

中国平安 2011 年 10 月保费点评： 保费增幅微弱回调但大势强劲

中国平安 (601318.SH)

谨慎推荐 维持评级

投资要点：

一、事件

中国平安周五晚间发布 10 月份保费公告，11 年前十月累计寿险保费收入 1017 亿元，同比增长 30.5%；十月单月实现保费 77 亿元，同比增长 15.3%。产险前十个月保费收入 677 亿元，同比增长 34.9%，十月单月实现保费 61 亿元，增长 29.2%。扣除十月保费，前九个月寿险与产险保费增速分别为 32.0%和 35.5%。

二、我们的分析与判断

(一) 寿险渠道保费增幅微弱回调但大势强劲

中国平安今年前十月按照《保险合同相关会计处理规定》处理后的寿险保费达到人民币 1017 亿元，与去年同期的 779 亿元相比增长 30.5%。在前九个月寿险市场保费收入同比下降 7.4%的大环境中，此业绩水平远高于市场平均水平。77 亿元的单月保费较去年同期的 67 亿元上涨 15.3%，单月保费同比增速进入上升通道。

在渠道建设方面来看，各渠道表现和上月相比变化不大，保费增长主要还是由个险营销渠道推动。产能水平存量已经领先市场的同时，代理人持续的得力增员也为渠道保费增长提供了充足的动力。而银保渠道则延续了去年底至今的颓势，保费贡献力度相对较弱。

(二) 产险保费增长远超同业

中国平安今年前十月产险保费达到人民币 677 亿元，与去年同期的 502 亿元相比增长 34.9%。市场前九个月产险板块增速仅为 17.7%，平安目前增速为市场平均水平的两倍。同时我们也判断车险费率改革至少在短期内不会对保费增长带来太大冲击，而综合成本率因此上升的幅度亦将相对有限。总体判断产险业务为平安保险板块全年利润增长将稳中有升。

三、投资建议

预计在未来三年，EPS 将达到 3.4/4.1/5.6 元，在 2011 年 12 倍新业务价值倍数假设下，合理估值区间 58-59 元。在 2011-2013 年，每股内含价值估值为 30.1/37.5/47.9 元，隐含 PE 分别为 11.7/9.7/7.1x。

维持之前作出的推荐评级。

分析师

马勇 金融行业分析师

☎：(8610) 6656 8028

✉：mayong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S013051107000

特此鸣谢

唐子佩 (8610) 6656 4030

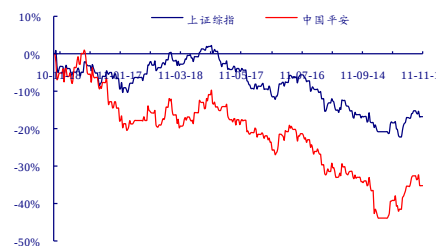
(tangzipei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.10.26

A 股收盘价(元)	38.81
A 股一年内最高价(元)	64.20
A 股一年内最低价(元)	33.39
上证指数	2,481.08
市净率	2.74
总股本(万股)	791614
实际流通 A 股(万股)	478641
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	1857.61

股价走势



资料来源：中国银河证券研究部，Wind 数据库

一、事件背景

中国平安周五晚间发布 10 月份保费公告，11 年前十月累计寿险保费收入 1017 亿元，同比增长 30.5%；十月单月实现保费 77 亿元，同比增长 15.3%。产险前十个月保费收入 677 亿元，同比增长 34.9%，十月单月实现保费 61 亿元，增长 29.2%。扣除十月保费，前九个月寿险与产险保费增速分别为 32.0%和 35.5%。

