

湘财证券研究所 保险行业研究员

叶青

Tel: 021-68634510-8010

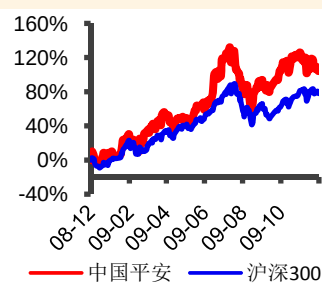
E-Mail: yq2877@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

中国平安最近一年走势：



市场数据：2009年12月16日
收盘价（元）：56.08
市净率：4.55
流通股（亿股）：64.85
股本（亿股）：73.45

投资要点

- **《企业会计准则解释第2号》对平安财险影响非常小：**（一）对于未到期责任准备金（UPR），实施2号准则后的可能做法是UPR计提比例为（预期赔付+维持费用+获取成本+边际利润）的一定比例，此次调整相当于调减出获取成本。UPR计提方法的变更对财险公司的影响跟规模保费增长有关，若是高速发展时期，当期的UPR较多，效果就会较明显些；若平稳发展，提转差很小，效果就很不明显了。（二）对于一年以上长期险种准备金的计提，实施2号准则后的可能做法是对后续年份的预期赔付按照国债收益率进行折现，因而会减小长期险准备金的数额。综合来看，我们认为《企业会计准则解释第2号》的实施，对于产险公司财务报表的盈利是正面影响，但比例较小。具体到平安财险，由于1）平安财险保费增长较平稳2）工程险等长期险占比非常小，因此我们认为2号准则的实施对平安财险盈利的影响非常小。
- **平安寿险渠道优势明显：**平安个险渠道的优势较明显，近几年一直保持在70%-80%，远高于同业，且个险渠道中80%-90%为十年以上的期缴产品，具有较高的内含价值。由于各个渠道产品的平均利润率大致不变（个险在30%-40%，银保小于5%），因此总体利润率取决于各渠道保费收入占比。目前公司银保渠道销售的产品主要为万能险，同业以分红为主。我们认为今年平安加大了在别人放弃的银保渠道的销售以及万能险产品的销售，相比去年激烈竞争的环境下展业成本必会有所降低，更考虑到公司较早的开展万能险，具有较为充足的万能平滑准备金，以及今年较好的投资收益，因此银保万能险虽然在最终的盈利性上，边际贡献不大，但从总量看仍然可观，不失为适合自身的策略。我们认为考虑到《企业会计准则解释第2号》实施后，万能险大部分保费收入将不能计入市场份额，公司可能会有所调整。
- **2010年3月1日的8.6亿股解禁对平安影响有限：**深圳新豪时投资发展有限公司，深圳景傲实业发展有限公司的员工持股权益以及深圳江南实业发展有限公司所持有限售条件的股份数量共计8.6亿股，解禁时间为2010年3月1日。此8.6亿解禁股份大部分为投资集合权益份额，并非平安股票，且员工受益所有权计划的运作须通过员工投资权益持有人代表大会来进行，不受个人随意行为影响，即使通过表决出售部分股票，其带来的分红收益也涉及企业所得税和个人所得税的问题，远非想象中简单。因此我们认为即将到来的8.6亿股的解禁对平安影响有限。
- **盈利预测及投资建议：**虽然中国平安截至08年底高定价利率寿险保单的寿险责任准备金占公司长期寿险责任准备金总额的32.8%，高定价利率保单的平均保证负债成本为6.1%，在三家A股上市公司中占比较多，但考虑到最优评估利率的可选范围为一个区间，对公司净资产净利润的一次性影响不会过大。我们认为中国平安寿险业务的最大优势是利润率较高的个险渠道长期期缴保费占比维持在60%-70%以上的较高水平，而且其多元化金融的战略具有前瞻性及其可行性，我们看好公司保险、银行、投资协同效应的扩大。预测公司2009-2010年每股寿险业务内含价值分别为11.01和12.84元，每股评估价值为59.78和72.74元，目前股价对应2009年和2010年的隐含新业务倍数分别为24.41和17.65，相较而言具有较高的安全边际，我们给予中国平安2010年“买入”评级。
- **风险提示：**资本市场大幅下跌对公司业绩的影响

