

被过度妖魔化的融资需求

事件:

2011 年 1 月 6 日, 中国平安针对“市场关于其将在 A 股市场进行大规模再融资等传言”发布澄清公告。1、截止目前平安无 A 股市场再融资的计划。2、经营状况一切正常, 财务稳健, 本公司及控股子公司的偿付能力或资本充足率完全符合监管要求, 处于健康水平。3、本公司将根据公司业务快速发展的需要以及市场状况做好后续资本的规划。

研究结论:

- 我们认为这是被过度妖魔化的融资需求。
- 平安有融资需求早有预期, 主要是为满足深发展的资本充足率和寿险的快速发展, 融资是为了业务的发展, 与综合金融的战略相符, 同时对公司 EPS 和估值的摊薄都不是很明显。

即使按照比较严格的偿付能力 200%来测算, 平安的募集资金需求也就是在 400 亿左右, 不算是惊人的规模。

- 假设平安真的选择这个时点融资, 理智的讲不会在这个时点选择 A 股

这个时点在 A 股融资的资金成本属于比较高的, 比较理性的选择是 H 股, 而且寿险的资金可以通过次级债来满足需求

- 投资建议:

目前股价下, 平安的隐含新业务倍数和 P/EV 极具吸引力: 根据 2011 年预测结果, 平安的隐含新业务倍数为 7.7 倍, P/EV 为 1.6 倍; 远低于历史平均水平的新业务倍数 29.7 倍和 P/EV2.8 倍。

维持中国平安“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860209120209

联系人

李海铎

8621-63325888 × 6083

lihaiduo@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 1 月 6 日) 52.59 元

目标价格 85.77 元

总股本/A 股 (万股) 7644.14/4786.41

国家/地区 中国

行业 保险

报告发布日期 2011 年 1 月 7 日

股价表现



财务预测

百万元, 元/股	2009A	2010E	2011E	2012E
已赚保费	100,383	138,743	179,158	223,749
总投资收益	31,431	34,904	44,241	55,174
净利润	14,482	18,630	28,016	35,302
每股收益	1.89	2.34	3.51	4.43
每股 FNBV	1.61	2.04	2.55	3.13
每股 EV	21.14	27.45	32.98	39.58
隐含 NBM		12.3	7.7	4.2
隐含 P/EV		1.9	1.6	1.3

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

注: FNBV (一年新业务价值), EV (内含价值)

NBM (新业务倍数)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

1 平安的融资需求测算

按照我们的测算，

- 1、如果按照平安在 2012 年末 150%的偿付能力要求，产寿险几乎不需要融资，深发展悲观估计最多需要 100 亿，考虑集团分红和自有资金，最多需要 80 亿的融资。
- 2、如果按照平安在 2012 年末 200%的偿付能力要求，产寿险合计需要大约 220 亿的融资，深发展悲观估计最多需要 100 亿，考虑集团分红和自有资金，最多需要 400 亿的融资。

表 1 假设 2012 年末产寿险偿付能力充足率达到 200%的资金需求测算

单位：百万元	寿险	产险	深发展	集团两年 对外分红	集团 自有资金扣 除流动资金	总资金 需求
资本需求	20,000	2,000	10,000	7,000	-9,000	40,000
偿付能力/资本充足率	200%	200%	9.12%			
资本需求	0	0	10,000	7,000	-9,000	8,000
偿付能力/资本充足率	150%	150%	9.12%			

资料来源：公司报告，东方证券研究所预测

寿险偿付能力测算

假设平安 2011、2012 年的寿险新业务价值增长率分别为 25%、23%，据此预测的 2011 和 2012 年寿险总保费增速分别为 22.9%和 22.6%。

表 2 寿险偿付能力测算

单位：百万元	2009 实际	2010-1H 实际	2010E	2011E	2012E
实际资本	50,898	52,796	55,796	63,901	73,986
最低资本	22,453	25,588	29,187	37,461	47,603
偿付能力充足率	226.69%	206.33%	191.17%	170.58%	155.42%

资料来源：公司报告，东方证券研究所预测

产险偿付能力测算

假设平安 2011、2012 年的产险保费增长率分别为 35%、30%，分保比例为 10%。

表 3 产险偿付能力测算

单位：百万元	2009 实际	2010-1H 实际	2010E	2011E	2012E
实际资本	7,268	9,063	16,063	20,063	24,063
最低资本	5,061	6,652	8,205	11,034	13,909
偿付能力充足率	143.61%	136.24%	195.76%	181.82%	173.00%

资料来源：公司报告，东方证券研究所预测

2 不同融资规模的敏感性分析

我们用比较极端的敏感性分析来看不同融资规模对平安利润、净资产和估值的影响。

表 4 选择 H 股募集对 EPS、净资产和估值的影响（敏感性分析）

募集资金	原始 股份数	H 股增发 股份数	增发后 股份数	EPS 下降比例	每股净资产 增厚比例	增发后每股估值 下降比例
400 亿	76.44	5.55	81.99	6.77%	25.20%	11.2%
800 亿	76.44	11.11	87.55	12.69%	47.20%	12.3%
1200 亿	76.44	16.66	93.10	17.89%	66.58%	13.3%

