

分析师： 李聪、李兴 021-63299573 licong@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

净资产的回升之路开始

事件描述

中国平安在 4 月 28 日公布了其 2009 年度一季报，其主要内容为：

- 在国际准则下，中国平安 2009 年一季度净利润 20.72 亿元，较上年同期的 72.21 亿元下降 71.18%；每股收益 0.27 元，较上年同期的 0.97 元下降了 72.16%。属于上市公司股东的每股净资产达到 11.89 元，相对于去年年底的 11.29 上升了 5.28%。
- 在国内准则下，中国平安 2009 年一季度净利润 16.35 亿元，每股收益 0.22 元，较上年同期的 0.66 元下降了 66.4%。属于上市公司股东的每股净资产达到 11.27 元，相对于去年年底的 10.72 上升了 5.1%。

事件评论

第一，净资产增速低于人寿高于太保

截至今日，在国内准则下，三家上市保险公司的一季报都披露完毕，在净资产的增速这个指标上中国人寿以 8.14% 的增幅领先于中国平安的 5.1% 和中国太保的 4%，当然这中间主要的因素还是来自于公司在 2008 年年底相对最高的权益类投资资产的占比，其次还有公司的高利率保单的缘故。

表 1、三家上市公司一季度净资产增速情况及预估

	权益类资产/ 投资资产 (2008 年底)	权益类资产	投资资产	净资产	权益类资产 /净资产	净资产上涨 幅度 (预计)	净资产上涨 幅度 (实际)
中国人寿	8.00%	74,992	937,403	134,957	55.6%		8.14%
中国平安	7.80%	36,244	464,665	78,757	46.0%	6.74%	5.10%
中国太保	4.70%	13,531	287,896	48,741	27.8%	4.07%	4.00%

资料来源：公司数据、长江证券研究所

对于第一个因素，我想大家都很容易理解，对于第二个因素，我们在这里进行多一点的解释。

由于此处，我们比较的都是三家公司在国内准则下的净资产的增长状况。而对于国内准则，公司进行保单的责任准备金的计算时，主要有两种模式：

(1)、对于高利率保单的评估利率采用不高过 7.5% 和定价利率的方式进行计算，截至 2008 年年底，中国太保高利率保单的平均负债成本为 6.37%，中国平安的平均负债成本为 6.1%。这意味着，公司进行责任准备金计算是所采用的

评估利率平均是 6.37% 和 6.1%。也就是意味中如果公司在 2009 年的投资收益率达不到上述水平，公司将额外为这些保单提取一部分补充的责任准备金。

(2)、对于 1999 年以后的传统型保单，所有保单的评估利率都没有高于 2.5%。因此，各家公司在这一块业务的提取上倒是一致的处理方式。

因此，中国人寿在净资产增速大大超过其他两家保险公司的主要原因就有这样两个了：

- (1) 在 2008 年年底公司的权益类资产相对于净资产的比例相对较高。
- (2) 公司没有高利率保单，不存在为高利率保单补贴收益率的问题。

虽然各家公司在净资产的增速上有一定的差异，但我们认为整个行业净资产回升的态势还是较为确定的。各家公司都要开始走出不同的净资产回升之路

第二，保费收入持续高增长，其中质量却不低

“寿险业务顺利推进“挑战新高”、“二元化发展”战略，个险保费收入增长 35.5%，银行保险保费收入涨幅超过 150%，第一季度总保费收入达到 401.43 亿元，同比增长 42.2%；产险业务实现保费收入 89.54 亿元，同比增长 18.1%；养老保险业务企业年金缴费、受托管理资产及投资管理资产规模继续位居业内前列。”

公司一季度的保费收入在三家上市公司中，增速上算是最好的了，然而公司的这种增长并没有是放弃掉公司所追求的核心价值业务，即个险的期缴业务。在今年一季度的寿险业保费收入增长中，三家公司体现出了完全不一样的表现。关于这一点，我们早在今年 2 月底进行的草根调研后就对此现象进行了判断，至于其中的原因，在此，我们不在做详述，如有兴趣，请参考我们的《保险行业草根调研简报——行业景气度依然高涨》。