一《企业会计准则解释第 2 号》对平安财险影响非常小

09 年 1 月，保监会发布了“关于保险业实施《企业会计准则解释第 2 号》有关事项的通知” 编制 2009 年年度境内、境外财务报告时应遵循以下会计政策： 1、保费收入的确认和计量引入重大保险风险测试和分拆处理； 2、保单获取成本不递延，计入当期损益；3、采用新的基于最佳估计原则下的准备金评估标准。

此通知对寿险公司的影响大家已经有所了解，可以参见我们的报告《三家影响各不同——保险业<企业会计准则解释第 2 号>即将实施点评》，在此着重分析此通知对财险公司的影响

我们初步估计影响比较大的有两个方面：

（一）对于未到期责任准备金（UPR）（指一年内的财产险、意外伤害险、健康险业务规定从本期保险责任尚未到期，应属于下一年度的部分保险费中提取出来形成的准备金），现在财险公司的普遍做法是按 $1/365$ 分之一法百分百地计提，即 UPR 为（预期赔付+维持费用+获取成本+边际利润）*100%，而实施《企业会计准则解释第 2 号》后的可能做法是 UPR 计提比例为（预期赔付+维持费用+获取成本+边际利润）的一定比例，此次调整相当于调减出获取成本。

因而虽然 2 号准则规定保单获取成本仍不可递延，但通过走了精算的途径，间接地达到了递延保单成本的效果。

UPR 计提方法的变更对财险公司的影响跟规模保费增长有关，若是高速发展时期，当期的 UPR 较多，效果就会较明显些；若平稳发展，提转差很小，效果就很不明显了。

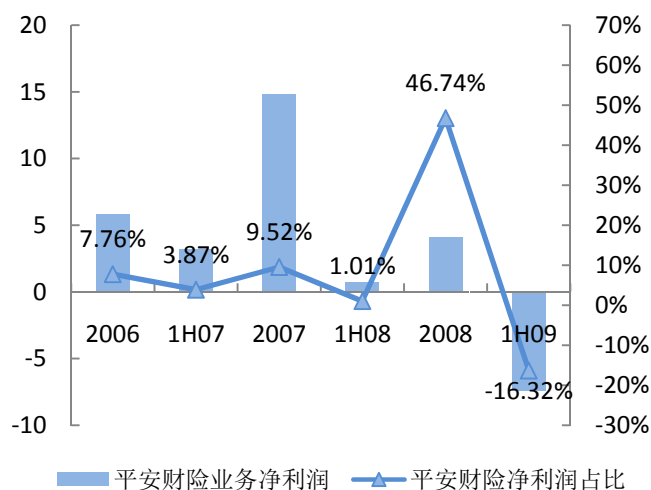
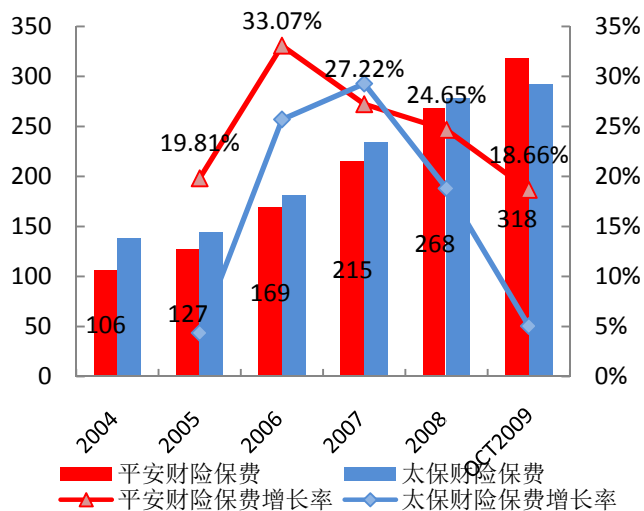
（二）对于一年以上长期险种准备金的计提，现在财险公司的做法是计算准备金时不能对后续年份的赔付进行折现，而实施《企业会计准则解释第 2 号》后的可能做法是对后续年份的赔付按照国债收益率进行折现，因而会减小长期险准备金的数额。

