

### 保险仍是核心业务--中国平安09年年报点评

**事件：**中国平安发布4月17日发布2009年年度报告，2009年实现净利润（归属上市公司股东）138.83亿元，同比大增879.1%，基本每股收益1.89元，归属上市公司股东的每股净资产11.57元，可比口径增长31.6%。总投资收益率由08年的-1.7%提升为6.4%。

**平安保险仍是核心业务支柱：**对于平安的三大业务保险、银行和投资，保险仍是最为核心的支柱，贡献了净利润的76.3%。09年平安寿险业务实现净利润103.74亿元，这得益于业务的快速增长，市场份额提升和国内股票市场的上涨；规模增长同时质量亦有所保障，首年期缴业务增长，客户稳定，代理人队伍和产能均有所增长。产险业务净利润也增长了35%，得益于平安产险盈利能力提高，综合成本率下降，而且业务规模增长43.5%，市场份额跃居第二。

**非保险业务发展迅速，综合金融效应初显：**平安银行09年的净利润减少25.5%，利润贡献仅为7.5%，主要原因是净利差幅度收窄和战略性投入的持续增加。这种投入的增加，使得平安银行的总资产规模突破2200亿元，同比增长51.2%；平安证券经济业务和投行业务取得佳绩，净利润增长94.9%；平安信托管理资产大增169.1%，平安资产管理实现保险资产投资收益6.4%；交叉销售和后援集中发挥出成本节约和品牌集中的优势。

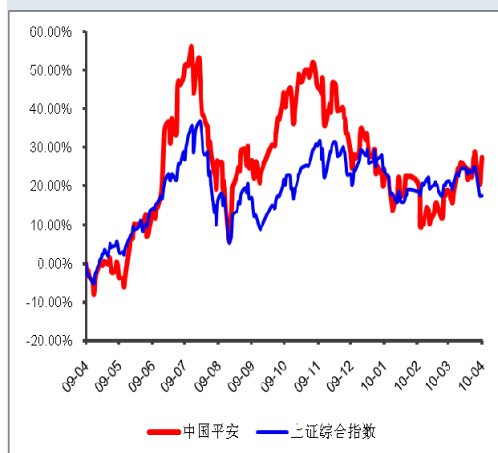
**新会计准则效应：**由于投连和万能等险种比例较高，平安寿险业务在新会计准则下保费收入确认比率为55%，大幅低于国寿和太保超90%的确认率。这个部分只影响到新口径下的市场排名，并不影响每项业务的利润，只要平安能够保持险种的盈利以及相关的附加效应，我们认可平安对业务结构和规模的坚持。新会计准则下每股净资产下降10%，这主要是由于类准备金余额的增加引起的；高利率保单补提准备金约90亿元，预计2012年以后可以消化完毕这部分影响。新会计准则拉升净利润近50亿元，贡献了EPS0.68元，占每股收益的34%。

新会计准则不影响公司的业务经营和策略，平安的主体业务继续向好，给予推荐评级。

**风险：**资本市场大幅震荡导致权益投资收益率低，债券市场持续上涨

### 公司评级：推荐

中国平安相对上证综合指数表现



#### 股票数据

总市值（百万元）	380,253
总股本/流通 A 股（百万股）	7,345/4,786
流通 B 股/H 股	0/2,559
流通股比例	100%

#### 资产负债表摘要（12/09）

股东权益（百万元）	84,970
每股净资产（元）	11.57
资产负债率	90.20%

王泽军

执业号：s1490209080023

wangzejun@hrsec.com.cn

王慧萍

010-58568221

wanghuiping@hrsec.com.cn

## 1、保险仍是核心业务

2009年在中国平安综合金融的框架下，保险、银行、证券、信托以及其他各项业务都取得快速增长，整体盈利能力也取得较大提升，全年实现净利润144.82亿元，其中归属上市公司股东净利润138.83亿元，同比大增879.1%；净资产增长36.6%，每股收益1.89元，每股净资产11.57元。其中寿险业务贡献了71.4%的利润。

### 1.1 各项业务增长迅速，保险仍是利润核心

2009年中国平安的各条业务规模都增长很快，其中：

①平安寿险、平安养老险和平安健康险共经营规模保费1345.03亿元，同比增长了34.1%，大幅超越整个寿险行业；取得市场份额16.5%，较去年同期提升2.5个百分点；

