



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年3月14日

保险

研究部

周光

分析员, SAC 执业证书编号: S0080207070051
zhoug@cicc.com.cn

王松柏

分析员, SAC 执业证书编号: S0080207070060
wangsb@cicc.com.cn

推荐

中国平安 (601318.SH)

2月保费收入简评

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
总保费及保单管理费收入	89,103	112,213	158,168	198,037
净已赚保费	82,271	100,383	136,753	176,260
净投资收益	18,629	19,076	25,310	31,582
已实现及未实现投资收益/(损失)	(85)	13,377	6,905	6,175
收入总额	87,658	152,838	194,357	245,624
赔款及保户利益	(56,517)	(84,089)	(111,180)	(138,955)
保险业务支出及其他费用总额	(89,144)	(132,919)	(172,747)	(218,088)
净利润	1,418	13,883	16,573	21,118
(+/-%)		879%	19%	27%
每股净利润 (人民币)	0.19	1.89	2.17	2.76
每股净资产 (人民币)	8.79	11.57	13.07	15.48
平均净资产收益率 (%)	1.8%	18.6%	17.9%	19.4%
市盈率-A股(X)	263.4	26.9	23.5	18.4
市净率-A股(X)	5.8	4.4	3.9	3.3
现金分红收益率 (%)	0.0%	0.0%	1.1%	1.4%

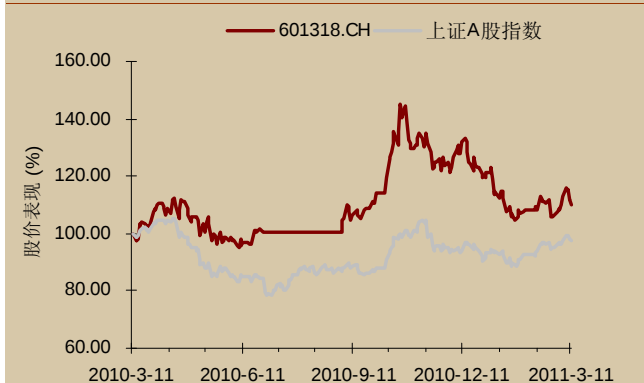
股票信息

A-股	
股票代码	601318 CH Equity
当前股价	RMB 50.86
日成交量 (百万股)	30.48
52周最高价/最低价	RMB67.2/43.57
总市值 (百万元)	440,542
发行股数 (百万股)	7,345
流通股 (百万股)	6,840
主要股东 (持股比例)	汇丰控股有限公司(16.79%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601318.CH]	-2.44	+1.78	-17.27	-9.44
[SHASHR index]	-0.30	+1.19	+0.21	+4.47
[Insurance index]	+5.36	n.a.	-13.69	-6.86

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

公司近况:

中国平安发布公告, 2011 年前两个月, 平安寿险和平安财险分别实现原规模保费 438 亿元和 131 亿元, 同比分别增长 18.6%和 29.5%; 从月度数据看, 2011 年 2 月, 平安寿险和平安财险分别实现原规模保费 184 亿元和 42 亿元, 同比分别增长 16.5%和 22% (图表 1 和图表 2)。

评论:

▶ **平安寿险及平安财险累计保费收入同比增速继续下滑。**
受到 2010 年 1 季度高基数效应、连续升息导致万能险保单销售难度增大、银保渠道销售新规、汽车税收优惠到期和北京车辆限购等因素影响, 平安寿险和平安产险累计保费收入增速相比去年同期明显下滑。

▶ **平安寿险继续调整保费收入结构, 扩大分红险销售比例。**
平安寿险保费收入的确认比例从 1 月的 71%进一步提高至 2 月的 76% (图表 3), 与去年下半年平均不到 60%的保费收入确认比例明显提高。在 5 年期存款利率已经高达 5.0%的情况下, 平安寿险 2 月万能险结算利率只有 4.00%, 万能险保单销售难度明显增大; 相比之下, 没有直接可比收益率的分红险销售相对容易, 平安寿险加大了分红险的销售力度, 导致其保费收入确认比例提高。

▶ **银保渠道销售新规对平安影响相对较小。**平安保费收入结构中, 银保渠道占比约为 20% (图表 4), 在上市保险公司中对银保渠道的依赖程度最低。

估值与建议:

