

中国平安职工持股公司之股份上市流通点评

保险行业

评级: 增持 (维持)

跟踪报告

2010年2月23日 星期二

陶正傲
010-59707118
tza@longone.com.cn

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
中国人寿	601628	增持
中国平安	601318	增持
中国太保	601601	增持

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-3.56	1.11
3 个月	-16.34	-6.49
6 个月	-2.56	-3.3

行业相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《基本面变化、估值漂移与股价波动》2009.12.8
2. 《会计准则的变更改变公司的价值》2010.2.23

投资要点

- 我们认为从内部职工持股公司之股份上市公告及股东来函公告, 没有看到对中国平安估值的任何不利影响。公告的当日公司 A 股价大跌 8.88%, 当日 H 股收盘跌幅仅有 1.97%。
- 根据公告我们计算得出: 2010 年这些新上市股份的估计最大可出售股份数为 2.94 亿股, 对中国平安的股份的走向还是有一定不利影响的。
- 新豪时、景傲实业和江南实业持股的五年内卖出选择, 并不代表了公司职员和管理层对公司未来的前景并不看好, 更多只是对那种特别年代和特别地点所产生出的金融企业员工间接持股结构的解体。
- 我们认为在保险行业新会计准则实施下, 将更凸现出中国人寿由于没有高利率保单部分的拖累而带来的经营成本的巨大优势, 有助于提升公司估值水平的认知。而相对来说中国平安最不利, 而中国太保次之。
- 按上述当前市值对应的寿险最近一年新业务价值倍数及其近几年增速来看, 中国平安有些低估, 而中国太保估值合理, 而中国人寿稍有些高估。

1. 中国平安内部职工持股公司之股份上市公告及股东来函公告

深圳市新豪时投资发展有限公司持有本公司 389,592,366 股 A 股股份,深圳市景傲实业发展有限公司持有本公司 331,117,788 股 A 股股份,深圳市江南实业发展有限公司持有本公司 139,112,886 股 A 股股份,合计 859,823,040 股,将于 2010 年 3 月 1 日(星期一)起上市流通。

另据股东来函公告:新豪时和景傲实业将在未来 5 年内以在二级市场公开出售和大宗交易相结合的方式减持,每年减持本公司的股份将分别不超过新豪时和景傲实业在 2010 年 2 月 28 日各自所持本公司 A 股股份总数 389,592,366 股及 331,117,788 股的 30%。截至 2010 年 2 月 22 日,江南实业持有本公司股份 139,112,886 股,约占本公司总股本的 1.89%,王利平女士本人并代理全体委托人间接拥有本公司的股份在未来 5 年内将以在二级市场公开出售和大宗交易相结合的方式减持,每年减持本公司的股份将不超过在 2010 年 2 月 28 日所间接拥有本公司 A 股股份总数 88,112,886 股的 30%。

根据上述公告我们计算得出:2010 年这些新上市股份的估计最大可出售股份数为 2.94 亿股。

2. 对中国平安股价与估值影响

2.1 对股价的影响

股价的市场短期反映:公告的当日公司 A 股股价大跌 8.88%,并一度跌停,成交金额高达 73.27 亿元,换手率为 4.16%,成交股数为 1.63 亿股。而 H 股的跌幅明显少于 A 股,当日最大跌幅仅有 4.43%,当日 H 股收盘跌幅仅有 1.97%,主要是因为上市的股份在 A 股,与 H 股没有直接关系。

2009、2010 年 1 月份,公司股份分别成交了 89.1 亿股和 10.14 亿股,2010 年要出售的最大股份数只占 2009 年成交股数的 3.3%,由此可见这此股份的出售应当对股价没有重大影响,当然**作为一种比较确定的卖出力量**,按 2010 年余下约 200 个交易日计算,日均可能卖出约 147 万股,对应目前 44.72 元股价相当于日均最大 6574 万元的卖出金额,对股价的走向还是有一定影响的。