②平安产险保费收入384.83亿元，同比增长43.9%；市场份额跃居第二占12.9%；

③平安银行存贷款总额较08年底增长39.6%和48.4%；

④投资业务下平安证券完成保荐13家IPO和4家再融资项目，手续费及佣金收入增长60.5%；平安信託管理的信託资产规模增长169.1%；平安资产管理的资产规模增长26.2%。

从利润构成看，保险仍是利润的核心。各项业务利润都取得增长，除了银行由于投入增加息差收窄导致净利润减少。

图1：平安各业务2009年净利润贡献

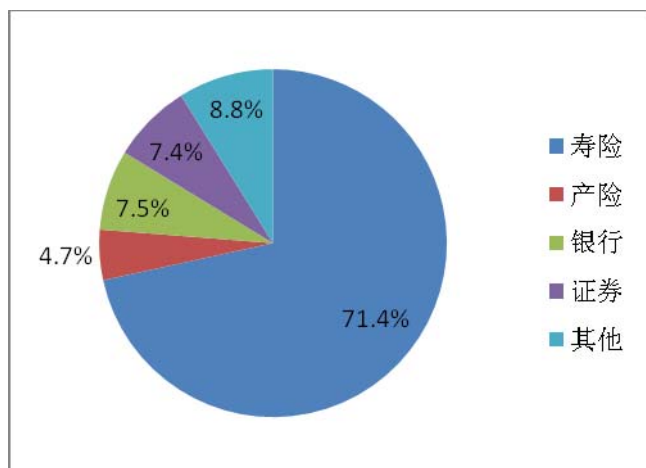
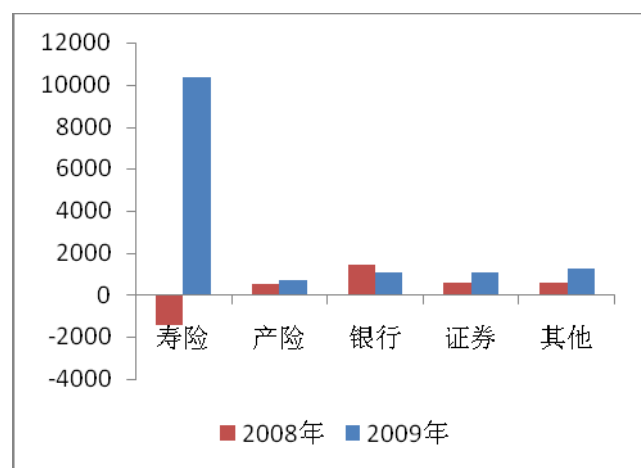


图2：各项业务净利润增长情况



数据来源：公司公告，华融证券

### 1.2 寿险“质”“量”齐升

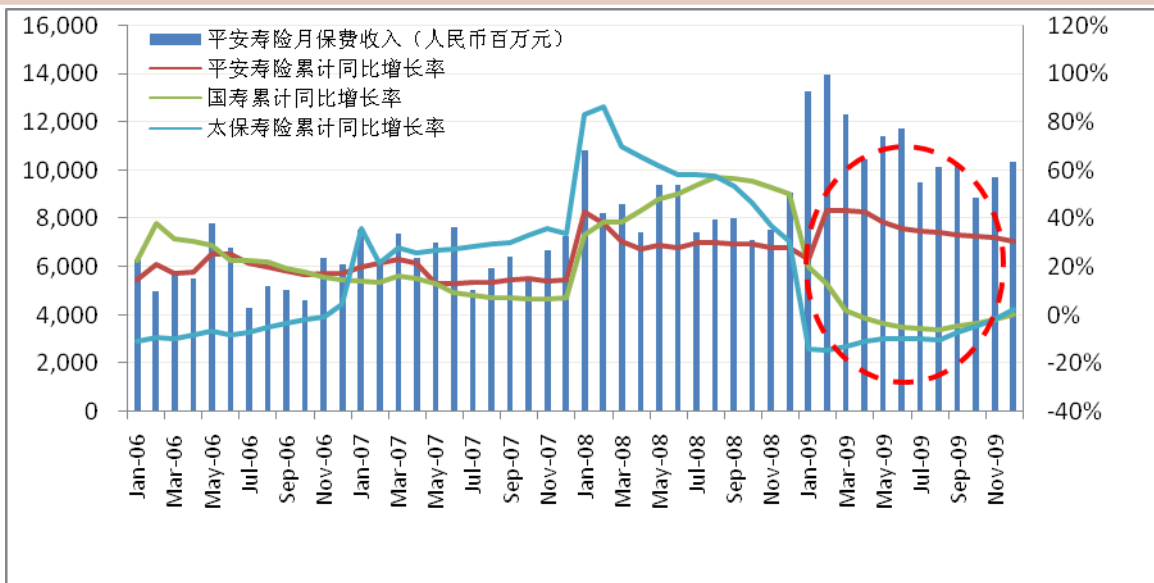
平安寿险的业务规模在09年增长34.1%，大幅超越了进行业务结构调整的中国人寿和中国太保。从过去几年看，平安寿险业务的增速一直比较平稳，坚持自身的业务结构和发展节奏。

