



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月28日

保险

研究部

毛军华

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511020001

maojh@cicc.com.cn

王松柏

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030003

wangsb@cicc.com.cn

推荐

中国平安 (601318.SH)

综合金融战略发挥效用

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
总保费及保单管理费收入	112,213	159,384	214,316	275,916
净投资收益	32,023	31,083	37,722	44,278
收入总额	152,838	195,814	262,011	331,650
赔款及保户利益	(85,136)	(115,825)	(159,684)	(207,262)
净利润	13,883	17,311	21,657	26,165
(+/-%)	879%	25%	25%	21%
每股净利润 (人民币)	1.89	2.26	2.74	3.31
每股净资产 (人民币)	11.57	14.66	18.76	21.88
平均净资产收益率 (%)	16.3%	15.5%	14.6%	15.1%
市盈率-A股(X)	27.3	22.8	18.9	15.6
市净率-A股(X)	4.5	3.5	2.8	2.4
现金分红收益率 (%) - A 股	0.3%	0.9%	0.7%	0.8%

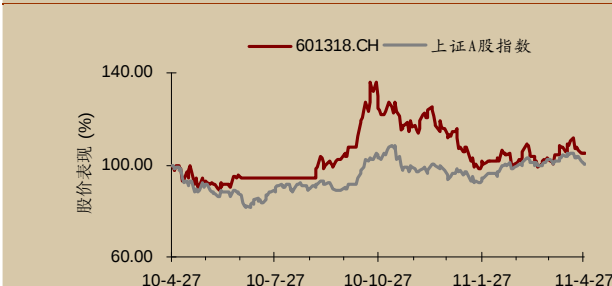
股票信息

H-股	A-股
2318.HK	601318 CH Equity
HK\$ 84.65	RMB 51.61
16.58	35.30
HK\$96.25/57.5	RMB67.2/43.57
497,878	419,254
7,345	7,345
6,840	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]	-1.92	+3.08	+4.47	-8.10
[SHASHR index]	-2.69	-1.74	+6.44	+4.20
[Insurance index]	-3.49	+2.83	+5.18	-5.57

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

近来事件

1 季度业绩好于预期

1 季度实现归属股东的净利润 58 亿元(折每股收益 0.76 元), 同比增长 27.8%, 高于我们的预期约 4%。

主要看点:

- ▶ **尽管寿险业务面临挑战, 但综合金融战略推动利润增长。**平安银行净利润同比增长 66.4%, 深发展也贡献税后利润 4.64 亿, 两者合计约占了 1 季度同比新增利润的 55%。同时, 产险、证券、信托业务也取得了强劲的利润增幅。
- ▶ **投资能力经受住了挑战, 取得较好回报。**投资收入增长了 22%, 而可供出售金融资产的浮盈从去年 1 季度的 1.77 亿提高到 14.11 亿。1 季度平安表现出较好的择时和板块配置能力, 而银行股配置的提高也有助于推动 2 季度的投资表现。
- ▶ **保险赔付和准备金提取占已赚保费的比例相比去年同期提高 3.7 个百分点至 79.4%。**

发展趋势:

个人寿险同比增长 37.2%, 在寿险总保费收入中的比重从 2010 年的 79% 提高到 83.4%。在万能险销售较为苦难的情况下, 平安正在调整业务结构以适应变化。我们对平安的销售能力具有信心, 认为个人寿险业务将逐渐好转。

盈利预测调整:

我们维持 2011 年和 2012 年盈利预测, 每股收益分别为 2.74 元和 3.31 元。

估值与评级:

平安综合金融战略正在发挥作用, 我们估算非寿险业务的每股价值达到了 20.97 元人民币。当前市场给与平安寿险业务的每股估值只有 30.64 元, 而 2011 年每股内涵价值和每股新业务价值为 19.21 元和 2.37 元, 2011 年 P/EV 和新业务价值倍数只有 1.6 倍和 4.8 倍, 向上空间较大, 维持“推荐”投资评级。

