

中国平安(601318.sh)

上半年净利润增长 33%，产险业绩增长 148%独领风骚

曹恒乾 分析师

电话: 020-87555888-8419

eMail: chq@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010006

上半年每股收益 1.67 元，每股净资产 16.97 元

2011 年上半年，公司净利润 127.57 亿元，同比增长 33%，每股收益 1.67 元。每股净资产 16.97 元。公司各项业务中，寿险业务净利润 67.62 亿元，同比增长 3%，产险业务净利润 26.93 亿元，同比增长 148%，银行业务净利润 23.97 亿元，同比增长 117%（大幅增长的原因是收购深发展后并表）。

产险业绩增长 148%独领风骚

上半年产险业务已赚保费收入 294.42 亿元，同比增长 41.8%，受益于电话车险保费大幅增长 92%，综合成本率继续下降从去年同期的 96.5%下降到 92.9%，由于深圳费率市场化试点后，综合成本并未上升，我们对产险未来三年的盈利能力保持乐观，随着电话车险等新渠道的扩张，综合成本继续有下降的空间。

内含价值与新业务价值增长符合预期，偿付能力充足率符合要求

内含价值 2339.66 亿，每股内含价值 29.56 元，上半年新业务价值 101.48 亿元，可比口径下增长 18%，每股新业务价值 1.28 元。上半年 H 股增发后，集团偿付能力充足率提升至 200%，我们预期年底下降到 189%，仍符合监管要求。但如果要维持集团偿付能力充足率在 200%，还需要补充 90 亿资本。

投资建议与风险提示

我们预测 2011-2013 年中国平安 EPS 分别为 3.18、3.82 和 4.58 元，目标价 76.40 元，给予买入评级。未来存在重大灾害风险的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,478	1,894	2,626	3,175	3,842
增长率 (%)	6%	28%	39%	21%	21%
已赚保费	1004	1411	1956	2365	2862
净利润	145	173	248	302	363
增长率 (%)	1559%	20%	43%	22%	20%
每股收益 (元)	1.89	2.30	3.18	3.82	4.58
市盈率	22.15	18.20	13.17	10.96	9.14
市净率	3.62	2.86	2.26	1.94	1.66
隐含新业务价值倍数	12.90	7.68	4.47	1.78	-0.49

数据来源: 中国平安保险(集团)股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	41.87
目标价格(元)	76.40
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-11.62%	-14.29%	-8.93%
沪深 300	-7.39%	-6.54%	-0.84%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	7,916.14/4,786.41
主要股东:	汇丰保险控股有限公司
主要股东持股比例	7.82%

财务比率

ROE	15.45%
ROA	2.21%
资产负债率	90.02%
每股净资产(元)	14.66
2010 年报数据	

上半年每股收益1.67元，每股净资产16.97元

2011年上半年，公司净利润127.57亿元，同比增长33%，每股收益1.67元。每股净资产16.97元。公司各项业务中，寿险业务净利润67.62亿元，同比增长3%，产险业务净利润26.93亿元，同比增长148%，银行业务净利润23.97亿元，同比增长117%（大幅增长的原因是收购深发展后并表）。

表 1：平安集团各业务块利润贡献(亿元)

	2011H	占比	2010H	占比
平安集团				
寿险业务	67.62	52%	65.51	66%
产险业务	26.93	21%	10.88	11%
银行业务	23.97	18%	11.04	11%
证券业务	7.15	6%	8.28	8%
其他	4.31	3%	2.95	3%
合计	129.98	100%	98.66	100%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

产险业绩增长148%独领风骚

2011年产险业务净利润26.93亿元，同比增长148%。其中产险业务已赚保费收入294.42亿元，同比增长41.8%，受益于电话车险保费大幅增长92%，综合费用率下降，综合成本率继续下降从去年同期的96.5%下降到92.9%。

产险由于深圳费率市场化试点后，试点结果表明综合成本并未上升，我们对产险未来的盈利能力保持乐观，随着电话车险等新渠道的扩张，综合成本继续有下降的空间。

表 2：三大产险公司综合赔付率及综合费用率比较

		2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
太保产险	综合赔付率	64.87%	60.50%	61.03%	54.50%	57.44%	
	综合费用率	37.33%	37.00%	36.47%	40.00%	36.26%	
	综合成本率	102.2%	97.50%	97.50%	94.50%	93.70%	
人保产险	综合赔付率	75.87%	67.82%	69.15%	66.07%	67.41%	
	综合费用率	27.39%	35.71%	33.06%	30.63%	30.37%	
	综合成本率	103.26%	103.53%	102.21%	96.71%	97.78%	
平安产险	综合赔付率	68.10%	58.20%	56.99%	55.80%	55.43%	58.2%
	综合费用率	35.90%	43.00%	41.61%	40.70%	37.77%	34.7%
	综合成本率	104.00%	101.20%	98.60%	96.50%	93.20%	92.9%
行业平均水平	综合赔付率			66.29%		63.09%	
	综合费用率			38.17%		34.24%	
	综合成本率			104.46%		97.33%	

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

内含价值与新业务价值增长符合预期，偿付能力充足率符合要求

内含价值2339.66亿，每股内含价值29.56元，上半年新业务价值101.48亿元，可比口径下增长18%，每股新业务价值1.28元。上半年H股增发后，集团偿付能力充足率提升至200%，我们预期2011年年底下降到189%，仍符合监管要求。

但如果集团偿付能力充足率在2011年底要维持在200%，我们预测有90亿左右的资本缺口。

表3：偿付能力充足率

	单位：百万元	2011E	2011H	2010 年	2009	2008
平安集团	实际资本	154,513	144,165	124,207	117,560	88,270
	最低资本	81,566	72,073	62,778	38,916	28,663
	偿付能力充足率	189.43%	200%	197.85%	302.09%	307.96%
	单位：百万元	2011E	2010H	2010	2009	2008
平安寿险	实际资本	52,765	50,878	50,981	50,898	33,752
	最低资本	35,652	32,190	28,295	22,453	18,371
	偿付能力充足率	148.00%	158.1%	180.18%	226.69%	183.72%
	单位：百万元	2011E	2010H	2010	2009	2008
平安产险	实际资本	20,452	19,157	15,002	7,268	5,047
	最低资本	11,694	9,799	8,353	5,061	3,293
	偿付能力充足率	174.89%	195.5%	179.60%	143.61%	153.26%

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

投资收益率处于历史低点，业绩未来有超预期空间

2011年上半年总投资收益率4.2%，处于历史低位，结合目前的利率水平（5年期定存利率5.5%），我们认为未来投资收益率有上行空间，根据我们的测算，投资收益率与业绩的敏感性关系为在投资收益率（高于资金成本后）变动100BP，每股收益提升0.5元。

风险提示

在缴纳保费一定的情况下，如果疾病，死亡，灾害出现的较少，保险公司当期的盈利就会增加。如果遇到重大灾害（包括台风、暴雨、洪水、地震、海啸等自然灾害以及恐怖主义活动、重大人为灾害、战争等对整个社会的经济活动和金融体系会造成重大危害的事件），保险公司的各项金融业务特别是保险业务也会受到重大影响，带来的巨额赔偿会对公司的财务状况和经营成果带来不利影响。

资产负债简表

单位：亿元

报表项目	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	956	1206	1390	1605
交易性金融资产	307	353	406	466
买入返售金融资产	168	193	222	255
应收利息	142	163	188	216
应收款项	154	177	204	235
保户质押贷款	84	97	111	128
定期存款	1311	1508	1734	1994
可供出售金融资产	2429	2793	3212	3694
持有至到期投资	3390	3899	4483	5156
长期股权投资	425	489	563	647
发放贷款及垫款	1320	1518	1745	2007
固定资产	71	82	94	108
无形资产	97	112	129	148
存出资本保证金	79	79	79	79
其他资产	341	392	450	518
独立账户资产	443	509	586	673
资产总计	11716	13569	15595	17930
卖出回购金融资产款	1079	1240	1426	1640
吸收存款	1629	1766	2031	2335
短期借款	37	42	49	56
同业及其他金融机构存放款项	204	235	270	311
代理买卖证券款	131	151	173	199
应付款项	144	166	191	219
预收款项	70	81	93	107
长期借款	99	114	131	151
应付债券	75	87	100	115
应付保单红利	142	163	188	216
应付赔付款	93	107	123	142
保户储金及投资款	1816	2089	2402	2762
保险合同准备金	4440	5106	5872	6753
其他负债	145	166	191	220
独立账户资产	443	509	586	673
负债合计	10547	12023	13826	15900
股本	76	79	79	79
资本公积	690	848	848	848
盈余公积	67	92	123	160
一般风险准备	4	29	60	97
未分配利润	283	418	596	813
归属母公司股东权益	1120	1467	1707	1998
负债股东权益总计	11716	13553	15607	17984
每股净资产(元)	14.66	18.53	21.57	25.24

数据来源：公司报表、广发证券发展研究中心

利润简表

单位：亿元

报表项目	2010A	2011E	2012E	2013E
已赚保费	1411	1956	2365	2862
银行与非保险业务净收入	109	151	182	220
投资收益	328	454	549	665
其他业务收入	47	65	78	95
营业收入合计	1894	2626	3175	3842
退保金	-38	-53	-64	-77
赔付净支出	-359	-498	-602	-728
提取保险责任准备金	-659	-906	-1092	-1326
保户红利支出	-39	-54	-65	-79
营业税金及附加	-47	-66	-80	-96
手续费及佣金支出	-145	-201	-243	-294
管理费用	-267	-370	-447	-541
其他业务成本	-102	-141	-170	-206
资产减值损失	-15	-21	-26	-31
营业支出合计	-1671	-2309	-2789	-3379
营业利润	223	317	387	463
利润总额	223	317	387	463
净利润	179	255	310	372
归属于母公司净利润	173	248	302	363
少数股东损益	6	7	8	9
基本每股收益	2.3	3.18	3.82	4.58
稀释每股收益	2.3	3.18	3.82	4.58

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

寿险规模保费分类简表

单位：亿元

报表项目	2010	2011E	2012E	2013E
首年期缴保费	403	484	605	756
趸缴保费	295	310	348	387
短期险	62	74	89	107
续期保费	884	1105	1326	1591
合计	1644	1973	2368	2842

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标

指标项目	2010E	2011E	2012E	2013E
每股内含价值（元）	26.29	31.80	37.07	43.45
每股新业务价值（元）	2.03	2.25	2.70	3.24
PE	18.20	13.17	10.96	9.14
PB	2.86	2.26	1.94	1.66
P/EV	1.59	1.32	1.13	0.96
隐含新业务价值倍数	7.68	4.47	1.78	(0.49)

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾，分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

温重伟，研究助理，华南理工大学管理学硕士，2011 年加入广发证券发展研究中心。联系方式：wcw@gf.com.cn，020-87555888-8089

相关研究报告

中国平安(601318.sh)_公司跟踪研究报告	曹恒乾	2011-08-14
中国平安(601318.sh)_公司跟踪研究报告	曹恒乾	2011-07-14
中国平安(601318.sh)_公司跟踪研究报告	曹恒乾	2011-06-14

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。