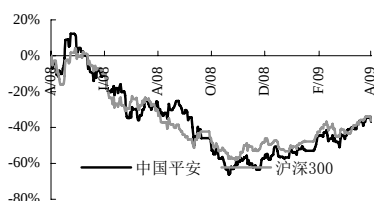


金融行业 - 保险行业

2009 年 4 月 9 日

市场数据	2009 年 4 月 8 日
当前价格 (元)	38.82
52 周价格区间 (元)	19.9-70.5
总市值 (百万)	285135
流通市值 (百万)	152430
总股本 (百万股)	734505
流通股 (百万股)	392659
日均成交额 (百万)	1432
近一月日均换手	1.2
Beta (2 年)	
第一大股东	汇丰保险控股有限公司
公司网址	www.pingan.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
中国平安	14.2	37.0	-36.8
沪深 300	8.4	31.3	-36.3

+86 755 83199599ext8218
Yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 俞冲, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

最坏的时刻已过去

—中国平安 (601318.SH) 2008 年年报点评

评级: 增持

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	165204.00	139803.00	179261	209225
净利润 (百万元)	15086.00	662.00	9328.15	11752.08
每股收益 (元)	2.11	0.09	1.27	1.60
净利润增长率%	105.48	-95.61	1309.09	25.99
每股净资产 (元)	14.60	10.72	11.79	12.97
市盈率	18.40	431.33	30.57	24.26
市净率	2.66	3.62	3.29	2.99

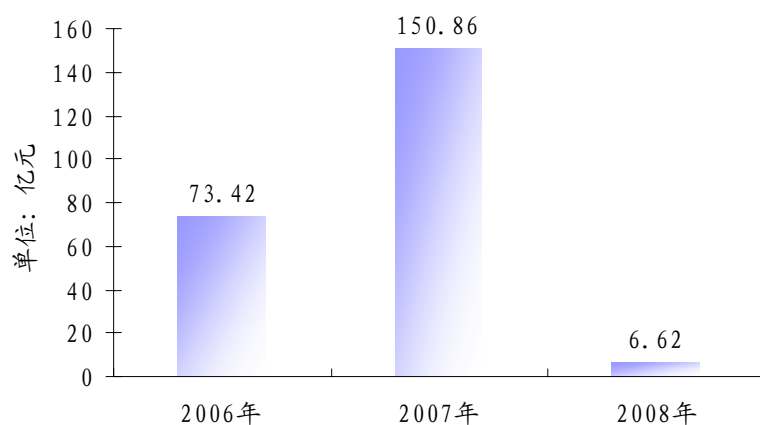
资料来源: 世纪证券研究所

- 受富通投资损失影响, 公司 2008 年全年微利。但由于公司在第四季度降低了保险准备金提取规模, 提前确认了部分保单收入, 同时回拨部分虚拟股权长期激励方式相关的奖金及薪酬, 全年实现归属母公司所有者净利润 6.62 亿元, 同比下降 95.61%, 折合每股收益 0.09 元。2008 年初以来净资产持续缩水的趋势开始逐步扭转。
- 2008 年寿险业务亏损了 21.34 亿元。全年实现保费收入 1023.69 亿元, 同比增长 29.13%, 增速明显加快。从 1, 2 月份数据显示, 公司保费收入依然保持快速增长的势头。在目前经济增速放慢, 市场利率处于低位, 而投资风险加大的外部环境下, 保费收入规模的加速扩张, 并非对于保险公司的资金运营能力是一个挑战。能否转化为业绩的快速增长, 关键在于以下两个方面: 一是公司能否在低利率背景下相应地压低保单结算利率, 二是考验公司能否安全、高效地运营所掌握的资金。
- 公司非寿险业务收益均出现不同程度的下滑, 但整体依然健康。
- 2008 年外部金融危机愈演愈烈, 国内股票市场大幅回落, 市场基准利率连续下调, 公司投资经历了前所未有的恶劣环境。但 2008 年底以来的信贷规模超速增长, 显著降低了 2009 年继续大幅降息的预期, 同时股票市场也明显回暖, 在保费收入扩张较快的基础上, 保险公司投资环境最坏的时刻即将过去。
- 我们预计公司 2009 年和 2010 年每股净利润为 1.27 元和 1.60 元。公司 2008 年每股内含价值为 16.73 元, 以 2009 年 4 月 8 日收盘价计算, 折合 2.32 倍的内含价值倍数, 仍然较为安全。如果采用分部加总法对公司进行估值, 即寿险业务采用内含价值法, 非寿险业务采用市净率法, 得出公司合理目标价为 42.54 - 51.87 元, 给予“增持”投资评级。

2008 年全年微利

公司 2008 年全年微利。主要受富通投资损失影响，全年总共计提资产减值损失高达 261.20 亿元，营业利润与利润总额分别为-23.07 和 -24.53 亿元，均为负值，但由于公司在第四季度降低了保险准备金提取规模，提前确认了部分保单收入，同时回拨了部分虚拟股权长期激励方式相关的奖金及薪酬，全年实现归属母公司所有者净利润 6.62 亿元，同比下降 95.61%，折合每股收益 0.09 元。

