

2011 年 03 月 15 日

中国平安 (601318)

——H 股定向增发点评：靴子落地，融资规模低于预期

报告原因：有新的信息需要补充

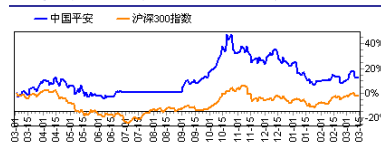
买入

维持

市场数据:	2011 年 03 月 14 日
收盘价 (元)	50.86
一年内最高/最低 (元)	67.2/43.57
上证指数/深证成指	2938/12958
市净率	3.5
息率 (分红/股价)	0.29
流通 A 股市值 (百万元)	243437
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据:	2010 年 09 月 30 日
每股净资产 (元)	14.52
资产负债率%	89.43
总股本/流通 A 股 (百万)	7644/4786
流通 B 股/H 股 (百万)	-/2858

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《中国平安(601318)——2011 年二月保费收入点评:个险新单一季度有望正增长 产险渠道建设进入收获期》 2011/03/14

分析师

孙婷 A0230210080003
sunting@swsresearch.com

联系人

杨欣悦
(8621)23297818×7255
yangxy@swsresearch.com

地址:上海市南京东路 99 号
电话:(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	寿险内含价值	新业务价值	新业务价值增长
2008	108516	-	1418	-	0.19	69643	8541	19
2009	147835	36	13883	879	1.89	100704	11805	38
2010E	184794	25	16817	21	2.20	124697	15936	35
2011E	227296	23	21251	26	2.78	153318	19124	20
2012E	272756	20	24461	15	3.20	187957	22949	20

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- 今天平安发布 H 股增发公告。董事会审议通过《关于定向增发 H 股的议案》，周大福成为平安战略投资者：由中国平安向金骏有限公司（“周大福”全资附属公司）定向增发 2.72 亿 H 股新股，每股发行价格为 71.50 港元，总融资金额为 194.48 亿港元（或人民币 164.02 亿元）。
- 中国平安选择在 H 股融资符合预期。平安近几年产、寿险业务发展较快，此外，正在收购过程中的深发展亟需资本补充，因此中国平安一直以来就存在融资需求。而平安 H 股当前股价相对 A 股溢价 35.6%（3 月 11 日收盘价），在 H 股筹集资金能使所筹资金的规模达到最大，同时对现有股东的摊薄程度较低。但此次仅融资 164 亿元，低于我们和市场预期的 300 亿元。鉴于保险和银行业务的快速增长，不排除平安未来继续在 H 股融资的可能性。
- 增发价格合理，利好 A 股。增发价格 71.5 港元，换算为人民币为 60.30 元，相对 H 股 3 月 11 日收盘价 81.70 港元每股折价 12.5%，相对于 A 股 3 月 11 日收盘价 50.86 元溢价 18.6%。增发后平安 2010 年每股净资产增厚 1.5 元，对 EPS 摊薄非常有限（3%）左右，利好 A 股股价。
- 定向增发的募集资金用于增加公司资本金，提高偿付能力充足率，增强公司的资本和资金实力。中国平安产、寿险业务发展平稳，其他业务保持较高利润增速，基本面无忧。A 股股价受到事件性因素压制明显，如员工股减持和再融资。此次 H 股定增消除国内投资者对于平安在 A 股融资的担忧，而偿付能力充足率的提高也将为保险和银行业务的高速增长消除后顾之忧。根据我们测算，平安通过此次融资 164 亿元，2011 年末偿付能力充足率可达到 210%以上，较融资前的 189%有显著提高，相比 2010 年中期的 218%保持稳定，远高于保监会要求的 150%的标准。
- 中国平安估值处于绝对低位，且我们对于公司各项业务发展持乐观态度，维持买入评级。1）受益于加息和加息预期，利差扩大；2）寿险保费稳定增长，收购深发展助力银保渠道发展；产险保费持续超预期，平台建设进入收获期；3）具有估值优势，2011 年新业务倍数仅 8 倍。

本研究报告通过网站仅供申银万国证券研究所参考 (see07788) 使用 1

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

表 1：定向增发的相关条款

资金总额	• 194.48亿港元（或25亿美元）
股票数量	• 272,000,000 H股
发行价格	• 每股71.50港元
折价	• 相对2011年3月11日收盘价81.70港元每股折价12.5% • 相对于截至 2011年3月11日（包括在内）的30个交易日平均收盘价79.39港元每股折价9.9%
占平安股本的比例%	• 占当前总股本的3.6% • 占增发后总股本的3.4% • 占当前H股总股本的9.5% • 占增发后H股总股本的8.7%

资料来源：公司数据，申万研究

表 2：中国平安 H 股增发前后的持股结构

股票类别	宣布当日		增发完成后	
	股票数量	持股比例	股票数量	持股比例
H 股				
汇丰控股	1,240,069,099	16.22%	1,240,069,099	15.67%
其他股东	1,617,663,357	21.16%	1,617,663,357	20.43%
投资者（金骏）	—	—	272,000,000	3.44%
小计	2,857,732,456	37.38%	3,129,732,456	39.54%
A 股	4,786,409,636	62.62%	4,786,409,636	60.46%
总计	7,644,142,092	100.00%	7,916,142,092	100.00%

资料来源：公司数据，申万研究

表 3：偿付能力测算：此次增发后，平安集团偿付能力保持稳定

1H2010	集团	寿险	产险	银行	其他
最低偿付能力	55,653	25,588	6,652	17,322	6,091
实际偿付能力	121,395	52,796	9,063	22,550	34,294
偿付能力充足率	218.13%	206.33%	136.24%	130.18%	563.02%
2011E	集团	寿险	产险	银行	其他
最低偿付能力	77,219	31,941	10,566	28,622	6,091
实际偿付能力	146,234				
偿付能力充足率（增发前）	189.37%				
偿付能力充足率（增发后）	210.62%				

资料来源：公司数据，申万研究

表 4：增发前后主要指标对比

经营数据				
	净资产（2010E）	净资产（2011E）	净利润（2010E）	净利润（2011E）
增发前	119,427	134,302	16,817	21,251
增发后	135,908	150,784	16,817	21,251
每股数据				
	BVPS（2010E）	BVPS（2011E）	EPS（2010E）	EPS（2011E）
增发前	15.62	17.57	2.20	2.78
增发后	17.17	19.05	2.12	2.68
估值倍数				
	PB（2010）	PB（2011）	PE（2010）	PE（2011）
增发前	3.26	2.89	23.12	18.29
增发后	2.96	2.67	23.94	18.95

资料来源：公司数据，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

孙婷：金融。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|------------------|----------------------|
| 买入（Buy） | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持（Outperform） | ：相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性（Neutral） | ：相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| 减持（Underperform） | ：相对弱于市场表现5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- | | |
|-----------------|-----------------|
| 看好（Overweight） | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性（Neutral） | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡（Underweight） | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。