



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8月18日

保险

研究部

毛军华

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511020001

maojh@cicc.com.cn

推荐

中国平安(601318.SH)

上半年业绩略好于预期

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	208,501	270,139
净投资收益	32,194	32,645	44,211	55,493
收入总额	147,835	189,439	250,921	322,203
赔款及保户利益	(79,848)	(109,513)	(143,716)	(183,766)
净利润	13,883	17,311	23,696	31,687
(+/-%)	879%	25%	37%	34%
每股净利润 (人民币)	1.89	2.26	2.99	3.99
每股净资产 (人民币)	11.57	14.66	18.35	21.77
平均净资产收益率(%)	18.6%	17.6%	18.4%	20.0%
市盈率-A股(X)	22.2	18.5	14.0	10.5
市净率-A股(X)	3.6	2.9	2.3	1.9
现金分红收益率(%) - A股	1.1%	1.3%	0.4%	0.0%
寿险业务每股内含价值 (人民币)	13.71	15.84	18.61	22.50
每股新业务价值 (人民币)	1.61	2.03	2.31	2.76
集团每股内含价值 (人民币)	21.14	26.29	32.40	38.61
P/EV Group	2.0	1.6	1.3	1.1
P/EV Life	3.1	2.6	2.2	1.9
隐含新业务价值倍数	20.8	7.7	4.1	1.2

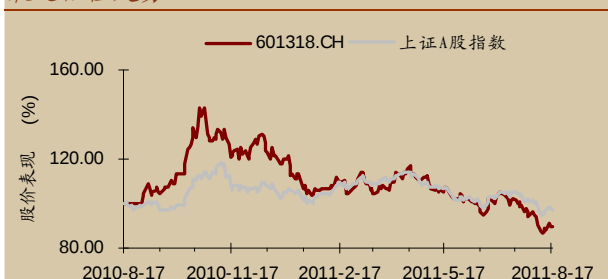
股票信息

H-股	股票代码	A-股
2318.HK	股票代码	601318 CH Equity
HK\$ 67.05	当前股价	RMB 41.87
17.93	日成交量 (百万股)	18.80
HK\$96.25/61.5	52周最高价/最低价	RMB67.2/39.61
454,339	总市值 (百万元)	372,418
7,916	发行股数 (百万股)	7,916
7,916	流通股 (百万股)	7,916
	主要股东 (持股比例)	汇丰控股有限公司 (15.57%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[601318.CH]	+2.15	-12.37	-15.94	-25.45
[SHASHR index]	+2.04	-7.76	-8.80	-7.34

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

公司业绩:

中国平安2011年上半年实现归属于母公司净利润为127.57亿元, 同比增长33%, 每股收益1.67元, 同比增加28.5%, 高出我们的预期4%。同时公司宣告中期红利每股0.15元

主要看点

财产险业务继续量价齐升。上半年财产险业务综合成本率为92.9%, 同比下降3.6个百分点。保费收入同比增长35.9%, 市场份额持续提升16.7%。

寿险新业务价值利润率(NBV/FYP)上升2.8%至21.8%, 一年新业务价值同比增长18%。虽然公司上半年趸缴业务占比有所提高, 但新业务价值利润率仍然继续提升, 这主要得益于个险期交业务期限结构的进一步改善。

收购深发展进展顺利, 银行业务利润贡献增加。上半年银行业务净利润同比增长117%, 占集团净利润的18.4%。如果考虑到对深发展持股比例的进一步上升, 银行业务利润贡献将超过30%。

发展趋势:

财产险业务量价齐升仍将持续, 但寿险新业务销售压力犹存。受益于公司在新渠道建设、风险管理以及理赔服务等多方面取得的市场领先优势, 公司财产险业务将继续量价齐升。但投资收益率低迷一定程度上抑制了公司上调寿险产品结算利率从而刺激销售策略, 而采取产品停售等销售技巧又难以获得持续的销售增长, 我们认为公司寿险新业务销售压力仍然存在。

多种方式缓解资本压力。下半年将深发展纳入合并报表将降低集团偿付能力水平200%至171%, 未来两年资本压力仍然存在。我们认为公司将会考虑多种资本补充方式, 特别是平安寿险还有较大发行次级债的空间。

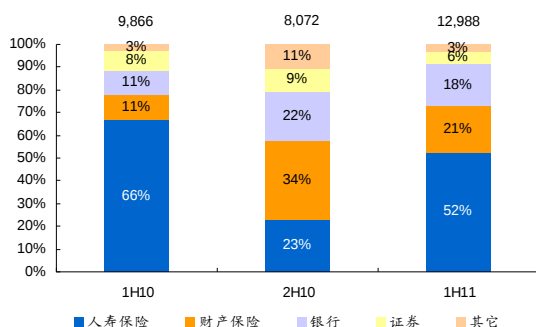
估值与建议:

目前平安A股和H股内2011年P/EV分别为1.3倍和1.7倍, 2011年隐含新业务价值倍数分别为4.1X和10.1X, 长期来看具有较大吸引力, 我们维持“推荐”评级。

2011 年上半年业绩略好于预期

中国平安 2011 年上半年实现净利润人民币 129.88 亿元(图表 1)。, 其中归属于母公司净利润为 127.57 亿元(每股收益 1.67 元), 同比增长 32.7%, 比我们的预期高 4%。

图表 1: 中国平安分业务净利润贡献



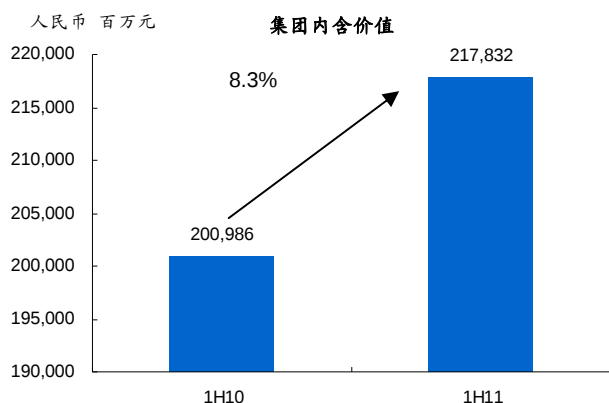
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

寿险业务新业务价值利润率提升

寿险新业务价值利润率(NBV/FYP)上升 2.3%至 21.8%, 一年新业务价值同比增长 18%。虽然公司上半年趸缴业务占比有所提升, 但新业务价值利润率仍然继续提升, 这主要得益于个险期交业务期限结构的进一步改善。同时, 如果剔除平安集团上半年融资 161.34 亿元人民币的影响, 内含价值环比上升 8.3%。

代理人渠道新业务保费上半年提升 15.1%。上半年代理人产能大幅提升, 人均每月首年规模保费由 7,922 元上升到 10,477 元, 同时代理人数量上升 15.3%到 47.4 万人。

图表 2: 平安集团内含价值



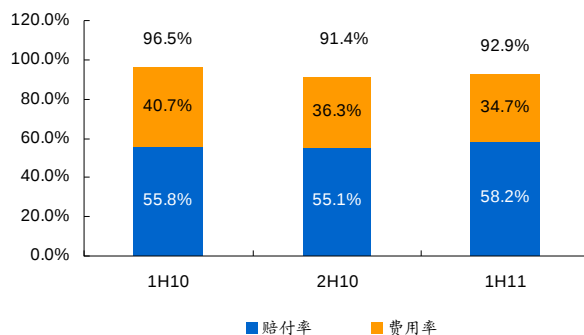
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

财险业务量价齐升

2011 年上半年平安产险实现净利润 26.9 亿元人民币, 同比大幅增长 147.3%, 得益于承保利润率大幅改善以及保费收入的高速增长。上半年保费同比去年增长 35.9%,

同时综合成本率同比下降 3.6 个百分点至 92.9% (图表 2), 其中费用率下降 6 个百分点至 34.7%, 显示出平安财险大力发展电销, 网销等低费用率渠道已经获得了显著成效。

