

保险：保费的驱动因素

保险

领先大市-A

上次评级

领先大市-A

保险 III

报告日期

2010-03-12

首选股票

目标价

评级

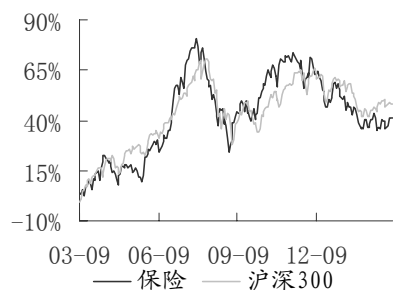
601318

中国平安

69

增持-A

12个月行业表现



研究员

杨建海, CFA

首席行业分析师

021-68765375 yangjh@essence.com.cn

前期研究成果

保险：新会计准则好于预期

2010-01-31

保险：加息的短期和长期影响

2010-01-24

保险：会计准则变化符合预期

2009-12-31

报告关键点：

- 平安目前股价隐含的假设是2010年股市下跌20%。
- 个险的驱动因素主要来自代理人的增长。
- 银保增速与储蓄存款增速基本吻合。

报告摘要：

- 债券利率下行幅度略超结算利率：今年以来，债券收益率有所下行，保险公司新增资金收益率从4.29%下降到4.05%，下降幅度为24bp，而同期部分保险公司的结算利率也有所下行。虽然债券收益率有所下降，但仍处于保险公司的可投资区间。2月份保险公司净增加债券配置334亿元，其中最主要流向是企业债。
- 平安目前股价隐含的假设是2010年股市下跌20%：我们猜测市场之所以给予平安和太保的倍数均不到20倍，主要原因是认为收益率可能达不到公司的内涵价值假设。按照20倍新业务价值倍数，我们倒算出目前股价隐含的平安投资收益率假设为2010年为3%，然后每年增加25bp，直至2014年增加到4%。进一步该投资收益率假设意味着2010年权益类资产收益率为-8.5%，考虑到公司权益类资产还有10%左右的浮盈，因此平安目前股价隐含的假设是2010年股市下跌20%。总之，我们认为无论是从股价中隐含的投资收益率，还是A/H比价，保险公司的估值都是有安全边际的。
- 个险的驱动因素主要来自代理人的增长：从2001年到2009年，个险保费、代理人数量和人均保费的复合增长率分别为17%、13%和3%。而从分年度数据来看，从2001年到2009年的9年中，只有2005年和2006年这两年代理人增长的贡献小于人均保费增长的贡献，其他时候均大于人均保费的贡献，特别是2007年之后。
- 2010年个险增长预计将达到30%：我们认为2010年个人代理人数量将继续保持快速增长，保险公司更偏好个险的共识不会变化，各家保险公司均有明确的增员计划，我们预计2010年代理人增长幅度将在20%左右，寿险代理人总数将达到300万人，个险保费的增长预计将达到30%。
- 个险和银保利润率将朝着均衡化的方向发展：全社会劳动力成本提升目前还没有传导到代理人队伍中来。随着劳动力成本的上升和个险渠道竞争的加剧，另外监管层对银保渠道采取更为严厉的监管措施，我们预计个险和银保利润率将朝着均衡化的方向发展，而不像现在两个渠道的利润率存在数量级上的差异。
- 银保增速与储蓄存款增速基本吻合：我们观察到从2003年以来，银保的增速和储蓄存款增速基本上是吻合的，只有2007年出现了差异，两者都是投资者资产配置的结果。由于在银行渠道销售的保险跟储蓄类似，属于“广义储蓄”，因此在投资者配置资产的过程中是将其作为一项资产来看待的。因此在投资者更偏好储蓄的时候，我们会看到储蓄存款和银保增速的提高，这一点在2008年体现得非常明显，当年的银保增速的飙升是同储蓄回流的大背景一致的。2007年增速出现了背离，当年储蓄存款增速出现了明显下滑，与此同时银保增速却上升到了57%。背离的原因是2007年，银保产品的性质出现了变化。为了迎合市场需求，当时很多保险公司都开始销售投联险，因此在资产配置上是将其与股票、基金放在一类中的。
- 维持领先大市的行业评级，首选平安：我们认为行业保费进入快速增长轨道，估值上具备安全边际，行业的消费属性将替代资产属性，维持行业领先大市-A的评级，对公司的排序是中国平安、中国太保和中国人寿。首选平安的原因是：1、寿险业务快速发展；2、财险业务盈利能力迅速提升；3、估值相对更低。

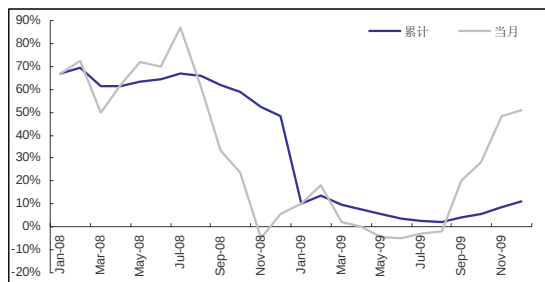
1. 近期情况回顾

1.1. 保费收入快速增长

1.1.1. 寿险

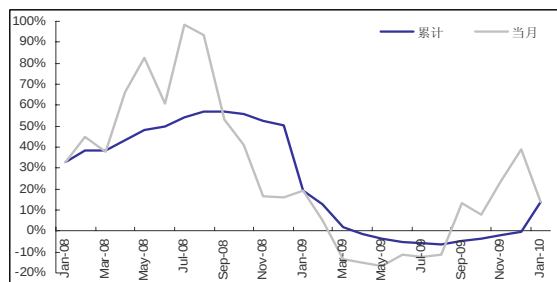
2010年2月份，平安人寿单月保费收入158亿元，同比增长13%。由于春节因素，1-2月份合计数更有意义，1-2月份累计保费收入369亿元，同比增长35%。其他两家公司尚未公布2月份保费收入数据，中国人寿和太保人寿1月份保费收入分别为418亿元和103亿元，同比分别增长14%和47%。保费收入进入快速增长的轨道，与我们此前在年度策略会报告中预期一致。

图1 寿险市场同比增速



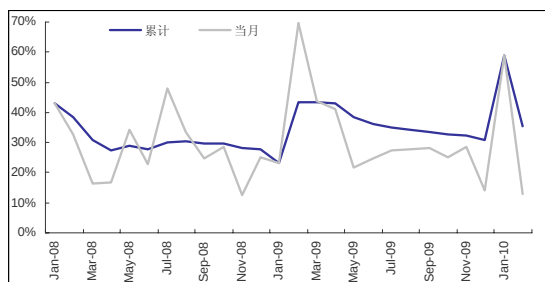
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图2 中国人寿同比增速



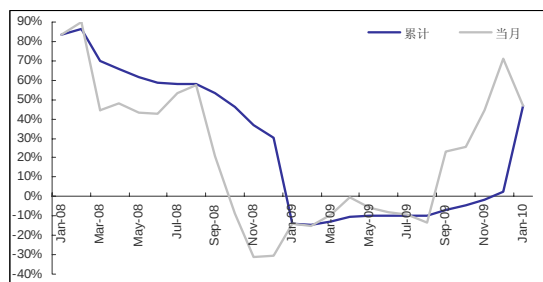
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图3 平安人寿同比增速