这些大部分是内部职工持股的五年内卖出选择，是否代表了公司职员和管理层对公司未来的前景并不看好？我们认为并非如此。

公司内部职工合股基金系于 1992 年开始投资于平安的股权，距今天已有 18 年左右，第一批投资者的成本 1 元，经过这些年新豪时、景傲实业和江南实业分红与所投资的平安股份的资本公积转增股本，投资成本早已经是负成本了。（2003 年 11 月公司按照 10 转 10 的比例以资本公积金，而仅仅在 2006 年至 2009 年中期就累计税前分红高达 1.27 元。）

最近的 1996-1999 年的参与内部职工股投资的员工，也大多进入 30-50 岁的中年时期，需要大笔资金进行生活的其他开支安排。而且新出台的：自 2010 年 1 月 1 日起，对个人转让上市公司限售股取得的所得按 20% 税率征收个人所得税。对平安这些内部职工股均构成较大的减持动力。

所以我认为：豪时、景傲实业和江南实业在未来五年会出售绝大部分所持中国平安的股份，但许多管理层和员工还会通过直接购买等方式参与到公司股份的投资中去。这些股份的出售并不代表了公司职员和管理层对公司未来的前景并不看好，而更多只是对那种特别年代和特别地点所产生出的金融企业员工间接持股结构的解体。

2.2 对估值的影响

我们认为从上述二则公告，没有看到对公司估值的任何不利影响。

而当日中国人寿与中国太保的跟从较大幅度下跌，完全是行业相对估值下的跟风结果，应当是介入这两家公司的较好的时机。而中国平安的短期股价可能还会有些压制，从中长期看当前应当是较好的介入时机。

2.3 对保险行业的相对估值结果

表1. 2010.2.23 保险行业相对估值结果

证券简称	PB	总市值	2009 净利估计	PE 估计
中国人寿	5.12	7583.42	150.00	50.56
中国平安	3.63	3284.71	105.92	31.01
中国太保	4.11	2056.26	66.95	30.71

数据来源：万德、公司公告、东海证券研所

正如我们在《《会计准则的变更改变公司的价值》对三家公司 2009 年度业绩预告的点评中指出的那样，中国人寿 2009 年四季度出现较大的亏损而其他二家公司正常，但三家公司均表示新会计准则的实现的的具体影响金额还有待进一步确认，上述中国人寿 2009 年的业绩数是否反映了了其补交以前年度因多计提寿险责任准备金而少交企业所得税的情况，还有待进一步在公司半年报中确认。上述 PE 估值结果对中国人寿应当是不够准确的。

我们认为在保险行业新会计准则实施下，将更凸现出中国人寿由于没有高利率保单部分的拖累而带来的经营成本的巨大优势，有助于提升公司估值水平的认知。而相对来说中国平安最不利，而中国太保次之。

2.4 对保险行业市值对应的一年新业务价值倍数估计

表2. 2010 年 2 月 23 日当前市对应的一年新业务价值倍数估计

证券简称	总市值	其他业务估值	寿险内含价值	寿险最近一年新业务价值	当前市值对应的寿险最近一年新业务价值倍数	2007 新业务价值增速	2008 新业务价值增速	2009 上半年新业务价值增速
中国平安	3284.71	1181.19	888	62.5	19.4	33.10%	18.83%	37.09%
中国太保	2056.26	455.51	427.7	36.5	32.1	38.60%	21.09%	-
中国人寿	7583.42	0.00	2673.2	167.6	36.7	14.94%	15.58%	37.84%

数据来源：万德、公司公告、东海证券研究所

注：上表中其他业务的估值：中国平安总部净资产按 1.5 倍 PB，产险按 2 倍 PB，其他业务按 3 倍 PB 估计。中国太保总部净资产按 1.5 倍 PB，产险按 2 倍 PB。中国人寿也有养老金公司和产险公司等，暂按 0 估值。

按上述当前市值对应的寿险最近一年新业务价值倍数及其近几年增速来看，中国平安有些低估，而中国太保估值合理，而中国人寿稍有些高估。

基于寿险行业正处于保费高速增长阶段、投资收益率相对稳定在较高水平，享有较好的利差水平，正处于净利润年复合平均的较高速增长阶段，我们维持对保险行业增持的评级。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托, 光大证券, 招商证券和宏源证券

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122