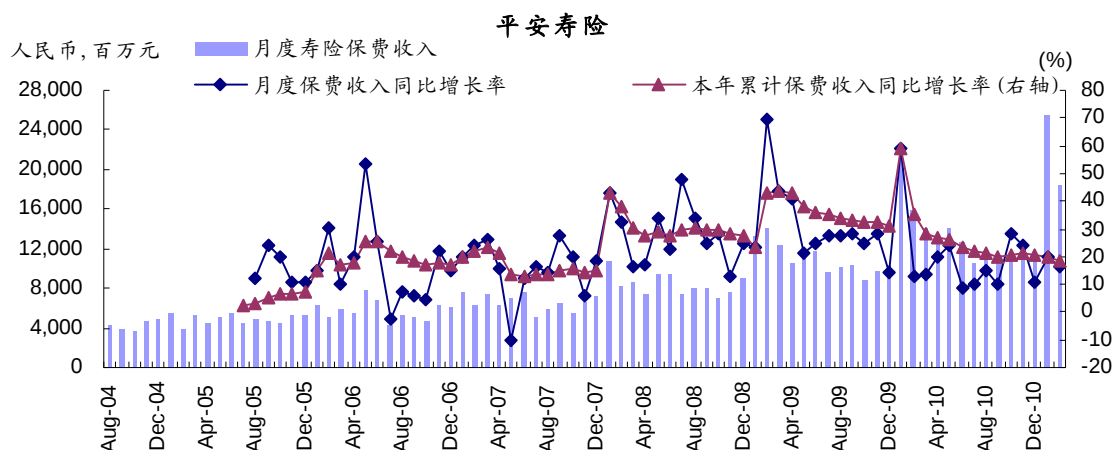
目前中国平安的 2011 年 P/EV 和新业务价值倍数分别为 1.6 倍和 6.9 倍, 维持“推荐”评级。

估值与建议:

一旦股票市场出现下跌, 将对保险公司投资收益以及净资产产生较大负面影响, 导致保险公司股价出现下跌。

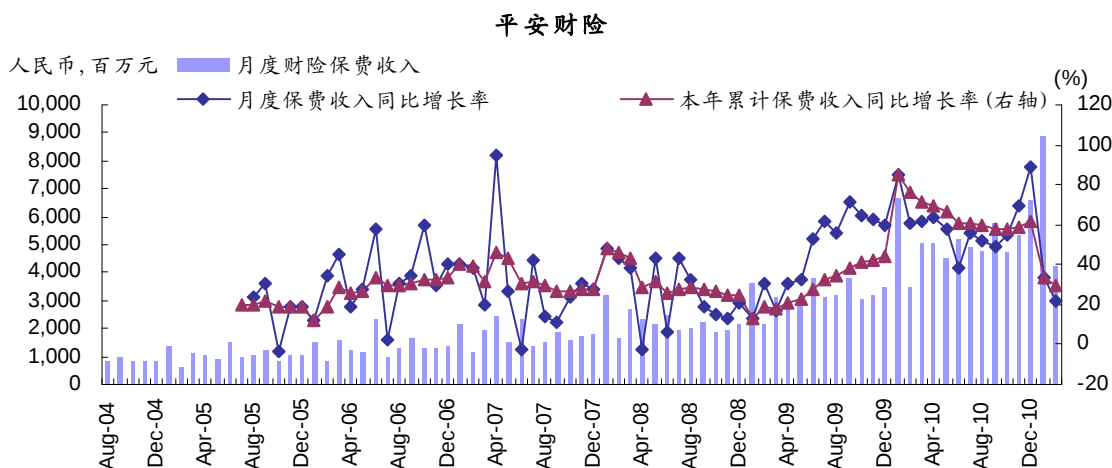
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 平安寿险月度保费收入



