

罗毅, CFA 86-755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn

 洪锦屏 86-755-82960071
 hongjinping@cmschina.com.cn

2009年2月2日

中国平安(601318.SH)/28.86元

富通集团重组方案进展点评

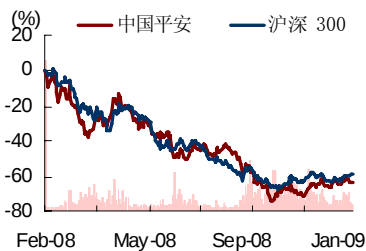
金融·保险
目标估值: 30.6
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	1991
总股本(万股)	734505
已上市流通股(万股)	392659
总市值(亿元)	2120
流通市值(亿元)	1133
每股净资产(MRQ)	10.2
ROE(TTM)	3.6
资产负债率	88.4%
主要股东	汇丰保险控股
主要股东持股比例	8.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	-34	-59
相对表现	-2	-4	-2



相关报告

- 1、《短期业绩有利, 长期回报率堪忧, 综合中性-降息点评》2008/10/9
- 2、《虽有远虑, 却无近忧-降息点评》2008/11/27
- 3、《长期利差损风险增加, 短期影响中性》2008/12/23
- 4、《接轨国际方向已定, 实施细则尚未出台-保险业实施<企业会计准则解释第2号>政策点评》2009/1/15
- 5、《中国平安-保费收入稳健增长, 证券贡献大幅下滑》2009/1/20

比利时政府公布了与巴黎银行对富通集团进行重组的新方案, 在原协议基础上降低了对保险业务的收购比例。我们回顾了中国平安投资富通集团的历程, 并对新的方案以及其对中国平安的影响进行了分析。

- **比利时政府、巴黎银行和富通控股就富通比利时银行收购方案达成协议。**比利时首相于09年1月30日凌晨宣布, 去年10月达成的法国巴黎银行收购比利时政府所持有的富通集团比利时银行75%股权的协议继续有效; 而巴黎银行对利时保险业务的收购比例将由原先的100%减为10%, 所需支付的资金也从原定55亿欧元下调至5.5亿欧元, 其余90%的股权仍交归富通控股所有。协议还规定, 富通控股的股东将在两年的冻结期之后有权获得富通集团通过换股取得的巴黎银行股票的分红。法国巴黎银行并将购入由比利时政府提供50亿欧元担保的高风险资产的12%。与此同时, 比利时政府对富通集团的最高干预金额也从149亿欧元下调至114亿欧元。
- **相较旧方案, 新达成的协议对股东而言有所裨益。**股东获得保险业务的保留、政府最高干预金额的降低, 并进一步明确了2年后对比利时政府持有的巴黎和富通银行的分红权。但有关协议仍待2月11日富通股东通过。
- **我们认为, 该协议即使通过股东大会, 对平安而言, 意义也相当有限。**富通集团资产中85%以上属于银行业务, 而富通银行总部在比利时的布鲁塞尔, 其合并之前的主要成员也是比利时最大的通用银行, 因此比利时银行业务的出售意味着富通集团银行业务将所剩无几, 其最核心的资产已经不再包含在富通控股之中。2年之后的分红权尚存变数, 既有时间上的限制, 也需要比利时政府来确认何谓“超过政府融资费用”的收入。
- **新的方案并不足以弥补富通集团分崩离析对股东造成的损失。**平安账面上剩余53亿人民币的富通投资对应的股价是约4.7欧元, 而新方案带来的利好不足以使富通股价从1.55欧元上升至4欧元以上价位, 年报中将继续计提减值。但消息面上的刺激和AH股价格的倒挂, 可对平安A股价格提供一定支撑。

财务数据与估值(香港会计准则)

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(亿元)	879	1,371	1,028	1,400	1,660
同比增长		56%	-25%	36%	19%
营业利润(亿元)	85	220	5	82	86
同比增长		157%	-98%	1394%	5%
净利润(亿元)	78	187	6	70	74
同比增长		138%	-97%	1089%	6%
每股收益(元)	1.27	2.54	0.08	0.95	1.00
PE	22.7	11.3	361.5	30.4	28.8
PB	3.7	1.9	2.4	1.9	1.6