二、我们的分析判断

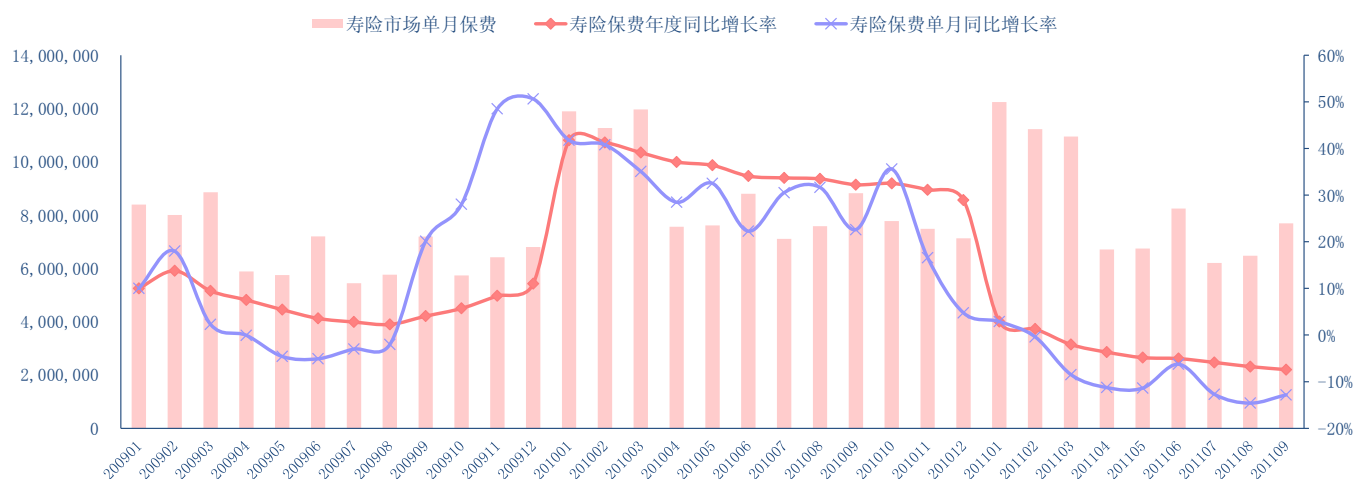
（一）寿险渠道保费增幅微弱回调但大势强劲

中国平安今年前十月按照《保险合同相关会计处理规定》处理后的寿险保费达到人民币 1017 亿元，与去年同期的 779 亿元相比增长 30.5%。在前九个月寿险市场保费收入同比下降 7.4%的大环境中，此业绩水平远高于市场平均水平。77 亿元的单月保费较去年同期的 67 亿元上涨 15.3%，单月保费同比增速进入上升通道。

在渠道建设方面来看，各渠道表现和上月相比变化不大，保费增长主要还是由个险营销渠道推动。产能水平存量已经领先市场的同时，代理人持续的得力增员也为渠道保费增长提供了充足的动力。而银保渠道则延续了去年底至今的颓势，保费贡献力度相对较弱。

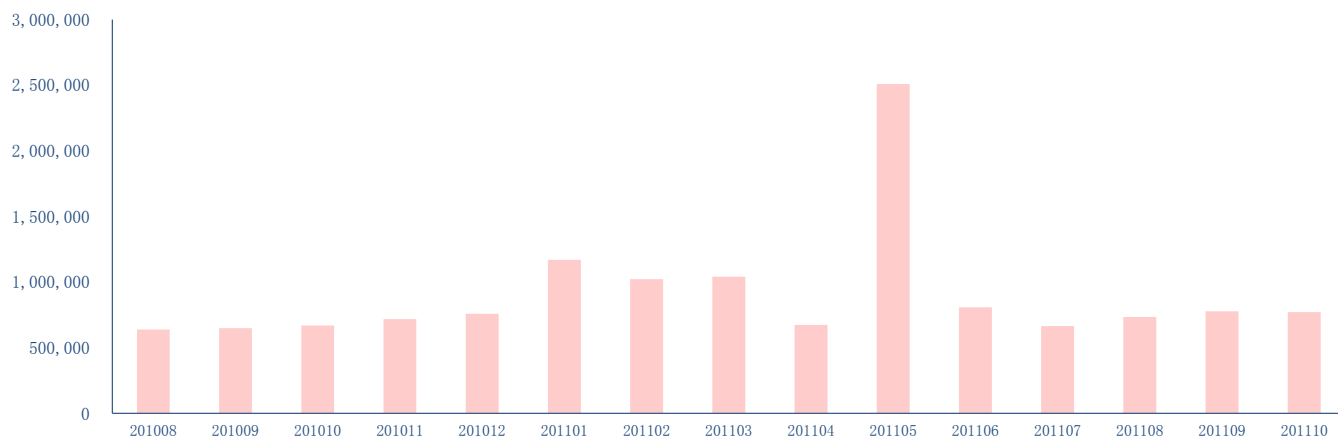
市场占有率方面，今年前八月，寿险市场集中度进一步下滑，市场竞争趋于激烈且分散化。平安寿险市场占有率止跌企稳。

