

证券研究报告—动态报告/公司快评

金融

非银行金融

中国平安 (601318)

推荐

1月5日-6日股价下跌快评

(维持评级)

2011年1月7日

虚假传言带来绝佳买入时机

证券分析师: 邵子钦 0755-82130468 shaozq@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120052
证券分析师: 童成墩 0755-82130513 tongcd@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120043

事项:

中国平安 (601318) 1月5日股价下跌3.6%, 1月6日下跌4.1%。公司发布澄清公告称:

- 1、截止目前公司没有A股市场再融资的计划, 市场关于A股市场进行大规模再融资的传言没有依据, 是不符合事实的。
- 2、公司经营状况一切正常, 财务稳健, 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、公司将根据业务快速发展的需要以及市场状况做好后续资本的规划。

评论:

针对再融资, 我们的观点是:

- 1、最佳时机: 两行整合初见成效, 至少半年以后。
- 2、最佳方式: H股增发+A股可转债。
- 3、资本金缺口: 200-300亿元。
- 4、最迟期限: 2012年。

■ 为什么是两行整合初见成效后? ——源于基本面和市场面两个因素。

从基本面来看, 融资主要用于满足深发展资本金需求, 同时确保公司控股地位不变。两行整合初见成效, 是融资顺利的关键基本面因素。

从市场面来看, 受2008年“融资门”影响, A股市场旧伤未愈, 加上近期市场低迷, 公司估值偏低, 并不适宜提出进一步的融资需求。

■ 为什么是H股增发+A股可转债? ——源于价格和市场承受能力两个因素。

① 目前H股较A股溢价38%, 股价隐含2011年新业务倍数15.8倍, 而A股隐含的2011年新业务倍数仅为8.3倍。在H股增发成本更低。

② 香港市场流动性充裕。1年期存款利率仅为0.15%-0.2%。

③ 香港市场有做市制度, 可以稳定股价。2010年12月30日, 凯雷以31.15港元/股的价格出售中国太保2.15亿股H股, 套现约67亿港元 (约合8.6亿美元), 当日上涨2.4%。

④ 港币资金可用于补充资本金。虽然港币资金兑换成人民币资产受到外管局的限制，但可以作为资本金列入偿付能力充足率的计算，唯一需要考虑的是汇率风险。

⑤ 发行可转债并不会对 A 股股价构成冲击。

■ 为什么是 200-300 亿？——源于寿险是现金牛，产险略缺，银行缺口较大的判断。

按照 180% 保险偿付能力充足率、12% 银行资本充足率测算，我们预计 2013 年公司资本金缺口为 200-300 亿。

其中：

① 平安集团 09 年底净资产 178 亿，2010 年已注资产险 60 亿，另外将支付 27 亿给深发展，剩余可支配资金 91 亿元。假设每年支付股息 0.5 元/股，则 2011、2012、2013 年闲置资金分别为 53 亿、15 亿、-24 亿。

② 平安寿险 2013 年资本闲置 136 亿。我们假设 2011、2012、2013 年保费增速为 26.5%、25.7%、23.9%，则在 180% 偿付能力充足率下，资本闲置分别为 122 亿、129 亿、136 亿。

③ 平安产险 2013 年资本缺口 102 亿。我们假设 2011、2012、2013 年保费增速为 31.1%、21.6%、19.8%，则在 180% 偿付能力充足率下，资本缺口分别为 5 亿、51 亿、102 亿。

④ 平安银行+深发展 2013 年资本缺口 526 亿。我们假设 2011、2012、2013 年加权风险资产增速为 26.3%、30.0%、30.0%，则在 12% 资本充足率下，资本缺口分别为 162 亿、318 亿、526 亿。

⑤ 剔除平安证券净资产，平安信托能用的资本金大概 90 亿，目前偿付能力充足率超过 25%，足够支撑未来 3-5 年业务发展。

⑥ 平安证券 09 年底净资产 49.35 亿，不考虑并购无需补充资本金。

假设平安集团对寿险、产险、银行等业务持股比例不变，公司整体的资本金闲置（缺口）=99%*寿险资本金闲置+99%*产险资本金缺口+52.4%*银行资本金缺口。我们测算 2011、2012、2013 年资本金闲置（缺口）分别为 84 亿、-74 亿、-265 亿。从满足未来 3 年业务需要来看，我们认为公司并不一定需要大规模融资。

■ 为什么是 2012 年？——在我们的假设下，2011 年即使不融资也可满足业务发展需要。

按照我们对业务增速的假设，公司 2011 年仍有 84 亿元的资本金结余。但 2012 年已有明显的资本金缺口。

■ 绝佳的买入时机，维持“推荐”评级。

买入好公司股票的最佳时机，就是事件性恐慌的时候。近 3 年来有过 2 次时机：第一次是 2008 年 10 月 28 日，受“融资门”持续影响，一直跌到接近 1 倍 P/EV 时 19.90 元；第二次就是 2010 年 2 月 23 日受“职工股减持公告”影响，单日下跌 8.88%，跌到 44.17 元。两次下跌后均有较大幅度反弹。

