

2010-05-27

多元化保险

中国平安 601318.SH

保险主业量价齐升，综合金融稳步推进

分析师:肖超虎 (执业证书编号: S0930210010237)

联系人:唐圣波, 北美精算师 021-22169078

tangsb@ebsecn.com

◇事件: 光大世博周-金融行业投资主题日会议纪要

5月27日光大世博周金融行业投资主题日邀请到多家金融行业上市公司和机构投资者进行了交流。我们非常感谢大家的参与。同时,我们荣幸邀请到中国平安集团企划部副总经理孙汉杰先生到会,并就公司发展情况与大家作了广泛的交流。

本次会议纪要如下:

◆寿险业务高速增长,业务结构持续改善

寿险业务继2009年取得良好的业绩后,2010年上半年继续加快发展步伐,保费规模和业务结构均获得显著成效。上半年保费增速维持在较高水平,下半年仍将保持良好的发展势头。

寿险业务2010年前4月规模保费同比增长26.7%,维持较高的增长水平,但低于2009年全年31.4%的增长率,主要原因在于2010年公司银保渠道保费平稳发展,增速放缓,而2009年却是发展迅速(同比增长87.4%)。公司业务结构相比去年显著优化。2010年前4个月个险总保费同比增长40.3%,远高于2009年全年的26.2%;特别是个险新单业务同比增长56.6%,远高于2009年全年的35.6%;并且2010年前4个月个险新单保费已经超过中国人寿,位居行业首位。

寿险个险业务强劲增长的主要原因在于公司持续增加代理人数量及提升其产能。2009年代理人数量增长17.1%,代理人首年规模保费产能提升15.5%。这主要得益于公司具有优秀的代理人管理制度—代理人销售基本法,能够保证代理人与公司利益同步,最大程度激发销售人员的潜能。同时,公司通过大力发展综合开拓业务,使代理人具有更多可以销售的产品,提升了代理人的产能和代理人的收入,增强了代理人销售队伍的稳定性。

◆产险业务增长迅猛,保费充足度大幅提升,盈利能力得到增强

产险业务上半年保费增长异常迅猛,2010年前4月同比增长69.2%,在2009年全年增长43.7%的基础上更上一层楼。虽然下半年保费增速相比上半年将有所下降,但仍将维持在较高水平。同时,由于市场规范程度显著改善,产险保费充足度大幅提升,承保利润空间进一步加大。公司保费规模大幅增加也摊薄了固定成本率,降低综合成本率。

产险保费高速增长主要由于四个方面的原因:

①电销渠道抢得市场先机,公司早在03年就已经开始筹划电销渠道的建设。自07年7月获批不到3年以来,每年保持200%以上的高速增长。2009年电销渠道保费收入已经高达42.5亿元,占车险总保费的14.4%,占产险总保费的11.0%。公司电销保费占行业电销总保费的90%以上。2010年预计电销保费将破百亿元。更值得欣喜的是,由于保费规模迅速扩大,在摊薄前期高成本投入费用后,电销渠道已经在2009年开始盈利。随着保费规模的进一步扩大,电销渠道的利润率空间将更大。

②综合开拓渠道持续深化,寿险和银销产渠道贡献卓越。09年通过交叉销售获得的保费占产险总保费的14.5%。随着公司投资整合深发展的步伐加快,2010年交叉销售将迈上新的台阶。

③车行渠道销售模式改变。公司实行了车行渠道的总对总销售模式,对以前分散的营销机构之间的单对单模式作了改进。由于总对总的销售模式充分考虑车行的整体利益,车行总部支持力度加大。

④产险行业自08年底以来加强偿付能力监管和市场行为监管力度,市场规范程度大幅改善,费率充足度大幅提升。中小产险公司由于在前些年的价格战中资本消耗严重,偿付能力普遍不足,同时由于融资渠道有限,

保费规模不得不开始放缓，这为财务实力强劲的大型产险公司提供了很好的竞争环境。

产险承保利润率提高主要由于以下两个方面的原因：

①产险行业自 08 年底以来加强偿付能力监管和市场行为监管力度，市场规范程度大幅改善，费率充足度大幅提升，特别是商业车险保费折扣率由 30%下降到 15%。由于公司车险业务占比高达 75%以上，车险保费充足度的改善将很大程度上提升公司的承保利润空间。

②保费持续高速增长，摊薄了固定费用率，提高公司承保利润率。特别是电销渠道，由于前期费用投入非常大，随着该渠道保费规模高达 200%以上的超速增长，固定费用已经被很大程度上摊薄，同时由于电销渠道不需要通过代理人或者中介，属于直接销售，保单获取成本率比其他渠道有显著优势。公司通过采用精算风险选择技术，通过自动核保引擎来筛选客户，在提升核保效率的同时，将风险水平控制在合理的水平之下。电销渠道的成功是公司强大的战略规划能力和创新能力的体现，也是公司采用先进管理手段，提升风险管理能力的体现。

平安产险 5 月 26 日已发行 10 年期可赎回次级定期债务，成功募集资金 25 亿元人民币。此次通过资本性债务夯实资本实力，不仅直接提高了公司的偿付能力，而且优化了资本结构、有利于提高核心资本回报率。财务实力的加强更为公司下半年的良好发展打下坚实的基础。

◆综合金融战略稳步推进

银行业务：收购深发展后，公司正在积极稳妥地推进银行业务的整合工作。公司向深发展派驻 8 人，其中有 2 位执行董事和 6 位非执行董事。原平安银行行长理查德·杰克逊将新任行长；原平安银行副行长陈伟将新任副行长兼首席财务官。6 位非执行董事分别是平安集团副总经理王利平、副总经理兼首席财务官姚波、副总经理顾敏、副总经理罗世礼、总经理助理兼首席稽核执行官叶素兰。

资产管理业务：年初以来，国内股票市场出现较大幅度下滑，公司权益投资的占比已经有所下降。

光大投资观点：

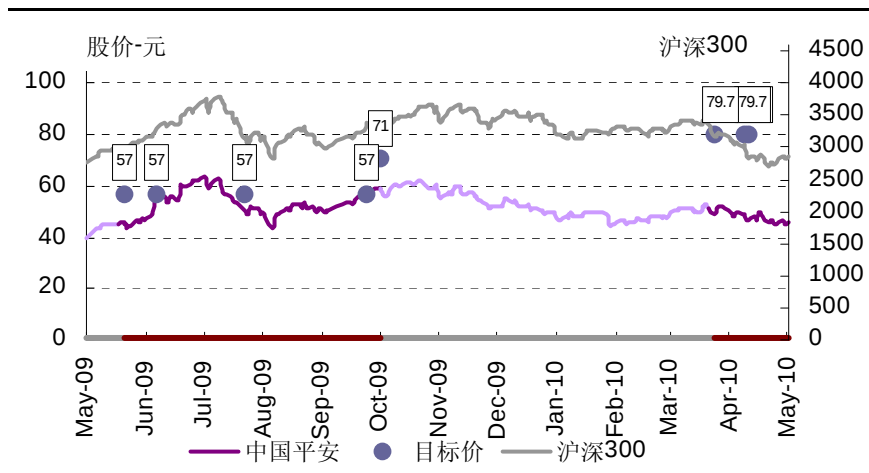
股票市场的短期下挫降低了公司当年的利润水平。上半年权益投资收益将会出现较大幅度的下滑，我们将随后下调公司全年盈利预测。但公司寿险保费规模和业务结构均获得显著成效，价值贡献最大的个险业务高速增长；产险量价齐升，承保盈利能力大幅加强。我们认为公司保险主业的持续良好发展将为股票获得相对收益提供强有力的支撑。随着市场在急跌之后逐步企稳，中国平安股票有望在下半年获得绝对收益。在 25 倍新业务倍数假设下，基于 09 年公司内涵价值和一年期新业务价值，我们预测公司股票 6 个月目标价为 68.7 元，相比现在股价具有 34%的较高安全边际。我们仍然维持对公司买入的投资评级。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

中国平安（601318）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-06-14	45.10	57.00	买入
2009-07-02	52.27	57.00	买入
2009-08-17	52.62	57.00	买入
2009-10-20	57.83	57.00	买入
2010-04-19	51.09	79.70	买入
2010-05-05	49.30	79.70	买入
2010-05-07	46.24	79.70	买入

买入——	增持——	中性——
减持——	卖出——	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。