资料来源: 招商证券

一、平安投资富通始末

截至 2008 年三季度末，平安持有富通集团 1.21 亿的股份全部来自二级市场的购入，折合持有成本每股 197 元人民币，正是 07 - 08 年股价位于高点之时。此后，由于富通溢价收购荷兰银行导致自身资金困难，同时次贷危机使全球流动性紧缩，富通集团 CDS 利差飙升，短时间内无法找到出售资产的买家，面临危机。

08 年 9 月 28 日，荷兰、比利时、卢森堡三国政府曾为挽救富通集团达成协议，分别出资 40 亿、47 亿和 25 亿欧元，购买富通集团在各自国家分支机构 49% 的股份。10 月，法国巴黎银行和比利时、卢森堡政府就收购富通集团在上述两国的分支机构事宜达成协议，比利时政府先将富通集团持有的富通比利时银行 51% 的股份全部收购，将其 100% 国有化，再将其中 75% 的股权出售给法国巴黎银行，自己则持有剩余 25% 的股份。而卢森堡政府最终将保留富通卢森堡银行 33% 的股权。国有化的命运致使富通股价狂跌至最低 0.57 欧元。

12 月，布鲁塞尔上诉法院以“未经股东大会批准”为由，判决比利时政府将富通业务转让给法国巴黎银行为非法，转让进程暂停 65 天，等待股东大会的批准。而随着交易活动的冻结，富通比利时的业务被暂时保全。这一裁决不但使法国巴黎银行未能如期入主富通，也导致比利时莱特姆内阁的集体辞职。富通股价逐步回到 1 欧元以上。

表 1：平安投资富通始末

时间	事件	投资损益
2007 年 11 月 29 日	中国平安发表公告，平安人寿通过二级市场购入富通集团 4.18% 的股份，总代价 18.1 亿欧元	截至 07 年中期，富通股东权益 212 亿，4.18% 股份对应权益 8.86 亿；截至 07 年 10 月底，富通市值 486 亿，4.18% 对应 20.3 亿市值
2008 年 1 月 22 日	平安人寿通过二级市场购入富通集团约 1.1 亿股或 4.99% 的股份，总对价 21.1 亿欧元	截至 2007 年底，富通集团权益 330 亿欧元，4.99% 股份对应 16.5 亿欧元权益
2008 年 4 月 3 日	平安发表公告将投资富通集团旗下富通投资管理公司吸收合并荷兰银行资产管理公司（不包括某些非核心资产）后总发行股份的 50%，对价约 21.5 亿欧元	07 年富通投资净利润为 1.1 亿欧元，总资产 1329 亿欧元，08 年 4 月开始，荷银资管融合后管理资产 2450 亿欧元左右
2008 年 10 月 6 日	平安发表公告终止投资富通投资管理公司 50% 股权的协议。同时在 08 年三季报中计提 157 亿的富通减值损失	平安对富通集团的投资约人民币 238.74 亿人民币，三季末减值后的账面价值为 52.63 亿人民币，对应每股价格 43.5 元人民币

