

中国平安

不因失误否认价值 - 平安否决富通重组方案点评

事件： 2009 年 2 月 11 日，在比利时布鲁塞尔举行的富通集团资产出售表决大会上，中国平安等股东否决了富通集团的资产重组方案。

富通集团的资产重组计划包括：向法国巴黎银行出售旗下比利时银行业务 75% 的股权和保险业务 10% 的股权、将荷兰境内银行与保险业务出售给荷兰政府、将富通银行 50% 的股份出售给比利时政府。

中国平安作为富通集团的单一最大股东也投出了反对票。中国平安新闻发言人盛瑞生表示，富通出售资产方案被否决表达了绝大多数股东的意见，中国平安会与有关方面共同努力，在遵循公司治理的原则下，维护富通的持续经营，维护全体股东、员工的利益，维护市场的稳定。

事件点评：1) 否决旧方案可能争取更有利新方案 虽然富通集团首席执行官此前曾警告，如果股东否决向法国巴黎银行出售股权的计划，则富通集团将面临着破产，而比利时副首相也威胁比利时政府准备将富通彻底国有化。

我们认为，中国平安等股东通过否决向法国巴黎银行出售股权的计划，可能为将来争取到更加有利于股东方的新方案。中长期内，富通股价有望回升，中国平安的损失有望缩小，但富通股价要从目前的 1.49 欧元上涨到平安当时 18.1 欧元的入股价则可能性非常小。

2) 不因失误否认公司价值 很多投资者对于中国平安在富通上的投资损失非常在意。我们认为，中国平安作为中国金融行业创新意识最强的领航者，也是中国最早走出去的金融企业之一，难免在此次全球金融危机中遭受重创。这几年中国企业或机构进行海外投资失误的例子比比皆是，中国国家投资公司、国家开发银行和上海汽车集团近年在海外投资上也发生巨额浮亏，主要是在投资时机上把握不当，过早抄底，近期到了真正比较好的买入时机时又不敢买入。

我们不会因为中国平安对富通的投资失误而否认中国平安的中长期投资价值，也不会改变对它的评级和积极看法。从另外一个角度来讲，这次的富通投资失误使得平安的股价遭受重创反而为中长期投资者创造了一个非常好的买点。中国平安 08 年除了富通投资带来的巨大减值计提和受资本市场大跌造成的权益投资收益减少以外，保险主业经营状况仍然良好，公司保费稳健增长，银行业务迅速成长。

中国平安 08 年受资本市场大跌和富通巨额减值影响，我们预计公司业绩将同比大幅下降超过 90%，但 09 年我们预计资本市场有望反弹，公司的权益投资收益将大幅反弹，盈利情况有望大幅好转。

买入

(上次：买入)

目标价：HK\$ 60

现价：HK\$37.25

2009 年 2 月 12 日

彭博：2318 HK

路透：02318.HK

股本数据

总股份数(百万股)	7,345
H 股股份数(百万股)	2,559
H 股市值(百万港元)	95,323
52 周高/低(HK\$)	76.3/22.7
主要股东	
HSBC	19.9%
行业	金融

招商证券（香港）公司研究部

罗锦明

86-755-83643920

Email: Luoym@cmschina.com.cn

股价表现



资料来源：Bloomberg

中国投资海外失败案例:

时间	投资方	被投资方	投资金额	比例	结果
2007 年 5 月	中投	美国黑石集团	30 亿美元	12.5%	买入股价 29.6 美元, 最新股价 4.61 美元, 下跌 84%
2007 年 12 月	中投	美国摩根斯坦利	50 亿美元	9.9%	转股区间 48-58 美元/股, 最新股价 22.9 美元, 下跌超一半
2007 年 7 月	中国国家开发银行	英国巴克莱银行	15 亿英镑	3.1%	买入股价 7.2 英镑, 最新股价 1.1 英镑, 下跌 85%
2004 年 10 月	上海汽车集团	韩国双龙汽车	5 亿美元	51.0%	2009 年 1 月, 双龙汽车已向法院申请企业回生, 可能破产

资料来源: 招商证券(香港)

投资策略 短期内香港股市可能会继续受美国股市下跌拖累, 中国平安 H 股股价短期内可能会继续小幅下跌, 我们认为 30 元以下买入会有较大的安全边际。我们仍然维持中国平安 H 股 60 元的估值不变, 维持“买入”评级。