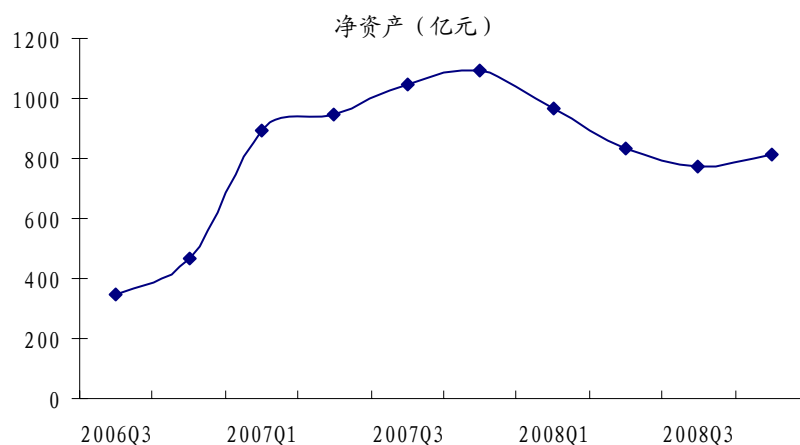
Figure 1 2008 年业绩大幅下滑



资料来源：公司报告

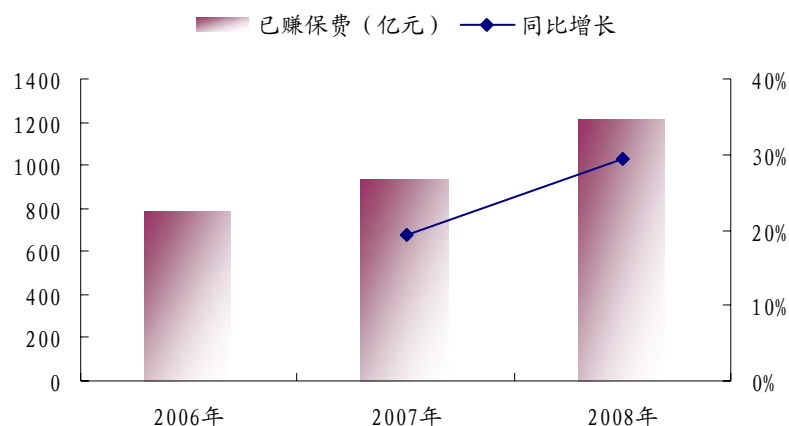
截至 2008 年底，公司资产规模 7076.40 亿元，同比增长 8.68%，净资产 814.69 亿元，受权益投资亏损等因素影响，同比下降了 25.41%，但与三季度相比环比增加了 43.50 亿元，表明 2008 年初以来净资产持续缩水的趋势开始逐步扭转。

Figure 2 净资产持续缩水的趋势开始逐步扭转



资料来源：公司报告

Figure 3 公司保费收入平稳增长

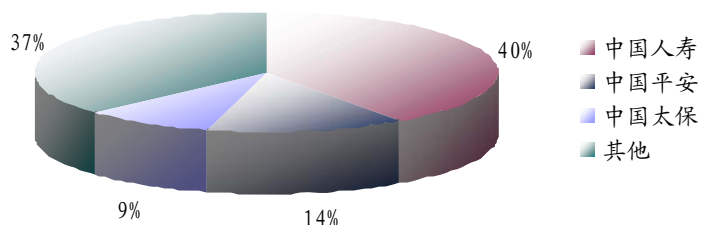


资料来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

寿险业务亏损

由于对富通公司投资计提了资产减值准备, 2008 年寿险业务亏损了 21.34 亿元。全年实现保费收入 1023.69 亿元, 同比增长 29.13%, 增速明显加快, 主要原因一方面是在资本市场热度下降背景下, 对保险业务分流效应减弱, 另一方面, 公司进一步扩张营销人员队伍, 加大市场渠道开拓力度, 重要性最高的个人寿险保费收入保持了 23% 的稳步增长, 而银行保险进步明显, 同比增长高达 104.1%。寿险保费市场占有率 14%, 比 2007 年下降了 2 个百分点。

Figure 4 中国主要寿险公司保费业务市场占有率



资料来源: 公司报告、世纪证券研究所

从 1, 2 月份数据显示, 公司保费收入依然保持快速增长的势头。在目前经济增速放慢, 市场利率处于低位, 而投资风险加大的外部环境

下，保费收入规模的加速扩张，并非对于保险公司的资金运营能力是一个挑战。能否转化为业绩的快速增长，关键在于以下两个方面：一是公司能否在低利率背景下相应地压低保单结算利率，二是考验公司能否安全、高效地运营所掌握的资金。

