



2009年4月9日

保险业

观点聚焦

周光

分析师

zhoug@cicc.com.cn

赵慧颖/刘欣

联系人

zhaohy2@cicc.com.cn/liuxin3@cicc.com.cn

审慎推荐

中国平安(601318.CH)

再通胀预期的受益者

主要财务信息 (中国会计准则下)

(人民币百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
保险业务收入	100,945	129,383	159,027	182,881
(+/-%)	18%	28%	23%	15%
已赚保费	94,032	121,790	149,630	172,308
投资收益	58,182	28,248	17,240	21,229
公允价值变动收益	6,885	(17,668)	2,665	2,844
收入总额	165,263	139,803	177,486	209,154
提取保险责任准备金	(77,545)	(38,792)	(74,286)	(91,170)
赔付及退保支出	(40,331)	(47,954)	(55,156)	(59,127)
保险业务支出及营业费用	(26,362)	(28,662)	(31,907)	(36,202)
净利润	15,086	662	9,238	11,714
(+/-%)	105%	(96%)	1,295%	27%
每股净利润 (人民币)	2.05	0.09	1.26	1.59
每股净资产 (人民币)	14.60	10.72	11.87	13.33
平均净资产收益率(%)	19.4%	0.7%	10.8%	12.2%
市盈率(X) (中国会计准则)	18.9	430.7	30.9	24.3
市盈率(X) (国际会计准则)	15.3	1,063.9	26.6	21.3
市净率(X) (中国会计准则)	2.7	3.6	3.3	2.9
市净率(X) (国际会计准则)	2.5	3.4	3.1	2.8
现金分红收益率(%)	1.8%	0.0%	0.9%	1.2%

股票信息

H-股	A-股
2318.HK	601318 CH Equity
48.65	RMB 38.82
HK\$ 55.43	-
10.94	31.48
HK\$77.25/22.7	RMB70.5/19.9
335,159	295,591
7,345	7,345
6,840	6,840
主要股东 (持股比例)	汇丰控股有限公司 (16.79%)

最近股价走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601318.CH]	-0.74	+14.24	+36.98	+45.99
[SHASHR index]	-1.08	+7.03	+24.95	+28.88
[Insurance index]	+4.87	+18.04	+32.14	+41.88

52周股价走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009/4/28 09年1季度业绩发布

交易提示:

我们上调中国平安 A 股和 H 股的投资评级至“审慎推荐”，每股合理估值分别为 Rmb48.78 元和 HK\$55.43 元，对应目前股价分别有 25.7% 和 13.9% 的上涨空间。

我们将在近期上调寿险行业的投资评级。

理由:

我们修正对中国低利率环境将持续很长时间的判断。不断出台的政府巨额经济刺激计划显著减轻了经济紧缩的担忧，惊人的银行信贷增长使得大幅降息显得多余，降息周期接近尾声。

经济复苏迹象和流动性的重新泛滥使市场产生再通胀预期。本轮低利率周期持续的时间可能短于我们之前的预期。而寿险公司通常是降息周期末期和升息周期初期的受益者。

近期出台的一系列行业政策（如进一步拓宽投资渠道和税收优惠等）不仅能活跃投资者情绪，中长期来看，也能提升保险公司的盈利能力。

2009 年，预计中国平安和其它保险公司的盈利将同比大幅增长。2008 年巨额的股权投资亏损将不会重演，平安对富通的投资已充分计提减值准备。

估值:

中国保险业仍是一个持续增长的故事。基于合理假设的内含价值和新业务价值模型能为我们找到穿越利率周期和股市周期的价值中枢。我们的目标价隐含了约 19.8x 的平安寿险 2009 年每股新业务价值。

风险:

中国经济未能如愿走出低谷而被迫大幅降息，低利率持续很长时间，A 股市场先扬后抑。

图表 1: 2008 业绩分析 (中国会计准则下)

(人民币 百万元)	季度数据					年度数据			中金公司评论
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QoQ%	2007	2008	YoY%	
已赚保费	32,544	30,805	29,114	29,327	0.7	94,032	121,790	29.5	寿险和财险保费收入分别增长了29.1%和24.7%
保险业务收入	35,802	33,426	30,180	29,975	(0.7)	100,945	129,383	28.2	
银行业务利息净收入	1,082	1,022	1,024	1,215	18.7	3,749	4,343	15.8	受到股市大幅调整的影响，已实现投资收益下降
手续费及佣金净收入	556	608	287	325	13.2	2,312	1,776	(23.2)	
投资收益	16,156	7,289	3,122	1,681	(46.2)	58,182	28,248	(51.4)	由于股市深度下调，交易类金融资产公允价值下降，同时该类资产经过出售也相应减少
公允价值变动收益	(11,877)	(6,882)	(1,166)	2,257	n.m.	6,885	(17,668)	n.m.	
营业收入	38,412	33,073	32,731	35,587	8.7	165,263	139,803	(15.4)	
退保金	(3,510)	(3,330)	(3,001)	(3,521)	17.3	(13,333)	(13,362)	0.2	由于投资资产市价大幅下降，导致提取寿险责任准备金减少
赔付支出	(8,543)	(8,962)	(8,569)	(8,518)	(0.6)	(26,998)	(34,592)	28.1	
提取保险责任准备金	(12,345)	(9,431)	(8,710)	(8,306)	(4.6)	(77,545)	(38,792)	(50.0)	分红险业务规模扩大及分红水平提高
保单红利支出	(2,722)	(1,440)	(1,434)	(680)	(52.6)	(3,514)	(6,276)	78.6	
营业税金及附加	(1,130)	(572)	(400)	(474)	18.5	(3,656)	(2,576)	(29.5)	与保费收入增加趋势一致
保险业务手续费及佣金支出	(3,546)	(3,700)	(3,676)	(3,715)	1.1	(10,838)	(14,637)	35.1	
业务及管理费	(2,087)	(3,926)	(3,037)	(4,975)	63.8	(15,524)	(14,025)	(9.7)	主要是投资富通的227.9亿元减值
资产减值损失	22	(1,561)	(15,725)	(8,856)	(43.7)	(289)	(26,120)	8,938.1	
营业支出	(32,878)	(31,435)	(43,699)	(34,098)	(22.0)	(148,096)	(142,110)	(4.0)	
营业利润	5,534	1,638	(10,968)	1,489	(113.6)	17,167	(2,307)	n.m.	
减：所得税费用	(575)	766	3,198	(63)	n.m.	(1,902)	3,326	n.m.	投资减值损失的暂时性差异确认了递延所得税资产
净利润	4,860	2,242	(7,807)	1,367	n.m.	15,086	662	(95.6)	
总资产	633,436	643,606	666,385	707,640	6.2	651,344	707,640	8.6	可供出售类投资资产公允价值下降导致所有者权益下降
总投资资产		448,529		464,665	3.6	441,308	464,665	5.3	
所有者权益	94,098	80,955	74,672	78,757	5.5	107,234	78,757	(26.6)	
财务比率 (%)									
佣金手续费/保险收入	9.9	11.1	12.2	12.4		10.7	11.3		
管理费用/保险收入	5.8	11.7	10.1	16.6		15.4	10.8		
佣金手续费+管理费用/保险收入	15.7	22.8	22.2	29.0		26.1	22.2		
平均资产回报率	3.0	1.4	(4.8)	0.8		2.7	0.1		
平均净资产回报率	19.3	10.2	(40.1)	7.1		19.4	0.7		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 2008 业绩分析 (国际会计准则下)

(人民币 百万元)	季度数据					年度数据			中金公司评论
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QoQ %	2007	2008	YoY %	
总保费及保单管理费收入	28,072	26,120	21,617	22,201	2.7	81,675	98,010	20.0	寿险和财险保费收入分别同比增长18.3%和24.7%
净已赚保费	24,700	23,414	20,551	21,553	4.9	74,875	90,218	20.5	
银行业务利息收入	1,672	1,697	1,816	1,835	1.0	5,314	7,020	32.1	贷款规模扩大导致银行业务利息收入增加
其他中间业务和佣金收入	633	649	358	340	(5.0)	2,814	1,980	(29.6)	受到A股市场大幅下调的影响, 证券交易佣金等收入同比下降
总投资收益	8,023	1,252	(3,059)	(13,632)	345.6	52,842	(7,416)	n.m.	
净投资收益		2,236		8,370		16,453	18,629	13.2	固定收益类投资收益增加
已实现的投资收益/(损失)		10,520		(3,099)		33,987	7,421	(78.2)	A股市场大幅下挫
未实现的投资收益/(损失)		(9,919)		2,413		2,500	(7,506)	n.m.	
资产减值损失		(1,585)		(24,375)		(98)	(25,960)	26,389.8	主要是投资富通的227.9亿元减值
收入合计	35,585	28,048	11,171	20,388	82.5	138,213	95,192	(31.1)	
递延保单获得成本变动额	2,515	2,801	2,638	1,340	(49.2)	9,372	9,294	(0.8)	
赔款及保户利益	(21,389)	(19,230)	(16,425)	(13,144)	(20.0)	(92,392)	(70,188)	(24.0)	保险业务量的增加使得赔款及保户利益也相应增加
佣金支出	(3,551)	(3,706)	(3,680)	(3,723)	1.2	(10,854)	(14,660)	35.1	与保费收入增加趋势一致
银行业务利息支出	(590)	(675)	(792)	(620)	(21.7)	(1,565)	(2,677)	71.1	存款规模扩大导致银行业务利息支出增加
其他中间业务和佣金支出	(77)	(41)	(71)	(15)	(78.9)	(502)	(204)	(59.4)	
营业及管理费用	(3,378)	(5,427)	(3,976)	(6,270)	57.7	(19,885)	(19,051)	(4.2)	
费用合计	(27,025)	(26,264)	(22,308)	(22,574)	1.2	(116,209)	(98,171)	(15.5)	
营业利润	8,560	1,784	(11,137)	(2,186)	(80.4)	22,004	(2,979)	(113.5)	
所得税	(1,339)	714	3,222	859	(73.3)	(2,785)	3,456	n.m.	投资减值损失的暂时性差异确认了递延所得税资产
净利润	7,101	2,386	(7,877)	(1,342)	(83.0)	18,688	268	(98.6)	
总资产	677,149	688,773	713,591	754,718	5.8	692,222	754,718	9.0	
总投资资产		448,529		464,665	3.6	441,308	464,665	5.3	
所有者权益	100,925	87,928	81,572	82,951	1.7	111,822	82,951	(25.8)	可供出售类投资资产公允价值下降导致所有者权益下降
财务比率 (%)									
佣金手续费/保费收入	12.6	14.2	17.0	16.8		13.3	15.0		
管理费用/保费收入	12.0	20.8	18.4	28.2		24.3	19.4		
佣金手续费+管理费用/保费收入	24.7	35.0	35.4	45.0		37.6	34.4		
平均资产回报率	4.1	1.4	(4.5)	(0.7)		3.2	0.0		
平均净资产回报率	26.7	10.1	(37.2)	(6.5)		23.8	0.5		

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

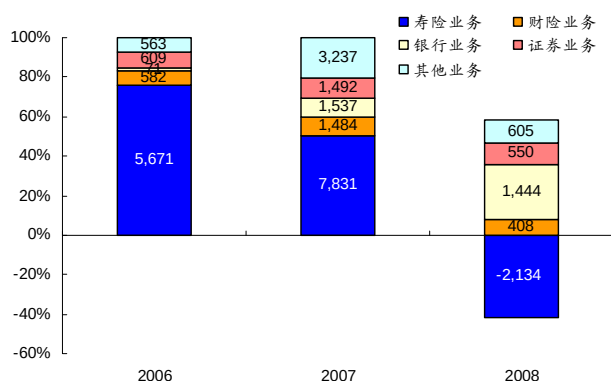
08 年业绩：富通损失减计充分，风险得到有效释放

中国会计准则下，中国平安 2008 年实现净利润 6.62 亿元，同比下降 95.6%，每股盈利 0.09 元；2008 年末每股净资产 10.72 元，同比下降 26.6%，但较 2008 年第三季度的每股 10.17 元有所回升。

国际会计准则下，08 年净利润为 2.68 亿元，同比下降 98.6%，每股盈利为 0.04 元；年末每股净资产为 11.29 元，较 2008 年第三季度末的每股 11.11 元略微增加。

从各业务分部的利润贡献来看，寿险业务由于继续对富通股票投资计提减值准备，出现 21.34 亿的亏损，财险业务由于自然灾害频发和投资收益下滑，净利润由 2007 年的 14.84 亿元降至 4.08 亿元，此外，银行业务、证券业务和其它业务净利润亦出现不同程度的下降。

图表 3：各业务分部利润贡献



资料来源：公司数据，中金公司研究部

从图 1 中可以看出，尽管保费收入保持稳健增长（中国会计准则下保险业务收入同比增长 28.2%，达到 1293.83 亿元），且投资资产市值大幅下降使得寿险责任准备金提取额明显下降（中国会计准则下提取保险责任准备金项目由 2007 年的 775.45 亿元下降 50%至 387.92 亿元），但投资收益大幅萎缩仍导致平安 08 年业绩大幅下滑。

值得注意的是，平安在 2008 年对富通股票投资的减值损失进一步进行了更为充分的计提，即按照富通 2008 年 12 月 31 日的收盘价，共计提了 227.90 亿元。由于平安对富通股票的总投资为 238.57 亿元，我们认为，经过此次充分的减值准备计提，相关风险已经得到有效释放。

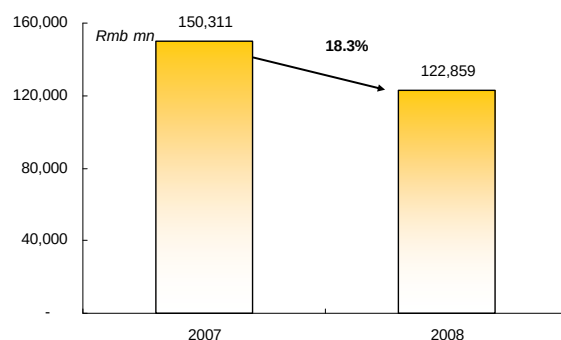
内含价值与新业务价值

中国平安公布的 2008 年内含价值为 1228.59 亿元，同比下降约 18.3%，这主要是由于投资亏损导致调整后净资产大幅下跌造成的。其中寿险业务内含价值为 696.43 亿元，同比下降 5.1%。一年新业务价值为 85.41 亿元，同比增长 18.8%。

主要的假设调整为将投资收益率假设由 5.0%（2008 年）

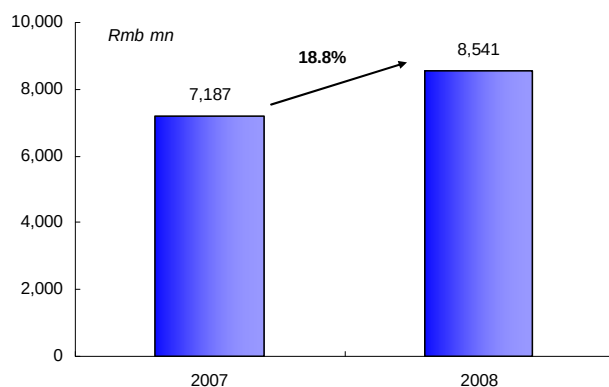
-5.5%（2013 年及之后）下调为 2009 年 4.25%，之后逐年线性增加至 2014 年及之后为 5.5%。

