

中国平安(601318)中报点评

——产险和银行业务表现好

金融/保险

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 8 月 18 日

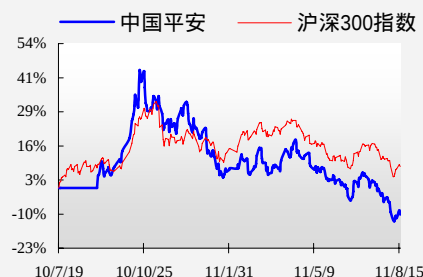
投资要点：

- 2011 年上半年，中国平安实现归属于母公司的净利润 127.57 亿元，同比增长 32.7%。利润的增长首先是受益于保费收入的快速增长；其次，产险业务的综合成本率同比下降也贡献了较多的承保利润；第三，深发展和平安银行盈利能力提升，银行业务贡献利润增加。
- 从产品结构上来说，中国平安保费收入的增长主要来自于分红产品。在银保渠道更是如此，公司大力压缩了万能险规模，分红险保费增长速度提高。分红产品与万能险相比，由于保障成分高，产品透明程度低，边际利润率高，因此成为保险公司重点鼓励销售的产品。
- 2011 年中期，产险保费收入为 407.3 亿元，同比增长 35.9%。市场占有率为 15.4%，比去年底提高 2.5 个百分点。自去年以来产险赔付率和费用率都有所下降，产险的利润贡献提高。
- 2011 年中期，中国平安的投资收益状况同比有所提高。总投资收益额为 158.4 亿元，同比增加 52.8%，总投资收益率为 4.2%，同比提高 0.5 个百分点。
- 截至 2011 年中期，中国平安权益投资额度为 956.3 亿元，比去年年底增加 28.7%。目前权益类投资占比为 11.5%，比去年年底提高 1.7 个百分点，仓位有所提高。
- 2011 年上半年，公司的新业务价值同比增长了 17.96%，主要是长期保单占比提升所致。
- 风险提示：股指走势的低迷可能会对平安的股价造成压制。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	18,943,900		1,731,100		2.30		18.2	
2011E	22,567,694	19.1%	2,322,030	34.1%	3.04		13.8	
2012E	25,659,409	13.7%	2,532,788	9.1%	3.31		12.6	
2013E	29,176,003	13.7%	2,739,644	8.2%	3.58		11.7	

走势图



市场数据

2011/8/17

收盘价：	41.87 元
52 周最高价：	67.20 元
52 周最低价：	39.61 元
平均持仓成本：	50.19 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	791,614
流通 A 股（万股）：	478,641
每股收益（元）：	1.67
每股净资产（元）：	16.97
每股经营现金流（元）：	10.21
市净率：	2.47

分析师：赵新安

执业证书编号：S055051102009

TEL: (8621)6336 7000 - 258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、总体经营状况

2011 年上半年，中国平安实现归属于母公司的净利润 127.57 亿元，同比增长 32.7%。利润的增长首先是受益于保费收入的快速增长；其次，产险业务的综合成本率同比下降也贡献了较多的承保利润；第三，深发展和平安银行盈利能力提升，银行业务贡献利润增加。

截止 2011 年 6 月 30 日，中国平安总资产规模为 13100 亿元，比 2010 年年底增长 11.8%，归属于母公司股东权益为 1343 亿元，较 2010 年底增长 19.9%。

二、保费收入分析

2011 年上半年，平安寿险实现新会计准则下保费收入为 751.6 亿元，同比增长 36.9%，平安财险实现保费收入为 407.3 亿元，同比增长 35.9%。

表 1、保费收入增长

单位：百万元

	2011 中	2010 年中	同比
寿险	75158	54888	36.9%
产险	40734	29975	35.9%

资料来源：公司公告

从规模保费上看，平安寿险 2011 年 6 月实现规模保费收入 1094 亿元，同比增长 20.8%

分渠道来看，中国平安个险新单规模保费同比增长 15.1%，个险期缴保费同比减少 3.7%。银保规模有所压缩，银保新单规模保费同比减少 21.4%，银保期缴保费同比提高 10.5%。

从期限结构上来讲，中国平安的保单期限结构有变化，特别是个险新单，趸交保费大幅度上升。个险趸交保费上升，不利于新业务价值的增长，好在是趸交保费代替的是 3 年期和 5 年期的保单，10 年期以上保单占比反而所提升，对新业务价值的冲击有限。

从银保渠道来看，由于万能险结算利率较低，公司银保新单保费收入出现下降，银保期缴比例在去年的基础上保持相对稳定。

从产品结构上来说，中国平安保费收入的增长主要来自于分红产品。在银保渠道更是如此，公司大力压缩了万能险规模，分红险保费增长速度提高。分红产品与万能险相比，由于保障成分高，产品透明程度低，边际利润率高，因此成为保险公司

重点鼓励销售的产品。

表 2、产品结构

单位：百万元

	2011 年中		2010 年中		同比
	金额	占比	金额	占比	
分红险	58,465	51.91%	40,980	44.01%	42.67%
万能险	38,124	33.85%	37,263	40.01%	2.31%
长期健康险	5,138	4.56%	4,630	4.97%	10.97%
传统寿险	3,391	3.01%	2,938	3.15%	15.42%
投资连结险	2,455	2.18%	2,790	3.00%	-12.01%
年金	1,014	0.90%	1,172	1.26%	-13.48%
规模保费合计	112,630	100.00%	93,125	100.00%	20.94%

资料来源：公司公告

2011 年中期，产险保费收入为 407.3 亿元，同比增长 35.9%。市场占有率为 15.4%，比去年底提高 2.5 个百分点。自去年以来产险赔付率和费用率都有所下降，产险的利润贡献提高。

表 3、产险的保费收入及市场占有率

单位：百万元

	2011 年中	2010 年中	增速
保费收入	40734	29975	35.9%
市场占有率	16.7%	15.4%	8.4%

资料来源：公司公告

表 4、费用率及赔付率

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年中期
费用率	35.9%	41.6%	37.8%	34.7%
赔付率	68.1%	57.0%	55.4%	58.2%
综合成本率	104.0%	98.6%	93.2%	92.9

资料来源：公司公告

三、投资收益

2011 年中期，中国平安的投资收益状况同比有所提高。总投资收益额为 158.4 亿元，同比增加 52.8%，总投资收益率为 4.2%，同比提高 0.5 个百分点。

表 5、投资收益变动

单位：百万元

	2010 年中期	2011 年中期	同比
投资净收益	12618	16225	28.6%
总投资收益	10365	15836	52.8%

资料来源：公司公告

表 6、投资收益率

	2010 年中期	2011 年中期	同比
净投资收益率	4.1%	4.3%	4.9%
总投资收益率	3.7%	4.2%	13.5%

资料来源：公司公告

四、资产配置状况

截至 2011 年中期，中国平安权益投资额度为 956.3 亿元，比去年年底增加 28.7%。目前权益类投资占比为 11.5%，比去年年底提高 1.7 个百分点，仓位有所提高。

表 7、资产配置状况

单位：百万元

	2010 年 12 月		2011 年 6 月		变化
	账面值	占总额比例(%)	账面值	占总额比例(%)	
固定收益投资	593620	77.8	655807	77.8	10.5%
定期存款	133,105	17.5	160,771	19.2	20.8%
债券投资	451,882	59.2	483,212	57.2	6.9%
其它固定到期投资	8,633	1.1	11,824	1.4	37.0%
权益投资	74,288	9.8	95,638	11.5	28.7%
证券投资基金	22,615	3.0	25,623	3.1	13.3%
权益证券	51,673	6.8	70,015	8.4	35.5%
基建投资	9,235	1.2	9,047	1.1	-2.0%
现金、现金等价物	85,810	11.2	77,579	9.2	-9.6%
投资资产合计	762,953	100	838,071	100	9.8%

资料来源：公司公告

五、新业务价值同比增长

2011 年上半年，公司的新业务价值同比增长了 17.96%，主要是长期保单占比提升所致。

表 8、内含价值及一年新业务价值变动

单位：百万元

	2010 年	2011 年中期	同比
集团经调整的净资产	123573	146020	
集团内含价值	200986	233966	
扣除偿付能力额度成本后上半年新业务价值	8603	10148	17.96%

资料来源：公司公告

五、估值水平

我们假设新业务的增长速度为 20%，在 20 倍新业务倍数的假设下，公司估值为 67.20 元。给予“推荐”评级。

表 9、中国平安估值水平

单位：百万元

	-100bp	-50bp	4.5%--5.5%	50bp	100bp
有效业务价值	44,230	59,830	75,621	90,260	104,830
调整后净资产	118,258	118,260	118,367	118,439	118,470
内含价值	162,488	178,090	193,988	208,699	223,300
每股内含价值	22.12	24.25	26.41	28.41	30.4
一年期新业务价值	12,760	13,728	14,756	15,813	16,739
新业务价值乘数	20	20	20	20	20
每股新业务价值	1.61	1.73	1.86	2.00	2.11
财险业务每股价值	4.44	4.44	4.44	4.44	4.44
其它业务	3.79	3.79	3.79	3.79	3.79
每股估值	62.59	67.16	71.92	76.59	80.92

资料来源：东北证券

表 10、盈利预测

单位：元

	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
一、营业收入	189,439,000,000	225,676,940,000	256,594,089,800	291,760,026,806
已赚保费	141,124,000,000	183,042,050,000	208,665,441,500	237,875,733,485
保费业务收入	159,384,000,000	183,291,600,000	208,952,424,000	238,205,763,360
减：分出保费	8,181,000,000	9,408,150,000	10,819,372,500	12,442,278,375
减：提取未到期责任准备金	10,079,000,000	11,590,850,000	13,329,477,500	15,328,899,125
投资净收益	32,782,000,000	36,715,840,000	41,121,740,800	46,056,349,696
公允价值变动净收益	137,000,000	157,550,000	181,182,500	208,359,875
汇兑净收益	104,000,000	119,600,000	137,540,000	158,171,000
其他业务收入	4,906,000,000	5,641,900,000	6,488,185,000	7,461,412,750
二、营业支出	167,122,000,000	195,734,550,000	223,934,291,300	256,433,528,343
退保金	3,816,000,000	4,312,080,000	4,872,650,400	5,506,094,952
赔付支出	39,629,000,000	43,988,190,000	48,826,890,900	54,197,848,899
减：摊回赔付支出	3,741,000,000	4,227,330,000	4,776,882,900	5,397,877,677
提取保险责任准备金	66,479,000,000	79,774,800,000	90,145,524,000	101,864,442,120
减：摊回保险责任准备金	577,000,000	652,010,000	736,771,300	832,551,569
保户红利支出	3,907,000,000	4,375,840,000	4,900,940,800	5,489,053,696
分保费用	38,000,000	42,940,000	48,522,200	54,830,086

营业税金及附加	4,743,000,000	5,359,590,000	6,056,336,700	6,843,660,471
手续费及佣金支出	14,507,000,000	17,408,400,000	20,890,080,000	25,068,096,000
管理费用	29,276,000,000	35,131,200,000	42,157,440,000	50,588,928,000
减：摊回分保费用	2,616,000,000	2,956,080,000	3,340,370,400	3,774,618,552
其他业务成本	10,129,000,000	11,445,770,000	12,933,720,100	14,615,103,713
资产减值损失	1,532,000,000	1,731,160,000	1,956,210,800	2,210,518,204
三、营业利润	22,317,000,000	29,942,390,000	32,659,798,500	35,326,498,463
加：营业外收入	189,000,000	207,900,000	228,690,000	251,559,000
减：营业外支出	159,000,000	174,900,000	192,390,000	211,629,000
四、利润总额	22,347,000,000	29,975,390,000	32,696,098,500	35,366,428,463
减：所得税	4,409,000,000	5,914,059,807	6,450,847,912	6,977,696,474
五、净利润	17,938,000,000	24,061,330,193	26,245,250,588	28,388,731,989
归属母公司所有者净利润	17,311,000,000	23,220,296,966	25,327,881,198	27,396,439,930
六、每股收益	2.30	3.04	3.31	3.58

资料来源：东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。