

2009-04-09

多元化保险

中国平安 601318.SH

维持

增持

当前价格	38.8 元
目标价格	41 元
目标期限	6 个月

分析师:

肖超虎

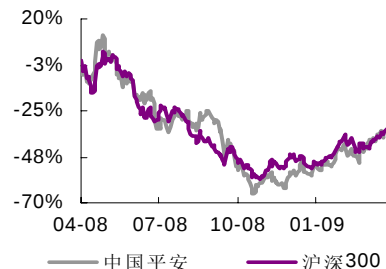
021-22169120

xiaoch@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	7,345
总市值(百万元)	-
流通比例(%)	53.46%
12 个月最高/最低(元)	70.50/19.90
近 3 月日均成交量(百万股)	42.66
主要股东	汇丰保险控股有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.82	5.65	0.41
绝对收益	14.25	36.98	-35.87

相关报告:

中国平安: 递延所得税超预期
 2008-10-28
 利润结构扭曲, 盈利能力全面下降

新业务以量补价, 可谨慎乐观

◇ 报告起因: 调升对公司的看法

◆潜在上涨空间为 6%, 给予“增持”评级:

中国平安的表现略低于预期。各指标表现差异较大, 与 07 年相比, 净资产和内含价值分别下降了 24% 和 18%, 而新业务价值和总资产则分别上升了 19% 和 9%。与 08 年中期相比, 净资产微幅上升 0.6%, 这一表现差于中国人寿。但更糟糕的是, 内含价值下降了 5%。内含价值的下降主要是公司高利率保单的亏损幅度增加了 53 亿。从新业务价值来看, 下半年新业务价值为 36 亿, 环比下降 26%, 主要因为标准保费规模下降, 同时利润率也略有下降。

股价已经较大程度反映了今年股市和债市的良好表现, 按 2009 年 20 倍新业务价值倍数来估值, 目标价为 41 元, 潜在涨幅为 6%, 给予增持评级。

◆2009 年新业务以量补价, 可谨慎乐观:

公司今年首年保费超高速增长, 可能主要受益于个险渠道和银邮渠道的万能险。公司目前万能险的平均成本仍在 4.5% 以上, 这一部分业务在短期仍然存在利差损失的风险。我们预计 09 年新业务利润率将有一定幅度的下降, 但标准保费有望取得 30% 左右的增长, 因此对新业务价值可谨慎乐观。最为保守的估计 09 年新业务价值将轻微负增长。

◆寿险业务将出现恢复性增长:

08 年寿险业务出现亏损, 主要是由于巨额的投资损失所造成的。今年资本市场表现好于去年年底时的预期, 我们预计会保持较为有利的环境, 对寿险投资业务形成支持。同时, 准备金平滑业绩的空间有限, 承保业务较去年下滑, 这会令寿险业务只是恢复性增长, 而非强劲增长。

◆财险业务将增长 100% 以上:

08 年下半年财险承保业务已经恢复正常, 基本盈亏平衡, 这令财险业绩环比大幅上升。我们预计 2009 年财险承保业务将延续 08 年下半年的态势, 综合成本率将回落至 100% 附近。投资业务虽然会比寿险业务略低, 但仍好于 08 年。财险业务将出现非常强劲的增长, 利润增长可达 100% 以上。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
保费收入(百万元)	94,032	121,790	152,484	170,906	201,262
保费收入增长率	18.20%	51.49%	26.16%	12.17%	17.52%
投资收益(百万元)	63,835	10,580	21,381	25,266	31,478
投资收益增长率	-	-83.43%	102.09%	18.17%	24.59%
EPS(元)	2.11	0.09	1.30	1.79	1.84
ROE	13.81%	1.07%	11.41%	13.12%	11.82%
P/E	18	431	30	22	21
P/EVPS	4	2	2	2	1
隐含新业务倍数	-	-	19	16	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

总体经营业绩回顾及预测

从我们关注的主要指标来看，中国平安的表现略低于预期。各指标表现差异较大，与 07 年相比，净资产和内含价值分别下降了 24%和 18%，而新业务价值和总资产则分别上升了 19%和 9%。与 08 年中期相比，净资产微幅上升 0.6%，这一表现差于中国人寿。但更糟糕的是，内含价值下降了 5%。内含价值的下降主要是公司高利率保单的亏损幅度增加了 53 亿。从新业务价值来看，下半年新业务价值为 36 亿，环比下降 26%，主要因为标准保费规模下降，同时利润率也略有下降。

主要的估值指标来看，PB 为 3.5 倍，显著高于银行和大型券商。P/EV 为 2.32 倍，新业务倍数为 19 倍。估值水平基本合理。

表 1、2008 年中国平安主要经营指标及估值水平（百万元人民币）

	2007	2008H1	2008	每股值	2008VS2007	2008H2VSH1	对应估值水平
总资产	651,344	643,606	707,640	96.34	8.64%	9.95%	0.40
净资产	107,234	80,955	81,469	11.09	-24.03%	0.63%	3.50
内含价值	150,310	129,989	122,859	16.73	-18.26%	-5.49%	2.32
新业务价值	7187	4,991	8,541	1.16	18.84%		19.00
净利润	15086	7,104	662	0.09			NA

