

雪球访谈

草帽路飞解读中国平安半年报！

2016年08月19日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



草帽路飞

访谈简介

8月17日，\$中国平安(SH601318)\$发布了半年报，截至6月30日中国平安营业总收入为3766.57亿元，同比增长11.5%；归属于母公司股东的净利润407.8亿元，同比增长17.7%，逆势大增超出市场预期。本期访谈我们请到了雪球人气用户金融股研究达人@草帽路飞来与大家交流探讨~

靓丽的半年报中，互联网金融业务多点开花，上半年贡献71.42亿元利润，去年同期亏损6.09亿；寿险业务同比增长4.7%，新业务价值240.17亿元，同比增长42.7%；平安银行业务规模稳定增长，实现净利润122.92亿元，同比上升6.1%；平安证券上半年实现净利润12.19亿元，上半年新增客户数市场份额为24.74%，较2015年底提升11.8%。

那么在众多银行券商保险增长乏力时中国平安如此逆势高增长原因何在？未来能否持续？目前股价是否低估？童鞋们速来提问吧~

[\(进入雪球查看访谈 \)](#)

本次访谈相关股票：中国平安(SH601318)

以下内容来自雪球访谈，想实时关注嘉宾动态？立即下载雪球客户端关注TA吧！

[问] 雪球访谈：



访谈传送门：<https://xueqiu.com/talks/item/20122919>

8月17日，\$中国平安(SH601318)\$ 发布了半年报，截至6月30日中国平安营业收入为3766.57亿元，同比增长11.5%；归属于母公司股东的净利润407.8亿元，同比增长17.7%，逆势大增超出市场预期。本期访谈我们请到了雪球人气用户金融股研究达人@草帽路飞 来与大家交流探讨~

靓丽的半年报中，互联网金融业务多点开花，上半年贡献71.42亿元利润，去年同期亏损6.09亿；寿险业务同比增长4.7%，新业务价值240.17亿元，同比增长42.7%；平安银行业务规模稳定增长，实现净利润122.92亿元，同比上升6.1%；平安证券上半年实现净利润12.19亿元，上半年新增客户数市场份额为24.74%，较2015年底提升11.8%。

那么在众多银行券商保险增长乏力时中国平安如此逆势高增长原因何在？未来能否持续？目前股价是否低估？童鞋们速来提问吧~

[答] 草帽路飞：

大家好，现在开始刷屏，由于提问的问题较多，时间有限，我主要挑一些重点的提问并重点回答。其余问题简单回复，重复的问题可以参看前面的回答，谢谢。

[问] 花麦兜：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞 说：陆金所ipo对平安的业绩会有怎样的贡献？

[答] 草帽路飞：

首先谈一下陆金所的估值，目前估值是185亿美元，陆金所的净资产目前应该在40亿美元以内（两轮融资17亿美元，普惠金融交易兑价20亿美元），平安集团大概控股50%，即约90亿美元，在财务报表上体现的价值约为20亿美元。还有70亿美（460亿人民币）未体现在财务报表上。这部分价值对应每股净资产2.5元。

其次，若陆金所上市，IPO获得现金会一次性增厚陆金所的每股净资产，中国平安在IPO是将获得一次性的净资产溢价收益。

最后，很多人比较关心今年平安在互联网金融板块实现的71亿元净利润，这主要是因

为平安将普惠金融和前交所的100%股权一次性卖给了陆金所控股所致。这笔交易基本上可以认为是平安集团直接割了陆金所其余股东的羊毛，即将普惠金融和前交所溢价卖给了陆金所控股。交易兑价为陆金所控股的可转债。这笔交易一举两得，即薅到了羊毛，有实现了陆金所的控股权。在IPO之前便薅一把，给平安的财技点赞，直接向财技达人复星集团看齐。

[问] 洋洋大人：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说：中国平安业务太复杂，能介绍下你的估值方法吗？

[答] 草帽路飞：

你好，中国平安集团确实业务比较复杂。最有效的估值方法是集团内含价值估值法。简单说就是平安集团价值=非寿险净资产+寿险有效业务价值+寿险一年新业务价值*N，N是新业务价值倍数，我觉得10倍比较合理。如果按照这个公司算下来，平安集团的总估值将接近1万亿，对应每股合理估值54元。

