

中国平安 2011 年中报点评

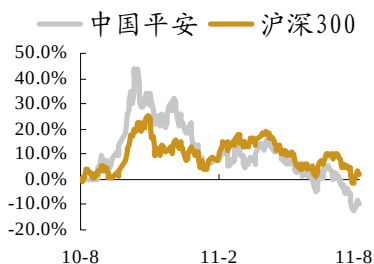
投资评级:

买入

市场数据

总股本(百万股)	7,916.16
A 股股本(百万股)	4,786.40
H 股股本(百万股)	3,129.73
12 个月最高/最低(元)	66.98/40.69
第一大股东	汇丰保险
第一大股东持股比例	7.82%
上证综指/沪深 300	2,601/2,886

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-4.6	-8.9	-11.4
绝对收益	-11.6	-15.9	-10.0

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 李晓彬

执业证书编号: S0500511040003

E-mail: lxb3266@xcsc.com

联系人: 戚海鹏

Tel: 021-68634518-8251

E-mail: qhp3306@xcsc.com

公司公告:

2011 年 8 月 18 日,中国平安公布 2011 年半年业绩。2011 年上半年净利润 129.98 亿元,归属于上市公司股东净利润 127.57 亿元,比上年同期增长 32.7%,每股收益 1.67 元,同比增长 28.5%。归属于上市公司净资产为 1,343.34 亿元,每股净资产 16.97 元,比上年末增加 15.8%,静态 PB 为 2.5 倍。

投资要点:

净资产增长较快

在考虑 H 股增发和 2010 年分红两个因素后,净资产实际比 2010 年末增长 8.33%。增长较快。

寿险、财险、银行、投资共同提升公司业绩

不仅保险业务,银行、投资等业务也为公司贡献大量利润,上半年银行业务贡献净利润 23.97 亿元,深发展作为联营企业,为集团贡献 11.83 亿元利润。

寿险业务健康发展

寿险业务不仅规模保费保持增长,同时个险销售人员比上年末增长 4.7%,月人均保费从 7,922 元增至 10,477 元,人力和销售能力同时提高。

财险综合成本率下降

受益于市场规范化的持续和公司经营能力的提高,财险综合成本率从上年末 96.5%继续下降至 92.9%,预计下半年这一趋势将会延续。

继续推荐中国平安

在上半年来债市、股市都处于震荡格局的背景下,平安仍可以保持净利润和净资产的增长,证明了资金投资对公司业绩的推动不是唯一决定性的,当投资表现较好时,可以大幅增加公司业绩。但当投资表现一般时,对业绩的推动仍可以来自多方面,来自寿险业务本身的除利差益外的利源;来自财险的承保利润;来自银行、证券等其他业务单位的盈利,都可以推动公司业绩的增长,因此,即使下半年股票市场仍不乐观,平安依然可以保持增长。

同时,年末准备金评估折现率的上升是比较确定的,仅由于评估参数的改变也可以推动净资产的较大增长。

从估值的角度看,按目前股价计算,中国平安 2011 隐含 P/EV 为 1.2 倍,2011 隐含新业务价值倍数为 6.7 倍,位于历史绝对估值谷底,安全边际较大。

风险提示: 资金权益投资下跌的风险。

2011 年 8 月 18 日，中国平安公布上半年业绩。2011 年上半年净利润 129.98 亿元，归属于上市公司股东净利润 127.57 亿元，比上年同期增长 32.7%，每股收益 1.67 元，同比增长 28.5%。归属于上市公司净资产为 1,343.34 亿元，每股净资产 16.97 元，比上年末增加 15.8%，静态 PB 为 2.5 倍。

考虑平安在 6 月 17 日完成向金骏有限公司定向增发 2.72 亿股 H 股，价格每股 71.50 港币，同时考虑上半年平安分红 31.66 亿元后，调整后的净资产为 1,213.66 亿元，净资产比 2010 年末实际增长 8.33%，比 2011 年 1 季度末实际增长 2.08%。