资料来源：招商证券研发中心

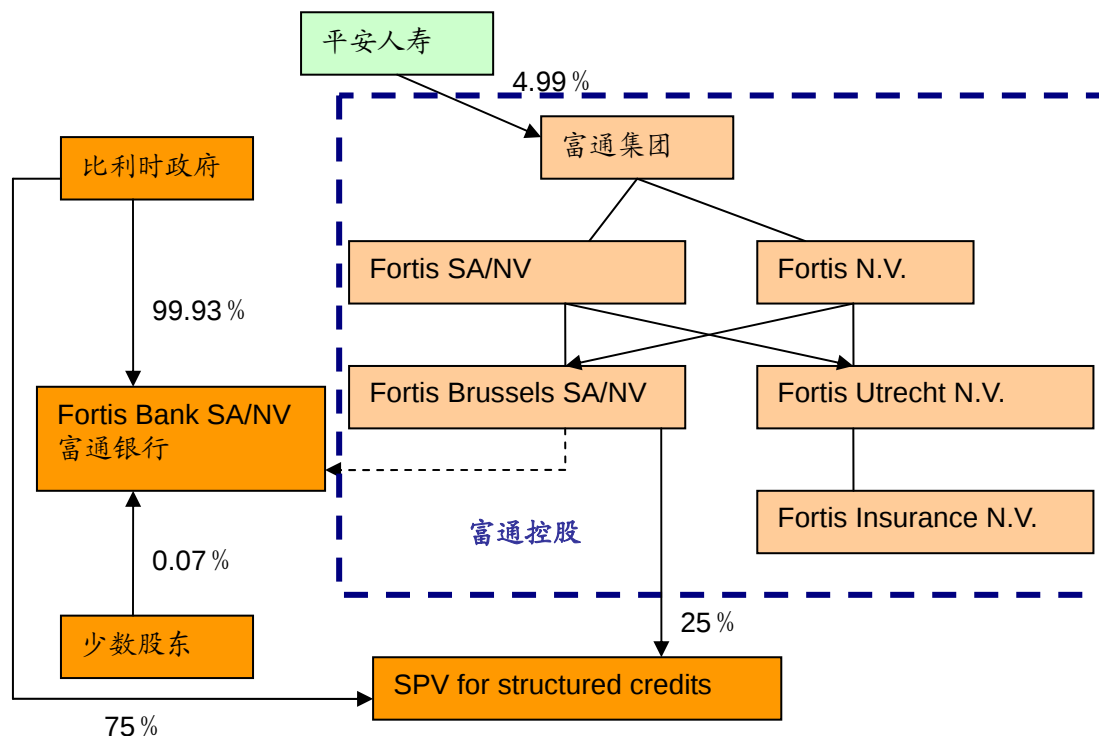
二、富通重组方案分析

在富通集团（Fortis SA/NV 或者 Fortis N.V.，SA 和 NV 为比利时和荷兰对股份有限公司的缩写）的银行业务被国有化后，其名称成为富通控股（Fortis holding），仅仅包括富通比利时保险、富通国际保险和其他一些金融资产实体。富通银行不包括在富通控股之中。

富通之前的重组方案：法国巴黎银行通过增发新股的方式，从比利时政府获得富通银行合计 75% 的股权和富通（比利时）保险公司 100% 的股权，从卢森堡政府获得富通（卢森堡）银行 67% 的股份。交易的结果是，比利时和卢森堡政府通过收购巴黎银行所增发的新股，都将成为法国巴黎银行股东，分别持有 11.6% 和 1.1%，比利时将任命两人入驻法国巴黎银行董事会。根据规定，比利时的股份限售期限为 2 年，50% 的卢森堡股票也将经过 1 年限售期。比利时政府成为巴黎银行单一大股东。富通集团、比利时政府和巴黎银行分别出资 66%、24% 和 10% 总计 104 亿欧元设立 SPV，来购买富通银行的机构化信用产品。目前为止富通和比利时政府均投入了少部分资本到 SPV，分别占有 25% 和 75% 的股份。比利时政府在 08 年 10 月表示，富通集团股东可要求获得比利时政府投资富通银行和法国巴黎银行的部分收益，赋予股东分红权，获得超过政府融资费用部分的收入和资本收益。

最新的进展：比利时首相范龙佩和副首相兼财政大臣雷恩代尔 09 年 1 月 30 日凌晨宣布，法国巴黎银行与比利时政府以及富通控股公司就富通比利时银行新的收购方案达成协议。根据该协议，去年 10 月达成的法国巴黎银行收购比利时政府所持有的富通集团比利时银行 75% 股权的协议继续有效；而巴黎银行对利时保险业务的收购比例将由原先的 100% 减为 10%，所需支付的资金也从原定 55 亿欧元下调至 5.5 亿欧元，其余 90% 的股权仍交归富通控股所有。协议还规定，富通控股的股东将在两年的冻结期之后有权获得富通集团通过换股取得的巴黎银行股票的分红。法国巴黎银行并将购入由比利时政府提供 50 亿欧元担保的高风险资产的 12%。与此同时，比利时政府对富通集团的最高干预金额也从 149 亿欧元下调至 114 亿欧元。

图 1：富通集团结构图



资料来源：招商证券研发中心

与之前的方案相比，股东获得保险业务的保留、政府最高干预金额的降低，并进一步明确了 2 年后对比利时政府持有的巴黎和富通银行的分红权。但有关协议仍待 2 月 11 日富通股东通过。

相较旧方案，新达成的协议对股东而言有所裨益，平安保险受此消息刺激，1 月 31 日在香港急升 6%。但我们认为，该协议即使通过股东大会，对平安而言，意义也相当有限。富通集团资产中 85% 以上属于银行业务，而富通银行总部在比利时的布鲁塞尔，其合并之前的主要成员也是比利时最大的通用银行，因此比利时银行业务的出售意味着富通集团银行业务将所剩无几，其最核心的资产已经不再包含在富通控股之中。2 年之后的分红权尚存变数，既有时间上的限制，也需要比利时政府来确认何谓“超过政府融资费用”的收入。

