

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

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

2010年4月13日

中国平安(601318.SH)/49.92元

第二次踏入同一条河流的机会

金融·保险

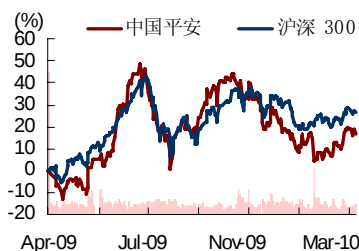
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3129
总股本(万股)	734505
已上市流通股(万股)	478641
总市值(亿元)	3667
流通市值(亿元)	2389
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	8	-2	29
相对表现	6	-8	-5



相关报告

- 1、《反弹行情完美演绎,高保单成本需要警惕-中国平安2009年一季度点评》2009/4/28
- 2、《添得绿阴佳树-平安收购深发展点评》2009/6/15
- 3、《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
- 4、《准备金提取比例下降释放业绩-中国平安2009年三季度报点评》2009/10/28
- 5、《新准则影响有限,会计政策不改公司长期价值》2009/12/21
- 6、《修正预期,把握反弹》2010/3/17

我们根据最新市场情况重估平安一季度业绩至 0.5-0.6 元,高于市场一致预期,短期业绩纠偏将带来投资机会,建议积极把握。

- **预计原口径下一季度保费收入增速 38%,新口径下保费收入 445-470 亿元。**平安 1-2 月累计保费收入 478 亿元,同比增速 42.7%,在继续主推万能险的营销策略下,虽然去年同期基数较高,仍然取得了保费收入的可观增长。我们预计一季度保费收入增速在 38%左右,保费分拆后约为 445-470 亿元,因公司万能险占比高,分拆比例在 35%-30%之间。
- **股市表现不佳,预计投资收益主要来自固定收益类资产。**平安保费收入的快速增长带动总投资资产规模的上升,预计 2010 年一季度平均投资资产规模在 6000 亿元左右。股市下跌 5%给权益类资产的公允价值变动收益带来压力,基金分红、股利收入以及固定收益类资产的利息收入将占据总投资收益的主要部分。预计一季度的投资收益率在 0.8%-0.9%之间(未年化),平安投资收益约为 48-54 亿元。
- **新会计准则使提取准备金的压力下降,业绩释放空间增加。**平安的保险业务发展稳定,从 09 年以来公司的营销策略和市场重心均未发生变化,我们预计退保率、佣金支出费率较 09 年变化不大,最大的变量来自于责任准备金。新会计准则下,我们预计公司提取准备金占当期保费收入的比例将有 5 个百分点的下降,在我们的精算模型中,该项调整将带来约 15 亿元的净利润增厚,为业绩释放打开空间。
- **调增一季度 EPS 预测至 0.5-0.6 元,每股净资产 12-12.5 元。**预计中国平安一季度实现归属母公司净利润 38-45 亿元,每股收益 0.5-0.6 元,而一季度公司投资业绩平平,难以储备浮盈,净资产增长来自当期利润的实现,每股 BV 在 12-12.5 元之间。
- **新会计准则虽然不改公司的长期价值,但短期将纠正市场的不正确预期,从而带来投资机会。**我们认为目前市场对平安年报和一季报的盈利预测偏低,公司的 PE 和 PB 估值都处于历史低位,安全边际较高。我们在上调 2009 年年报业绩预测之时所提示的投资机会已经被市场验证,现阶段在季报未出而市场预期普遍较低的情况下,建议积极介入,充分把握纠偏行情。

财务数据与估值

会计年度	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	952	1,526	1,798	2,216	2,685
同比增长	-31%	60%	18%	23%	21%
营业利润(亿元)	-30	160	173	197	222
同比增长	-114%	-638%	8%	14%	13%
净利润(亿元)	3	136	147	168	190
同比增长	-99%	4980%	8%	14%	13%
每股收益(元)	0.04	1.85	2.01	2.29	2.58
PE	1349.2	26.6	24.5	21.5	19.1
PB	4.2	3.9	3.0	2.5	2.1

资料来源:招商证券

1. 保费增速维持高位，新准则降低准备金提取，上调一季度盈利预测值 0.5-0.6 元

我们根据最新的市场情况和业务数据对平安的一季报进行了测算：

预计原口径下一季度保费收入增速 38%，新口径下保费收入 445-470 亿元。平安 1-2 月累计保费收入 478 亿元，同比增速 42.7%，在继续主推万能险的营销策略下，虽然去年同期基数较高，仍然取得了保费收入的可观增长。平安通过增员和推新险种促进保费收入不断进入新的平台，公司从管理层到营销员对 2010 年的保费收入规模均寄予厚望，保费收入增速驶入快车道。我们预计一季度保费收入增速在 38% 左右，保费分拆后约为 445-470 亿元，因公司万能险占比高，分拆比例在 35%-30% 之间，处于较高水平，因此新口径下公司的市场份额预计将有所下降。

