

中国平安(601318)

——承保投资齐增长推动业绩提升

维持评级

金融/保险

2009 年 4 月 28 日

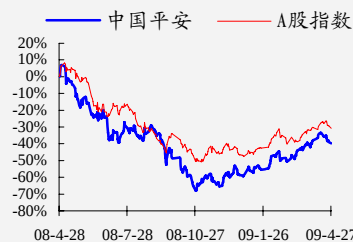
投资要点:

- 2009 年 1 季度, 由于中国平安个险业务和银保业务发展速度较快, 保费收入无论是同比还是环比都保持了较高的增长速度。从投资收益上来看, 投资收益加公允价值变动损益同比增加 35.37 亿元, 环比增加 38.78 亿元。保费收入和投资业务收入同比都出现增长, 保证了公司营业收入的同比及环比增长, 进而为公司盈利能力提供了支撑。
- 从渠道上来说, 个险新单保费保持了平稳的增长, 保证了首年年化保费的平稳增长。另外, 银保业务发展迅速, 银保业务的快速增长推动了总保费的增长, 但银保新单期缴率还比较低, 对内含价值的贡献不大。
- 由于公司没有公布持仓品种的详细资料, 我们无法判断公司 2009 年 1 季度在股票投资和债券投资具体品种方面的仓位变化。但从交易性金融资产的环比变化来看, 考虑到公允价值浮盈的因素, 公司的交易性金融资产环比不但没有增加, 反而减少, 说明公司对交易性债券的浮盈可能逢高进行了兑现, 对权益类资产的投资也没有大幅度加仓动作。
- 我们分别取新业务倍数为 20 倍, 25 倍, 在保守、正常两种情形下, 公司估值分别为 43 元、53.2 元。目前对应寿险隐含新业务倍数为 17 倍, 维持“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	13980300	(15.38)	66200	(95.61)	0.09		433.00	
2009E	15390267	10.1	429657	549	0.58		67.19	
2010E	17774965	15.5	491555	14	0.67		58.16	
2011E	19280369	8.5	447366	-9	0.61		53.89	

走势图



市场数据

2009-4-27

收盘价:	38.97 元
52 周最高价:	70.50 元
52 周最低价:	19.90 元
平均持仓成本:	42.64 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	734,505
流通 A 股 (万股):	478,641
每股收益 (元):	0.22
每股净资产 (元):	11.27
每股经营现金流 (元):	1.78
市净率:	3.46

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、总体经营状况

2009 年 1 季度，中国平安实现营业收入 553.5 亿元，同比增长 44%，环比增长 55.5%；实现营业利润 27.2 亿元，同比减少 50.8%，环比增长 82.7%；实现归属于母公司的净利润 16.3 亿元，同比减少 66.4%，环比增长 19.6%。每股收益 0.22 元。

2009 年 1 季度，由于中国平安个险业务和银保业务发展速度较快，保费收入无论是同比还是环比都保持了较高的增长速度。从投资收益上来看，投资收益加公允价值变动损益同比增加 35.37 亿元，环比增加 38.78 亿元。保费收入和投资业务收入同比都出现增长，保证了公司营业收入的同比及环比增长，进而为公司盈利能力提供了支撑。

表 1、赢利状况同比与环比变动

单位：元

	2008-03-31	2008-12-31	2009-03-31	同比	环比
一、营业收入	38412000000	35587000000	55354000000	44.1%	55.5%
已赚保费	32544000000	29327000000	45147000000	38.7%	53.9%
保费业务收入	35802000000	29975000000	49097000000	37.1%	63.8%
减：提取未到期责任准备金	1410000000	-440000000	1966000000	39.4%	
投资净收益	16156000000	1681000000	4359000000	-73.0%	159.3%
公允价值变动净收益	-11877000000	2257000000	3457000000	-129.1%	53.2%
汇兑净收益	-250000000	69000000	-3000000	-98.8%	-104.3%
二、营业支出	32878000000	34098000000	52633000000	60.1%	54.4%
退保金	3510000000	3521000000	3249000000	-7.4%	-7.7%
赔付支出	8543000000	8518000000	8071000000	-5.5%	-5.2%
提取保险责任准备金	12345000000	8306000000	30092000000	143.8%	262.3%
保户红利支出	2722000000	680000000	1108000000	-59.3%	62.9%
营业税金及附加	1130000000	474000000	694000000	-38.6%	46.4%
手续费及佣金支出	3546000000	3715000000	5005000000	41.1%	34.7%
管理费用	2087000000	4975000000	4366000000	109.2%	-12.2%
其他业务成本	251000000	873000000	851000000	239.0%	-2.5%
资产减值损失	-22000000	8856000000	372000000	-1790.9%	-95.8%
三、营业利润	5534000000	1489000000	2721000000	-50.8%	82.7%
加：营业外收入	19000000	51000000	69000000	263.2%	35.3%
减：营业外支出	21000000	70000000	20000000	-4.8%	-71.4%
四、利润总额	5532000000	1470000000	2770000000	-49.9%	88.4%
减：所得税	575000000	630000000	1052000000	83.0%	1569.8%
五、净利润	4957000000	1407000000	1718000000	-65.3%	22.1%
减：少数股东损益	97000000	40000000	83000000	-14.4%	107.5%
归属于母公司所有者净利润	4860000000	1367000000	1635000000	-66.4%	19.6%
六、每股收益	0.66	0	0.22	-66.7%	

资料来源：公司公告

二、保费收入分析

1、寿险保费收入同比稳定增长

从中国平安的保费收入状况来看，2008 年下半年以来，总保费收入同比稳定增长，环比波动幅度不大。个险新单和银保新单保费收入都保持了一个稳定的增长速度。

表 2、中国平安寿险总保费收入同比及环比

单位：万元

	2008 年 10 月	2008 年 11 月	2008 年 12 月	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月
保费	8,451,975	9,209,445	10,117,762	1,331,122	2,731,758	3,967,141
同比	29.65%	28.07%	27.79%	23.02%	43.25%	43.36%
环比	-11.62%	6.55%	19.91%	46.55%	5.22%	45.2%

资料来源：东北证券研究所

2、分渠道保费收入

从渠道上来说，中国平安保费收入主要以个险业务为主，期缴率比较高。在代理人队伍规模不断扩大，人均产能不断提高的情况下，个险新单保费保持了平稳的增长，从而保证了首年年化保费也保持了一个平稳的增长态势。另外，银保业务发展迅速，2009 年 1 季度中国平安银保新单保费增长率在 100%以上，银保业务的快速增长推动了总保费的增长，但银保新单期缴率还比较低，对内含价值的贡献不大。

表 3、平安人寿首年年化保费同比与环比

	2009 年 2 月	2008 年 12 月	2008 年 11 月	2008 年 10 月	2008 年 9 月
同比	26.83%	31.6%	31.8%	34.68%	32.96%
环比	7.52%	5.01%	9.3%	10.6%	

资料来源：东北证券研究所

表 4、分渠道保费收入同比

	个 险 新 单	个险新单期缴	个险续期	银 保 总 保 费	银保新单	银保期缴	团 险 总 保 费
2008 年 9 月	31.7%	29.2%	21.4%	107.0%	108.0%		-5.1%
2008 年 10 月	-39.8%	-43.4%	-23.4%	-76.4%	-76.4%	-98.3%	-75.1%
2008 年 11 月	33.4%	27.7%	20.0%	102.1%	102.1%	-10.5%	
2008 年 12 月	32.1%	20.9%	20.6%	104.1%	102.5%	-13.3%	
2009 年 1-2 月	56.6%	59.0%	24.9%	166.8%	168.8%	246.8%	-61.6%

资料来源：东北证券研究所

由于中国平安个险代理人队伍规模庞大，并且人均产能比较高，保单质量比较高，保证了首年年化保费收入的增长。

表 5、中国平安保费质量

	个险期缴率	人均产能（万元）	银保期缴率
2008 年 9 月	95.2%	0.509	0.19%
2008 年 10 月	92.4%	0.453	0.19%
2008 年 11 月	94.6%	0.447	0.27%
2008 年 12 月	54.7%	0.392	0.44%
2009 年 1 月	96.2%	0.360	0.30%
2009 年 2 月	89.2%	1.083	0.13%

资料来源：东北证券研究所

3、分产品保费收入

从产品结构上来说，中国平安保费收入的增长主要来自于分红产品和万能产品。从我们对各地的调研情况看，个险渠道的分红和万能产品以及银保渠道的分红和万能产品同比都出现了较大幅度的增长。而普通寿险和投连产品保费收入则出现了下降。分红产品由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。中国平安万能产品保费收入高，主要是采取了高于同业的结算利率的缘故。从横向比较上来看，中国平安的个人银保万能产品一直采取高于同业其它公司一个百分点的结算利率，这样的利率也高于同期市场上银行理财产品的收益率以及其它投资品种的收益率。此种战略尽管保证了保费收入的稳定增长，但是以牺牲利润和效率为前提的。在投资环境不好的情况下，以高成本获取保费，并且负债规模增长速度高于资产规模增长速度，无疑给未来的未来的偿付能力增添了压力。

表 6、平安寿险各地区分产品保费收入同比

			2009.1-2月	2008.12月	2008.11月	2008.10月	2008.9月	2008.8月
广东	个险	普通产品	-2.7%	-4.0%	-5.1%	-5.0%	-3.7%	-10.6%
		分红产品	49.8%	37.0%	13.2%	19.6%	21.8%	18.8%
		投连产品	-11.2%	10.8%	24.9%	120.7%	68.6%	13.6%
		万能产品	74.5%	55.8%	46.0%	68.5%	51.0%	33.8%
	银保	普通产品	-36.3%	-6.4%	1.7%	3.7%	-11.3%	-6.2%
		分红产品	2523.6%	894.2%	131.4%	143.3%	262.6%	206.9%
		投连产品	-98.7%	-94.0%	-91.9%	-93.9%	-98.8%	
江苏	个险	普通产品	-1.7%	-3.8%	-2.7%	-3.6%	-4.2%	-4.3%

		分红产品	29.1%	21.7%	32.2%	28.1%	23.5%	24.1%
		投连产品	-32.6%	-10.7%	-10.6%	-11.4%	14.0%	15.1%
		万能产品	63.0%	40.3%	33.8%	46.0%	37.2%	35.6%
	银保	普通产品	-97.3%	98.4%			32.7%	39.9%
		分红产品	273.1%	300.1%	297.0%	327.6%	263.5%	260.8%
		投连产品	-91.9%					
天津	个人业务	万能产品	403.7%	51.6%	45.6%	41.3%	15.0%	-3.3%
		普通产品			1.8%	6.1%	-7.9%	
		分红产品			17.7%	24.3%	27.1%	
		投连产品	-50.0%	-50.8%	-53.2%	-44.7%	12.4%	
四川	个人业务	万能产品	62.1%	46.0%	37.2%	112.4%	67.2%	
		传统寿险	-5.1%					
		分红	73.0%					
		投资、万能	8.6%					

