

湘财证券研究所
保险行业分析师

叶青

Tel: 021-68634510-8010

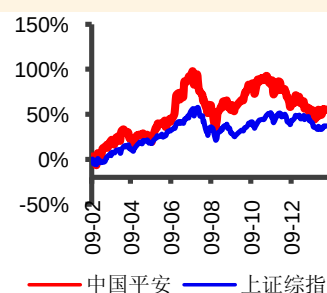
E-Mail: yq2877@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

中国平安最近一年走势：



市场数据：2010年2月22日
收盘价（元）：44.72
流通A股（亿股）：39.27
股本（亿股）：73.45
总市值（亿元）：3284

公告

中国平安22日发布公告称截至2010年2月22日，深圳市新豪时投资发展有限公司、深圳市景傲实业发展有限公司、深圳市江南实业发展有限公司分别持有的平安389,592,366股、331,117,788股、139,112,886股A股股份将于2010年3月1日起开始上市流通。新豪时所持389,592,366股、景傲实业所持331,117,788股及王利平女士本人并代理全体委托人间接拥有平安的88,112,886股将在未来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，每年减持平安的股份将分别不超过各自在2010年2月28日所持中国平安A股股份总数的30%。

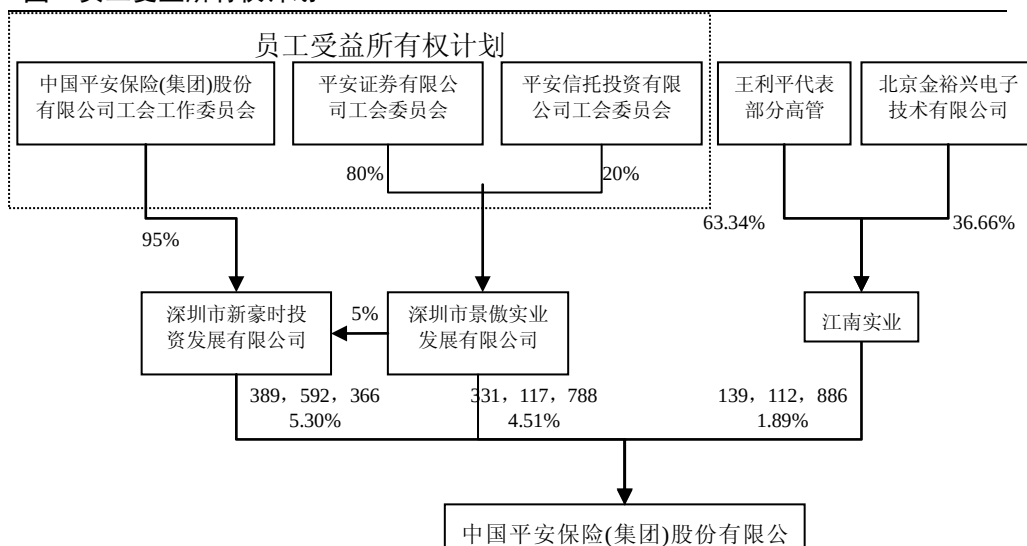
点评

□ 员工受益所有权计划是平安股权制衡局的关键：

平安集团设立的员工受益所有权计划，是90年代初期深圳特区推行员工持股的产物。据平安招股意向书中所述，由参与员工认缴员工投资集合资金获得单位权益，而由该投资集合分别通过新豪时、景傲实业间接投资于平安集团。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。

截止09年中期，平安前十大股东中，汇丰保险和汇丰银行两家关联公司共计持股比例为16.8%，新豪时、景傲与江南实业三家共持有11.7%，深圳市投资控股、深圳市建设集团共计持有10.76%平安股权。从此股权结构中，我们可以看出新豪时、景傲与江南实业三家公司肩负着平安管理层对中国平安施加影响的关键作用。

图 员工受益所有权计划



数据来源：公司数据，湘财证券研究所

□ 部分员工急于减持套现是此次减持计划出台的主要原因

此次解禁方案是在 2 月 22 日下午召开的权益持有人代表大会上，三家企业的负责人和权益代表达成的。

据招股意向书，截止 06 年 12 月底，员工投资集合有 18969 名权益持有人，共持有 430,619,411 份权益单位。权益持有人购买员工投资集合单位权益的价格据员工投资集合的资产净值来确定，我们认为由于购买较早（中国平安工会于 1997 年底在深圳市总工会登记为社会团体法人并取得资格证），持有权益从而间接持有平安股权的成本较低是部分员工急于减持套现的主要原因。

□ 分批解禁只是平安维持股权制衡局的一部分：

我们认为，既然员工权益计划是平安管理层获得相应控制权、实施公司治理的关键环节，那么维持境外法人、境内非国有法人和国有法人的相对持股比例不变是最容易达成也是最易被三方接受的博弈平衡。因此，部分员工急于抛售套现的股权比例有可能被公司以另外的类似计划的名义在二级市场增持吸纳，那么短期的股价下挫反而是公司增持的较好时机。

□ 投资建议：由于新会计规定对内含价值影响较小，其银行证券业务均以 1 倍 PB 计算，我们最保守估计平安 2010 内含价值也在 24 元以上，23 日平安收盘价 44.72 元对应的隐含新业务倍数仅为 11.39 倍，安全边际已经较高。

从基本面考虑，我们仍维持中国平安的“买入”评级，但对于中国平安这样的大盘股由于目前的负面因素较多，包括市场流动性不足、市场对于减持的担心、大盘疲软对平安投资收益的影响、会计新政对平安净资产的负面影响，因而我们认为较好的买入时点是在大盘企稳回升后，以及在 4 月年报公布前后，鉴于会计新政对平安净资产的负面影响小于市场预期带来的投资机会。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。