

偿付能力不足压力凸显

增持维持

投资要点:

- 业绩整体符合预期, 财险是主要推动力
- 对深发展注资后偿付能力不足成隐忧

报告摘要:

- 业绩整体符合预期, 财险成主要推动力。2011 年上半年, 中国平安实现营业收入 1297.49 亿, 同比增长 38.3%, 实现归属母公司股东的净利润 127.57 亿, 同比增长 32.7%, 每股净利润为 1.67 元, 每股净资产为 16.97 元。如果不考虑再融资和分红, 公司净资产较年初增长 8.23%。
- 公司寿险业务发展遭遇瓶颈。由于劳动力成本上升, 保险公司增员困难; 银行存款利率快速上升, 保险产品回报率缺乏吸引力; 银保新规禁止保险营销员驻点营销, 影响银保渠道规模保费, 公司寿险发展增速回落。主要体现在: 新业务价值增速回落明显; 个险期缴新单和新单标准保费增速均远低于规模保费增速。
- 非寿险业务发力。得益于行业业务品质优化和经营秩序改善, 公司综合成本率继续下降 3.6 个百分点至 92.9%。量价齐升带来财险行业最佳经营周期, 而平安财险凭借其领先的渠道优势成为最大受益者。净息差和生息资产余额双轮驱动平安银行业绩增长达 35%。
- 偿付能力不足压力显现。平安寿险偿付能力充足率已经逼近 150% 的监管指标, 对平安寿险的注资迫在眉睫。假定平安对深发展注资 170 亿, 那么平安集团实际资本剩余 1270 亿, 距离监管下限 1081 亿仅 190 亿的空间, 无法保证平安在保险业务快速发展的情况下保持充足偿付能力。所以, 平安再融资或将再次提上议事日程。
- 寿险行业景气上行驱动力尚未显现, 但平安非寿险业务有效地缓解了寿险业务的压力。估值上, 目前公司股价对应的 2011 年一年期新业务价值倍数为 5 倍, 估值具备安全边际, 维持增持评级。短期内, 公司偿付能力不足压力将使市场再次担忧中国平安再融资利空, 将对股价造成压制。

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
寿险保费收入	134,503	164,448	197,338	236,805	279,430
财险保费收入	38,774	62,507	81,259	97,511	117,013
净利润	13,883	17,311	21,303	26,694	31,299
每股收益(元)	1.89	2.26	2.79	3.49	4.09
每股净资产(元)	11.57	15.25	17.59	20.53	23.97

分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

联系人

邢波

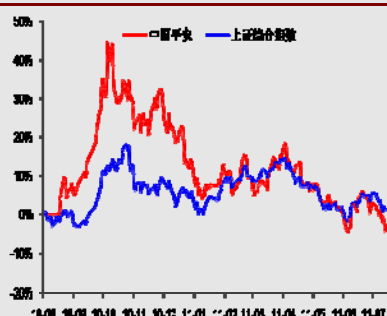
电话: 010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

