

中国平安：业绩弹性或将显现

报告关键点：

- 投资收益率恢复导致平安的业绩弹性或将显现。
- 我们上调平安的盈利预测及目标价。
- 我们的盈利预测未考虑收购深发展及税收检查的影响。

报告摘要：

- 今年以来，保险股总体来说落后于指数，只有在3月份才有优于市场的表现。保险股表现相对较弱的原因主要有两个：1、在前期市场的快速上涨过程中，保险公司一定程度上踏空了行情；2、由于担心市场上涨并不能体现到利润表中，同时去年同期基数较高，因此预期中报将仍会有明显的负增长。而从2季度末特别是6月份以来出现了明显的加仓，同时我们认为股市在目前的情况下仍有上涨的空间和时间，因此我们对保险公司的加仓是认可的。另外由于盈利能力的复苏，中报很有可能超出市场此前较低的预期。总体来说，制约保险股表现的两个因素正在消失，我们认为保险股迎来了表现的机会。
- 从3月份以来，我们将中国平安作为保险股的首选。主要的理由是：1、平安负债中成本锁定的部分占比是三家保险公司中最高的（主要是因为利差损保单的占比高）；2、收益率上行的背景下，保费收入扩张更快的公司更好。
- 由于以下四个因素，我们预计2009年保险行业投资收益率将达到6%的水平，超出我们此前预期的5%，保险行业的盈利能力将出现明显的复苏：1、股市上涨的累积效应正在显现；2、迫于资产配置压力保险公司适当加仓；3、保险公司的行业配置更受益于市场上涨；4、债券收益率持续缓慢上行。
- 由于我们预计行业投资收益率将达到6%的水平，我们预计中国平安中期业绩将超越市场预期和我们的预期，中国人寿中期业绩将超越市场预期但符合我们的预期，中国太保中期业绩将符合市场预期和我们的预期。
- 伴随着投资收益率的上调，我们认为中国平安的ROA水平可以达到1.5%附近的水平，将2009年每股盈利预测从1.07元上调至1.45元，上调公司目标价至61元（对应25倍新业务价值倍数）。
- 我们的盈利预测中未考虑收购深发展以及税收检查的影响。收购深发展还需要有较长的流程，存在一定的变数，因此暂不考虑，但我们认为一旦收购完成平安将完成“龙门之跃”。税收检查的事情我们也暂未考虑，主要原因是：1、从去年市场就开始担心此事，对此有较为充分的心理预期；2、如果只是10-20亿元的处罚，那可能是平安能争取到的最好的结果；3、此事对平安的影响只是一次性的，并不影响其盈利能力复苏的趋势；4、处理结果公布的时点还难以把握。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-B

目标价格： **61.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 53.00 元

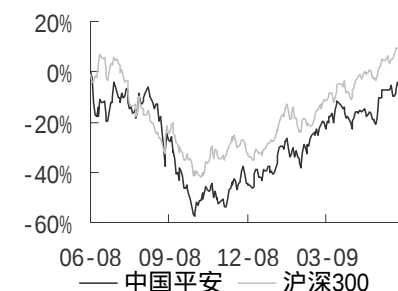
现价： 46.92 元

报告日期： **2009-06-28**

市场数据

总市值(百万元)	344,629.90
流通市值(百万元)	184,235.44
总股本(百万股)	7,345.05
流通股本(百万股)	3,926.59
12 个月最高/最低	19.90/50.05 元
十大流通股东(%)	45.17%
股东户数	289,170

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.10	(4.46)	(14.83)
绝对收益	18.46	20.73	(3.74)

研究员

杨建海, CFA

高级行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
寿险保费收入	79,279	102,369	133,080	157,034	185,300
Growth(%)	15.89%	29.12%	30.00%	18.00%	18.00%
APE margin	35.09%	31.37%	28.00%	28.00%	28.00%
财险保费收入	21,666	27,014	32,417	38,900	46,680
Growth(%)	27.49%	24.68%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润	15,086	662	10,671	12,206	13,228
Growth(%)	105.48%			14.39%	8.37%
每股评估价值		45.80	56.52	67.29	80.19
每股收益(元)	2.11	0.09	1.45	1.66	1.80
每股净资产(元)	14.60	10.72	11.95	13.26	14.66
市盈率		507.71	31.50	27.54	25.41
市净率		4.27	3.83	3.45	3.12
净资产收益率(%)	14.07%	0.84%	12.16%	12.54%	12.29%