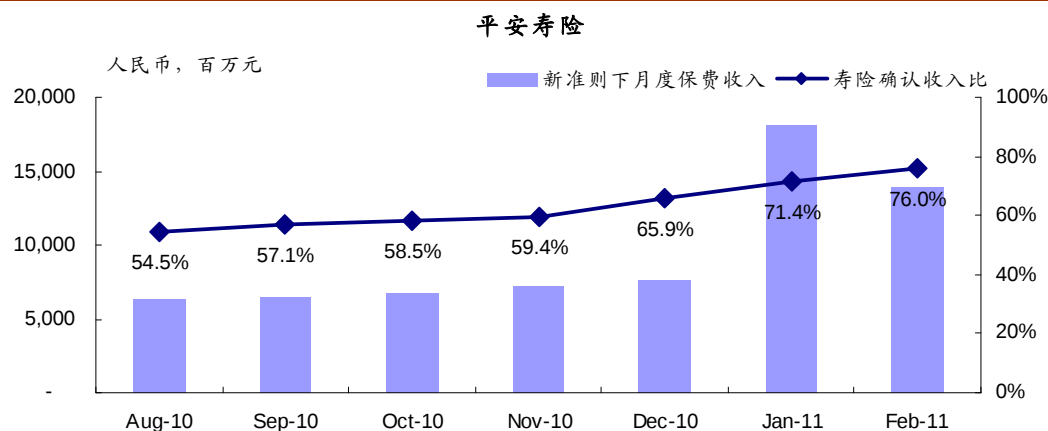
资料来源: CIRC, 公司数据, 中金公司研究部

图表 2: 平安财险月度保费收入



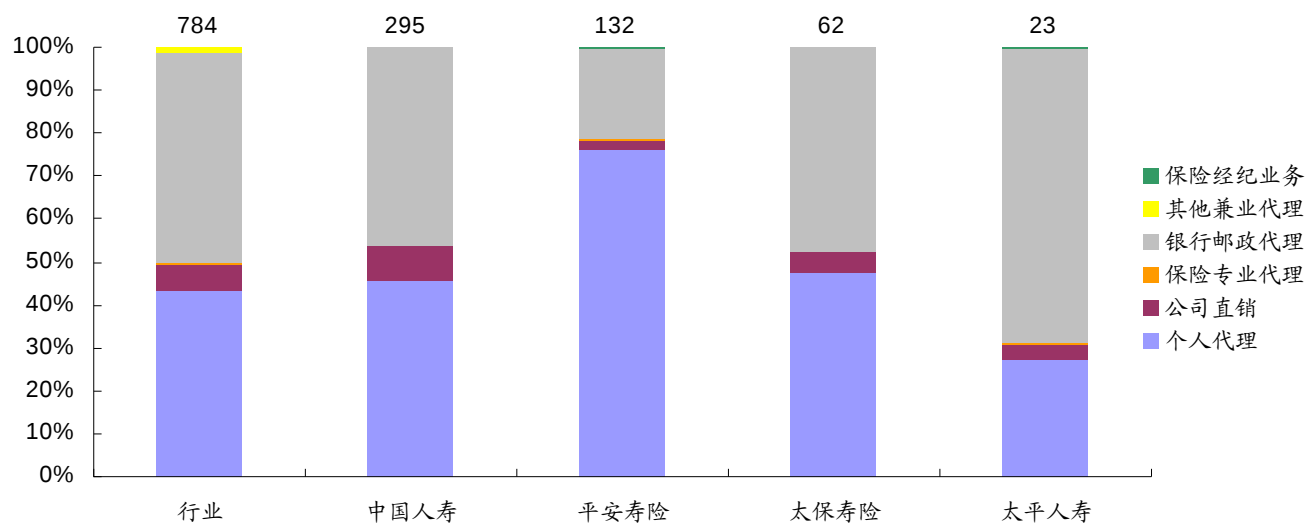
资料来源: CIRC, 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 平安寿险保费收入确认比



