

中国平安 (601318)

业绩高增长，新准则影响平稳

——2009 年年报点评

	彭玉龙	董乐
	021-38676683	021-38676650
	pengyulong@gtjas.com	dongle@gtjas.com
	S0880209040414	S0880108063472

本报告导读：平安 09 年业绩高增长，新准则对净资产的负面影响比较平稳，业务扩张较快，估值较低，维持增持评级与 66 元目标价。

投资要点：

- 业绩高增长。净利增长 786%，净资产增长 36.6%，每股收益 1.89 元，每股净资产 11.57 元。一年新业务价值增长 38%，除了银行因利差下降及去年一次性因素导致净利下降 25% 之外，产险、证券和其他业务的净利润分别增长了 35%、95% 和 112%。
- 新准则提升业绩，对净资产的负面影响比较平稳。09 年准备金在新准则下减少 61.12 亿，增加税后净利 50.06 亿，相当于旧准则下净利润 94.76 亿元的 53%。因准备金净增加导致每股净资产下降 1.93 元，我们估计 2011 年中期后新准则对净资产的影响就可转为正面了。
- 对新准则的一个隐忧是折现率的选择，虽然平安在计算准备金时采用的折现率比国寿高了 10-50 个 BP，但并未高于内涵价值假设中使用的投资收益率，我们认为尚可接受。
- 45% 的寿险保费被分拆，比我们之前 30% 左右的预期要高，太保和国寿分别只有 6.5% 和 8.4%，新口径下平安的市场份额将下降；银保和万能险是支持平安寿险 09 年超越同行实现高增长的主要动力，10 年这两个动因将衰减，寿险保费增速相对同行将不再有明显优势，但仍将保持较高增长。
- 总投资收益率 6.4%，远高于上半年的 4.8%，归功于下半年的及时减持，我们预计 10 年权益投资比例维持在 10% 左右，与 09 年底持平。
- 目前的新业务价值估值倍数在 13 倍左右（产险、银行和证券业务按 2 倍 PB 估值的前提下），估值较低，相对 H 股有 15% 的折价，维持增持评级与 66 元目标价。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净利润	15,086	662	13,883	16,024	17,702
(+/-)%	105.5%	-95.6%	1997.1%	15.4%	10.5%
总资产	651,104	707,640	935,712	993,769	1,183,707
(+/-)%	40.5%	8.7%	32.2%	6.2%	11.3%
净资产	109,218	81,469	91,743	107,860	125,678
(+/-)%	134.2%	-25.4%	12.6%	17.6%	16.5%

关键估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
每股内涵价值	20.46	16.73	21.14	23.51	27.74
每股收益	2.11	0.09	1.89	2.18	2.41
每股净资产	14.60	10.72	11.57	13.60	15.85
P/EV	2.50	3.05	2.42	2.17	1.84
市盈率	24.21	566.85	27.03	23.42	21.20
市净率	3.50	4.76	4.42	3.76	3.22

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：66.00

上次预测：66.00

当前价格：51.09

2010.04.19

交易数据

52 周内股价区间 (元)	37.38-64.52
总市值 (百万元)	375,259
总股本/流通 A 股 (百万股)	7,345/4,786
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/2,559
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	33
日均成交值 (百万元)	1,619

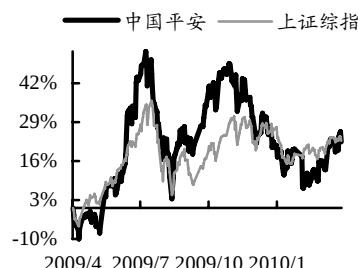
市净率

最新股价

资产负债表摘要

总资产 (百万元)	935,712
股东权益 (百万元)	78,757

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	0%	23%
相对指数	7%	3%	-2%

相关报告

《平安员工股减持影响投资者信心》	2010.02.24
《2009 年业绩预告点评——601318》	2010.01.31
《投资收益落袋为安，净资产逆市微增》	2009.10.27
《平安寿险继续平稳增长，产险快速提升——9 月保费点评》	2009.10.15
《平安 2009 中期业绩发布会纪要》	2009.08.17

模型更新时间: 2010.04.19

股票研究

金融

保险

中国平安 (601318)

评级: 增持

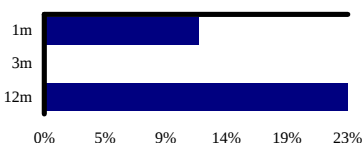
上次评级: 谨慎增持

目标价格: 66.00

上次预测: 58.00

当前价格: 51.09

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围
市值 (百万)

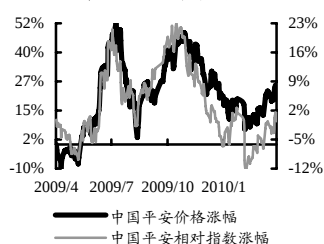
37.38-64.52
375,259

损益表	2004A	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入			107,919	165,204	139,803	147,835	263,028	303,429	346,472
已赚保费			78,845	94,032	121,790	100,383	206,585	241,578	278,812
投资收益			28,182	63,546	-14,492	31,431	32,020	34,531	37,528
营业支出			100,208	148,037	142,110	128,254	244,130	282,263	323,444
提取保险责任准备金			56,131	76,953	32,984	41,417	91,930	109,676	128,253
赔付支出			18,081	26,998	34,592	33,154	51,646	60,394	69,703
业务及管理费			10,008	15,465	14,025	22,438	22,724	26,574	30,669
营业利润			7,711	17,167	-2,307	19,581	18,898	21,166	23,028
利润总额			7,736	17,483	-2,453	19,919	19,236	21,504	23,366
所得税			240	1,902	-3,326	5,437	2,885	3,441	3,739
净利润			7,342	15,086	662	13,883	16,024	17,702	19,235
资产负债表									
货币资金			42,585	72,740	52,445	102,775	76,078	66,840	70,546
交易性金融资产			44,003	84,938	6,931	29,126	30,769	32,327	34,119
买入反售金融资产			7,251	36,457	2,733	14,748	15,580	16,369	17,276
可供出售金融资产			95,200	178,539	212,236	241,436	255,055	267,971	282,828
持有至到期投资			129,250	127,736	126,502	218,598	230,929	242,623	256,074
资产合计			463,288	651,104	707,640	935,712	993,769	1,053,701	1,057,461
吸收存款			66,725	72,133	80,649	116,045	201,602	272,657	368,754
准备金			298,685	380,947	420,064	365,963	457,893	567,570	695,823
负债合计			416,662	541,886	626,171	843,969	885,908	928,029	912,415
股东权益			46,626	109,218	81,469	91,743	107,860	125,678	145,046
投资结构									
债券投资			56%	40%	62%	60%	58%	58%	58%
定期存款			18%	7%	18%	16%	16%	16%	16%
股权投资			10%	21%	5%	8%	7%	7%	7%
基金投资			4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
基础设施与非上市股权投资			0%	0%	1%	2%	2%	3%	3%
物业投资			0%	1%	0%	0%	2%	3%	3%
现金及其它			11%	27%	10%	12%	12%	10%	10%
财务指标									
成长性									
1 年新业务价值增速				39.6%	18.8%	31.2%	42.8%	15.6%	14.4%
保险业务收入增长率				18.2%	28.2%	-13.3%	105.8%	16.9%	15.4%
寿险保费增长率			16.2%	15.9%	29.1%	31.4%	32.3%	17.7%	14.4%
产险保费增长率			33.0%	27.2%	24.7%	43.9%	37.7%	14.3%	18.8%
投资收益增长率				125.5%	-126.8%	116.0%	-100.0%	#DIV/0!	#DIV/0!
营业利润增长率				122.6%	-113.4%	-948.8%	-3.5%	12.0%	8.8%
净利润增长率				105.5%	-95.6%	-2097.1	15.4%	10.5%	8.7%
总投资增长率				43.0%	-2.2%	26.9%	5.6%	5.1%	5.5%
盈利及费用指标									
总资产收益率			1.6%	2.4%	0.1%	1.5%	1.6%	1.7%	1.9%
净资产收益率 (ROE)			16.6%	14.5%	1.1%	17.0%	16.4%	15.5%	14.6%
投资收益率			8.5%	15.7%	-1.7%	6.0%	5.3%	5.4%	5.6%
退保率		3%	4%	4.2%	1.7%	1.4%	5.6%	3.8%	3.9%
综合赔付率			64%	61%	66%	57%	57%	57%	57%
综合成本率			101.9%	101.8%	105.1%	98.7%	98.7%	98.7%	98.7%
内涵价值估值 (单位: 百万)									
调整后净资产			46,282	107,032	79,016	94,606	99,897	116,400	134,338
调整后寿险业务净资产			18,866	30,319	25,800	40,052	28,933	32,819	38,481
有效业务价值			19,291	43,278	43,843	60,651	72,781	87,337	104,805
内涵价值			65,573	150,311	122,859	155,258	172,679	203,737	239,143
寿险内涵价值			38,157	73,597	69,643	100,704	101,714	120,156	143,286
1 年新业务价值			5,150	7,187	8,541	11,805	13,809	16,451	18,826
调整后每股净资产			7.47	14.57	10.76	12.88	13.60	15.85	18.29
调整后每股寿险业务净资产			3.05	4.13	3.51	5.45	3.94	4.47	5.24
每股有效业务价值			3.11	5.89	5.97	8.26	9.91	11.89	14.27
每股内涵价值			10.58	20.46	16.73	21.14	23.51	27.74	32.56
寿险业务每股内涵价值			6.16	10.02	9.48	13.71	13.85	16.36	19.51
每股新业务价值			0.83	0.98	1.16	1.61	1.88	2.24	2.56
新业务价值倍数							26		
每股新业务估值							49		
寿险每股评估价值 (元)							52		

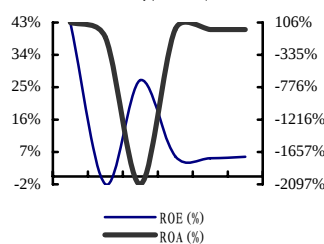
总体估值

66

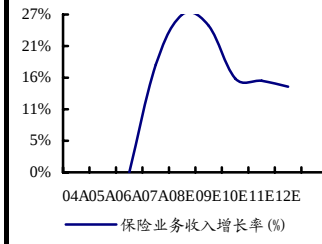
股票绝对涨幅和相对涨幅



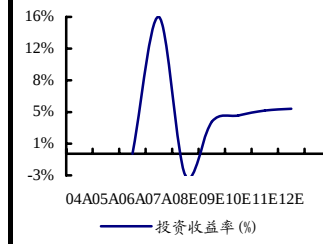
投资回报率



保费增速



投资收益率



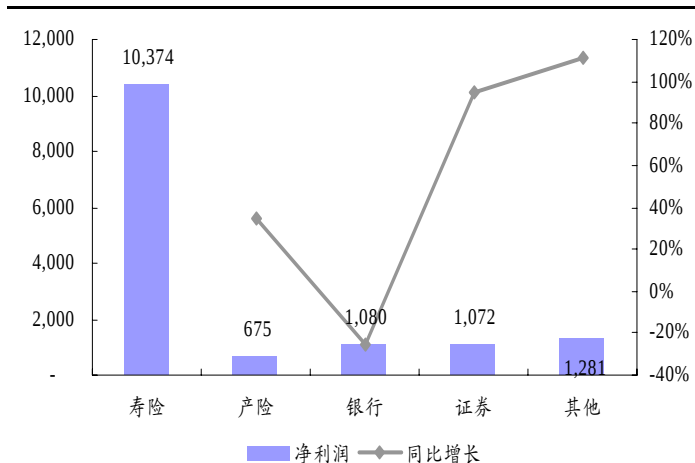
1. 业绩高增长，新准则影响好于预期

1.1. 按当前假设，新准则对净资产的影响到 2011 年中期后就可以转为正面

对 2008 年的业绩用新会计准则追溯调整后，在可比的基础上，2009 年净利增长 786%，净资产增长 36.6%。每股收益 1.89 元，每股净资产 11.57 元。

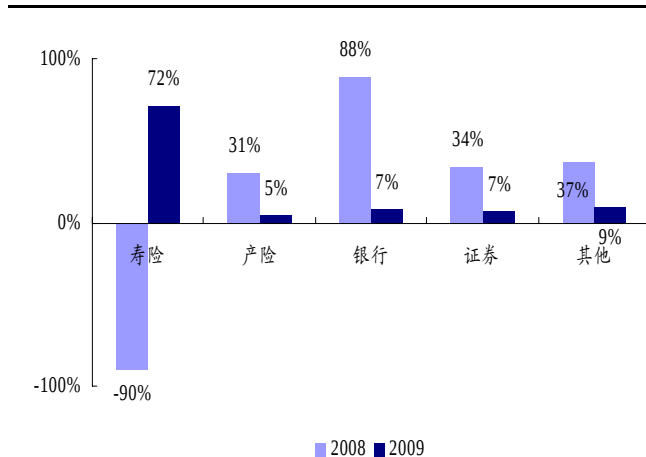
公司净利润 144.82 亿元，归属于母公司股东利润 138.83 亿元，其中，寿险贡献了 103.74 亿净利（08 年亏损 14.62 亿），利润贡献率达 72%，除了银行因利差下降及去年一次性因素导致净利下降 25% 之外，产险、证券和其他业务的净利润分别增长了 35%、95% 和 112%。

图 1：2009 年各业务分部利润（百万元）及其增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 2：2009 年各业务分部利润贡献占比



数据来源：公司公告，国泰君安证券

通过准备金的重新计量，新准则对业绩的提升很大，09 年准备金在新准则下减少 61.12 亿，增加税后净利 50.06 亿，相当于旧准则下净利润 94.76 亿元的 53%。

市场对利差损保单比较不放心，担忧需要补提很多准备金，从而大幅减少公司的净资产。实际的情况还是比较平稳的，利差损保单补提的准备金与其他保单准备减少的准备金抵消后，准备金净增加了 181.88 亿元，扣除 38.78 亿的所得税影响，净资产因此下降 143.10 亿，相当于每股净资产下降 1.93 元。若按 09 年准备金的减少规模，2011 年就可以将补提的该部分准备金消化，2012 年后新准则对净资产的影响就转为正面了。事实上，由于保费规模的扩张，这一消化速度更快，很可能 2011 年中期就可以消化完毕。

1.2. 准备金折现率高于中国人寿，但并未高于投资收益率假设

按新会计准则的要求，中国平安选择的寿险责任准备金折现率要略高于中国人寿。对于未来保险利益受对应资产组合投资收益影响的保险合同，中国平安采用的折现率为 4.50%-5.50%，比中国人寿的 4.40%-5.00% 高出 10-50 个 BP；对于未来保险利益不受对应资产组合投资收益影响的

保险合同，中国平安采用的折现率为 2.83%-5.48%，比中国人寿的 2.69%-5.32%高出 14-16 个 BP；

由于中国平安选择的准备金折现率要低于中国人寿，两者的净资产不具有很好的可比性，也就是说，中国人寿的净资产相对要更谨慎些；同时，对中国平安是否足额补提了准备金也很难有一个很强说服力的判断，但是，平安采用的准备金折现率并未高于内涵价值假设中使用的投资收益率，我们认为基本还是能够接受的。

表 1: 2009 年寿险责任准备金折现率与投资收益率假设

	中国平安	中国人寿
未来保险利益受对应资产组合投资收益影响的保险合同	4.50%-5.50%	4.40%-5.00%
未来保险利益不受对应资产组合投资收益影响的保险合同	2.83%-5.48%	2.69%-5.32%
内涵价值评估中的投资收益率假设	从 2010 年的 4.50% 每年增加 0.25%，直至 2014 年及以后年度的 5.5%	从 2010 年的 4.6% 线性增长到 2012 年的 5.35%，从 2013 年开始保持 5.5% 水平不变

数据来源：公司公告，国泰君安证券

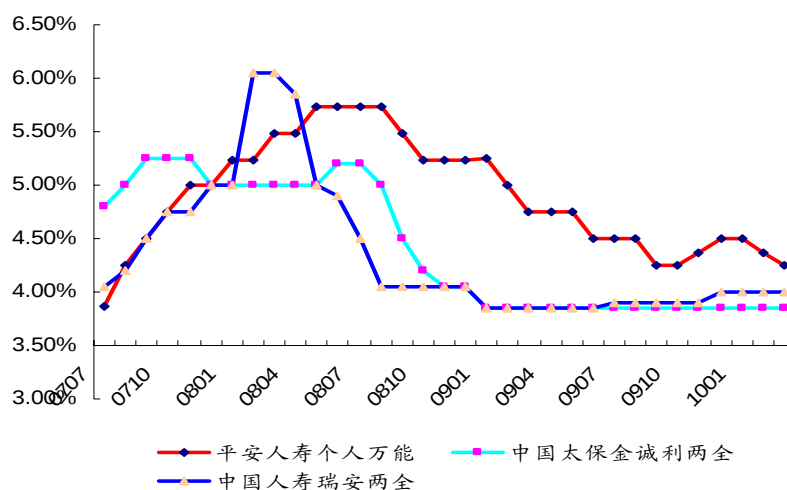
2. 业务快速发展，10 年寿险增速难以继续保持优势

2.1. 银保和万能险扩张

由于调结构，09 年寿险行业只增长了 11%，而平安寿险增长了 31.4%，其市场份额也提升了 2.5 个百分点到达 16.5%。09 年平安寿险的快速增长离不开与银保的扩张，虽然个险增速也达到了 26% 的水平，但仍不能与 87% 的银保增速相比，首年保费中，银保占比从 08 年的 33.1% 速度上升到 09 年 42.7%。

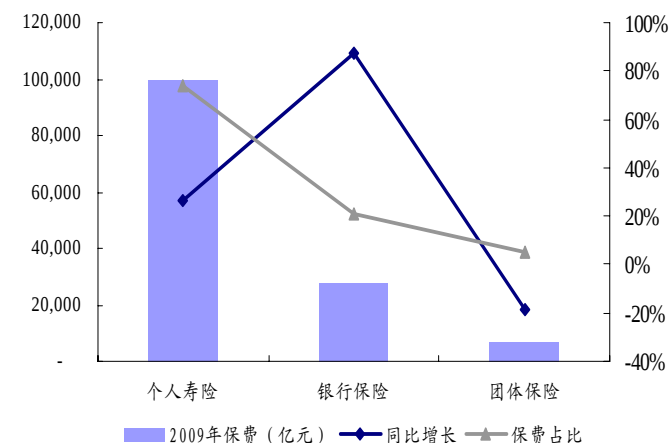
银保渠道的扩张，也得益于万能险的配合，在利率相对较低的 09 年，平安的万能险结算利率对投保人有较大的吸引力，万能险的比例由 08 年的 33% 上升至 09 年的 43%。

图 3: 平安万能险结算利率对投保人有较大吸引力



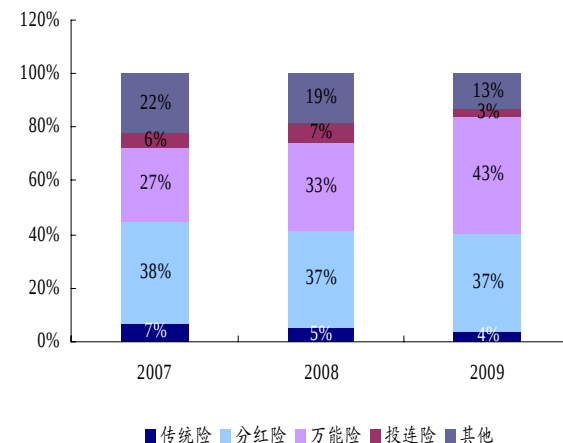
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 4: 09 年银保增长 87%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 5: 万能险占比上升了 10 个百分点



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

2.2. 产险及其他业务也快速发展

产险保费收入 388 亿元, 增长 43.5%, 市场份额 12.9%, 超越太保产险, 排名第二; 银行存贷款余额分别同比增长 40% 和 48%; 企业年金受托管理资产达 204 亿, 增长 64%, 投资管理资产增长 79% 至 261 亿; 信托资产 1306 亿, 增长超过 100%。

2.3. 新准则下保费缩水严重, 10 寿险增速将相对放缓

银保和万能险是支持平安寿险 09 年超越同行实现高增长的主要动力, 10 年这两个动因将衰减, 寿险保费增速相对同行将不再有明显优势。但由于行业增速今年将显著高于 09 年, 平安寿险保费的增速仍可保持在较高水平。

在经过去年的结构调整后, 2010 年寿险市场很可能重启银保, 而平安由于去年就已经开始银保扩张, 因而平安今年的银保扩张将不如其他一些同行那样迅猛。

新会计准则下, 万能险保费需要分拆的比例较大, 对平安 10 年的市场份额不利。09 年, 平安寿险中有近 45% 的保费被分拆, 未能计入保费收入, 这比我们之前 30% 左右的预期要高, 中国太保和中国人寿分别只有 6.5% 和 8.4% (太保尚未公布 09 年数据, 根据 2010 年第一季度数据)。若根据新会计准则重新划分市场份额, 平安将下降不小。为了市场份额考虑, 我们估计平安 10 年万能险的增速也会放缓。

表 2: 平安保费分拆比例最高

单位: 百万元	平安寿险 (2009 年)	中国人寿 (2009 年)	太保寿险 (2010 年 1 季度)
旧口径保费	134503	295000	31000
新口径保费	73439	275970	28400
分拆比例	45.4%	6.45%	8.39%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

3. 09 年权益投资获益多, 10 年配置比例将基本持平

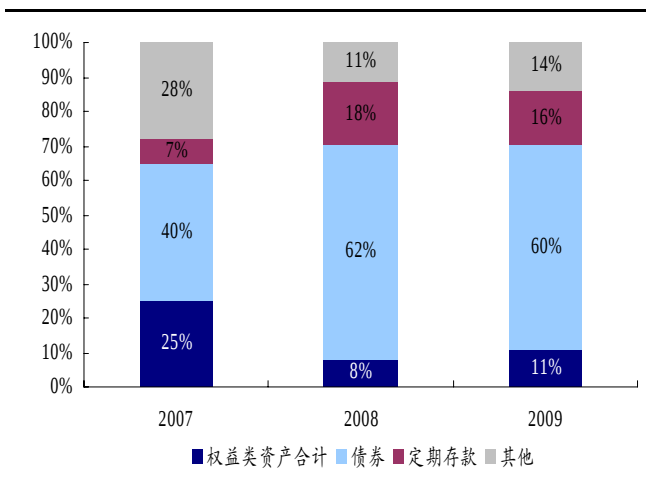
09 年资本市场重回牛市, 公司提高了权益投资的配置比例, 从 7.8% 上

升到 10.8%，已实现和未实现投资收益 124 亿元（主要由权益投资带来），总投资收益 308 亿，总投资收益率 6.4%，由于 09 年上半年平安的年化总投资收益率仅有 4.8%，全年总投资收益率的上升很大程度上应该归功于下半年减持相关股票获得的收益，平安成功的进行了一次择时。

截至 09 年底，平安仍有 50 亿左右的浮盈，虽然低于中国人寿的 200 亿，但折算成每股均为 0.70 元左右，差别不大。

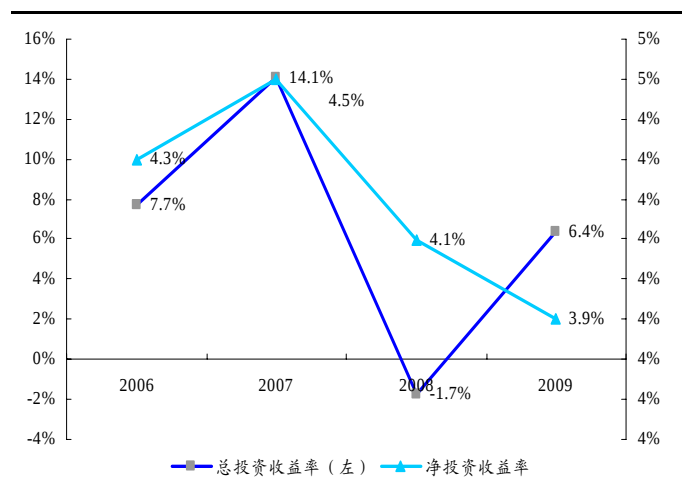
在 10 年资本市场整体震荡的背景下，我们预期平安 10 年的权益投资比例将与 2009 年底基本持平，维持在 10% 左右。

图 6：资产配置比例



数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 7：投资收益率



数据来源：公司公告，国泰君安证券

4. 内涵价值受影响较小，维持公司增持评级

4.1. 折现率下调至 11%，新业务价值高速增长

内涵价值评估的折现率从 11.5% 下调至 11%，与中国人寿和中国太保保持一致。折现率的下调也增加了公司的内涵价值，一年新业务价值大幅增长 38%，即使如此，新业务的总体利润率还是有所下降，从 19.6% 下降至 18.6%，因为在银保的带动下，首年保费的增速达到了 46%。

由于内涵价值暂不受新会计准则的影响，仍有 116 亿的利差损体现在内涵价值中，与 08 年基本持平。

4.2. 维持公司增持评级和 66 元目标价

即使剔除折现率调低的原因，我们估计一年新业务价值增速还是很高，并且仍将保持较快的增长速度，目前的新业务价值估值倍数在 13 倍左右（产险、银行和证券业务 2 倍 PB 估值的前提下），估值较低，虽然从市净率来看，3.8 倍不算便宜，但净资产受新会计准则的影响较大，我们预期 2011 年便可消化。总体上，公司的综合金融发展趋势良好，各项业务均较快增长，因此，我们维持增持评级和年内 66 元的目标价。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		