

中国平安 (601318)

加息或致准备金超调

——中国平安 2010 年三季报点评

 **彭玉龙**
 021-38676683
 pengyulong@gtjas.com
 S0880209040414

本报告导读:

因势调整准备金 30-50 亿致业绩稍低于预期,但四季度的加息意味着实际需要增加的准备金比预期的要少;提升目标价至 80 元,增持评级,员工股减持是短期风险因素。

投资要点:

- 每股收益 1.71 元, 同增 8.4%; 每股净资产 14.52 元, 比年中增长 5.62%。前三季度净利润 132 亿, 每股收益 1.71 元, 三季度单季每股收益 0.41 元; 归属母公司股东净资产 1110 亿, 比年中增长 5.62%, 每股净资产 14.52 元。从各业务分部来看, 银行和证券盈利符合预期, 产险综合成本率由中期的 96.5% 下降至 94.3%, 对盈利约有 10 亿元的正面贡献, 但由于准备金折现率下调, 导致寿险利润比预期低。
- 公司因势调整准备金 30-50 亿, 导致盈利和净资产均略低于预期, 但 10 月份债券收益率因加息开始上升, 折现率的调整应该不必有预计的那么多。由于三季度资本市场回升, 公司净资产上升较快, 仅未计入利润的净浮盈就增加 39.7 亿, 累计净浮盈超过 45 亿; 由于作为准备金折现率基准的国债移动平均收益率呈下降趋势, 公司因势下调了准备金折现率, 金额概算为 30-50 亿, 以提前消化部分财务风险。10 月 20 日加息后, 债券收益重现上升趋势, 准备金折现率的调整应该不必有预计的那么多, 后续调整还需视债券收益率的走势。
- 新业务价值增速有所下降, 但仍保持高位。三季度寿险保费同增 14%, 比上半年 26% 的增速下降不少, 保费增长主要还是由个险拉动, 但个险首年保费增速也由上半年的 52% 下降至 41%, 因此我们预计新业务价值增速也有所下降, 但仍然可能保持在 40% 左右的高位。
- 调升目标价到 80 元, 增持评级。由于加息结束了低利率预期, 我们相应提升了未来的投资收益率假设, 将目标从 66 元调升至 80 元, 预期 10-11 年每股新业务价值 2.16 元、2.46 元, EPS 2.26 元、2.98 元。
- 风险: 员工股减持、资本市场调整。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	662	13,883	17,298	22,753	27,521
(+/-)%	-95.6%	1997.1%	24.6%	31.5%	21.0%
总资产	707,640	935,712	1,109,931	1,306,094	1,538,600
(+/-)%	8.7%	32.2%	18.6%	17.7%	17.8%
净资产	81,469	91,743	121,543	146,318	174,901
(+/-)%	-25.4%	12.6%	32.5%	20.4%	19.5%

关键估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股内涵价值	16.73	21.14	26.42	31.77	38.02
每股收益	0.09	1.89	2.26	2.98	3.60
每股净资产	10.72	11.57	15.18	18.27	21.84
P/EV	3.66	2.90	2.32	1.93	1.61
市盈率	679.91	32.42	27.08	20.59	17.02
市净率	5.72	5.30	4.04	3.35	2.81

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 80.00

上次预测: 66.00

当前价格: 61.28

2010.10.28

交易数据

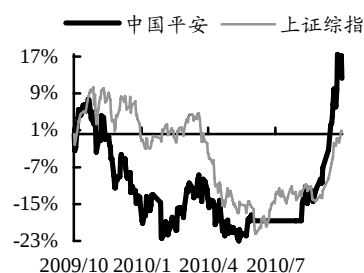
52 周内股价区间 (元)	43.57-67.20
总市值 (百万元)	489,378
总股本/流通 A 股 (百万股)	7,644/4,786
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/2,858
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	16
日均成交值 (百万元)	939

资产负债表摘要 (12/09)

总资产 (百万元)	935,712
股东权益 (百万元)	91,743
每股净资产	11.57
杠杆倍数	11.0

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.22	0.62
Q2	0.37	0.68
Q3	0.35	0.41
Q4	0.95	0.55
全年	1.89	2.26

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	27%	38%	10%
相对指数	10%	21%	9%

相关报告

《平安以合理定价获深发展控股权》	2010.09.01
《平安 2010 年中期业绩发布会议纪要》	2010.08.25
《多元金融支持业绩超预期增长》	2010.08.25
《寿险增速放缓, 净资产进入上升周期》	2010.08.12
《重大资产重组及连续停牌公告点评》	2010.06.30

模型更新时间: 2010.10.27

股票研究

金融

保险

中国平安 (601318)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 80.00

上次预测: 66.00

当前价格: 61.28

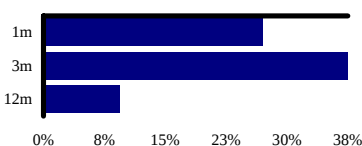
公司网址

www.pingan.com

公司简介

公司为经营区域覆盖全国,以保险业务为核心,以统一的品牌向客户提供包括保险、银行、证券、信托等多元化金融服务的全国领先的综合性金融服务集团。公司拥有约 20 万名寿险销售员及超过 4 万名正式雇员,各级各类分支机构及营销服务部门约 3000 个,向 3000 多万名个人客户及约 200 万名公司客户提供多元化金融服务。根据中国保险年鉴的统计,按保费收入来衡量,平安寿险为中国第二大寿险公司,平安产险为中国第三大产险公司。2009 年 6 月中国平安将与深发展有股权合作意向,未来仍会有进一步整合。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

43.57-67.20

市值 (百万)

489,378

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	107,919	165,204	139,803	147,835	256,060	306,758	358,660
已赚保费	78,845	94,032	121,790	100,383	210,303	248,666	291,396
投资收益	28,182	63,546	-14,492	31,431	27,726	37,563	44,695
营业支出	100,208	148,037	142,110	128,254	234,333	278,075	323,894
提取保险责任准备金	56,131	76,953	32,984	41,417	77,392	94,493	110,730
赔付支出	18,081	26,998	34,592	33,154	60,567	71,616	83,922
业务及管理费	10,008	15,465	14,025	22,438	37,855	44,760	52,451
营业利润	7,711	17,167	-2,307	19,581	21,726	28,683	34,766
利润总额	7,736	17,483	-2,453	19,919	22,064	29,021	35,104
所得税	240	1,902	-3,326	5,437	4,413	5,804	7,021
净利润	7,342	15,086	662	13,883	17,298	22,753	27,521
资产负债表							
货币资金	42,585	72,740	52,445	102,775	79,060	73,877	82,946
交易性金融资产	44,003	84,938	6,931	29,126	31,975	35,730	40,116
买入反售金融资产	7,251	36,457	2,733	14,748	16,191	18,092	20,313
可供出售金融资产	95,200	178,539	212,236	241,436	265,052	296,182	332,538
持有至到期投资	129,250	127,736	126,502	218,598	239,981	268,165	301,083
资产合计	463,288	651,104	707,640	935,712	1,109,93	1,306,09	1,538,60
吸收存款	66,725	72,133	80,649	116,045	223,598	279,497	349,371
准备金	298,685	380,947	420,064	365,963	443,355	537,848	648,578
负债合计	416,662	541,886	626,171	843,969	988,388	1,159,77	1,363,69
股东权益	46,626	109,218	81,469	91,743	121,543	146,318	174,901
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%	70.9%	10.4%	16.7%
保险业务收入增长率		18.2%	28.2%	-13.3%	109.5%	18.2%	17.2%
寿险保费增长率	16.2%	15.9%	29.1%	31.4%	32.3%	17.7%	16.7%
产险保费增长率	33.0%	27.2%	24.7%	43.9%	48.5%	19.9%	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%	11.0%	32.0%	21.2%
净利润增长率		105.5%	-95.6%	-2097.1	24.6%	31.5%	21.0%
总投资增长率		43.0%	-2.2%	26.9%	9.8%	11.7%	12.3%
盈利及费用指标							
总资产收益率	1.6%	2.4%	0.1%	1.5%	1.6%	1.8%	1.8%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	14.5%	1.1%	17.0%	15.2%	16.6%	16.8%
投资收益率	8.5%	15.7%	-1.7%	6.0%	4.5%	5.5%	5.8%
退保率	4%	4.2%	1.7%	1.4%	4.3%	3.2%	3.1%
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: 百万元)							
调整后净资产	46,282	107,032	79,016	94,606	129,155	155,482	185,854
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	201,936	242,819	290,659
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	16,536	18,801	21,933
调整后每股净资产	7.47	14.57	10.76	12.88	16.90	20.34	24.31
调整后每股寿险业务净资产	3.05	4.13	3.51	5.45	3.78	4.29	5.03
每股有效业务价值	3.11	5.89	5.97	8.26	9.52	11.43	13.71
每股内涵价值	10.58	20.46	16.73	21.14	26.42	31.77	38.02
寿险业务每股内涵价值	6.16	10.02	9.48	13.71	13.31	15.72	18.74
每股新业务价值	0.83	0.98	1.16	1.61	2.16	2.46	2.87
新业务价值倍数					25		
每股新业务价值					53		
寿险每股评估价值 (元)					64		
产险业务每股价值 (元)					2		
银行、证券及总部每股价值					13		
每股价值					80		

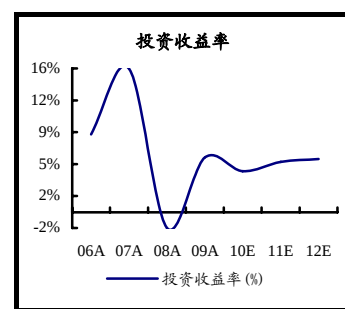
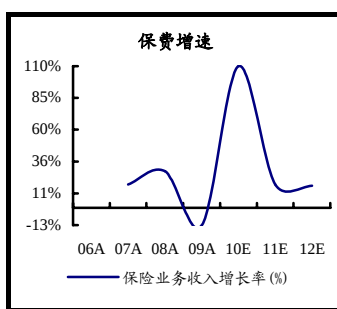
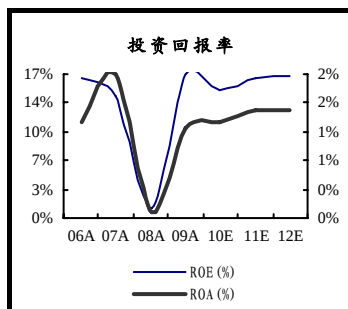


图 1: 平安寿险保费

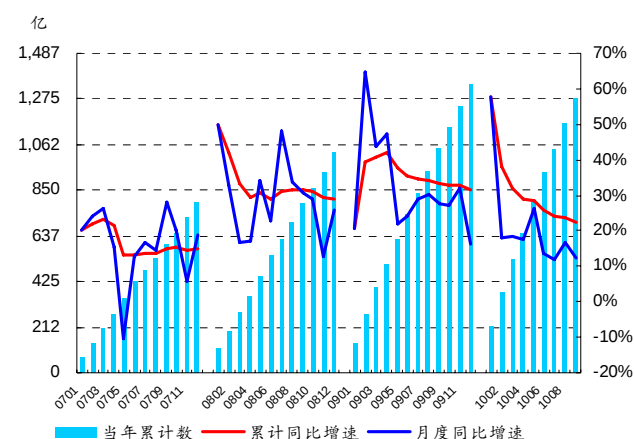
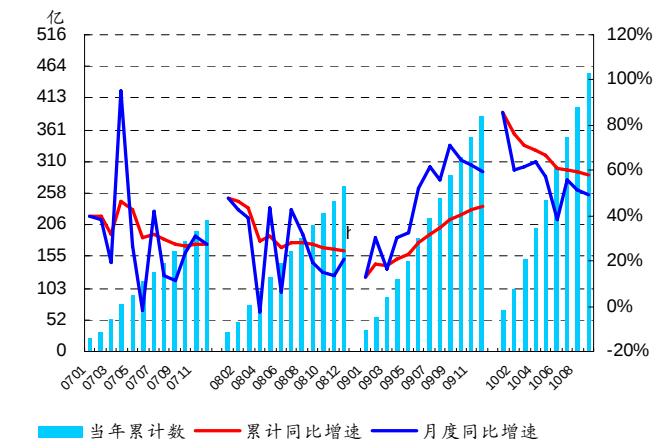
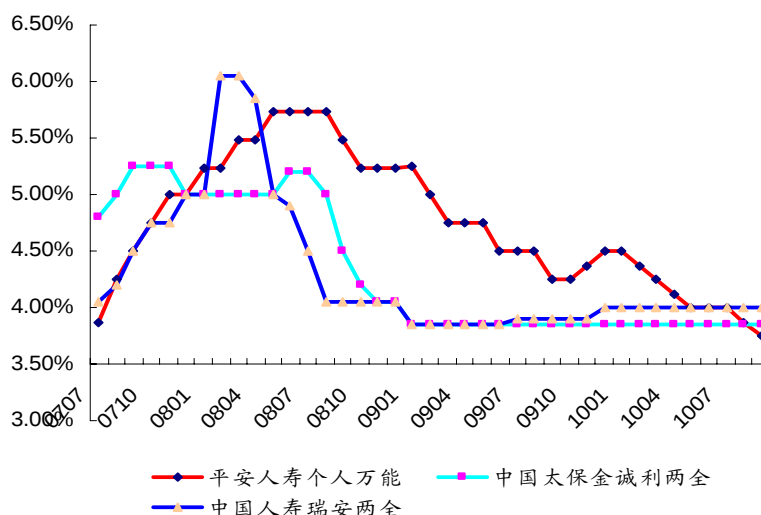


图 2: 平安产险保费



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

图 3: 万能险结算利率接近于三年期定期存款利率 3.85%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

表 1: 有效业务价值和新业务价值对投资收益率的敏感度

中国太保			
有效业务价值变动幅度	2010. H	2009	分析所用的假定情景
当: 风险贴现变动 100bps	-9.32%	-9.59%	11.5%±50bps
当: 投资收益变动 100bps	42.33%	45.22%	4.75%±25bps
一年新业务价值变动幅度			
当: 风险贴现变动 100bps	-10.92%	-11.84%	11%±50bps
当: 投资收益变动 100bps	24.60%	24.32%	4.75%±25bps
中国平安			
有效业务价值变动幅度			
当: 风险贴现变动 100bps	-8.69%	-8.54%	11%±50bps
当: 投资收益变动 100bps	36.11%	39.88%	4.5%±50bps
一年新业务价值变动幅度			
当: 风险贴现变动 100bps	-11.74%	-12.02%	11%±50bps

当：投资收益变动 100bps	12.39%	12.16%	4.5%±50bps
中国人寿			
有效业务价值变动幅度			
当：风险贴现变动 100bps	-10.83%	-11.18%	11%±50bps
当：投资收益变动 100bps	37.63%	41.06%	R*0.9 或*1.1
一年新业务价值变动幅度			
当：风险贴现变动 100bps	-11.32%	-11.82%	11%±50bps
当：投资收益变动 100bps	29.88%	33.96%	R*0.9 或*1.1

*根据中国人寿内含价值假设，投资回报率 R 2009 年为 4.6%，2010 年为 4.85%

[a]表中数值代表风险贴现（投资收益）绝对值变动 100bps 时，有效业务（一年新业务）价值变动幅度（%）

数据来源：公司公告，国泰君安证券

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，需在允许的范围内使用，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		