

罗毅, CFA 86-755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn

洪锦屏 86-755-82960071
hongjinp@cmschina.com.cn

2010年3月17日

中国平安(601318.SH)/45.66元

修正预期, 把握反弹

金融·保险

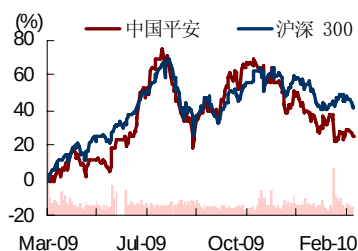
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2993
总股本(万股)	734505
已上市流通股(万股)	478641
总市值(亿元)	3354
流通市值(亿元)	2185
每股净资产(MRQ)	12.3
ROE(TTM)	9.2
资产负债率	88.8%
主要股东	汇丰保险控股
主要股东持股比例	8.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-14	27
相对表现	-7	-10	-17



相关报告

- 1、《中国平安-保费收入稳健增长, 证券贡献大幅下滑》2009/1/20
- 2、《中国平安-富通集团重组方案进展点评》2009/2/3
- 3、《08年业绩保卫战告捷, 09年激进策略迎接挑战-中国平安2008年年报点评》2009/4/9
- 4、《反弹行情完美演绎, 高保单成本需要警惕-中国平安2009年一季报点评》2009/4/28
- 5、《添得绿阴佳树-平安收购深发展点评》2009/6/15
- 6、《业绩符合预期, 向好趋势继续-中国平安2009年中报点评》2009/8/17
- 7、《准备金提取比例下降释放业绩-中国平安2009年三季报点评》2009/10/28
- 8、《新准则影响有限, 会计政策不改公司长期价值》2009/12/21

我们预计中国平安在新会计准则下的净利润和净资产将好于市场的一致预期, 股价在短期内会有一个修复性的上涨, 存在交易性机会。

- **年报前瞻, 业绩重估, 预计 EPS1.59 元。**新会计准则下假设的变更对公司的净利润和净资产有重大影响, 此前我们也多次分析过, 我们认为现阶段公司的最终财务数据应仍在审核计算当中, 未最后定论, 而 1500% 的预增应该是在相对保守和谨慎的假设条件下的精算结果。结合近期平安财险、平安证券和平安资管等子公司相继发布利润报表, 我们重新估算了平安集团的年报业绩, 预计寿险、银行和其他业务净利润分别为 75 亿元、16.6 亿元和 11.5 亿元, 则平安集团的净利润为 117 亿元, EPS 在 1.59 元左右。
- **净资产预期修正, 新准则下平稳过渡。**此前市场担心高利率保单的追溯影响体现在净资产的大幅下降, 而按我们的测算, 平安 2009 年末每股净资产约 12.54 元, 较三季度末略有增长。
- **在我们的精算模型中, 平安的净资产对评估利率调整的敏感性并不大, 约有一半的情况下净资产反而会有所增长, 因而总的影 响是中性。**平安的准备金中, 高利率保单占比 33%, 剩余准备金中受到评估利率影响的主要是传统和分红, 而这两者在最佳评估利率下, 将对净资产产生正面的影响, 如果采用较为宽松的评估利率, 那么正负作用相抵, 对净资产的影响偏中性。从管理层的逻辑来看, 新准则对行业整体影响正面, 那么作为排名第二的保险集团, 财务数据出现大幅波动的概率并不大, 平安应该更倾向于采用宽松的评估利率, 以达到平稳过渡的效果。各大保险公司的业绩预增也体现出这种思路。
- **短期存在交易性机会, 维持审慎推荐 A 评级。**中国平安在新会计准则、员工股减持的多重压力下, 股价表现疲弱, 目前和 H 股的差距已经接近 20%, 套利空间较为明显。随着其披露年报的时间逐步接近, 我们认为其净利润和净资产等财务数据将好于当前的一致预期, 那么股价在短期内会有一个修复性的上涨, 存在交易性机会。而中期内, 员工股减持的压力依然存在, 且权益市场的投资收益是其 2010 年业绩的最大不确定性, 因而趋势性机会还未形成, 短期可顺势而为, 把握年报行情。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	952	1,521	1,695	2,060	2,517
同比增长	-31%	60%	11%	22%	22%
营业利润(亿元)	-30	137	145	169	187
同比增长	-114%	-561%	5%	16%	11%
净利润(亿元)	3	117	124	144	160
同比增长	-99%	4252%	6%	16%	11%
每股收益(元)	0.04	1.59	1.68	1.96	2.18
PE	1251.4	28.8	27.1	23.3	21.0
PB	3.9	3.6	2.9	2.4	2.0

资料来源: 招商证券

1. 年报前瞻，上调净利润和净资产预测

中国平安在 4 月份将公布新会计准则下的年报，此前公司业绩预增 1500%以上，EPS 依此计算将在 1.44 元以上。新会计准则下假设的变更对公司的净利润和净资产有重大影响，此前我们也多次分析过，我们认为现阶段公司的最终财务数据应仍在审核计算当中，未最后定论，而 1500%的预增应该是在相对保守和谨慎的假设条件下的精算结果。结合近期平安财险、平安证券和平安资管等子公司相继发布利润报表，我们重新估算了平安集团的年报业绩，预计寿险、银行和其他业务净利润分别为 75 亿元、16.6 亿元和 11.5 亿元，则平安集团的净利润为 117 亿元，EPS 在 1.59 元左右。

表 1：中国平安 2009 年分部净利润测算

单位：百万	净利润	持股比例
寿险	7499	99.33%
财产保险	648	99.08%
银行业务	1661	90.04%
证券业务	1069	86.66%
其他业务	1150	100%
集团	11663	