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图4 太保人寿同比增速

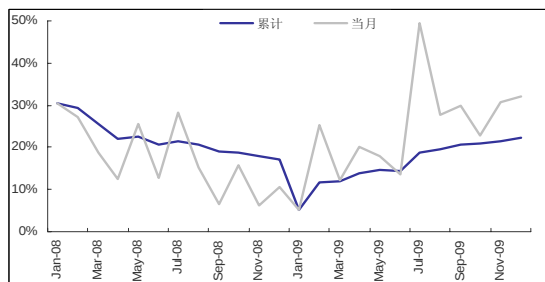


数据来源：公司资料，安信证券研究中心

1.1.2. 财险

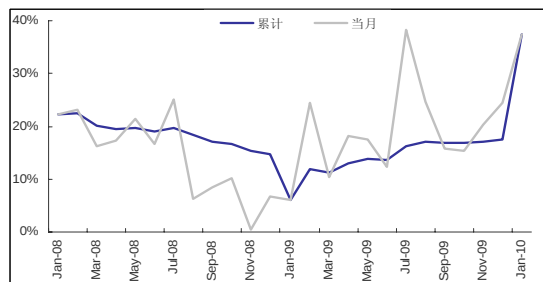
2010年2月份，平安财险单月保费收入35亿元，同比增长60%。由于春节因素，1-2月份合计数更有意义，1-2月份累计保费收入101亿元，同比增长76%。2010年2月份，人保财险单月保费收入80亿元，同比增长10%，1-2月份累计保费收入265亿元，同比增长28%。平安财险保费收入增速远远快于人保财险，预计将牢牢占据榜眼位置。

图5 财险市场同比增速



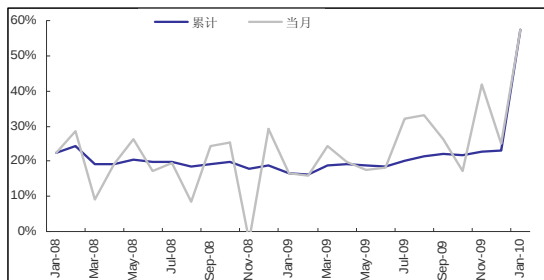
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图6 人保财险同比增速



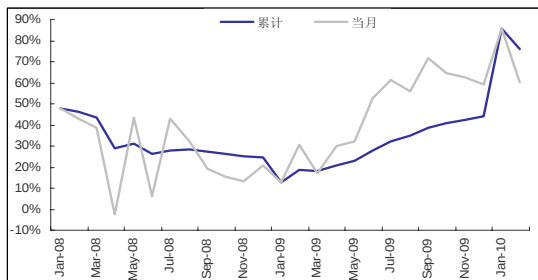
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 7 太保财险同比增速



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 8 平安财险同比增速



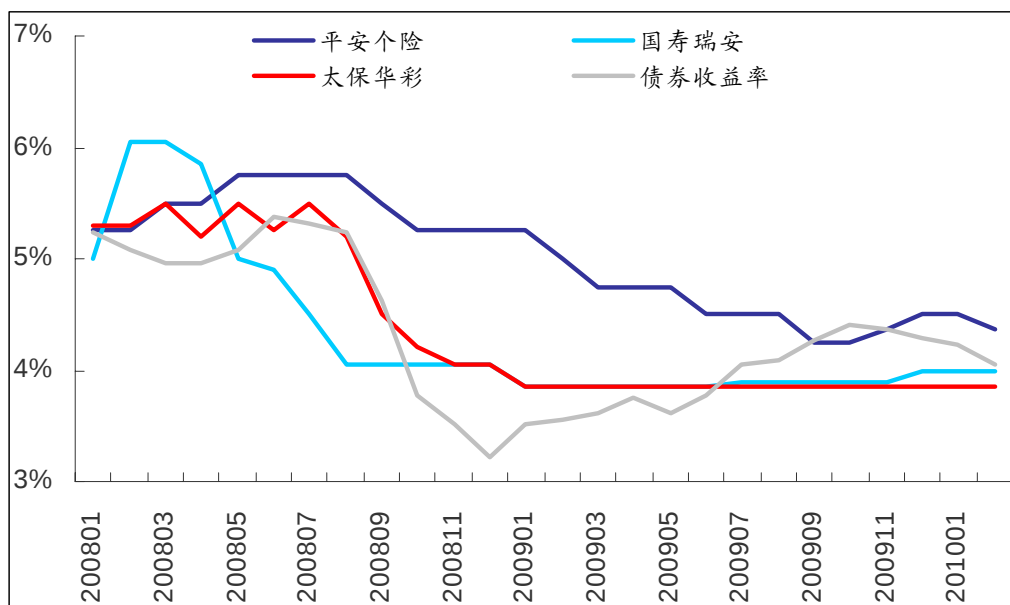
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

1.2. 债券利率下行幅度略超结算利率

今年以来，债券收益率有所下行，尤其是企业债的收益率，保险公司新增资金收益率从 4.29% 下降到 4.05%，下降幅度为 24bp，而同期部分保险公司的结算利率也有所下行，例如 2 月份平安将结算利率从 4.5% 下降到 4.38%，而中国人寿和中国太保仍然分别维持了 4.1% 和 3.85% 的结算利率，债券利率下行幅度略超结算利率。

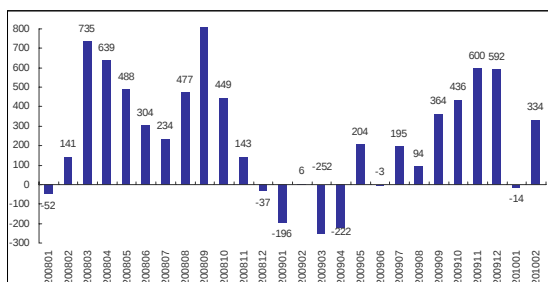
虽然债券收益率有所下降，但仍处于保险公司的可投资区间。我们看到 2 月份保险公司净增加债券配置 334 亿元，其中最主要流向是企业债，2 月份企业债单月增加配置 295 亿元，高收益率的企业债在保险公司债券组合中的占比明显提高。

图 9 债券收益率下行幅度大于结算利率



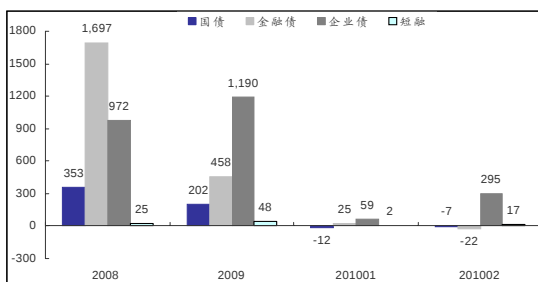
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 10 2 月份增持债券明显（亿元）



