

中国太保(601601)

太保 H 股发行有助于降低 A 股估值水平

彭玉龙 董乐
021-38676683 021-38676650
pengyulong@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读:

➤ 太保发行H股有助于降低A股估值水平,从目前平安、国寿的A/H股折价率来看,太保H股还有一定的上升空间。

投资要点:

- 根据太保 H 股发行招股书,公司将向全球发售 8.61 亿股 H 股,全球协调人有 1.29 亿股超额配售权,发行股价为 26.8-30.1 港元,该发行价对应人民币 23.61-26.52 元(此前公司承诺的发行底价为 23.52 元),不考虑超额配股,募集资金 178.35-200.54 亿元。
- 按照香港财务报告数据,以发行价中位数 28.45 港元计算,发行价的估值水平分别为: PE 32.7 倍, PB 3.23 倍, P/EV 2.27 倍,新业务价值倍数 23.34 倍,太保发行价估值水平低于目前国寿和平安的 H 股估值水平。
- 按照香港会计准则,公司前三季度实现净利润 61.95 亿元,公司预计 2009 年盈利不低于 65.1 亿元,全面摊薄后 EPS 0.77 元。我们认为这一数据过于保守,按照我们对公司 A 股全年净利润的预测,太保全年可实现净利润 57.68 亿元,全面摊薄后每股收益 0.68 元,前三季度香港会计准则下的净利润比 A 股高 52.5%,由此推测,太保香港会计准则下 09 年可实现净利润约 88 亿元,全面摊薄后每股收益 1.04 元,远高于公司预测。
- 发行完成后,太保 A 股目前的估值水平整体将有所下降, PB 估值水平将由目前的 3.67 倍下降至 3.33 倍, PEV 由 2.42 倍下降至 2.34 倍,新业务价值倍数由 27 倍下降至 23.6 倍,但 PE 倍数将 35.5 倍提升到 38 倍。
- 太保 A 股 12 月 10 日的收盘价为 25.88 元,而其发行价区间为 23.61-26.52 元,目前股价相对最低发行价(最高发行价)的溢(折)价率为 9.6%(-2.4%),目前平安、国寿 A 股相对其 H 股的折价率分别为 -8.61%与-8.79%。这意味着太保 H 股还有较大的上升空间,当然,从风险的角度来看,也可能意味着太保 A 股面临较大的压力,但是,即使采用了较为谨慎的内涵价值假设,目前太保 A 股的整体估值水平仍低于同行, H 股发行后估值水平还可以进一步下降,因此,我们认为这一风险不是很大。

注:下表中的财务预测数据基于国内会计准则,且暂时还没有考虑 H 股发行后的摊薄影响, H 股发行对 2009 年 A 股财务数据的影响可参阅正文。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	7,069	1,415	5,768	7,617	8,671
同比%	440.9%	-80.0%	307.6%	32.1%	13.8%
总资产	309,010	319,390	397,185	444,816	501,743
同比%	52.2%	3.4%	24.4%	12.0%	12.8%
净资产	62,807	48,741	54,367	61,906	70,487
同比%	463.1%	-22.4%	11.5%	13.9%	13.9%

关键估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
每股内涵价值	9.71	9.09	10.72	12.74	15.11
每股收益	0.90	0.17	0.73	0.96	1.10
每股净资产	8.16	6.33	7.06	8.04	9.15
P/EV	2.52	2.69	2.28	1.92	1.62
市盈率	27.33	140.72	33.49	25.36	22.28
市净率	3.00	3.87	3.47	3.04	2.67

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持
上次评级: 增持
目标价格: ¥27.00
上次预测: ¥27.00
当前价格: ¥25.88
2009.12.11

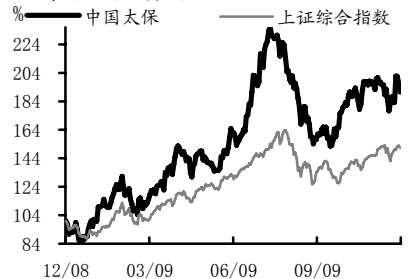
交易数据

52 周内股价区间(元)	10.02 ~ 29.73
总市值(百万元)	197,197
总股本/流通 A 股(百万股)	7,700/2,581
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.34
日均成交量(百万股)	38.6
日均成交值(百万元)	752.4

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	52.33
每股净资产	2.62
杠杆倍数	0
净负债率	0

52 周内股价走势图



相关报告

盈利超预期,净资产缩水

(09.11.01)

太保寿险步入正增长阶段——9 月保费点评

(09.10.15)

中国太保 2009 年中期业绩交流会纪要

(09.09.01)

1. 发行概况

根据太保 H 股发行招股书，公司将向全球发售 8.61 亿股 H 股，全球协调人有 1.29 亿股超额配售权，发行股价为 26.8-30.1 港元，该发行价对应人民币 23.61-26.52 元（此前公司承诺的发行底价为 23.52 元），不考虑超额配股，募集资金 178.35-200.54 亿元。

香港公开发售 5%，国际发售 95%，香港公开发售时间为 2009 年 12 月 10 日至 2009 年 12 月 15 日。预期定价日为 2009 年 12 月 16 日，预期交易日为 2009 年 12 月 23 日。

按照香港财务报告数据，以发行价中位数 28.45 港元计算，发行价的估值水平分别为：PE 32.7 倍，PB 3.23 倍，P/EV 2.27 倍，新业务价值倍数 23.34 倍，总体上低于目前国寿和平安的 H 股估值水平。