图 1：尽管高基数效应逐渐淡化，全国寿险市场下滑趋势进一步强化



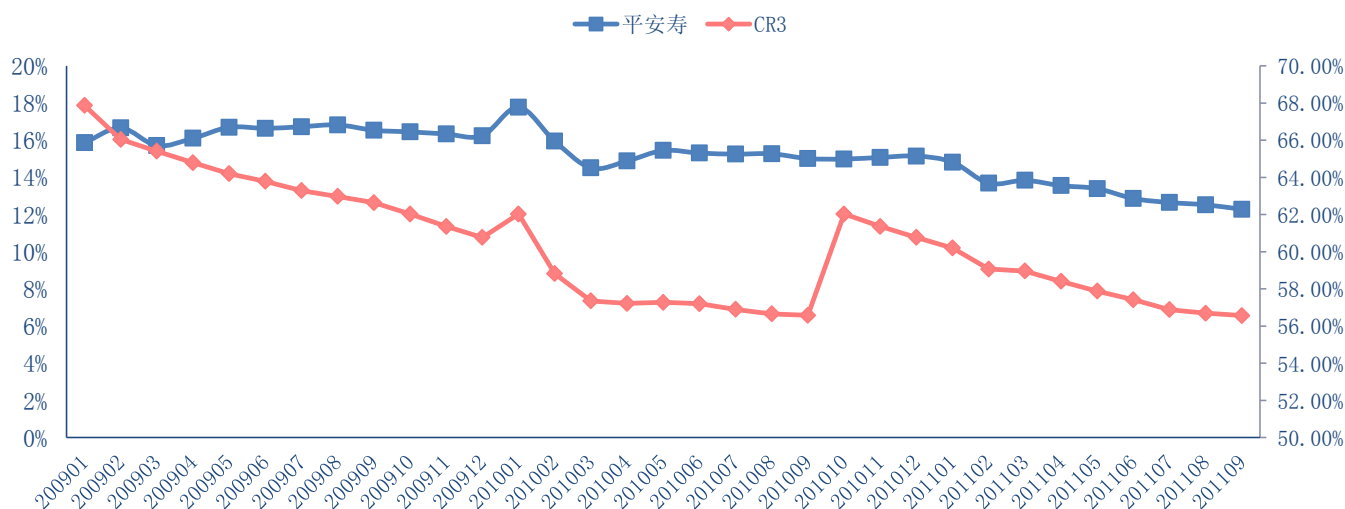
资料来源：中国银河证券研究部，中国保监会

图 2. 平安前三季度寿险保费达到人民币 939 亿元，与去年同期的 712 亿元相比增长 32%



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 3. 寿险市场集中度一路攀升至年内新高，平安寿险市场占有率居稳