图表 4：内含价值变动情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：一年新业务价值变动情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

我们前期对寿险行业的判断

在 09 年行业策略报告中，我们进行过如下判断：寿险公司的结构性投资机会主要出现于升息周期前期和降息周期后期。随着降息进程的深入，尽管寿险公司严重的利差倒挂问题将会得到一定程度的缓解，但在投资收益率反映未来经济增长的乐观预期之前，获得可观的利润空间仍远非易事。到降息周期的最后阶段，寿险公司保单资金成本已大幅下降，而投资收益率由于能够反映一定的预期，应已经先行触底甚至出现反转。此时，寿险公司的利差空间将逐渐扩大，盈利能力好转，盈利水平提升，结构性投资机会显现。对于寿险公司来说，投资收益率持续低迷的时间长短将成为判断其投资机会出现时点的关键因素。

我们对当时情况的判断是，低利率环境还将深入并持续很长一段时间，从而抑制寿险公司的固定收益类投资收益。震荡的股市对寿险公司投资水平提出考验，总体上难以提供合理稳定的投资收益。低利率环境下利差益持续在低位徘徊，成为寿险公司盈利环境最基本的特征。

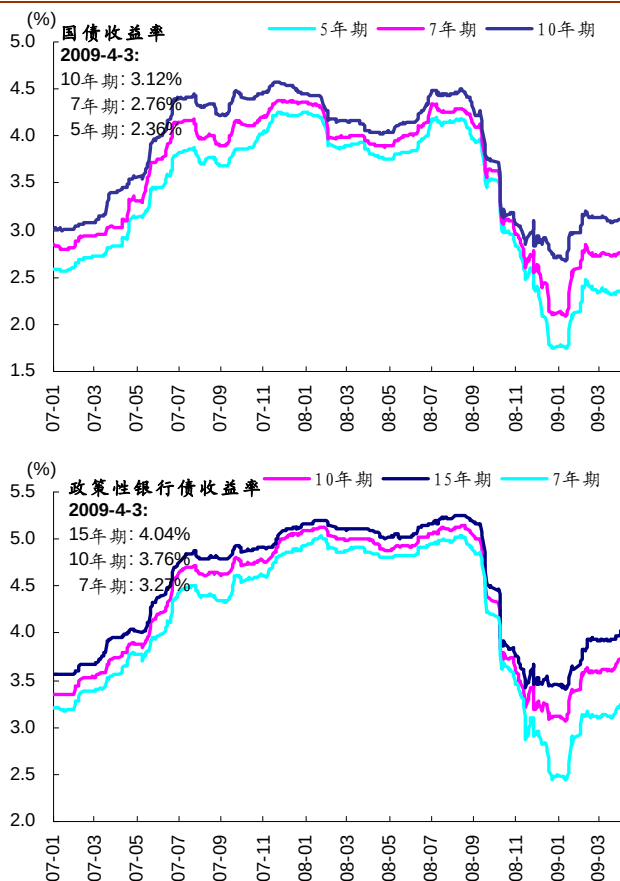
近几个月来，投资环境正在发生积极变化

2009 年以来，国内外宏观经济、货币政策等均出现了许多新的动向，近期多个领先指标均显示中国实体经济出现企稳迹象，发电量、房地产与汽车销售量、新开工项目计划投资、制造业 PMI 均呈现回升态势，CPI 也将止跌回升。中金宏观组认为，来自国内外的若干信号预示 2 季度中国经济环比将显著反弹。

同时，银行信贷持续超预期增长为市场提供了充裕的流动性，宽松货币政策和大规模经济刺激计划亦改变了市场对通胀压力的预期，进而影响债券市场与股票市场，使得中国保险公司面临的投资环境正在发生微妙变化。

债券市场上，银行贷款的爆发性增长动摇了市场对央行继续大幅降息的预期，债券市场自 1 月中旬至 2 月中旬出现大幅调整，近期主要呈现高位震荡格局。市场对未来通胀风险的担忧加重成为抑制收益率下降的重要原因。

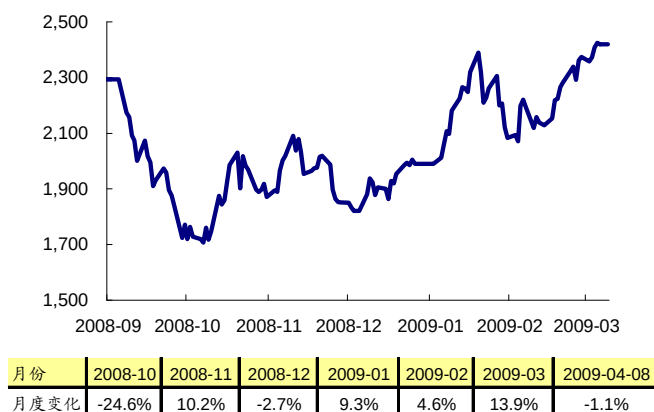
图表 6：国债和政策性银行债收益率



资料来源：中金公司固定收益部，中金公司研究部

股票市场上，宏观经济数据环比反弹和充裕的流动性成为近期推动市场乐观情绪的重要因素。上证指数在 2009 年第一季度涨幅超过 30%。

图表 7：A 股股市月度表现



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

展望未来，全球宽松货币政策和高债务将抬高未来通胀压力，在此背景下，即使通胀在经济复苏的初期不至于很快来临，但市场预期亦将逐渐推高中长期债券收益率。因此，低利率环境可能并不会如我们之前预期的那样持续太长时间，降息周期已经接近底部，而中国寿险公司面临的投资环境中最好的时期则已经过去。