资料来源：公司报告，东方证券研究所预测

表 5 选择 A 股募集对 EPS、净资产和估值的影响（敏感性分析）

募集资金	原始 股份数	A 股增发 股份数	增发后 股份数	EPS 下降比例	每股净资产 增厚比例	增发后每股估值 下降比例
400 亿	76.44	7.61	84.05	9.05%	22.14%	13.3%
800 亿	76.44	15.21	91.65	16.60%	40.61%	16.2%
1200 亿	76.44	22.82	99.26	22.99%	56.24%	18.6%

资料来源：公司报告，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元, 元/股)					内含价值预测表 (人民币百万元, 元/股)				
	2,009	2010E	2011E	2012E		2,009	2010E	2011E	2012E
已赚保费	100,383	138,743	179,158	223,749	寿险期初内含价值	69,643	100,704	127,156	157,901
总投资收益	31,431	34,904	44,241	55,174	本期新业务价值	12,654	15,583	19,478	23,958
银行业务净利息差	4,210	4,795	6,234	7,480	内含价值预期回报	7,431	10,188	12,868	15,950
非保险业务手续费	2,781	4,109	4,835	5,701	投资回报差异	3,404	3,278	2,043	0
其他业务收入	8,284	4,724	5,196	5,716	其他差异	6,824	(97)	(144)	(171)
收入合计	147,072	187,275	239,665	297,820	资本注入	1,700	0	0	0
退保金	(4,993)	(6,238)	(7,775)	(9,667)	股东股息	(952)	(2,500)	(3,500)	(4,500)
赔付支出	(29,533)	(44,937)	(59,754)	(75,051)	寿险期末内含价值	100,704	127,156	157,901	193,138
提取保险准备金	(41,417)	(49,672)	(58,210)	(74,900)	其他业务期末净资产	54,554	83,495	95,239	110,722
保单红利支出	(3,905)	(5,550)	(7,688)	(10,467)	少数股东权益		(852)	(1,058)	(1,294)
保险业务手续费佣金	(11,418)	(17,351)	(22,267)	(26,930)	集团期末内含价值	155,258	209,799	252,083	302,566
业务及管理费	(20,499)	(22,959)	(25,714)	(28,800)					
其他业务成本	(15,726)	(17,676)	(21,709)	(26,344)	估值指标				
支出合计	(127,491)	(164,383)	(203,116)	(252,158)		2,009	2010E	2011E	2012E
营业利润	19,581	22,892	36,548	45,662	P/EV	2.6	2.0	1.7	1.4
营业外收入/支出	338	395	(631)	788	隐含新业务倍数	21.0	13.6	8.7	5.0
利润总额	19,919	23,287	35,917	46,451	PE	29.2	23.6	15.7	12.5
所得税	(5,437)	(4,657)	(7,902)	(11,148)	PB	4.8	3.6	3.0	2.5
净利润	14,482	18,630	28,016	35,302	每股数据 (元/股)				
少数股东权益	599	771	1,159	1,460		2,009	2010E	2011E	2012E
母公司股东净利润	13,883	17,859	26,857	33,842	每股寿险内含价值	13.71	16.63	20.66	25.27
资产负债表 (人民币百万元)					每股 NBV	1.61	2.04	2.55	3.13
	2,009	2010E	2011E	2012E	每股集团 EV	21.14	27.45	32.98	39.58
寿险投资资产	524,695	655,555	817,030	1,015,902	每股收益	1.89	2.34	3.51	4.43
财险投资资产	39,905	65,224	91,966	127,529	每股净资产	11.57	5.26	18.34	22.00
银行资产	220,806	253,927	292,016	335,818	每股股利	0.15	0.45	0.45	0.45
证券资产	24,386	25,815	27,412	29,204	股本 (百万股)	7,345	7,644	7,644	7,644
资产合计	935,712	1,164,217	1,392,121	1,672,149	增长率				
寿险负债	575,475	648,262	810,534	1,008,421		2,009	2010E	2011E	2012E
财险负债	41,689	49,827	57,311	64,917	已赚保费增长率	22.0%	38.2%	29.1%	24.9%
负债合计	843,969	1,042,315	1,247,913	1,499,455	净利润增长率	879.1%	28.6%	50.4%	26.0%
少数股东权益	6,773	5,262	4,022	4,494	投资资产增长率	30.3%	27.7%	26.1%	25.8%
归属母公司股东权益	84,970	116,640	140,186	168,200	集团 EV 增长率	26.4%	35.1%	20.2%	20.0%
权益合计	91,743	121,901	144,208	172,694	一年 NBV 增长率	38.2%	32.0%	25.0%	23.0%
负债与权益总计	935,712	1,164,217	1,392,121	1,672,149	净资产增长率	31.7%	37.3%	20.2%	20.0%

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn