



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2010年1月13日

保险业

研究部

周光

分析员

zhoug@cicc.com.cn

赵慧颖

联系人

zhaohy2@cicc.com.cn

刘欣

联系人

liuxin3@cicc.com.cn

推荐

中国平安(601318.CH)

近期热点评述

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
保险业务收入	100,945	129,383	169,549	211,936	254,323
(+/-%)	18%	28%	31%	25%	20%
已赚保费	94,032	121,790	153,026	194,896	235,516
投资收益	58,182	28,248	25,067	30,311	34,855
公允价值变动收益	6,885	(17,668)	11,282	9,507	9,131
收入总额	165,263	139,803	199,999	247,404	294,745
提取保险责任准备金	(77,545)	(38,792)	(95,533)	(118,082)	(138,919)
赔付及退保支出	(40,331)	(47,954)	(45,911)	(57,332)	(71,050)
保险业务支出及营业费用	(26,362)	(28,662)	(35,848)	(44,233)	(52,074)
净利润	15,086	662	10,007	12,772	14,971
(+/-%)	105%	(96%)	1,412%	28%	17%
每股净利润(人民币)	2.05	0.09	1.36	1.74	2.04
每股净资产(人民币)	14.60	10.72	12.64	14.20	16.04
平均净资产收益率(%)	19.4%	0.7%	11.1%	12.1%	12.7%
市盈率(X)(中国会计准则)	25.7	586.5	38.8	30.4	25.9
市盈率(X)(国际会计准则)	20.8	1,448.7	33.0	25.2	21.1
市净率(X)(中国会计准则)	3.6	4.9	4.2	3.7	3.3
市净率(X)(国际会计准则)	3.5	4.7	3.9	3.4	3.0
现金分红收益率(%)	1.3%	0.0%	0.8%	1.0%	1.2%

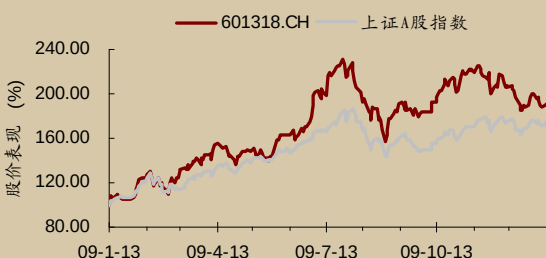
股票信息

H-股	A-股
2318.HK	601318 CH Equity
HK\$ 71.	RMB 52.86
HK\$ 95.09	
6.93	37.82
日成交量(百万股)	
52周最高价/最低价	RMB64.52/27.3
HK\$76/29.95	
469,071	412,932
7,345	7,345
发行股数(百万股)	
6,840	6,840
流通股(百万股)	
主要股东(持股比例)	汇丰控股有限公司(16.79%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601318.CH]	-3.13	-7.31	-0.66	-4.05
[SHASHR index]	-0.26	-0.01	+0.11	-0.11
[Insurance index]	-5.10	-5.01	-1.55	-3.75

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况：

平安寿险 2009 年保费收入为 1322.98 亿元，同比增长 30.8%。12 月，平安寿险继续小幅调升其个人渠道万能险结算利率 12.5 个基点至 4.5%，高于其主要竞争对手提供的结算利率水平。平安财险 2009 年保费收入为 384.83 亿元，同比增长 43.9%。

评论：

公司 2009 年保费收入符合预期。2010 年，在具有明显吸引力的万能险结算利率，较高的代理人营销能力，公司加强银保渠道建设以及新车销量增速仍可望保持较高水平等因素的驱动下，我们依然看好平安寿险和平安财险 2010 年保费收入增长的前景。

财政部近期印发了备受关注的《保险合同相关会计处理规定》，对即将实施的保险业新会计准则提供了框架性指导，新会计准则在 2009 年年报中即将落实已无悬念。由于细则尚未出台，新准则的执行对平安是否产生负面影响、幅度多大等问题均对新的基于最佳估计原则的统一评估利率水平较为敏感。在采用的新评估利率水平较低的情形下，新准则的执行存在对平安的净资产和净利润产生不利影响的可能性，市场的担心未能充分消退。