孙羽薇

Email: sunyuwei@hysec.com

市场表现



相关研究

保险 6 月报: 单月债券托管量显著增加 7.24

保费点评: 6 月承保依然低迷 7.19

保险中期策略: 相对收益有限, 绝对收益可期 6.24

保险五月报: 寿险承保压力显现 5.23

保险走势点评: 刀刃上的舞蹈 4.18

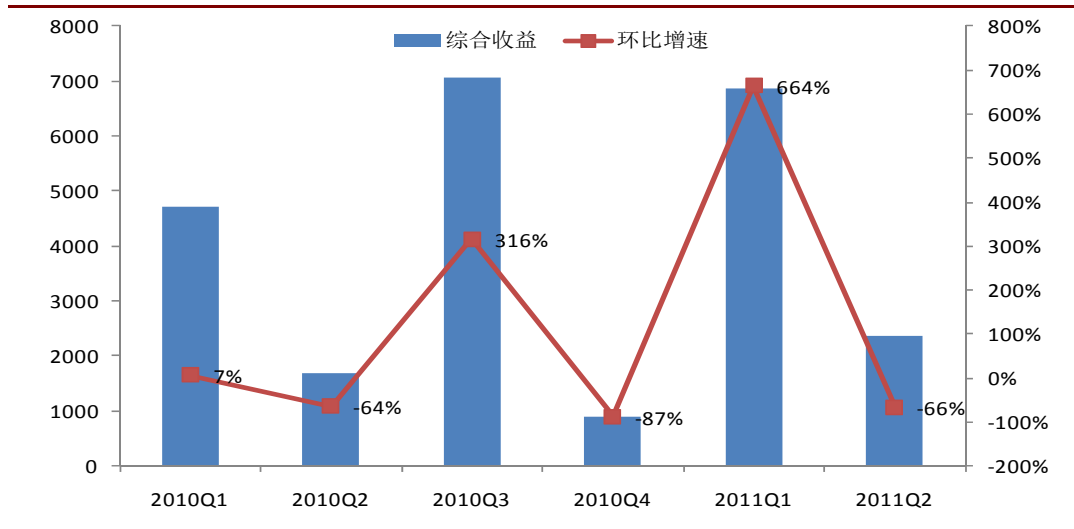
保险二季度策略: 具备配置价值 4.8

一、整体符合预期，财险成业绩主要推动力

2011 年上半年，中国平安实现营业收入 1297.49 亿，同比增长 38.3%，实现归属母公司股东的净利润 127.57 亿，同比增长 32.7%，每股净利润为 1.67 元。期末公司归属母公司股东的净资产为 1343.34 亿，较年初增长 19.9%，每股净资产为 16.97 元。**如果不考虑再融资和分红，公司净资产较年初增长 8.23%**。从内含价值角度看，期末公司每股内含价值为 29.56 元，较年初增长 12.4%，半年扣除偿付能力额度成本后的新业务价值为 101.48 亿，同比增长 17.59%。整体来看，公司业绩符合预期。

我们认为综合收益是评价保险公司业绩的较好指标，也是带来净资产增长的驱动力，如图 1 所示，中国平安 2 季度单季综合收益环比下降了 66%，其主要原因是投资环境恶化，公司浮亏增加。

图 1：中国平安季度综合收益变化



资料来源：公司财报，宏源证券

分业务线来看，得益于行业竞争秩序的改善和公司在电销、网络渠道的优势，平安财险业绩同比增长 148%，成为净利润快速增长的主要推动力。尽管公司银行业务净利润同比增长 117%，但其中主要是由于按权益法对深发展净利润确认的时点不同，导致来自深发展的净利润基数偏低。

表 1：中国平安 2011 年上半年利润构成

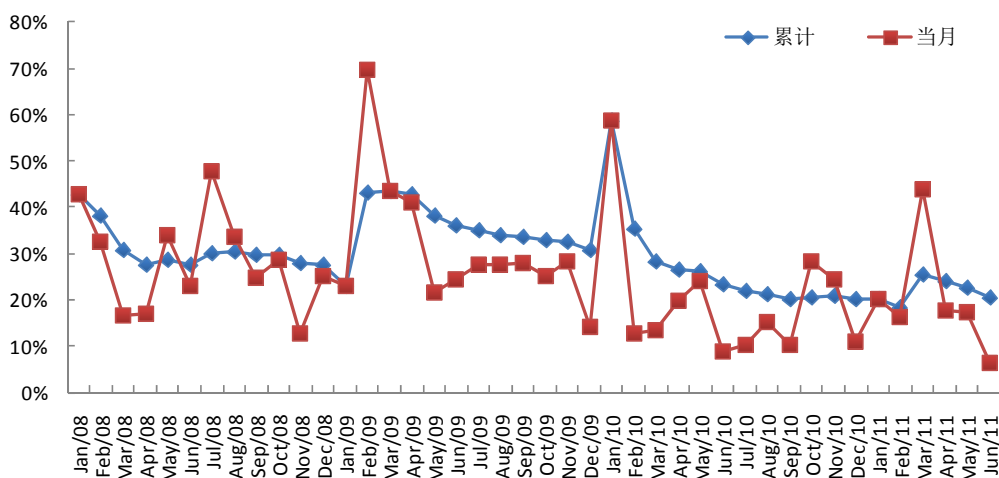
	利润(百万)	同比增长	占比
寿险业务	6,762	3%	52%
财险业务	2,693	148%	21%
银行业务	2,397	117%	18%
证券业务	715	-14%	6%
其他业务	431	46%	3%

资料来源：公司财报，宏源证券

二、寿险业务发展遭遇瓶颈

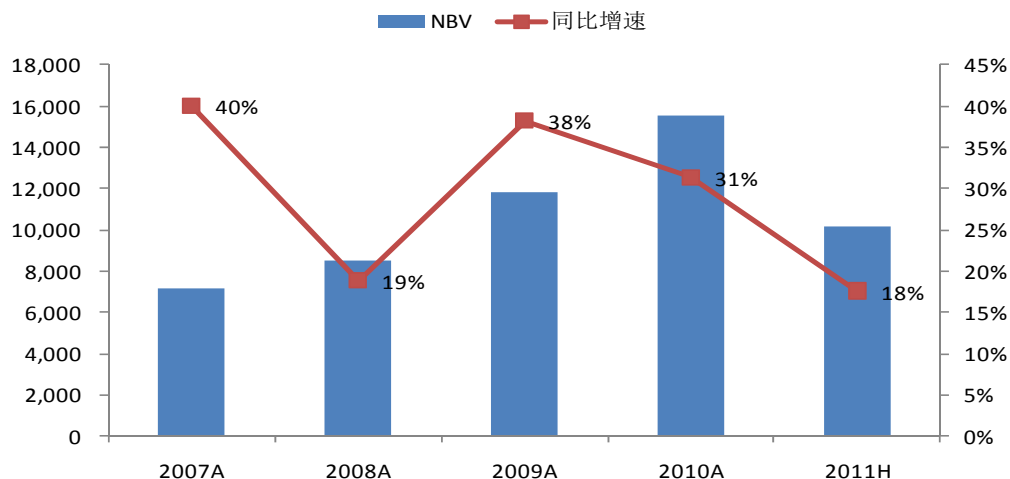
上半年，平安寿险实现规模保费（未进行保费分拆和重大风险测试）收入 1126.3 亿元，同比增长 20.94%，新准则下保费收入 751.58 亿元，保费确认比例提高到 66.7%。由于劳动力成本上升，保险公司增员困难；银行存款利率快速上升，保险产品回报率缺乏吸引力；银保新规禁止保险营销员驻点营销，影响银保渠道规模保费，种种不利因素叠加导致寿险行业规模保费和价值量增速下降。2011 年上半年，中国平安半年新业务价值增速仅为 17.6%，远低于前期超过 30% 的增长。如图 3 所示，从 2007 至 2010 年，除结构调整的 2008 年，中国平安新业务价值增长均在 30% 以上。

图 2：中国平安寿险保费增速回落趋势明显



资料来源：CIRC，宏源证券

图 3：2011 年中期中国平安新业务价值增速下降（百万，%）



资料来源：CIRC，宏源证券

具体来看，2011 年上半年，公司实现利润率较高的个险期缴首年保费 229.6 亿，同比下降了 3.7%，首年标准保费（APE）为 296.6 亿，基本与 2010 年同期持平，个险期缴新单和新单标准保费增速均远低于规模保费 20% 的增速，可见公司上半年保费发展策略更偏重复交等短期缴费期限的险种。

表 2：中国平安寿险保费关键指标（百万，%）

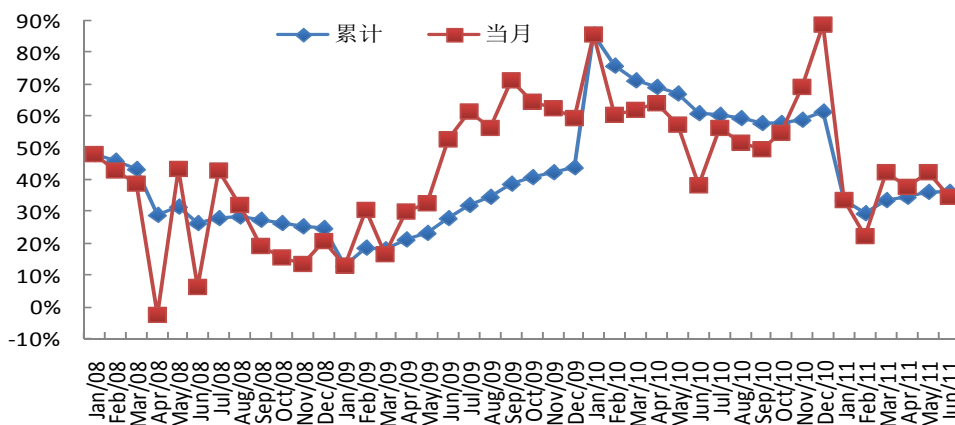
	2008H	2009H	2010H	2011H
首年期缴保费	10928	15260	24536	23775
首年复缴保费	10588	18161	17425	18833
短期意外及健康保险保费	2980	3231	3,336	4,002
APE	14966.8	20307.1	29614.5	29,660
APE margin	33%	31%	31%	34%

资料来源：公司财报，宏源证券

三、非寿险业务快速发展

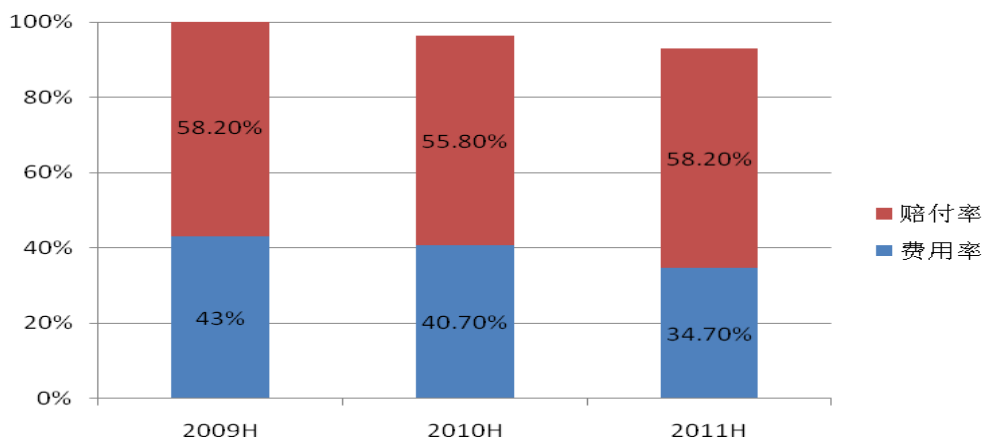
2011 年上半年，平安产险实现保费收入 407.34 亿元，同比增长 35.9%，远快于行业 35% 的增速。其中来自交叉销售和电话销售的保费大幅增长 69.1%，贡献占比提升至 38.1%。同时，得益于行业业务品质优化和经营秩序改善，公司综合成本率继续下降 3.6 个百分点至 92.9%。量价齐升带来财险行业最佳经营周期，而平安财险凭借其领先的渠道优势成为最大受益者。

图 4：平安财险保费收入增速依然较为可观



资料来源：CIRC，宏源证券

图 5：公司财险业务综合成本率持续下降



资料来源：公司财报，宏源证券

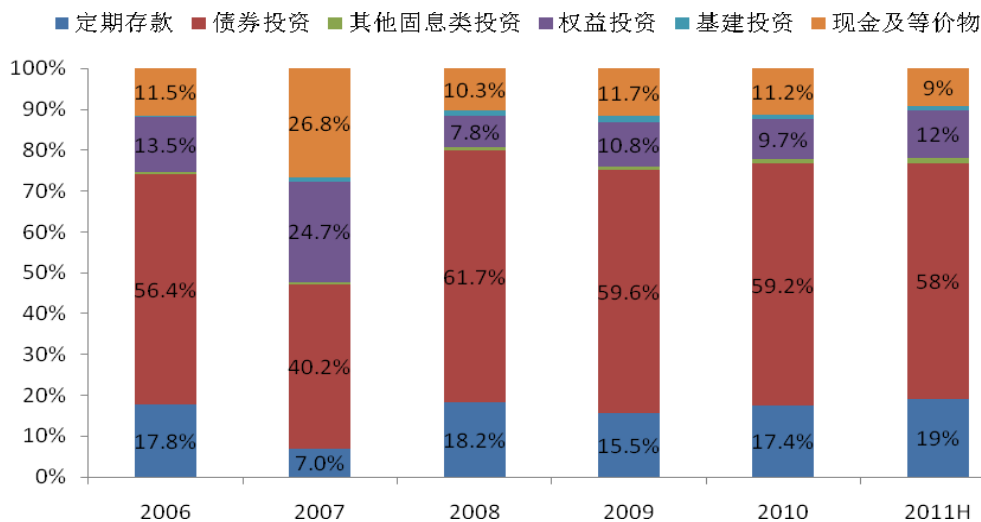
此外，平安银行实现净利润 12.14 亿元，同比增长 34.9%。具体来看，净息差和生息资产余额成为平安银行业绩增长的双驱动。其中，净息差较去年同期提高 16.7%至 2.44%，平均生息资产余额同比增长 15.6%至 2713 亿。自此影响下，公司上半年利息收入达 66.2 亿，同比增长 35%。

