

中国平安

601318

增持/ 维持评级

股 价	2009/04/08
RMB38.82	

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）	154865

财务数据

市净率 (X)	3.88
TRACING P/E (X)*	431.33
EPS (元)	0.09
股息率 (%)	1.27

*最近四季盈利计算。

相关研究

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

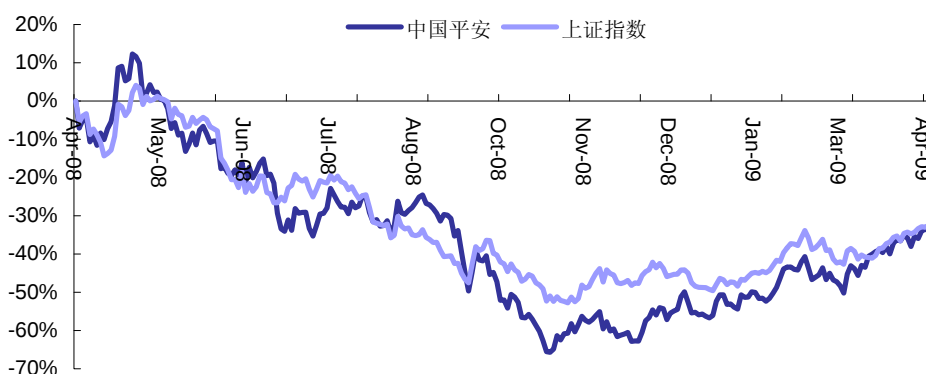
受益多元化 免于亏损

——中国平安 08 年报点评

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	165204.0	104216.0	139803	167405	195601
(+/-%)	53.1	-19.3	-15	19	17
归属母公司净利润(百万元)	15086.0	-705.0	662	8311	10039
(+/-%)	105.5	-106.0	-96	1155	21
EPS(元)	2.05	-0.10	0.09	1.13	1.37
P/E(倍)	19.2	-410.9	431	34	28

- 公司 08 年实现微利，每股收益 0.09 元，同比下降 94.5%。该业绩是在公司对投资富通计提了 278 亿减值准备的背景下实现的，实属难能可贵。公司免于亏损主要得益于非寿险业务的利润贡献以及寿险业务的寿险责任准备金平滑处理。
- 公司 08 年银保猛增 104%，带动寿险保费同比增长 27.8%，但仍落后于行业平均水平。09 年个险、银保再度发力，预计全年寿险保费将超越同行。
- 公司资产配置中权益类资产占比已降至 8%，投资风格趋于稳健，降低了投资收益率的 β 值；受益于流动性充裕导致的远期通胀担忧，09 年以来债券收益率逐渐回升，同时众多资金运用渠道放开，有利于提高长期投资收益率的 α 值；另一方面，新业务对高利率保单的不断稀释降低了公司整体资金成本，同时公司两大核心险种分红、万能也均处于资金成本下降通道。09 年公司利差将呈现扩大趋势。
- 公司 08 年的一年新业务价值 85 亿元，同比增长 19%；内含价值 1229 亿元，每股内含价值 16.7。目前公司 A 股隐含新业务乘数、P/EV 分别为 19、2.32，仍低于公司 H 股历史隐含新业务乘数、P/EV 均值 29、2.88。同时考虑到投资渠道放开对提高公司长期投资收益率假设的积极影响；以及养老保险税收递延有利于提高估值的新业务乘数，由此维持中国平安“增持”评级。

最近 52 周股价表现



非寿险业务弥补寿险巨亏

与我们此前预期一致（盈利预测 08 年 EPS0.06 元），公司 08 年终于在异常艰难的环境下实现了正的净利润。

08 年归属于上市公司股东净利润 6.6 亿元，每股收益 0.09 元，同比下降了 94.5%，主要原因归于公司对投资富通的损失做了相当充分的计提，共 227.9 亿元的减值准备，该金额甚至远远高于 07 年牛市下公司净利润。也正是由于该笔巨额减值准备计提，使得平安寿险公司 08 年度亏损 21.3 亿，此时，平安集团的业务多元化显露优势，尽管非寿险业务盈利在 08 年也出现了下滑，但仍足以弥补寿险业务留下的巨大亏损窟窿。