图表 3: 平安财险综合成本率

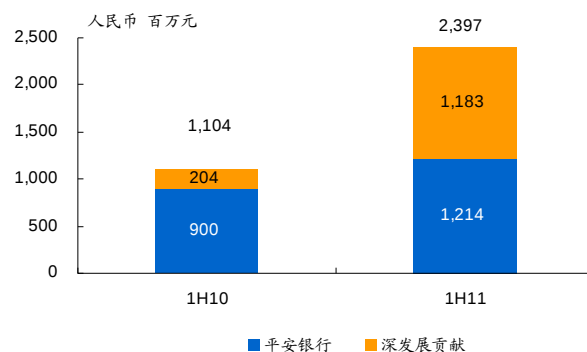


资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

银行业务大幅增长

上半年银行业务净利润同比增长 117%。占集团净利润的 18.4%, 这得益于对深发展持股比例的增加。平安银行实现净利润 12.1 亿元, 同比增长 34.9%; 深发展贡献净利润 11.8 亿元。

图表 4: 平安银行业务利润贡献



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

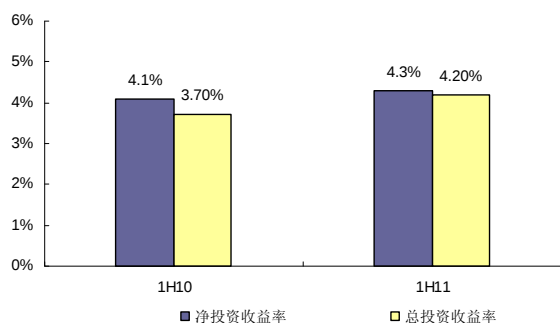
证券业务受累于投行业务放缓

2011 年上半年证券业务实现净利润 7.15 亿元, 同比下降 13.6%, 这主要是由于上半年股票市场萎靡不振影响投资业务与承销业务, 以及市场竞争加剧导致佣金率下调从而影响了经纪业务。

投资收益符合市场预期

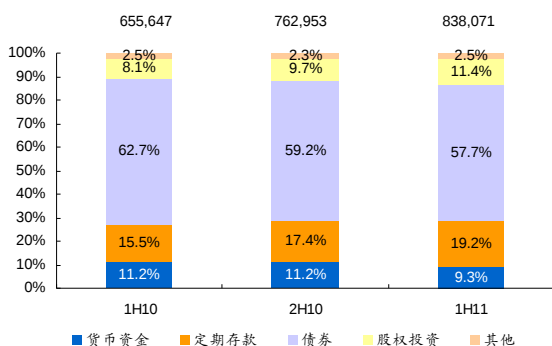
上半年净投资收益从去年的 4.1%上升到 4.3%, 这得益于固定到期收益日投资的占比和收益率同时提升。由于权益投资的表现好于去年同期, 总投资收益率上升 50bp 至 4.2%。

图表 5：中国平安投资收益率



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6：中国平安投资资产配置



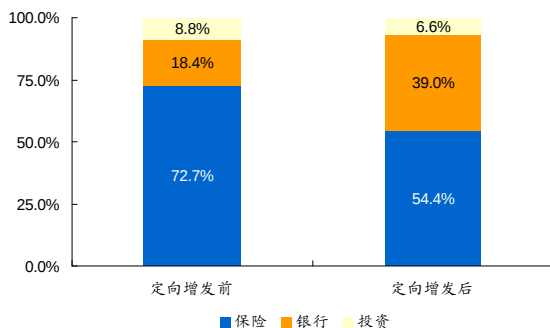
资料来源：公司数据，中金公司研究部

深发展定向增发对集团财务状况的影响

根据公司公告的深发展定向增发方案，我们预计定增完成后，公司将持有深发展 60% 的股权，深发展将纳入公司合并报表。这将对集团财务状况造成如下两方面的重大影响：

- ▶ 非保险业务利润贡献增加，利润来源更加均衡，标志着公司在综合金融战略中取得里程碑式的突破。

图表 7：合并报表对集团利润构成的影响

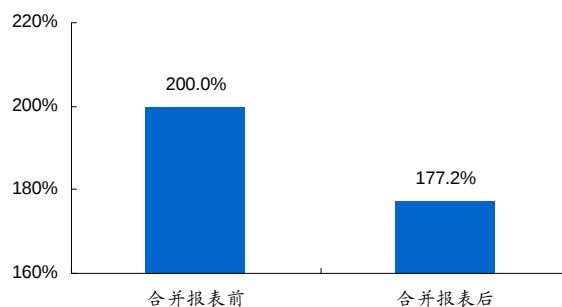


资料来源：公司数据，中金公司研究部

- ▶ 集团偿付能力充足率水平被摊薄，资本压力加大。

按照现有保险集团偿付能力计算办法，将深发展纳入合并报表将使现有偿付能力水平由 200% 下降为 177%。

图表 8：合并报表对集团偿付能力充足率的影响



资料来源：公司数据，中金公司研究部

我们预计未来三年（2011-2013 年）集团偿付能力充足率水平分别为 171%，163% 和 156%，均高于 150% 的监管要求水平；但如果按照 175% 的标准来做资本规划，则公司在 2011-2013 年对应的资本缺口分别为 43 亿、173 亿和 338 亿。

发展趋势：

财产险业务量价齐升仍将持续，但寿险新业务销售压力犹存。 受益于公司在新渠道建设、风险管理以及理赔服务等多方面取得的市场领先优势，公司财产险业务将继续量价齐升。但投资收益率低迷一定程度上抑制了公司上调寿险产品结算利率从而刺激销售的策略，而采取产品停售等销售技巧又难以获得持续的销售增长，我们认为公司寿险新业务销售压力仍然存在。

多种方式缓解资本压力。 下半年将深发展纳入合并报表将降低集团偿付能力水平 200% 至 171%，虽然高于监管水平，但未来两年资本压力仍然存在。我们认为公司将会考虑多种资本补充方式，特别是平安寿险还有较大发行次级债的空间。

盈利预测

我们维持 2011 年和 2012 年的盈利预测，分别为 2.99 元和 3.99 元。

估值与评级

目前平安 A 股和 H 股内 2011 年 P/EV 分别为 1.29 倍和 1.71 倍，2011 年隐含新业务价值倍数分别为 4.1X 和 10.1X，长期来看具有较大吸引力，我们维持“推荐”评级。

图表 9: 2011 年业绩分析

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
利润表					
营业收入	108,516	147,835	189,439	250,921	322,203
已赚净保费	82,271	100,383	141,124	188,315	244,233
保险业务收入	89,103	112,213	159,384	208,501	270,139
减: 分出保费	-5,813	-6,347	-8,181	-10,434	-13,449
减: 净提取未到期责任准备金	-1,019	-5,483	-10,079	-9,752	-12,457
银行业务利息净收入	4,343	4,210	5,934	7,342	9,024
非保险业务手续费及佣金净收入	1,776	2,781	4,934	5,795	7,087
投资净收益	25,708	30,380	32,782	44,211	55,493
公允价值变动净收益	-7,506	1,814	-137	0	0
汇兑损失	-465	-17	-104	0	0
其他业务收入	2,389	8,284	4,906	5,259	6,366
营业支出	-109,856	-128,254	-167,122	-219,238	-279,835
退保金	-5,715	-4,993	-3,816	-4,620	-5,593
赔付支出	-34,930	-33,154	-39,629	-59,903	-80,002
减: 摊回赔付支出	3,552	3,621	3,741	5,632	7,605
提取保险责任准备金	-13,737	-41,234	-66,479	-82,251	-102,058
减: 摊回保险责任准备金	827	-183	577	2,123	2,559
保单红利支出	-5,421	-3,905	-3,907	-4,697	-6,277
分保费用	-23	-26	-38	-51	-68
减: 摊回分保费用	1,642	1,939	2,616	2,805	3,622
保险业务手续费及佣金支出	-8,649	-11,418	-14,507	-20,109	-26,064
营业税金及附加	-2,537	-3,482	-4,743	-5,888	-7,768
业务及管理费	-14,421	-22,438	-29,276	-39,936	-50,607
财务费用	-550	-880	-913	-330	-330
其他业务成本	-3,774	-11,338	-9,216	-11,211	-13,867
资产减值损失	-26,120	-763	-1,532	-801	-986
营业利润	-1,340	19,581	22,317	31,683	42,368
加: 营业外收入	114	615	189	0	0
减: 营业外支出	-260	-277	-159	0	0
利润总额	-1,486	19,919	22,347	31,683	42,368
减: 所得税费用	3,121	-5,437	-4,409	-7,129	-9,533
净利润	1,635	14,482	17,938	24,555	32,835
归属母公司股东的净利润	1,418	13,883	17,311	23,696	31,687
少数股东损益	217	599	627	858	1,148
资产负债表					
资产总计	704,564	935,712	1,171,627	1,414,109	1,699,002
投资资产	540,737	711,734	926,211	1,134,014	1,374,732
负债合计	637,405	843,969	1,054,744	1,263,245	1,519,941
股东权益合计	67,159	91,743	116,883	150,864	179,061
股本	7,345	7,345	7,644	7,916	7,916
归属于公司股东的股东权益	64,542	84,970	112,030	145,284	172,337
少数股东权益	2,617	6,773	4,853	5,580	6,725
增长率(%)					
营业收入	-34.3	36.2	28.1	32.5	28.4
保险业务收入	-11.7	25.9	42.0	30.8	29.6
已赚净保费	-12.5	22.0	40.6	33.4	29.7
利润总额	-108.5	-1,440.4	12.2	41.8	33.7
净利润	-90.6	879.1	24.7	36.9	33.7
主要比率(%)					
净投资收益率	3.9	3.4	3.6	3.6	3.7
总投资收益率	-1.0	5.4	4.4	4.6	4.8
净资产收益率	1.9	18.6	17.6	18.4	20.0
总资产收益率	0.2	1.7	1.6	1.8	2.0
投资组合(%)					
现金及存款	22.9	24.8	24.8	20.0	20.0
债券投资	60.6	57.4	56.9	60.5	60.5
权益投资	10.0	11.2	9.0	12.0	12.0
其他投资	6.5	6.7	9.4	7.5	7.5

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 10: 可比公司估值

公司	股价	总股本	每股收益			每股净资产			集团每股内含价值			每股新业务价值			总资产收益率		
	2011-08-18		10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
中国人寿H股	23.20	28,265	1.40	1.53	1.82	8.7	10.0	11.5	12.41	14.13	15.63	0.83	0.96	1.07	2.40	2.20	2.20
中国平安H股	67.05	7,644	2.66	3.60	4.81	17.2	22.1	26.2	30.93	39.04	46.52	2.39	2.78	3.32	1.70	1.90	2.11
中国太保H股	29.35	8,600	1.17	1.49	1.84	11.0	12.2	13.5	15.06	17.82	20.46	0.83	1.01	1.19	1.80	1.80	1.80
中国财险	13.56	11,142	0.55	1.01	1.23	2.6	4.1	5.6							2.83	2.83	2.83
中国人寿A股	16.46	28,265	1.19	1.27	1.51	7.4	8.3	9.4	10.55	11.73	13.07	0.70	0.79	0.89	2.40	2.20	2.20
中国平安A股	41.87	7,644	2.26	2.99	3.99	14.7	18.4	21.8	26.29	32.40	38.61	2.03	2.31	2.76	1.70	1.90	2.11
中国太保A股	20.64	8,600	1.00	1.24	1.53	9.3	10.3	11.5	12.80	14.79	16.98	0.71	0.84	0.99	1.80	1.80	1.80
公司	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	590,770	16.1	15.5	15.7	16.6	15.2	12.8	2.7	2.3	2.0	1.9	1.6	1.5	13.1	9.5	7.1	
中国平安H股	454,330	17.6	18.4	20.0	25.2	18.6	13.9	3.9	3.0	2.6	2.2	1.7	1.4	15.1	10.1	6.2	
中国太保H股	226,190	10.7	11.7	12.2	25.1	19.6	15.9	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6	1.4	17.1	11.4	7.4	
中国财险	151,083	21.6	28.7	25.2	24.7	13.5	11.0	5.2	3.3	2.4							
中国人寿A股	484,269	16.1	15.5	15.7	13.8	13.0	10.9	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3	8.4	6.0	3.8	
中国平安A股	372,425	17.6	18.4	20.0	18.5	14.0	10.5	2.9	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1	7.7	4.1	1.2	
中国太保A股	185,413	10.7	11.7	12.2	20.7	16.6	13.5	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2	11.1	7.0	3.7	

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

注: 除寿险业务外其他业务都用 1 倍 PB 计算

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/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。

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。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：中国平安。

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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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