寿险行业基本面趋于稳健

从保费收入来看，尽管受到银保渠道收缩和 08 年同期高基数作用的影响，寿险业全行业 09 年保费收入总体仍保持稳健增长，低渗透率的中国寿险市场蕴含的增长潜力仍不可小视。而对于平安寿险而言，在低基数、高万能险结算利率和较高的代理人产能的驱动下，其保费收入增长则更为突出。

由于 2008 年股市大跌造成公司巨额投资损失的影响不复存在，保险公司的投资收益水平将呈现自然恢复的态势，此外，由于平滑准备金的释放可以分摊部分保单资金成本，使得相对较高的资金成本对公司当期净利润的负面影响有限。因此，尽管新增业务的利润率未必很高，但稳健增加的保费规模和触底反弹的投资收益水平仍会使保险公司同比盈利水平明显上升。

政策面亦呈现热点频出之态

2009 年以来，保险行业政策面热点频出。

首先，经过较长时间的酝酿和试点，保险业投资渠道的逐步拓宽已呈水到渠成之势。4 月 7 日，保监会正式出台拓宽保险公司基础设施债权投资和增加保险机构债券投资品种的文件，允许寿险公司将不超过上季末总资产的 6% 投资于基础设施债权计划，投资无担保债券的比例则被设定为上季末总资产的 15%。

此外，预计关于未上市公司股权投资和房地产投资的相关细则也将在年内陆续出台。

尽管投资渠道的进一步放开对于保险公司而言丰富和完善投资配置的意义更为明显，中短期内难以提供高额投资回报，但其蕴含的利好仍是实实在在的。在通胀预期有望推升中长期债券收益率的背景下，投资范围的扩大无疑将有助于保险公司资产配置的优化和投资收益水平的提升。

此外，其它对保险行业明显形成利好的因素还包括保险企业手续费和佣金税前抵扣比例调整，新医改方案出台等。基本医疗保障体系的确立将为商业医疗和健康保险的发展奠定基础，有助于相关公司进一步明确业务定位和盈利模式。社会保障层级体系的逐步发展和确立也使市场对保险公司企业年金/养老金业务的发展充满期待。

盈利预测

基于稳健增长的业务收入和逐渐改善的投资环境，我们分别将中国会计准则下 2009 和 2010 年的盈利预测上调了 25.7% 和 56.6%。

估值与评级

我们上调中国平安 A 股和 H 股的投资评级至“审慎推荐”，每股合理估值分别为 Rmb48.78 元和 HK\$55.43 元，对应目前股价分别有 25.7% 和 13.9% 的上涨空间。

图表 8: 中国平安三阶段一年新业务价值折现模型

	2008	2009E	2010— 2019E	2020— 2029E	永续增长阶段
贴现率	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
寿险保费增长率	29.1%	25.0%	16.9%	7.7%	3.0%
隐含的平安人寿市场份额	14%	16%	16%	15%	12%
寿险保费收入(人民币百万元)	102,369	127,961	3,311,632	9,373,764	15,465,644
首年寿险保费收入	45,423	56,779	1,469,432	4,159,311	6,862,390
首年年度化保费(APE, 人民币百万元)	22,349	28,162	742,063	2,287,621	4,083,122
新业务价值利润率	38%	35%	25%	15%	10%
一年新业务价值(人民币百万元)	8,541	9,857	185,516	343,143	408,312
经调整后的净资产价值(人民币百万元)	A	79,016	90,174		
有效业务价值(人民币百万元)	B	43,843	59,875		
内含价值(人民币百万元)	C=A+B	122,859	150,049		
集团拥有的平安寿险内含价值(人民币百万元)	D	68,947	87,359		
一年新业务价值折现值之和(人民币百万元)	E	183,834	195,216		
寿险业务评估价值(人民币百万元)	F=D+E	252,780	282,575		
总股数(百万股)	G	7,345	7,345		
每股内含价值(人民币元)	H=C/G	16.73	20.43		
每股一年新业务价值(人民币元)		1.16	1.34		
平安寿险每股评估价值(人民币元)	I=F/G	34.42	38.47		
平安财险每股价值 2.0xP/B		1.63	1.75		
银行业务每股价值 2.0xP/B		2.15	2.31		
证券业务每股价值 2.0xP/B		0.91	0.97		
平安集团拥有的其他业务每股价值 1.0xP/B		4.57	5.28		
平安每股价值(人民币元)		43.68	48.78		
平安每股价值(港币元)		50.79	55.43		
隐含的一年新业务价值倍数		21.5	19.8		
隐含的市净率(国际会计准则)		3.9	3.9		
隐含的市净率(中国会计准则)		4.1	4.1		
隐含的每股价值/每股内含价值		2.6	2.4		
寿险隐含的每股评估价值/寿险每股内含价值		3.7	3.2		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 9：中国平安损益表（中国会计准则下）

(人民币, 百万元)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	75,796	107,919	165,263	139,803	177,486	209,154
已赚保费	66,011	78,845	94,032	121,790	149,630	172,308
保险业务收入	71,624	85,405	100,945	129,383	159,027	182,881
银行业务利息净收入	-	112	3,749	4,343	4,861	9,284
手续费及佣金净收入	210	565	2,312	1,776	1,517	1,960
投资收益	9,768	21,965	58,182	28,248	17,240	21,229
公允价值变动收益	-	6,895	6,885	(17,668)	2,665	2,844
营业支出	(71,974)	(100,208)	(148,096)	(142,110)	(166,758)	(195,575)
退保金	(6,956)	(8,617)	(13,333)	(13,362)	(17,117)	(18,505)
赔付支出	(12,394)	(18,081)	(26,998)	(34,592)	(38,039)	(40,622)
提取保险责任准备金	(38,745)	(56,160)	(77,545)	(38,792)	(74,286)	(91,170)
保单红利支出	(1,064)	(1,487)	(3,514)	(6,276)	(7,417)	(8,832)
营业税金及附加	(910)	(1,637)	(3,656)	(2,576)	(4,489)	(5,514)
保险业务手续费及佣金支出	(5,926)	(8,074)	(10,838)	(14,637)	(15,747)	(18,110)
业务及管理费	(7,032)	(10,008)	(15,524)	(14,025)	(16,160)	(18,092)
其他业务成本	(316)	(158)	(585)	(1,931)	(2,124)	(2,337)
资产减值损失	-	(5)	(289)	(26,120)	0	0
营业利润	3,822	7,711	17,167	(2,307)	10,728	13,579
减：所得税费用	(388)	(240)	(1,902)	3,326	(1,058)	(1,342)
归属于母公司所有者的净利润	3,338	7,342	15,086	662	9,238	11,714
同比增长率	28.0%	120.0%	105.5%	-95.6%	1295.4%	26.8%
每股净利润	0.45	1.00	2.05	0.09	1.26	1.59
市盈率	85.4	38.8	18.9	430.7	30.9	24.3
每股净资产	4.45	6.16	14.60	10.72	11.87	13.33
市净率	8.7	6.3	2.7	3.6	3.3	2.9
平均净资产收益率	10.5%	18.4%	19.4%	0.7%	10.8%	12.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10：盈利预测主要假设（中国会计准则下）

	2009E			2010E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
保险业务收入增长率	15.3%	22.9%	7.6ppt	15.0%	15.0%	0.0ppt
总投资收益率	3.9%	4.7%	0.7ppt	3.7%	4.6%	0.9ppt
退保及赔付增长率	9.1%	15.0%	5.9ppt	10.4%	7.2%	-3.2ppt
提取保险责任准备金增长率	44.0%	91.5%	47.5ppt	22.7%	22.7%	0.0ppt
保单红利支出增长率	4.4%	18.2%	13.8ppt	17.1%	19.1%	2.0ppt
手续费及佣金支出和营业费用增长率	14.1%	11.3%	-2.7ppt	13.5%	13.5%	0.0ppt

资料来源：中金公司研究部

图表 11: 盈利预测调整 (中国会计准则下)

(人民币, 百万元)	2009E			2010E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
营业收入	163,056	177,486	8.8%	189,622	209,154	10.3%
保险业务收入	147,488	159,027	7.8%	169,596	182,881	7.8%
银行业务利息净收入	4,348	4,861	11.8%	8,785	9,284	5.7%
手续费及佣金净收入	1,556	1,517	-2.5%	2,072	1,960	-5.4%
投资收益	16,510	17,240	4.4%	16,781	21,229	26.5%
公允价值变动收益	2,744	2,665	-2.9%	2,851	2,844	-0.3%
营业支出	(154,499)	(166,758)	7.9%	(180,898)	(195,575)	8.1%
退保金	(16,263)	(17,117)	5.3%	(18,507)	(18,505)	0.0%
赔付支出	(35,236)	(38,039)	8.0%	(38,368)	(40,622)	5.9%
提取保险责任准备金	(66,576)	(74,286)	11.6%	(81,721)	(91,170)	11.6%
保单红利支出	(7,486)	(7,417)	-0.9%	(8,764)	(8,832)	0.8%
保险业务手续费及佣金支出	(14,583)	(15,747)	8.0%	(16,771)	(18,110)	8.0%
业务及管理费	(14,924)	(16,160)	8.3%	(16,709)	(18,092)	8.3%
营业利润	8,557	10,728	25.4%	8,724	13,579	55.7%
归属于母公司所有者的净利润	7,349	9,238	25.7%	7,482	11,714	56.6%

资料来源: 中金公司研究部

图表 12: 中国平安损益表 (国际会计准则下)

(人民币, 百万元)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
总保费及保单管理费收入	59,021	69,696	81,675	98,010	118,182	132,821
减: 分出保费	(4,241)	(4,271)	(4,298)	(5,813)	(6,561)	(7,545)
净保费及保单管理费收入	54,780	65,425	77,377	92,197	111,621	125,276
未到期责任准备金增加净额	(1,581)	(2,299)	(2,502)	(1,979)	(2,836)	(3,029)
净已赚保费	53,199	63,126	74,875	90,218	108,785	122,247
分保佣金收入	1,371	1,549	1,167	1,456	1,773	2,039
银行业务利息收入	25	192	5,314	7,020	8,073	9,284
其他中间业务和佣金收入	254	657	2,814	1,980	1,782	1,960
净投资收益	9,338	12,198	16,453	18,629	21,051	25,040
已实现及未实现的投资收益/(损失)	317	9,773	36,487	(85)	2,665	2,844
已实现的投资收益/(损失)	(505)	6,557	33,987	7,421	2,510	2,629
未实现的投资收益/(损失)	822	3,216	2,500	(7,506)	155	215
其他收入	491	703.00	1,201	1,934	2,321	2,553
收入总额	64,995	88,198	138,213	95,192	146,449	165,967
递延保单获得成本变动额	3,830	5,480	9,372	9,294	12,706	13,447
赔款及保户利益	(50,375)	(66,181)	(92,392)	(70,188)	(106,043)	(117,853)
佣金支出	(5,928)	(8,078)	(10,854)	(14,660)	(15,747)	(18,110)
银行业务利息支出	(7)	(80)	(1,565)	(2,677)	(3,212)	(3,855)
其他中间业务和佣金支出	(18)	(92)	(502)	(204)	(265)	(345)
不良贷款拨备	73	(3)	118	(220)	(660)	(990)
外汇汇兑损益	(405)	(466)	(501)	(465)	(294)	(432)
营业及管理费用	(7,347)	(10,230)	(19,885)	(19,051)	(20,749)	(22,607)
费用合计	(60,183)	(79,650)	(116,209)	(98,171)	(134,266)	(150,744)
税前利润	4,812	8,548	22,004	(2,979)	12,183	15,222
净利润	4,226	7,838	18,688	268	10,721	13,396
每股净利润(人民币元)	0.58	1.07	2.54	0.04	1.46	1.82
平均净资产回报率	13.7%	19.7%	23.8%	0.5%	12.2%	13.8%
市盈率	84.6	45.6	18.0	1146.7	29.3	24.3
每股净资产(人民币元)	4.49	6.31	15.22	11.29	12.39	13.76
市净率	10.8	7.7	3.0	3.7	3.5	3.2