表 1、中国平安各分部净利润				百万元
	2007	2008	YoY	业绩下滑原因
寿险	7,831	-2,134	-127%	计提富通投资损失
财险	1,484	408	-73%	雪灾、地震
银行	1,537	1,444	-6%	出售不良资产等
证券	1,492	550	-63%	经纪、自营下滑
其他	3,237	605	-81%	投资收益下滑
合计	15,581	873	-94%	

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

当然，事实上寿险公司本身的会计处理对于减少自身亏损也起到一定的帮助，主要体现在寿险责任准备金提取上。通常寿险总保费扣除健康险保费、意外险保费、当期退保金、赔付净支出以及相关费用之后，计提寿险责任准备金，因此理论上后者占前者的比例应相对稳定。但是，我们发现，在 03~05 年该比值还属正常；而在 06、07 年该比值大幅攀升，公司提取了较多的准备金，主要包括万能险平滑准备金和分红特储；而到了 08 年，公司提取的准备金则相对较少，可以理解为优先消耗之前多提取的准备金储备，以平滑业绩。

表 2、中国平安寿险责任准备金提取情况							百万元
		2003	2004	2005	2006	2007	2008
A	寿险总保费	58,959	54,877	58,849	68,411	79,279	102,369
B	健康险保费	8,055	8,955	9,904	11,039	11,095	8,454
C	意外险保费	1,046	1,155	1,311	1,483	1,861	5,421
D	退保金	4,312	4,542	6,956	8,617	13,333	13,362
E	赔付支出	6,456	7,470	8,750	9,504	16,083	19,723
F	减：摊回赔付支出	-568	-520	-564	-544	-530	-781
G	提取寿险责任准备金	36,152	31,363	31,229	49,821	69,661	30,425
H=G/(A-B-C-D-E-F)		91%	94%	96%	130%	186%	54%

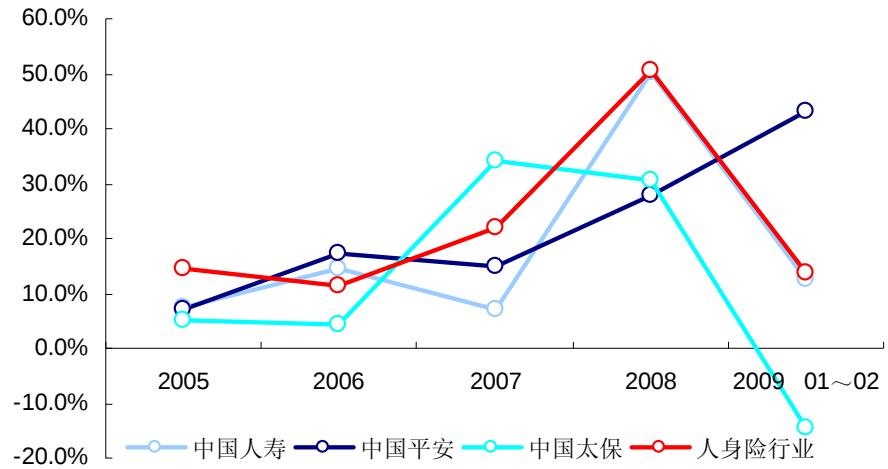
数据来源：公司数据，联合证券研究所。

08 Q4 公司股东权益 787.6 亿元，季度环比增长 5%，在过去 4 个季度中首次实现正增长。我们认为，随着国内股市触底启稳、公司下调权益类资产占比以及富通损失计提的一次性了结，公司未来基本告别净资产负增长，由此包含净资产在内的内含价值未来也将稳步上升。

保费增长持续、稳健

公司 08 年实现寿险保费 1011.8 亿元，同比增长 27.8%。在国内寿险行业中，平安保费增速一直以来都并不是最高的，但却是最平稳的。

图 1、寿险保费增速



数据来源：保监会，联合证券研究所。

从渠道和期趸缴结构来看，公司寿险保费增长稳健主要得益于在历史经营过程中倚重个险渠道和期缴产品。

尽管公司在 08 年理财产品热卖的背景下，公司的银保出现了 104% 的爆发性增长，但由于历史基数较低，银保占比也仅为 14%，带动期缴产品占比下降到 44%，但仍显著优于同行水平。

图 2、公司寿险渠道结构

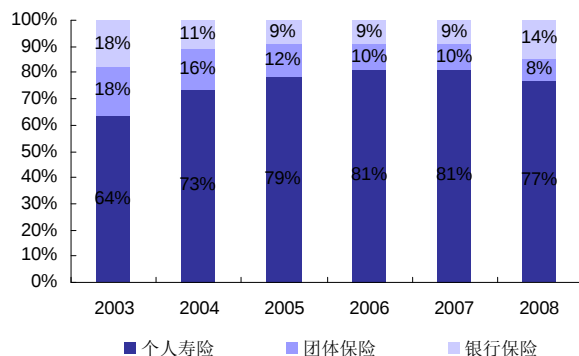
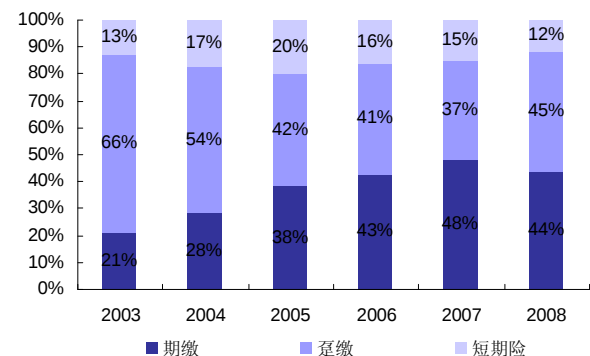


图 3、公司寿险首年保费结构



数据来源：公司数据，联合证券研究所。

从险种来看，公司 08 年保费增长最快的为万能险和投连险，分别同比增长 58% 和 47%，08 年理财型产品的热销由此可窥一斑。从各险种占比来看，分红险和万能险依然是公司最重要的拳头产品。

表 3、公司寿险险种结构

	金额		占比		百万元
	2007	2008	2007	2008	YoY 2008
传统寿险	5,157	4,943	7%	5%	-4%
分红险	30,404	37,433	38%	37%	23%
万能险	21,453	33,870	27%	33%	58%
投连险	4,873	7,172	6%	7%	47%
年金	4,436	5,076	6%	5%	14%
短期险	4,638	5,421	6%	5%	17%
长期健康险	8,318	8,454	10%	8%	2%
合计	79,279	102,369	100%	100%	29%

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

由于公司 08 年寿险保费增速落后于行业水平，导致市场份额从 07 年的 16% 下降到 14%。进入 09 年，公司大力扩张，个险和银保渠道一同发力，后者甚至显著高于前者。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，毕竟维持足够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。我们对公司 09 年保费增长持较为乐观态度，预计全年寿险保费增速将超过行业平均水平，实现市场份额的增长。

投资风格趋稳，09 利差扩大

资产配置风格稳健

公司 08 年净投资收益率 4.1%，总资产收益率-1.7%，相比 07 年分别下降了 0.4、15.8 个百分点。后者大幅下降的主要原因依然是投资富通损失的巨额计提。

在 08 年宏观经济前景不确定的背景下，公司大幅降低了权益类资产配置，其占比从 07 年的 24% 下调至 08 年的 8%；公司同时大幅增加固定收益类资产配置，截至 08 年末其占比已高达 81%；尽管基建投资也出现了大幅增长，但 08 年占比依然很低，仅为 1%。

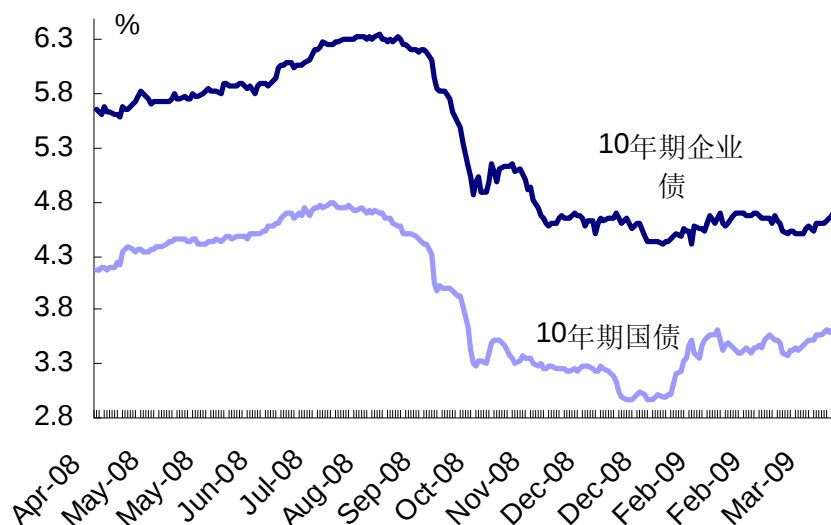
表 4、公司投资资产结构					百万元
	金额		占比		YoY
	2007	2008	2007	2008	2008
固定收益类	224,488	374,928	51%	81%	67%
定存	33,189	84,412	8%	18%	154%
债券	188,888	286,791	43%	62%	52%
其他	2,411	3,725	1%	1%	55%
权益类	107,334	36,372	24%	8%	-66%
股权	91,707	22,929	21%	5%	-75%
基金	15,627	13,443	4%	3%	-14%
基建投资	1,389	5,509	0%	1%	297%
现金及等价物	108,097	47,856	24%	10%	-56%
投资资产	441,308	464,665	100%	100%	5%

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

投资收益率企稳上升

从投资收益率的角度来看，且不论投资富通的巨额亏损导致总投资收益率触底，仅看 08 年末投资资产中占比最高的债券。进入 09 以来，债券收益率出现了显著的上升，主要源于流动性充裕导致的对远期通胀的担忧。

图 4、债券收益率



数据来源：联合证券研究所。

另一方面，09 年以来，保监会陆续放开不动产投资、直投、无担保债、基建投资债权计划等资金运用渠道，有利于提高公司的长期投资收益率水平。

资金成本下行

从长期资金成本的角度来看，截至 08 年末，公司所有含保证收益率的寿险保单平均保证资金成本为 3.5%，相比 07 年末的 3.7% 下降了 0.2 个百分点，主要原因归于公司新业务不断稀释 99 年之前高利率保单的负面影响。由于公司 08 年公布数据的口径略有变化，参考 07 年平均负债成本、平均保证负债成本分别为 4.7%，3.7%，两者差距 1%，由此，根据 08 年寿险业务平均保证负债成本 3.5% 推算出 08 年末平均负债成本（即平均资金成本）约为 4.5%。截至 08 年末，高利率保单准备金在寿险责任准备金中占比由 07 年的 35.1% 进一步下降到 32.8%，在 01 年到 08 年过去 7 年时间里，已累计下降了 35.5 个百分点，进而使得公司寿险业务平均资金成本累计下降了 1.3 个百分点。