但由于产险公司长期险占比很小，因而我们认为此调整影响不大。

综合来看，我们认为《企业会计准则解释第 2 号》的实施，对于产险公司财表的盈利是正面影响，但比例较小。

具体到平安财险，由于 1）平安财险保费增长较平稳 2）工程险等长期险占比非常小，因此我们认为 2 号准则的实施对平安财险盈利的影响非常小。

图 1 平安、太保财险保费收入及增长率（单位：亿元） 图 2 平安财险业务利润及占比（单位：亿元）

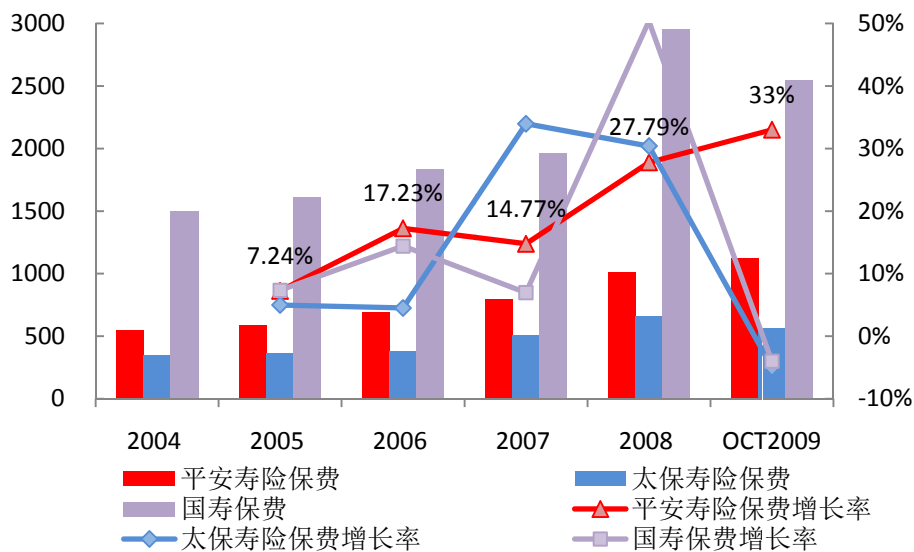


数据来源: WIND, 公司数据, 湘财证券研究所

二 平安寿险渠道优势明显

我国寿险市场发展迅猛, 全国寿险保费从 1999 年 872 亿元增至 2008 年的 7447 亿元, 年复合增长率 27%。

图 3 平安、太保、国寿人身险保费收入及增长率 (单位: 亿元)



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

但只有量的增长并不能保证寿险公司的盈利, 不同产品、渠道、缴费期限的寿险保费收入对应高低不同的利润率。

从总保费收入的渠道占比来看, 平安个险渠道的优势还是很明显的, 近几年一直保持在 70%-80%, 远高于同业, 且个险渠道中 80%-90% 为十年以上的期缴产品, 具有较高的内含价值。

虽然随着首年保费中银保占比的逐步上升使得总保费收入中个险渠道占比有所下降，09年中期总保费收入中平安个险渠道占比由77%降为73%，但仍远高于同业。由于各个渠道产品的平均利润率大致不变（个险在30%-40%，银保小于5%），因此总体利润率取决于各渠道保费收入占比。

