

中国平安 (601318)

10 年产能扩张, 11 年回归平稳

——中国平安 2010 年报分析

彭玉龙
021-38676683
pengyulong@gtjas.com
S0880511010025

本报告导读:

中国平安 10 年盈利增长 24.7%，新业务价值增长 31%，好于同业，符合预期。产险盈利或已过高点，看好 11 年寿险盈利；个险业务连续高增长之后处于相对低谷，11 年上半年困难，下半年好转，全年仍可增长 15%-20%；增持，目标价 80 元。

投资要点:

- 盈利增长 24.7%、经营活动导致的净资产增长 15.7%，好于同业，符合预期。全年盈利 173.11 亿元，每股收益 2.30 元，每股净资产 14.66 元。分部业绩来看：准备金折现率变更及资本市场冲击使寿险利润下降 19.6 亿，产险利润增加了 31.9 亿，银行利润增加 18 亿，证券和其他业务利润增加了 5.2 个亿。产险是盈利增长的最大贡献来源。
- 一年新业务价值增长 31%，剔除融资影响后的内涵价值增长 19%。新业务价值增长主要依赖产能提升，全年产能提升 26.5%，营销员增长 8.8%。2004 年到 2010 年，行业产能基本原地踏步，平安寿险在营销员增长 127% 的基础上，产能提高了 144%。
- 2011 年寿险：上半年困难，下半年好转，盈利看好。经过前两年连续 30% 以上的增长后，个险目前处于相对低谷期，但无论是个险还是银保，平安寿险下半年都会好于上半年，全年保费和新业务价值增长都会回归到比较平稳的水平，预计在 15%-20%。寿险盈利值得看好：一是投资有望改善，二是准备金折现率不再下降，有上升可能，而这两项是导致 2010 年寿险盈利不佳的主要原因。
- 2010 年的产险无疑是大赢家，或是近期高点。保费增长 61%，快于行业 25 个百分点，综合成本率下降 5.4 个百分点，2 年来一共下降 10.8 个百分点，盈利增加 31.9 亿，是公司盈利增长的最主要来源。2011 年前 2 个月虽然仍维持比行业高的增速，但要重现 2010 年的辉煌相当困难。
- 给予中国平安增持评级，目标价 80 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	662	13,883	17,311	21,273	27,668
(+/-)%	-95.6%	1997.1%	24.7%	22.9%	30.1%
总资产	707,640	935,712	1,171,627	1,426,633	1,652,046
(+/-)%	8.7%	32.2%	25.2%	21.8%	15.8%
净资产	81,469	91,743	116,883	140,299	171,218
(+/-)%	-25.4%	12.6%	27.4%	20.0%	22.0%

关键估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股内涵价值	16.73	21.14	26.29	31.56	38.26
每股收益	0.09	1.89	2.30	2.78	3.62
每股净资产	10.72	11.57	14.66	17.59	21.47
P/EV	2.98	2.36	1.90	1.58	1.30
市盈率	554.00	26.38	21.68	17.92	13.78
市净率	4.65	4.31	3.40	2.83	2.32

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 80.00

上次预测: 80.00

当前价格: 49.86

2011.03.30

交易数据

52 周内股价区间 (元)	43.57-67.20
总市值 (百万元)	382,742
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)	29
日均成交值 (百万元)	1,520

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	2010A
Q1	0.22	0.62
Q2	0.37	0.68
Q3	0.35	0.41
Q4	0.95	0.59
全年	1.89	2.30

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	-10%	1%
相对指数	-2%	-18%	5%

相关报告

《平安 H 股定向增发, A 股受益明显》	2011.03.14
《回归常态, 高于预期》	2011.02.17
《平安再融资: 时间不太急, 规模不太大》	2011.01.06
《平安信托: 目标与希望》	2010.11.09
《中国平安公司 2010-11-05 调研提纲》	2010.11.01

模型更新时间: 2011.03.29

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: 80.00

当前价格: 49.86

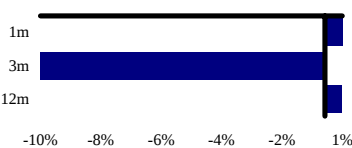
公司网址

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

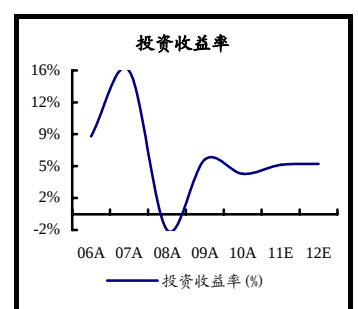
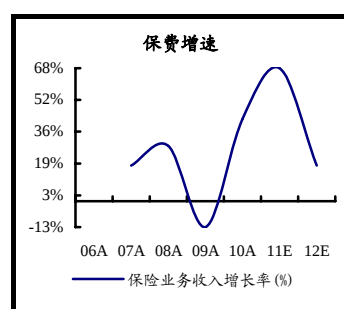
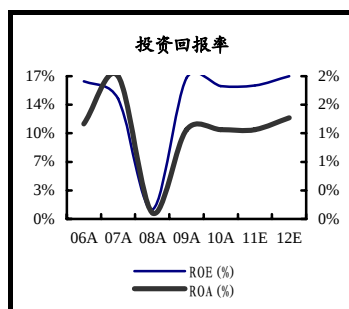
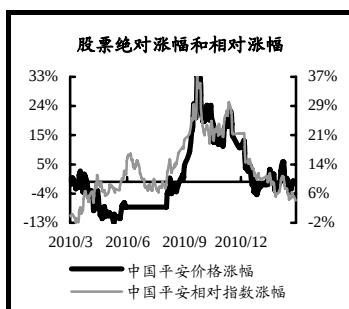
43.57-67.20

市值 (百万)

382,742

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	107,919	165,204	139,803	147,835	189,439	300,080	351,088
已赚保费	78,845	94,032	121,790	100,383	141,124	239,818	283,753
投资收益	28,182	63,546	-14,492	31,431	29,645	43,339	48,232
营业支出	100,208	148,037	142,110	128,254	167,122	272,976	315,827
提取保险责任准备金	56,131	76,953	32,984	41,417	65,902	99,285	112,082
赔付支出	18,081	26,998	34,592	33,154	39,629	67,343	79,681
业务及管理费	10,008	15,465	14,025	22,438	29,276	43,167	51,076
营业利润	7,711	17,167	-2,307	19,581	22,317	27,104	35,261
利润总额	7,736	17,483	-2,453	19,919	22,347	27,134	35,291
所得税	240	1,902	-3,326	5,437	4,409	5,427	7,058
净利润	7,342	15,086	662	13,883	17,311	21,273	27,668
资产负债表							
货币资金	42,585	72,740	52,445	102,775	85,810	85,069	93,450
交易性金融资产	44,003	84,938	6,931	29,126	37,682	41,143	45,197
买入反售金融资产	7,251	36,457	2,733	14,748	19,081	20,833	22,885
可供出售金融资产	95,200	178,539	212,236	241,436	312,363	341,053	374,652
持有至到期投资	129,250	127,736	126,502	218,598	282,816	308,792	339,213
资产合计	463,288	651,104	707,640	935,712	1,171,62	1,426,63	1,652,04
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	432,442	531,727	643,809
负债合计	416,662	541,886	626,171	843,969	1,054,74	1,286,33	1,480,82
股东权益	46,626	109,218	81,469	91,743	116,883	140,299	171,218
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%	0%	0%	2%	3%	3%
物业投资	0%	1%	1%	2%	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%	49.8%	13.4%	12.6%
保险业务收入增长率		18.2%	28.2%	-13.3%	42.0%	68.2%	18.3%
寿险保费增长率	16.2%	15.9%	29.1%	31.4%	22.3%	15.5%	16.7%
产险保费增长率	33.0%	27.2%	24.7%	43.9%	61.4%	25.9%	22.4%
投资收益增长率		125.5%	-122.8%	-316.9%	-5.7%	46.2%	31.3%
营业利润增长率		122.6%	-113.4%	-948.8%	14.0%	21.4%	30.1%
净利润增长率		105.5%	-95.6%	-2097.1	24.7%	22.9%	30.1%
总投资增长率		43.0%	-2.2%	26.9%	29.4%	9.2%	9.9%
盈利及费用指标							
总资产收益率	1.6%	2.4%	0.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.7%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	14.5%	1.1%	17.0%	16.0%	16.1%	17.2%
投资收益率	8.5%	15.7%	-1.7%	6.0%	4.4%	5.4%	5.5%
退保率	4%	4.2%	1.7%	1.4%	0.7%	2.8%	2.9%
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: 百万元)							
调整后净资产	46,282	107,032	79,016	94,606	123,573	148,329	181,018
调整后寿险业务净资产	18,866	30,319	25,800	40,052	43,673	32,819	38,481
有效业务价值	19,291	43,278	43,843	60,651	77,413	92,896	111,475
内涵价值	65,573	150,311	122,859	155,258	200,986	241,224	292,493
寿险内涵价值	38,157	73,597	69,643	100,704	121,086	125,715	149,956
1 年新业务价值	5,150	7,187	8,541	11,805	15,507	17,426	19,616
调整后每股净资产	7.47	14.57	10.76	12.88	16.17	19.40	23.68
调整后每股寿险业务净资产	3.05	4.13	3.51	5.45	5.71	4.29	5.03
每股有效业务价值	3.11	5.89	5.97	8.26	10.13	12.15	14.58
每股内涵价值	10.58	20.46	16.73	21.14	26.29	31.56	38.26
寿险业务每股内涵价值	6.16	10.02	9.48	13.71	15.84	16.45	19.62
每股新业务价值	0.83	0.98	1.16	1.61	2.03	2.28	2.57
新业务价值倍数						23	
每股新业务估值						51	
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	



目 录

1. 2010 年业绩评价与投资评级.....	4
1.1. 盈利增长 24.7%，经营导致的净资产增长 15.7%	4
1.2. 一年新业务价值增长 31%，内涵价值增长 19%	4
1.3. 2011 年判断及投资评级.....	5
2. 寿险分析.....	6
2.1. 个险推动.....	6
2.2. 产能提升大于增员速度.....	7
2.3. 分红险取代万能险成为主要产品.....	8
2.4. 2011 年：上半年困难，下半年好转	8
3. 产险分析.....	9
3.1. 保费增长 61%，高于行业 25 个百分点.....	9
3.2. 综合成本率下降 5.4 个百分点，2 年来下降 10.8 个百分点	9
3.3. 11 年增长仍可超越行业，但量价难达 10 年高点	10
4. 投资分析.....	10
4.1. 收益率平淡：总投资收益率 4.9%，综合投资收益率 4.4%.....	10
4.2. 投资结构.....	11
4.3. 2011 年投资环境同比明显改善	11
5. 准备金变化分析.....	12
6. 偿付能力充足率 198%，H 股定增后，可达 224%	13
7. 员工持股平台减持，高管持股平台未动	14