数据来源：债券信息网，安信证券研究中心

图 11 增持的主要是企业债（亿元）



数据来源：债券信息网，安信证券研究中心

1.3. 平安股价隐含假设是 2010 年股市下跌 20%

按照截至 3 月 12 日的收盘价，中国人寿、中国平安和中国太保股价对应 2010 年隐含新业务价值倍数分别为 23 倍、12 倍和 16 倍（其他非寿险业务按照 1 倍市净率估值）。中国人寿、中国平安过年 5 年新业务价值的算术平均增长率均为 25%，中国太保 2006-2008 年的平均增长率为 30%，按照过去的业务增速和未来的增长预期我们认为 20 倍的新业务价值倍数是完全能够支撑的。我们猜测市场之所以给予平安和太保的倍数均不到 20 倍，主要原因是认为收益率可能达不到公司的内涵价值假设。

平安的内涵价值法投资收益率假设是 2010 年为 4.5%，然后每年增加 25bp，直至 2014 年增加到 5.5%，之后维持不变。投资收益率每下降 50bp，有效业务价值减少 24%，新业务价值减少 6%。如果投资收益率下降 150bp，那么公司有效业务价值将下降 72%，新业务价值将下降 18%，假设净资产不变，那么公司股价隐含的新业务价值倍数刚好为 20 倍。也就是说假如平安投资收益率假设调整为 2010 年为 3%，然后每年增加 25bp，直至 2014 年增加到 4% 时，那么隐含的新业务价值倍数刚好为 20 倍。2010 年，我们预计平安固定收益率资产收益率为 4%，资产权重为 92%，那么权益类资产收益率为 -8.5% 时，总投资收益率就是 3%。按照 2009 年中期数据，中国平安的投资成本为 2500 点，由于下半年公司进行了一系列操作，投资成本会有所上升，我们猜测有 10% 左右的浮盈。如果 2010 年股市下跌 20%，浮盈将消失并有 9% 左右的损失。因此平安目前股价隐含的假设是 2010 年股市下跌 20%。

太保的内涵价值法投资收益率假设是 2010 年为 4.75%，然后每年增加 10bp，直至 2014 年增加到 5.2%，之后维持不变。根据相同方法，我们测算太保股价隐含假设是投资收益率在原假设基础上下调 50bp，也即 2010 年为 4.25%，然后每年增加 10bp，直至 2014 年增加到 4.7%。自从 2005 年以来，公司历年投资收益率中只有 2008 年没有达到 4.25% 的投资收益率。太保隐含收益率明显高于平安的主要原因是：1、目前估值略高于平安；2、太保新业务价值对投资收益率假设的敏感性高于平安。

总之，我们认为无论是从股价中隐含的投资收益率，还是 A/H 比价，保险公司的估值都是有安全边际的。

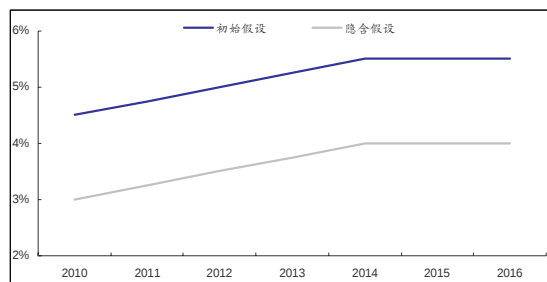
表一 上市保险公司估值水平

更新日期	中国人寿			中国平安			中国太保		
2010-3-12	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
股价		27.81			46.65			24.72	
评级		增持-A			增持-A			增持-A	
每股盈利	0.36	0.97	1.03	0.09	1.45	1.66	0.17	0.63	0.72
每股净资产	4.77	5.63	6.34	10.72	13.13	14.78	6.39	8.94	9.96
每股内含价值	8.49	10.25	12.19	16.73	21.37	25.23	9.09	12.02	13.63
每股新业务价值	0.49	0.64	0.69	1.16	1.51	1.81	0.46	0.58	0.70
市净率	5.82	4.94	4.39	4.35	3.55	3.16	3.87	2.77	2.48
市盈率	78.07	28.65	27.09	518	32.17	28.10	142	39.24	34.33
P/EV	3.27	2.71	2.28	2.79	2.18	1.85	2.72	2.06	1.81
隐含新业务价值倍数 1	39.21	27.55	22.73	16.27	9.45	5.75	22.92	13.24	8.73
隐含新业务价值倍数 2	39.21	27.55	22.73	25.73	16.73	11.81	33.70	21.84	15.89
ROE	7.5%	17%	16%	0.8%	11.0%	11.2%	2.7%	7.0%	7.2%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

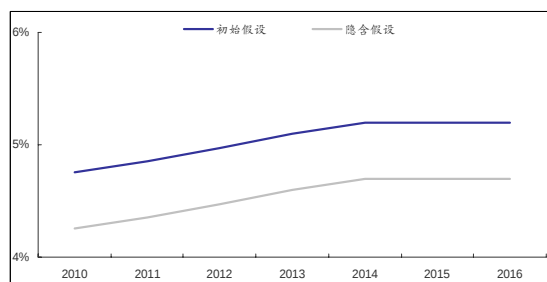
注：平安和太保的非寿险业务分别采用 2.5 倍 P/B 和 1 倍 P/B 来计算隐含新业务价值倍数 1 和隐含新业务价值倍数 2。

图 12 平安股价隐含的投资收益率



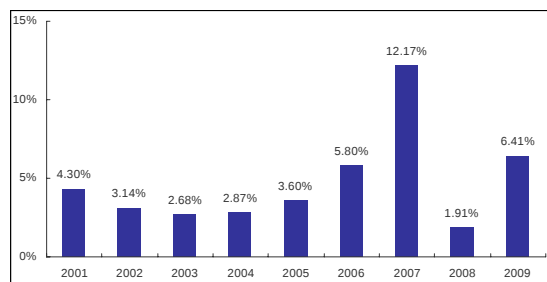
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 14 太保股价隐含的投资收益率



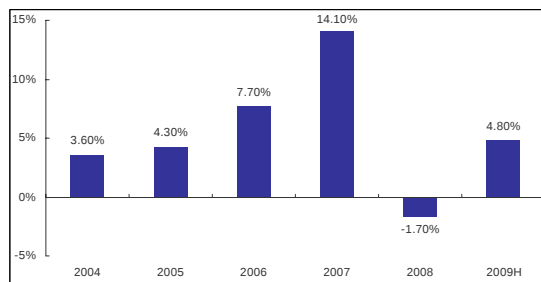
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 16 行业投资收益率



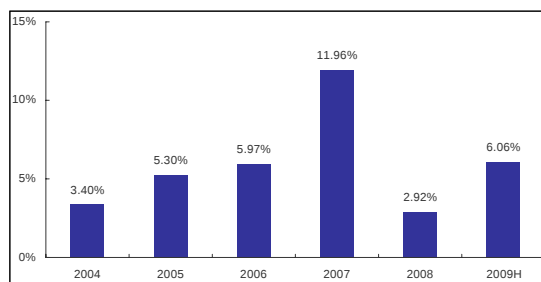
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 13 2004 年以来只有 2008 年低于 3%



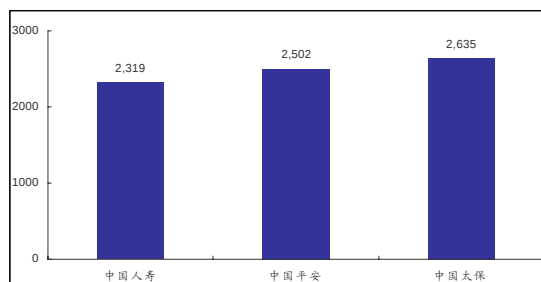
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 15 2005 年以来只有 2008 年低于 4.25%