我们认为新的方案并不足以弥补富通集团分崩离析对股东造成的损失，平安账面上剩余 53 亿人民币的富通投资对应的股价是约 4.7 欧元，而新方案带来的利好不足以使富通股价从 1.55 欧元上升至 4 欧元以上价位，在年报中将继续计提减值。但消息面上的刺激和 AH 股价格的倒挂，可对平安 A 股价格提供支撑。

图 2：富通集团股价



资料来源：招商证券研发中心

附录

1. 富通历史

1990 年，荷兰保险 / 银行集团 AMEV / VB 和比利时最大的保险公司完成了跨国合并，正式命名富通集团 (FORTIS GROUP)，此次合并缔造了富通集团雏形。为寻求进一步扩张，富通此后又收购 ASLK / CGER、MeesPierson、JohnAiden 等多家金融机构，迅速扩大了规模 and 市场份额。1998 年，欧元启动前夜，富通与比利时最大的银行—通用银行完成合并，通用银行成为富通集团的新旗舰。

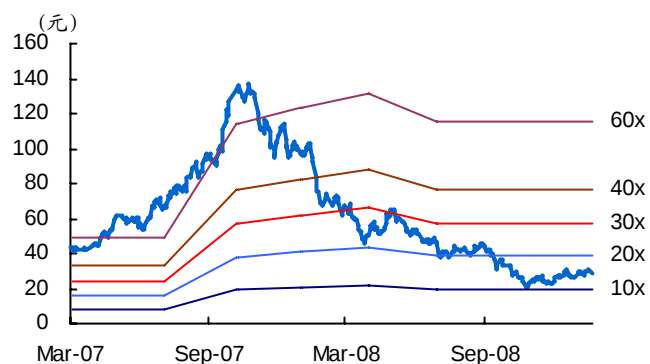
富通集团最主要的成员是富通银行、富通国际和富通基金。富通银行成立于 2000 年 3 月 21 日，总部设在比利时布鲁塞尔。富通银行是由比利时通用银行(Generale Bank)、荷兰 Meespierson 银行、比利时 Aslk/Cger Bank 储蓄银行与荷兰 Vsb Bank 储蓄银行等多家银行，合并组成的欧洲银行。富通国际 (Fortis Insurance International N.V) 直属富通集团，在比利时、荷兰和卢森堡等国家的金融保险市场处于领导地位，在其他国家市场则开展重点业务。富通拥有“比利时国际保险公司”，“荷兰保险公司”以及在美国的保险业务。富通基金管理公司是欧洲股市和债市最大的机构投资者。1998 年富通与比利时通用银行合并后，以原通用银行为旗舰重组集团的银行和投资业务，将各方的基金业务合并，组成新的富通基金管理集团，负责全球范围内的投资管理业务。自 1994 年起，通用银行集团先后以收购、入股等形式与法国的 Fimagen 基金管理公司、美国的 Harbor Capital 资产管理公司和法国专注于新兴市场的 FPCConsult 投资顾问公司结成战略性联盟，而原富通的基金管理业务也通过收购 MeesPierson 等不断壮大起来。

2. 富通溢价收购荷兰银行引发危机

2007 年，苏格兰皇家银行、富通集团、西班牙 Santander 银行三家联合收购了荷兰的 ABN ARMO 集团，其中富通集团以 240.5 亿欧元的价格获得 ABN ARMO 的私人银行业务、在荷兰的银行业务和 ABN ARMO 的品牌使用权，较 46 亿欧元的净资产价值高出 194.5 亿欧元，2008 年中期，根据公司自身的测算，在完全并表后它的核心资本将降至 4% 水平，低于其承诺的 6% 的目标资本，公司本来计划通过剥离出售部分并购资产来弥补资本金的不足，但突然而至的金融危机使公司剥离的资产只能折价出售，资本缺口进一步扩大，并引发了市场恐慌。

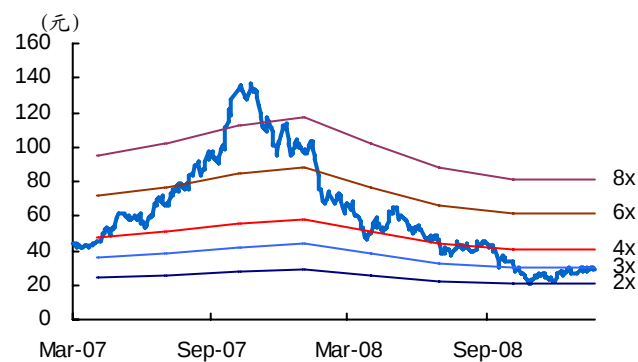
富通 08 年中期总资产 9439 亿，净资产 304 亿，杠杆倍数达到 30。其中持有 391 亿结构化信用金融资产 Structured Credit Instruments (SCI)，包括 ABS、MBS、CDOS 和美国的次贷抵押证券。这些资产中，33% 是一级资产，61% 是二级资产，6% 是三级资产即 23.5 亿，数量并不是很多。虽然富通持有的 SCI 相对于其资产规模不多，但由于其杠杆太高，同时公司由于收购荷兰银行现金流紧张，在危机中很快就被拖累下来，不得不尽快出售资产来弥补公司投资方面的损失。

图 3: 中国平安历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 4: 中国平安历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表

	2007	2008E	2009E	2010E
估值				
股价/内含价值	1.41	1.80	1.54	1.28
隐含新业务倍数	3.5	8.3	6.7	1.9
市盈率	11.4	361.5	30.4	28.8
市净率	1.9	2.4	1.9	1.6

每股数据

每股净资产	15.50	12.23	15.52	18.54
每股内含价值	20.46	16.02	18.73	22.48
每股一年新业务价值	0.98	0.95	0.76	0.74
每股盈利	2.54	0.08	0.95	1.00

盈利增长因素

毛保费增长	15%	23%	16%	17%
净赚保费增长	17%	22%	17%	17%
营业及管理费用	82%	-9%	24%	3%
理赔支出	40%	-15%	31%	21%
承保利润	54%	-80%	182%	32%
投资收益	137%	-98%	1586%	26%
税前利润	157%	-98%	1394%	5%
净利润	140%	-97%	1089%	6%

主营业务比例

营业费用/总保费	14%	17%	18%	16%
理赔/投资收益	179%	6275%	487%	470%
投资收益率	14%	0%	4%	4%
资产回报率	3%	0%	1%	1%
净资产回报率	18%	1%	6%	5%

寿险业务

保费收入增长	12%	29%	17%	22%
个人保险增长	16%	25%	16%	19%
银行保险增长	16%	70%	12%	12%
团体保险增长	12%	28%	37%	48%
APE	158	240	232	242
新业务毛利率	45%	29%	24%	22%
新业务价值增长	40%	-3%	10%	15%

资料来源：公司报表、招商证券

注：本表根据国际会计准则测算

单位：亿	2007	2008E	2009E	2010E
毛保费收入	804	987	1149	1347
分出保费	-43	-49	-57	-67
未到期责任准备金	-25	-38	-38	-45
净赚保费	736	900	1053	1234
营业及管理费用	-187	-170	-210	-216
理赔及保户红利	-924	-790	-1034	-1252
承保利润	-378	-74	-208	-274
投资收益	517	13	212	267
其他收益	26	18	20	23
税前利润	220	5	82	86
净利润	192	6	72	76
归属于股东利润	187	6	70	74

资产负债表

投资资产	4749	5319	5851	6845
其他资产	2164	1726	2198	2393
总资产	6913	7045	8048	9238
保险投资承保负债	4219	5524	5245	5934
其他负债	1556	623	1663	1942
总负债	5774	6147	6909	7876
股东权益	1139	898	1140	1362

寿险

保费收入	793	1026	1204	1465
个人保险	643	804	930	1110
银行保险	73	123	138	155
团体保险	77	98	135	200

财险业务

保费收入	205	268	322	396
机动车险	143	220	268	324
非机动车险	51	53	64	73
意外与健康保险	11	14	17	21
赔付率	66%	70%	65%	63%
综合成本率	99%	106%	103%	100%
财险保费占比	26%	27%	28%	29%
毛保费收入	205	268	322	396

分析师简介

罗毅, CFA: 英国诺丁汉大学研究生毕业, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名, 2007年度第三名, 证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名, 2007年度第二名, 金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名, 目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起, 调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准, 公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下: (详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》)

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深300指数) 的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。