表 1：发行价对应的估值水平

发行价（港元）	26.8	28.45	30.1
PE	30.80	32.70	34.60
PB	3.09	3.23	3.36
PEV	2.16	2.27	2.37
新业务价值倍数	21.13	23.34	25.54

数据来源：公司公告，国泰君安证券

2. 对 A 股盈利的影响

按照香港会计准则，公司前三季度实现净利润 61.95 亿元，公司预计 2009 年全年盈利不低于 65.1 亿元，全面摊薄后 EPS 0.77 元。按公司的预计数据，四季度仅需实现净利润 3.15 亿元，但四季度 A 股市场目前涨幅接近 20%，债券投资收益率也有所提升，因此我们认为一数据过于保守。

按照我们对公司 A 股全年净利润的预测，太保全年可实现净利润 57.68 亿元，全面摊薄后每股收益 0.68 元，前三季度香港会计准则下的净利润比 A 股高 52.5%，由此推测，太保香港会计准则下全年可实现净利润约 88 亿元，全面摊薄后每股收益 1.04 元。

此次发行后，公司净资产增长 38%，每股净资产增厚至 8.3 元，每股内涵价值相应提升至 11.6 元左右。但由于所融资金短期内对公司业务难有明显推动，公司 ROE 水平将被摊薄。

说明：按照财政部和保监会的规定和通知，2009 年公司财务数据将适用新的会计标准，所有上述数据均没有考虑新会计标准的影响。

表 2：发行后公司每股资产和内涵价值上升，但 EPS 有所摊薄

发行价（港元）	26.8	28.45	30.1	发行前
EPS（元）*	0.68	0.68	0.68	0.73
EPS（元）**	0.5	0.5	0.5	0.55
BVPS（元）	8.20	8.33	8.47	6.79
EV（元）	11.49	11.62	11.75	9.72

数据来源：公司公告，国泰君安证券。注：全部数据均以国内会计准则为基础，*为我们所预测业绩，

**为公司招股书中预测数据推算值，BVPS、EV 以中期数据为基础计算。

3. 对 A 股估值的影响

发行完成后,太保 A 股目前的估值水平整体将有所下降, PB 估值水平将由目前的 3.67 倍下降至 3.33 倍, PEV 由 2.42 倍下降至 2.34 倍, 新业务价值倍数由 27 倍下降至 23.6 倍, 但 PE 倍数将 35.5 倍提升到 38 倍。

表 2: 发行后太保 PB、PEV 估值水平有所摊薄 (以 12 月 10 日 25.88 元收盘价计算)

发行价 (港元)	发行后			发行前
	26.8	28.45	30.1	
PE*	38.06	38.06	38.06	35.45
PE**	51.76	51.76	51.76	47.05
PB	3.16	3.11	3.06	3.81
PEV	2.25	2.23	2.20	2.66
新业务价值倍数	23.82	23.61	23.39	26.93

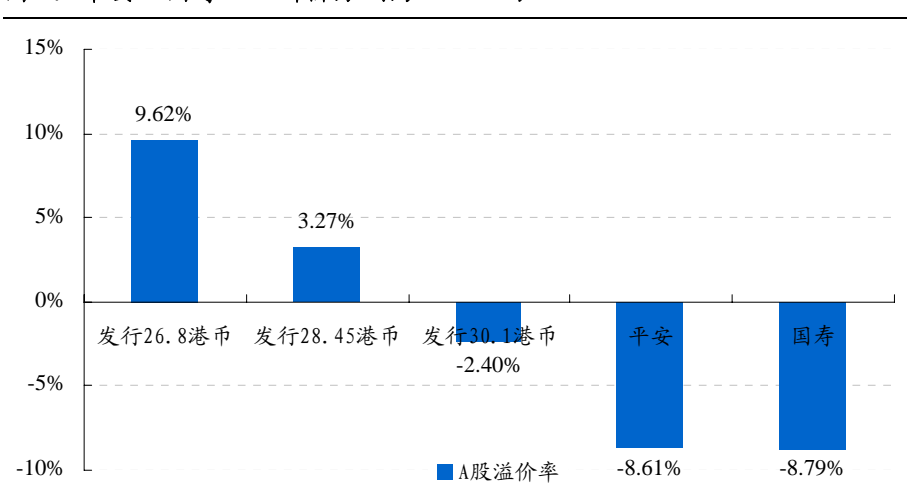
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

注: *为我们所预测业绩为基础计算, **为公司招股书中预测数据为基础计算

太保 A 股 12 月 10 日的收盘价为 25.88 元, 而其发行价区间为 23.61-26.52 元, 目前股价相对最低发行价 (最高发行价) 的溢 (折) 价率为 9.6% (-2.4%), 目前平安、国寿 A 股相对其 H 股的折价率分别为 -8.61% 与 -8.79%。

这意味着太保 H 股还有较大的上升空间, 当然, 从风险的角度来看, 也可能意味着太保 A 股面临较大的压力, 但是, 即使采用了较为谨慎的内涵价值假设, 目前太保 A 股的整体估值水平仍低于同行, H 股发行后估值水平还可以进一步下降, 因此, 我们认为这一风险不是很大。

图 1: 平安、国寿 AH 折价分别为 8.61% 与 8.79%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com