四、投资浮亏严重

截止 2011 年中期，公司投资资产达 8380.7 亿，较年初增长 9.8%。实现包括影子会计调整在内的投资收益 117.89 亿，平均投资收益率为 1.47%，简单年化为 2.94%，低于内含价值报告 5%的假设。同比来看，投资业绩略好于 2010 年上半年的 0.88%。期末公司可供出售金融资产浮亏为 61.69 亿，其中 59.73 亿浮亏发生在当期。

资产构成如图 6 所示。由于银行存款尤其是协议存款利高企，公司定期存款比重达近年来新高，这在一定程度上挤出了债券投资的比重，2011 年中期公司债券投资比重仅为 58%。本期末，公司权益投资比重达 12%，反而较年初有所增加，显示公司在股票市场处于较低点位时选择战略性增仓。

图 6：公司投资资产构成



资料来源：公司财报，宏源证券

五、认购深发展定向增发股票点评

2011 年 8 月 17 日，中国平安与深发展签署了《深圳发展银行股份有限公司和中国平安保险（集团）股份有限公司之股份认购协议》，认购深发展非公开发行的不少于 8.92 亿股但不超过 11.9 亿股的股票。每股认购价格董事会决议公告日前 20 个交易日在深圳证券交易所上市的深发展股票交易均价，即每股 16.81 元人民币。方式为现金认购，即中国平安需付出 150 亿至 200 亿的现金。

中国平安历来以“一个客户、一个账户、多种产品、一站式服务”和打造综合经营金融平台为目标。目前公司与深发展的重大资产重组正式获批并实施完成后，银行业务乃至

银行与保险等其他金融服务的协同发展将成为中国平安下一阶段工作的重心。此次中国平安注资深发展有利于深发展满足核心资本充足率监管要求，扩充资本实力，保证深发展银行业务快速发展。

从中国平安角度来看，由于深发展已成为公司绝对控股的子公司，此次注资对集团并无影响。但从平安中报来看，公司保险业务的偿付能力压力凸显。平安寿险偿付能力充足率仅为 158%，已经逼近 150% 的监管指标，集团对平安寿险的注资迫在眉睫。假定平安对深发展注资 170 亿，那么平安集团实际资本剩余为 1270 亿，距离监管下限 1081 亿仅 190 的空间，无法保证在平安保险业务快速发展的情况下保持重组偿付能力。所以，平安再融资或将再次提上议事日程。

表 3：中国平安 2011 年中期偿付能力（百万，%）

	实际资本	最低资本	偿付能力充足率
本集团	144,165	72,073	200%
平安寿险	50878	32190	158%
平安产险	19157	9799	196%

资料来源：公司财报，宏源证券

中国平安股东大会已经授权董事会发行、配股、处置不超过中国平安 20% H 股股份的权利，即 5.72 亿的额度。3 月 15 日，公司已向周大福定向增发 2.72 亿 H 股，目前尚剩余 3 亿股发行额度。鉴于 A/H 较高的折价，我们推测公司或将再次选择 H 股再融资。

投资建议方面，寿险行业遭遇承保数量和利润率双重下降，景气上行驱动力尚未显现。但平安非寿险业务将继续保持快速增长，有效地缓解了寿险业务的压力，综合金融平台经营优势开始显现。估值上，目前公司股份对应的 2011 年一年期新业务价值倍数为 5 倍，估值具备安全边际，维持增持评级。短期内，公司偿付能力不足压力将使市场再次担忧中国平安再融资利空，将对股价造成压制。

利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	保费 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	147,835	189,439	223,026	268,741	318,161	个人保险	99,863	130,146	144,056	177,604	209,573
已赚保费	100,383	141,124	164,372	197,246	233,901	首年保费	31,024	42,699	47,263	58,269	68,758
提取未到期准备金	-5,483	-10,079	-8,343	-10,012	-12,009	续期保费	68,839	87,447	96,794	119,335	140,815
银行业务利息净收入	4,210	5,934	7,018	8,110	7,486	银行保险	27,783	27,098	41,441	49,729	58,680
手续费及佣金净收入	2,781	4,934	4,408	5,205	6,242	首年保费	27,148	26,193	40,454	48,545	57,283
投资收益	32,194	32,645	43,622	54,573	66,924	续期保费	635	905	987	1,184	1,397
其他收入	8,267	4,802	3,606	3,607	3,608	团体保险	6,857	7,204	11,840	9,472	11,177
营业支出	-128,254	-167,122	-193,163	-231,319	-274,284	首年保费	6,812	7,158	10,656	8,525	10,059
退保金	-4,993	-3,816	-8,966	-10,532	-12,554	续期保费	45	46	1,184	947	1,118
赔付支出	-29,533	-35,888	-54,656	-65,921	-78,865	寿险保费	134,503	164,448	197,338	236,805	279,430
提取保险责任准备金	-40,620	-65,902	-55,607	-67,201	-80,148	同比增速	31.39%	0	0	20.00%	18.00%
保单红利支出	-4,559	-3,907	-7,472	-8,777	-10,462	首年保费合计	64,984	76,050	98,373	115,339	136,100
保险手续费及佣金	-11,418	-14,507	-21,690	-26,028	-30,947	同比增速	43.06%	0	0	17.25%	18.00%
业务及管理费	-22,438	-29,276	-32,485	-38,335	-44,457	标准保费	36,750	49,490	54,439	63,477	75,440
资产减值损失	-763	-1,532	-799	-798	-797	同比增速	34.97%	0	0	16.60%	18.84%
其他支出	-14,989	-13,997	-15,984	-19,124	-22,520	APE margin	32.12%	0	0	29.00%	29.00%
营业利润	19,581	22,317	29,863	37,422	43,877	车险	29,561	49,420	56,881	68,258	81,909
营业外收支	338	30	36	43	52	非车险	7,476	11,205	20,315	24,378	29,253
利润总额	19,919	22,347	29,899	37,465	43,929	短期意外和健康险	1,737	1,882	4,063	4,876	5,851
所得税费用	-5,437	-4,409	-7,475	-9,366	-10,982	财险保费收入合计	38,774	62,507	81,259	97,511	117,013
净利润	14,482	17,938	22,424	28,099	32,946	同比增速	43.53%	1	0	20.00%	20.00%
资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	内涵价值(百万)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
债券	351,432	451,882	567,120	698,339	853,528	期初内涵价值	69,643	100,704			
权益投资	63,576	22,615	94,520	116,390	142,255	EV 预期回报	7,431	9,823			
定期存款	91,599	133,105	132,328	139,668	170,706	本期 NBV	12,654	16,310			
投资物业	8,932	9,235	28,356	34,917	42,676	其他经验差异	601	392			
其他固定到期日投资	5,434	8,633	4,726	5,819	7,113	投资回报差异	3,404	1,392			
投资资产	520,973	677,143	827,051	995,133	1,216,277	市场价值调整	4,989	-2,719			
发放贷款及垫款	109,060	131,960	156,633	352,424	1,145,378	股东红利分配	-952	-2,023			
其他资产	305,679	362,524	480,850	1,947,644	8,347,748	资本注入	1,700	716			
资产合计	935,712	1,171,627	1,464,534	3,295,201	10,709,403	期末内涵价值	100,704	121,086			
准备金	367,622	444,035	0	0	0	经调整净资产	94,606	123,573	148,305	157,301	183,658
吸收存款	127,052	162,860	191,540	430,965	1,400,637	有效业务价值	60,651	77,413	90,854	115,556	145,809
其他负债	349,295	447,849	1,138,171	2,706,935	9,125,108	调整后价值	60,651	77,413	90,854	115,556	145,809
负债合计	843,969	1,054,744	1,329,711	3,137,900	10,525,745	NBV	13,945	18,192	0	18,408	21,877
归属母公司所有者权益	84,970	112,030	129,225	150,770	176,033	调整后 NBV	11,805	15,507	16,876	15,647	18,596
少数股东权益	6,773	4,853	5,598	6,531	7,626	新业务倍数	30	30	30	30	30
股东权益合计	91,743	116,883	134,822	157,301	183,658						
每股数据(元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	估值水平	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
每股净资产	11.57	15.25	17.59	20.53	23.97	P/B	3.62	2.75	2.38	2.04	1.75
每股盈利	1.89	2.26	2.79	3.49	4.09	P/E	22.15	18.49	15.02	11.99	10.23
每股内涵价值	21.14	26.29	31.29	35.70	43.10	P/EVPS	1.98	1.59	1.34	1.17	0.97

黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。2009 年今日投资非银行金融行业第一名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。