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 17 2009H 上市保险公司权益投资成本



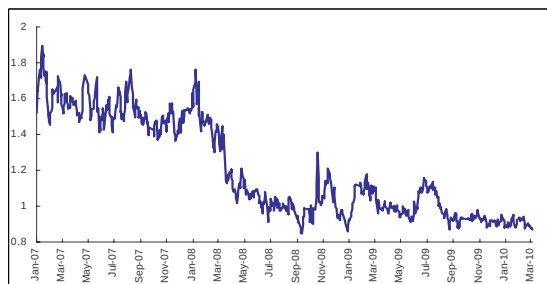
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表二 平安股价隐含的投资收益率可全部由固定收益类资产贡献

	2004	2005	2006	2007	2008	2009H	2010E
固定收益资产收益率	3.64%	3.92%	3.62%	3.75%	3.80%	3.78%	4.00%
资产权重	97.40%	94.30%	86.50%	75.70%	92.20%	90.40%	92%
总投资收益率	3.60%	4.30%	7.70%	14.10%	-1.70%	4.80%	3.00%

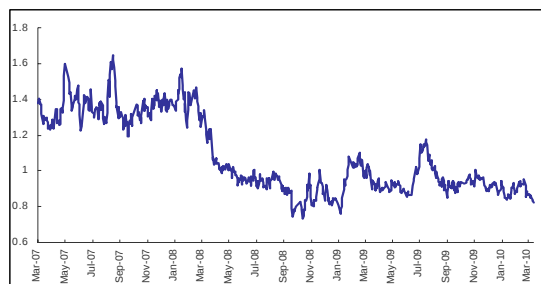
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 18 中国人寿 A/H 比价



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

图 19 中国平安 A/H 比价



数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

2. 保费的驱动因素

2009 年, 寿险行业总保费收入 8144 亿元, 同比增长 11%, 从 2001 年以来仅有 2004 年的增速低于这一数字。2009 年个险保费 3567 亿元, 同比增长 16%, 占比从 42% 提高至 44%, 银行保险保费 3885 亿元, 同比增长 8%, 占比从 49% 下降至 48%。

保费收入增速的波动一个原因是监管层力推的结构调整, 也即提高个险的占比, 降低银保的占比。我们关注的问题是除了监管层的介入这一特殊因素以外, 保费收入波动背后的驱动因素还有什么, 个险和银保背后的驱动因素是否一致?

表三 寿险保费收入细项数据 (亿元)

	个人保险			银行保险			团体保险			合计	
	金额	占比	增速	金额	占比	增速	金额	占比	增速	金额	增速
2000	739	74%		7	1%		255	25%		1,001	
2001	1,009	71%	37%	50	4%	674%	362	25%	42%	1,422	42%
2002	1,384	61%	37%	491	22%	876%	400	18%	10%	2,275	60%
2003	1,703	57%	23%	772	26%	57%	503	17%	26%	2,978	31%
2004	1,711	54%	0%	844	26%	9%	639	20%	27%	3,194	7%
2005	1,927	53%	13%	1,075	29%	27%	644	18%	1%	3,646	14%
2006	2,227	55%	16%	1,174	29%	9%	660	16%	3%	4,061	11%
2007	2,596	52%	17%	1,698	34%	45%	655	13%	-1%	4,949	22%
2008	3,083	42%	19%	3,590	49%	111%	665	9%	2%	7,338	48%
2009	3,567	44%	16%	3,885	48%	8%	692	9%	4%	8,144	11%
2010E	4,637	46%	30%	4,792	47%	23%	751	7%	10%	10,180	25%

数据来源: 保监会, 安信证券研究中心

2.1. 个险的驱动因素

说起个险的增长, 我们一定要谈到代理人。从 2001 年到 2009 年, 个险保费从 1009 亿元增长至 2009 年的 3567 亿元, 复合增长率为 17%。在此期间代理人的数量从 2001 年的 95 万人增长至 258 万人, 复合增长率为 13%。而人均保费提高的幅度就要小很多, 2001 年为 10.67 万元, 2009 年为 13.84 万元, 复合增长率仅为 3%。因此从区间的数据上来看, 个险的增长主要来自于代理人的增长而不是人均保费的增长。

而从分年度数据来看, 从 2001 年到 2009 年的 9 年中, 只有 2005 年和 2006 年这两年代理人增长的贡献小于人均保费增长的贡献, 其他时候代理人增长贡献均大于人均保费增长的贡献, 特别是 2007 年之后。

代理人从 2003 年到 2006 年数量基本上没有增长, 从 2007 年开始加速增长, 在 3 年时间内代理人数量增加了一倍。代理人加速增长的原因我们认为来自两个方面: 1、经过一段时间观念的冲突之后, 保险行业越来越清晰地认识到个险保单获取成本明显低于银保, 利润率也明显高于银保, 因此加大了投入; 2、之前通过提高人均保费这种内涵式的增长方式遇到了瓶颈, 因为中国目前的寿险保单中可能有一半甚至更多是“人情保单”, 代理人的交际圈决定了人均保费规模, 交际圈的有限性决定了人均产能提高的天花板。换句话说, 保单销售还没有从“熟人社会”转向“陌生人社会”,

这就使得人均产能的提高是有限度的。因此很多公司不得不又重新回到“人海战术”的路子上来。

从保监会公布的季度数据上来看，保险公司增加代理人（业内称为“增员”）具有明显的季节性，一般来说下半年尤其是4季度是增员的高峰期。增员的季节性带来个险保费的季节性，4季度增员带来的是1季度保费收入（也即“开门红”）较多。

我们认为 2010 年个人代理人数量将继续保持快速增长，保险公司更偏好个险的共识不会变化，各家保险公司均有明确的增员计划，我们预计 2010 年代理人增长幅度将在 20% 左右，寿险代理人总数将达到 300 万人，个险保费的增长预计将达到 30%。

不过一个值得思考的问题是在全社会劳动力成本开始明显提升的同时，代理人队伍迅速增加且成本并未显著提高，也就是说劳动力成本的提升目前还没有传导到代理人队伍中来。我们观察到 2001 年代理人的人均年收入为 1.39 万元，2009 年代理人的人均年收入为 1.88 万元，年复合增长率为 3.87%。而同期城镇居民可支配收入从 6900 元上升到 1.72 万元，复合增长率为 12.16%。同期农村居民纯收入从 2500 元上升到 6300 元，复合增长率为 11.99%。代理人的人均年收入复合增长率明显低于同期城镇居民和农村居民的复合增长率。而从佣金率上来看，过去 4 年的佣金率也没有明显上升，2006-2009 年个险佣金率（个险佣金/个险保费）分别为 12%、15%、13% 和 14%。

而从全社会劳动力供给方面来看，中国每年新增的劳动人口峰值是 2009 年，2005 年是一个次高点。若考虑退休人口对劳动力的减少，中国每年实际新增劳动力的峰值是 2005 年，2008 年以后开始趋势性下降，预期 2011 年将负增长。全社会劳动力供给将进入一个增速下降的通道中，随后在明年开始步入负增长。全社会劳动力供应的紧张会逐步传导到代理人队伍的成本中，同时如果保险公司仍然进一步扩大代理人队伍，那么代理人队伍的成本可能会呈现“双轮驱动”式的上升，一方面劳动力的供给曲线开始由平坦变为陡峭，另一方面劳动力的需求曲线进一步往右推。