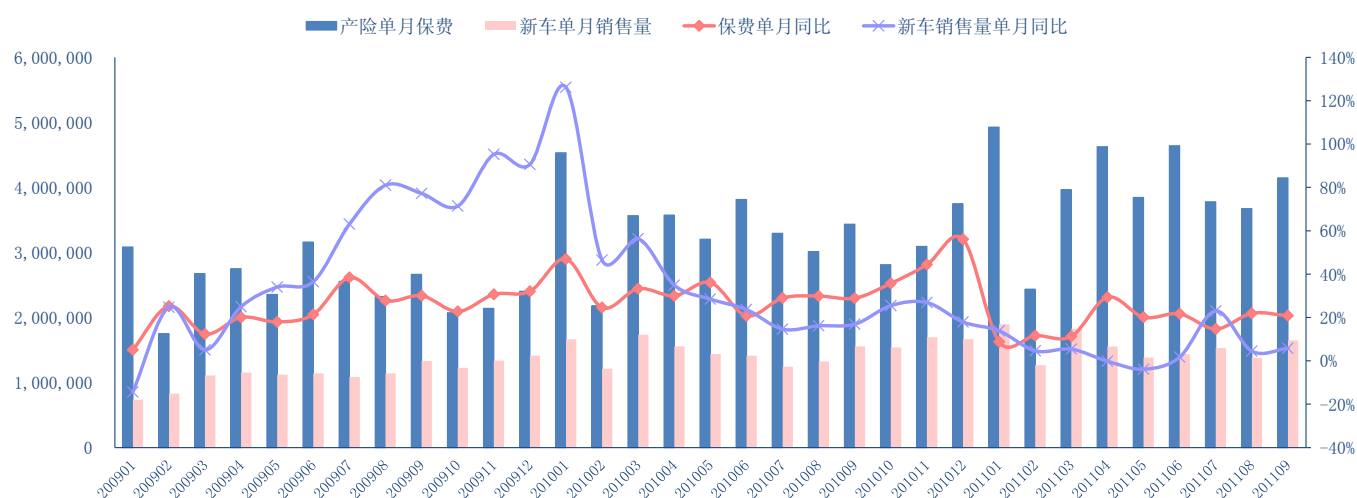


资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

(二) 产险保费增长远超同业

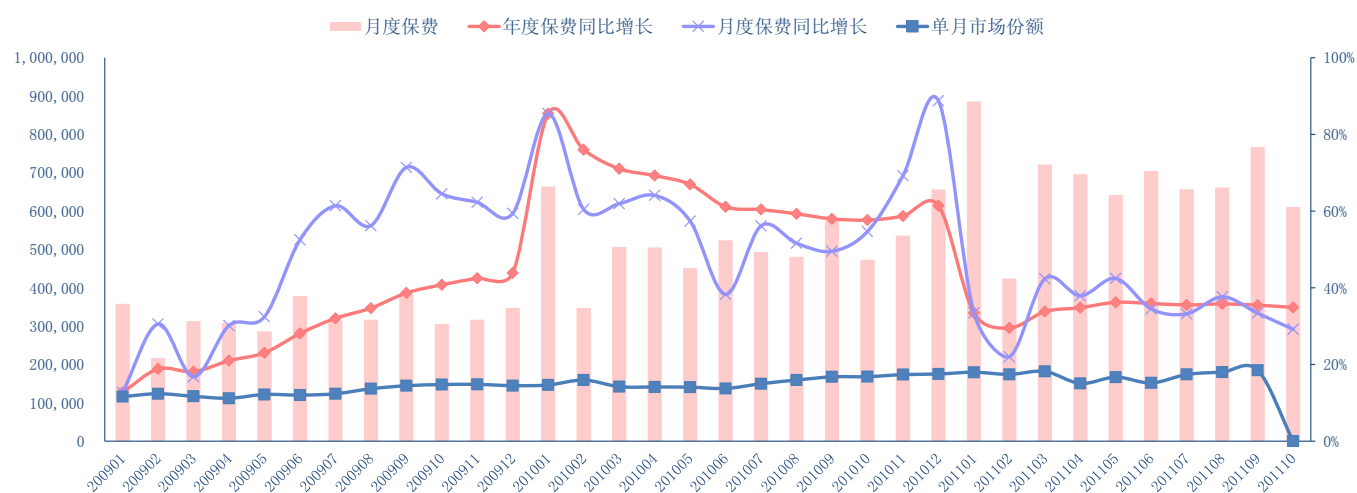
中国平安今年前十月产险保费达到人民币 677 亿元，与去年同期的 502 亿元相比增长 34.9%。市场前九个月产险板块增速仅为 17.7%，平安目前增速为市场平均水平的两倍。同时我们也判断车险费率改革至少在短期内不会对保费增长带来太大冲击，而综合成本率因此上升的幅度亦将相对有限。总体判断产险业务为平安保险板块全年利润增长将稳中有升。

图 7. 新车销售出现全市场下滑，产险保费总体弱于去年同期表现



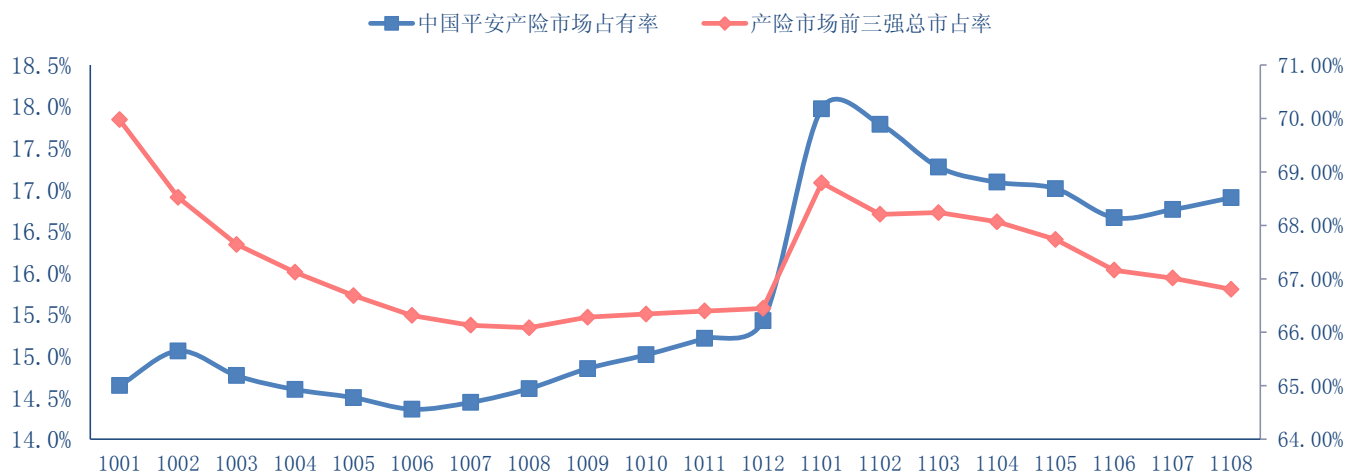
资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 8. 平安产险年度保费增速逐渐上扬，月度增幅小幅高位震荡



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

图 9. 产险市场竞争呈分散化态势，平安市场占有率逆势回升



资料来源：中国保监会, Wind 资讯, 中国银河证券研究部

三、投资建议

预计在未来三年, EPS 将达到 3.4/4.1/5.6 元, 在 2011 年 12 倍新业务价值倍数假设下, 合理估值区间 58-59 元。在 2011-2013 年, 每股内含价值估值为 30.1/37.5/47.9 元, 隐含 PE 分别为 11.7/9.7/7.1x。

维持之前作出的推荐评级。

表 1. 中国平安主要指标预测 (百万元 人民币)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						资产负债表					
保险业务收入	112,213	159,384	215,669	241,634	353,748	资产总额	935,712	1,171,627	2,394,892	1,728,713	2,120,014
投资收益	30,380	32,782	31,522	45,185	50,862	交易类金融资产	29,126	30,664	33,205	45,244	55,485
营业收入	147,835	189,439	238,001	280,993	402,221	可供出售类金融资产	241,436	242,884	313,181	358,371	439,489
提取保险责任准备金	-41,234	-66,479	-76,373	-81,590	-128,849	持有到期类金融资产	218,598	339,012	488,580	500,206	613,429
退保金	-4,993	-3,816	-4,389	-5,801	-6,591	投资资产	698,471	889,167	1,288,973	1,311,949	1,608,913
赔款支出	-33,154	-39,629	-55,295	-71,966	-95,162	独立账户资产	-46,922	-44,278	-41,416	-65,331	-80,119
保单红利支出	-3,905	-3,907	-4,818	-5,939	-6,749	其他非投资资产	-190,319	-238,182	-1,064,502	-351,433	-430,981
业务及管理费用	-22,438	-29,276	-39,186	-44,324	-63,660	负债总额	839,592	1,054,744	2,238,520	1,575,446	1,910,222
营业支出	-128,254	-167,122	-210,694	-241,555	-348,805	保险合同准备金	365,963	444,035	524,422	666,417	812,496
税前利润	19,919	22,347	32,580	39,437	53,416	吸收存款	127,052	162,860	940,195	241,526	295,081
净利润	14,482	17,938	27,193	32,917	44,584	股东权益	84,970	112,030	118,779	151,000	194,767
	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
收入增长						资产/负债增长率					
已赚保费收入增长	25.9%	42.0%	35.3%	12.0%	46.4%	总资产增长率	32.8%	25.2%	104.4%	-27.8%	22.6%
投资收益增长	76.9%	1.4%	-5.3%	46.2%	12.6%	投资资产增长率	30.6%	27.3%	45.0%	1.8%	22.6%
营业收入增长	36.2%	28.1%	25.6%	18.1%	43.1%	总负债增长率	31.7%	25.6%	112.2%	-29.6%	21.2%
支出增长						寿险准备金增长率	14.2%	21.3%	18.1%	27.1%	21.9%
退保金	-12.6%	-23.6%	15.0%	32.2%	13.6%	股东权益增长	31.7%	31.8%	6.0%	27.1%	29.0%
赔款支出	-5.1%	19.5%	39.5%	30.1%	32.2%	每股数据					
准备金提转差	200.2%	61.2%	14.9%	6.8%	57.9%	股本	7,345	7,644	7,807	7,807	7,807
保单红利支出	-28.0%	0.1%	23.3%	23.3%	13.6%	EPS	1.89	2.26	3.41	4.14	5.61
佣金及手续费	37.2%	36.2%	266.7%	28.6%	46.3%	BVPS	11.57	14.66	15.21	19.34	24.95
业务及管理费用	55.6%	30.5%	33.8%	13.1%	43.6%	EV	21.14	26.29	30.10	37.48	47.86
净利润增长	785.7%	23.9%	51.6%	21.0%	35.4%	NBV	1.61	2.03	2.07	1.44	2.18
盈利能力						当期市价					
营业净利率	12.37%	10.86%	12.3%	13.4%	12.4%	市盈率	21.1	17.6	11.7	9.7	7.1
总资产周转率	11.99%	13.60%	9.0%	14.0%	16.7%	市净率	3.5	2.7	2.6	2.1	1.6
ROE	16.34%	15.45%	22.4%	21.4%	22.5%	内含价值倍数	1.9	1.5	1.3	1.1	0.8
ROA	1.48%	1.48%	1.1%	1.9%	2.1%	隐含新业务倍数	11.7	6.7	4.8	1.7	-3.6
ROAE	18.57%	17.27%	16.1%	24.0%	25.3%						
ROAA	1.69%	1.64%	1.5%	1.6%	2.3%						
杠杆	11.0	10.5	20.2	11.4	10.9						

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马勇，金融行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中国平安（601318.SH）、中国人寿（601628.SH）、中国太保（601601.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn