



计划外变化加深跌幅,不改趋势 增持维持

投资要点:

- 下跌发端于H股
- 可能的原因包括大股东减持、融资等
- 计划外变化加深跌幅,不改趋势

报告摘要:

- **H股拉动A股下行。**9月26日,中国平安H股大幅下跌13.7%,带动A股下跌9.58%,中国太保和中国人寿也受波及,分别下跌7.08%、3.81%。9月26及前三个交易日,中国平安港股累计下跌超过27%。
- **公司基本面无变化,下跌由股东减持或融资传闻引发。**根据我们与公司的沟通,公司基本面无太大变化。如同我们在前期报告所述,中国平安目前有几大不利因素,包括再融资风险:银行业务整合需要资本金支持,而平安保险业务本身偿付能力就已捉襟见肘;小非减持压力由来已久。由平安大跌发端于H股,可能的因素主要包括:港股投资者减持或者H股巨额融资等。
- **保险股面临多重不利因素叠加:**此次加息周期保险公司资金成本快速上升,幅度超过投资收益率,保险公司利差收窄;银保监管新规导致银保渠道保费增长受限;股票投资环境不佳,保险公司权益投资盈利难度大,同时保险股的强周期属性自然难有表现。此次计划外变化更是让保险股股价雪上加霜。
- **准确的下跌缘由尚未明晰,但是这种计划外变化只是加大股价波动幅度,公司投资逻辑和未来趋势仍未改变。**寿险行业利差止跌、基本保持稳定,利差上行拐点未出现,这一情况短期内难以改变。保险公司低景气运行已在盈利和估值上充分反映。对于中国平安,目前估值已接近历史最低点,从中长期来看,具备投资价值,维持增持评级。短期看,公司受制于行业的低景气以及公司面临的减持、融资等不利因素,股价内生的上行动力不足,未来更依赖外部资本市场好转。

非银行金融行业研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

电话: 010-88085983

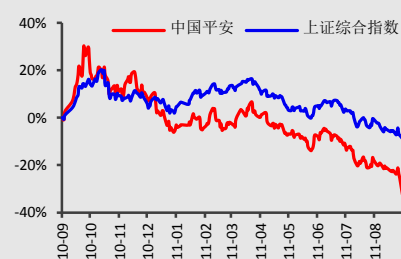
Email: huanglijun@hysec.com

邢波 (S1180511080004)

电话: 010-88085963

Email: xingbo@hysec.com

市场表现



相关研究

保险公司业绩评估体系及应用	9.10
保险公司偿付能力充足率评估	9.2
保险月报: 寿险承保惯性下探	8.30
中国太保: 投资业绩领先同业	8.28
中国人寿: 新业务价值增长乏力	8.24
中国平安: 偿付能力压力凸显	8.18
保险中期策略: 相对收益有限, 绝对收益可期	6.24

百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
保费收入	173,277	226,955	280,472	336,776	401,553
每股收益(元)	1.89	2.26	2.73	3.96	4.33
每股净资产(元)	11.57	15.25	16.39	19.48	22.87
市盈率	18.18	15.18	12.58	8.68	7.93
市净率	2.97	2.25	2.10	1.76	1.50

保费收入(百万元, %)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
个人保险	99,863	130,146	144,056	174,644	206,080
首年保费	31,024	42,699	47,263	57,298	67,612
续期保费	68,839	87,447	96,794	117,346	138,468
银行保险	27,783	27,098	41,441	48,900	57,702
首年保费	27,148	26,193	40,454	47,736	56,328
续期保费	635	905	987	1,164	1,374
团体保险	6,857	7,204	11,840	9,314	10,991
首年保费	6,812	7,158	10,656	8,383	9,892
续期保费	45	46	1,184	931	1,099
寿险保费收入合计	134,503	164,448	197,338	232,858	274,773
同比增速	31.39%	0	0	18.00%	18.00%
首年保费合计	64,984	76,050	98,373	113,417	133,832
同比增速	43.06%	0	0	15.29%	18.00%
标准保费	36,750	49,490	54,439	62,419	74,182
同比增速	34.97%	0	0	14.66%	18.84%
APB margin	32.12%	0	0	29.00%	29.00%
车险	29,561	49,420	58,194	72,743	88,746
非车险	7,476	11,205	20,784	25,979	31,695
短期意外和健康险	1,737	1,882	4,157	5,196	6,339
财险保费收入合计	38,774	62,507	83,134	103,918	126,780
同比增速	43.53%	1	0	25.00%	22.00%
内涵价值(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
期初内涵价值	69,643	100,704			
内含价值的预期回报	7,431	9,823			
本期内新业务的价值	12,654	16,310			
其他经验差异	601	392			
投资回报差异	3,404	1,392			
市场价值调整	4,989	-2,719			
股东红利分配	-952	-2,023			
资本注入	1,700	716			
期末内涵价值	100,704	121,086			
经调整净资产	94,606	123,573	148,605	160,584	188,468
有效业务价值	60,651	77,413	90,854	115,556	145,809
调整后有效业务价值	60,651	77,413	90,854	115,556	145,809
一年新业务价值	13,945	18,192	0	18,102	21,513
调整后一年新业务价值	11,805	15,507	16,876	15,386	18,286
新业务倍数	30	30	30	30	30
每股评估价值(元)		78	88	96	96
估值水平	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
P/B	3.62	2.75	2.55	2.15	1.83
P/E	22.15	18.49	15.33	10.57	9.67
P/EVPS	1.98	1.59	1.34	1.16	0.96

分析师简介:

分析师姓名: 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	张珺 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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。