图表 1: 2011 年 1 季度业绩分析

报表分析 (百万元)	10Q1	11Q1	YOY (%)	10Q4	11Q1	QoQ (%)
营业收入	52,148	73,915	41.7 %	51,213	73,915	44.3 %
保险业务收入	48,091	69,600	44.7%	39,053	69,600	78.2%
减: 分出保费	-2,372	-3,358	41.6%	-1,536	-3,358	118.6%
减: 提取未到期责任准备金	-3,428	-3,818	11.4%	-2,174	-3,818	75.6%
已赚净保费	42,291	62,424	47.6 %	35,343	62,424	76.6 %
银行业务利息收入	2,106	2,931	39.2%	2,543	2,931	15.3%
银行业务利息支出	-778	-1,261	62.1%	-926	-1,261	36.2%
银行业务利息净收入	1,328	1,670	25.8 %	1,617	1,670	3.3 %
非保险业务手续费及佣金收入	1,089	1,809	66.1%	1,823	1,809	-0.8%
非保险业务手续费及佣金支出	-101	-172	70.3%	-253	-172	-32.0%
非保险业务手续费及佣金净收入	988	1,637	65.7 %	1,570	1,637	4.3 %
金融资产	644,963	886,026	37.4%	821,630	886,026	7.8%
投资净收益	6,198	7,618	22.9%	11,876	7,618	-35.9%
公允价值变动净收益	-182	-271	48.9%	6	-271	-4616.7%
投资收入	6,016	7,347	22.1 %	11,882	7,347	-38.2 %
投资收益率	1.0%	0.9%		1.5%	0.9%	
其他收入	1,525	837	-45.1 %	801	837	4.5 %
营业支出	-46,653	-66,666	42.9 %	-45,416	-66,666	46.8 %
退保金	-808	-1,051	30.1%	-1,157	-1,051	-9.2%
赔付支出净额	-7,757	-12,084	55.8%	-10,818	-12,084	11.7%
提取保险责任准备金净额	-22,274	-34,820	56.3%	-16,190	-34,820	115.1%
保单红利支出	-1,175	-1,588	35.1%	-213	-1,588	645.5%
保户利益及赔款净额	-32,014	-49,543	54.8 %	-28,378	-49,543	74.6 %
已赚净保费占比	-75.7%	-79.4%		-80.3%	-79.4%	
手续费及佣金支出	-4,682	-5,740	22.6%	-4,097	-5,740	40.1%
保险业务收入占比	-9.7%	-8.2%		-10.5%	-8.2%	
业务及管理费	-6,862	-7,746	12.9%	-9,230	-7,746	-16.1%
保险业务收入占比	-14.3%	-11.1%		-23.6%	-11.1%	
营业税金及附加	-1,072	-1,512	41.0%	-1,317	-1,512	14.8%
营业收入占比	-2.1%	-2.0%		-2.6%	-2.0%	
其他支出	-2,105	-2,157	2.5%	-2,394	-2,157	-9.9%
营业利润	5,495	7,249	31.9 %	5,797	7,249	25.0 %
营业外收入	27	46	70.4%	104	46	-55.8%
营业外支出	-1	-29	2800.0%	-83	-29	-65.1%
利润总额	5,521	7,266	31.6 %	5,818	7,266	24.9 %
所得税费用	-904	-1,320	46.0%	-1,077	-1,320	22.6%
所得税率	-16.4%	-18.2%		-18.5%	-18.2%	
净利润	4,617	5,946	28.8 %	4,741	5,946	25.4 %
少数股东权益	66	132	100.0%	186	132	-29.0%
归属于公司股东的净利润	4,551	5,814	27.8%	4,555	5,814	27.6%
净利润率	8.7%	7.9%		8.9%	7.9%	
股东权益	96,545	123,946	28.4 %	116,883	123,946	6.0 %
少数股东权益	6,873	5,053	-26.5%	4,853	5,053	4.1%
归属于公司股东的股东权益合计	89,672	118,893	32.6%	112,030	118,893	6.1%
净资产收益率	5.1%	4.9%		4.1%	4.9%	
每股收益 (元)	0.60	0.76	27.8 %	0.60	0.76	27.6 %
每股净资产 (元)	11.73	15.55	32.6 %	14.66	15.55	6.1 %
可供出售金融资产净溢	284	1,411	396.8%			
综合投资收益率	1.0%	1.0%	1.5%			

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 1: 2011 年 1 季度业绩分析(续)

金融资产分析 (百万元)	10Q1	11Q1	As %	10Q4	11Q1	QoQ (%)
货币资金	108,151	78,429	6.8%	95,554	78,429	-17.9%
结算备付金	4,577	867	0.1%	3,967	867	-78.1%
拆出资金	950	3,473	0.3%	3,548	3,473	-2.1%
交易性金融资产	24,978	31,014	2.7%	30,664	31,014	1.1%
买入返售金融资产	28,280	19,115	1.7%	16,759	19,115	14.1%
保户质押贷款	6,028	9,985	0.9%	8,431	9,985	18.4%
发放贷款及垫款	116,418	139,504	12.1%	131,960	139,504	5.7%
存出保证金	281	404	0.0%	348	404	16.1%
定期存款	78,809	134,646	11.7%	131,124	134,646	2.7%
可供出售金融资产	246,316	271,487	23.6%	242,884	271,487	11.8%
持有至到期投资	240,366	358,608	31.1%	339,012	358,608	5.8%
应收款项类投资	0	10,404	0.9%	2,284	10,404	355.5%
长期股权投资	13,586	42,835	3.7%	42,540	42,835	0.7%
存出资本保证金	6,600	7,932	0.7%	7,932	7,932	0.0%
独立账户资产	46,001	43,356	3.8%	44,278	43,356	-2.1%
金融资产总计	921,341	1,152,059	100.0%	1,101,285	1,152,059	4.6%
金融负债分析 (百万元)	10Q1	11Q1	As %	10Q4	11Q1	QoQ (%)
短期借款	5,199	3,807	0.4%	3,681	3,807	3.4%
存放同业款项	32,111	25,223	2.4%	20,438	25,223	23.4%
拆入资金	1,423	3,844	0.4%	4,799	3,844	-19.9%
卖出回购金融资产	57,954	97,960	9.3%	107,850	97,960	-9.2%
吸收存款	132,954	169,684	16.2%	162,860	169,684	4.2%
代理买卖证券款	13,837	10,290	1.0%	13,103	10,290	-21.5%
保户储金及投资款	145,886	193,740	18.5%	181,625	193,740	6.7%
保险合同准备金	393,278	483,275	46.0%	444,035	483,275	8.8%
长期借款	14,002	11,232	1.1%	9,904	11,232	13.4%
应付次级债	5,009	7,552	0.7%	7,540	7,552	0.2%
独立账户负债	46,001	43,356	4.1%	44,278	43,356	-2.1%
金融负债合计	847,654	1,049,963	100.0%	1,000,113	1,049,963	5.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 内含价值倍数及新业务价值倍数计算

		中国平安	中国太保	中国人寿	中国平安-A	中国太保-A	中国人寿-A
股价	港币	84.65	34.05	28.50	n.a.	n.a.	n.a.
	人民币	71.95	28.94	24.23	51.61	23.53	20.73
产险	每股盈利	0.64	0.48		0.64	0.48	
	市盈率	15	15		15	15	
	每股价值	9.59	7.23		9.59	7.23	
平安银行	每股净资产	2.07			2.07		
	市净率	2			2		
	每股价值	3.11			3.11		
深发展银行	每股净资产	1.52			1.52		
	市净率	2			2		
	每股价值	3.03			3.03		
证券	每股净资产	0.90			0.90		
	市净率	2			2		
	每股价值	1.81			1.81		
其他	每股价值	3.43	2.80		3.43	2.80	
非寿险业务价值		20.97	10.03	-	20.97	10.03	
集团每股EV		31.79	15.62	11.92			
寿险	每股价值	50.98	18.91	24.23	30.64	13.50	20.73
	每股EV	19.30	9.70	11.92	19.30	9.70	11.92
	每股新业务价值	2.37	0.87	0.80	2.37	0.87	0.80
估值							
P/EV		2.26	1.85	2.03	1.62	1.51	1.74
寿险业务NBVM		13.4	10.5	15.3	4.8	4.4	11.0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: DCF 模型

单位：百万元	2011F	2012-2020F	2021-2030F	Pertetual
平安寿险DCF估值				
折现率	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
保险业务收入	198,472	4,661,784	17,145,481	38,741,106
保险业务收入复合增速	21%	18%	11%	4%
新保业务期缴收入	46,314	933,393	2,843,765	5,231,563
期缴收入新保业务收入占比	56%	58%	58%	58%
新保业务趸缴收入	36,283	687,032	2,101,913	3,866,807
趸缴收入新保业务收入占比	44%	42%	43%	43%
续期业务收入	115,875	3,041,359	12,199,803	29,642,736
续期业务收入寿险收入占比	58%	64%	71%	77%
续期率	90%	90%	90%	90%
APE	49,943	1,002,096	3,053,956	5,618,243
一年新业务价值 (NBV)	18,728	315,330	593,477	571,615
一年新业务价值利润率	38%	31%	19%	10%
经调整的净资产价值	55,622			
有效业务价值	97,172			
内含价值 (EV)	152,793			
一年新业务价值折现值	373,636			
评估价值	526,429			
每股评估价值 (元)	66.50			
每股评估价值 (港元)	78.24			
隐含的内含价值倍数	3.45			
隐含的一年新业务价值倍数	19.95			
隐含的市净率	3.55			
单位：百万元	2011F			
中国平安部分加总估值				
平安寿险每股评估价值 (元, DCF)	66.18			
平安产险每股价值 (元, 15倍市盈率)	9.55			
平安银行每股价值 (元, 1.5倍市净率)	3.20			
平安证券每股价值 (元, 2倍市净率)	1.57			
深发展每股价值 (元, 2倍市净率)	3.03			
平安其他每股价值 (元, 1倍市净率)	3.43			
中国平安每股价值 (元)	86.95			
中国平安每股价值 (港元)	102.30			

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

公司	股价	总股本	流通股	每股收益	每股净资产	每股内含价值	每股新业务价值	总资产收益率
	2011-04-27			11E	11E	11E	11E	11E
中国人寿H股	28.50	28,265	7,441	1.55	10.0	14.02	0.94	2.20
中国平安H股	84.65	7,644	2,858	3.22	22.1	37.40	2.78	1.50
中国太保H股	34.05	8,600	2,313	1.43	12.2	18.38	1.03	1.80
友邦保险	25.55	12,044	12,044	1.76	15.3	18.94	0.47	0.59
中国财险	10.16	11,142	11,142	0.79	3.5			3.05
中国人寿A股	20.73	28,265	20,824	1.31	8.5	11.92	0.80	2.20
中国平安A股	51.61	7,644	4,786	2.74	18.8	31.79	2.37	1.50
中国太保A股	23.53	8,600	6,208	1.21	10.4	15.62	0.87	1.80
公司	市值	流通市值	净资产收益率	市盈率 (X)	市净率 (X)	内含价值倍数	新业务价值倍数	
中国人寿H股	805,544	212,074	15.5	18.4	2.9	2.0	15.3	
中国平安H股	647,065	241,907	14.6	26.3	3.8	2.3	13.4	
中国太保H股	292,830	78,768	11.7	23.8	2.8	1.9	10.5	
友邦保险	307,724	307,724	11.1	14.5	1.7	1.3	14.1	
中国财险	113,201	113,201	22.5	12.9	2.9			
中国人寿A股	585,927	431,672	15.5	15.8	2.4	1.7	11.0	
中国平安A股	394,507	247,027	14.6	18.9	2.8	1.6	4.8	
中国太保A股	202,358	146,081	11.7	19.4	2.3	1.5	4.4	

资料来源：公司数据，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