1. 2010 年业绩评价与投资评级

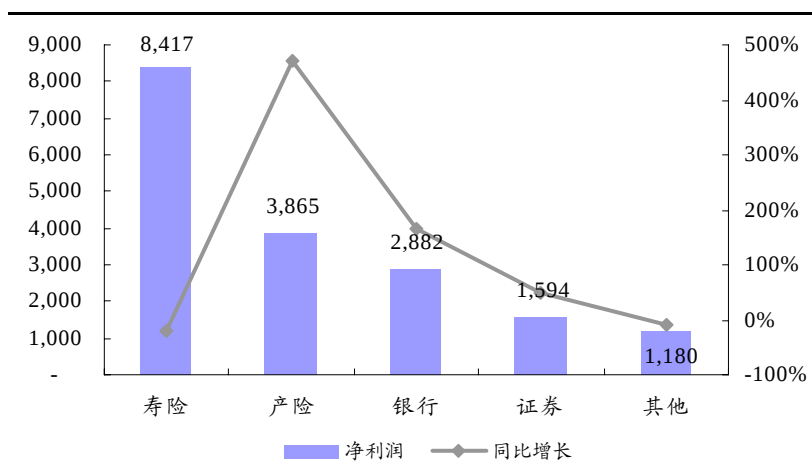
1.1. 盈利增长 24.7%，经营导致的净资产增长 15.7%

2010 年每股收益 2.30 元，增长 21.7%，第 4 季度每股收益 0.59 元。2010 年归属于公司股东的净利润 173.11 亿元，同比增长 24.7%；每股收益 2.30 元，增长 21.7%；ROE 为 17.3%。2010 年第 4 季度每股收益 0.59 元，前三季度分别为 0.62、0.68、0.41 元。公司调整了准备金折现率，增提了 21.75 亿元准备金，这一会计估计变更减少同等金额的税前利润。

经营导致净资产增长 15.7%，第 4 季度增长 1%。归属于公司股东的净资产 1120.30 亿，每股净资产 14.66 元，比年初的 849.70 亿和 11.15 元分别增长 31.8%和 26.7%，扣除换股收购深发展而增发股票获得的 160.36 亿元，以及现金分红的 22.94 亿元，经营导致的净资产增加 133.18 亿元，增长 15.7%。

分部业绩来看，准备金折现率变更及资本市场冲击使寿险利润下降 19.6 个亿，产险增加了 31.9 亿，银行增加 18 亿，证券和其他业务增加了 5.2 个亿。产险是盈利增长的主要贡献来源，产险利润上升，主要原因是保费高速增长的同时综合成本率大幅下降（详见下文“产险分析”），银行利润中有 11.45 亿来自深发展。

图 1：分部业绩



数据来源：公司报告，国泰君安证券。

1.2. 一年新业务价值增长 31%，内涵价值增长 19%

一年新业务价值 155 亿元，增长 31.4%，每股新业务价值 2.03 元，新业务价值的增长主要来自于个险营销员产能的快速提升：2010 年营销员产能提升 26.5%，导致个险首年保费增长 37.6%。

其中，上半年新业务价值增长了 44%；这也是与上半年产能提升更快相一致的，下半年增速有所放缓。

内含价值达到 2010 亿，较上年末增长 26.3%，其中，有效业务价值 774 亿元，增长了 27.6%，调整后净资产增长 30.6%。调整后净资产中包含

160 亿的融资，剔除该影响内含价值增长 19%。

表 1: 内含价值构成及增长率

单位: 百万元 (每股数据为元)	2009	2010	2010 年增长	2010 年每股价值
期末调整后净值	94,606	123,573	30.6%	16.17
调整后寿险业务净资产	40,052	43,673	9.0%	5.71
期末扣除偿付能力额度成本后有效业务价值	60,651	77,413	27.6%	10.13
内含价值 (扣除归属少数股东部分)	155,258	200,986	29.5%	26.29
寿险业务内涵价值	100,704	121,086	20.2%	15.84
1 年新业务价值 (扣除偿付能力额度成本前)	13,945	18,192	30.5%	2.38
偿付能力额度成本	(2141)	(2686)	25.5%	-0.35
1 年新业务价值 (扣除偿付能力额度成本后)	11,805	15,507	31.4%	2.03

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

1.3. 2011 年判断及投资评级

无论是从盈利、净资产还是内含价值来看, 平安 2010 年的业绩都表现不错, 表现突出的是个险产能大幅增长 26.5%, 新业务价值连续 2 年增长超过 30%, 而产险无论是规模增长还是盈利能力, 都达到了一个难以达到的高度, 对公司盈利增长贡献突出, 此外, 证券及银行业务的盈利贡献也有增长。不甚理想的是综合投资收益率, 虽然在 2010 年的资本市场环境里, 4.4% 的综合投资收益率不算差, 但这一收益率毕竟低于公司精算假设收益率, 且与上市同行的投资优势已不再存在。

2011 年, 我们认为值得看好的是寿险盈利: 一是投资有望改善, 二是准备金折现率不再下降, 有上升可能, 而这两项是导致 2010 年寿险盈利不佳的主要原因。

有点担忧的是: 产险盈利增长可能到了近年的高点, 无论是规模增长还是综合成本率, 2011 年要有大的突破都很困难。

银行比较难以把握, 平安注入深发展获批后, 银行方面的盈利贡献会增大, 但若要商誉减值, 综合影响就变得难以捉摸了。

关于深发展对盈利影响的分析: 截至 2010 年末, 平安持有 10.42 亿股深发展股权, 占深发展总股本的 29.9%, 总成本为 257 亿, 相当于每股 24.60 元, 采用权益法核算, 目前深发展股价为 16.5 元。权益法核算的好处是, 可以享受被投资对象的盈利 (不只是分红), 同时不需要承受市场波动的损失 (当然, 要有利得也不能体现)。2011 年, 平安银行注入深发展若获批, 则平安持股深发展的比例达到 52%, 需要合并报表, 银行业务的利润贡献会增加, 但此时溢价必须体现为商誉, 若深发展股价持续低于 24.6 元, 则有提商誉减值的可能, 那对盈利有负面影响。