下面简单拆解一下：

平安集团价值的60%以上为寿险，按照这个估值算法，寿险部分每年的成长增速将超过10%；非寿险部分直接按照净资产计算，较为低估，其中平安银行目前的ROE在17%附近；平安产险、平安信托、平安证券、平安资管ROE也都超过15%，更重要的，上述四项业务以管理费收入为主，基本是稳赚不赔的生意，当前几个子公司在业内的竞争力都比较靠前，理应获得更高的估值溢价。

[问] snowdeer：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说：对今年的寿险的市场占有率从去年的13%降到11.5%；产险的占有率从19.1%降到18.1%怎么看？是为了优质保费有意没跟同行乱竞争做大？

[答] 草帽路飞：

中国平安今年的产险和寿险市场份额都有所下降。我认为主要有两个原因，一是现在很多二线寿险公司大卖趸交的银保业务，冲规模。而成熟的保险公司比较注重保单质量，因此在规模上稍有落后。其次，今年大量寿险公司一年新业务价值增速都超过了40%，甚至达到70%以上，这说明整个市场都在井喷，行业的蛋糕巨大，众多保险公司都来抢食。

[问] 张沈鹏:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@草帽路飞 说:

1. 中国平安保险的负债成本是多少?
2. 未来中国社会老龄化之后的低利率环境, 以及人均寿命越来越长, 会不会导致公司投资收益小于负债成本, 进而造成亏损。

[答] 草帽路飞:

你好, 险资的负债成本是个浮动的概念, 因为保险投资资金中有很多是万能险、分红险, 这部分资金的盈利是要与投保人共享的, 同时保险资金对投保人也有最低收益保证的承诺, 因此我们只能确定保险资金会有一个最低负债成本底线, 跌穿了这个底线, 保险资金就会亏本。刚刚结束的中期业绩发布会上李源祥提到这个底线是1.5%。可见保险资金在产品设计上是相当保守的。未来随着市场利率的走低, 新的保险产品最低保障利率的设计上会更加谨慎。也即是说, 保险公司也会与时俱进, 预定利率底线也是会随着实情的发展而变化。

[问] Langolier:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@草帽路飞 说: 请问在利率下行的大环境中, 对平安的投资价值是否应做更谨慎的测算? 看了几个评估, 感觉都是过分乐观。谢谢!

[答] 草帽路飞:

你好, 利率下行的大环境确实已经到来, 现在投资中国平安最令人担忧的莫过于其5.5%的长期投资收益率假设过于乐观。我本人也持审慎态度。

今年上半年平安的净投资收益率5.7%, 这个净投资收益率就是剔除了权益资产买卖及变动后的所有利息、股息、租金收益。取得如此高的收益得益于几年前平安就重点埋伏配置了很多长久期、高收益的基础设施债权计划、优先股等优质资产。因此中短期来看, 中国平安完全有能力实现5.5%的投资收益假设。

长期来看, 我们很难判断5.5%的收益假设能否实现, 不确定性的因素太多。但也不必过分悲观, 保险资金未来可投资的方向正在不断拓宽, 中国平安有强大资管、信托、证券, 这些子公司的资产配置能力代表着行业最前沿的, 提前布局的综合金控能力, 让中国平安会一直领先于对手。

最后, 根据敏感性分析测算, 总投资收益率下降50基点, 平安的有效业务价值会下降约10%, 而投资收益率的下降对平安的调整净资产并无影响, 因此下降50基点对平安

总内含价值的影响在5%以内，这也并不可怕。

[问] 太云投资：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说：中国平安为什么不在低位收购茅台，阿胶等国粹企业？

[答] 草帽路飞：

中国平安和潮汕帮保险公司比起来，对二级市场股权并购的兴趣并不大。我认为这是一家公司稳健发展的表现。在偿二代的压力下，疯狂并购的保险公司将面临偿付能力不足的压力。另外，依靠自己的资管力量稳扎稳打，也是中国平安自信的一面，平安集团有强大的信托、资管、券商平台，这些平台随时可以和自己的保险资金实现对接。二级市场并购存在一定的风险，成为二股东或中小股东后，经营权还是在大股东手里，这与中国平安天生的掌控欲基因不符。最后，富通的教训可能会让平安十年怕井绳。

[问] 湖光山居：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说：对平安收购的企业更换管理层后自己管理团队能力怎么看，汽车之家会不会又是一个家化

[答] 草帽路飞：

我认为家化和汽车之家在平安集团的地位还不同，平安的车险，以及平安好车都说明，汽车是平安集团战略的重要一环，汽车之家或许将被整合为平安车生活圈子的重要节点。为了这个大的生态圈，平安必须全部掌控。

[问] 布老虎612：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说：平安准备增加海外配置，尤其英美。英美利率也很低了。那么依你看平安的逻辑是什么？

[答] 草帽路飞：

你好，平安目前海外投资资产仅占到总险资规模的4%多，这个规模在合理的范围内。国外市场虽然是低利率环境，但并不是不存在高收益的资产。比如现在国外很多的地标性建筑的租金收益率都在5%以上，有些甚至达到10%。这些地标不动产具有长久期稳定现金流等特点是险资极佳的配置对象。不光中国平安，像复星集团等企业近年来

也已在海外大量配置此类资产。

[问] 雾风：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说：平安上半年规模保费增长了10%，但责任准备金提取反而下跌，实际影响当期净利润100亿左右。路飞怎么看？

[答] 草帽路飞：

你好，这个说法不太准确。

首先，寿险责任准备金2016年上半年提取了790亿，去年同期提取了786亿，两者差不多。

其次，寿险责任准备金是个资金池，每年都会有出险、保单到期等原因产生赔付或者到期释放一部分准备金出来，同时当年又会有新的保费缴存而需要提取一定的新准备金。报表上看到的当年提取准备金是“当期计提-当期赔付-当期释放”后的一个差额。因为每年的保单到期量不定，保单的结构也不定，所以报表上的寿险责任准备金计提数据差异很大。投资人需要相信保险公司是按照严格的规定提取准备金即可，不必过分纠结这个数字。

最后，产险也需要计提准备金，今年上半年提取未决赔准备金41亿，去年同期提取78亿。这个差异显然更巨大，因为产险多为短期保单，其赔付支出因素变动更剧烈，所以准备金资金池的变化更大，不过投资人也没有必要纠结，都是合法合规提取的，不存在利润调节。

[问] 失頭哥：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说：偿二代下新业务价值提高了24%。新的计算还是旧的计算较合理？

其实我仍不太明白提高计算储备的折现率，降低储备，为何新业务价值会提高了，可以讲解下吗？

谢谢！

[答] 草帽路飞：

我注意到偿二代对存量保单的影响是使得寿险调整净资产略微增加，而使得有效业务略微减少，总体致使平安寿险内含价值略增。同时偿二代下计算的新业务价值比偿一代下增加很多，这个问题我确实不懂，请哪位精算师来帮我解答一下？@潜龙在

渊 @confidlife

[问] 吃啊吃吃:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@草帽路飞说: 咨询一个产险的小问题哈, 费改进程加快, 考验产险公司的营销及定价能力, 营改增也在削减保费进项。财报P5显示产险保费增长16%, 赔付增长18%, 而综合赔付率下降2.1个百分点。从严谨的计算逻辑上看不能说明什么, 但是毛估估来看, 平安产险的盈利能力应该在下降。

[答] 草帽路飞:

你好, 产险正在经历费改。新的费改后产险的综合赔付率明显下降。同时产险公司必然会在营销上多下功夫, 必然增加营销成本。上半年平安产险的综合成本率为95.3%, 虽然同比有所上升, 但这依然是个不错的成绩。要知道当前大部分产险公司的综合成本率还是在100%边缘挣扎。平安产险的规模优势明显。只要综合成本率小于100%, 产险就是一门好生意。

同时, 上半年产险16%的保费增速也是个不错的业绩, 这说明平安产险的市场空间还未饱和, 仍然是稳步上升阶段。

最后, 今年产险净利润下降主要是投资收益下降导致的。去年同期是大牛市, 而今年上半年是熊市, 产险投资资金的出现一定的股票投资浮亏。这都是短期的一次性影响。投资人不能因为看到产险净利润下跌就认为平安产险的盈利能力下降。剔除投资因素后, 平安产险依然是不错的生意。

[问] 吃啊吃吃:

关于\$中国平安(SH601318)\$, 对@草帽路飞说: 请教一个保险资金投资的问题, 半年报28页显示, 经投资收益率同比上升0.6个百分点, 主要原因是固定收益投资利息收入和权益投资分红收入增加。是否可以理解为, 2015年平安的权益投资侧重于成长股, 2016年权益投资侧重于高分红股票?

给类股票在7-8月涨势喜人, 个人估计年内行情还会继续, 那么3季度或全年投资收益是否会反弹? 整体投资收益率有下行的趋势, 平安以后的投资是否会更向权益、房地产略微倾斜?

