

中国平安(601318)中报点评

——承保与投资双轮推动业绩增长

维持评级

金融/保险

2009年8月17日

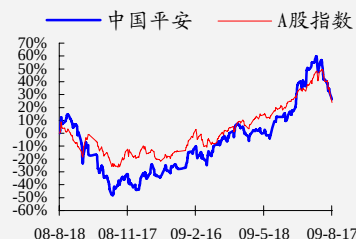
投资要点:

- 2009年中期,中国平安实现营业收入1108亿元,同比增长55%,实现营业利润73.3亿元,同比增长2.2%,实现归属于母公司的净利润43.47亿元,同比减少38.8%。每股收益0.59元。
- 2009年中期,由于中国平安个险业务和银保业务发展速度较快,保费收入无论是同比还是环比都保持了较高的增长速度。从投资收益上来看,投资收益加公允价值变动损益同比增加205亿元,同比增加337.5%。保费收入和投资业务收入同比都出现较大规模增长,保证了公司营业收入的同比及环比增长,进而为公司盈利能力提供了支撑。
- 从中国平安的总保费收入状况来看,2009年上半年以来,总保费收入同比增长35.95%,高于中国人寿和中国太保的增长速度,也高于行业的平均增长速度。个险和银保渠道的保费收入增长,特别是银保趸交保费收入的增长,保证了总保费收入的高速增长。
- 2009年上半年,中国平安投资收益加公允价值变动损益同比增加337.5%。从权益类资产的投资收益状况来看,基金的公允价值变动收益加投资收益合计为52.43亿元,同比增长195%,不管是绝对收益还是增长幅度都高于股票投资。基金投资是优中选优,对保险公司来说是获取收益的重要渠道。
- 在正常和乐观两种情形下,我们分别取新业务倍数25倍和30倍,公司估值分别为55.3元和68.3元。维持“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	13,980,300	(15.38)	66,200	(95.61)	0.09		561.78	
2008E	17,827,253	27.5	971,192	1367.1	1.32			
2009E	18,658,365	4.7	993,970	2.3	1.35			
2010E	19,966,152	7.0	931,154	-6.3	1.27			

走势图



市场数据

2009-8-17

收盘价:	50.56 元
52周最高价:	64.52 元
52周最低价:	19.90 元
平均持仓成本:	40.88 元

基本数据

2009Q2

总股本(万股):	734,505
流通A股(万股):	478,641
每股收益(元):	0.59
每股净资产(元):	13.16
每股经营现金流(元):	19.72
市净率:	3.84

分析师: 赵新安

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址: 上海市延安东路45号20F

(邮编 200002)

一、总体经营状况

2009 年中期，中国平安实现营业收入 1108 亿元，同比增长 55%，实现营业利润 73.3 亿元，同比增长 2.2%，实现归属于母公司的净利润 43.47 亿元，同比减少 38.8%。每股收益 0.59 元。

2009 年中期，由于中国平安个险业务和银保业务发展速度较快，保费收入无论是同比还是环比都保持了较高的增长速度。从投资收益上来看，投资收益加公允价值变动损益同比增加 205 亿元，同比增加 337.5%。保费收入和投资业务收入同比都出现较大规模增长，保证了公司营业收入的同比及环比增长，进而为公司盈利能力提供了支撑。

表 1、赢利状况同比与环比变动

单位：元

保险公司一利润表（单位：元）	2008-06-30	2009-06-30	同比
一、营业收入	71,485,000,000	110,868,000,000	55.1%
已赚保费	63,349,000,000	84,701,000,000	33.7%
保费业务收入	69,228,000,000	92,685,000,000	33.9%
投资净收益	23,445,000,000	13,887,000,000	-40.8%
公允价值变动净收益	-18,759,000,000	6,615,000,000	135.3%
汇兑净收益	-525,000,000	-17,000,000	96.8%
其他业务收入	707,000,000	2,852,000,000	303.4%
二、营业支出	64,313,000,000	103,537,000,000	61.0%
退保金	6,840,000,000	6,117,000,000	-10.6%
赔付支出	17,505,000,000	15,859,000,000	-9.4%
提取保险责任准备金	21,776,000,000	57,792,000,000	165.4%
保户红利支出	4,162,000,000	2,238,000,000	-46.2%
营业税金及附加	1,702,000,000	1,625,000,000	-4.5%
手续费及佣金支出	7,246,000,000	9,827,000,000	35.6%
管理费用	6,013,000,000	9,415,000,000	56.6%
三、营业利润	7,172,000,000	7,331,000,000	2.2%
四、利润总额	7,119,000,000	7,310,000,000	2.7%
减：所得税	-191,000,000	2,752,000,000	1540.8%
五、净利润	7,310,000,000	4,558,000,000	-37.6%
减：少数股东损益	208,000,000	211,000,000	1.4%
归属于母公司所有者的净利润	7,102,000,000	4,347,000,000	-38.8%
六、每股收益	0.97	0.59	