总体上, 平安目前处于历史估值低位: 1.58 倍 P/EV, 8 倍新业务价值, 18 倍 P/E。基于 2011 年保险资金投资环境改善、平安个险具备持续发展能力, 以及综合金融盈利贡献能力逐步增强, 我们给予中国平安增持评级, 目标价 80 元。

表 2: 中国平安估值水平表 (股价=49.86)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股内涵价值	20.46	16.73	21.14	26.29	31.56	38.26
每股新业务价值	0.98	1.16	1.61	2.03	2.28	2.57
每股收益	2.11	0.09	1.89	2.30	2.78	3.62
每股净资产	14.60	10.72	11.57	14.66	17.59	21.47
P/EV	2.44	2.98	2.36	1.90	1.58	1.30
新业务价值倍数	24.59	21.15	12.67	8.99	7.74	5.64
市盈率	23.63	554.00	26.38	21.68	17.92	13.78
市净率	3.42	4.65	4.31	3.40	2.83	2.32

数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

2. 寿险分析

2.1. 个险推动

寿险规模保费 1644.47 亿, 同比增长 22.3%, 慢于 28.7% 的行业增速, 但不同于行业保费主要靠银保拉动的情况, 平安的保费增长主要来源于个险, 个险规模保费 1301.46 亿, 占保费规模的 79%, 增长 30.3%, 首年保费更是增长了 37.6%。无论是首年保费还是规模保费, 银保业务都略有下降, 团险业务略有上升。

表 3: 保费渠道结构

	2006	2007	2008	2009	2010
个人寿险	80.8%	81.1%	77.3%	74.2%	79.1%
首年保费	22.3%	25.6%	28.9%	31.1%	32.8%
首年期缴保费	84.6%	88.7%	86.2%	88.1%	91.1%
首年趸缴保费	15.4%	11.3%	5.4%	5.6%	4.4%
短期意外及健康保险保费	0.0%	0.0%	8.4%	6.3%	4.5%
续期保费	77.7%	74.4%	71.1%	68.9%	67.2%
银行保险	9.1%	9.2%	14.5%	20.7%	16.5%
首年保费	96.0%	96.1%	96.7%	97.7%	96.7%
首年期缴保费	1.1%	1.2%	0.5%	1.3%	5.1%
首年趸缴保费	98.9%	98.8%	99.5%	98.7%	94.9%
短期意外及健康保险保费	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
续期保费	4.0%	3.9%	3.3%	2.3%	3.3%
团体保险	10.0%	9.7%	8.2%	5.1%	4.4%
首年保费	93.1%	94.2%	97.3%	99.3%	99.4%
首年期缴保费	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%
首年趸缴保费	100.0%	100.0%	57.3%	41.5%	38.6%
短期意外及健康保险保费	0.0%	0.0%	41.6%	58.0%	59.4%
续期保费	6.9%	5.8%	2.7%	0.7%	0.6%
首年保费	36.1%	38.8%	44.4%	48.3%	46.2%
首年期缴保费	42.5%	47.9%	43.6%	42.6%	53.0%
首年趸缴保费	57.5%	52.1%	44.5%	48.3%	38.8%
短期意外及健康保险保费	0.0%	0.0%	11.9%	9.1%	8.2%
续期保费	63.9%	61.2%	55.6%	51.7%	53.8%

数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

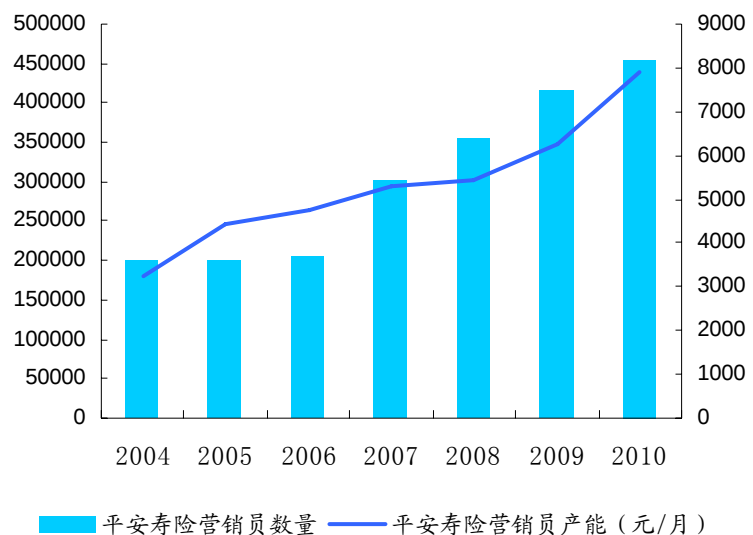
2.2. 产能提升大于增员速度

个险首年保费的快速增长，有营销员数量增加的原因，但主要来源于营销员产能的提升。营销员数量从 2009 年末的 41.66 万上升至 2010 年末的 45.34 万，增加了 3.68 万，增员基本上在下半年完成，上半年营销员略有下降。在全年增员 8.8% 情况下，产能提升了 26.5%，人均每月首年保费由 2009 年的 6261 元上升至 7922 元，大幅高出主要竞争对手。

根据保监会提供的数据，保险营销员数量自 2003 年的 128 万增加到 2009 年的 290 万，年均增长率 14.5%，虽然总保费随着营销员数量的增长而增加，但人均产能并未提高，每年保费徘徊在 13-15 万元之间。

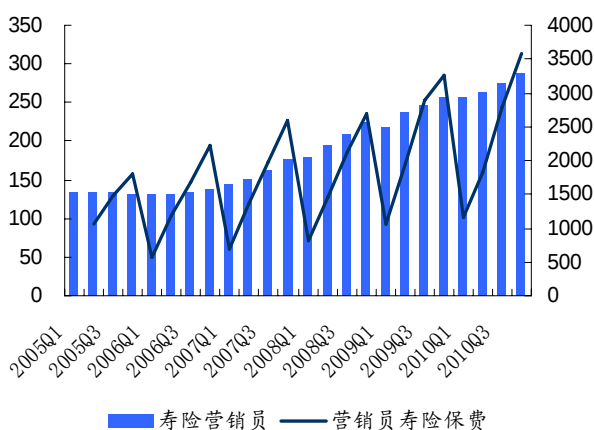
与行业不一样的是，平安产能不仅年年提升，而且总体提升幅度要大于增员速度，2004 年到 2010 年，平安营销员增长了 127%，产能更是提高了 144%。

图 2：2004 年来，营销员增长了 127%，产能提升 144%



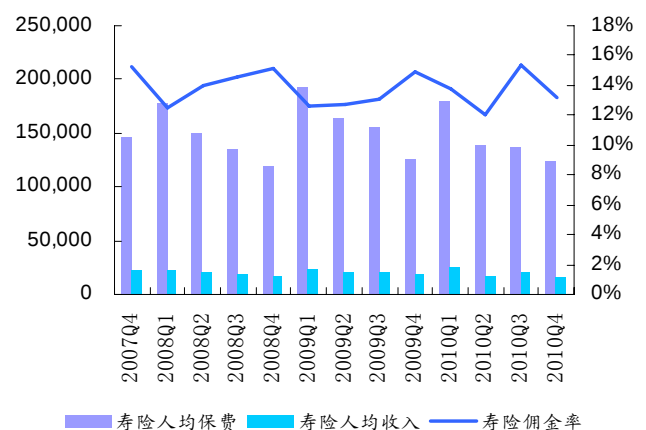
数据来源：公司公告，国泰君安证券

图 3：全行业营销渠道保费与营销员数量同步增长



数据来源：CIRC，国泰君安证券

图 4：行业看，因产能徘徊不前，佣金收入也不见长



数据来源：公司公告，国泰君安证券

2.3. 分红险取代万能险成为主要产品

分红险和万能险依然是公司的主要险种，但分红险已经取代万能险成为第一大险种，占比由 37.0% 上升至 42.4%，万能险由 42.9% 下降至 40.3%，传统险比例也继续下降趋势，由 3.7% 下降至 3.3%。

表 4: 保费险种结构

	2006	2007	2008	2009	2010.1H
传统险	8.38%	6.50%	4.83%	3.69%	3.3%
分红险	38.96%	38.35%	36.57%	37.03%	42.4%
万能险	22.63%	27.06%	33.09%	42.85%	40.3%
投连险	5.33%	6.15%	7.01%	3.40%	2.9%
其他	24.71%	21.94%	18.51%	13.03%	11.0%

数据来源：公司报告，国泰君安证券。

2.4. 2011 年：上半年困难，下半年好转

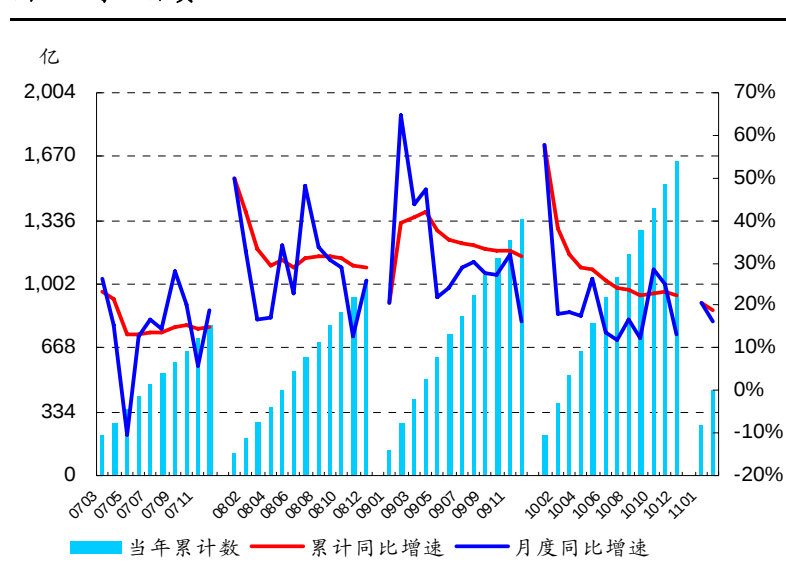
2011 年 1-2 月，平安寿险规模保费 448 亿，增长 19% 左右，增长主要由续期推动，个险新单出现下滑。

个险新单的下降与基数有很大关系，2010 年上半年，平安营销员产能达到了 10311 元的高度，比上年同期增长了 52.1%。

从规模保费来地很明显，2010 年 1-2 月寿险保费增长 58% 和 38%，是增速最高的两个月（全年增长 22%），当时的高增速与停售“富贵人生”两全分红险有一定关系。

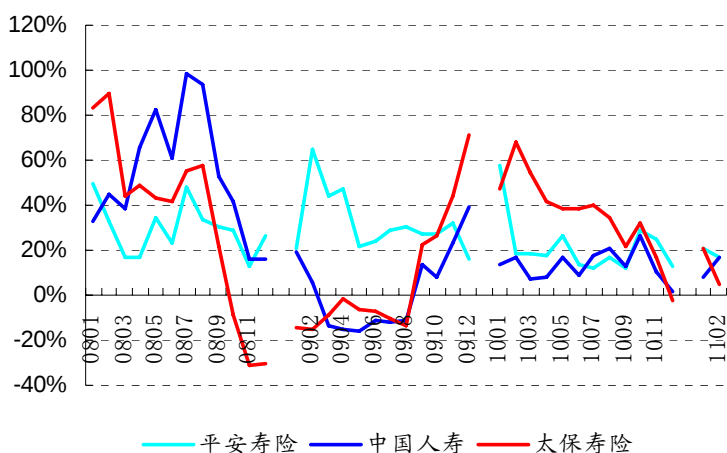
我们认为，平安去年的个险周期是前高后低，目前仍处于相对低谷期，最迟下半年将好转，从增速上来看，下半年就比上半年要好很多，银保因去年新政的影响也存在同样的周期，因此，无论是个险还是银保，平安寿险下半年都会好于上半年，全年规模保费和新业务价值增长都会回归到比较平稳的水平，预计在 15%-20%。

图 5: 寿险保费



数据来源：公司公告，国泰君安证券。

图 6: 寿险 2010 年前两月的高基数很明显 (月度同比增速)



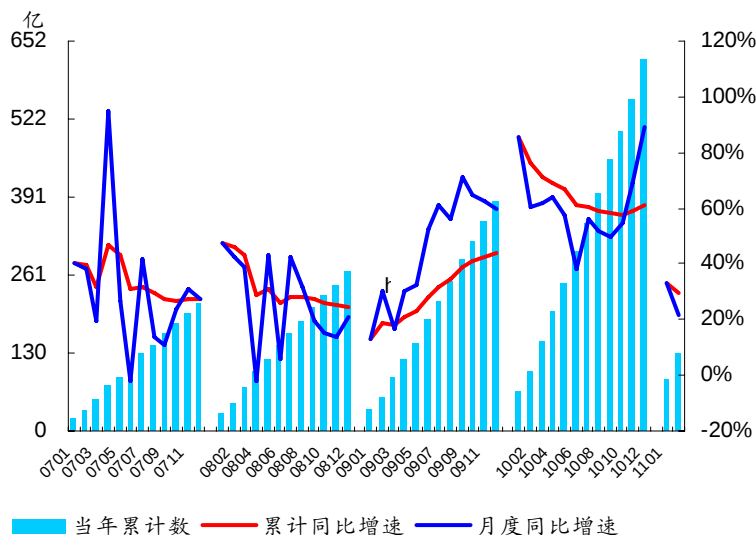
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

3. 产险分析

3.1. 保费增长 61%，高于行业 25 个百分点

2010 年, 平安产险保费 621 亿元, 增长 61%, 高于行业增速 25 个百分点, 市场份额从 13.4% 上升至 15.9%。产险的高增长主要得益于汽车销量的高增长。

图 7: 产险保费 2010 年增长 61%

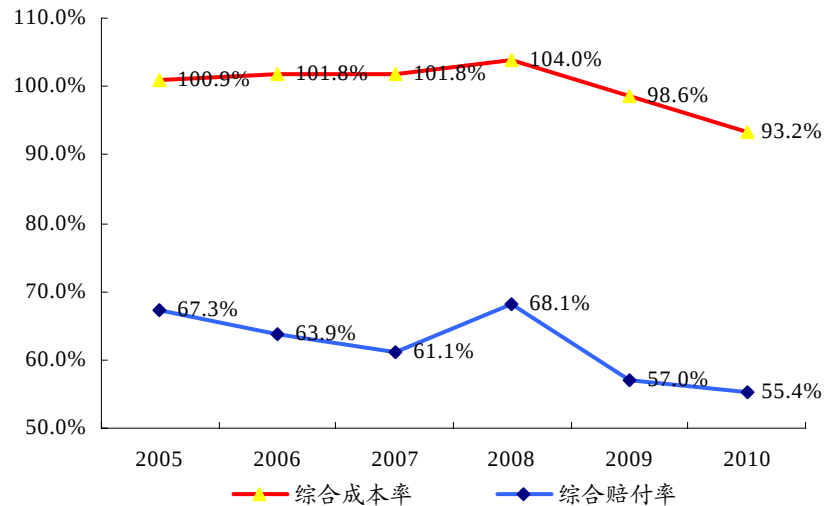


数据来源: 公司报告, CIRC, 国泰君安证券

3.2. 综合成本率下降 5.4 个百分点, 2 年来下降 10.8 个百分点

2010 年综合成本率 93.2%, 比上年下降 5.4 个百分点, 其中, 赔付率下降 1.6 个百分点。2009 年以来, 市场监管加强, 过度竞争得到遏制, 产险实现承保盈利, 平安产险的赔付率也降至 98.6%, 近年来首次下降到 100% 以下。2 年来, 综合赔付率下降了 12.7 个百分点, 综合成本率下降了 10.8 个百分点。

图 8: 产险综合成本率下降



数据来源: 公司报告, 国泰君安证券

3.3. 11 年增长仍可超越行业, 但量价难达 10 年高点

2010 年, 保费快速增长, 综合成本率快速下降, 可以说, 是产险的丰收之年。

但是, 2011 年预期汽车销量下降, 量缩加剧竞争, 价也会受影响, 要维持低综合成本率难度不小。

2011 年 1-2 月, 平安产险保费 131 亿元, 同比增长 29.5%, 增速下降很明显, 但仍明显高于行业增速 9.3%, 前 2 月的市场份额已上升到 18.4%。

4. 投资分析

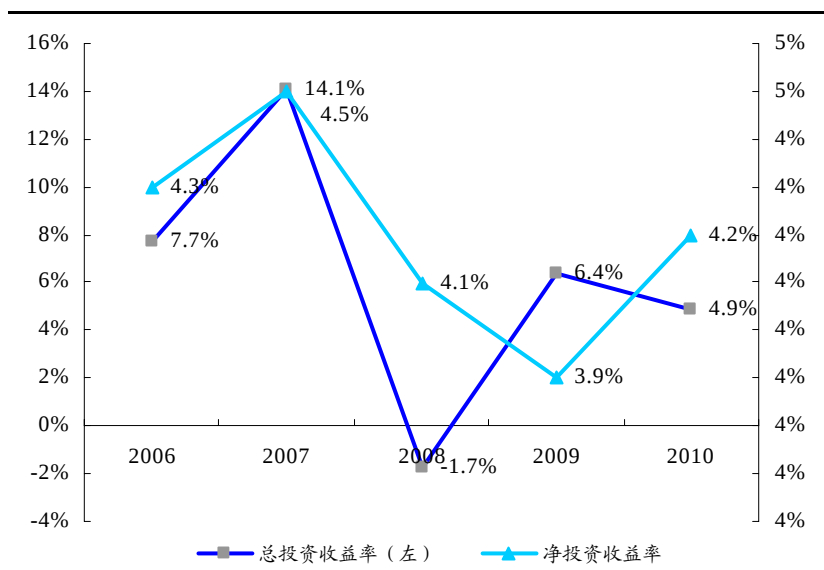
4.1. 收益率平淡: 总投资收益率 4.9%, 综合投资收益率 4.4%

2010 年实现总投资收益 292.72 亿, 总投资收益率 4.9%。2009 年总投资收益 307.28 亿, 总投资收益率 6.4%。2010 年和 2009 年的净投资收益率 (主要是利息和股息, 不包括买卖价差和公允价值变动) 分别为 4.2% 和 3.9%。

总投资收益率比上年下降 0.5 个百分点, 但如果将投资浮盈浮亏考虑进来, 差别会更大, 2009 年净浮盈增加 76.57 亿, 而 2010 年净浮盈减少了 30.05 亿。加回浮盈浮亏, 2009 年的综合投资收益率为 7.9%, 2010 年为 4.4%, 收益率下降了 3.5 个百分点。

虽然 4.4% 的综合投资收益率要好于中国人寿的 3.84%, 但比中国太保的 4.5% 略差, 显然, 2009 年的投资优势已经消失。

图 9: 投资收益率

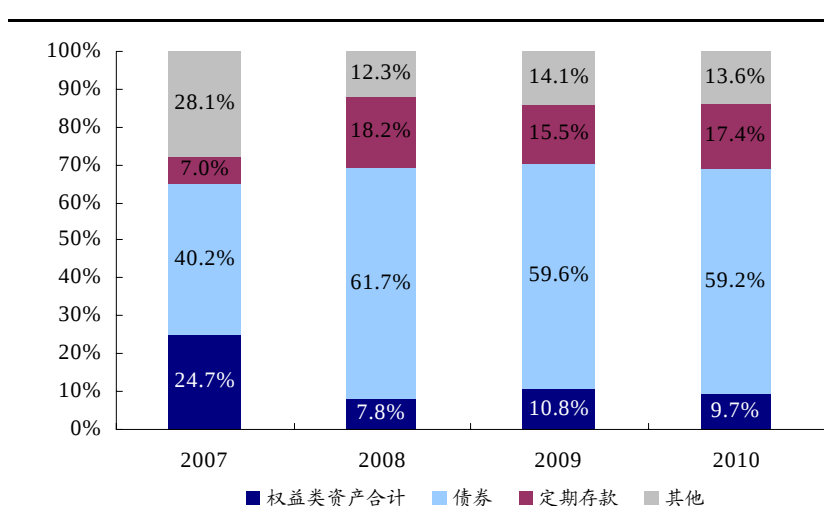


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

4.2. 投资结构

相对同行而言, 平安的权益比例较低, 债券比例较高, 银行存款较低。截至 2011 年 12 月 31 日, 中国太保投资资产 7629.53 亿元, 较 2009 年末增长 29.4%。权益投资 (股票加基金) 从 10.8% 的比例为 9.7%, 债券投资保持稳定, 2009 年为 59.6%, 2010 年为 59.2%, 银行存款上升 2 个百分点, 由 15.7% 上升至 17.4%, 现金及现金等价物维持在 14% 左右。

图 10: 资产配置结构

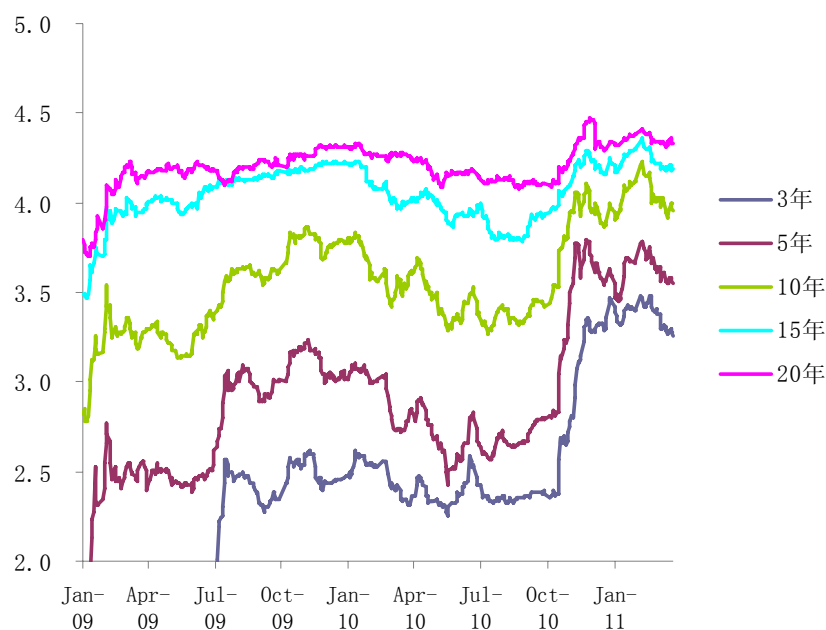


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

4.3. 2011 年投资环境同比明显改善

债券收益率同比上升 40-80 个 BP。2010 年一季度, 5 年期、10 年期和 15 年期国债平均收益率为 2.88%、3.50% 和 3.89%。今年以来的平均收益率分别为 3.63%、4.05% 和 4.24%, 大幅高于去年同期, 环比来看, 也高于 2010 年四季度。