1 月 12 日，央行宣布上调存款准备金率 0.5%。我们认为，存款准备金率的上调对公司投资收益可能具有双重影响。尽管准备金率的上调可能驱动债券收益率的上升，从而对保险公司构成利好，但由于此次政策调整主要基于遏制信贷过快增长和防通胀的考虑，并非由于经济强劲增长，市场流动性收紧可能对股市表现形成一定冲击，从而抵消债券收益率上升带来的好处。

估值与建议：

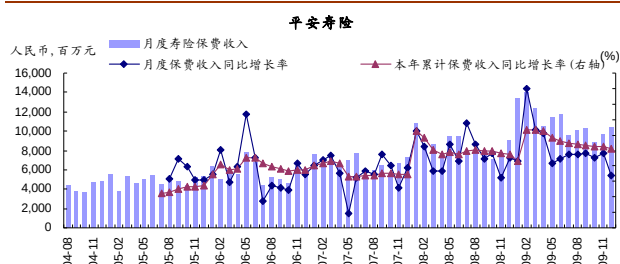
我们仍然看好 2010 年平安保费收入和新业务价值的增长，维持中长期对中国平安 A 股和 H 股“推荐”的评级。

然而，短期内，考虑到新会计准则细则仍然悬而未决的不确定性和存款准备金率提升带来的双重影响，我们认为中国平安股价很难出现较为亮丽的表现。特别是目前公司 H 股的股价并未充分反映新会计准则实施可能带来的不利影响，H 股对 A 股股价的溢价率已超过 15%。若新准则细则的规定对平安的净资产和净利润产生明显负面影响，公司 H 股股价将存在较大的下跌风险。

2009 年保费收入符合预期，2010 年可望继续保持强劲增长

- 平安寿险 2009 年保费收入为 1322.98 亿元，同比增长 30.8%。其中，12 月单月保费收入为 103.59 亿元，同比增长 14%，低于 11 月 28.4% 的单月同比增速水平，但考虑公司业务增长规模达到目标后策略性调整的结果和年末保费收入结转和确认时点的因素，该水平亦属正常。
- 2009 年 11 月以来，平安寿险连续两个月小幅调升其个人渠道万能险结算利率，由 4.25% 至 4.5%。我们认为，平安该举措属策略性微调，意在保持其万能险产品相对主要竞争对手较为突出的吸引力，在显示公司不错的投资收益水平和较为雄厚的万能险平滑准备金储备的同时，也有助于公司在 2010 年获取保费收入增长的“开门红”。在具有明显吸引力的万能险结算利率，较高的代理人营销能力和公司加强银保渠道建设等因素的驱动下，我们依然看好平安寿险 2010 年保费收入增长的前景。

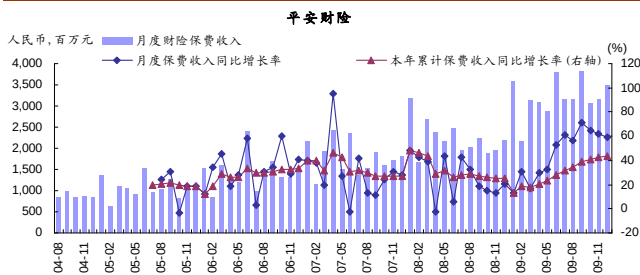
图表 1：平安寿险月度保费收入及增长率（中国会计准则下）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

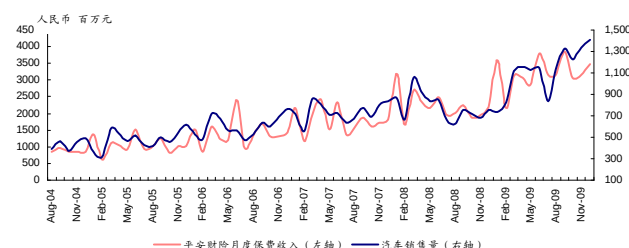
- 平安财险 2009 年保费收入为 384.83 亿元，同比增长 43.9%。其中，12 月保费收入为 34.77 亿元，同比增长 59.4%，自 6 月以来连续 7 个月同比增速保持在 50% 以上的高位。
- 得益于汽车销售的强劲增长，平安财险保费收入增速继续飚升。同时，由于公司加强理赔管理的努力和自然灾害较 2008 年有所减轻，预计 2009 年全年赔付率可望延续 1H09 的趋势，较上年明显下降。而费用控制方面可能将由于业务规模的大幅提升而继续面临一定的向上压力。总体而言，我们认为，平安财险的业务质量当仍在可控的状态。

图表 2：平安财险月度保费收入及增长率（中国会计准则下）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：平安财险月度保费收入与汽车销售量



资料来源：CAAM，公司数据，中金公司研究部

《保险合同相关会计处理规定》出台，对平安的具体影响仍具有不确定性

2009 年 12 月 22 日，财政部印发了近期备受关注的《保险合同相关会计处理规定》，对即将实施的保险业新会计准则提供了框架性指导。随后，各公司相继发布公告，表示将按照新会计准则编制 2009 年年报。至此，新会计准则在 2009 年年报中即将落实已无悬念。

《规定》主要规范了保险混合合同分拆、重大保险风险测试和保险合同准备金计量三个方面的内容，基本符合此前的市场预期。但《规定》并未公布会计处理的相关细则，尤其是对作为市场关注焦点的准备金评估利率水平的具体厘定方法，并未给出具体标准。目前，相关细则仍在各方的探讨中，具体内容有待明确。

由于细则尚未出台，而平安寿险准备金规模中高利率保单占比较高，新准则的执行对平安是否产生负面影响、幅度多大等问题均对新的基于最佳估计原则所确定的统一评估利率水平较为敏感。在采用的新评估利率水平较低的情形下，新准则的执行存在对平安的净资产规模产生不利影响的可能性。而如果公司对这种可能的不利影响不进行一次性调整到位而是在一定的宽限期内逐年调整，则将减少公司各年度的净利润。

由于这种可能性并未完全排除，目前市场对执行新准则可能对平安的净利润和净资产产生不利影响的担心并未充分消退。我们认为，在新会计准则相关细则进一步明确之前，该因素都将在一定程度上抑制平安的股份表现。

存款准备金率的上调短期内对公司投资收益可能具有双重影响

1月12日，央行宣布上调存款准备金率0.5%。

我们认为，存款准备金率的上调短期内对公司投资收益可能具有双重影响。一方面，随着1年期央票利率逐步上升和存款准备金率上调等回收流动性措施的实施，中长端收益率可能还会小幅上扬；但由于年初债券发行量较少，供求关系偏紧将抑制收益率上升的幅度。另一方面，尽管准备金率的上调可能驱动债券收益率的上升，从而对保险公司构成利好，但由于此次政策调整主要基于防通胀的考虑而非经济的进一步复苏，市场流动性收紧可能对股市表现形成一定冲击，对公司股票投资收益水平产生负面影响，从而抵消债券收益率上升带来的好处。

估值与建议

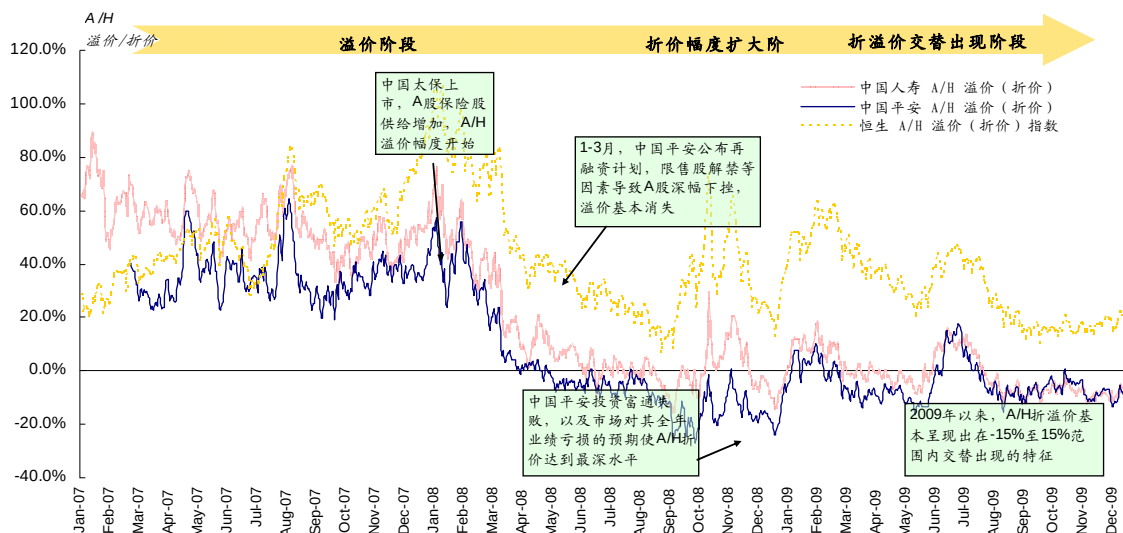
我们仍然看好2010年平安保费收入和新业务价值的增长前景，维持中长期对中国平安A股和H股“推荐”的投资评级。

然而，短期内，考虑到新会计准则细则仍然悬而未决带来的不确定性和存款准备金率提升带来的双重影响，我们认为中国平安股价很难出现较为亮丽的表现。尤其需要指出的是，目前公司H股的股价并未充分反映新会计准则实施可能带来的不利影响，H股对A股股价的溢价率已超过15%，基本达到2009年以来的最高点。若新准则细则的规定对平安的净资产和净利润产生明显不利影响，公司H股股价将存在较大的下跌风险。

风险提示：

短期风险在于A股市场再度大幅回调，而中期风险在于中长期债券收益率徘徊不前。

图表4：保险股A-H溢价/折价情况



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

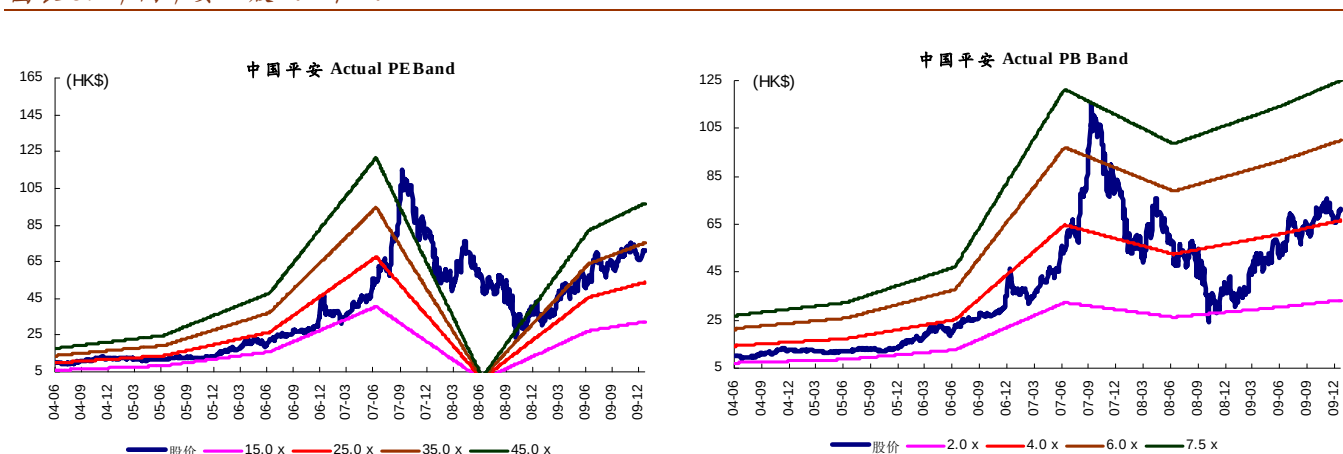
图表 5：可比公司估值

公司	市值(百万美元)	货币单位	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)				
				2010-01-12	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
综合性保险公司																
AIG	20,666	USD	29.63	(0.8)	(4.4)	6.0	3.5		6.3	0.8	0.7	0.6	(183.0)	(17.3)	12.5	3.4
Berkshire Hathaway	154,973	USD	99,999	31.0	20.6	18.7	n.a.		1.4	1.2	1.1	n.a.	4.3	6.2	6.0	n.a.
ING	42,250	EUR	7.60	(21.1)	21.3	6.0	4.3		0.6	0.7	0.6	0.5	(2.3)	4.2	12.0	13.6
Allianz	57,381	EUR	87.13	(16.0)	9.0	8.1	7.3		1.2	1.1	1.0	0.9	(6.0)	11.5	12.3	13.0
平均值				(1.7)	11.6	9.7	5.1		2.4	0.9	0.9	0.7	(1.3)	1.1	10.7	10.0
北美寿险公司																
Manulife Canada	35,141	CAD	20.68	64.6	23.3	9.8	8.7		1.2	1.3	1.2	1.0	1.9	5.4	12.4	13.6
MetLife	31,523	USD	38.50	9.2	13.6	9.4	7.9		1.4	1.0	0.9	0.9	11.7	6.2	9.3	10.6
Prudential Financial Inc	24,819	USD	53.49	(22.1)	9.7	9.6	8.5		1.7	1.1	1.0	0.9	(5.8)	12.0	10.5	11.2
Sun Life Financial Inc	17,930	CAD	32.91	23.5	22.3	10.9	9.6		1.2	1.2	1.1	1.0	5.0	4.1	10.2	11.3
平均值				18.8	17.2	9.9	8.7		1.4	1.1	1.0	0.9	3.2	6.9	10.6	11.7
欧洲寿险公司																
AVIVA	18,065	GBp	405.80	(11.0)	7.7	6.7	5.9		0.9	1.0	0.9	0.8	(7.6)	9.2	13.6	14.7
Prudential	25,467	GBp	625.00	(39.1)	11.1	9.5	9.5		3.1	2.4	2.4	2.3	(7.1)	10.2	16.1	17.3
AXA	56,400	EUR	16.98	38.6	11.1	8.6	7.4		0.9	0.9	0.8	0.8	2.2	8.9	11.6	12.1
CNP Assurances	14,761	EUR	68.49	13.9	9.8	8.4	7.6		0.8	1.1	1.0	0.9	5.7	11.9	12.2	12.8
AEGON	12,493	EUR	4.96	(5.4)	(413.3)	10.3	7.0		0.5	0.9	0.8	0.7	(7.5)	1.8	10.3	13.3
Generali	42,534	EUR	18.83	29.4	18.0	12.5	11.3		2.2	1.9	1.8	1.6	6.6	10.8	14.1	15.1
Fortis	9,694	EUR	2.84	(0.2)	5.7	6.3	11.7		n.a.	0.9	0.9	0.8	n.a.	12.8	5.9	6.4
LEGAL & GEN GRP	7,749	GBp	82.15	(4.6)	9.4	7.6	8.0		1.3	1.4	1.3	1.2	11.1	7.4	13.8	13.0
STANDARD LIFE	7,614	GBp	211.60	46.0	12.5	10.7	10.0		1.4	0.8	0.2	0.4	24.2	8.8	5.9	5.6
平均值				7.5	(36.4)	9.0	8.7		1.4	1.3	1.1	1.1	0.8	9.1	11.1	12.0
亚洲寿险公司																
大东方人寿 (新加坡)	4,699	SGD	13.80	23.8	16.9	15.7	14.6		2.2	2.0	1.9	1.7	8.7	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	12,823	AUD	6.68	(40.5)	23.4	23.2	20.2		3.5	3.1	2.9	2.8	(8.0)	14.3	13.9	14.1
AMP (AU)	12,176	AUD	6.40	20.6	17.1	15.1	13.9		6.2	5.2	4.7	4.2	29.3	32.9	32.7	32.2
台湾人寿	828	TWD	41.15	(5.2)	n.a.	n.a.	n.a.		6.1	n.a.	n.a.	n.a.	(59.1)	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				(0.3)	19.2	18.0	16.2		4.5	3.4	3.2	2.9	(7.3)	23.6	23.3	23.1
中国寿险公司																
中国人寿H股*	128,452	HKD	38.15	43.6	29.4	24.7	20.7		5.1	4.6	4.1	3.6	11.0	16.5	17.6	18.4
中国人寿A股*	128,450	RMB	30.11	84.5	31.8	25.2	22.0		6.3	5.2	4.1	3.3	6.6	17.8	18.1	16.7
中国平安H股*	60,487	HKD	71.00	1,673.5	39.0	29.1	23.2		5.4	4.6	4.0	3.3	0.5	12.7	14.1	14.7
中国平安A股*	60,486	RMB	52.86	586.5	38.8	30.4	25.9		4.9	4.2	3.7	3.3	0.7	11.1	12.1	12.7
中国太平*	5,783	HKD	26.35	(124.4)	32.1	21.9	16.6		8.1	6.1	4.7	3.7	(5.8)	21.8	24.4	25.1
平均值				506.5	35.4	27.2	22.5		5.6	4.7	4.0	3.3	2.5	14.8	16.1	16.4
*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯																

*为中金预测；其它数据为市场预测，来自彭博资讯。

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表 6：中国平安 H 股 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。