资料来源：公司报表、光大证券研究所

若以 2009 年的预测值来看，我们认为 BVPS 和内含价值有望分别增长 15%和 20%。关于新业务价值有两种假设，(1)标准保费有望增长 30%，而利润率维持不变，新业务价值也增长 30%；(2)标准保费增长很大程度上来自万能险，其利润率存在一定风险，给予一定的折扣，我们认为 7 折是比较合理的一个选择。

在第一种情形下，新业务价值蕴含较大风险，给予相对低一些的新业务倍数 15 倍，对应目标价格为 43 元，隐含 PB 为 3.4 倍。

在第二种情形下，新业务价值风险已经通过折扣反映，给予 20 倍新业务倍数，对应目标价 41 元，隐含 PB 为 3.2 倍。

两种情形下，潜在上涨空间都比较小，我们给予公司增持的投资评级。

表 2、2009 年中国平安主要经营指标预期及目标价格（元人民币）

	2009E1	2009E2	假设条件
净资产	12.76	12.76	比 08 年增长 15%
内含价值	20.07	20.07	比 08 年增长 20%
新业务价值	1.51	1.06	E1: 比 08 年增长 30%; E2: E1 的基础上打 7 折
新业务倍数	15	20	
目标价	42.75	41.24	
潜在上涨空间	10%	6%	
对应 09 年 PB	3.35	3.23	

资料来源：光大证券研究所

分部经营业绩回顾及预测

从分部来看，中国平安各业务部门的净利润都出现了明显的下滑，表现较好的是平安银行和平安信托。

寿险业务在上半年通过准备金平滑贡献了较好的业绩，但下半年富通投资损失令业绩平滑功亏一篑，出现了 83 亿元的亏损。全年亏损 21 亿，同比下降 127%。我们预计 2009 年公司通过准备金平滑业绩的空间几乎没有，承保业务将回归正常，投资业务虽也有所回稳，但寿险业务整体业绩仍较为平庸。

财险业务在上半年表现较差，主要是受自然灾害影响承保业务出现 10% 的亏损。下半年承保业务恢复正常，而投资业务则受资本市场不利影响出现下滑。整体上来看，财险业务下半年已经反弹。预计 2009 年全年财险业务将有较好的表现。

平安银行在上半年仍有较好的增长，在下半年受降息影响，利差缩小导致净利息收入增速明显放缓至 10%，而投资亏损、拨备计提和信用卡推广令银行业绩同比下滑 6%。2009 年降息的滞后效应将令净利息收入负增长，预计全年银行业绩将出现下滑。

平安证券在 2008 年的表现与股票市场非常吻合，下半年比上半年下滑 63%。我们预计 2009 年证券经纪业务稳中有升，这将导致证券业务出现温和增长。

平安信托在 2008 年表现抢眼，受托资产保持了稳定，但其受托业务手续费收入仍出现了下降。投资业务贡献的利润较多，这是其利润出现较大增长的主要原因。我们认为 2009 年信托手续费能出现增长，但利润可能会下降，因投资收益在 2009 年将无法持续。

表 3、2008 年中国平安分部经营业绩（百万元人民币）

	2008H1	2008H2	HoH	2007	2008	YoY	光大证券观点
寿险	6,181	-8,315	-235%	7,831	-2,134	-127%	受累于投资富通的损失，寿险业务在 2008 年下半年大幅亏损
财险	74	334	351%	1,484	408	-73%	因下半年没出现重大灾难，财险业务有较大改善。但全年仍有较大下降，部分受累于投资业绩下滑。
银行	795	649	-18%	1,537	1,444	-6%	投资亏损、拨备计提和信用卡推广令银行业绩同比下滑
证券	401	149	-63%	1,492	550	-63%	2008 年的表现与股票市场非常吻合
其他业务	-141	746	-629%	3,237	605	-81%	总部投资业务表现糟糕
合计	7,310	-6,437	-188%	15,581	873	-94%	

资料来源：公司报表、光大证券研究所

表 4、2008 年中国平安分部估值（元人民币）

	2008	2009E	YoY		估值方法	估值水平	结果	说明
寿险	-0.29	0.70			NBV	20	31.6	EV 为 10.4 元，NBV 为 1.06 元，相关假设与第一部分相同。
财险	0.06	0.16	188%		PE	15	2.4	业绩高速增长是因为承保业绩大幅改善所致
银行	0.20	0.17	-14%		PE	10	1.7	业绩下滑是息差缩小和战略投入所致
证券	0.07	0.07	0%		PE	20	1.5	在较乐观的假设下业绩保持平稳
其他业务	0.08	0.20			PB	1X	4.9	总部资产和其他业务按 1 倍 PB 估值
合计	0.12	1.30					42.2	加总估值包含少数股东持有的价值

资料来源：公司报表、光大证券研究所

内含价值回顾及预测

与 2007 年相比，寿险内含价值下降了 5%或 38 亿，主要是因为净资产下降了 14%或 43 亿。1999 年 6 月以前的有效业务价值也下降了 23 亿，这是因为利差损分配或补计准备金冲回所导致。1999 年 6 月以后的有效业务价值增加了 49 亿，这是新业务贡献的价值，但同时运营差异和投资差异等也抵消了部分新业务价值。

与 2008 年上半年相比，寿险业务价值上升了 143 亿或 26%，这主要是因为下半年集团公司向寿险注资所致。寿险净资产增加了 196 亿，而有效业务价值则下降了 52 亿或 11%。有效业务价值的下降是 1999 年 6 月以前的业务价值下降了 53 亿所致。公司在上半年为高利率保单计提了 31 亿的准备金，但在下半年该笔准备金可能被冲回了，或者是因为公司将投资损失分配给这一部分保单所致。

2008 年新业务价值比 07 年增长 19%，低于标准保费增速 38%，因为利润率下滑了 6 个百分点或 12%。利润率的下降主要是因为公司调整了投资收益率假设和部门运营经验假设。下半年新业务价值比上半年下滑了 26%，这主要是因为标准保费下降了 26%。利润率保持了一致。

表 5、2008 年中国平安内含价值分析（百万元人民币）

	2008H1	2008H2	变化额	变化 (%)	2007	2008	变化额	变化 (%)	光大证券观点
经调整的净资产价值	80,938	79,016	-1,922	-2.37%	107,032	79,016	-28,016	-26.18%	
寿险经调整的净资产价值	6,201	25,800	19,599	316.06%	30,128	25,800	-4,328	-14.37%	下半年对寿险进行了注资
1999 年 6 月前承保的有效业务价值	-5,997	-11,340	-5,343	89.09%	-9,058	-11,340	-2,282	25.19%	利差损分配或补计准备金冲回所导致
1999 年 6 月后承保的有效业务价值	66,255	66,859	604	0.91%	61,921	66,859	4,938	7.97%	投资差异等抵消了部分新业务价值
寿险扣除偿付能力额度成本后的有效业务价值	49,051	43,843	-5,208	-10.62%	43,278	43,843	565	1.31%	
寿险内含价值	55,252	69,643	14,391	26.05%	73,406	69,643	-3,763	-5.13%	
本公司内含价值	129,989	122,859	-7,130	-5.49%	150,310	122,859	-27,451	-18.26%	非寿险部分净资产下降
当期新业务价值	4,911	3,630	-1,281	-26.08%	7,187	8,541	1,354	18.84%	下半年标准保费规模下降
首年保费	21,378	18,624	-2,754	-12.88%	26,093	40,002	13,909	53.31%	
首年期缴	11,537	8,248	-3,289	-28.51%	14,705	19,785	5,080	34.55%	

首年趸缴	9,841	10,376	535	5.44%	11,388	20,217	8,829	77.53%	
标准保费	12,521	9,286	-3,236	-25.84%	15,844	21,807	5,963	37.64%	
新业务价值/首年保费	23%	19%			28%	21%			利润率下降了6个基点，因精算假设和营运经验差异所致
新业务价值/标准保费	39%	39%			45%	39%			

资料来源：公司报表、光大证券研究所

我们预计 2009 年新业务价值利润率将保持稳定，而标准保费则会出现 30% 左右的增长。标准保费的增长主要由两部分带动，一部分是代理人渠道期缴保费，另一部分是银保渠道趸缴保费。平安银保目前保持了 100% 以上的增长，而且在全年可能也会维持 50% 以上的增长。

表 6、中国平安保费结构预期（百万元人民币）

	2007	2008H1	2008	2009E	YoY
首年保费	18,809	14,040	36,424	49,581	36%
首年期缴保费	11,388	9,841	20,217	25,271	25%
首年趸缴保费	7,421	4,199	16,207	24,310	50%
标准保费	12,130	10,261	21,838	27,702	27%

资料来源：公司报表、光大证券研究所

值得说明的是，平安目前的保费增长很大程度上依赖其高成本的万能险。这些险种在短期很难实现其精算假设中的利差假设，因而其新业务价值需要有所折扣。若考虑到这一层，利润率则将出现下降。我们认为给予 7 成折扣是比较合理的，这在第一部分中已经阐述过了。

利差分析

整体业务利差分析

我们首先分析保险资产投资结构变化。2008 年下半年总投资资产增加了 231 亿或 5%，增加的资产主要投放于定期存款、可供出售债券和基建投资，分别增加了 348 亿、539 亿和 55 亿。同时，现金、股票和基金分别减少了 391 亿、285 亿和 19 亿。

从投资结构上看，占比下降的是现金、股票和基金，而增加则是定期存款和债券。

表 7、平安保险资产投资结构变化（百万元人民币）

	2007	占比	2008H1	占比	2008	占比	金融变化	占比变化
现金及等价物	108,097	24.5%	86,999	19.7%	47,856	10.3%	-39,143	-9.4%
定期存款	33,189	7.5%	49,622	11.2%	84,412	18.2%	34,790	6.9%
交易性债券	11,243	2.5%	15,312	3.5%	11,994	2.6%	-3,318	-0.9%
可供出售债券	58,537	13.3%	101,838	23.1%	155,742	33.5%	53,904	10.5%
持有至到期债券	119,108	27.0%	118,034	26.7%	119,055	25.6%	1,021	-1.1%
保单质押贷款	2,411	0.5%	2,946	0.7%	3,725	0.8%	779	0.1%
固定收益类	332,585	75.4%	374,751	84.9%	422,784	91.0%	48,033	6.1%
交易性股票	12,903	2.9%	7,564	1.7%	2,958	0.6%	-4,606	-1.1%
可供出售股票	78,804	17.9%	43,705	9.9%	19,816	4.3%	-23,889	-5.6%
长期投资	0	0.0%	121	0.0%	155	0.0%	34	0.0%
股权类	91,707	20.8%	51,390	11.6%	22,929	4.9%	-28,461	-6.7%
交易性基金	6,245	1.4%	3,997	0.9%	2,473	0.5%	-1,524	-0.4%
可供出售基金	9,382	2.1%	11,382	2.6%	10,970	2.4%	-412	-0.2%
基金类	15,627	3.5%	15,379	3.5%	13,443	2.9%	-1,936	-0.6%
基建投资	1,389	0.3%		0.0%	5,509	1.2%	5,509	1.2%
总计	441,308	100.0%	441,520	100.0%	464,665	100.0%	23,145	0.0%

资料来源：公司报表、光大证券研究所

结合 2008 年投资资产结构的变化情况，我们调整了未来两年资产配置的结构，并对各类资产的投资收益率预期也进行相应得调整。

调整后未来两年总投资收益率预期分别为 4.08%和 4.23%。

表 8、中国平安未来两年投资收益预测

	2007	2008H1	2008	2009E	2010E
投资资产明细					
现金及现金等价物	21.3%	19.4%	10.3%	10.0%	10.0%
定期银行存款	7.5%	11.1%	18.2%	17.0%	17.0%
债权投资	43.2%	52.4%	61.7%	62.0%	62.0%
股权投资	26.6%	15.6%	7.8%	10.0%	10.0%
其他投资	1.4%	1.5%	1.2%	1.0%	1.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
净投资收益率					
现金及定期银行存款	2.00%	2.19%	2.74%	2.45%	2.45%
债权投资	4.30%	4.42%	4.47%	4.05%	4.05%
股权投资	7.20%	8.07%	5.54%	8.00%	8.00%
其他投资	-10.40%	4.41%	2.51%	3.00%	3.00%
净投资收益率	3.90%	4.44%	4.11%	3.93%	4.00%
总投资收益率					
现金及定期银行存款	2.00%	2.19%	2.74%	2.45%	2.45%
债权投资	3.40%	4.32%	5.28%	4.00%	4.00%
股权投资	53.90%	9.62%	-30.71%	10.00%	10.00%
其他投资	-10.40%	-45.08%	-0.15%	3.00%	3.00%
总投资收益率	13.40%	4.02%	-1.64%	4.08%	4.23%

资料来源：公司报表、光大证券研究所

根据公司提供的信息，我们预计未来两年高利率准备金占比将下降至 31%和 30%，而其成本维持在 6.1%不变。我们根据公司信息推测低利率准备金成本约为 2.23%，预计未来两年新销售保单成本与此接近。根据上述假设，我们可以测算未来两年准备金平均成本分别为 3.44%和 3.39%。

考虑新保单和有效保单的综合利差，未来两年都将保持正的利差状况，这好于我们在 2009 年年度投资策略中的判断，主要是因为股市和债市收益率都好于当时的预期，导致收益率高于预期。未来两年预期利差分别为 64 和 84 个基点。

表 9、中国平安未来两年寿险资金成本预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E
高利率准备金(百万元)	92,718	97,018	94,818	104,318	119,600
高利率准备金成本	6.50%	6.10%	6.10%	6.10%	6.10%
高利率准备金占比	37.30%	35.10%	32.80%	31.14%	30.00%
准备金平均成本	4.50%	3.70%	3.50%	3.44%	3.39%
低利率准备金成本	3.31%	2.40%	2.23%	2.23%	2.23%
利差	8.90%	0.32%	-5.14%	0.64%	0.84%

资料来源：公司报表、光大证券研究所

上述利差虽然好于先前的预期,但仍然低于公司精算假设中的利差假设,这也是我们认为新业务价值需要打折的原因。

新业务利差分析

如果考虑新业务利差可能情况会更加差一些。首先由于新业务投资时完全取决于当前的资本市场,而没有存量资产缓冲。去年下半年的大幅降息令固定收益类资产收益率出现下滑,我们认为新业务投资收益率将比总投资收益率至少低 50 个基点。

而新业务的成本也有理由高于整体,尤其是短期成本。我们估计目前平安新单保费中有将近 60%来自于万能险,而其平均成本也维持在 4.5%以上。新业务平均成本将在 3.8%左右,这比总成本高出近 40 个基点。

新业务在短期仍有可能出现利差损。

表 10、2009 年中国平安新业务结构及成本预测

	2008	2009E	2009 年 预计成本
传统险	23%	15%	2.5%
分红险	37%	30%	3.5%
万能险	33%	50%	4.5%
投连险	7%	5%	2.0%
新单平均成本			3.8%

资料来源：公司报表、光大证券研究所

合并利润表分析

表 11、中国平安 2008 年利润表分析 (单位: 百万元人民币)

	单季度业绩					年度业绩			光大观点
	2007Q4	2008Q3	2008Q4	同比	环比	2007	2008	同比	
已赚保费	23,639	29,114	29,327	24%	1%	94,032	121,790	30%	与原保费增长保持一致
退保金	3,610	3,001	3,521	-2%	17%	13,333	13,362	0%	退保保持稳定
赔付支出	8,647	7,759	7,474	-14%	-4%	24,555	31,632	29%	赔付支出的增长与保费保持同步
准备金	9,462	8,697	3,822	-60%	-56%	76,953	32,984	-57%	第四季度准备金支出同比、环比都有较大幅度的下降。此等采用准备金平滑业绩的空间在 2009 年将非常有限。
红利支出	2,191	1,434	680	-69%	-53%	3,514	6,276	79%	在 08 年上半年因特别红利大幅增加
佣金支出	2,727	3,676	3,715	36%	1%	10,838	14,637	35%	因银保快速增长, 略快于保费
营业税费	859	400	474	-45%	19%	3,656	2,576	-30%	寿险营业收入下降
管理费用	3,491	2,641	4,675	34%	77%	14,298	12,569	-12%	总部薪酬冲减导致管理费用下降
承保结果	(7,354)	1,502	4,958	-167%	230%	(53,131)	7,731	-115%	承保结果明显改善, 主要因寿险准备金支出减少所致。在第四季度表现尤为显著, 预计承保结果在 09 年会恶化
承保利润率	-30%	5%	17%	46%	12%				
公允价值变动收益	(1,551)	(1,166)	2,257	-246%	-294%	6,885	(17,668)	-357%	上半年该科目出现明显亏损, 在第四季有所改善。但全年仍有 177 亿亏损
投资收益	10,808	3,122	1,681	-84%	-46%	56,950	28,248	-50%	通过实现亏损令第四季该科目下滑
减: 资产减值损失	37	15,725	8,856	23835%	-44%	289	26,120	8938%	富通共计提损失 258 亿, 第四季对该笔投资再次计提 70 亿
总投资收益	9,186	(13,778)	(4,849)	-153%	-65%	63,045	36,235	-43%	总投资收益下降主要受股市下跌和资产减值损失影响。
银行利息净收入	2,102	1,024	1215	-42%	19%	3,749	4,343	16%	生息资产规模扩大导致该科目增长, 第四季净息差缩小明显
手续费佣金净收入	242	287	325	34%	13%	2,046	1,776	-13%	证券经纪、承销业务都出现明显下滑, 而信托业务则相对稳定
其他业务净收入	615	(3)	(160)	-126%	5233%	1,458	(152)	-110%	证券、信托等投资业务也受到明显应先
利润总额	4,696	110	1,470	-69%	1236%	17,483	(2,453)	-114%	
减: 所得税	1,180	(3,198)	63	-95%	-102%	1,902	(3,326)	-275%	由于国债投资有免税优惠导致所得税为负
净利润	3,407	(7,807)	1,357	-60%		15,086	652	-96%	投资业务大幅下挫导致利润及 EPS 下滑, 而承保业务通过准备金平滑弥补了部分投资业务的下滑。
每股收益 (元)	0.46	-1.06	0.18	-61%		2.11	0.09	-96%	

资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

寿险利润表分析

表 12、平安寿险 2008 年利润表分析（单位：百万元人民币）

	半年业绩					年度业绩			光大观点
	2007H2	2008H1	2008H2	同比	环比	2007	2008	同比	
已赚保费	36,656	53,730	47,586	30%	-11%	78,237	101,316	29%	与原保费保持一致
退保金	7,414	6,840	6,522	-12%	-5%	13,333	13,362	0%	退保控制较好
赔付支出	9,231	11,152	8,571	-7%	-23%	16,083	19,723	23%	各项支出均衡增长
责任准备金增加	32,450	19,333	12,729	-61%	-34%	76,304	32,062	-58%	寿险准备金支出环比也有较大减少，投资损失通过准备金平滑
保单红利支出	2,617	4,162	2,114	-19%	-49%	3,514	6,276	79%	在 08 年上半年因特别红利大幅增加
营业税金及附加	967	601	(103)	-111%	-117%	1,808	498	-72%	因营业收入减少引致
手续费及佣金	4,403	5,934	5,877	33%	-1%	9,004	11,811	31%	与原保费基本一致，银保增加令其略快于保费
业务及管理费	4,209	2,471	4,430	5%	79%	7,109	6,901	-3%	寿险业务管理费基本稳定
承保结果	(24,299)	3,658	7,977	-133%	118%	(48,213)	11,635	-124%	承保结果明显改善，主要因寿险准备金支出减少所致。在第四季度表现尤为显著，预计承保结果在 09 年会恶化
承保利润率	-66.29%	6.81%	16.76%			-61.62%	11.48%		
投资收益	22,591	19,948	4,075	-82%	-80%	48,631	24,023	-51%	
公允价值变动损益	3,865	(16,030)	(84)	-102%	-99%	6,395	(16,114)	-352%	与合并报表中相关科目基本相似
资产减值损失	0	(1,282)	(23,831)		1759%		(25,113)		
总投资收益	26,456	2,636	(19,840)	-175%	-853%	55,026	(17,204)	-131%	
利润总额	2,996	6,064	(11,964)	-499%	-297%	7,435	(5,900)	-179%	
所得税	22	135	(3,901)	-17832%	-2990%	396	(3,766)	-1051%	
净利润	3,018	6,181	(8,315)	-376%	-235%	7,831	(2,134)	-127%	下半年出现大幅亏损，亏损额小于投资损失，因承保业务平滑所致。
EPS	0.41	0.84	-1.12	-372%	-233%	1.07	-0.28	-126%	

资料来源：公司年报，光大证券研究所

财险利润表分析

表 13、平安财险 2008 年利润表分析（单位：百万元人民币）

	半年业绩					年度业绩			光大观点
	2007H2	2008H1	2008H2	同比	环比	2007	2008	同比	
已赚保费	8,196	9,619	10,855	32%	13%	15,795	20,474	30%	与原保费增长保持一致
赔付支出	5,949	6,353	8,516	43%	34%	10,915	14,869	36%	巨灾导致赔付增长快于保费
减：摊回 赔付支出	(1,004)	(788)	(1,391)	39%	77%	(1,913)	(2,179)	14%	分保策略可能不均衡导致摊回赔付增长低于赔付增长
保险责任 准备金增 加净额	(98)	1,132	(210)	114%	-119%	649	922	42%	准备金增长也快于保费，但下半年已经开始较大幅度的赔付，导致准备金支出为负
分保费用	9	11	12	33%	9%	16	23	44%	分保力度可能加大
营业税金	617	834	704	14%	-16%	1,278	1,538	20%	营业税金增速低于保费，与营收有关
手续费及 佣金	870	1,394	1,635	88%	17%	1,987	3,029	52%	财险佣金上升明显要高于寿险，因积极的策略和市场竞争有关
业务管理 费	2,288	2,354	2,306	1%	-2%	4,093	4,660	14%	管理费同比增速慢于保费，应与薪酬下降有关
摊回分保 费用	(428)	(657)	(628)	47%	-4%	(992)	(1,285)	30%	
承保结果 承保利润 率	(7)	(1,014)	(89)	1171%	-91%	(238)	(1,103)	363%	上半年因自然灾害导致承保亏损幅度较大，下半年承保业务有明显改善。
	-0.09%	-10.54%	-0.82%			-1.51%	-5.39%		
投资收益	1,546	1,033	943	-39%	-9%	2,490	1,976	-21%	投资收益下滑主要受股市的不利影响
公允价值 变动损益	(55)	(43)	23	-142%	-153%	(45)	(20)	-56%	
资产减值 损失	(73)	(24)	(262)	259%	992%		(286)		股票资产也出现了部分减值
总投资收 益	1,418	966	704	-50%	-27%	2,445	1,670	-32%	
利润总额	1,569	(20)	615	-61%	-3175%	2,211	595	-73%	净利润在下半年有明显改善，但全年仍有大幅下降，所得税与利润总额保持一致。
所得税	1,047	94	93	-91%	-1%	727	187	-74%	
净利润	1,162	74	334	-71%	351%	1,484	408	-73%	
EPS	0.16	0.01	0.05	-71%	351%	0.20	0.06	-73%	

资料来源：公司年报，光大证券研究所

银行利润表分析

表 14、平安银行 2008 年利润表分析

	半年业绩					年度业绩			光大观点
	2007H2	2008H1	2008H2	同比	环比	2007	2008	同比	
净利息收入	2,019	1,985	1,829	-9%	-8%	3,478	3,814	10%	下半年利差下降导致该科目环比下降
手续费净收入	60	87	119	98%	37%	112	206	84%	手续费收入仍维持增长
投资收益	(38)	(52)	(112)	195%	115%	5	(164)	-3380%	债券及衍生品投资出现亏损
资产减值损失	(102)	61	(330)	224%	-641%	(164)	(269)	64%	谨慎起见，公司加大了拨备计提
管理费用	918	1,009	1,269	38%	26%	1,769	2,278	29%	信用卡业务导致管理费用增长过快
税前利润	911	963	414	-55%	-57%	2,153	1,377	-36%	投资损失、拨备计提和管理费用导致
所得税	460	168	(101)	-122%	-160%	616	67	-89%	税前利润下降 36%，由于国债投资免
净利润	451	795	649	44%	-18%	1,537	1,444	-6%	税导致所得税下降幅度更大，净利润
EPS	0.06	0.11	0.09	44%	-18%	0.21	0.20	-6%	轻微下滑。

资料来源：公司年报，光大证券研究所

证券利润表分析

表 15、平安证券 2008 年利润表分析

	半年业绩					年度业绩			光大观点
	2007H2	2008H1	2008H2	同比	环比	2007	2008	同比	
手续费净收入	696	854	375	-46%	-56%	1,671	1,229	-26%	第四季经纪业务受股票影响加大
投资收益	624	314	56	-91%	-82%	1,008	370	-63%	投资业务也受市场的不利影响，但第
公允价值变动	39	(211)	81	108%	-138%	146	(130)	-189%	四季交易性资产利润为正
营业税金	88	59	23	-74%	-61%	160	82	-49%	与营业收入一致
业务管理费	611	391	297	-51%	-24%	1,142	688	-40%	费用控制较好，下降幅度超出手续费
资产减值损失	2	2	7	250%	250%	3	9	200%	
利润总额	1,029	500	186	-82%	-63%	1,888	686	-64%	
所得税	213	99	37	-83%	-63%	396	136	-66%	下半年业绩环比也出现下降，与资本
净利润	816	401	149	-82%	-63%	1,492	550	-63%	市场高度相关
EPS	0.11	0.05	0.02	-82%	-63%	0.20	0.07	-63%	

