

2010-02-22

金融、保险业/保险业

公司研究 / 更新报告

中国平安 (601318)

增持/ 维持评级

股价: RMB49.08

分析师

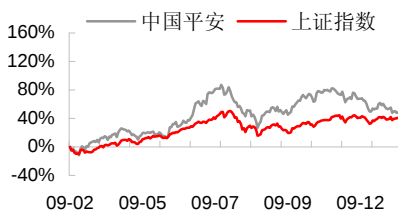
李聪

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	7345
流通 A 股 (百万股)	3927
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	192717

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

市场容量还是估值?

—平安员工持股减持公告点评

事项:

今天中国平安公布了有限售条件流通股上市流通的提示性公告和股东来函公告, 主要内容如下: 截至2010年2月22日, 新豪时持有本公司389,592,366股A股股份, 景傲实业持有本公司331,117,788股A股股份, 分别约占本公司总股本7,345,053,334股的5.30%和4.51%。江南实业持有本公司股份139,112,886股, 约占本公司总股本7,345,053,334股的1.89%, 其中副总经理王利平女士代持A股股份总数88,112,886股, 这部分股权都将在2010年3月1日流通上市, 新豪时、景傲实业以及王利平在江南实业中所间接持有A股部分的股份都将在未来5年内将在二级市场公开出售和大宗交易相结合的方式进行减持。

我们的点评:

● 减持的力度超出市场预期

从市场事先的预期来看, 此次三家公司的减持力度超过了市场前期的预测, 而从我们所了解的信息来看, 此次新豪时、景傲实业以及王利平在江南实业中所间接持有A股部分的股份都将在未来5年内在二级市场公开出售和大宗交易相结合的方式进行减持。减持股份的数量总量达到8.09亿股(假设江南实业只减持王利平间接持有的88,112,886股)。此项数据超出了市场前期只是部分股东减持的预期。

表、中国平安员工持股公司情况:

	持有股份数	解禁日期:	股份占比
深圳市新豪时投资发展有限公司	389,592,366	2010年3月1日	5.3%
深圳市景傲实业发展有限公司	331,117,788	2010年3月1日	4.5%
深圳市江南实业发展有限公司	139,112,886	2010年3月1日	1.9%
王利平代持部分	88,112,886		1.2%
中国平安明确减持部分合计:	808,823,040		11.0%

资料来源: 公司数据、华泰联合研究所

➤ 减持原因较为清晰

此次新豪时、景傲实业以及江南实业要进行此项减持的主要原因如下:

第一、根据平安招股说明书的介绍，平安集团设立的员工受益所有权计划，由参与员工认缴员工投资集合资金并获得单位权益，而由该投资集合分别通过新豪时投资、景傲实业间接投资于本集团。员工投资集合的权益持有人以中国平安工会委员会、平安证券工会委员会、平安信托工会委员会的名义，分别受益拥有新豪时投资 100% 的股权、景傲实业 100% 的股权，而新豪时与景傲实业的成立时间分别为 1992 年与 1996 年，距离至今至少也有 14 年，而在这 14 年中，以及有众多的员工从平安集团中退出，截止 2006 年 12 月 31 日，此项投资集合共有 18986 名权益人，而众多的权益人倾向与套现的想法占据了主角，即便管理层不愿意对此部分股权进行减持，但仍不能起决定性的作用。

第二、在过去的数年中，由于通过新豪时、景傲实业以及江南实业代持中国平安股票的方式，使众多的权益受益人多交了一次分红税，例如中国平安将红利分配给新豪时，新豪时首先需要为此笔收入交企业所得税，同时在向个人进行分配的时候要再替个人缴纳一次个人所得税，从员工持股的角度上来讲，的确不如员工直接持有公司股份所缴纳的税少。（1、根据国家税法相关规定，A 股自然人股东的现金红利由本公司按 10 % 的税率代扣代缴个人所得税。2、根据国家税法相关规定，A 股居民企业股东的现金红利所得税自行缴纳）。但是，就目前而言，即便是减持中国平安的股票，新豪时等公司仍需要缴纳企业所得税。所以，从目前的情况来看，节省下来的现金红利的税收能否抵消减持所额外增加的税收还并不一定。因此，我们判断公司股东特别是一些普通的员工其套现的愿望将是此次减持股份的主要原因。