平安同时公布了 2011 年上半年内含价值报告，内含价值为 2,339.66 亿元，比 2010 年末增长 16.4%，其中有效业务价值 1,078.72 亿元，比上年末增长 13.6%，调整后净资产 1,460.20 亿元，比上年末增长 18.2%。扣除偿付能力后的上半年新业务价值为 101.48 亿元，与 2010 年同期相比增长 18.0%。

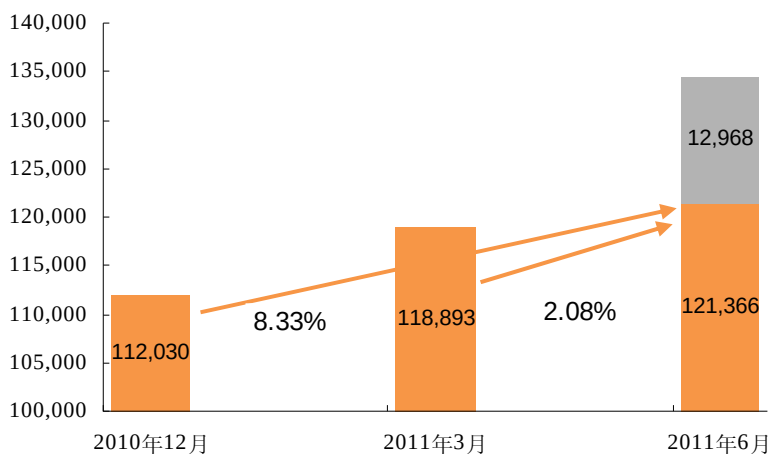
对此，我们有如下点评：

净利润、净资产增长好于预期

平安上半年归属于上市公司股东净利润 127.57 亿元，比上年同期增长 32.7%，每股收益 1.67 元，同比增长 28.5%。

平安账面净资产比 2010 年末增加 15.8%，在考虑 H 股增发和 2010 年分红两个因素后，净资产实际比 2010 年末增长 8.33%。

图表 1、平安净资产增长



数据来源：公司年报，湘财证券研究所

在上半年来债市股市都处于震荡格局的背景下，平安净利润和净资产的增幅好于市场预期。该业绩的取得有部分收益于浮盈释放，中报中 AFS 公允价值已降为 -61.69 亿元，每股浮盈 -0.33 元，未来使用浮盈调节业绩已无空间。

表格 1、中国平安资本公积明细

	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31	2011-3-31	2011-6-30
股本溢价	67,644	67,644	67,644	67,644	83,506
可供出售金融资产公允价值变动	427	4,554	(196)	1,981	(6,169)
寿险责任准备金的影子会计调整	519		1,420		2,740
其它资本公积	311	311	389	389	347
以上项目的所得税影响	(315)		(288)		827
合计	68,586	72,509	68,969	70,014	81,251
股本:	7,644	7,644	7,644	7,644	7,916
每股状况:	0.08	0.60	0.12	0.26	(0.33)

数据来源: 公司年报, 湘财证券研究所

各业务单位对集团的利润贡献占比中, 寿险贡献占比与 2010 年底相比有提升, 银行利润提升也很明显, 2011 年上半年净利润 23.97 亿元, 同比增长 117.1%, 对集团整体的利润贡献占比提升 2 个百分点。其中深发展作为联营企业计入, 为集团贡献 11.83 亿元利润。

表格 2、各业务单位利润贡献占比

	净利润 (百万)				贡献占比			
	2009-12-31	2010-6-30	2010-12-31	2011-6-30	2009-12-31	2010-6-30	2010-12-31	2011-6-30
寿险	10,374	6,551	8,417	6,762	72%	66%	47%	52%
财险	675	1,088	3,865	2,693	5%	11%	22%	21%
银行	1,080	1,104	2,882	2,397	7%	11%	16%	18%
证券	1,072	828	1,594	715	7%	8%	9%	6%
	14,482	9866	17,938	12,998	100%	100%	100%	100%

数据来源: 公司年报, 湘财证券研究所

寿险业务个险渠道保持增长

2011 年上半年寿险规模保费增长 20.9%, 增长主要由个险渠道拉动, 其中个险续期业务同比增长 37.1%起主要作用, 得益于平安一贯重视保单质量、重视续期服务的经营理念。

险种结构上, 由于万能险结算利率持续下降, 因此平安也相应的调整产品策略, 万能险占比比去年下降 6 个百分点, 分红险占比相应提升 8 个百分点。

平安人力指标继续表现为健康增长, 其中个险销售人员比 2010 年末增长 4.7%, 银保销售网点比上年末增长 4.9%, 较为突出的是, 个险每月人均保费从上年末的 7,922 元大幅提升至 10,477 元, 个险渠道表现为销售团队和销售能力同时提高。

表格 3、寿险业务结构

	规模保费			保费收入		
	2011	2010	同比增长	2011	2010	同比增长
个险渠道						
新业务						
首年期交保费	22,963	23,840	-3.7%	13,371	14,209	-5.9%
首年趸交保费	5,894	1,101	435.3%	5,119	16	31893.8%
短意短健	998	1,002	-0.4%	1,174	1,097	7.0%
新业务合计	29,855	25,943	15.1%	19,664	15,322	28.3%
续期业务	65,005	47,415	37.1%	41,890	32,024	30.8%
个险渠道合计	94,860	73,358	29.3%	61,554	47,346	30.0%
银保渠道						
新业务						
首年期交保费	735	665	10.5%	722	654	10.4%
首年趸交保费	11,743	15,220	-22.8%	8,682	3,924	121.3%
短意短健	1	1	0.0%	1	1	0.0%
新业务合计	12,479	15,886	-21.4%	9,405	4,579	105.4%
续期业务	980	383	155.9%	957	370	158.6%
银保渠道合计	13,459	16,269	-17.3%	10,362	4,949	109.4%
团险渠道						
新业务						
首年期交保费	77	31	148.4%			
首年趸交保费	1,196	1,104	8.3%	228	248	-8.1%
短意短健	3,003	2,333	28.7%	2,992	2,330	28.4%
新业务合计	4,276	3,468	23.3%	3,220	2,578	24.9%
续期业务	35	30	16.7%	22	15	46.7%
团险渠道合计	4,311	3,498	23.2%	3,242	2,593	25.0%
寿险合计	112,630	93,125	20.9%	75,158	54,888	36.9%

数据来源：公司年报，湘财证券研究所

表格 4、险种结构

	2011 年上半年	2010 年上半年	2011 占比	2010 占比
分红险	58,465	40,980	51.9%	44.0%
万能险	38,124	37,263	33.8%	40.0%
健康险	5,138	4,630	4.6%	5.0%
传统寿险	4,043	3,352	3.6%	3.6%
投资连结险	3,391	2,938	3.0%	3.2%
年金	2,455	2,790	2.2%	3.0%
意外伤害险	1,014	1,172	0.9%	1.3%
合计	112,630	93,125	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表格 5、中国平安人力指标增长

	2011-6-30	2010-12-31	2011 年增长
客户数量			
个人 (千人)	47,926	45,318	5.8%
公司 (千)	718	652	10.1%
代理人产能			
代理人首年保费 (元/人均每月)	10,477	7,922	32.3%
代理人新单件数 (件/人均每月)	1.3	1.1	18.2%
销售力量			
个人寿险销售代理人数量	474,586	453,392	4.7%
团体保险销售代表数量	2,893	2,906	-0.4%
银行保险销售网点	63,201	60,222	4.9%

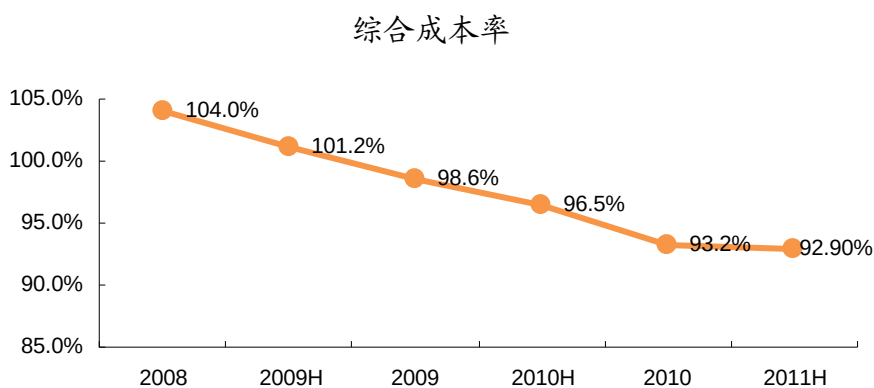
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

财险业务综合成本率持续下降

平安财险上半年保费收入 407.34 亿元，同比增长 35.9%。市场占有率从 2010 年末的 15.4% 提升至 16.7%，同时综合成本率从 2010 年末的 93.2% 进一步下降至 92.9%，符合我们的预期。

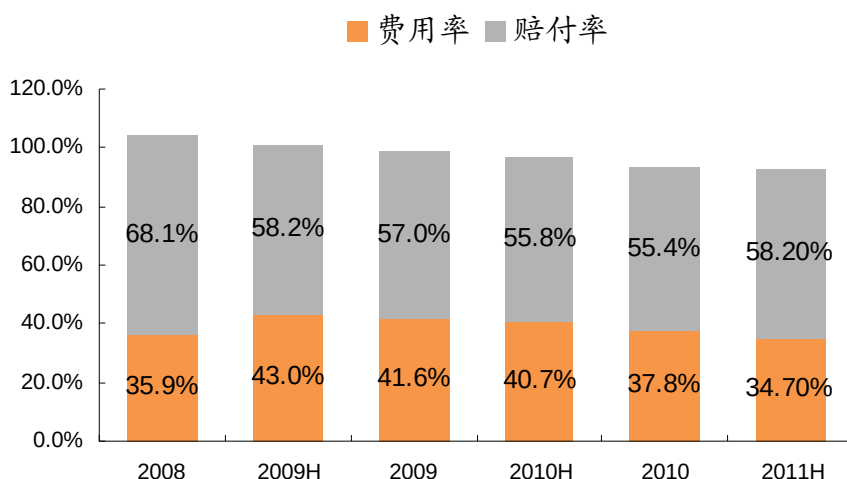
综合成本率的下降主要因为经营水平的提高带来的费用率下降，而赔付率由于上半年灾害天气的影响，反而比 2010 年末增加 2.8 个百分点。

图表 2、平安综合成本率变动



数据来源：公司年报，湘财证券研究所

图表 3、平安财险费用率、赔付率变动



数据来源：公司年报，湘财证券研究所

内含价值变动

平安公布了 2011 年上半年内含价值报告，测算使用假设与 2010 年末相同，内含价值为 2,339.66 亿元，比 2010 年末增长 16.4%，其中有效业务价值 1,078.72 亿元，比上年末增长 13.6%，调整后净资产 1,460.20 亿元，比上年末增长 18.2%。扣除偿付能力后的上半年新业务价值为 101.48 亿元，与 2010 年同期相比增长 18.0%，这一增长速度基本符合市场预期。预计全年新业务价值增长速度将在 20.0% 左右。

偿付能力变动

由于业务增长快速以及投资市场的变动，平安寿险偿付能力从 180.2 降至 158.1。集团方面，由于 H 股增发得到资本补充，因此充足率 200.0% 仍然充足，但目前深发展以联营企业计入偿付能力计算，预计其以子公司计入后，会对集团偿付能力造成拖累，未来平安仍有融资的可能性。

表格 6、平安偿付能力充足率变动

	平安集团		平安寿险		平安财险	
	2011-6-30	2010-12-31	2011-6-30	2010-12-31	2011-6-30	2010-12-31
实际资本 (百万)	144,165	124,207	50,878	50,981	19,157	15,002
最低资本 (百万)	72,073	62,778	32,190	28,295	9,799	8,353
偿付能力充足率 (%)	200.0	197.9	158.1	180.2	195.6	179.6

数据来源：公司年报，湘财证券研究所

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。