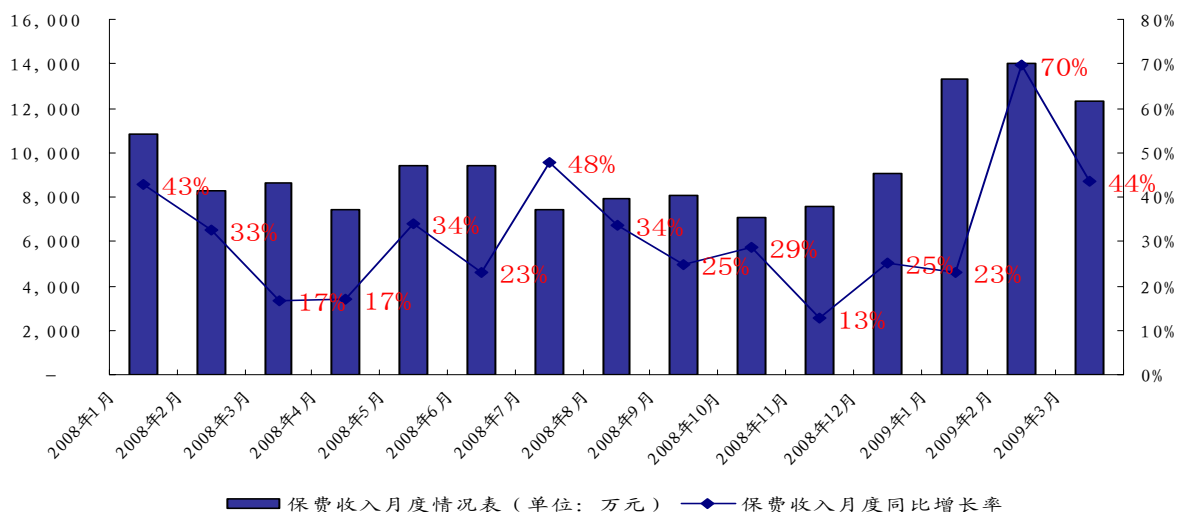
在中国平安的保费收入结构中，占据公司保费收入的绝大部分的个险业务的保费收入维持了高达 35.5% 的增长，这一点上公司实现的还是较为出色的。因为公司最赚钱的期缴业务基本上全部集中在了个险业务上。因此，公司的核心价值也是在这一个部分的。截止，去年年底公司个险业务的保费收入占到了整个保费收入的 77%。

银保业务的扩大，进一步体现了，我们事先的判断，公司在今年其他公司放弃这块市场的时候，大举进入，实现超过 150% 的增长，虽然平安在这块业务的占比上有了明显的提高，但是相对其他公司而言，其银保占比仍然相对较低。

我们预计在今年一季度，中国平安银保业务保费收入占整个保费收入的占比为 25% 左右，相对去年年底大为上升。

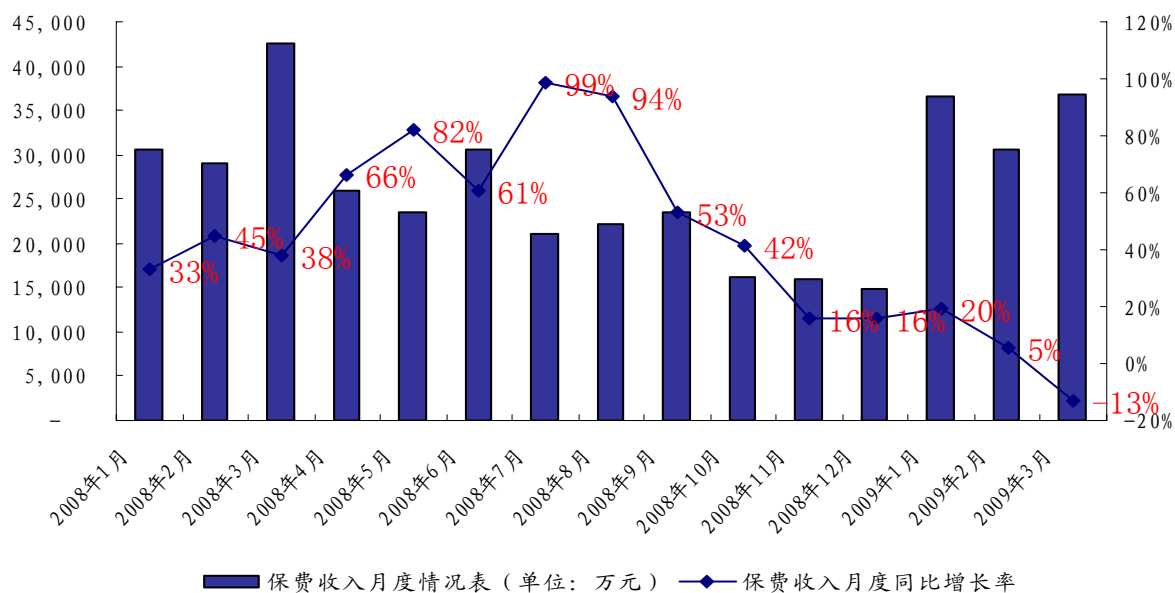
而同期中国太保银保业务保费收入占整个保费收入的占比为 45% 左右，中国人寿此项指标为 50% 左右。

图 1、中国平安寿险保费收入增长情况



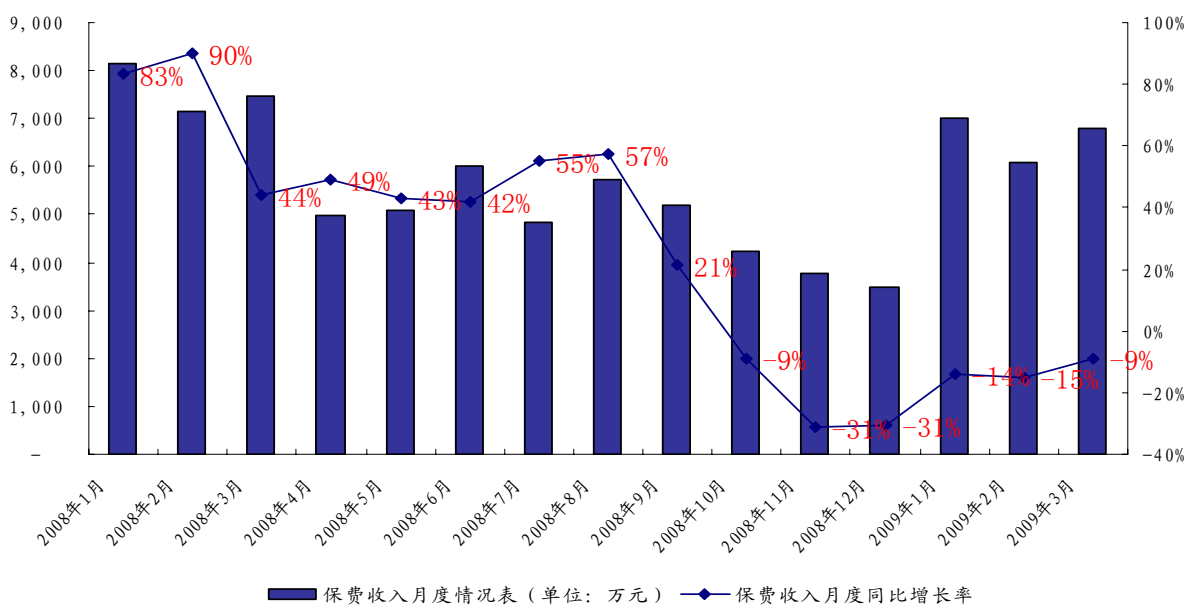
资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 2、中国人寿寿险保费收入增长情况



资料来源：公司数据、长江证券研究所

图 3、中国太保寿险保费收入增长情况



资料来源：公司数据、长江证券研究所

表 2、中国平安保费收入结构表:

项目	2006	占比	2007	占比	2008	占比
个人寿险						
首年保费	13,221	23.9%	16,484	25.6%	22,874	28.9%
首年期缴保费	10,221	18.5%	14,623	22.7%	19,719	24.9%
首年趸缴保费	34	0.1%	25	0.0%	1,244	1.6%
短期意外及健康保险保费	2,966	5.4%	1,836	2.9%	1,911	2.4%
续期保费	42,089	76.1%	47,826	74.4%	56,230	71.1%
合计	55,310	100.0%	64,310	100.0%	79,104	100.0%
银行保险						
首年保费	5,996	96.0%	6,983	96.1%	14,336	96.7%
首年期缴保费	66	1.1%	82	1.1%	66	0.4%
首年趸缴保费	5,930	95.0%	6,899	95.0%	14,268	96.2%
短期意外及健康保险保费	2	0.0%	2	0.0%	2	0.0%
续期保费	248	4.0%	280	3.9%	491	3.3%
合计	6,244	100.0%	7,263	100.0%	14,827	100.0%
团体保险						
首年保费	6,961	93.6%	7,261	94.2%	8,213	97.3%
首年期缴保费	1	0.0%	0	0.0%		0.0%
首年趸缴保费	6,960	93.6%	4,464	57.9%	4,705	55.8%
短期意外及健康保险保费	2,252	30.3%	2,797	36.3%	3,508	41.6%
续期保费	476	6.4%	445	5.8%	225	2.7%
合计	7,437	100.0%	7,706	100.0%	8,438	100.0%
个人寿险	55,309	80.2%	64,310	81.1%	79,104	77.3%
银行保险	6,244	9.1%	7,263	9.2%	14,827	14.5%
团体保险	7,437	10.8%	7,706	9.7%	8,438	8.2%
寿险保费总收入	68,989	100.0%	79,279	100.0%	102,369	100.0%
首年保费 FYP						
首年期缴保费	26,177	37.9%	30,728	38.8%	45,423	44.4%
首年期缴保费	10,287	14.9%	14,705	18.5%	19,785	19.3%
首年趸缴保费	10,670	15.5%	11,388	14.4%	20,217	19.7%
短期意外及健康保险保费	5,220	7.6%	4,635	5.8%	5,421	5.3%
续期保费	42,812	62.1%	48,551	61.2%	56,946	55.6%
合计	68,989	100.0%	79,279	100.0%	102,369	100.0%

资料来源：公司数据、长江证券研究所

第三，公司目前估值仍有潜力

对于中国平安而言，目前对于 2008 年底数字的估值，其中 P/EV 为：2.3 倍，一年期新业务价值为：19 倍。这样的估值对于未来的预期，根据我们的保守路径下的内涵价值增长路径图显示，目前的估值仅反映未来 6 年增长的预期。相对于 2009 年底，目前 P/EV 为 2.08 倍，隐含一年期新业务价值 14.5 倍，估值较有优势。

表 3、保守路径下中国平安内涵价值增长路径表:

(单位: 百万)

	2005	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
调整后资产净值	33,072	46,282	107,032	79,016	83,400	88,825	95,498	103,659	113,575	125,546	139,903
扣除法定偿付能力额度持有成本后的有效业务价值	15,291	19,291	43,278	43,843	54,246	66,735	81,604	99,160	119,713	143,571	171,029
内涵价值	48,363	65,573	150,310	122,859	137,646	155,559	177,102	202,819	233,288	269,118	310,932
扣除法定偿付能力额度持有成本后的一年新业务价值	4,539	5,132	7,187	8,541	10,249	12,299	14,636	17,270	20,206	23,439	26,955
内涵价值增速	29.8%	35.6%	70.9%	-18.3%	12.0%	13.0%	13.8%	14.5%	15.0%	15.4%	15.5%
内涵价值/2008 年底内涵价值				1.00	1.12	1.27	1.44	1.65	1.90	2.19	2.53
一年期新业务价值增速	16%	13%	40%	19%	20%	20%	19%	18%	17%	16%	15%
APE 增速	28%	14%	37%								
保费收入增速	7%	17%	15%								
对应的年化内涵价值增速					12.0%	13.0%	13.8%	14.5%	15.0%	15.4%	15.5%
对应的净资产增速	31%	40%	49%	-26%	5.55%	6.50%	7.51%	8.55%	9.57%	10.54%	11.44%

资料来源: 公司数据、长江证券研究所

考虑到目前对于保险行业利好不断的政策暖风, 我们基于 2009 年年底的数据给予中国平安 25 倍的一年期新业务价值乘法的估值结果如下:

表 4、中国平安估值结果基于 2009 年年底预期信息

	公司用投资收益率								
	-100BP	-75BP	-50BP	-25BP	(4.25 % -5.5%)	+25BP	+50BP	+75BP	+100BP
有效业务价值	28,369	34,838	41,308	47,777	54,246	59,744	65,243	70,742	80,090
一年期新业务价值	9,102	9,389	9,676	9,962	10,249	10,541	10,834	11,110	11,396
调整后净资产	83,400	83,400	83,400	83,400	83,400	83,400	83,400	83,400	83,400
新业务价值乘数	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
每股估值	46.20	48.05	49.91	51.77	53.63	55.37	57.11	58.80	61.05

资料来源: 公司数据、长江证券研究所

对于整个保险行业而言, 我们仍然坚定看好其未来的成长以及整个行业盈利能力的反弹。在这个行业中, 我们最为看好的仍然是中国平安, 虽然中国平安目前在整个行业内的优势已经较为明显, 但我们认为这种差距在未来还将拉大。同时我们也仍然维持 2009 年是整个保险行业盈利能力复苏的一年, 2008 年年底净资产的底部已经形成, 未来仍然将进入净资产反升的通道。对于保险行业, 们仍然给予 “看好” 的评级。考虑到未来政策的变化, 以及可能会试点实施的个人养老保险递延试点的预期, 我们维持中国平安 “推荐” 的评级, 目标价位 53 元。

分析师介绍

李聪，英国 Cass 商学院精算学硕士。2008 年 1 月加入长江证券，从事保险、证券行业研究。此前任职于普华永道精算部，担任高级精算顾问，曾参与并负责过国内数家保险公司的 IPO 审计以及给予精算咨询服务。同时也参与众多国外和地区保险公司的精算审计以及精算咨询服务，涉及香港、台湾及澳大利亚等。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。