公司基本面向好，且价值明显低估。公司目前股价隐含的 2011 年新业务倍数分别为 8.3 倍，对应的每股一年新业务价值增长率保守预计 26.4%；隐含的 PE 为 18.2 倍，明显低于净利润 25% 增速的保守预测。在 ROA 保持不变，未来三年资产负债复合增长率 25% 的情况下，至少应给 25 倍 PE。维持“推荐”投资评级。

表1: 中国平安资本金缺口测算（负数为缺口，正数为闲置）

单位: 百万	平安集团持股比例	2010E	2011E	2012E	2013E	目标
寿险	99%	11,338	12,126	12,786	13,510	目标偿付能力充足率 180%
产险	99%	3,487	-488	-5,029	-10,120	目标偿付能力充足率 180%
银行	52.40%	-3,400	-8,502	-16,650	-27,555	目标资本充足率 12%
平安集团剩余资本金		9,100	5,278	1,456	-2,366	
平安集团派息		3,822	3,822	3,822	3,822	
资本金缺口合计（负数为缺口）		20,526	8,414	-7,438	-26,531	

资料来源: 国信证券经济研究所

表2: 平安寿险资本金缺口测算（负数为缺口，正数为闲置）

单位: 百万	201006	2010E	2011E	2012E	2013E
实际资本	52,796	61,937	75,473	92,149	112,714
最低资本	25,588	28,047	35,125	44,019	55,037
偿付能力充足率(%)	206.30%	220.8%	214.9%	209.3%	204.8%
资本金缺口					
目标偿付能力充足率 200%		5,843	5,224	4,111	2,639
目标偿付能力充足率 180%		11,453	12,249	12,915	13,647
目标偿付能力充足率 150%		19,867	22,786	26,120	30,158

注: 未考虑平安寿险派息

资料来源: 国信证券经济研究所

表3: 平安产险资本金缺口测算（负数为缺口，正数为闲置）

单位: 百万	201006	2010E	2011E	2012E	2013E
实际资本	9,063	17,870	20,724	24,492	29,356
最低资本	6,652	7,971	11,787	16,429	21,988
偿付能力充足率(%)	136.20%	224.2%	175.8%	149.1%	133.5%
资本金缺口					
目标偿付能力充足率 200%		1,928	-2,850	-8,366	-14,620
目标偿付能力充足率 180%		3,522	-493	-5,080	-10,222
目标偿付能力充足率 150%		5,914	3,043	-151	-3,626

注: 2010 年下半年平安集团注资产险 60 亿, 平安产险发行次级债 25 亿

资料来源: 国信证券经济研究所

表4: 深发展+平安银行资本金缺口测算（负数为缺口，正数为闲置）

单位: 百万	2010E	2011E	2012E	2013E
净资本	66,074	75,409	87,350	102,276
加权风险资产净额	604,685	763,621	992,708	1,290,520
最低要求资本	48,375	61,090	79,417	103,242
资本充足率	10.9%	9.9%	8.8%	7.9%
加权风险资产净额增长率		26.3%	30%	30%
资本金缺口				
资本充足率维持 12%以上	-6,488	-16,226	-31,775	-52,586
资本充足率维持 10%以上	5,606	-954	-11,921	-26,776
资本充足率维持 8%以上	17,699	14,319	7,933	-965

注: 假设 90.75%平安银行股权+26.91 亿现金注入深发展
 资料来源: 国信证券经济研究所

表5: 保险股相对估值

代码	名称	股价	EPS				P/E				BPS		P/B	投资评级
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	10E	10E		
601628	中国人寿	21.4	1.16	1.17	1.55		18.4	18.2	13.7		7.8	2.7		谨慎推荐
601318	中国平安	52.3	1.89	2.18	2.90		27.8	24.1	18.2		14.4	3.7		推荐
601601	中国太保	22.4	0.95	0.75	1.05		23.6	30.0	21.3		9.1	2.5		谨慎推荐
-	平均值	-	-	-	-		23.3	24.1	17.7		-	3.0		-
代码	名称	股价	NBEV		EV		NBM		P/EV		BPS		P/B	投资评级
			10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	11E	11E		
601628	中国人寿	21.4	0.70	0.78	11.3	13.5	14.3	10.1	1.9	1.6	8.9	2.4		谨慎推荐
601318	中国平安	52.6	2.09	2.64	25.7	30.6	12.9	8.3	2.0	1.7	16.6	3.2		推荐
601601	中国太保	22.4	0.69	0.80	12.7	14.6	14.1	9.7	1.8	1.5	10.0	2.2		谨慎推荐
-	平均值	-	-	-	-	-	13.7	9.4	1.9	1.6	-	2.6		-

资料来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。