股市表现不佳，预计投资收益主要来自固定收益类资产。平安保费收入的快速增长带动总投资资产规模的上升，预计 2010 年一季度平均投资资产规模在 6000 亿元左右。股市下跌 5% 给权益类资产的公允价值变动收益带来压力，基金分红、股利收入以及固定收益类资产的利息收入将占据总投资收益的主要部分。预计一季度的投资收益率在 0.8%-0.9% 之间（未年化），平安投资收益约为 48-54 亿元。

新会计准则使提取准备金的压力下降，业绩释放空间增加。平安的保险业务发展稳定，从 09 年以来公司的营销策略和市场重心均未发生变化，我们预计退保率、佣金支出费率较 09 年变化不大，最大的变量来自于责任准备金。新会计准则下，我们预计公司提取准备金占当期保费收入的比例将有 5 个百分点的下降，在我们的精算模型中，该项调整将带来约 15 亿元的净利润增厚，为业绩释放打开空间。

调增一季度 EPS 预测至 0.5-0.6 元，每股净资产 12-12.5 元。预计中国平安一季度实现归属母公司净利润 38-45 亿元，每股收益 0.5-0.6 元，而一季度公司投资业绩平平，难以储备浮盈，净资产增长来自当期利润的实现，每股 BV 在 12-12.5 元之间。我们将在年报公布之后全面上调 2010 年及今后的盈利预测。

2. 业绩超市场预期概率大，短期介入机会明显

新会计准则虽然不改公司的长期价值，但短期将纠正市场的不正确预期，从而带来投资机会。我们认为目前市场对平安年报和一季报的盈利预测偏低，公司的 PE 和 PB 估值都处于历史低位，安全边际较高，而公司保险业务快速的增长将带来内含价值和新业务价值的稳定上升，当前股价隐含的新业务倍数仅 13 倍。

股市投资收益率的下降虽然制约保险股走出大规模的行情，但在公司价值显著低估之时投资机会则非常明显。我们在上调 2009 年年报业绩预测之时所提示的投资机会已经被市场验证，现阶段在季报未出而市场预期普遍较低的情况下，建议积极介入，充分把握纠偏行情。

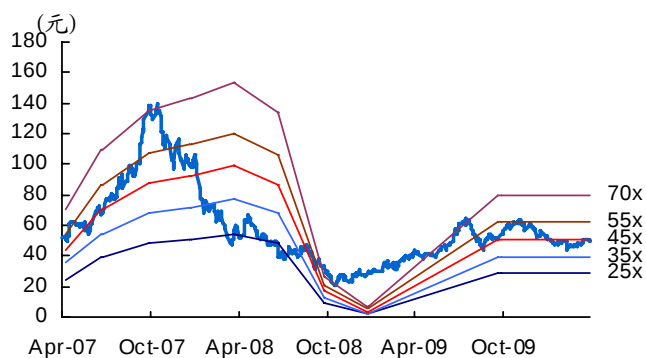
表 1：当前股价隐含新业务倍数仅 13 倍

单位：百万	2008	2009E	2010E	2011E
经调整的净资产价值	79,016	94,819	111,887	130,907
1999 年 6 月前承保的有效业务价值	-11,340	-10,105	-9,233	-8,415

单位: 百万	2008	2009E	2010E	2011E
1999 年 6 月后承保的有效业务价值	66,859	80,899	95,461	111,690
持有偿付能力额度之成本	-11,676	-14,867	-22,419	-22,720
有效业务价值	43,843	55,928	63,809	80,554
内含价值	122,859	150,747	175,696	211,462
一年新业务价值	10,039	14,484	16,583	18,741
持有偿付能力额度之成本	-1,498	-1,883	-1,990	-2,061
扣除偿付能力额度成本之后的一年新业务价值	8,541	12,601	14,593	16,679
每股扣除成本之后的新业务价值	1.16	1.72	1.99	2.27
隐含新业务估值倍数	23.87	12.85	8.50	4.56
新业务总体价值	27.75	22.05	16.88	10.35
财产保险	1.14	0.88	1.04	1.17
银行业务	2.36	2.71	3.51	4.04
证券业务	1.12	2.18	2.78	3.54
其他业务	0.82	1.57	1.78	2.03

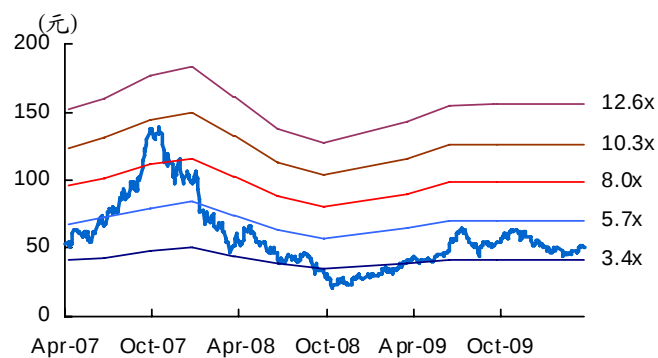
资料来源: 招商证券研发中心

图 1: 中国平安历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 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。