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

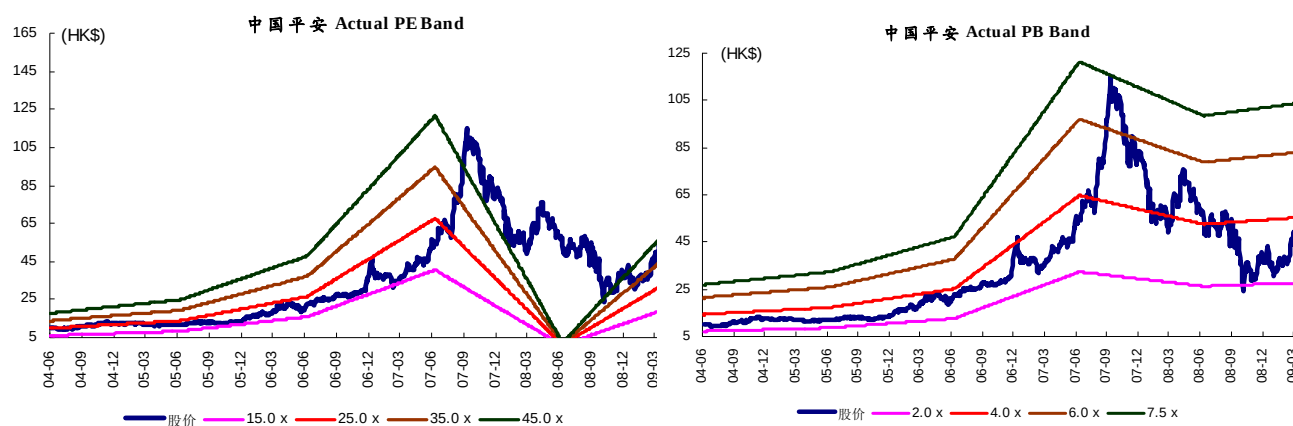
图表 13: 可比公司估值表

公司	市值(百万 美元)	货币 单位	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)				
				2009-04-08	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E
<u>综合性保险公司</u>																
AIG	14,056	USD	1.05	0.4	(0.2)	4.4	3.4		0.0	0.1	0.1	0.1	6.3	(15.4)	2.0	4.6
Berkshire Hathaway	137,574	USD	89,000	10.4	17.7	16.8	14.8		1.1	1.0	0.9	0.9	11.5	n.a.	n.a.	n.a.
ING	13,479	EUR	4.95	1.1	(13.6)	6.3	3.2		0.3	0.3	0.4	0.3	24.5	2.8	7.3	12.0
Allianz	39,019	EUR	65.20	3.6	10.5	7.0	5.5		0.6	0.9	0.9	0.8	16.2	2.7	12.7	14.5
平均值				3.9	3.6	8.6	6.7		0.5	0.6	0.6	0.5	14.6	2.8	7.3	10.3
<u>北美寿险公司</u>																
Manulife Canada	21,019	CAD	16.16	5.8	25.8	8.2	5.8		1.0	1.0	0.9	0.8	16.4	4.0	10.7	14.3
MetLife	19,765	USD	24.16	4.3	6.5	7.1	5.6		0.5	0.5	0.6	0.6	12.5	8.3	8.4	10.4
Prudential Financial Inc	9,370	USD	22.10	2.9	6.6	4.2	3.6		0.4	0.5	0.5	0.5	16.0	7.0	12.0	13.6
Sun Life Financial Inc	10,734	CAD	23.75	6.1	19.7	8.6	7.0		0.9	0.8	0.8	0.7	14.1	3.4	9.8	10.9
平均值				4.8	14.6	7.0	5.5		0.7	0.7	0.7	0.7	14.8	5.7	10.2	12.3
<u>欧洲寿险公司</u>																
AVIVA	8,695	GBp	223.00	4.5	3.3	4.0	3.5		0.5	0.5	0.6	0.6	10.6	8.8	16.3	18.2
Prudential	12,069	GBp	329.50	7.9	4.6	4.4	4.1		1.3	1.7	1.6	1.5	17.5	(4.9)	10.3	14.2
AXA	27,282	EUR	9.89	3.6	5.5	6.1	4.6		0.4	0.6	0.6	0.5	12.1	6.3	10.5	12.2
CNP Assurances	9,821	EUR	50.06	6.1	6.4	7.5	6.3		0.7	0.8	0.7	0.7	12.0	7.4	10.5	10.8
AEGON	6,317	EUR	3.03	2.1	(6.9)	13.9	5.0		0.2	0.5	0.5	0.5	13.1	(2.7)	8.6	11.8
Generali	23,563	EUR	12.65	6.0	11.5	9.0	7.6		1.2	1.2	1.2	1.1	19.4	11.1	14.1	16.4
	4,085	EUR	1.32	0.6	(1.5)	1.7	1.2		0.1	0.1	0.1	0.1	14.9	(15.7)	6.0	10.1
平均值				4.4	3.2	6.7	4.6		0.6	0.8	0.8	0.7	14.2	1.5	10.9	13.4
<u>亚洲寿险公司</u>																
大东方人寿 (新加坡)	2,542	SGD	8.15	7.0	16.0	12.2	9.3		1.2	1.3	1.2	1.1	17.6	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	4,987	AUD	3.77	10.2	(942.5)	13.9	8.8		1.7	2.1	2.1	2.0	16.8	(0.5)	13.0	14.4
AMP (AU)	7,344	AUD	5.20	9.8	18.1	14.9	13.4		5.0	4.7	4.9	4.3	45.4	25.5	31.0	32.0
台湾人寿	330	TWD	17.50	4.0	n.a.	n.a.	n.a.		0.7	n.a.	n.a.	n.a.	16.9	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				7.7	(302.8)	13.7	10.5		2.1	2.7	2.7	2.5	24.2	12.5	22.0	23.2
<u>中国寿险公司</u>																
中国人寿H股*	94,506	HKD	26.60	18.2	30.4	23.1	22.6		3.4	3.6	3.3	3.0	22.4	11.0	14.8	14.0
中国人寿A股*	94,506	RMB	22.64	22.8	63.6	34.2	31.9		3.8	4.7	4.0	3.5	19.6	6.6	12.7	11.6
中国平安H股*	43,242	HKD	48.65	18.0	1,146.7	29.3	24.3		3.0	3.7	3.5	3.2	23.8	0.5	12.2	13.8
中国平安A股*	43,242	RMB	38.82	18.9	430.7	30.9	24.3		2.7	3.6	3.3	2.9	19.4	0.7	10.8	12.2
中保国际*	2,414	HKD	13.16	12.0	(62.1)	25.6	20.2		3.3	4.0	3.5	3.4	31.4	(5.8)	14.6	16.9
中国太保*	18,710	RMB	16.61	18.6	59.2	36.1	29.6		2.0	2.9	2.7	2.5	18.6	4.0	7.7	8.8
平均值				19.3	51.0	30.7	26.5		3.0	3.7	3.3	3.0	20.8	7.2	11.6	12.1
<u>A股寿险公司香港/国际会计准则下估值</u>																
中国人寿A股*	94,506	RMB	22.64	16.5	30.1	22.3	21.1		3.1	3.5	3.1	2.8	22.4	11.0	14.8	14.0
中国平安A股*	43,242	RMB	38.82	15.3	1,063.9	26.6	21.3		2.5	3.4	3.1	2.8	23.8	0.5	12.2	13.8

*为中企预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 14: 中国平安 H 股 P/E and P/B bands



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。