

利润增长超预期，寿险不甚乐观

—— 中国平安 2011 年中报点评

事件

中国平安公布 2011 年半年报，公司实现净利润 127.57 亿元，同比增长 32.7%，每股净利润 1.67 元；期末净资产 1343.34 亿元，较上年末增长 19.9%，剔除股本项目变动因素后，较上年末增长 5.5%，每股净资产 16.97 元；上半年寿险新业务价值 101.48 亿元，同比增长 18.0%；期末集团内涵价值 2339.64 亿元，比上年末增长 5.9%。

研究结论

● 综合金融平台效应显现：

■ **利润来源多元化**：上半年产险、银行利润增长分别达 147.5%，117.1%，对总利润贡献合计为 39.1%，综合平台中权重最大的寿险业务板块，受投资及准备金增提影响，上半年利润增长仅为 3.2%，得益于综合金融业务布局，寿险这一暂时的短板并未影响集团整体利润增长。

■ **前台销售资源整合成效显著**：平安产险 38.1% 的保费来自交叉销售和电销、平安银行 36.2% 的新增零售存款、平安养老险 10.7% 的企业年金受托业务、平安信托 9.8% 的信托计划业务来自交叉销售。

● **产险继续保持规模、盈利双丰收**：上半年产险取得了 35.5% 的领先于行业的快速增长，综合成本率进一步下降 3.6 个百分点，至 92.9%。非车险业务亦为亮点，保费增长高达 40.7%。

● 寿险不甚乐观：

■ **个险新保期缴负增长**：上半年个险渠道总规模保费增长达到 29.3%，但是保费结构不理想，期缴保费增长-3.7%，期缴占比由上年同期的 91.9% 降为 76.9%，新保增长主要由趸缴拉动。平安寿险业内最高的续保平台保证了寿险总规模保费 20.9% 的增长。

■ **新业务价值增长尚理想**：寿险上半年新业务价值增长 18.0%，超市场预期。但是，上半年价值增长主要由营销趸缴拉动，可持续性不甚乐观。

● **投资收益较为稳定**：上半年净投资收益率保持在 4.3% 的稳定水平，受股票市场波动影响，上半年新增减值损失 9.42 亿，总投资收益率为 4.2%。

● **投资建议**：当前股价 41.87 元，低于最悲观假设（新业务价值增速为 0）绝对估值 63 元，隐含 2011 年 NBM 和 P/EV 分别为 4.3 倍和 1.3 倍，相对估值重回 2008 年底股市最低时水平。维持中国平安“买入”评级。

● **风险提示**：下半年营销期缴业务增长继续下滑。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业资深分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

联系人

陈红霞

8621-63325888 × 6083

chenhongxia@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 8 月 16 日）

41.87 元

目标价格

85.77 元

总股本/A 股（万股）

791,514

国家/地区

中国

行业

保险

报告发布日期

2011 年 8 月 18 日

股价表现



资料来源：WIND

百万元，元/股	2010	2011E	2012E
已赚保费	141,124	179,158	223,749
总投资收益	32,782	44,241	55,174
净利润	17,938	25,240	31,217
每股收益	2.26	3.19	3.94
每股 FNBV	2.13	2.54	3.12
每股 EV	26.29	31.06	37.65
隐含 NBM	7.3	4.3	1.4
隐含 P/EV	1.6	1.3	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析（中国平安）

利润表（人民币百万元）					内含价值预测表（人民币百万元）				
	2009	2010	2011E	2012E		2009	2010	2011E	2012E
已赚保费	100,383	141,124	179,158	223,749	寿险期初内含价值	69,643	100,704	121,086	151,591
总投资收益	31,431	32,782	44,241	55,174	本期新业务价值	11,805	15,507	19,384	23,842
银行业务净息差	4,210	5,934	6,234	7,480	内含价值预期回报	7,431	9,823	12,722	15,778
非保险业务手续费	2,781	4,934	4,835	5,701	投资回报差异	3,404	1,392	2,043	0
其他业务收入	8,284	4,665	5,196	5,716	其他差异	7,673	(4,317)	(144)	(171)
收入合计	147,072	189,439	239,665	297,820	资本注入	1,700	0	0	0
退保金	(4,993)	(3,816)	(7,775)	(9,667)	股东股息	(952)	(2,023)	(3,500)	(4,500)
赔付支出	(29,533)	(35,888)	(59,754)	(75,051)	寿险期末内含价值	100,704	121,086	151,591	186,539
提取保险准备金	(41,417)	(65,902)	(58,210)	(74,900)	其他业务期末净资产	54,554	79,900	86,862	102,539
保单红利支出	(3,905)	(3,907)	(7,688)	(10,467)	集团期末内含价值	155,258	200,986	237,437	287,829
保险业务手续费佣金	(11,418)	(14,507)	(22,267)	(26,930)					
业务及管理费	(20,499)	(26,660)	(29,859)	(33,442)					
其他业务成本	(15,726)	(16,442)	(21,709)	(26,344)	估值指标				
支出合计	(127,491)	(167,122)	(207,262)	(256,800)		2009	2010	2011E	2012E
营业利润	19,581	22,317	32,403	41,020	P/EV	2.0	1.6	1.3	1.1
营业外收入/支出	338	30	(44)	55	隐含新业务倍数	12.7	7.3	4.3	1.4
利润总额	19,919	22,347	32,359	41,075	PE	22.2	18.5	13.1	10.6
所得税	(5,437)	(4,409)	(7,119)	(9,858)	PB	3.6	2.9	2.3	1.9
净利润	14,482	17,938	25,240	31,217	每股数据（元/股）				
少数股东权益	599	627	882	1,091		2009	2010	2011E	2012E
母公司股东净利润	13,883	17,311	24,358	30,126	每股寿险内含价值	13.71	15.84	19.15	23.56
资产负债表（人民币百万元）					每股 NBV	1.61	2.04	1.61	2.03
	2009	2010	2011E	2012E	每股集团 EV	21.14	26.29	29.99	36.36
寿险投资资产	524,695	651,258	817,030	1,015,902	每股收益	1.89	2.26	3.19	3.94
财险投资资产	39,905	60,594	91,966	127,529	每股净资产	11.57	14.66	17.71	21.27
银行资产	220,806	249,297	286,692	329,695	每股股利	0.15	0.45	0.45	0.45
证券资产	24,386	24,820	27,412	29,204	股本（百万股）	7,345	7,644	7,916	7,916
资产合计	935,712	1,171,627	1,408,758	1,687,988	增长率				
寿险负债	575,475	740,093	810,534	1,008,421		2009	2010	2011E	2012E
财险负债	41,689	62,008	69,492	77,099	已赚保费增长率	22.0%	40.6%	27.0%	24.9%
负债合计	843,969	1,054,744	1,264,551	1,515,081	净利润增长率	879.1%	24.7%	40.7%	23.7%
少数股东权益	6,773	4,853	4,022	4,514	投资资产增长率	30.3%	26.1%	27.7%	25.8%
归属母公司股东权益	84,970	112,030	140,185	168,393	集团内含价值增长率	26.4%	29.5%	18.1%	21.2%
权益合计	91,743	116,883	144,207	172,907	一年新业务价值增长	38.2%	31.4%	25.0%	23.0%
负债与权益总计	935,712	1,171,627	1,408,758	1,687,988	净资产增长率	31.7%	31.8%	25.1%	20.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn