

中国平安 (601318)

投资逊预期，底部已跨越

—— 中国平安 2011 年三季报点评

彭玉龙
021-38676683
pengyulong@gtjas.com
编号 S0880511010025

本报告导读：

剔除会计影响，三季度盈利增长 18%；但投资业绩低于预期，累计浮亏 166 亿元，净资产下降 7.5%，但底部已跨越，且股价已同步反应，维持增持评级。

投资要点：

- 剔除会计处理的影响，三季度盈利增长 18%，符合预期。三季度净利润 17.62 亿元，下降 44%；每股收益 0.22 元，下降 46.3%。盈利大幅下降主要是因首次并表深发展而使投资收益减少 19.52 亿元，剔除这一因素的影响，三季度净利润 37.14 亿元，增长 18.1%，与预期相符。1-3 季度盈利 145.19 亿元，增长 13.82%；每股收益 1.88 元，增长 9.94%；剔除会计影响，1-3 季度盈利增长 29.1%。
- 净资产下降 9.8%，剔除分红和一次性的会计影响，下降 7.5%，低于预期。三季度浮亏 140 亿，累计浮亏已达到 166 亿，由于浮亏巨大，导致三季度综合亏损 120 亿，同时 8 月还进行了 11.87 亿的现金分红，造成净资产降至 1211 亿元，每股净资产 15.3 元，较年中下降 9.8%。
- 后期盈利压力主要来源于两个方面：一是投资减值压力，虽然三季度计提减值准备 17.02 亿，1-3 季度已累计计提 38.31 亿，但浮亏余额仍很大；二是商誉减值风险，三季末有 92.41 亿的商誉，虽然四季度以来深发展市值上行 36.37 亿，归属于平安的有 19 亿，但市值仍未达到投资成本。
- 三季度员工股未减持，2011 年已减持 1.17%，最高可减持 30%。寿险代理人数量较年初增加 3.6 万至 48.9 万，产险保费收入中有 65.3% 来自交叉销售和电话销售，综合成本率 93%，较年中小幅增加 0.1%。
- 投资业绩低于预期，我们将 2011 年盈利增速下调至 15%，每股收益 2.52 元，但盈利是滞后指标，股价已经同步反映了净资产的下降，我们判断股债双杀已结束，中国平安的净资产已跨越底部，因此，维持对中国平安的增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	662	13,883	17,311	19,953	26,415
(+/-)%	-95.6%	1997.1%	24.7%	15.3%	32.4%
总资产	707,640	935,712	1,171,627	1,393,355	1,604,113
(+/-)%	8.7%	32.2%	25.2%	18.9%	15.1%
净资产	81,469	91,743	116,883	137,601	167,166
(+/-)%	-25.4%	12.6%	27.4%	17.7%	21.5%

关键估值指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
每股内涵价值	16.73	21.14	26.29	30.11	36.41
每股收益	0.09	1.89	2.30	2.52	3.34
每股净资产	10.72	11.57	14.66	16.66	20.24
P/EV	2.24	1.77	1.43	1.25	1.03
市盈率	416.67	19.84	16.30	14.88	11.24
市净率	3.50	3.24	2.56	2.25	1.85

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：64.00

上次预测：72.00

当前价格：37.08

2011.10.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	33.39-66.60
总市值 (百万元)	293,531
总股本/流通 A 股 (百万股)	7,916/4,786
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/3,130
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	20
日均成交值 (百万元)	805

资产负债表摘要 (03/11)

总资产 (百万元)	25,223
股东权益 (百万元)	123,946
每股净资产	15.55
杠杆倍数	0.20

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.62	0.76
Q2	0.68	0.90
Q3	0.41	0.22
Q4	0.59	0.64
全年	2.30	2.52

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-18%	-41%
相对指数	-1%	-7%	-21%

相关报告

《2011 年中期业绩发布会纪要》	2011.08.18
《寿险低迷，产险和银行增长强劲》	2011.08.18
《按既定的综合金融目标前进》	2011.08.18
《投资业绩上升，稳定的多元盈利模式形成》	2011.04.28
《2010 年度业绩发布会纪要》	2011.03.30

模型更新时间: 2011.10.27

股票研究

金融

保险

中国平安 (601318)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 64.00

上次预测: 72.00

当前价格: 37.08

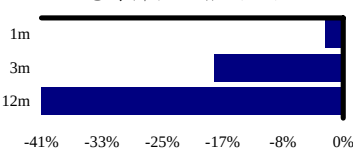
公司网址

www.pingan.com

公司简介

公司是中国第一家股份制保险企业,至今已发展成为融保险、银行、投资等金融业务为一体的整合、紧密、多元的综合金融服务集团。公司运用旗下各专业子公司通过多渠道分销网络,以统一的品牌向超过 6000 万客户提供保险、银行、投资等全方位、个性化的金融产品和服务。公司拥有中国金融企业中真正整合的综合金融服务平台,位于上海张江的中国平安全国后援管理中心是亚洲领先的金融后台处理中心,公司据此建立起流程化、工厂化的后台作业系统,并借助电话、网络及专业的业务员队伍,为客户提供专业化、标准化、全方位的金融理财服务。公司在 2010 年

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

33.39-66.60

市值 (百万)

293,531

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	107,919	165,204	139,803	147,835	189,439	211,061	248,278
已赚保费	78,845	94,032	121,790	100,383	141,124	157,724	187,006
投资收益	28,182	63,546	-14,492	31,431	30,596	41,923	45,537
营业支出	100,208	148,037	142,110	128,254	167,122	185,642	214,616
提取保险责任准备金	56,131	76,953	32,984	41,417	65,902	67,979	76,859
赔付支出	18,081	26,998	34,592	33,154	39,629	44,290	52,513
业务及管理费	10,008	15,465	14,025	22,438	29,276	28,390	33,661
营业利润	7,711	17,167	-2,307	19,581	22,317	25,420	33,663
利润总额	7,736	17,483	-2,453	19,919	22,347	25,450	33,693
所得税	240	1,902	-3,326	5,437	4,409	5,090	6,739
净利润	7,342	15,086	662	13,883	17,311	19,953	26,415
资产负债表							
货币资金	42,585	72,740	52,445	102,775	85,810	88,918	95,732
交易性金融资产	44,003	84,938	6,931	29,126	37,682	39,924	42,984
买入反售金融资产	7,251	36,457	2,733	14,748	19,081	20,216	21,765
可供出售金融资产	95,200	178,539	212,236	241,436	312,363	330,948	356,310
持有至到期投资	129,250	127,736	126,502	218,598	282,816	299,643	322,605
资产合计	463,288	651,104	707,640	935,712	1,171,62	1,393,35	1,604,11
吸收存款	66,725	72,133	80,649	116,045	223,598	279,497	349,371
准备金	298,685	380,947	420,064	365,963	444,035	512,014	588,873
负债合计	416,662	541,886	626,171	843,969	1,054,74	1,255,75	1,436,94
股东权益	46,626	109,218	81,469	91,743	116,883	137,601	167,166
投资结构							
债券投资	56%	40%	62%	60%	59%	59%	58%
定期存款	18%	7%	18%	16%	17%	18%	18%
股权投资	10%	21%	5%	8%	7%	7%	7%
基金投资	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
基础设施与非上市股权投资	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
物业投资	0%	1%	1%	2%	1%	2%	3%
现金及其它	11%	27%	10%	12%	11%	11%	11%
财务指标							
成长性							
1 年新业务价值增速		39.6%	18.8%	31.2%	49.8%	18.8%	14.6%
保险业务收入增长率		18.2%	28.2%	-13.3%	42.0%	10.6%	18.6%
寿险保费增长率	16.2%	15.9%	29.1%	31.4%	22.3%	18.9%	16.7%
产险保费增长率	33.0%	27.2%	24.7%	43.9%	61.4%	28.2%	22.4%
投资收益增长率		125.5%	-122.8%	-316.9%	-2.7%	37.0%	8.6%
营业利润增长率		122.6%	-113.4%	-948.8%	14.0%	13.9%	32.4%
净利润增长率		105.5%	-95.6%	-2097.1	24.7%	15.3%	32.4%
总投资增长率		43.0%	-2.2%	26.9%	29.4%	5.9%	7.7%
盈利及费用指标							
总资产收益率	1.6%	2.4%	0.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.7%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	14.5%	1.1%	17.0%	16.0%	15.4%	16.8%
投资收益率	8.5%	15.7%	-1.7%	6.0%	4.6%	5.3%	5.4%
退保率	4%	4.2%	1.7%	1.4%	0.7%	1.9%	2.0%
综合赔付率	64%	61%	66%	57%	55%	57%	57%
综合成本率	101.9%	101.8%	105.1%	98.7%	92.8%	98.7%	98.7%
内涵价值估值 (单位: 百万元)							
调整后净资产	46,282	107,032	79,016	94,606	123,573	145,477	176,734
调整后寿险业务净资产	18,866	30,319	25,800	40,052	43,673	53,571	38,481
有效业务价值	19,291	43,278	43,843	60,651	77,413	92,896	111,475
内涵价值	65,573	150,311	122,859	155,258	200,986	238,372	288,209
寿险内涵价值	38,157	73,597	69,643	100,704	121,086	146,467	149,956
1 年新业务价值	5,150	7,187	8,541	11,805	15,507	18,259	20,933
调整后每股净资产	7.47	14.57	10.76	12.88	16.17	18.38	22.33
调整后每股寿险业务净资产	3.05	4.13	3.51	5.45	5.71	6.77	4.86
每股有效业务价值	3.11	5.89	5.97	8.26	10.13	11.73	14.08
每股内涵价值	10.58	20.46	16.73	21.14	26.29	30.11	36.41
寿险业务每股内涵价值	6.16	10.02	9.48	13.71	15.84	18.50	18.94
每股新业务价值	0.83	0.98	1.16	1.61	2.03	2.31	2.64
新业务价值倍数						24	
每股新业务价值						56	
寿险每股评估价值 (元)						46	
产险业务每股价值 (元)						9	
银行、证券及总部每股价值						9	
每股价值						64	

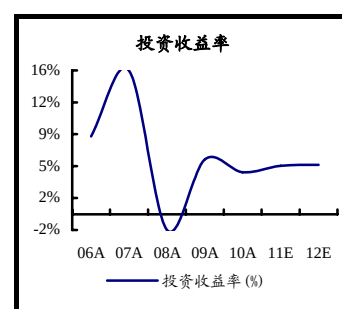
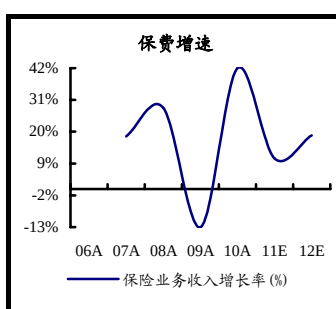
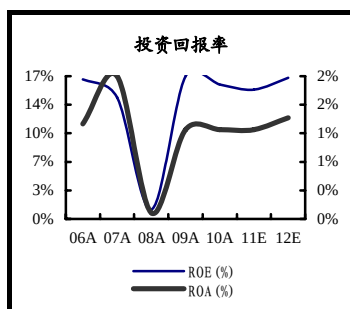


表 1: 新业务价值倍数

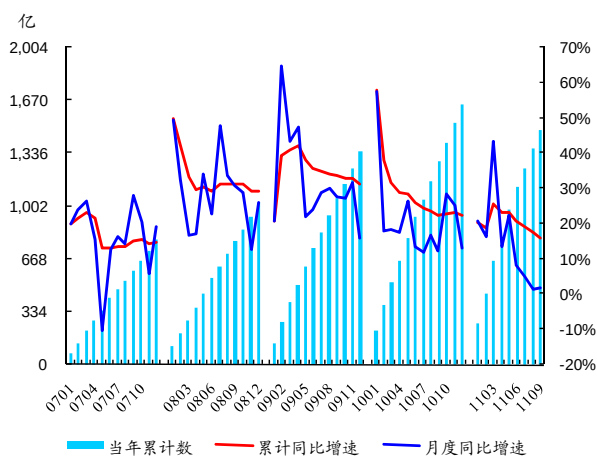
	最高值	最低值	平均值	当前值
中国人寿	155	5	38	5
(发生时间)	2007.10.29	2011.9.30		2011.10.01
中国平安	127	1	26	1
(发生时间)	2007.10.24	2011.9.30		2011.10.01
中国太保	104	0	18	4
(发生时间)	2007.12.27	2009.1.5		2011.10.01

数据来源: 国泰君安证券研究

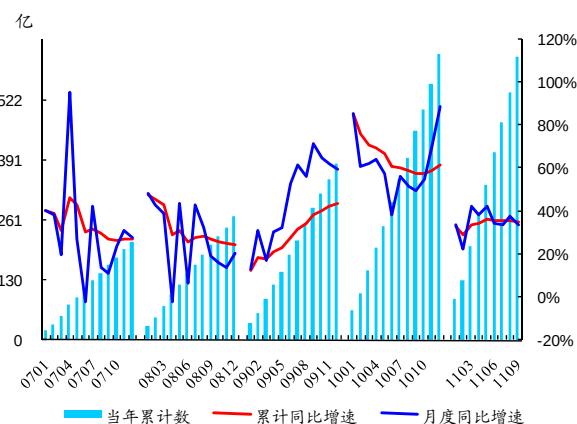
表 2: 股价/内涵价值

	最高值	最低值	平均值	当前值
中国人寿	8.4	1.3	3.1	1.3
(发生时间)	2007.10.29	2011.9.30		2011.10.01
中国平安	7.1	1.1	2.6	1.1
(发生时间)	2007.10.24	2011.9.30		2011.10.01
中国太保	5.4	1.0	1.9	1.2
(发生时间)	2008.1.8	2009.1.5		2011.10.01

数据来源: 国泰君安证券研究

图 1: 平安寿险保费 (老口径)


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券整理

图 2: 平安产险保费


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券整理

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		