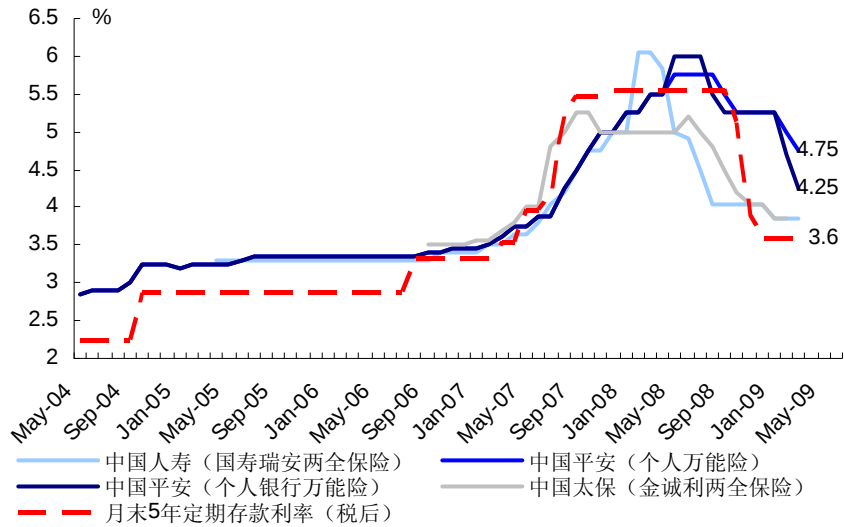
表 5、公司寿险业务平均资金成本

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
寿险业务平均资金成本（投连险除外）	5.8%	5.3%	5.0%	4.8%	4.7%	4.5%	4.7%	4.5%
1999.6 前承保的高利率保单平均资金成本	n.a.	n.a.	6.9%	n.a.	n.a.	6.4%	6.1%	6.1%
高利率保单在寿险责任准备金中占比	68.3%	53.3%	45.3%	42.0%	40.0%	37.3%	35.1%	32.8%

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

从短期资金成本的角度来看，公司两大核心业务分红险和万能险的资金成本均处于下降通道。以万能险为例，公司最近两个月连续下调结算利率，公司 3 月份的个险万能险和银保万能险已降至 4.75%、4.25%，相比可参考的五年定存利率 3.6% 以及同行结算利率水平，未来仍有较大的下调空间。整体来看，09 年公司寿险业务利差呈现扩大趋势。

图 5、万能险结算利率



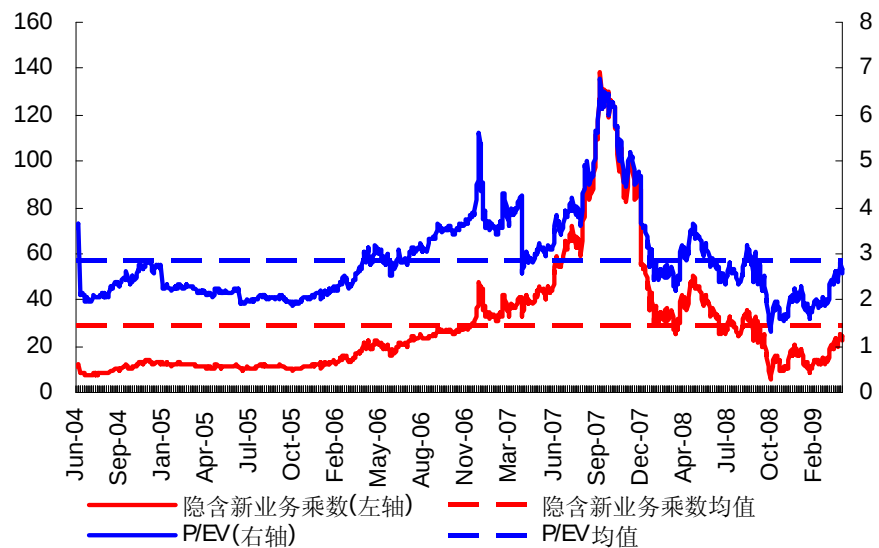
数据来源：联合证券研究所。

公司估值

公司对 08 年末内含价值测算时，使用的风险贴现率沿用 07 年的 11.5%，长期投资收益率假设略有调整，但永续期依然沿用此前假设 5.5%。公司 08 年一年新业务价值 85.4 亿元，同比增长 19%；公司内含价值 1228.6 亿元，折合每股内含价值 16.7 元。

参考中国平安 H 股历史隐含新业务乘数、P/EV，历史均值分别为 29、2.88，目前中国平安 A 股分别为 19、2.32，仍处于历史较低水平。同时考虑到投资渠道放开对于提高公司长期投资收益率假设的积极影响，以及养老保险税收递延有利于提高估值的新业务乘数，因此维持公司“增持”评级。

图 6、中国平安 H 股历史隐含新业务乘数、P/EV



数据来源：Wind，公司资料，联合证券研究所。

风险提示

公司在 09 年 3 月、4 月初陆续下调了 2 月、3 月的万能险结算利率，考虑到今年年初公司保费高增中万能险贡献巨大，其增速甚至高于公司另一核心险种分红险。因此万能险结算利率的下调预计会对公司 3 月份以及今后的保费增长产生一定的负面作用，但考虑到其对包括增量以及存量万能险利差的积极贡献，结算利率下调总体影响正面。

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。