[答] 草帽路飞:

平安在股票上的主要配置是银行股, 银行股当前的分红收益率在6%附近。上半年平安在股票仓位上的浮亏, 剔除影子会计影响后, 体现在股东权益上的损失是96亿, 对应

每股0.5元。三季度估计这部分浮亏已经挽回一半。

[问] BBFB:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说：中国平安较竞争对手的优势有哪些？香港的保险业有何优势？

[答] 草帽路飞:

平安的优势主要来自于其综合金融的交叉营销能力和其积极进取的企业文化。这种领先优势目前还很难被同行超越，具体不展开说了。

[问] zjwyh:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说：都说保险更应关注 内含价值和业务价值，利润倒是不需太关注。保险股利润和股市关联度较高，可为何国内外市场（包括老外有效市场），保险股都是牛市远远超越大盘，熊市更熊呢？？谢谢

[答] 草帽路飞:

你好，保险股是股市的放大器。在牛市里不光其净利润，其内含价值也会膨胀。这主要是因为保险资金配置的权益资产的公允价值在牛市里会膨胀，直接导致保险净资产的增加，从而增厚内含价值。

同时牛市里保险资金会收割权益资产，确认为净利润，从而增厚净资产，最终也会增厚内含价值。

未来随着保险资金投资渠道的增加，这种影响会逐步减弱，但也不可忽视。

[问] 泉中有水:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说：新业务价值的增长对平安整体有多少的影响，看中国平安哪个指标比较重要：内涵价值，利润，新业务价值或其它？

[答] 草帽路飞:

你好，中国平安最重要最核心的指标是新业务价值增速。中国平安截止半年度止的一年新业务价值是380亿元，同比增速23%。上半年新业务价值240亿，同比增速42%。中国平安60%以上的价值为寿险，寿险的核心就是新业务价值增加值。我们知道寿险

存量保单的有效业务价值每年会以约10%的速度递增，同时新业务还会贡献额外的价值。两者相加即是寿险当年的增值速度。当前中国平安的“一年新业务价值/年初内含价值”大概在11%以上，这说明平安寿险当前的总内含价值年增速将超过21%，过去多年，平安寿险始终保持了这样的增速。可见平安寿险是一家典型的成长型公司。

很多人担心平安集团已经超过6000亿的总内含价值，平安寿险超过3500亿的内含价值规模的情况下，公司的成长将面临天花板。这种担忧是多余的，当前平安的寿险新业务正在以40%以上的速度高速增长，这势必推动平安寿险总内涵价值未来几年继续保持20%以上的增长速度。五年之内很难看到平安集团的天花板。

[问] zzyfund:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说:大神们对平安的各个角度的分析也都历年持续着，优点很多。麻烦能介绍一下平安的问题在哪里。另马明哲的股份还不如孙建一，是否有数据显示马直接间接持有平安多少股份，或则旗下其他公司的股份，谢谢

[答] 草帽路飞:

我目前最担心平安的问题也是大多数寿险企业的问题，就是保险资产端长期投资收益率假设如何实现的问题。除此之外，我觉得平安一切还好。管理层少量持有公司股票也是不想把鸡蛋放在一个篮子里，毕竟他们每年的年薪就够花了。

[问] 古树长青:

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞说:平安现在有短板业务吗?

[答] 草帽路飞:

目前平安集团的核心业务是寿险，其次是产险和银行。寿险每年可产生300多亿的净利润，产险和银行每年可产生150多亿的净利润。平安寿险、产险多年来一直是行业第二，竞争优势明显。平安银行在股份制银行中也独树一帜。

集团的信托、券商、资管业务在同业中也具有较强的竞争力，三家子公司每年都可产生约20亿元的净利润。

在互联网金融方面，陆金所已成长为行业龙头；平安好医生短短几年时间迅速崛起，未来不可限量。似乎平安集团在上述业务上做的都比较成功。

如果说集团有什么短板，那么平安好车、平安好房或许勉强算，因为发展了这么多年，还不见成效，或许将来还要继续烧钱进去。

[问] 古树长青：

关于\$中国平安(SH601318)\$，对@草帽路飞 说：平安现在有短板业务吗？

[答] 草帽路飞：

今天的访谈先到这里，码字有点累了，剩下的问题我会未来逐条回复。谢谢大家。

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

没别的
就是比人聪明。



雪球

聪明的投资者都在这里