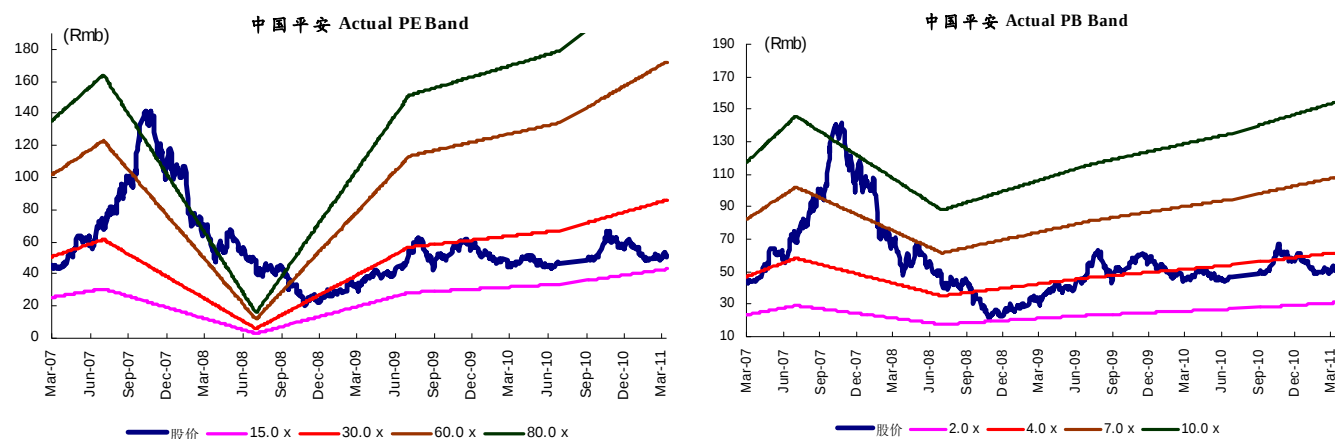
资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 2009 年全行业 and 上市保险公司寿险规模保费按渠道构成



资料来源: 中国保险年鉴, 中金公司研究部

图表 5: 历史 PE 和 PB



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值

公司	市值(百万美元)	货币单位	股价	市盈率 (X)				市净率 (X)				净资产回报率 (%)			
	2011-03-11			08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E
综合性保险公司															
AIG	67,062	USD	37.35	(1.0)	(0.4)	(3.0)	21.1	7.9	1.0	0.1	0.8	(183.0)	(10.5)	n.a.	n.a.
Berkshire Hathaway	210,975	USD	128,000	39.7	24.6	19.5	19.0	1.8	1.4	1.3	1.3	4.3	6.0	7.0	7.0
ING	47,604	EUR	8.94	(24.8)	(15.7)	8.6	6.4	0.7	0.8	0.9	0.8	(2.3)	1.3	9.8	12.6
Allianz	62,679	EUR	99.20	(18.3)	10.4	8.8	8.2	1.3	1.0	1.0	0.9	(6.0)	11.6	12.0	12.0
平均值				(1.1)	4.7	8.5	13.7	2.9	1.1	0.8	0.9	(1.3)	2.1	9.6	10.5
北美寿险公司															
Manulife Canada	31,696	CAD	17.35	54.2	21.2	27.5	10.7	1.0	1.1	1.2	1.2	1.9	6.3	1.3	11.5
MetLife	48,379	USD	45.85	10.9	(15.9)	10.6	8.9	1.7	1.1	1.0	1.0	11.7	7.3	9.9	11.5
Prudential Financial Inc	30,667	USD	63.10	(26.1)	8.2	10.3	9.7	2.0	1.1	1.0	0.9	(5.8)	11.6	10.6	10.5
Sun Life Financial Inc	17,884	CAD	30.30	21.6	31.9	12.0	10.8	1.1	1.1	1.1	1.1	5.0	3.7	10.1	10.8
平均值				15.2	11.4	15.1	10.0	1.4	1.1	1.1	1.0	3.2	7.2	8.0	11.1
欧洲寿险公司															
AVIVA	20,585	GBp	453.90	(12.3)	12.0	7.2	7.2	1.0	1.1	1.1	1.0	(7.6)	13.4	16.4	14.4
Prudential	29,515	GBp	721.00	(45.1)	26.7	13.4	11.8	3.6	2.9	2.6	2.3	(7.1)	16.0	17.3	17.5
AXA	47,123	EUR	14.61	33.2	9.7	9.3	7.3	0.8	0.7	0.7	0.7	2.2	8.7	8.3	10.4
CNP Assurances	12,101	EUR	14.65	3.0	2.2	8.1	7.5	0.2	0.2	0.8	0.8	1.3	11.5	10.1	10.4
AEGON	14,211	EUR	5.35	(5.8)	(33.5)	6.4	7.9	0.6	0.4	0.6	0.6	(7.5)	0.0	9.8	7.0
Generali	33,591	EUR	15.52	24.3	16.7	12.6	10.3	1.8	1.4	1.3	1.2	6.6	9.9	10.1	11.8
Fortis	7,648	EUR	2.10	(0.2)	4.4	9.9	10.9	n.a.	0.6	0.6	0.6	n.a.	14.4	7.7	5.8
LEGAL & GEN GRP	10,869	GBp	115.20	(6.4)	7.8	9.1	8.9	1.9	1.6	1.4	1.2	15.7	7.4	15.9	14.5
STANDARD LIFE	8,195	GBp	223.20	48.5	28.6	15.0	13.1	1.4	1.4	1.1	1.1	40.7	5.5	8.0	8.5
平均值				4.3	8.3	10.1	9.4	1.4	1.2	1.1	1.1	2.6	9.6	11.5	11.1
亚洲寿险公司															
大东方人寿 (新加坡)	5,817	SGD	15.58	26.9	14.3	14.6	13.5	2.4	1.9	1.9	1.7	8.7	n.a.	n.a.	n.a.
AXA Asia Pacific (AU)	13,454	AUD	6.42	(38.9)	18.4	23.7	20.1	3.3	3.0	2.9	2.7	(8.0)	16.5	12.2	13.5
AMP (AU)	11,360	AUD	5.35	17.2	14.4	14.4	13.6	5.2	4.2	3.8	3.5	29.3	33.1	27.3	26.7
台湾人寿	725	TWD	28.95	(3.7)	3.9	6.0	5.9	4.3	1.6	n.a.	n.a.	(59.1)	22.8	n.a.	n.a.
Dai-ichi Life	17,872	JPY	146,300	n.a.	27.6	27.6	27.5	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	8.0	n.a.	n.a.	5.5
Samsung Life	18,961	KRW	106,500	3.0	18.8	n.a.	13.0	0.2	0.3	n.a.	1.5	7.9	1.3	n.a.	12.6
Korea Life	5,868	KRW	7,590	15.0	64.9	12.8	12.0	1.5	1.5	1.2	1.1	10.1	2.3	9.6	9.2
Tong Yang Life	1,235	KRW	12,900	13.7	34.6	12.5	9.0	2.1	1.9	1.5	1.2	17.5	5.6	13.1	14.7
AIA*	35,725	HKD	23.10	98.9	19.8	17.4	15.8	4.0	2.4	2.0	1.8	3.7	14.7	11.8	11.1
平均值				14.9	23.7	17.2	15.4	2.9	2.1	2.1	1.9	1.2	13.7	14.2	12.1
中国寿险公司															
中国人寿H股*	96,636	HKD	30.00	38.1	22.7	20.5	17.7	4.2	3.5	3.4	3.2	10.2	17.1	16.5	18.3
中国人寿A股*	96,636	RMB	21.46	31.7	18.4	17.5	15.5	3.5	3.0	2.9	2.8	10.2	17.1	16.5	18.3
中国平安H股*	67,008	HKD	81.70	363.9	38.0	31.6	24.1	8.0	6.2	5.2	4.3	1.8	18.6	17.9	19.4
中国平安A股*	67,008	RMB	50.86	263.4	26.9	23.5	18.4	5.8	4.4	3.9	3.3	1.8	18.6	17.9	19.4
中国太平*	4,802	HKD	21.95	(70.1)	42.1	32.3	25.2	4.9	3.4	3.5	3.0	(6.4)	9.5	11.0	12.8
中国太保A股*	31,054	RMB	22.69	76.0	26.5	25.8	21.6	3.6	2.3	2.5	2.2	4.7	11.9	9.9	10.8
中国太保H股*	31,054	HKD	31.50	90.7	32.4	30.0	24.4	4.8	3.2	2.9	2.5	4.7	11.9	9.9	10.8
平均值				144.0	29.6	25.9	21.0	5.0	3.7	3.5	3.0	5.6	15.0	14.2	15.7
*为中企预测；其它数据为市场预测。来自彭博资讯															

*为中金预测; 其它数据为市场预测, 来自彭博资讯。

资料来源: 中国保险年鉴, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布之日前十二个月，中金公司为中国平安提供过投资银行服务。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED