样的销售渠道。

而在今年所有的一切都开始发生变化，万能险的高结算利率开始下调，众多的保险公司开始通过停售的方式退出这个市场，而银邮渠道同样由于其较高的中介费用吓跑了众多的保险公司。

而根据我们调研的信息，中国平安在今年却加大了这两方面的投入，丝毫没有压缩此块业务的迹象。在今年1-2月份中国平安所实现的较高保费收入中很大程度上原因就是由于中国平安加大了在别人放弃的银邮渠道的销售以及万能险产品的销售。虽然这样的方式在最终的盈利性上，我们现在还无法进行衡量，但是我们可以肯定的一点就是，中国平安在目前大力销售这些产品所产生的成本将比去年那样的竞争环境下来得低。

根据我们此次调研的信息，平安对通过银邮渠道卖出的产品进行过产品的利润测试，公司表示这一块业务仍在创造为正的内涵价值。这一块是新增的价值为什么不要呢？只要它是在创造为正值。

历史上的增长给予我们启示

在这些年中，我们一直在讲，我们的保险行业是一个朝阳行业，在过去的几年中一直在经历着飞速的发展。那么我们就用平安的历史来看看在这些年来平安的净资产的收益率到底达到了一个什么样的水平。

这里需要说明的是，这里所指的净资产收益率和我们所说的 ROE 略有区别，由于保险公司每年的很多归属于自己的未实现收益都没有放到利润表中，但是会在资产负债表中给予反映。因此我们此处的净资产收益率

$$= (\text{本年度净资产} + \text{上年度末至今的分红} - \text{资产注入}) / \text{本年度末的净资产} - 1$$

表 12: 中国平安历史净资产增长率:

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	20083Q
中国平安净资产:	11,687	12,952	28,253	33,522	47,750	113,851	84,087
分配红利:	266	493	518	865	2,097	3,080	4,177
资本注入:			13,279			38,222	
净资产增长率:		15.0%	19.6%	21.7%	48.7%	64.8%	-22.5%
算术平均:						34.0%	24.6%
复合增长率:						43%	25%

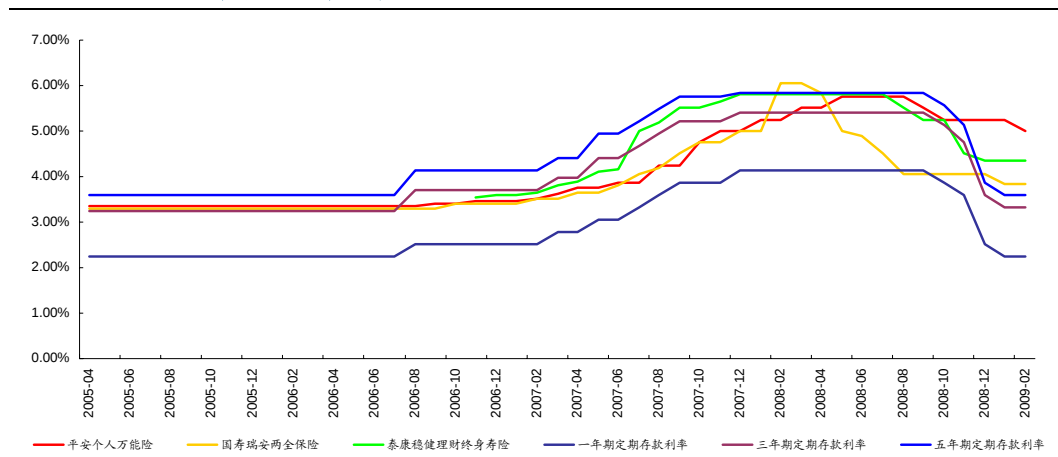
资料来源: 公司数据、长江证券研究所

在过去的 6 年中, 中国平安的净资产保持了一个较高的增速, 即便是经历了 2008 年的资本市场大跌之后, 公司的平均增长率仍然达到了 25% 左右。

在这里我们需要额外提及的是, 中国的保险行业目前仍处于一个储备期, 也就是说, 我们现在的保费收入还处在快速增长阶段, 而在这个阶段的时候, 公司的帐务一定程度上来说是保守的。因此实际的增长速度上来讲, 中国平安的经营结果还将好于我们目前所看到的数字。

万能险的发展战略

对于平安的万能险, 这里我不想单纯的去看投资收益率和目前的结算利率之间的关系, 对此我想从一个完整的角度上来看待万能险的发展和公司所采取的策略。

图 10: 万能险结算市场结算利率状况:


资料来源: 公司数据、长江证券研究所

中国平安在 2004 年开始在业内率先出售万能险, 截止 2006 年年底公司已经累计销售万能险大约 290 亿左右的水平, 同时公司在 2006-2007 年的总投资收益为: 7.7% 和 14.1%, 而万能险的投资风格相对传统以及分红险来说应该略为激进一点, 因此我们预计万能险的投资收益率将会略高于此水平。然而在对于这些年的高收益, 平安都没有对其进行分配。

平安对于万能险所采用的策略是: 每年从其管理的账户资产余额中按照一个比例提取一笔利差作为自己的利润, 这个比例我们预计为 150BP 左右, 因此其实际投资收益超过此比例与结算利率的剩余部分将被公司存储为平滑责任准备金以备以后的支取。(注意, 超过结算利率与管理费用率的部分, 保险公司有权利将其确认为当期公司的利润, 而平安是全额提为责任准备金) 由于平安开展万能险的时间最早, 因此其历史上储备的资金也更多, 在经历了 2006-2007 年的历史大牛市以后, 平安储备的平滑责任准备金将更为丰厚, 而市场上的很

多公司都是 2006、2007 年才开始开展万能险的业务，即便经历了 2006 - 2007 年的大牛市，其储备较平安而言将少很多，这也是到了今天为什么其他公司难以支撑这么高的结算利率，而平安却能得以持续的主要原因，对此公司也多次表示其平滑责任准备金还十分充足。

在讲过平安的事例之后，我们再来看看其对于当期账目上的影响。由于平滑责任准备金是放在负债项下，当我们用这笔钱来补偿我们万能险的保户时，无外乎是减少了负债，而增加了当期支出而已，而这样的处理，并不减少公司的利润，也不影响公司的净资产。

同时当我们进行估值计算的时候，无论是采用内涵价值法、评估价值法以及 P/B 等等方法，我们都没有将这笔本可以确认为公司的利润的平滑责任准备金考虑在内，那么现在公司利用这笔负债来补贴当期的投资损失的时候，我们又何必过分夸大其影响呢？是，也许大家会想到如果这样的事情是一个长期发生的事情呢？如果保险公司的投资收益一直很低迷呢？那么我们看看今天市场保险保险公司的行为，我们将得到很好的解释。在经过一年的资本市场低迷之后，众多的保险公司都下调了结算利率，有的为了追求利润都开始放弃最能在短期内扩大自己的规模的银保渠道的销售。我们相信市场环境下的保险公司是一个理性的个体，更何况，平安目前仍然拥有较为充足的平滑责任准备金。我们预计平安短期内也将会下调其万能险的结算利率。

回过头来，我们再从另外一个角度来看看平安在万能险上的经营策略。正是公司在产品创新能力上的巨大领先优势以及对于市场的领悟能力使中国平安在万能险上面做足了储备，以至于到了今天平安的万能险仍然能够维持一个较高的结算利率，而竞争对手却不得不退出这个市场。公司的先见在这一点上也得到了明显的体现。

投资建议：

根据我们调研的信息，以及我们对行业内的了解看来，整个中国保险行业的保费收入的可持续性增长趋势仍然明显，此次的金融危机对于保单的销售几乎没有负面的影响，甚至出现了一定的刺激。同时在这一轮各家公司产品转型的过程中，中国平安今年在行业内的优势将更加明显，在经历了去年的多事之秋之后，在今年的市场中，我们认为中国平安将很难会出现低于大家预期的状况。同时在今年 1 季度财报即将出现的“净资产 V 字反转”走势也将大大提升大家对于保险股的投资热情。目前的中国平安估值仍然较低，36 元的股价距离我们较为保守情况下的估值 47 元仍然具有较大的空间。我们仍然维持“推荐”的评级。

此外，在今年的市场上，对于整个保险行业还有非常大的两个正面的刺激的可能性。

- （1） 权益类市场出现较好的表现
- （2） 个人养老保险退税（递延）的试点实施

而这样的两点，在今年的市场上也并非完全没有可能。特别是个人养老保险的退税（递延）的试点实施将对整个行业产生非常深远的影响。对此，我们将在后面的专题报告中详细介绍个人养老保险发展情况，以及退税（递延）所带来的影响。

在目前的情况下，中国平安出现低于预期的情况小，同时保费保持持续的高增长，今年也有较大可能性会超逾我们的预期。最重要的是目前的估值也较低，这样的股票正是我们长期建仓的品种。

分析师介绍

李聪，英国 Cass 商学院精算学硕士。保险、证券行业分析师。此前任职于普华永道精算部，担任高级精算顾问，曾参与并负责过国内数家保险公司的 IPO 审计以及给予精算咨询服务。同时也参与众多国外和地区保险公司的精算审计以及精算咨询服务，涉及香港、台湾及澳大利亚等。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。