资料来源：招商证券研发中心

净资产预期修正，新准则下平稳过渡。此前市场担心高利率保单的追溯影响体现在净资产的大幅下降，而按我们的测算，平安 2009 年末每股净资产约 12.54 元，较三季度末略有增长。

我们与市场逻辑的不同之处：

在我们的精算模型中，平安的净资产对评估利率调整的敏感性并不大，约有一半的情况下净资产反而会有所增长，因而总的影 响是中性。平安的准备金中，高利率保单占比 33%，剩余准备金中受到评估利率影响的主要是传统和分红，而这两者在最佳评估利率下，将对净资产产生正面的影响，如果采用较为宽松的评估利率，那么正负作用相抵，对净资产的影响偏中性。

假设采用 4.5%的评估利率，准备金中 33%的高利率保单从 6.1%到 4.5%净资产减少 5.4%，30%的其他业务（传统和分红险）保单从 2.5%调到 4.5%使净资产增加 9.6%，总的影 响使净资产上升 4.2%，如果采用更保守的假设，其他业务保单中仅传统险（占比 20%）的评估利率上调至 4.5%，那么对净资产的综合影 响为 1.19%。

表 2：评估利率调整对平安净资产影响中性

评估 利率 上调 新业 务占 比		调整后评估利率				
		3.50%	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%
	30%	0.61%	2.60%	4.49%	6.28%	7.98%
	20%	-2.69%	-0.70%	1.19%	2.98%	4.68%
	10%	-5.99%	-4.00%	-2.11%	-0.32%	1.38%
	5%	-7.64%	-5.65%	-3.76%	-1.97%	-0.27%

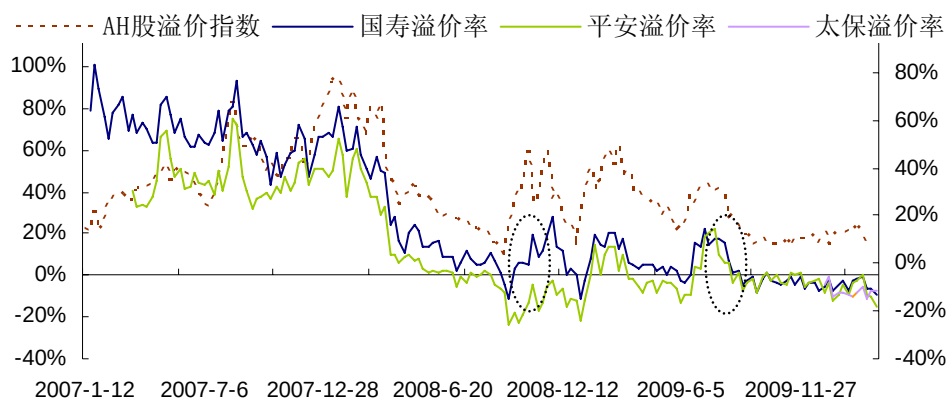
资料来源：招商证券研发中心

从管理层的逻辑来看，新准则对行业整体影响正面，那么作为排名第二的保险集团，财务数据出现大幅波动的概率并不大，平安应该更倾向于采用宽松的评估利率，以达到平稳过渡的效果。各大保险公司的业绩预增也体现出这种思路。

2. 把握短期交易性机会

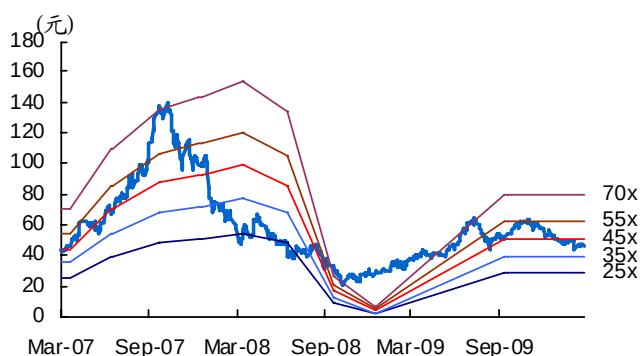
中国平安在新会计准则、员工股减持的多重压力下，股价表现疲弱，目前和 H 股的差距已经接近 20%，套利空间较为明显。随着其披露年报的时间逐步接近，我们认为其净利润和净资产等财务数据将好于当前的一致预期，那么股价在短期内会有一个修复性的上涨，存在交易性机会。而中期内，员工股减持的压力依然存在，且权益市场的投资收益是其 2010 年业绩的最大不确定性，因而趋势性机会还未形成，短期可顺势而为，把握年报行情。

图 1: 中国平安、中国人寿、中国太保 AH 股溢价走势



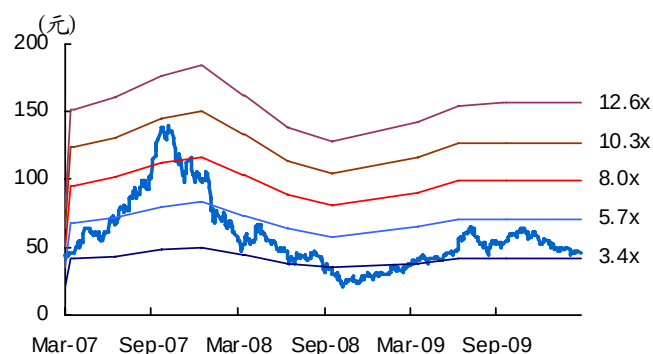
数据来源：Wind, Bloomberg

图 2: 中国平安历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 3: 中国平安历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

罗毅, CFA: 毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger (03年诺贝尔经济学奖获得者) 经济学院, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。