从其新业务构成看，约 44% 的保费收入来源于首年期缴保费，优于中国人寿，体现了公司在个人寿险销售方面的优势。

非寿险业务利润有所下滑

产险业务方面，机动车辆保险、非机动车辆保险、健康及意外保险 3 个系列保费收入平稳增长，总共实现净利润 4.08 亿元，比 2007 年同比下降了 72.51%，主要原因股票市场波动，令产险投资收益减少了 8.75 亿元，投资收益率下降了 7 个百分点，雪灾、地震及暴雨等自然灾害给公司带来了 7.54 亿元的赔付支出。但随着综合成本率回归常态，我们预计 2009 年会将有所好转。

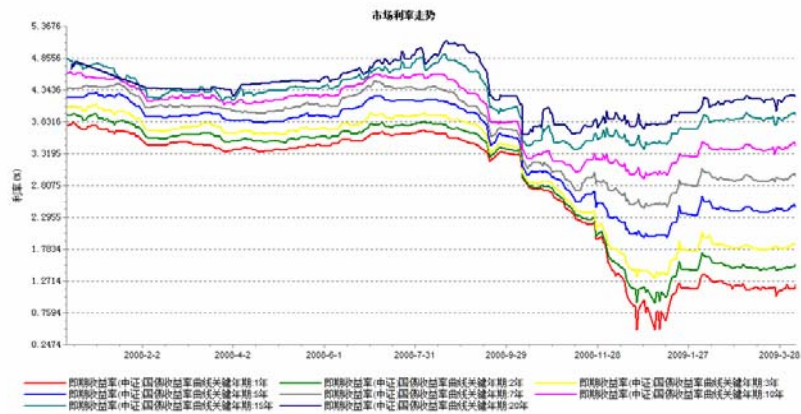
证券业务方面，集团旗下的平安证券 2008 年实现净利润 5.5 亿元，同比下降了 63.14%，主要是因为受股票市场波动的负面影响，公司经纪业务、投资收益都出现了较大的萎缩。

银行业务方面，平安银行 2008 年为集团贡献了 14.44 亿元净利润，同比略降了 6.1%。剔除非经常性及营业外收入影响，银行业务平稳增长。与 2007 年相比，随着集团不断整合银行业务，平安银行各项指标持续优化，银保协同效应正在逐步显现。

投资环境最坏的时刻即将过去

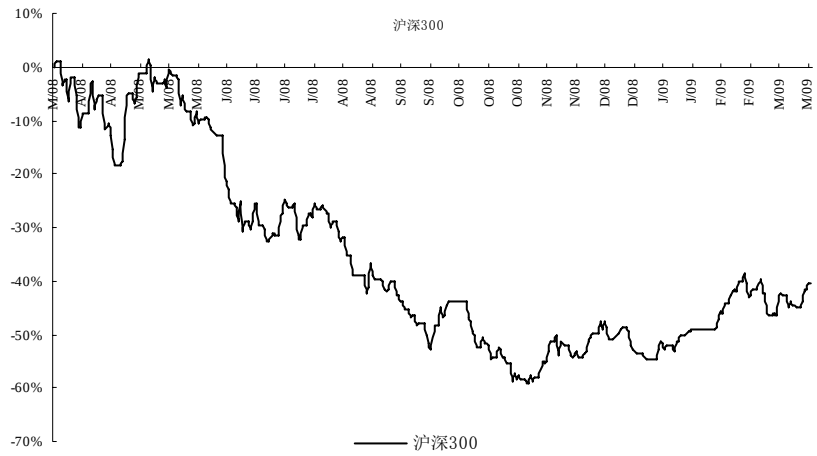
作为一家以保险业务为核心的公司，决定其业绩的关键在于其资金运用的投资收益率。按其投资结构划分，市场基准利率及权益投资回报率是决定其整体收益率的最主要指标。2008 年外部金融危机愈演愈烈，国内股票市场大幅回落，市场基准利率连续下调，公司投资经历了前所未有的恶劣环境。但 2008 年底以来的信贷规模超速增长，显著降低了 2009 年继续大幅降息的预期，同时股票市场也明显回暖，在保费收入扩张较快的基础上，保险公司投资环境最坏的时刻即将过去。

Figure 5 2007 年以来国债收益率曲线走势



资料来源: Wind 资讯

Figure 6 2008 年以来沪深 300 的走势



资料来源: 世纪证券研究所

近期政策面也利好频频。4 月 7 日保监会下发通知，允许拓宽保险公司基础设施债券投资以及增加保险机构债券投资品种，以上调整虽然在短期内不能迅速地反映在业绩的增加上，但从长期看，保险机构债券投资政策的调整，有利于保险公司拓宽投资范围，增加投资品种，改善资产配置，提供公司资产运用的安全性和收益性。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2009 年和 2010 年每股净利润为 1.27 元和 1.60 元。公司 2008 年每股内含价值为 16.73 元，以 2009 年 4 月 8 日收盘价计算，折合 2.32 倍的内含价值倍数，仍然较为安全。如果采用分部加总法对公司进行估值，即寿险业务采用内含价值法，非寿险业务采用市净率法，得出公司合理目标价为 42.54 - 51.87 元，给予“增持”投资评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.