保险公司目前更偏好个险的原因是个险的获取成本更低、利润率更高。随着劳动力成本的上升和个险渠道竞争的加剧，另外监管层对银保渠道采取更为严厉的监管措施，我们预计个险和银保利润率将朝着均衡化的方向发展，而不像现在两个渠道的利润率存在数量级上的差异。我们从法国和意大利的数据可以看出，传统渠道的获取成本并不低于银保渠道。这从另一个侧面证明了我们目前处在渠道间利润率由不平衡向再平衡转化的过程之中。

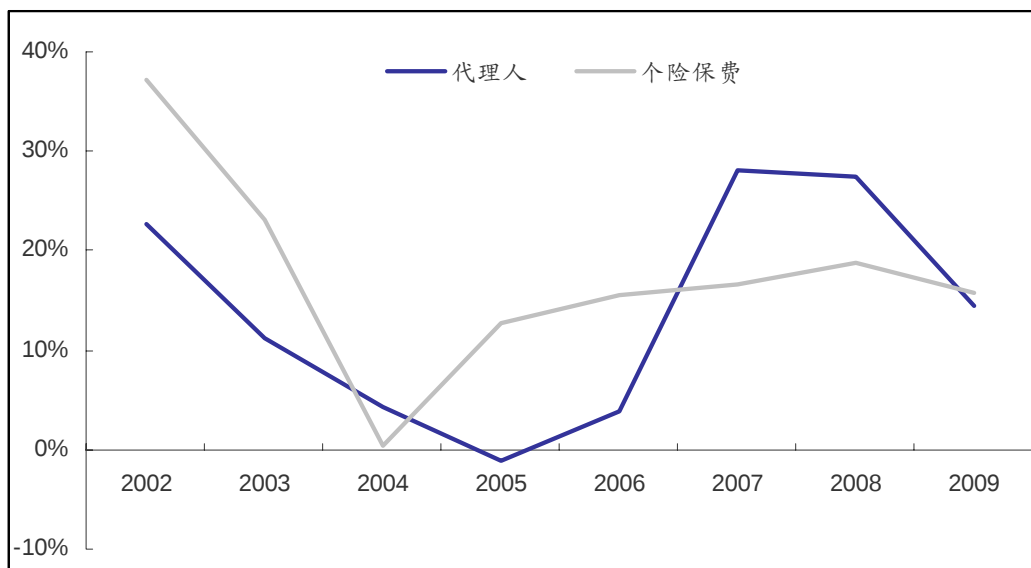
表四 个人保险细项数据

	代理人（万人）	人均保费（万元）	保费（亿元）
2001	95	10.67	1,009
2002	116	11.92	1,384
2003	129	13.19	1,703
2004	135	12.70	1,711
2005	133	14.49	1,927
2006	138	16.14	2,227
2007	177	14.69	2,596
2008	225	13.69	3,083
2009	258	13.84	3,567

数据来源：保监会，安信证券研究中心

注：2001 年-2004 年保监会并未分开公布寿险和财险代理人，这里的数据是按照代理人总数乘以 90% 得到。

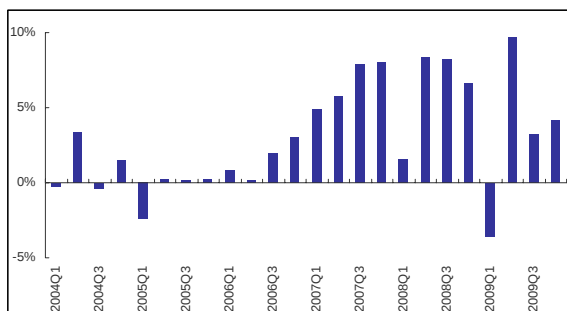
图 20 2007 年以来个险保费主要的驱动因素是代理人数量的增长



数据来源：保监会，安信证券研究中心

注：图中数据是代理人和保费的增速数据。

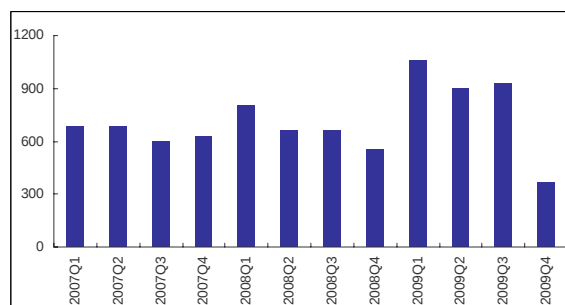
图 21 增员具备明显的季节特征



数据来源：保监会，安信证券研究中心

注：图中数据是代理人季度环比增长率。

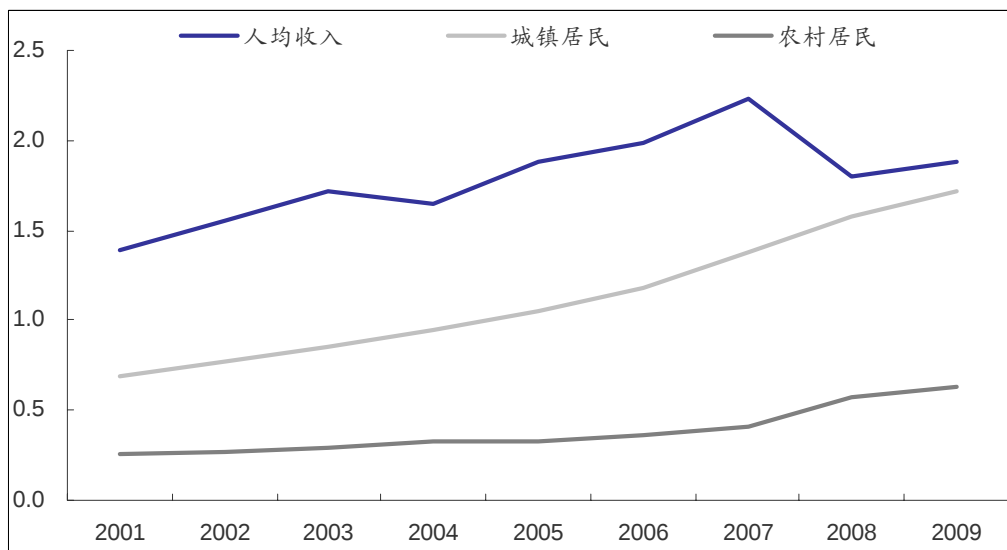
图 22 个险保费收入的季节性也较为明显(亿元)



数据来源：保监会，安信证券研究中心

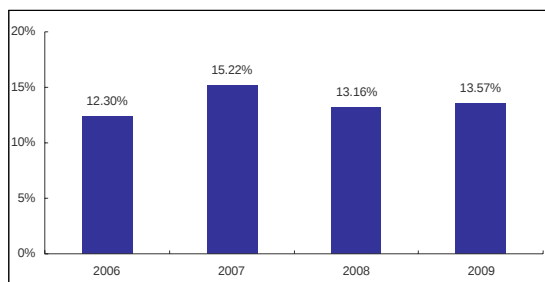
注：图中数据是个险季度保费收入。

图 23 2007 年以来代理人人均收入增长显著慢于总体水平(万元)



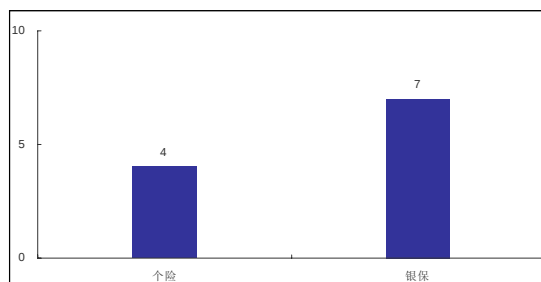
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 24 佣金率没有上升



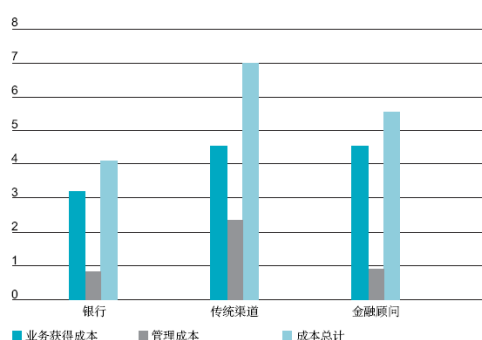
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 25 我国个险渠道获取成本明显低于银保



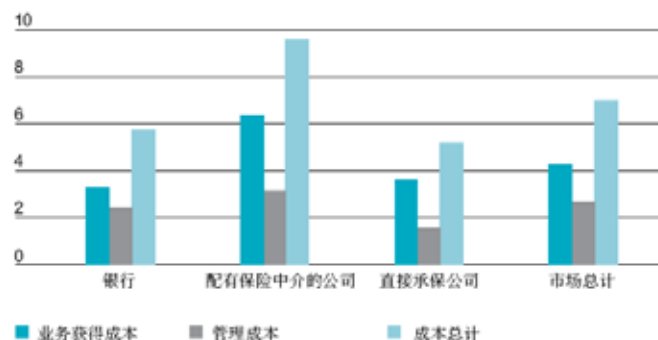
数据来源：安信证券研究中心

图 26 意大利传统渠道费用率高于银行渠道



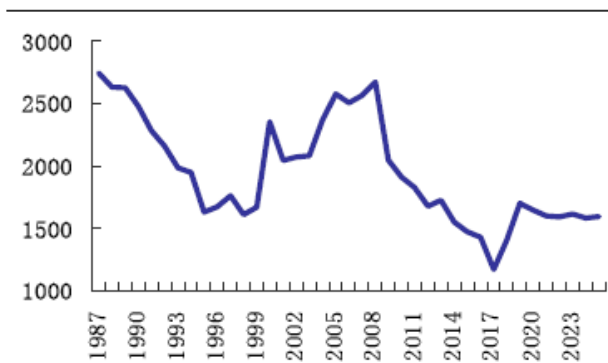
数据来源：ANIA，安信证券研究中心

图 27 法国传统渠道费用率也高于银行渠道



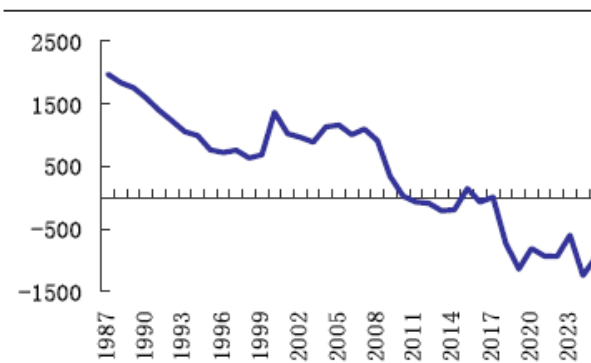
数据来源：FFSA，安信证券研究中心

图 28 新增 18 岁人口（万人）



数据来源：统计局，安信证券研究中心

图 29 新增 18 岁人口-退休人口（万人）



数据来源：统计局，安信证券研究中心

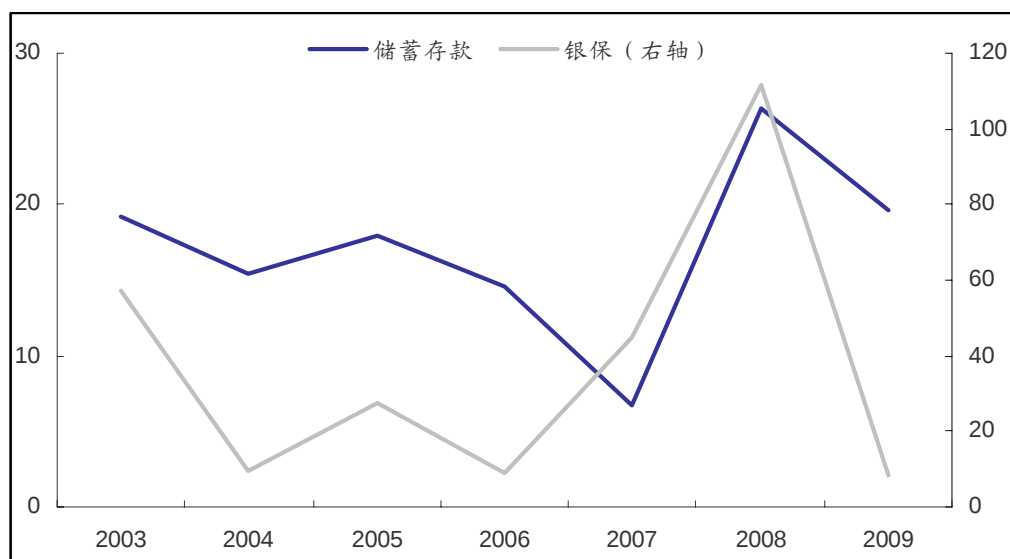
2.2. 银保的驱动因素

虽然在 2009 年，银保的增速明显受到了监管调控的影响，到我们观察到从 2003 年以来，银保的增速和储蓄存款增速基本上是吻合的，只有 2007 年出现了差异。我们先来看看两者增速吻合的原因，我们认为两者都是由投资者资产配置带来的结果。由于在银行渠道销售的保险跟储蓄类似，属于“广义储蓄”，因此在投资者配置资产的过程中是将其作为一项资产来看待的。因此在投资者更偏好储蓄的时候，我们会看到储蓄存款和银保增速的提高，这一点在 2008 年体现得非常明显。当年的银保增速的飙升是同储蓄回流的大背景一致的。