资料来源：公司年报，光大证券研究所

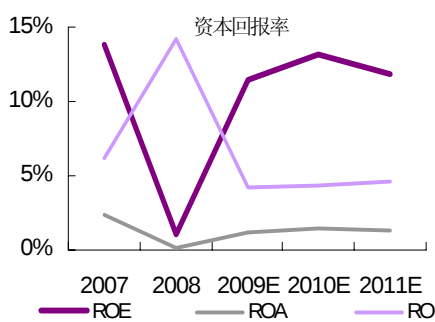
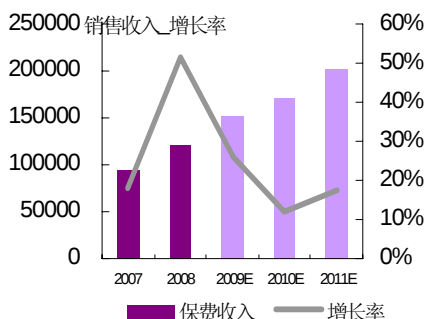
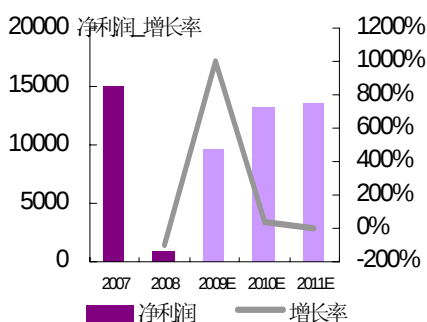
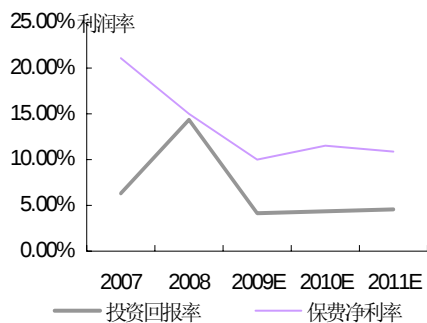
信托利润表分析

表 16、平安信托 2008 年利润表分析

	半年业绩					年度业绩			光大观点
	2007H2	2008H1	2008H2	同比	环比	2007	2008	同比	
受托管理资产	47,519	40,470	48,514	2%	20%	47,519	48,514	2%	下半年管理资产增长了 20%
手续费净收入	258	241	101	-61%	-58%	380	342	-10%	受托资产结构导致手续费下滑
投资收益	434	810	659	52%	-19%	699	1,469	110%	受益于平安证券分红及处置投资
公允价值变动	76	(259)	109	43%	-142%	133	(150)	-213%	下半年取得正的交易收益
营业税金	38	47	44	16%	-6%	65	91	40%	营业税金与营收保持一致
业务管理费	204	44	107	-48%	143%	283	151	-47%	
资产减值损失	72	(9)	18	-75%	-300%	77	9	-88%	
利润总额	518	709	700	35%	-1%	854	1,409	65%	
所得税	49	70	132	169%	89%	110	202	84%	
净利润	469	639	568	21%	-11%	744	1,207	62%	
EPS	0.06	0.09	0.08	21%	-11%	0.10	0.16	62%	

资料来源：公司年报，光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入合计	157,867	132,370	173,866	196,172	232,740
已赚保费	94,032	121,790	152,484	170,906	201,262
投资收益	63,835	10,580	21,381	25,266	31,478
费用合计	146,181	96,438	159,249	179,795	213,417
退保金支出	13,333	13,362	16,323	18,309	21,517
赔付支出	24,555	31,632	37,542	44,409	54,599
准备金支出	76,953	32,984	73,452	79,091	94,677
保户红利支出	3,514	6,276	4,291	4,119	5,149
佣金支出	10,838	14,637	16,323	18,309	21,517
税前利润	16,988	-2,453	11,319	15,558	15,958
所得税	1,902	-3,326	1,745	2,399	2,460
税后利润	15,086	873	9,574	13,160	13,498
EPS	2.11	0.09	1.30	1.79	1.84

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	651,104	707,640	785,419	911,748	1,068,911
货币资金	72,740	52,445	89,995	101,570	120,394
定期存款	65,416	41,731	164,277	145,129	175,210
固定收益类资产	210,779	240,695	294,529	349,315	411,746
权益类资产	57,674	150,518	53,551	95,268	112,294
长期投资	2,207	6,025	4,231	23,000	23,000
固定资产	7,894	7,641	10,799	9,751	11,558
无形资产	3,621	9,500	12,599	12,188	13,243
其他资产	230,773	199,085	155,438	175,527	201,466
总负债	541,886	626,171	701,162	811,308	954,687
有息债务	6,937	6,955	11,447	11,701	13,869
未到期责任准备金	15,730	0	22,565	26,824	31,668
未决赔款准备金	7,645	0	11,728	13,673	15,885
寿险责任准备金	320,359	420,064	424,065	493,954	580,234
长期健康险责任准备金	37,213	0	51,883	60,907	71,285
其他负债	154,002	199,152	179,472	204,249	241,747
股东权益	109,218	81,469	83,893	100,275	114,238
股本	7,345	7,345	7,345	7,345	7,345
公积金	79,740	54,220	47,923	51,917	53,267
未分配利润	18,252	16,820	24,479	35,007	45,805
少数股东权益	1,984	2,712	2,793	3,338	3,803

现金流量表 (百万元)	2006	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	41,206	-29,910	79,061	78,435	93,522
净利润	15,581	873	9,888	13,592	13,941
折旧摊销	740	740	740	740	740
净营运资金增加	78,757	-43,050	-55,565	55,288	31,030
其他	-53,872	11,527	123,998	8,815	47,811
投资活动产生现金流	-75,201	-53,777	-7,605	-71,436	-86,571
净资本支出	42,143	78,459	116,833	39,422	80,541
长期投资变化	-1,792	-3,818	1,794	-18,769	0
其他资产变化	-115,552	-128,418	-126,233	-92,088	-167,112
融资活动现金流	7,604	29,403	-21,661	-2,080	636
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	18	4,492	254	2,168
其它长期负债变化	7,604	29,385	-26,153	-2,333	-1,533
净现金流	-26,391	-54,285	49,795	4,920	7,586

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
保费收入增长率	18.20%	51.49%	26.16%	12.17%	17.52%
资产增长率	40.54%	8.68%	10.99%	16.08%	17.24%
投资收益增长率	126.47%	-83.43%	102.09%	18.17%	24.59%
净利润增长率	105.48%	-94.21%	996.66%	37.45%	2.57%
EPS 增长率	77.31%	-95.73%	1348.28%	37.45%	2.57%
估值指标					
PE	18	431	30	22	21
PB	3	3	3	3	2
P/EVPS	4	2	2	2	1
隐含新业务倍数	-	-	19	16	11
市值/保费收入	3	2	2	2	1
市值/投资收益	4	27	13	11	9
市值/准备金前利润	3	8	3	3	3
盈利能力 (%)					
承保利润率	-50.20%	5.98%	-6.88%	-6.07%	-8.10%
投资利润率	62.45%	-12.37%	12.93%	13.71%	14.55%
营业利润率	12.25%	-6.39%	6.05%	7.64%	6.45%
税前利润率	17.32%	-1.90%	7.13%	8.73%	7.62%
税后利润率	14.94%	0.67%	5.87%	7.19%	6.27%
投资回报率	6.23%	14.27%	4.17%	4.32%	4.55%
ROA	2.32%	0.12%	1.22%	1.44%	1.26%
ROE	13.81%	1.07%	11.41%	13.12%	11.82%
偿债能力					
偿付能力充足率	-	-	-	-	-
资产负债率	56.80%	60.96%	62.96%	63.01%	63.11%
流动比率	2.29	1.92	1.60	1.76	1.75
速动比率	2.28	1.91	1.58	1.74	1.74
每股指标					
EPS	2.11	0.09	1.30	1.79	1.84
每股红利	0.00	0.00	0.39	0.54	0.55
每股经营现金流	-	-4.07	10.76	10.68	12.73
每股净资产	14.87	11.09	11.42	13.65	15.55
每股内涵价值(EVPS)	8.93	20.37	18.68	22.42	26.75
每股新业务价值	-	1.16	1.06	1.26	1.50

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

肖超虎，复旦大学经济学硕士。2007 年 5 月加盟光大研究所，从事金融保险行业的研究。

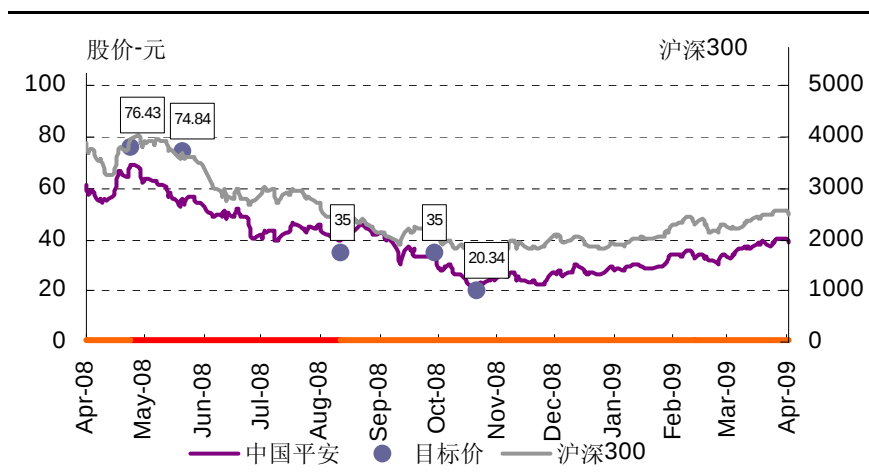
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中国平安（601318）

分析师：肖超虎



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2008-08-18	41.83	35.00	中性
2008-10-06	33.27	35.00	中性
2008-10-28	20.87	20.34	中性
2009-03-20	36	37	增持
2009-04-09	38	41	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李立志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。