资料来源：东北证券研究所

表 7、万能险结算利率与银行理财产品收益率比较

	银行理财产品	平安个人	平安银保	国寿瑞安	泰康卓越	太平洋金诚利	利率
2009 年 3 月	5.1%	4.75%	4.25%	3.85%	4.35%	3.85%	2.52%
2009 年 2 月	4.8%	5.00%	4.70%	3.85%	4.35%	3.85%	
2009 年 1 月	4.7%	5.25%	5.25%	3.85%	4.35%	3.85%	
2008 年 12 月	5.0%	5.25%	5.25%	4.05%	4.35%	4.05%	
2008 年 11 月	5.2%	5.25%	5.25%	4.05%	4.5%	4.05%	2.52%
2008 年 10 月	5.3%	5.25%	5.25%	4.05%	5.25%	4.2%	3.87%
2008 年 9 月	5.3%	5.5%	5.25%	4.05%	5.25%	4.5%	
2008 年 8 月	5.4%	5.75%	5.5%	4.05%	5.5%	4.8%	
2008 年 7 月	5.5%	5.75%	6%	4.5%	5.80%	5.0%	
2008 年 6 月	4.8%	5.75%	6%	4.5%	5.80%	5.0%	
2008 年 5 月	4.6%	5.75%	6%	5.00%	5.80%	5.0%	
2008 年 4 月	5.4%	5.50%		5.85%	5.80%	5.0%	
2008 年 3 月	5.5%	5.50%		6.05%	5.80%	5.0%	
2008 年 2 月	9.6%	5.25%		6.05%	5.80%	5.0%	
2008 年 1 月	15.0%	5.25%		5%	5.80%	5.0%	4.14%

资料来源：各公司网站

三、投资收益

2009 年 1 月份以来，随着股市的回升和债市的高位回落，债市资金出现了向股市回流的迹象，股市和债市间的资金配置出现了一些变化，保险公司的投资环境开始回暖。

投资环境的变化对保险资金带来投资机会。首先，长期债券的收益率上升，有利于保险资金的配置。在目前的市场格局下，对于保险资金来说，投资机会增加。

其次，股市的上涨有利于保险公司权益性资产的投资收益上升。

2009 年 1 季度，中国平安投资收益加公允价值变动损益同比增加 35.37 亿元，环比增加 38.78 亿元。

表 8、投资收益变动

单位：元

	2008 年 1 季度	2008 年 4 季度	2009 年 1 季度	环比
投资净收益	16,156,000,000	1,681,000,000	4,359,000,000	159.3%
公允价值变动净收益	-11,877,000,000	2,257,000,000	3,457,000,000	53.2%
资产减值损失	-22,000,000	8,856,000,000	372,000,000	

资料来源：公司公告

四、资产配置状况

2009 年 1 季度，中国平安交易性金融资产环比降低 21.5%，可供出售金融资产环比减少 1.9%，持有至到期投资环比增加 4.9%。由于公司没有公布持仓品种的详细资料，我们无法判断公司在股票投资和债券投资具体品种方面的仓位变化。但从交易性金融资产的环比变化来看，考虑到公允价值浮盈的因素，公司的交易性金融资产环比不但没有增加，反而减少，说明公司对交易性债券的浮盈可能逢高进行了兑现，对权益类资产的投资也没有大幅度加仓动作。

持有至到期投资环比增加，说明公司对债券的配置，对债券投资计划等固定收益品种的配置在缓慢增加。

表 9、投资资产变动状况

单位：元

	2008 年 1 季度	2008 年 4 季度	2009 年 1 季度	同比	环比
货币资金	72,663,000,000	52,445,000,000	81,705,000,000	12.4%	55.8%
交易性金融资产	68,924,000,000	65,486,000,000	51,383,000,000	-25.4%	-21.5%
保户质押贷款	2,638,000,000	3,725,000,000	4,013,000,000	52.1%	7.7%
可供出售金融资产	182,089,000,000	212,236,000,000	208,249,000,000	14.4%	-1.9%
持有至到期投资	127,863,000,000	126,502,000,000	132,725,000,000	3.8%	4.9%
长期股权投资	2,963,000,000	6,025,000,000	8,771,000,000	196.0%	45.6%

资料来源：公司公告

从整个行业的数据统计上来看，目前保险资金在债市基本上是净卖出的。一方面是因为保险资金交易性债券逢高卖出，实现收益；另一方面是因为保险资金对债市的判断趋向于乐观，在对中长期债券的配置注意节奏控制，等待更好的收益率。出于这个原因，保险公司 1 季度的各项资产无论是同比还是环比增长幅度都不大。

表 10、保险机构在债市的新增资金及债券的净买入量

单位：亿元

单位：亿元	2009 年 3 月	2009 年 2 月	2009 年 1 月	2008 年 12 月	2008 年 11 月	2008 年 10 月
-------	------------	------------	------------	-------------	-------------	-------------

				月	月	月
在债市的新增资金	-252.12	5.78	-195.54	-36.81	143.26	448.74
债券净买入量	-276.12	-277.67	-166.1	-275.8	-87.3	54.2

资料来源：东北证券研究所

四、估值水平

我们分别取新业务倍数为 20 倍，25 倍，在保守、正常两种情形下，公司估值分别为 43 元、53.2 元。目前对应寿险隐含新业务倍数为 17 倍，维持“谨慎推荐”评级。

表 11、中国平安估值敏感性测试

百万元	保守(基于 2008 年, 调低投资收益率到 4.5%)	正常(基于 2008 年, 不调整参数)
调整净资产价值	102826.9	102826.9
有效业务价值	34222.37	44444.64
内含价值	137049.3	147271.53
每股内含价值	18.7	20.1
股份数	7345.1	7345.1
新业务价值	16.6	29.2
每股新业务价值	1.11	1.17
新业务倍数	20	25
评估价值	38.8	49.2
银行	0.58	0.58
证券	1.9	1.9
财险	0.7	0.7
其他	0.8	0.8
估值(元)	43	53.2

表 12、盈利预测

单位：元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
一、营业收入	139803000000	153902670000	177749650000	192803694000
已赚保费	121790000000	144854170000	152035850000	172913844000
保费业务收入	129383000000	153965770000	161728750000	184758924000
其中：分保费收入	119000000	142800000	154700000	185640000
减：分出保费	5813000000	6975600000	7556900000	9068280000
减：提取未到期责任准备金	1780000000	2136000000	2136000000	2776800000
投资净收益	28248000000	19773600000	31072800000	16807560000
公允价值变动净收益	-17668000000	-12367600000	-7067200000	947040000
汇兑净收益	-465000000	-581250000	-604500000	-755625000
其他业务收入	1779000000	2223750000	2312700000	2890875000
二、营业支出	142110000000	137619640000	168954600000	186686812000

退保金	13362000000	15366300000	17370600000	19976190000
赔付支出	34592000000	39780800000	44969600000	51715040000
减：摊回赔付支出	2960000000	3552000000	3848000000	4617600000
提取保险责任准备金	38792000000	4538640000	62067200000	70349292000
减：摊回保险责任准备金	5808000000	6969600000	7550400000	9060480000
保户红利支出	6276000000	7531200000	8158800000	9790560000
分保费用	23000000	27600000	29900000	35880000
营业税金及附加	2576000000	3091200000	3348800000	4018560000
手续费及佣金支出	14637000000	17564400000	19028100000	22833720000
管理费用	14025000000	15427500000	18232500000	20055750000
减：摊回分保费用	1456000000	1747200000	1892800000	2271360000
其他业务成本	1931000000	2317200000	2510300000	3012360000
资产减值损失	26120000000	3395600000	6530000000	848900000
三、营业利润	-2307000000	7234530000	8795050000	6116882000
加：营业外收入	114000000	123000000	131000000	131000000
减：营业外支出	260000000	275000000	283000000	283000000
四、利润总额	-2453000000	7082530000	8643050000	5964882000
减：所得税	-3326000000	1416506000	2160762500	1491220500
五、净利润	873000000	5666024000	6482287500	4473661500
减：少数股东损益	211000000	1369451391	1566738445	0
归属于母公司所有者的净利润	662000000	4296572609	4915549055	4473661500
六、每股收益	0.09	0.58	0.67	0.61

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209