目前公司银保渠道销售的产品主要为万能险，同业以分红为主。09年一些保险公司出于结构调整的考虑退出银保万能险市场，平安并没有放松其在银保渠道的发展，对此公司认为银保业务虽然利润低一些，但是仍然在对公司创造为正的贡献。我们认为今年平安加大了在别人放弃的银邮渠道的销售以及万能险产品的销售，相比去年激烈竞争的环境下展业成本必会有所降低，更考虑到公司较早的开展万能险，具有较为充足的万能平滑准备金，以及今年较好的投资收益，因此银保万能险虽然在最终的盈利性上，边际贡献不大，但从总量看仍然可观，不失为适合自身的策略。我们认为考虑到《企业会计准则解释第2号》实施后，万能险大部分保费收入将不能计入市场份额，公司可能会有所调整。

由于银保渠道趸交产品的利润率不到5%，大大低于个险渠道的30%-40%，平安人寿深圳分公司自2008年以来，与建设银行深圳分行合作开展了银保IC项目，即通过公司在银行网点派驻保险理财顾问销售保障型期缴产品，但目前看来，进展不是很大，公司意在控股深发展的事宜确定下来之后，加大推广力度。

由于公司收购深发展仍处于审批流程中，现在说资源共享还为之过早，但可以肯定的是收购成功后平安作为深发展的战略投资者，以后的合作更容易开展。

图4 太保，平安，国寿 总保费收入渠道占比比较

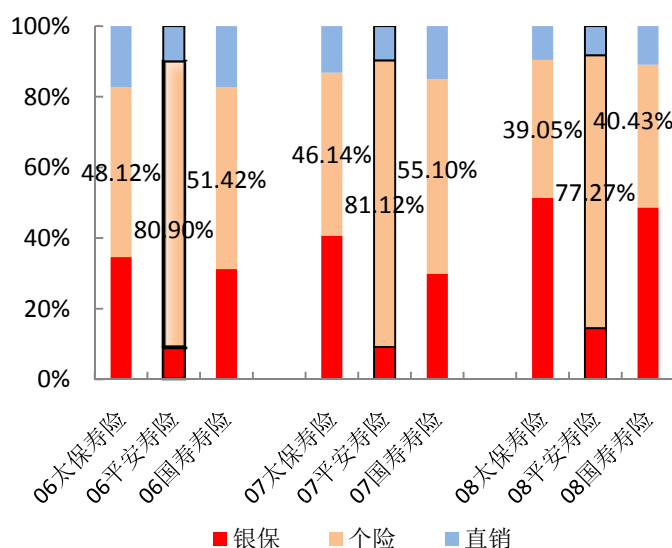
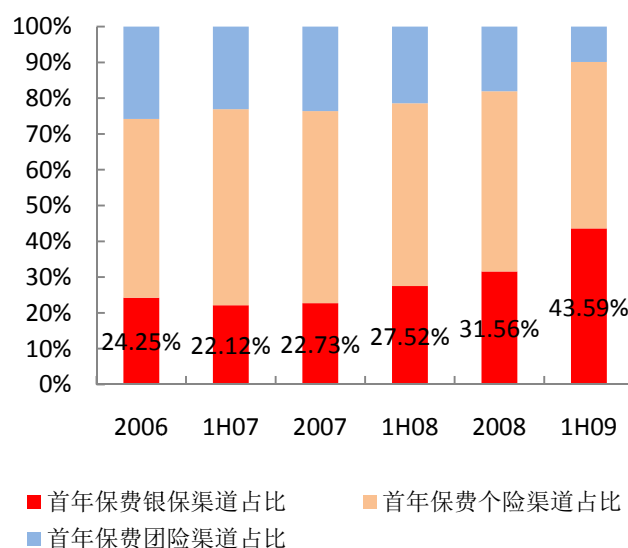


图5 平安首年保费各渠道占比



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 6 行业寿险各险种占比

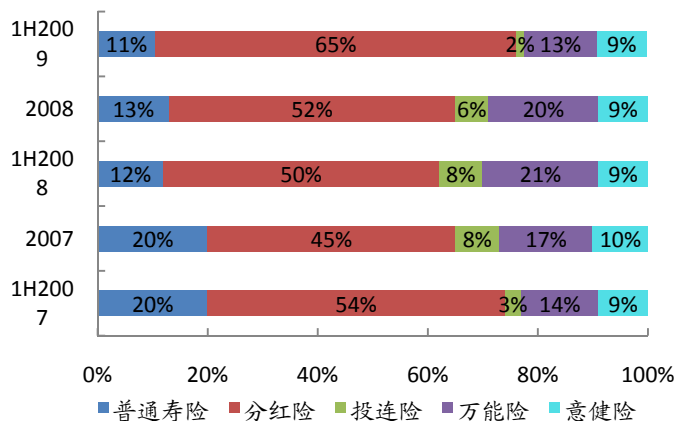
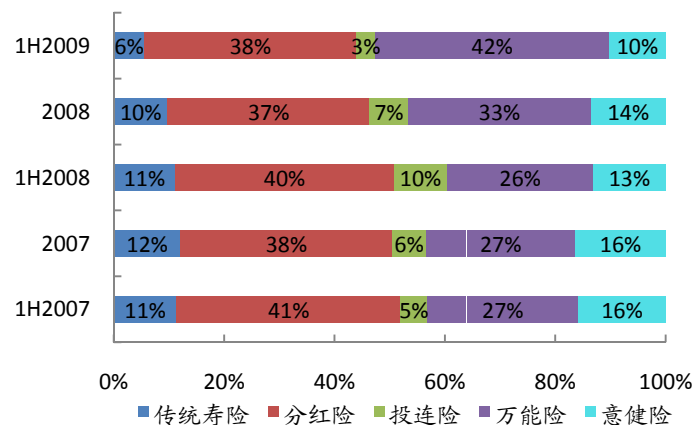
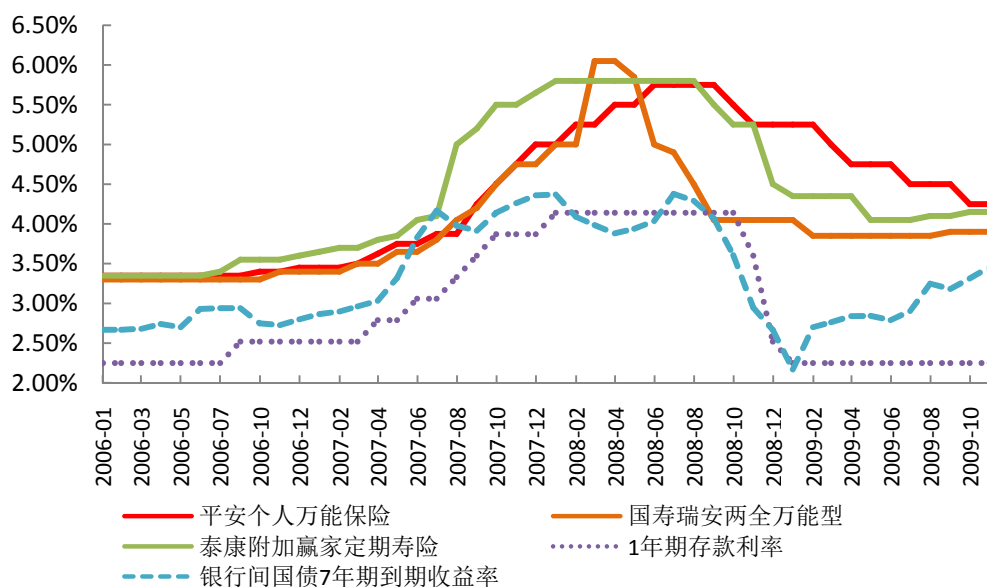


图 7 平安寿险总保费收入中各险种占比



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

图 8 寿险公司万能险结算利率

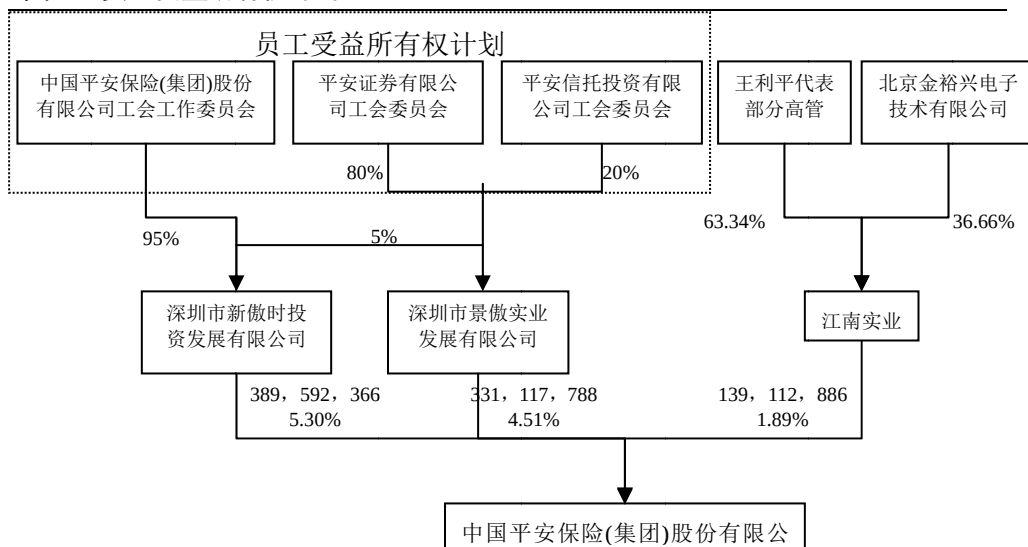


数据来源：公司数据，湘财证券研究所

三 2010 年 3 月 1 日的 8.6 亿股解禁对平安影响有限

深圳新豪时投资发展有限公司，深圳景傲实业发展有限公司的员工持股权益以及深圳江南实业发展有限公司所持有限售条件的股份数量共计 8.6 亿股，解禁时间为 2010 年 3 月 1 日。

图 9 员工受益所有权计划



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

平安集团设立的员工受益所有权计划，由参与员工认缴员工投资集合资金获得单位权益，员工投资集合的权益持有人以中国平安工会委员会、平安证券工会委员会、平安信托工会委员会的名义，分别受益拥有新豪时投资 100%的股权、景傲实业 100%的股权。员工受益所有权计划设立了员工投资权益持有人代表大会和员工投资权益管理委员会，其运作和管理依据《平安员工投资权益管理办法》和《平安员工投资权益转让实施细则》执行。

我们认为，明年 3 月的 8.6 亿解禁股份大部分为投资集合权益份额，并非平安股票，且员工受益所有权计划的运作须通过员工投资权益持有人代表大会来进行，不受个人随意行为影响，即使通过表决出售部分股票，其带来的分红收益也涉及企业所得税和个人所得税的问题，远非想象中简单。因此我们认为即将到来的 8.6 亿股的解禁对平安影响有限。

盈利预测及投资建议

虽然中国平安截至 08 年底高定价利率寿险保单的寿险责任准备金占公司长期寿险责任准备金总额的 32.8%，高定价利率保单的平均保证负债成本为 6.1%，在三家 A 股上市公司中占比较多，但考虑到最优评估利率的可选范围为一个区间，对公司净资产净利润的一次性影响不会过大。我们认为中国平安寿险业务的最大优势是利润率较高的个险渠道长期期缴保费占比维持在 60%-70%以上的较高水平，而且其多元化金融的战略具有前瞻性及可行性，我们看好公司保险、银行、投资协同效应的扩大。预测公司 2009-2010 年每股寿险业务内含价值分别为 11.01 和 12.84 元，每股评估价值为 59.78 和 72.74 元，目前股价对应 2009 年和 2010 年的隐含新业务倍数分别为 24.41 和 17.65，相较而言具有较高的安全边际，我们给予公司 2010 年“买入”评级。

风险提示：资本市场大幅下跌对公司业绩的影响

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。