

保险业：中国平安（601318）2014 年半年报点评

2014 年 8 月 20 日

二季度大幅计提资产减值损失 寿险净利微降

推荐

事件：

8 月 19 日晚中国平安公布 2014 年度半年报：上半年公司实现营业收入 2363.36 亿元，同比增长 24.7%；归属于母公司股东净利润 213.62 亿元，同比增长 19.3%。总资产 3.8 万亿元，较上年末增长 13.1%。每股净资产 26.08 元，较上年末增加 13%。下表为公司分业务净利润及其占比情况。

图表 1：寿险净利占比下降近 7 个百分点

| 净利润（百万元） | 2014H | 2013H | 占比 | 2014H   | 2013H   |
|----------|-------|-------|----|---------|---------|
| 寿险       | 9296  | 9339  | 寿险 | 35.94%  | 42.90%  |
| 财险       | 4496  | 3492  | 财险 | 17.38%  | 16.04%  |
| 银行       | 9882  | 7400  | 银行 | 38.21%  | 33.99%  |
| 信托       | 746   | 456   | 信托 | 2.88%   | 2.09%   |
| 证券       | 506   | 245   | 证券 | 1.96%   | 1.13%   |
| 其他       | 938   | 839   | 其他 | 3.63%   | 3.85%   |
| 合计       | 25864 | 21771 | 合计 | 100.00% | 100.00% |

数据来源：公司公告 华融证券整理

点评：

一、保险业务：寿险净利微降，产险超越想象

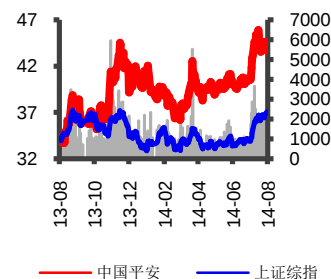
寿险上半年实现规模保费 1,483.10 亿元，同比增长 17.0%，其中新业务规模保费 312.56 亿元，同比增长 18.8%，新业务价值同比增长 16.7%。寿险净利润由 2013 年上半年的 93.39 亿元减少近 0.5%至 2014 年同期的 92.96 亿元。主要原因是受资本市场持续低位运行导致资产减值损失大幅计提，以及保险合同准备金计量基准收益率曲线假设变动所致。

寿险业务的亮点表现在：（1）代理人规模突破 60 万，人均每月首年规模保费达 8110 元，同比增长 6.28%；（2）保障型/价值型产品占比提升：传统寿险占比提升 4.6 个百分点，长期健康险提升 0.7 个百分点，意外及短期健康险提升 0.6 个百分点，三项合计占比近 20%。分红险与万能险比重合计下降近 6 个百分点。

财险上半年实现保费收入 687.05 亿元，同比增长 27.8%，市场占有率继续提升至 18%。财险净利润达 44.96 亿元，同比增长 28.75%。我们认为财险净利超越想象主要原因有：（1）交叉销售及电销渠道贡献明显。车险保费收入的 53.5%来自交叉销售和电话销售渠道；（2）由于赔付率下降

市场表现

截至 2014.8.19



市场数据

2014-8-19

|              |       |
|--------------|-------|
| A 股收盘价（元）    | 43.37 |
| 一年内最高价（元）    | 45.14 |
| 一年内最低价（元）    | 33.40 |
| 上证指数         | 2245  |
| 市净率          | 1.65  |
| 总股本（亿股）      | 79.16 |
| 实际流通 A 股（亿股） | 47.86 |
| 限售流通 A 股（亿股） | 0.00  |
| 流通 A 股市值（亿元） | 2058  |

分析师：赵莎莎

执业编号：S1490514030002

电话：010-58566806

邮箱：zhaoshasha@hrsec.com.cn

证券研究报告

1.9 个百分点，使得综合成本率下降至 94.4%。

险资运用方面：上半年实现年化净投资收益率 5.0%，同比提高 0.2 个百分点，主要原因是公司加大了固定到期日投资比重，且新增固定到期日投资的利息率上升；年化总投资收益率 4.3%，同比下降 0.6 个百分点，主要原因是受 2013 年以来国内资本市场持续低迷影响，寿险业务净已实现及未实现的收益亏损，可供出售金融资产减值损失大幅增加。

**图表 2：投资收益表现欠佳，减值损失同比增 6 倍**

|             | 2014H | 2013H |
|-------------|-------|-------|
| 净投资收益       | 31894 | 25965 |
| 净已实现及未实现的收益 | -957  | 1524  |
| 减值损失        | -7608 | -1052 |
| 总投资收益       | 23329 | 26437 |
| 净投资收益率 (%)  | 5.0   | 4.8   |
| 总投资收益率 (%)  | 4.3   | 4.9   |

数据来源：公司公告 华融证券整理

## 二、银行业务：盈利能力突出，收入结构继续改善

上半年平安银行实现营业收入 347.33 亿元，同比增长 48.27%；净利润 100.72 亿元，同比增长 33.7%。截至今年上半年末，平安银行总资产约 2.14 万亿元，较年初增长 12.9%。存款总额 15,089.04 亿元，较年初增长 24.0%；贷款总额 9,382.27 亿元，较年初增长 10.7%；不良贷款率为 0.92%，基本稳定。业务亮点表现在：（1）生息资产规模和定价能力双轮驱动净利息收入同比增长 32.5%至 245.54 亿元；（2）投行、托管等业务快速增长，带来中间业务收入的大幅增加，同时理财与结算、信用卡业务收益表现良好，手续费及佣金净收入由 2013 年上半年的 43.76 亿元增加 77.6%至 2014 年同期的 77.71 亿元。（3）投资收益增长逾 3 倍至 21.73 亿元

**图表 3：贷款定价能力提升**

|         | 2014H | 2013H |
|---------|-------|-------|
| 净利差 (%) | 2.32  | 2.03  |
| 净息差 (%) | 2.50  | 2.19  |

数据来源：公司公告 华融证券整理

## 三、投资建议

公司上半年营收增速整体达到 24.7%，超越我们预期。但是净利润因为占比较高的寿险业务资产减值大幅增加，和资本市场低迷牵连净已实现及未实现收益亏损，整体增速略低于我们的预期。从净利润占比上看，银行首次超越寿险，公司其他综合金融业务也取得较好业绩。我们认为公司保险业务在行业整体升级发展中依然具有人力资源、产品种类、定价能力、渠道网络和品牌的领先优势，下半年如果宏观环境稳定，资本市场表现继续改善，投资高收益品类增加，公司险资运用有望取得更高投资收益率。

我们重新调整了公司的盈利预测，预计今明两年营业收入增速分别为 19%和 16%，归属于母公司股东净利润增速分别为 27%和 24%。EPS 分别为 4.53 元和 5.60 元；BVPS 分别为 27.24 元和 31.87 元。我们维持中国平安（601318）“推荐”评级。

#### 四、风险提示

资本市场低迷，险资投资收益承压。

附录

图表 4：公司资产负债表预测值

| 单位：亿元         | 2011A     | 2012A     | 2013A     | 2014E    | 2015E    |
|---------------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|
| 资产：           |           |           |           |          |          |
| 货币资金          | 2,420.09  | 3,832.23  | 3,494.42  | 4018.58  | 4701.74  |
| 交易性金融资产       | 298.80    | 277.55    | 302.53    | 363.04   | 450.16   |
| 保户质押贷款        | 141.05    | 185.58    | 261.07    | 362.89   | 468.12   |
| 可供出售金融资产      | 3,066.91  | 2,959.76  | 2,308.06  | 2423.46  | 2617.34  |
| 持有至到期投资       | 4,800.05  | 5,660.09  | 7,440.70  | 8780.03  | 10097.03 |
| 长期股权投资        | 146.23    | 158.95    | 181.38    | 192.26   | 192.26   |
| 存出资本保证金       | 99.66     | 109.58    | 109.61    | 110.00   | 110.00   |
| 固定资产          | 144.23    | 156.73    | 168.41    | 180.20   | 192.09   |
| 定期存款          | 1,529.43  | 2,121.10  | 2,003.84  | 2204.22  | 2468.73  |
| 资产总计          | 22,854.24 | 28,442.66 | 33,603.12 | 39651.68 | 46392.47 |
| 负债：           |           |           |           |          |          |
| 保户储金及投资款      | 2,242.00  | 2,670.95  | 3,102.96  | 3568.40  | 3996.61  |
| 未到期责任准备金      | 422.88    | 508.01    | 609.87    | 731.84   | 878.21   |
| 未决赔款准备金       | 257.54    | 314.86    | 372.31    | 446.77   | 536.13   |
| 寿险责任准备金       | 4,092.69  | 4,730.93  | 5,544.83  | 6487.45  | 7330.82  |
| 长期健康险责任准备金    | 522.52    | 585.46    | 659.65    | 745.40   | 842.31   |
| 负债合计          | 21,140.82 | 26,346.17 | 31,206.07 | 36600.50 | 41358.57 |
| 所有者权益：        |           |           |           |          |          |
| 股本            | 79.16     | 79.16     | 79.16     | 79.16    | 79.16    |
| 资本公积金         | 722.26    | 841.21    | 830.06    | 871.56   | 915.14   |
| 盈余公积金         | 69.82     | 69.82     | 69.82     | 78.90    | 86.79    |
| 未分配利润         | 432.19    | 601.03    | 842.99    | 1104.32  | 1402.48  |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 1,308.67  | 1,596.17  | 1,827.09  | 2155.97  | 2522.48  |

图表 5: 公司利润表预测值

| 单位: 亿元        | 2011A    | 2012A    | 2013A    | 2014E   | 2015E   |
|---------------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 营业收入          | 2,489.15 | 2,993.72 | 3,626.31 | 4315.31 | 5005.76 |
| 已赚保费          | 1,866.62 | 2,131.44 | 2,401.99 | 2826.53 | 3253.74 |
| 投资净收益         | 325.72   | 329.96   | 549.17   | 598.60  | 676.41  |
| 其他业务收入        | 39.89    | 89.35    | 110.34   | 163.30  | 209.03  |
| 营业支出          | 2,190.02 | 2,669.97 | 3,162.92 | 3732.25 | 4292.08 |
| 退保金           | 44.07    | 53.41    | 75.74    | 90.45   | 110.63  |
| 赔付支出          | 582.30   | 805.12   | 906.63   | 1045.82 | 1106.27 |
| 提取保险责任准备金     | 764.50   | 728.10   | 945.45   | 1017.55 | 1041.20 |
| 保户红利支出        | 50.00    | 57.69    | 53.11    | 52.58   | 57.84   |
| 营业税金及附加       | 74.24    | 101.81   | 119.62   | 151.04  | 175.20  |
| 手续费及佣金支出      | 177.47   | 204.29   | 253.83   | 298.58  | 343.37  |
| 管理费用          | 431.42   | 579.12   | 691.68   | 765.11  | 901.34  |
| 资产减值损失        | 43.19    | 100.17   | 89.66    | 140.00  | 86.00   |
| 营业利润          | 299.13   | 323.75   | 463.39   | 583.06  | 713.68  |
| 利润总额          | 300.26   | 323.38   | 462.24   | 583.06  | 713.68  |
| 减：所得税         | 74.44    | 55.88    | 102.10   | 134.10  | 164.15  |
| 净利润           | 225.82   | 267.50   | 360.14   | 448.96  | 549.53  |
| 减：少数股东损益      | 31.07    | 67.00    | 78.60    | 90.18   | 106.00  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 194.75   | 200.50   | 281.54   | 358.78  | 443.53  |

## 投资评级定义

| 公司评级 |                                  | 行业评级 |                           |
|------|----------------------------------|------|---------------------------|
| 强烈推荐 | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上    | 看好   | 预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上 |
| 推 荐  | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%  | 中性   | 预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平    |
| 中 性  | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内 | 看淡   | 预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上 |
| 卖 出  | 预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上    |      |                           |

## 免责声明

赵莎莎，在此声明，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)