2007 年增速出现了背离，当年储蓄存款增速出现了明显下滑，与此同时银保增速却上升到了 57%。背离的原因是 2007 年，银保产品的性质出现了变化。为了迎合

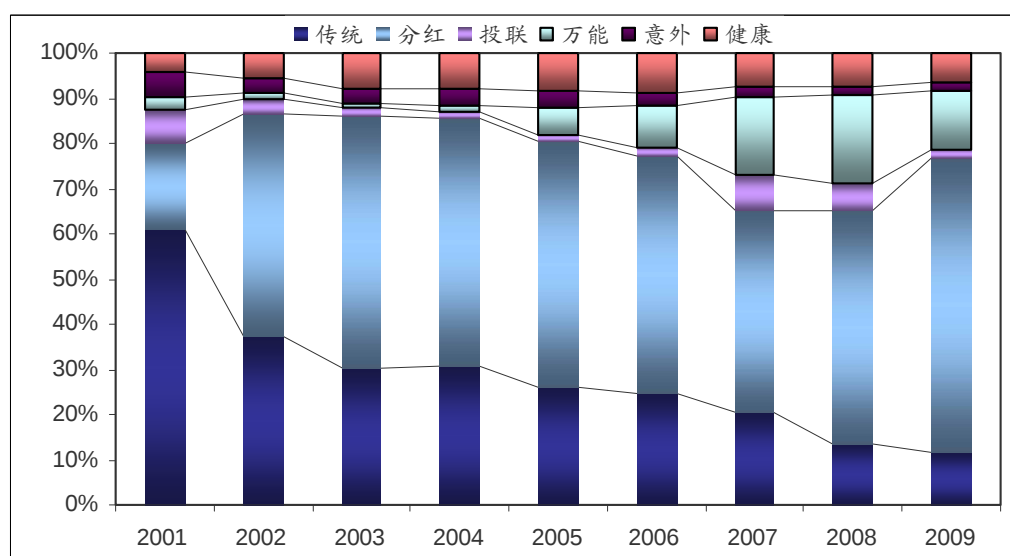
市场需求，当时很多保险公司都开始销售投联险，因此在资产配置上是将其与股票、基金放在一类中的。我们可以看到 2007 年投联险销售规模从 2006 年的 60 亿元上升至 394 亿元，占比从 1% 上升至 8%。

图 30 银行保险保费收入增速与储蓄存款增速基本保持一致



数据来源：保监会，Wind 资讯，安信证券研究中心

图 31 2007 年的背离是因为投联险的快速增长



数据来源：保监会，安信证券研究中心

3. 首选平安

3.1. 寿险业务快速发展

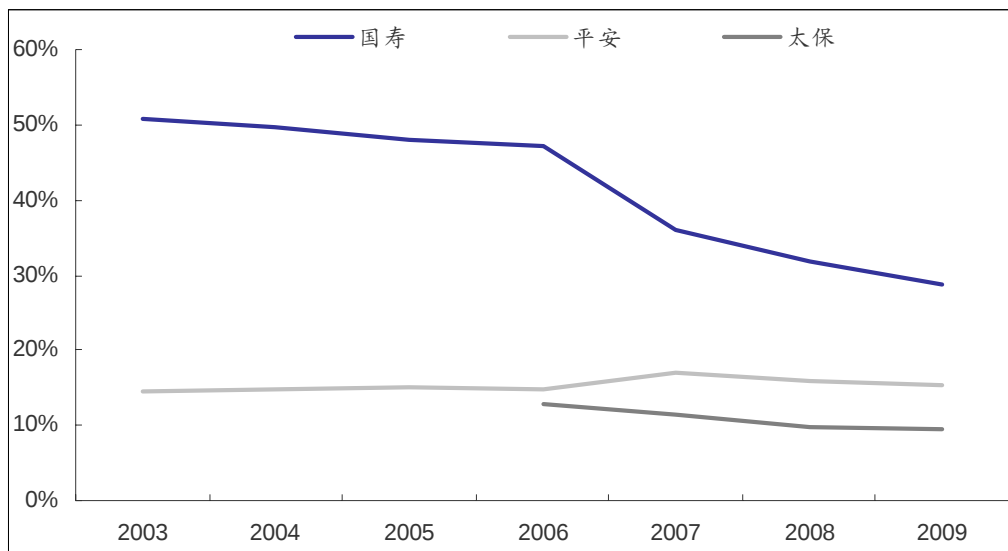
2009 年平安人寿保费收入 1323 亿元，同比增长 31%，同期中国人寿和中国太保的增速分别为 0% 和 2%。2010 年 1 月份，中国人寿、平安人寿和太保人寿 1 月份保费收入分别为 418 亿元、221 亿元和 103 亿元，同比分别增长 14%、59% 和 47%。从 2008 年开始，平安的保费收入均要快于同业。

我们认为平安未来寿险业务有望能持续领先同业，主要原因是：1、从 2007 年开始的这一拨增员高潮中，平安是上市保险公司中唯一一个确保代理人市场份额没有下降甚至还略有上升的公司，为个险业务的快速发展奠定了良好基础；2、公司的续期业务占比比较低，因此不需要放太多注意力在调整结构上，保费收入的增速可能会较

快。

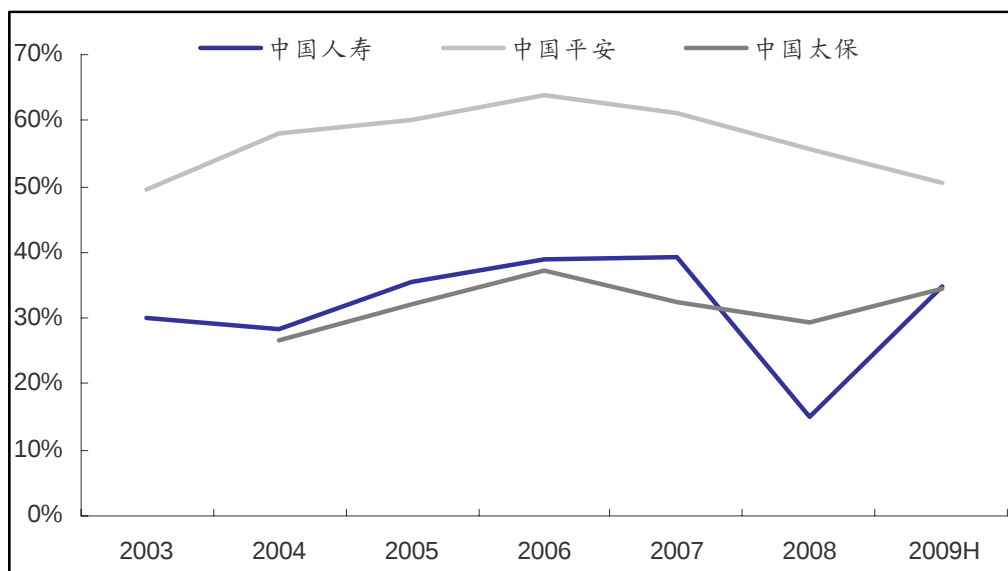
平安和太保会在定期报告中公布代理人的月度 FYP 和件数。平安的人均 FYP 从 2004 年的 1767 元增加到 2009 年中期的 3119 元，复合增长率为 18%。而同期代理人月均件数其实是下降的，从 2004 年的 2.3 件下降至 1.2 件，件均保费增加很快，从 2004 年的 1411 元增加到 2009 年中期的 6130 元。太保的人均 FYP 从 2004 年的 1767 元增加到 2009 年中期的 3119 元，复合增长率为 12%。而同期太保的销售件数也略有提高，从 2004 年的 1.4 件提高到 2009 年中期的 1.8 件。件均保费的变化不大，2004 年为 1200 元，2009 年中期为 1700 元。