资料来源：公司公告

从各项业务来看，寿险业务盈利 45.07 亿元，银行业务盈利 5.77 亿元，证券业务盈利 3.67 亿元，财险业务由于费用率的提高，综合成本上升，盈利能力下降，

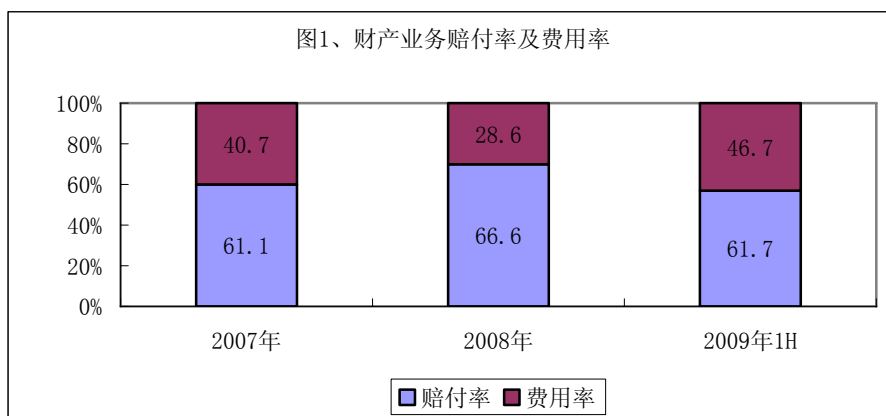
当年出现亏损。

表 2、各项业务盈利状况

单位：百万元

	2009 年 1H	2008 年 1H	同比
人寿保险业务	4,507	6,181	-27.1%
财产保险业务	-744	74	-1105.4%
银行业务	577	795	-27.4%
证券业务	367	401	-8.5%
其他业务	-149	141	-205.7%
净利润	4,558	7,310	-37.6%

资料来源：公司公告

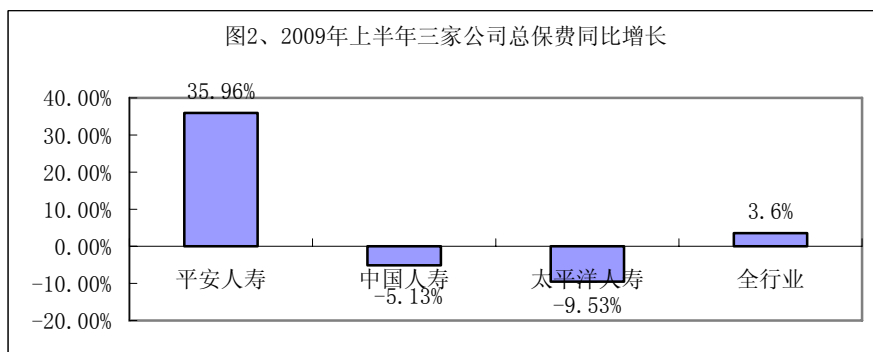


资料来源：公司公告

二、保费收入分析

1、寿险保费收入同比稳定增长

从中国平安的总保费收入状况来看，2009 年上半年以来，总保费收入同比增长 35.95%，高于中国人寿和中国太保的增长速度，也高于行业的平均增长速度。个险和银保渠道的保费收入增长，特别是银保趸交保费收入的增长，保证了总保费收入的高速增长。



资料来源：东北证券研究所

2、分渠道保费收入

从渠道上来说，中国平安个险新单保费收入同比增长 38.5%，银保新单同比增长 139%。银保保费以趸缴为主，银保保费期缴率低。

表 3、平安分渠道保费收入同比

	个险 新单	个险 新单期缴	银保 总保费	银保新单	银保 期缴	团险 总保费
2009 年 1-2 月	56.6%	59.0%	166.8%	168.8%	246.8%	-61.6%
2009 年 3 月	52.6%	51.7%	173.2%	175.0%	240.6%	-52.5%
2009 年 4 月	51.5%	58.7%	174.4%	176.3%	251.7%	-32.7%
2009 年 5 月	41.1%	47.6%	139.8%	144.3%	185.9%	91.6%
2009 年 6 月	38.5%	45.0%	135.9%	139.8%	292.7%	-36.6%

资料来源：东北证券研究所

表 4、中国平安寿险期缴率

	中国平安	
	个险期缴率	银保期缴率
2008 年 9 月	95.2%	0.2%
2008 年 10 月	92.4%	0.2%
2008 年 11 月	94.6%	0.3%
2008 年 12 月	54.7%	0.4%
2009 年 1 月	96.2%	0.3%
2009 年 2 月	89.2%	0.1%
2009 年 3 月	93.3%	0.2%
2009 年 4 月	98.0%	0.18%
2009 年 5 月	98.04%	0.21%
2009 年 6 月	98.2%	0.3%

资料来源：东北证券研究所

保费收入主要以个险业务为主，个险期缴率比较高。从代理人队伍上看，2009 年中期，个险人力达到 39.4 万人，较 2008 年底增长 10.6%，人均产能同比提高 11%，并且个险保单期缴率比较高，个险保单质量比较高，保证了首年年化保费收入的增长，2009 年中期，首年年化保费同比增长 50.2%。

表 5 、2009 年 1—6 月中国平安首年年化保费与总保费增长幅度对比

	中国平安	
	总保费收入	首年年化保费
1 月	23.02%	39.00%
2 月	43.25%	65.10%
3 月	43.36%	59.50%
4 月	42.88%	65.00%
5 月	38.4%	52.8%
6 月	35.96%	50.2%

资料来源：东北证券研究所

3、分产品保费收入

从产品结构上来说，中国平安保费收入的增长主要来自于分红产品和万能产品。个险渠道的分红和万能产品以及银保渠道的分红和万能产品同比都出现了较大幅度的增长。而普通寿险和投连产品保费收入则出现了下降。分红产品由于保障成分高，产品透明程度低，同业竞争程度低，边际利润率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。中国平安万能产品保费收入增速高，主要是采取了高于同业的结算利率的缘故。从横向比较上来看，中国平安的个人银保万能产品一直采取高于同业其它公司一个百分点的结算利率，这样的利率也高于同期市场上银行理财产品的收益率以及其它投资品种的收益率。此种战略尽管保证了保费收入的稳定增长，但是以牺牲利润和效率为前提的。在投资环境不好的情况下，以高成本获取保费，并且负债规模增长速度高于资产规模增长速度，无疑给未来的未来的偿付能力增添了压力。

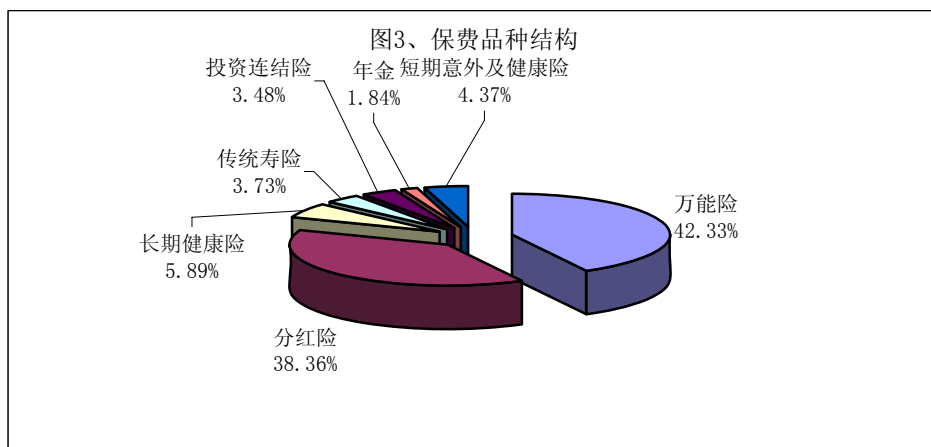


表 6、分险种保费收入同比增长状况

	2009 年 1H	2008 年 1H	同比
万能险	31,293	14,400	117.3%
分红险	28,358	21,597	31.3%
长期健康险	4,354	4,203	3.6%
传统寿险	2,755	2,818	-2.2%
投资连结险	2,570	5,298	-51.5%
年金	1,361	3,259	-58.2%
短期意外及健康险	3,230	2,982	8.3%
合计	73,921	54,557	35.5%

资料来源：东北证券研究所

三、投资收益

2009 年上半年，由于投资环境向好，中国平安投资收益加公允价值变动损益同比增加 337.5%。总投资收益额为 139 亿元，同比增加 50.8%。总投资收益率为 4.8%，同比提高 1.2 个百分点。从权益类资产的投资收益状况来看，基金的公允价值变动收益加投资收益合计为 52.43 亿元，同比增长 195%，不管是绝对收益还是增长幅度都高于股票投资。基金投资是优中选优，对保险公司来说是获取收益的重要渠道。

表 7、投资收益变动

单位：元

	2008-06-30	2009-06-30	同比
投资净收益	23,445,000,000.00	13,887,000,000.00	-40.77%
公允价值变动净收益	-18,759,000,000.00	6,615,000,000.00	-135.26%
合计	4,686,000,000.00	20,502,000,000.00	337.52%

资料来源：公司公告

表 8、总投资收益率

单位：百万元

	2009 年 1H	2008 年 1H	同比
净利润收益	8,746	10,228	-14.5%
净已实现及未实现投资收益	5,562	411	1253.3%
可供出售金融资产减值损失	270	1,510	-82.1%
其他	114	106	7.5%
总投资收益	13,924	9,235	50.8%
净投资收益率(%)	3.7	3.8	-2.6%
总投资收益率(%)	4.8	3.6	33.3%

资料来源：公司公告

表 9、权益类资产投资收益状况

单位：百万元

		2009 年 6 月	2008 年 6 月	同比
公允价值变动收益	基金	4782	-9116	152.50%
	股票	2134	-9219	123.10%
投资收益	股息收入			
	基金股息收入			
	可供出售金融资产	77	2,250	-96.60%
	公允价值变动损益	277	3,007	-90.80%
	股权投资股息收入			
	可供出售金融资产	267	955	-72.00%
	公允价值变动损益	23	75	-69.30%
	已实现收益			
	基金			
	可供出售金融资产	-506	-1,067	52.60%
	公允价值变动损益	613	-584	205.00%
	股票			
	可供出售金融资产	3,783	10,295	-63.30%
	公允价值变动损益	-1,079	1,501	-171.90%
总计		3,455	16,432	-79.00%
基金合计投资收益		5,243	-5510	195.2%
股票合计投资收益		5,128	3,607	42.2%

资料来源：公司公告

四、资产配置状况

2009 年上半年，随着股市的向好，公司加强了权益类资产的配置，其中股票投资额度为 253.89 亿元，比年初提高 10.7%，基金投资额度为 239.57 亿元，比年初提高 62.1%，基金投资规模提高速度较快，股票投资比例没有增加。目前权益类投资占比为 9.6%，比年初提高 1.8 个百分点。

表 10、资产配置状况

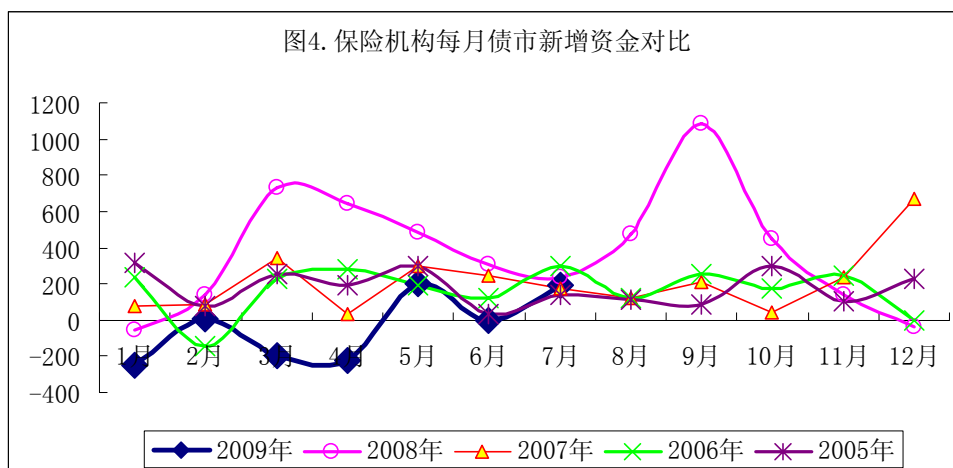
单位：百万

	2009 年 6 月 30 日		2008 年 12 月 31 日		同比
	账面值	占总额比例 (%)	账面值	占总额比例 (%)	
定期存款	91,186	17.8	84,412	18.2	-2.2%
债券投资	287,938	56	286,791	61.7	-9.2%
股权投资	25,388	4.9	22,929	4.9	0.0%
交易性金融资产	1,413	0.3	2,958	0.6	-50.0%
可供出售的金融资产	23,801	4.6	19,816	4.3	7.0%

证券投资基金	23,957	4.7	13,443	2.9	62.1%
交易性金融资产	1,852	0.4	2,473	0.5	-20.0%
可供出售的金融资产	22,105	4.3	10,970	2.4	79.2%
权益投资合计	49,345	9.6	36,372	7.8	23.1%
基建投资	7,341	1.4	5,509	1.2	16.7%
现金及现金等价及其他	73,282	14.3	47,856	10.3	38.8%
投资资产合计	513,577	100	464,665	100	0.0%

资料来源：公司公告

由于利率维持低位，公司的定期存款和债券投资比例都有所降低，而现金及现金等价物等占比提高速度较快，说明公司在在固定资产配置方面买入速度较慢，低利率局面影响了固定收益资产的配置，使资产与负债的久期更加不匹配。从2009年上半年的统计数据来看，保险机构的在债市的资金大部分时间都是净卖出了。



资料来源：公司公告

五、估值水平

在正常和乐观两种情形下，我们分别取新业务倍数 25 倍和 30 倍，公司估值分别为 55.3 元和 68.3 元。维持“谨慎推荐”评级。

表 12、中国平安估值水平

百万元	正常(基于 2008 年, 不调整参数)	乐观(基于 2008 年, 调高投资收益率到 5.5%)
调整净资产价值	102826.9	102826.9
有效业务价值	44444.6	57741
内含价值	147271.5	160567.9
每股内含价值(元)	20.1	21.9
股份数(百万股)	7345.1	7345.1

新业务价值（元）	29.2	39
每股新业务价值（元）	1.2	1.3
新业务倍数	25	30
评估价值（元）	49.2	60.9
银行（元）	1	1.5
证券（元）	3	3.5
财险（元）	1.2	1.2
其他（元）	0.8	1.2
估值（元）	55.3	68.3

表 12、盈利预测

单位：元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
一、营业收入	139803000000	178272530000	186583650000	199661515000
已赚保费	121790000000	152617150000	152035850000	178994845000
保费业务收入	129383000000	161728750000	161728750000	190839925000
减：分出保费	5813000000	6975600000	7556900000	9068280000
减：提取未到期责任准备金	1780000000	2136000000	2136000000	2776800000
投资净收益	28248000000	21186000000	31072800000	17584380000
公允价值变动净收益	-17668000000	2826880000	1766800000	947040000
汇兑净收益	-465000000	-581250000	-604500000	-755625000
其他业务收入	1779000000	2223750000	2312700000	2890875000
二、营业支出	142110000000	136455880000	168954600000	187094128000
退保金	13362000000	15366300000	17370600000	19976190000
赔付支出	34592000000	39780800000	44969600000	51715040000
提取保险责任准备金	38792000000	44222880000	62067200000	70756608000
保户红利支出	6276000000	7531200000	8158800000	9790560000
分保费用	23000000	27600000	29900000	35880000
营业税金及附加	2576000000	3091200000	3348800000	4018560000
手续费及佣金支出	14637000000	17564400000	19028100000	22833720000
管理费用	14025000000	15427500000	18232500000	20055750000
其他业务成本	1931000000	2317200000	2510300000	3012360000
三、营业利润	-2307000000	16161270000	17629050000	12567387000
四、利润总额	-2453000000	16009270000	17477050000	12415387000
减：所得税	-3326000000	3201854000	4369262500	3103846750
五、净利润	873000000	12807416000	13107787500	9311540250
归属于母公司所有者的净利润	662000000	9711923702	9939696821	9311540250
六、每股收益	0.09	1.32	1.35	1.27

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209