09年的快速增长虽然银保的贡献力量增加（保费增长87.4%），但是含金量高的个人寿险业务仍是平安的核心，占据规模保费的74.2%，保费增速达到26.2%；其中首年期缴保费占到个险的27.4%。

首年期缴业务呈现增长态势，特别是个险首年期交增幅达38.5%；新业务增

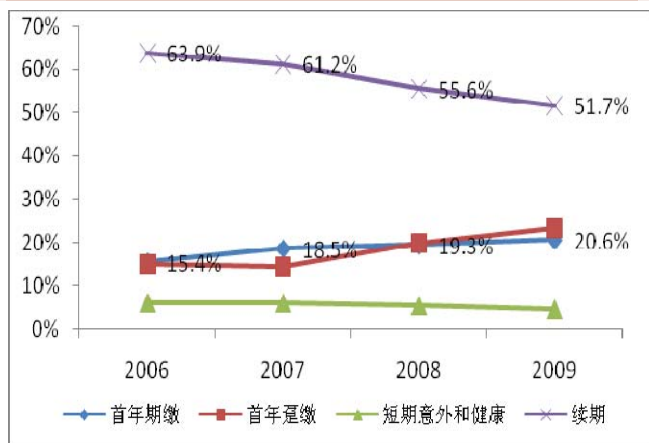
速较快，续期拉动效用减弱。寿险一年新业务价值 126.54 亿元，增长 35.4%。

图 3：平安寿险保费规模在 09 年大幅超越中国人寿和中国太保，增速一直比较平稳



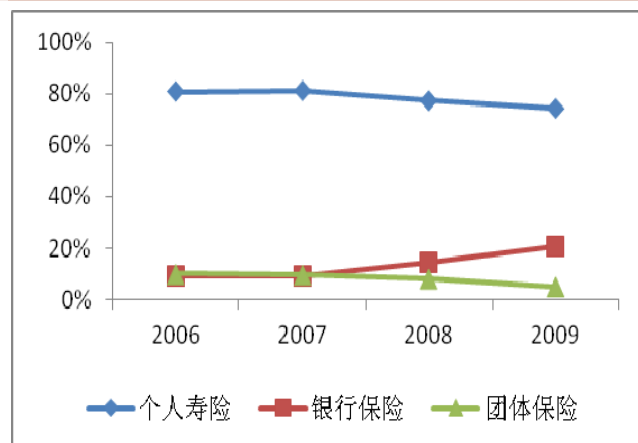
数据来源：wind、华融证券

图 4：首年期缴和趸缴均增长，新业务强劲



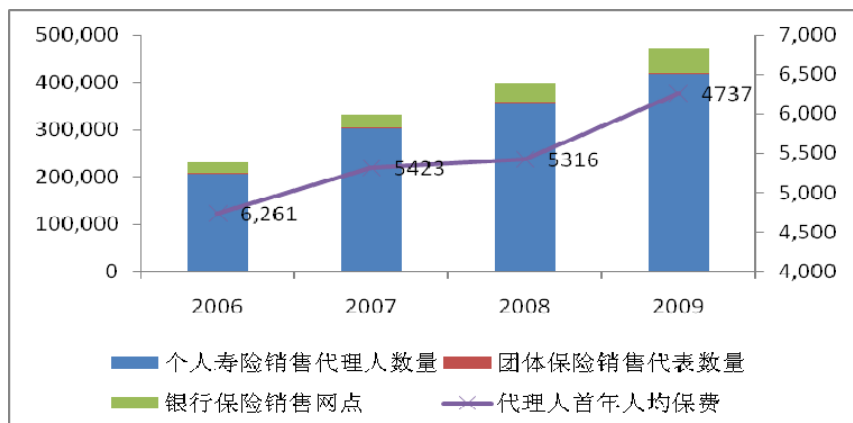
数据来源：公司公告、华融证券

图 5：09 年银保大增，个险比重有所降低



尽管个险比重有所降低，但是个险的发展有稳定的客户群体和强大的代理人团队保障的。09 年个人客户超过四千万，增幅达到 11.6%。个人代理人队伍 41.65 万人，增长了 17.1%；代理人产能提升较快，首年人均每月保费达到 6261 元，同比提升了 15.5%；产能的提升同时能强化队伍的稳定。

图 6：个人代理人队伍增长，人均产能提升

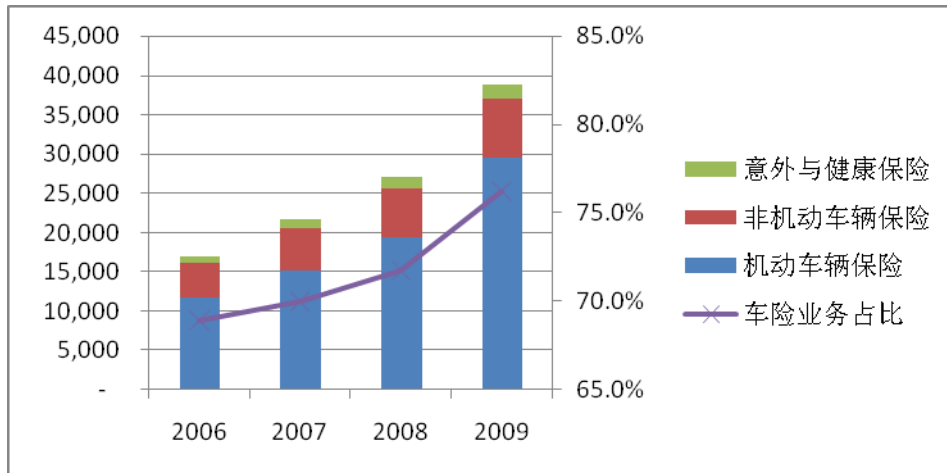


数据来源：公司公告、华融证券

1.3 产险承保盈利。

2009 年平安产险实现保费收入 384.83 亿元，增速达 43.5%，超过了市场预期。高速增长主要由车险业务带动，09 年车险保费增长了 52.6%，占全年保费的比重进一步提升至 76.2%。主要的原因是 09 年产险市场环境较好，一方面汽车销售量的增长带来车险需求的增加，另一方面在保监会加强监管背景下产险市场费率有所提升，有利于大型险企的发展。

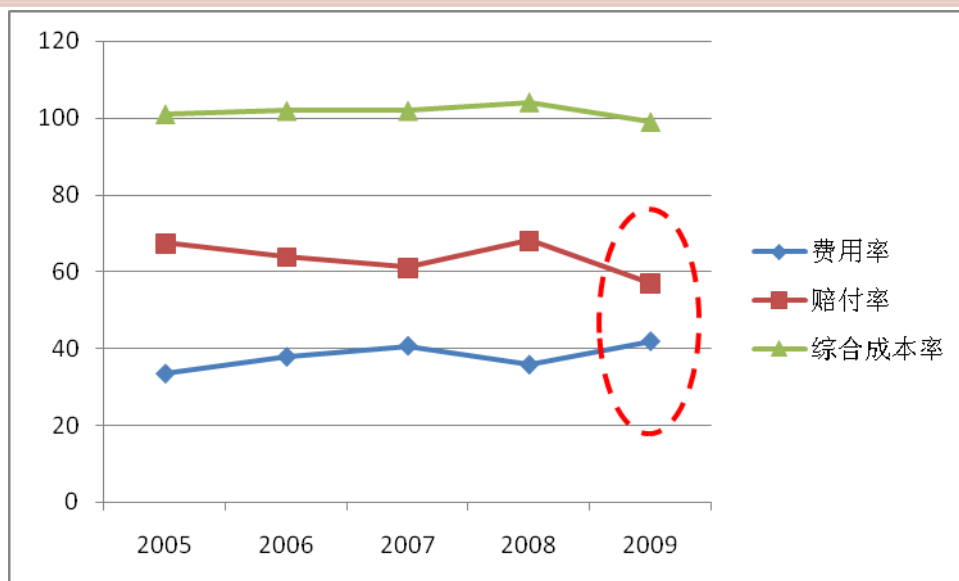
图 7：产险业务增长迅速，车险占比增加



数据来源：公司公告、华融证券

在有利的市场环境下，平安产险净利润从 08 年的 5 亿增长为 09 年的 6.75 亿元，涨幅 35%。赔付率下降很快，从 08 年的 68.1% 下降至 09 年的 57%，但扩张业务也带来费用率的上升，从 08 年的 35.9% 提升至 09 年的 41.9%，09 年综合成本率为 98.9%。赔付率的下降主要源于承保控制，费率提升；相比往年 09 年度没有巨灾出险。

图 7：09 年产险赔付率下降，费用率上升，综合成本率



数据来源：公司公告、华融证券

综合来看，尽管车险盈利性较差且占比过高，结构不够优化，但只要控制好综合成本率，车险能够实现以量补价，从而带动产险利润增长。预计 10 年在有利的市场环境下，平安产险依然能够通过电话车险等渠道实现规模扩张和盈利。

## 2、非保险业务发展迅速，综合金融效应初显

### 2.1 银行规模增长，利润缩减

2009年平安银行总资产2206.81亿元，较08年底增长51.2%；存贷款总额增长39.6%和48.4%，信用卡交易金额市场份额从08年的1.1%跃升到2.2%。银行规模实现快速增长。

2009年银行业务的净利润从08年的14.4亿元减少到09年的10.8亿元，主要的原因是央行降息导致净利差收窄，09年平安银行增加全国性银行布局和信用卡的战略性投入。尽管利润减少，但银行各项指标表现良好。

表1：银行业务各项关键指标

	2009年	2008年	说明
净利差	1.77%	2.66%	央行下调存贷款利率的滞后效应
成本与收入比例	59.50%	47%	培育期战略投入增长，收入收窄
不良贷款比率	0.46%	0.54%	
拨备覆盖率	156.00%	153.70%	
资本充足率	13%	10.70%	发行次级债30亿元
核心资本充足率	10.90%	10.50%	增资50亿元

数据来源：公司公告、华融证券

考虑银行是中国平安大金融架构中的重要组成部分，银行本身的盈利能力很高，而且能够带动保险业务的发展，预计未来将成为平安重要的增长点。

### 2.2 证券和信托业务表现不俗

2009年平安证券受益于股市上扬，经纪手续费收入增长59.7%；投行业务成功保荐发行13家IPO和4家再融资项目，承销佣金收入增长75.1%，实现净利润10.72亿元，较08年增长了94.9%。预计10年经纪业务收入难见高增长，但在承销业务上可以有所作为。

2009年平安信托在产品、渠道和运营平台的建设上去的突破，信托资产规模达1305.51亿元，较08年底大幅增长169.1%，随着投资团队和平台的进步，有望成为新的利润增长点。

平安资产管理09年实现保险资产总投资收益率6.4%，与行业整体持平，略好于中国人寿。

### 2.3 共享平台建设，综合金融效应初显

通过IT、后援集中、交叉销售、一账通等共享平台建设，公司综合金融架构和法人治理结构得以完善，提高资源使用效率，降低服务成本。

从交叉销售成果看，产险业务的14.5%，信用卡业务的56.5%都是通过交叉销售渠道完成，其他如年金，信托，存贷款等也受益于本渠道。因此，只要平安的寿险代理人队伍保持稳定和增长，受益的就不仅是寿险业务的增长。

后援集中作业的专业作业和共享作业均取得有效进展，一阶段工程全面完成

## 3、权益投资比重上升至10.8%，累积每股浮盈0.8元

09年收益于资本市场重回牛市，中国平安的权益投资配置比例从08年的7.8%上升至09年的10.8%，低于中国人寿和中国太保；固定到期日投资比重下滑，基建投资增长不大。全年实现总投资收益307.28亿元，08年则是因为富通

投资计提减值造成亏损 79.35 亿元。总投资收益率为 6.4%，与行业基本持平。

表 2：保险资金投资组合分配情况

年份 (人民币百万元)	2009		2008		2007	2006
	账面值	占比	账面值	占比	占比	占比
定期存款	91,599	15.5	84,412	18.2	7.0	17.8
债券投资	351,432	59.6	286,791	61.7	40.2	56.4
其他固定到期日投资	5,434	0.9	3,725	0.8	0.5	0.4
<b>固定到期日投资合计</b>	<b>448,465</b>	<b>76</b>	<b>374,928</b>	<b>80.7</b>	<b>47.7</b>	<b>74.6</b>
股权投资	44,380	7.5	22,929	4.9	21.4	9.6
证券投资基金	19,196	3.3	13,443	2.9	3.3	3.9
<b>权益投资合计</b>	<b>63,576</b>	<b>10.8</b>	<b>36,372</b>	<b>7.8</b>	<b>24.7</b>	<b>13.5</b>
<b>基建投资</b>	<b>8,932</b>	<b>1.5</b>	<b>5,509</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>
现金及现金等价物及其他	68,740	11.7	47,856	10.3	26.8	11.5
<b>投资资产合计</b>	<b>589,713</b>	<b>100</b>	<b>464,655</b>	<b>100</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

数据来源：公司公告、华融证券

09 年底平安尚有浮盈 59 亿元，折成每股浮盈约 0.8 元；略高于国寿。

表 3：资本公积明细下的浮盈每股 0.8 元

资本公积明细	2009 年	2008 年
股本溢价	51,907	51,907
可供出售金融资产公允价值变动	5,945	-1,332
影子会计调整	-938	-3,369
其他资本公积	311	311
以上项目的所得税影响	-1,138	989
	56,087	48,506
<b>每股浮盈</b>	<b>0.81</b>	<b>-0.18</b>

数据来源：公司公告、华融证券

#### 4、新会计准则的影响

新会计准则的影响主要表现在以下几个方面：1) 新准则下的保费收入确认率；2) 准备金评估利率变化带来的净资产、净利润的变动

##### 4.1 保费收入确认率低，这并非缺陷

2009 年平安在万能险上增长 70.2%，万能和投连合计实现规模保费 622.09 亿元，占总保费的 46.3%。在新会计准则“先拆后侧”的要求下，万能和投连分拆保费 580.48 亿元，仅被确认 41.61 亿元；另外未通过重大风险测试的保费 30.16 亿元；导致 09 年平安寿险的保费收入确认率为 55%，略低于市场预期，大幅低于中国人寿和中国太保。但是我们认为保费收入的确认并不影响公司利润，影响的只是新准则下的市场份额。我们认为对于市场份额应有新的观念，新准则下的市场排名并不完全反应规模效应。我们认为只要公司能够在投连和万能上取得利润，能够带来附加收益比如代理人队伍的稳定以及其他协同效应，认可公司对业务结构的坚持。

**表 3: 万能占比高导致保费确认率低**

(人民币百万元)	2009 年		2008 年	
	金额	占比	金额	占比
分红险	49,810	37.0%	37,433	36.6%
<b>万能险</b>	<b>57,641</b>	<b>42.9%</b>	33,870	33.1%
长期健康险	8,790	6.5%	8,454	8.3%
传统寿险	4,964	3.7%	4,943	4.8%
<b>投资连结险</b>	<b>4,568</b>	<b>3.4%</b>	7,172	7.0%
年金	2,781	2.1%	5,076	5.0%
意外及短期健康险	5,949	4.4%	5,421	5.3%
合计	134,503	100.0%	102,369	100.0%

数据来源: 公司公告、华融证券

#### 4.2 对资产负债表和利润表的影响

我们根据年报信息整理了 2009 年和 2008 年度的新会计准则调整前后的资产负债表和利润表。在新会计准则下, 公司每股净资产增长 31.7%, 每股净利润增长 894.7%。对比不同会计准则下各主要科目, 新会计准则减少 09 年末总资产 0.5%, 增加总负债 0.6%, 其中负债的增长主要是由于类准备金项增加引起的, 虽然保险合同准备金减少, 但保户储金及投资款和独立账户负债增加更多。会计准则作用下, 08 年每股净资产下降 18%, 09 年下降 10%。

此前市场担心高利率保单问题补提大量准备金的问题, 由于新业务准备金在新准则下减少, 将稀释高利率保单的准备金。从类准备金的规模上看, 09 年会计准则增加类准备金 90.01 亿元, 对 08 年的影响是增加 117.69 亿元, 粗略估计每年稀释幅度为 23.5%。若平安保持平稳的保费增长速度, 以每年消化 30 亿计算, 预计 2012 年之后可以消化完毕; 理论上每年消化应该是加速的, 乐观估计 2012 年中期开始新会计准则对净资产转为正面影响。

**表 4: 新会计准则对合并资产负债表的影响**

	新会计准则调整后			新会计准则调整前		会计准则影响	
	2009-12-31	2008-12-31	可比口径下 变化	2009-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2008-12-31
总资产	935,712	704,564	32.8%	940,331	707,640	-0.5%	-0.4%
总负债	843,969	637,405	32.4%	838,969	626,171	0.6%	1.8%
类准备金项 *	543,228	438,253	24.0%	534,227	426,484	1.7%	2.8%
每股净资产	11.57	8.79	31.7%	12.87	10.72	<b>-10.1%</b>	-18.0%

\* 类准备金项包括保户储金及投资款、保险合同准备金和独立账户负债

数据来源: 公司公告、华融证券

对于利润表项目, 新会计准则减少了保险业务收入和投资收益, 但是退保金、提取保险合同准备金、佣金手续费项目减少幅度更大, 新口径下 EPS 从 08 年的 0.19 元增长到 09 年的 1.89 元, 其中会计准则贡献了 0.68 元, 占 09 年 EPS 的 34%。新会计准则虽然导致准备金余额增加, 但利润表中的准备金提取额减少, 这主要是因为新业务对准备金提取额影响更大, 而新业务的评估利率在新准则下是提高了的。

**表 5: 新会计准则对合并利润表的影响**

	新会计准则调整后			新会计准则调整前		会计准则影响	
	2009	2008	变化	2009 (未经审计)	2008	2009	2008
保险业务收入*	112,213	89,103	25.9%	173,277	129,383	-35.2%	-31.1%
投资收益	30,380	25,708	18.2%	33,758	28,248	-10.0%	-9.0%
退保金	-4,993	-5,715	-12.6%	-14,257	-13,362	-65.0%	-57.2%
提取保险合同准备金	-41,234	-13,737	200.2%	-101,815	-38,792	-59.5%	-64.6%
佣金手续费	-11,418	-8,649	32.0%	-19,146	-14,637	-40.4%	-40.9%
其他业务成本	-11,338	-3,774	200.4%	-6,115	-1,381	85.4%	173.3%
净利润	14,482	1,635	785.7%	9,476	873	52.8%	87.3%
每股净利润	1.89	0.19	894.7%	1.21	0.09	56.2%	111.1%

\* 保险收入中含有产险保费收入

数据来源: 公司公告、华融证券

#### 4.3 内含价值几乎不受影响, 风险贴现率下调至 11%

由于内含价值与偿付能力相匹配, 保险合同负债采用仍是保监会制定的责任准备金评估标准, 非保险合同使用新准则, 因此内含价值计算几乎不受新准则的影响。相比 08 年, 内含价值增长 26.4%, 其中寿险业务内含价值大幅增长 44.6%, 一年新业务价值增长 38.9%。

但 09 年平安下调了风险贴现率在计算内含价值和一年新业务价值时, 下调了折现率至 11%。从表 6 可以看到风险贴现率增加内含价值 25.23 亿元, 仅占资本变动前寿险业务内含价值的 2.5%, 调整贴现率的影响不大。

**表 6: 寿险业务内含价值变动**

(人民币百万元)

寿险业务 2008 年 12 月 31 日的内含价值	69,643	
年初内含价值的预计回报	7431	2009 年出现的内含价值预期增长
一年新业务价值	12,654	2009 年销售的新业务按收益率或 11.0% 贴现率计算的贡献
假设及模型变动	-1,290	费用率等假设的变动导致内含价值下降
风险贴现率变动	2,523	风险贴现率由收益率或 11.5% 变为收益率或 11.0%
市场价值调整影响	4,989	主要由于相关资产未实现资本利得增加导致市价调整增加
投资回报差异	3,404	2009 年实际投资回报较假设回报高
其他经验差异	601	其他实际经验与假设的差异
资本变动前寿险业务内含价值	99,956	资本变动前寿险业务的内含价值增加 43.5%

数据来源: 公司公告、华融证券

预计 10 年一年新业务价值增长 20% 达到 141.66 亿元, 折成每股 1.93 元; 目前股价 (52 元) 隐含的新业务价值倍数为 11.8, 给予推荐评级。



附：盈利预测和内含价值

财务预测 (单位: 百万元)					
损益表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	<b>165,204</b>	<b>139,803</b>	<b>147,835</b>	<b>172,194</b>	<b>210,114</b>
已赚保费	94,032	121,790	100,383	120,460	142,142
投资收益 (含公允价值变动收益)	63,835	10,580	32,194	34,515	42,758
<b>营业支出</b>	<b>148,037</b>	<b>142,110</b>	<b>128,254</b>	<b>150,708</b>	<b>185,676</b>
提取保险责任准备金	76,953	32,984	41,417	63,961	78,660
赔付支出	26,998	34,592	33,154	34,933	41,221
佣金及管理费	26,303	28,662	33,856	33,729	39,800
营业利润	17,167	-2,307	19,581	21,486	24,438
利润总额	17,483	-2,453	19,919	21,808	24,805
所得税	1,902	-3,326	5,437	5,888	6,697
<b>净利润 (归属母公司股东)</b>	<b>15,086</b>	<b>662</b>	<b>13,883</b>	<b>15,443</b>	<b>17,564</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金	72,740	52,445	102,775	100,906	120,700
交易性金融资产	84,938	6,931	29,126	47,485	56,800
可供出售金融资产	178,539	212,236	241,436	284,911	340,800
持有至到期投资	127,736	126,502	218,598	267,104	319,500
独立账户资产	0	0	46,922	52,761	57,852
定期存款	41,731	83,003	73,605	89,035	106,500
<b>资产合计</b>	<b>651,104</b>	<b>707,640</b>	<b>935,712</b>	<b>1,122,936</b>	<b>1,336,204</b>
保户储金及投资款	5,287	6,420	130,343	153,887	184,074
准备金	380,947	420,064	365,963	439,678	525,927
独立账户负债	0	0	46,922	52,761	57,852
<b>负债合计</b>	<b>541,886</b>	<b>626,171</b>	<b>843,969</b>	<b>1,009,884</b>	<b>1,199,770</b>
<b>股东权益</b>	<b>109,218</b>	<b>81,469</b>	<b>91,743</b>	<b>113,052</b>	<b>136,434</b>

内涵价值估值	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
调整后净资产	107,032	79,016	94,606	113,163	135,972
调整后寿险业务净资产	30,319	25,800	40,052	47,529	54,389
有效业务价值	43,278	43,843	60,651	68,260	74,550
内含价值 (EV)	150,311	122,859	155,258	181,423	210,522
寿险业务内含价值	73,597	69,643	100,704	115,788	128,939
1年新业务价值	7,187	8,541	11,805	14,166	16,716
调整后每股净资产	14.6	10.8	12.9	15.4	18.5
调整后每股寿险业务净资产	4.1	3.5	5.5	6.5	7.4
每股有效业务价值	5.9	6.0	8.3	9.3	10.1
每股内含价值	20.5	16.7	21.1	24.7	28.7
寿险业务每股内含价值	10.0	9.5	13.7	15.8	17.6
每股新业务价值	1.0	1.2	1.6	1.9	2.3
新业务价值倍数				25.0	23.0
每股新业务估值				48.2	52.3
寿险每股评估价值 (元)				64.0	69.9
产险及其他业务每股价值 (元)				13.4	16.7
每股价值				77.4	86.6

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

## 免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100140）

传真：010-58568159 网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)