图 32 三家上市公司中只有平安的代理人数量的市场份额未发生下降



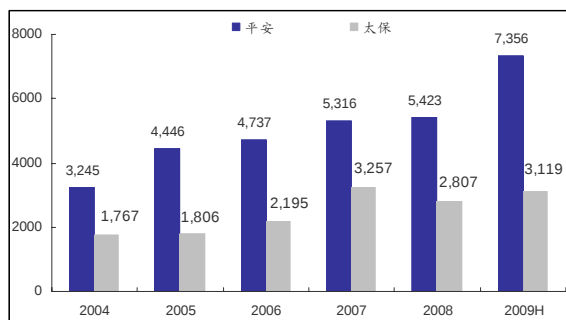
数据来源：保监会，安信证券研究中心

图 33 平安续期保费占比最高



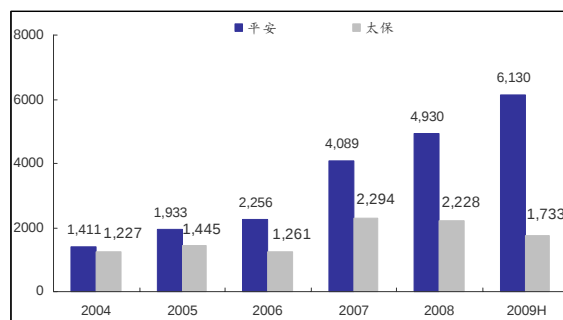
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 34 平安和太保代理人月度 FYP



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 35 平安和太保代理人件均保费



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

3.2. 财险业务盈利能力迅速增强

3月6日，平安发布公告旗下平安财险将发行次级债，规模尚未公告，据媒体报道发行规模为35亿元。2008年以来，平安财险增加资本的动作持续不断。2008年增资了10亿元，2009年年初发行20亿元次级债，2009年年底，又进一步增资了20亿元。截至2009年底，平安财险资本金60亿元，发行次级债20亿元。

截至2009年中期，平安财险的偿付能力充足率为161%，略微超过保监会规定150%的下限。下半年公司增资20亿元，同时下半年盈利14亿元，因此我们预计2009年底公司实际资本将增加至97亿元，随着业务的快速发展最低资本也将增加至50亿元，预计年末公司财险业务偿付能力充足率将增加至约190%。在此情况下，公司又进一步提出发行次级债的计划，预计今年的财险业务将进一步保持40%甚至更快的发展速度，因此需要进一步发行次级债以确保偿付能力充足率始终保持在150%以上。

公司选择在这样的时段加快业务发展步伐有其合理性。自从保监会2008年8月29日发布了《中国保监会关于进一步规范财产保险市场秩序工作方案》，财险行业的经营环境得到了明显的改善，经营效益在2009年下半年出现了非常明显的好转。以平安公布的数据来看，2008年综合成本率105%，2009年中期综合成本率为108%，2009年全年的综合成本率降至不到100%的水平，在业务保持快速发展的同时，综合成本率还有所下降，这样的业务增长是比较健康的。选择在监管层规范市场秩序的时候开始业务扩张是明智的。我们认为财险业务是平安集团中一块越来越值得重视的业务。

3.3. 估值水平最低

截至3月12日的收盘价，中国人寿、中国平安和中国太保股价对应2010年隐含新业务价值倍数分别为23倍、12倍和16倍（其他非寿险业务按照1倍市净率估值），平安的估值水平在3家保险公司中最低。

3.4. 市场关注问题

3.4.1. 新会计准则问题

市场担心新会计准则对平安的影响主要集中在两个方面：1、利差损保单对净利润和净资产的影响；2、会计准则变化后相应的税收接轨问题。对于2009年当期净利润的影响很小，这一点公司的业绩预增公告已经说明，现在市场担心的是净资产的负面影响究竟有多大以及对于假设的敏感性。净利润和净资产对假设的敏感性分析确实是一个值得注意的问题，这一风险无法完全排除。

税收方面的问题是万能险和投联险中未能确认为保费收入的部分对应的佣金能否享受税前列支尚未确定。按照2009年3月份税务总局下发的文件《关于企业手续费及佣金支出税前扣除政策的通知》规定手续费及佣金支出税前列支的限额按如下方式计算：财产保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的15%（含本数，下同）计算限额；人身保险企业按当年全部保费收入扣除退保金等后余额的10%计算限额。对于不能确认为保费收入的部分其对应佣金是否可以享受税前列支还有待确认。为了政策的平稳过渡，我们预计出台不能税前列支的政策或许是小概率事件。

3.4.2. 减持问题

按照公司公告，三家员工持股公司新豪时、景傲实业和江南实业所持有的8.6亿

股（持股比例为 11.71%）将于 2010 年 3 月 1 日解禁。公司另外还称新豪时、景傲实业和江南实业（王利平本人及代理全体委托人间接拥有的股份）持有的公司股权将在未来 5 年内以在二级市场公开出售和大宗交易相结合的方式减持，每年减持本公司的股份将分别不超过其持有股份的 30%。该减持力度是超出此前市场的预期，因此股价出现了一定幅度的下跌。我们认为目前股价已经反映了比较悲观的预期，即通过二级市场转让，实际上我们预计也存在不通过二级市场减持的可能性。

3.4.3. 再融资问题

市场另一担心的问题是集团公司的偿付能力和再融资问题。根据 2009 年中报数据，平安集团的偿付能力有 326%，寿险的偿付能力为 221%，银行的核心资本充足率为 8.4%。而按照母公司报表，截至 2009 年中期，剔除对子公司的长期股权投资和负债，集团公司持有的可变现的资金为 246 亿元，其中货币资金 24 亿元，交易性金融资产 19 亿元，定期存款 52 亿元，可供出售金融资产 161 亿元。在子公司偿付能力充足，集团有 246 亿元可变现资产的情况下，除非公司有其他的资本支出，否则近期内应该没有再融资需求。这一点近期公司董事长马明哲接受记者采访时也提到年内无任何再融资计划。

表五 2009H 平安集团及各子公司偿付能力情况（百万元）

	集团	寿险	产险	银行
实际资本	108,782	44,945	6,299	
最低资本	33,391	20,373	3,913	
偿付能力充足率	326	221	161	
净资本				11,974
净风险加权资产				107,033
资本充足率				11.20%
核心资本充足率				8.40%

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2010-03-15

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E				
保险III																
601318	中国平安	增持-A	增持-A	0.09	1.45	1.66	518.33	32.17	28.10	0.8%	11.0%	11.2%	47.00	69.00	20070530	-18%
601601	中国太保	增持-A	增持-A	0.17	0.63	0.72	142.15	39.24	34.33	2.8%	7.0%	7.2%	24.85	34.00	20071207	-47%
601628	中国人寿	增持-A	增持-A	0.36	0.97	1.03	78.07	28.65	27.09	7.5%	17.2%	16.2%	28.16	39.00	20070530	-20%

作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业首席分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;
- 同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -10% 至 10%;
- 落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

上海
 上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2008 室
 邮编: 200120
 电话: 021-68801200

北京
 北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层
 邮编: 100032
 电话: 010-66578819

深圳
 深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层
 邮编: 518026