前期研究成果

中国平安：市场份额快速提高

2009-06-17

中国平安：重构中国金融业版图

2009-06-15

中国平安：最后的全国性银行牌照

2009-06-09

财务报表预测和估值数据汇总
模型更新时间
2009-06-28

利润表(百万元)						保费收入(百万元)					
2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	165,204	139,803	195,283	231,282	271,980	个人保险	64,310	79,104	93,156	109,924	129,710
已赚保费	94,032	121,790	154,690	183,001	216,501	首年保费	16,484	22,874	28,612	34,547	40,766
提取未到期责任准备金	-2,615	-1,780	-3,774	-4,518	-5,409	续期保费	47,826	56,230	64,544	75,376	88,944
银行业务利息净收入	3,749	4,343	4,437	5,325	6,390	银行保险	7,263	14,827	26,616	31,407	37,060
手续费及佣金净收入	2,046	1,776	2,050	2,282	2,544	首年保费	6,983	14,336	26,150	30,857	36,411
投资收益公允价值变动	63,835	10,580	32,149	38,521	44,177	续期保费	280	491	466	550	649
其他收入	1,542	1,314	1,957	2,153	2,369	团体保险	7,706	8,438	13,308	15,703	18,530
营业支出	-148,037	-142,110	-182,628	-216,795	-256,256	首年保费	7,261	8,213	12,643	14,918	17,604
退保金	-13,333	-13,362	-17,966	-21,985	-25,942	续期保费	445	225	665	785	927
赔付支出	-24,555	-31,632	-39,166	-46,489	-55,183	寿险保费收入合计	79,279	102,369	133,080	157,034	185,300
提取保险责任准备金	-76,953	-32,984	-73,851	-87,024	-102,544	同比增速	15.89%	29.12%	30.00%	18.00%	18.00%
保单红利支出	-3,514	-6,276	-2,128	-2,565	-2,917	首年保费合计	30,728	45,423	67,405	80,323	94,781
手续费及佣金支出	-10,838	-14,637	-17,621	-20,853	-24,678	同比增速	24.27%	47.82%	48.39%	19.16%	18.00%
业务及管理费	-15,465	-14,025	-26,370	-31,304	-37,162	标准保费	20,479	27,228	36,636	44,015	51,938
资产减值损失	-289	-26,120	0	0	0	同比增速	31.63%	32.96%	34.55%	20.14%	18.00%
其他支出	-4,257	-4,530	-7,678	-9,150	-10,905	APE margin	35.09%	31.37%	28.00%	28.00%	28.00%
营业利润	17,167	-2,307	12,655	14,487	15,724	车险	15,166	19,377	23,340	28,397	34,077
营业外收支	316	-146	-175	-210	-252	非车险	5,365	6,185	7,456	8,558	10,270
利润总额	17,483	-2,453	12,480	14,276	15,472	短期意外和健康险	1,135	1,452	1,621	1,945	2,334
所得税费用	-1,902	3,326	-1,248	-1,428	-1,547	财险保费收入合计	21,666	27,014	32,417	38,900	46,680
净利润	15,581	873	11,232	12,849	13,924	同比增速	27.49%	24.68%	20.00%	20.00%	20.00%
资产负债表(百万元)						内涵价值(百万元)					
2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E	
债券	191,023	286,791	345,608	427,300	523,835	期初内涵价值	65,573				
权益投资	117,279	36,372	87,128	107,723	132,059	内含价值的预期回报	13,426				
定期存款	33,188	84,412	58,085	71,815	88,040	本期新业务的价值	7,880				
投资物业	3,812	0	5,809	7,182	8,804	其他经验差异	8,104				
其他固定到期日投资	2,411	3,725	2,904	3,591	4,402	投资回报差异	11,658				
投资资产	347,713	416,809	499,534	617,610	757,140	市场价值调整	8,577				
发放贷款及垫款	63,125	74,160	94,603	118,254	147,818	股东红利分配	-3,129				
其他资产	240,266	216,671	290,412	369,823	477,152	资本注入	38,222				
资产合计	651,104	707,640	884,550	1,105,688	1,382,109	期末内涵价值	150,311				
准备金	380,947	414,025	526,377	657,971	822,464	经调整净资产	107,032	79,016	90,455	100,734	111,873
吸收存款	72,133	80,649	115,686	144,608	180,760	有效业务价值	43,278	43,843	57,744	73,248	92,787
其他负债	88,806	131,497	152,032	202,375	267,012	调整后有效业务价值					
负债合计	541,886	626,171	794,095	1,004,954	1,270,236	一年新业务价值	7,187	8,541	10,676	12,812	15,374
归属母公司所有者权益	107,234	78,757	87,759	97,365	107,662	调整后一年新业务价值					
少数股东权益	1,984	2,712	2,695	3,369	4,211	新业务倍数		30	30	30	31
股东权益合计	109,218	81,469	90,455	100,734	111,873	每股评估价值(元)		45.80	56.52	67.29	80.19
每股数据(元)						估值水平					
2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E	
每股净资产	14.60	10.72	11.95	13.26	14.66	P/B		4.27	3.83	3.45	3.12
每股盈利	2.11	0.09	1.45	1.66	1.80	P/E		507.71	31.50	27.54	25.41
每股内涵价值	20.46	16.73	20.18	23.69	27.86	P/EVPS		2.74	2.27	1.93	1.64

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

杨建海，CFA，非银行金融行业高级分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	张茜萍	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034