

各项业务经营较好，寿险新业务价值保持较快增长

中国平安（601318）

评级：增持

跟踪报告

2009年8月16日 星期日

陶正傲
010-66216231-819
tza@longone.com.cn
非银行金融行业

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	73.5
流通股本(亿股)	39.3
总市值(亿元)	3867.57
流通市值(亿元)	2067.97

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	-11.67	-8.55
3个月	30.34	14.92
6个月	49.96	18.67

个股相对深证综指走势图



相关报告：

- 1.《从保守的角度估计中国平安的价值》 2008.2.20
- 2.《对平安通过巨额融资方案的点评》 2008.3.6
- 3.《又一笔 200 多亿的股权投资》 2009.6.14

投资要点

- 公司 2009 年 8 月 14 日的总市值为 3867.57 亿元，其中寿险之外的业务按目前市场平均的 3 倍 PB 水平进行估值，则可得到目前市值对应的一年新业务价值的倍数是 13.3 倍，而寿险之外的业务按 2 倍 PB 水平进行估值，则可得到目前市值对应的一年新业务价值的倍数是 18.6 倍，与当前及近二年来的一年新业务价值（均指扣除持有偿付能力成本后的）的增速对比来看，目前估值并不高，维持对其增持的评级。
- 公司目前的 PE、PB 估值分别为 44.6 倍和 4.27 倍，对应于公司未来的净利润增长率预期和未来 ROE 情况预期，以及目前整体市场的 PE、PB 估值水平，中国平安并没有明显的低估，除非我们认为中国平安未来净利润增长率可保持持续的较快增长。
- 2009 年上半年中国平安实现净利润 43.47 亿元，比去年同期的 71.02 亿元下降了 38.8%；基本 EPS 为 0.59 元，比去年同期的 0.97 元下降了 38.1%；加权平均的 ROE 为 5.1%，比去年同期下降 2.4 个百分点。公司认为本期净利同比下降主要是因为：股权浮盈与分红收益对当期利润的贡献在去年同期较大，寿险首年保费规模的增长对短期利润的受压和税务检查带来的税收补提影响等几个原因所致。
- 本期公司总资产收益率为 4.8%，而去年同期为 3.6%。
- 国税总局检查的补税情况是：总共补计 10.1 亿元，其中寿险 3.3 亿元，产险 6.8 亿元，2008 年已列支补税 1.4 亿外，今年上半年列支了 8.71 亿元。

1. 2009 年上半年业绩回顾

1.1 总体经营情况

2009 年上半年中国平安实现净利润 43.47 亿元，比去年同期的 71.02 亿元下降了 38.8%；基本 EPS 为 0.59 元，比去年同期的 0.97 元下降了 38.1%；加权平均的 ROE 为 5.1%，比去年同期下降 2.4 个百分点；期末股东权益合计 903.27 亿元，每股净资产达 12.30 元。

公司认为本期净利同比下降主要是因为：股权浮盈与分红收益对当期利润的贡献在去年同期较大，寿险首年保费规模的增长对短期利润的受压和税务检查带来的税收补提影响等几个原因所致。

1.2 寿险业务情况

按国内会认准则，本期保费收入为 926.85 亿元，同比增长 33.88%。按剔除投资联结险等保费存款后的国险会计准则计算的保费收入本期为 647.74 亿元，同比只增长了 19.53%。寿险个险首年期缴业务本期保费收入为 151.58 亿元，同比增长了 39.14%；传统险、分红险、万能险的本期保费收入占比分别为 3.7%、38.4%和 42.3%。

寿险业务市场份额为 16.8%，比去年同期提高 2.8 个百分点。寿险个险营销员本期末为 39.36 万人，比去年同期增长了 10.6%。

寿险本期净利润为 45.07 亿元，同比下降了 27.08%。本期末寿险的投资资产达 4583.19 亿元，同比增长了 12.7%，寿险资金的总投资收益率本期为 5.2%。

1.3 产险业务情况

本期保费收入 186.06 亿元，同比增长 28.1%；市场份额为 11.8%，同比增长 0.9 个百分点；本期末投资资产达 301.61 亿元，同比增长 13.57%。本期产险总资产收益率为 4.1%，比去年同期下降 1.7 个百分点；本期综合赔付率为 61.7%，比去年同期下降 4.8 个百分点，但综合成本率高达 108.4%，比去年同

期上升了 3.3 个百分点。

由于国税总局补交税金和本期产险业务手续费经营等费用大幅上升的等影响，产险本期净利润为-7.44 亿元，而去年同期为盈利 0.74 亿元。

1.4 银行业务情况

银行业务本期净利 5.77 亿元，同比下降 27.4%。主要是利差下降和公司增加网点布局的投入所致，银行总资产同比增长 35.3%，期末达到 1976.03 亿元；存贷款总额分别增长 30.1%和 43.7%，高于业内平均水平。信用卡流通量累计高达 200 万张，67%来自交叉销售，核羽资本充足率为 8.4%，资本充足率为 11.2%（2009 年 6 月平安银行发行了 30 亿次级债），不良贷款率为 0.46%，拨备覆盖率为 139.2%。

1.5 证券业务情况

本期净利 3.67 亿元，同比下降了 8.5%；其中手续费及佣金净收入本期 6.06 亿元，同比下降了 29.04%，其中，本期承销佣金收入 1.37 亿元，同比下降了 65.1%；投资收益与公允价值变动合计本期为 2.55 亿元，比去年同期增长 147.6%；

1.6 其他业务情况

信托业务本期净利润为 1.92 亿元，同比下降 69.95%。期末信托资产规模为 812.67 亿元，比去年底增长 67.5%，但本期手续费及佣金净收入只有 0.84 亿元，同比下降了 65.14%，公司认为主要是信托资产品种从管理费率较高的权益类变化为管理费率较低固定收益类所致，尽管资产规模大幅增长，收入还是大幅减少。

1.7 投资情况

本期公司总投资收益为 139.24 亿元，同比增长了 50.77%，总资产收益率也从去年同期的 3.6%上升为 4.8%。

表 1 中国平安 2009 年中期资产组合配置情况

种类	2009 中期 (%)	2008 年末 (%)
定存	17.8	18.2
债券	56	61.7
股权	4.9	4.9
基金	4.7	2.9
其他	1.4	1.2
现金	14.3	10.3
合计	100	100
资产总计	5135.77	4646.65

其中股权与基金的占比本期末为 9.6%，比去年底的 7.8%，有所上升，但比保监会公布的行业平均投资比例：股票 9.8%，基金 6.8%要低不少，显示平安 2009 年上半年股权投资上的谨慎。但公司本期总投资收益率要比行业平均的 3.44%要高出 1.36 个百分点。

1.8 费用开支管理情况

公司本期业务及管理费用开支为 94.15 亿元，同比增长了 56.58%；但剔除许继电器集团并表因素，公司本期营业费用率实际只增长 25.6%。

1.9 内含价值和年新业务价值情况

2009 年 6 月 30 日内含价值计算所用主要假设与 2008 年年末评估所用的主要假设相同，其中风险贴现率仍为 11.5%

本期末公司非寿险业务的内含价值为 538.29 亿元，寿险业务的内含价值为 887.99 亿元（寿险业务调整后的净资产值为 367.44 亿元，也就是说公司期末的有效业务价值为 520.55 亿元），同比增长了 27.5%；扣除持有偿付能力额度的成本后的一年新业务价值为 102.31 亿元，同比增长 19.8%。用来计算截至 2009 年 6 月 30 日止前 12 个月新业务价值的首年保费为 560.25 亿元，相应的，用来计算 2008 年一年新业务价值的首年保费为 435.30 亿元。

2. 国税总局对平安的税务检查

国税总局检查的补税情况是：总共补计 10.1 亿元，其中寿险 3.3 亿元，

产险 6.8 亿元，2008 年已列支补税 1.4 亿外，今年上半年列支了 8.71 亿元。

3. 公司目前的估值水平

3.1 相对估值

公司目前的 PE、PB 估值分别为 44.6 倍和 4.27 倍。

我们认为随着寿险保费收入的增长带来的保险公司资产的快速增长，在保险公司未来总投资收益率保持较为稳定的较好回报率情况下，寿险公司的净利润有望保持较长时期的较快增长，从而使保险公司的净利润有望于较长时间内保持较快增长。故而中国平安目前 44.6 倍的 PE 估值水平，有点偏高，但并不太高。从 PB 估值水平来看，相对于当期半年平均 ROE5.1% 的水平和公司历史平均的 ROE 水平，4.27 倍的估值水平并不低。

目前（2009 年 8 月 14 日）整体市场的估值水平 PE、PB 分别为 29.6 倍和 3.2 倍，按 PE、PB 估值水平，中国平安当前估值并不明显低估。

3.2 当前市值对应的一年新业务价值倍数估计

公司 2009 年 8 月 14 日的总市值为 3867.57 亿元，其中寿险之外的业务按目前市场平均的 3 倍 PB 水平进行估值，则可得到目前市值对应的一年新业务价值的倍数是 13.3 倍，而寿险之外的业务按 2 倍 PB 水平进行估值，则可得到目前市值对应的一年新业务价值的倍数是 18.6 倍，与当前一年新业务价值（均指扣除持有偿付能力成本后的）的增速对比来看，目前估值并不高，维持对其增持的评级。

中国平安 2007、2008 和 2009 年 6 月底最近一年新业务增速分别为 33%、18%和 19.7%。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122