➤ 减持并不代表公司管理层不看好公司

对于此次中国平安员工的减持更大程度上，我们还是理解为公司员工，特别是一些普通员工的套现心情所致，毕竟其相对持有的成本几乎可以忽略不计。而做为公司管理层而言，一定程度的套现也符合自身的利益。根据我们所了解的信息，公司的管理层并不是出于不看好公司的角度跟同减持，同时，**我们判断，公司在未来将会有增持的动作出现，其模式很可能是公司高管在二级市场的直接增持，或者是公司通过发行信托产品的模式再次增持公司的股票。**当然，这些增持的动作将肯定在公司对股份减持以后，但是也不排除在减持期间，公司做出这样的姿态。从实体经营的角度上来讲，中国平安并没有出现任何问题。

➤ 收购深发展或将提速

根据我们了解的信息，我们判断公司对于深发展的收购进入到最后的走流程阶段，我们预计在 4 月 30 日前，公司的收购事宜可能将出现阶段性的结果。由于中国外汇管制的原因，我们预计新桥最终接受换股的可能性较大。

➤ 市场容量还是估值？

从我们的观点看来，此次中国平安在这个阶段所披露的 5 年员工减持计划，虽然其相比 2008 年当时的 31 亿股来讲，目前的 8.09 亿股小的多，但是目前的减持计划却如同一把悬着的剑一样，始终提醒着我们平安尚未减持完毕的股权。特别是在目前相对较弱的情况下，我们认为中国平安受到压制的可能性较大。

在目前这个阶段，我们认为对于保险股的投资最应该考虑的一个问题就是：目前这个阶段影响保险股股价的因素到底是那个？是市场的容量还是保险公司的估值，从估值的结果来看，我们认为目前的保险股都已经处于了一个相对比较便宜的位置，其相对可以下跌的空间有限，但是从目前的市场环境而言，我们认为对于流动性的预期仍将在未来一段时间内左右保险股股价的走势，在这种环境下，特别是又遭遇中国平安员工持股减持的压力，我们认为，在短期内，考虑到新会计准则尚未公布的不确定性，以及员工持股减持的压力，中国平安的股价受到抑制的可能性较大，短期给予谨慎的态度，长期来讲，我们依然看好中国平安的机会，维持我们先前的判断，对于中国平安的机会，我们认为年报的披露之后将有可能成为其股价表现的转折点。

表：中国平安目前静态估值水平：

中国平安目前股价：	49.08	
	2009 年（预计）	20010 年（预计）
每股内涵价值：	20.36	24.21
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.41	2.03
每股一年期新业务价值：	1.51	1.89
目前隐含的一年期新业务价值乘数	19.00	13.16

资料来源：华泰联合研究所

表：中国太保目前静态估值水平：

中国太保目前股价：	24.74	
	2009 年（预计）	20010 年（预计）
每股内涵价值：	11.92	13.73
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.08	1.80
每股一年期新业务价值：	0.56	0.70
目前隐含的一年期新业务价值乘数	22.91	15.74

资料来源：华泰联合研究所

表：中国人寿目前静态估值水平：

中国人寿目前股价：	27.70	
	2009 年（预计）	20010 年（预计）
每股内涵价值：	9.82	11.21
目前股价所隐含的 P/EV 倍数	2.79	2.45
每股一年期新业务价值：	0.67	0.80
目前隐含的一年期新业务价值乘数	26.47	20.32

资料来源：华泰联合研究所

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com