简明盈利预测及财务分析

港币千元	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
净已赚保费	63,013	73,606	91,271	100,399	116,462
投资收益	21,871	51,744	-5,092	20,985	27,895
收入合计	87,943	137,051	98,140	135,577	161,296
股东应占溢利	7,838	18,688	1,294	10,203	16,709
每股收益	1.27	2.61	0.18	1.39	2.27
市盈率	25.9	12.6	186.7	23.7	14.5

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

中国平安损益表预测

(国际会计准则 单位: 人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
净已赚保费	63,013	73,606	91,271	100,399	116,462
分保佣金收入	1,549	1,167	1,459	1,605	1,845
银行业务利息收入	192	5,314	6,908	8,290	9,948
其它手续费及佣金收入	615	2,616	1,962	2,354	2,825
投资收益	21,871	51,744	-5,092	20,985	27,895
应占联营公司损益	0	0	70	70	70
其它收入	703	2,604	1,562	1,875	2,250
收入合计	87,943	137,051	98,140	135,577	161,296
递延保单获得成本变动额	5,480	9,372	11,246	14,058	16,870
赔款及保护利益	-66,068	-92,392	-77,609	-97,012	-111,563
衍生金融负债公允价值变动额	100	0	0	0	0
保险业务佣金支出	-8,078	-10,854	-14,110	-16,227	-18,661
银行业务利息支出	-80	-1,565	-2,504	-3,005	-3,606
其它手续费及佣金支出	-50	-570	-228	-274	-328
转回贷款损失准备净额	-3	118	-10	10	50
汇兑损失	-466	-501	-802	-962	-1,154
营业及管理费用	-10,230	-18,655	-16,790	-20,147	-24,177
费用合计	-79,395	-115,047	-100,806	-123,558	-142,570
税前营业利润	8,548	22,004	-2,666	12,019	18,726
所得税	-548	-2,785	4,000	-1,500	-1,500
净利润	8,000	19,219	1,334	10,519	17,226
股东应占溢利	7,838	18,688	1,294	10,203	16,709

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

中国平安资产负债表预测

(国际会计准则 单位: 人民币百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
存放中央银行款项及法定保证金	9,234	20,794	27,032	31,087	34,196
现金及存放银行及其它金融机构款项	95,912	87,859	96,645	111,142	122,256
固定到期日投资	213,041	274,241	337,316	371,048	419,284
权益投资	46,729	128,931	51,572	72,201	86,642
衍生金融资产	21	177	89	115	138
客户贷款及垫款	49,152	63,125	72,594	87,113	100,179
于联营公司的投资	176	1,472	4,416	5,299	5,829
应收保费	2,939	4,434	6,208	8,070	9,684
再保险资产	4,130	4,880	7,320	8,784	10,102
保险合同保户帐户资产	20,961	34,871	33,127	39,753	45,716
投资合同保户帐户资产	3,971	4,622	4,391	5,269	6,059
递延保单获得成本	31,866	41,305	49,566	57,001	62,701
投资物业	1,528	3,882	3,494	4,542	5,450

物业及设备	4,766	8,165	8,982	11,676	14,011
无形资产	1,484	4,400	11,000	12,100	13,310
递延所得税资产	417	87	2,000	87	87
其它资产及应收款项	8,108	8,053	10,469	12,563	13,819
资产合计	494,435	691,298	726,220	837,849	949,463
权益合计	47,750	113,851	80,216	88,945	119,809
应付银行及其它金融机构款项	5,138	14,644	14,644	19,037	22,845
卖出回购资产	13,436	13,556	21,690	26,028	31,233
衍生金融负债	178	189	189	246	295
客户存款及保证金	75,960	91,925	101,118	116,285	127,914
保险合同负债	329,541	416,474	458,121	526,840	579,524
投资合同负债	4,233	5,421	6,505	7,481	8,229
应付保户红利及准备金	4,107	7,006	9,108	10,929	12,569
应付所得税	691	807	888	932	979
递延所得税负债	1,657	6,369	6,369	8,280	9,936
其它负债	11,744	21,056	27,373	32,847	36,132
负债合计	446,685	577,447	646,004	748,905	829,654
权益及负债合计	494,435	691,298	956,071	1,098,723	949,463

资料来源：公司资料，招商证券(香港)预测

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构在过去12个月内为本报中所提到的公司提供投资银行业务服务(包括但不限于配售代理、保荐人、牵头经办人、独立财务顾问等),并可能在未来继续提供相关投资银行业务服务或其它规管活动的服务。招商证券(香港)或关联机构亦可能持有本报中所提到公司的证券头寸并进行交易。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明:本人未持有该公司股票及其相关的衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828