



业绩多元化，资本仍紧绷

事件

中国平安公布 2011 年中期财务报告

2011 年中期，归属于上市公司股东的净利润 127.57 亿，同比增长 32.7%，每股收益 1.67 元，同比增长 28.5%。一年新业务价值 170.51 亿，同比增长 16.88%。

简评

综合整个中报的情况，平安寿险业绩、产寿险偿付能力等多个指标改善不大，而且其他综合损益出现浮亏，所有这些归结到一点，就是上半年投资业绩不佳造成的。虽然总投资收益率尚可，但是该指标不能反映可供出售类金融资产公允价值的变化。

2011 年中期寿险偿付能力计算中的实际资本相对去年中期和去年底都有下降，背后原因则是金融资产公允价值下降导致净资产的下降。寿险公司业绩很大程度上受投资收益影响，投资业绩不佳会降低实际资本，而实际资本下降会直接导致偿付能力下降，再融资就会更难，所以在下跌环境中保险会跌的更惨，这是一个死循环。相反在大盘上升阶段，则是助推剂。

通胀和加息对中国平安浮亏的影响不仅仅来自于权益，还有一部分来自于债券。我们认为中国平安投资资产配置债券有 30% 左右配置在可供出售账户下，而从年初到 6 月底，央行连续 2 次加息 50 个基点，这在很大程度上减少存量债券的公允价值，债券公允价值下跌的幅度远大于降息上升的幅度。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	189,439	236,799	284,159	340,990
营业收入增长率	28.1%	25.0%	20.0%	20.0%
EBITDA（百万）	22,347	25,029	28,032	31,396
EBITDA 增长率	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润（百万）	17,938	21,526	25,831	30,997
净利润增长率	23.9%	20%	20%	20%
ROE	17.3%	17.5%	19.0%	20.8%
EPS（元）	2.3	2.8	3.4	4.1
P/E	21.7	17.8	14.8	12.3
P/B	3.4	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	9.0	9.6	9.9	10.2

请参阅最后一页的重要声明

中国平安 (601318)

维持评级

买入

魏涛

weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

联系人：缴文超

jiaowenchao@csc.com.cn

010-85156335

发布日期：2011 年 8 月 18 日

当前股价：41.87 元

目标价格 6 个月：72.74 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-11.62/-3.86	-15.22/-5.82	-8.93/-8.72
12 月最高/最低价（元）		67.2/39.61
总股本（万股）		791614.21
流通 A 股（万股）		478640.96
总市值（亿元）		3314.49
流通市值（亿元）		2004.07
近 3 月日均成交量（万）		1792.00
主要股东		
汇丰保险控股有限公司		8.10%

股价表现



相关研究报告

- 11.07.29 平深整合完成，关注再融资
- 11.04.27 2011 年一季报点评

11.03.30 2010 年报点评
HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

事件

中国平安公布 2011 年中期财务报告。2011 年中期，归属于上市公司的净利润 127.57 亿，同比增长 32.7%，每股收益 1.67 元，同比增长 28.5%。一年新业务价值 170.51 亿，同比增长 16.88%。

点评

中国平安中报的一个基本特点是业务多元化分散寿险产生的集中风险。业绩整体情况和我们之前预测基本吻合，即寿险业绩基本持平，整体业绩主要靠非寿险和非保险拉动，同时寿险偿付能力吃紧。

（一）投资业绩不佳影响了大部分指标，这也是保险具备股价高弹性的原因

综合整个中报的情况，我们发现平安寿险业绩、产寿险偿付能力等多个指标改善空间不大，而且其他综合损益出现浮亏，所有这些归结到一点，就是上半年投资业绩不佳造成的。虽然总投资收益率尚可，但是该指标不能反映可供出售类金融资产公允价值的变化。

2011 年中期寿险偿付能力计算中的实际资本相对去年中期和去年底都有下降，但实际上平安寿险上半年经营状况依然良好，背后原因则是金融资产公允价值下降导致净资产的下降。寿险公司业绩很大程度上受投资收益影响，投资业绩不佳会降低实际资本，而实际资本下降会直接导致偿付能力下降，再融资就会更难，所以在下跌环境中保险会跌的更惨，这是一个死循环。相反在大盘上升阶段，则是助推剂。

通胀和加息对中国平安浮亏的影响不仅仅来自于权益，还有一部分来自于债券。我们认为中国平安投资资产配置的债券有 30% 左右配置在可供出售账户下，而从年初到 6 月底，央行连续 2 次加息 50 个基点，这在很大程度上减少存量债券的公允价值，债券公允价值下跌的幅度远大于降息上升的幅度。

（二）寿险偿付能力快速下降，产险偿付能力得益于注资维持

下表是中国平安产寿险偿付能力变动情况。中国平安中期偿付能力相对 2010 年底下降 22 个百分点，实际资本相对于年初几乎无增长。平安产险得益于上半年 50 亿资本的注入，偿付能力得以提升。此次注资提升偿付能力 45 个百分点，假设 2012 年平安产险保费增速维持 2011 年上半年水平，此次注资勉强维持偿付能力至 2012 年底。

如果下半年平安寿险没有资本注入或者发行次级债，2011 年底偿付能力充足率会更加紧张。但是另一方面如果资本市场在下半年或者明年出现大幅行情，平安寿险和产险的偿付能力会得到大幅度改善。因此投资对保险公司是一把双刃剑，请参考我们 6 月 30 日发布的研究报告《保险偿付能力专题报告》。



表 1：中国平安保险业务偿付能力变动情况表

中国平安		2011H	2010	2010H	2009	2008	2007	2006
寿险	实际资本	508.78	509.81	527.96	508.98	337.52	452.18	239.83
	最低资本	321.9	282.95	255.88	224.52	183.71	157.04	130.96
	充足率	158.1%	180.18%	206.33%	226.70%	183.72%	287.94%	183.13%
财险	实际资本	191.57	150.02	90.63	72.68	50.47	48.95	26.13
	最低资本	97.99	83.53	66.52	50.61	32.93	26.95	19.9
	充足率	195.5%	179.60%	136.24%	143.61%	153.26%	181.63%	131.31%

资料来源：上市公司报告、中信建投证券研究发展部

表 2 是我们对产险偿付能力的分析。

表 2：实际资本增速 5%，保费增速 33%，下偿付能力变化

2010 年底偿付能力	如果不注资偿付能力下降	注资 50 亿提升偿付能力	2011 年底偿付能力	2012 年底偿付能力
(1)	(2)	(3)	(4) = (1) + (2) + (3)	(5)
179.60%	-37.50%	45.10%	187.20%	151.21%

资料来源：中信建投证券研究发展部

（三）中期业绩主要靠非寿险和非保险业务拉动，寿险业绩增幅不大

2011 年中期同期比较，对利润贡献幅度最大的当属产险业务和银行业务。

表 3：中国平安历年来业绩分布情况

分部利润	2007	2008	2009	2010	2010H	2011H	中期同比
寿险	78.31	-21.34	103.74	84.17	65.51	67.62	3.22%
产险	14.84	4.08	6.75	38.65	10.88	26.93	147.52%
银行	15.37	14.44	10.8	28.82	11.04	23.97	117.12%
证券	14.92	5.5	10.72	15.94	8.28	7.15	-13.65%
其他	32.37	6.05	12.81	11.8	2.95	4.31	46.10%
净利润	155.81	8.73	144.82	179.38	98.66	129.98	31.75%

资料来源：上市公司报告、中信建投证券研究发展部

产险业务的提升主要得益于综合成本率的改善，

表 4：中国平安近年来综合成本率的变动情况

	2011H	2010	2010H	2009	2008
平安产险	92.90%	93.20%	96.50%	98.60%	104.0%

资料来源：上市公司报告、中信建投证券研究发展部

平安产险 2011 年中期综合成本率提升 3.6 个百分点，按中期已赚保费 294.42 亿计算，利润可以多释放 10.6 亿，我们可以对 2011 年产险利润进行如下拆分，看一下业绩提升的因素都有哪些。



表 5：平安产险利源变动分析

2010H	综合成本率改善	承保改善	投资改善	2011H
10.88	10.6	3.03	2.42	26.93

资料来源：上市公司报告、中信建投证券研究发展部

2011 年中期已赚保费为 294.42 亿，去年同期为 207.63 亿，增加的 86.79 亿带来承保利润改善为 3.03 亿，已赚保费乘以综合成本率改善的 3.6%即为综合成本率的改善。投资改善源于总投资资产的增长和当年投资收益的变动。

银行业绩的提升源自上半年两次对称加息，从而增加了银行的净利润。此次报表合并仍然将深发展作为联营企业处理，没有通过权益法在合并报表反映。

（四）万能寿险增加了自由现金流，综合成本增速相对稳定

我们对中国平安和现金流进行分析，可以看出已赚保费的增长为 37.4%，综合成本的增速为 43.9%，相差不大。虽然平安寿险上半年出售了部分万能保险，但是我们发现万能保险却能在短期节约大量的现金流。这点可以从综合成本与规模保费的比值看出。相对于综合成本，2011 年中期还能有 27.2%的规模保费用作成本结余。

表 6：平安寿险现金流和成本分析

	2011H	2010H	同比增长
规模保费	1126.3	931.25	20.9%
已赚保费	739.57	538.22	37.4%
投资收益	148.95	100	49.0%
赔款和准备金支出	174.86	115.93	50.8%
提取准备金	459.66	311.89	47.4%
费用和税金支出	129.17	106.83	20.9%
其他	56.09	34.87	60.9%
综合成本	819.78	569.52	43.9%
综合成本/已赚保费	110.8%	105.8%	
投资收益/已赚保费	20.1%	18.6%	
综合成本/规模保费	72.8%	61.2%	

资料来源：上市公司报告、中信建投证券研究发展部

（五）新业务价值增速下滑，主要源自个险新单业务结构

2011 年中期一年新业务价值 170.51，同比增长 16.88%，这与上半年个险新单保费增速 15.1%相吻合。一般来说如果个险新单交费结构没有发生太大的变化，一年新业务价值的增速几乎和个险新单的增速接近。

如果个险新单期交期间都能持续改善，一年新业务价值的改善空间会更大。

如果说一年新业务价值反映的是成长性概念，那么内含价值变动反映的则是静态的变动。



表 7：中国平安内含价值变动情况

	2011H	2010H	同比增速
调整后净资产	1460.2	1235.73	18.16%
寿险调整后净资产	462.52	436.73	5.91%
扣除偿付能力有效业务价值	879.44	774.13	13.60%
集团内含价值	2339.66	2009.86	16.41%
寿险内含价值	1341.98	1210.86	10.83%

资料来源：上市公司报告、中信建投证券研究发展部

投资建议和风险提示

在公布中报的同时，中国平安公布了参与深发展的定增方案，此次定增会进一步增加中国平安对深发展的持股比例。我们认为中国平安未来的看点在于综合金融渠道的整合，以及未来资本市场的反弹。从目前中国平安的股价看，中国平安已经具备投资价值，从投资策略看，绝对收益存在，而且大盘一旦出现行情，中国平安的相对收益会更加明显。

我们维持对中国平安“买入”评级。

再融资会对股价造成一定影响，通胀和加息对投资负面影响会持续，这些都增加了未来持有中国平安的风险。



分析师介绍

魏涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。