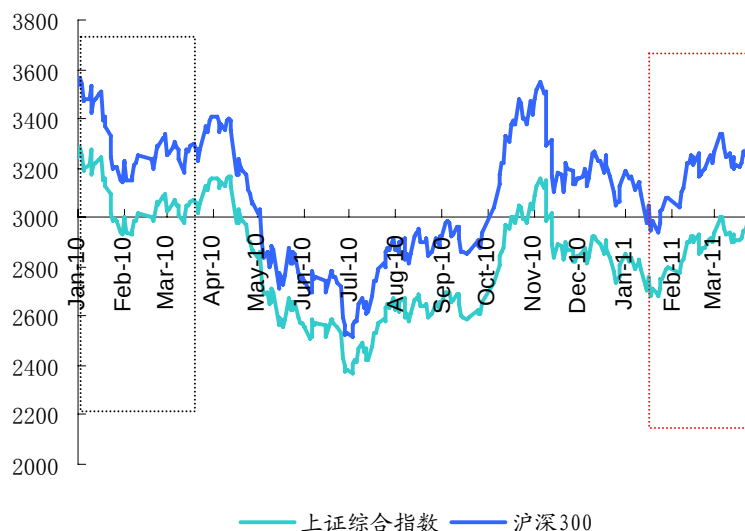
图 11: 国债收益率虽然短期内有小幅波动, 但上升趋势明显



数据来源: 中债网, 国泰君安证券。

股权投资收益也由负转正。2010 年一季度, 上证指数下跌了 5.13%, 沪深 300 下跌了 6.43%, 今年以来, 上证指数上涨了 5.34%, 沪深 300 上涨了 4.15%。

图 12: 股权投资收益由负到正



数据来源: WIND, 国泰君安证券。

5. 准备金变化分析

由于 2010 年作为折现率基准的国债移动平均收益率曲线下行, 中国平安调低了准备金折现率, 导致寿险责任准备金 (包括长期健康险责任准备金) 增加了 21.75 亿, 减少税前利润 21.75 亿。

2011 年国债收益率开始上升, 虽然上半年的移动平均收益率还将继续略微下降, 但下半年上升, 按目前的收益率变动预计, 全年将上升 3-4 个 BP。

2011 年和 2010 年准备金折现率是两种相反方向的调整, 2010 年准备金调整对利润的贡献是负的, 2011 年的贡献是正, 这一正一负的变化将提升平安 2011 的盈利增长。

表 5: 平安 2010 年折现率调整增加准备金 21.75 亿, 相应减少税前利润

折现率假设	未来保险利益受对应资产组合投资收益影响的保险合同	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
2009 年 12 月 31 日	4.50%~5.50%	2.83%~5.48%
2010 年 12 月 31 日	4.75%~5.50%	2.60%~5.40%

数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

表 6: 保险合同准备金计量基准收益率变动估计 - 15 年期 (单位: BP)

	2010. 1H	2010. 3Q	2010. 4Q (E)	2011. 1Q (E)	2011. 2Q (E)	2011. 3Q (E)
2010. 3Q	-7.83					
2010. 4Q	-12.81	-4.98				
2011. 1Q (E)	-14.08	-6.25	-1.27			
2011. 2Q (E)	-15.49	-7.66	-2.68	-1.41		
2011. 3Q (E)	-18.44	-10.61	-5.64	-4.37	-2.96	
2011. 4Q (E)	-11.57	-3.74	1.24	2.51	3.92	6.87

数据来源: 中债网, WIND, 国泰君安证券。

6. 偿付能力充足率 198%, H 股定增后, 可达 224%

平安集团的偿付能力充足率从 2009 年的 302.09% 快速下降至 2010 年的 197.9%, 主要是投资深发展后银行业务的资本要求较高, 2011 年平安银行注入获批后将取得深发展 52% 的控股权, 资本需求还会进一步提高。

2011 年 3 月, 平安董事会通过了定向增发方案, 向金骏有限公司 (周大福代理人有限公司全资子公司) 定向增发 2.72 亿股 H 股, 每股价格 71.5 元, 将募集资金 194.48 亿港元, 约合 164 亿人民币。164 亿人民币的融资规模虽然小于我们之前的预期, 但平安集团的偿付能力充足率也可以上升到 224% 以上, 在不进行重大收购的前提下, 可以满足其近 2 年的业务发展需要。

表 7: 偿付能力充足率

单位: 百万元	平安寿险		平安产险		平安集团	
日期	2010. 12. 31	2009. 12. 31	2010. 12. 31	2009. 12. 31	2010. 12. 31	2009. 12. 31
实际资本	50,981	50,898	15,002	7,268	124,207	117,560
最低资本	28,295	22,453	8,353	5,061	62,778	38,916
偿付能力充足率	180.2%	226.69%	179.6%	143.61%	197.9%	302.09%

数据来源: 公司报告, 国泰君安证券。

7. 员工持股平台减持，高管持股平台未动

新豪时、景傲实业和江南实业是平安管理层和员工的持股平台，合计持有 8.596 亿股平安，从 2010 年 3 月起解禁，拟分 5 年减持，每年减持比例不超过 30%。

作为员工持股平台的新豪时和景傲实业，一共持有 7.2 亿股平安，2010 年减持 1.18 亿股，减持比例 16.44%，减持价格在 60 元左右。

江南实业持有 1.39 亿股平安，占总股本的 1.47%，暂未减持。

此外，前十大股东中，深业集团减持 2780 万股，深圳市立业集团减持 1100 万股，这两大股东减持后仍持有 1.8 亿股和 1.13 亿股，分别占总股本的 2.35%和 1.47%，是第八大和第十大股东。

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		