

选择 H 股融资，A 股估值亟待修复

事件

2011 年 3 月 14 日，中国平安公告，在 H 股拟定向增发 2.72 亿股，增发价 71.50 港币（合人民币 60.30 元），拟募集资金 194.48 亿港元（合人民币 164.02 亿），定增对象为金骏有限公司（周大福代理人有限公司全资持有的子公司）。

研究结论

第一、预期定增成功可能性非常大，提高公司整体偿付能力和资本充足率

因本次定向增发已在 2010 年 6 月 29 日获得 2009 年年度股东大会的一般授权，不再需要股东大会通过，只需监管部门（保监会、证监会和联交所等）审批，所以预期成功可能性非常大。

第二、预期深发展与平安银行的合并可能于下半年完成，短期无融资需求

我们认为平安如此迅速的在 H 股融资，很大的可能性是深发展和平安银行的吸收合并将有望在 2011 年下半年可以完成，可能为保证深发展的业务快速发展提前准备注资资金。

假设定向增发成功且深发展与平安银行合并于 2011 年下半年完成，如果深发展的核心资本充足率从 2010 年末的 7.1% 提高至 9.1%，再考虑吸收平安银行小股东股份可能的较高对价，最悲观的资本需求约为 200 亿，按照平安集团控股 52% 的比例计算，平安集团只需注资约 100 亿。而目前平安的产寿险业务偿付能力充足，无资本需求。

第三、净资产和内含价值增厚，摊薄效应有限，估值安全边际提高

对于 A 股投资者来说，由于增发价格对 A 股股价有约 18.6% 的溢价，因此预计净资产和内含价值增厚，摊薄效应有限，估值的安全边际进一步提高。

投资建议：维持中国平安“买入”评级

平安选择在 H 股融资，预计市场过度的担忧情绪将得到释放、同时净资产和内含价值的增厚效应使得估值的安全边际进一步提高，公司良好的基本面和严重低估的价值将有望使得强势纠偏成为主线。当前股价 50.86 元，隐含新业务倍数 7.4，P/EV 为 1.6，安全边际足够高。

风险提示

资本市场剧烈下跌会影响保险公司的净资产；2011 年业务增长显著低于预期。

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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



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 03 月 14 日） 50.86

目标价格 85.77

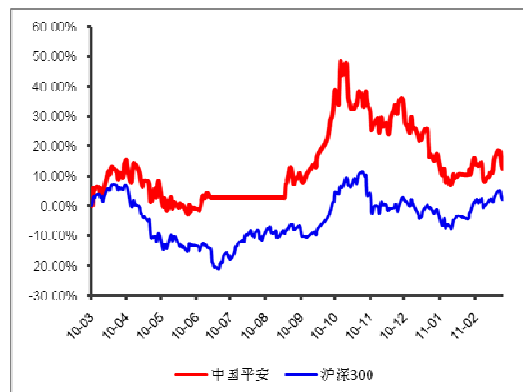
总股本/A 股（百万股） 7644.14/4786.41

国家/地区 中国

行业 保险

报告发布日期 2011 年 03 月 15 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
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	26.34	31.88	38.51	
隐含 NBM		12.0	7.4	3.9	
隐含 P/EV		1.9	1.6	1.3	

相关报告	时间
被过度妖魔化的融资需求	2011-01-06
如果平安选择 H 股融资，A 股将强势纠偏	2011-01-16

1 公告概要

定增对象：金骏有限公司（周大福代理人有限公司全资持有的子公司）

定增价格：每股 71.50 港币（合人民币 60.30 元），相对于 2011 年 3 月 11 日之前三十个交易日 H 股收盘价均价 79.39 港币折价约 9.9%，相对于 2011 年 3 月 11 日收盘价 81.70 港币折价 12.5%

定增股份数：2.72 亿股（H 股），定增前股本 76.44 亿股（H 股 28.58 亿股），定增后股本 79.16 亿股（H 股 31.30 亿股）

定增金额：194.48 亿港元（合人民币 164.02 亿）

2 增发后每股净资产和每股 EV 增厚，安全边际提高

我们预测，增发前 2011 年每股净资产和每股 EV 分别为 18.34 和 31.88 元，增发后 2011 年每股净资产和每股 EV 分别为 19.78 和 32.86 元，分别增厚 7.86% 和 3.06%。

当前 A 股股价 50.86 元，对应增发前 2011 年 PB、P/EV 分别为 2.8、1.6 倍，而对应增发后 2011 年 PB、P/EV 分别为 2.6、1.5 倍。因此，A 股投资者的安全边际进一步提高。

表 1 增发前后 2011 年每股净资产和每股 EV 对比（单位：人民币元，倍）

	每股净资产	每股 EV	PB	P/EV
增发前	18.34	31.88	2.8	1.6
增发后	19.78	32.86	2.6	1.5
增厚比例	7.86%	3.06%		

资料来源：东方证券研究所预测

3 增发后每股收益和每股 FNBV 摊薄效应有限

我们预测，2011 年增发前每股收益和每股 FNBV（一年新业务价值）分别为 3.51 和 2.55 元，增发后分别为 3.39 和 2.46 元，下降比例为 3.44%，摊薄效应非常有限。增发前隐含新业务倍数为 7.4 倍，增发后隐含新业务倍数为 7.3 倍，估值安全边际提高。

表 2 增发前后 2011 年每股收益和每股 FNBV 对比（单位：人民币元，倍）

	每股收益	每股 FNBV	PE	隐含新业务倍数
增发前	3.51	2.55	14.5	7.4
增发后	3.39	2.46	15.0	7.3
摊薄比例	-3.44%	-3.44%		

资料来源：东方证券研究所预测

4 投资建议

平安选择在 H 股融资，市场过度的担忧情绪将得到释放、同时净资产和内含价值的增厚效应使得估值的安全边际进一步提高，公司良好的基本面和严重低估的价值将使得强势纠偏成为主线。当前股价 50.86 元，隐含新业务倍数 7.4，P/EV 为 1.6，安全边际足够高。

推荐买入中国平安。

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	75,030	86,862	102,539
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	201,334	243,705	294,384
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	2.4	1.9	1.6	1.3
营业外收入/支出	338	395	(631)	788	隐含新业务倍数	18.3	12.0	7.4	3.9
利润总额	19,919	23,287	35,917	46,451	PE	26.9	21.8	14.5	11.5
所得税	(5,437)	(4,657)	(7,902)	(11,148)	PB	4.4	3.3	2.8	2.3
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	26.34	31.88	38.51
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	15.25	18.34	22.03
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	1,042,413	1,247,914	1,499,242	净利润增长率	879.1%	28.6%	50.4%	26.0%
少数股东权益	6,773	5,253	4,022	4,514	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	116,551	140,185	168,393	集团 EV 增长率	26.4%	29.7%	21.0%	20.8%
权益合计	91,743	121,803	144,207	172,907	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%	37.2%	20.3%	20.1%

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