

中国平安 (601318)

H 股可转债发行点评：摊薄影响有限，提升分红可消化负面影响

买入（维持）

2024 年 07 月 16 日

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001
021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002
021-60199761

geyx@dwzq.com.cn

证券分析师 武欣姝

执业证书：S0600524060001
wux@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

执业证书：S0600123090002
luoyk@dwzq.com.cn

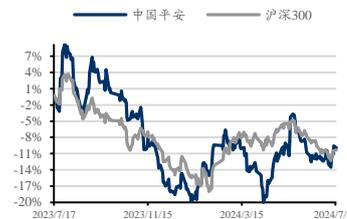
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润(百万元)	111,008	85,665	120,383	154,124	162,214
同比	-25.0%	-22.8%	40.5%	28.0%	5.2%
新业务价值(百万元)	28,820	31,080	36,265	38,871	43,956
同比	-24.0%	7.8%	16.7%	7.2%	13.1%
每股内含价值(元/股)	77.89	76.34	83.19	85.15	117.98
P/EV	0.55	0.56	0.51	0.50	0.36

关键词：#股息率高

投资要点

- 事件：中国平安发布公告，公司计划将在美国境外发行以 H 股（2318.HK）为标的的可转换债券。
- 发行条款概览：可转债发售规模为 35 亿美元，将于 2029 年 7 月 22 日到期。该可转债票息为每年 0.875%，每半年付息。转股价为每股 43.71 港元，对应 2024 年 7 月 15 日中国平安 H 股收盘价和当日交易均价的溢价率分别约为 21.2% 和 22.3%。2027 年 8 月 5 日后但在到期日前的任何时间，连续 30 天内任意 20 个交易日转换价的 130%，可触发强赎机制。
- 公司公告拟将可转换债券发售所得款项净额用于满足集团未来以金融为核心的业务发展需求，用于补充集团的资本需求；支持集团医疗、养老新战略发展的业务需求；同时用作一般公司用途。值得注意的是，近期多家中国互联网及科技公司先后发行美元可转债，不过多为“可转债+偿还债务+同步回购”策略，实现低利率换高利率债务，转股后则可降低负债率，改善债务结构并通过回购回报现有股东。目前平安并没有回购或偿还债务策略，平安寿险也未有永续债发行安排，因此短期市场股价表现承压，主要系担心集团层面地产敞口相关风险，我们建议关注后续分红安排表现。
- 对公司财务指标摊薄影响：增厚综合偿付能力充足率 3.1 个 pct.，转股后对每股净资产影响基本可忽略。若债券按每股 H 股 43.71 港元的初始转换价全部转换且不再发行其他股份，则债券将可转换为约 6.25 亿股转换股份，约占集团公告日现有已发行 H 股数目的 8.39% 及现有已发行股本总数的 3.43%，以及约占集团于债券获全部转换后经发行转换股份后已发行 H 股数目的 7.74% 及已发行股本总数的 3.32%。截止 2023 年末，中国平安（集团）综合/核心偿付能力充足率分别为 208.03% 和 160.28%，若发行可转债，静态测算下综合偿付能力充足率将提升至 211.1%。截止 1Q24 末，平安寿险、平安产险、平安养老和平安健康险的综合偿付能力充足率分别为 206.0%、199.1%、296.0% 和 318.7%；核心偿付能力充足率分别为 118.8%、173.8%、206.4% 和 267.2%（核心/综合偿付能力充足率最低监管要求为 50%/100%）。虽然集团和主要子公司偿付能力充足率保持稳定且敏感性相对可控，但持续低利率环境对集团分红造成掣肘。若可转债发行到位，将有利于集团实现更平稳的派息政策和持续深化“综合金融+医疗养老”战略。
- 盈利预测与投资评级：转股摊薄幅度有限，若转债发行能稳定甚至提升中长期分红水平，将显著降低对股价的负面影响。维持盈利预测，我们预计公司 2024-26 年归母净利润为 1204、1541 和 1622 亿元，同比增速为 40.5%、28.0% 和 5.2%，维持“买入”评级。
- 风险提示：可转换债券发行失败，财务摊薄实际情况超出预期，利率持续下行，地产风险敞口加速暴露

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.53
一年最低/最高价	37.62/53.85
市净率(倍)	0.86
流通 A 股市值(百万元)	457,735.83
总市值(百万元)	774,481.28

基础数据

每股净资产(元,LF)	49.70
资产负债率(% ,LF)	89.63
总股本(百万股)	18,210.23
流通 A 股(百万股)	10,762.66

相关研究

《中国平安(601318)：地产估值掣肘打开，买入金融股的看涨期权》

2024-05-19

《中国平安(601318)：2024 年一季报点评：价值增长超预期，成本控制助力核心业务增长》

2024-04-23

表1: 中国平安可转债条款分析

协议日期	2024/7/15
正股代码	2318.HK
发售规模 (亿美元)	35.0
票面利率	0.875%
对应人民币 (亿元)	254.2
到期日	2029/7/22
强制赎回日	2027/7/22
转股期	发行日后第 41 日至到期日前 7 个工作日
转股条款	
转债转股价	HKD 43.71
中国平安 H 股价 (协议日收盘价)	HKD 36.05
溢价幅度	21.2%
中国平安 H 股价 (协议日交易均价)	HKD 35.75
溢价幅度	22.3%
强制赎回	2027 年 8 月 5 日后但在到期日前的任何时间, 连续 30 天内任意 20 个交易日转换价的 130%;
全部转股规模 (亿股)	6.25
1Q24 集团总股本 (亿股)	182
新增股本比例 (占发行前)	3.43%
新增股本比例 (占发行后)	3.32%
2023 年末每股净资产 (人民币)	CNY 49.37
静态转股对 BVPS 影响	-0.59%
强赎转股对 BVPS 影响	0.23%
偿付能力充足率影响	
偿付能力充足率 (1Q24)	208.0%
实际资本 (百万元)	1,714,110
最低资本 (百万元)	823,985
静态增厚后偿付能力充足率	211.1%
偿付能力充足率提升幅度	提升 3.08pct.
汇率因素 (协议日 2024/7/15)	
美元兑港币汇率	7.8079
人民币兑美元汇率	7.2619
人民币兑港币汇率	0.9303

数据来源: 公司公告, Wind, 港交所, 东吴证券研究所

表2: 中国平安净利润预测表

(人民币百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业收入					
保险服务收入	525,981	536,440	596,004	684,427	828,624
银行业务利息净收入	131,096	118,947	132,154	151,761	183,734
银行业务利息收入	228,784	227,552	252,818	290,327	351,493
银行业务利息支出	(97,688)	(108,605)	(120,664)	(138,566)	(167,759)
非保险业务手续费及佣金净收入	36,054	37,033	41,145	47,249	57,204
非保险业务手续费及佣金收入	45,982	45,806	50,892	58,442	70,755
非保险业务手续费及佣金支出	(9,928)	(8,773)	(9,747)	(11,193)	(13,551)
非银行业务利息收入	115,933	118,503	131,661	151,194	183,048
投资收益	38,612	36,891	40,987	47,068	56,984
公允价值变动损益	(36,936)	(9,039)	(10,043)	(11,533)	(13,962)
汇兑损益	3,144	120	133	153	185
其他业务收入	63,166	71,771	79,740	91,570	110,863
资产处置损益	311	563	626	718	870
其他收益	2,994	2,560	2,844	3,266	3,954
营业收入合计	880,355	913,789	1,015,251	1,049,360	1,106,307
二、营业支出					
保险服务费用	(422,221)	(440,178)	(469,890)	(500,261)	(562,204)
分出保费的分摊	(14,919)	(14,179)	(15,136)	(16,114)	(18,110)
减: 摊回保险服务费用	10,605	10,448	11,153	11,874	13,344
承保财务损益	(99,933)	(123,959)	(132,326)	(140,879)	(158,323)
减: 分出再保险财务损益	564	542	579	616	692
税金及附加	(3,414)	(3,665)	(3,912)	(4,165)	(4,681)
业务及管理费	(76,401)	(80,212)	(85,626)	(91,161)	(102,448)
提取保费准备金	(78)	(230)	(246)	(261)	(294)
非银行业务利息支出	(22,698)	(24,346)	(25,989)	(27,669)	(31,095)
其他业务成本	(27,101)	(38,086)	(40,657)	(43,285)	(48,644)
其他资产减值损失	(1,367)	(1,327)	(1,417)	(1,508)	(1,695)
信用减值损失	(80,553)	(77,744)	(82,992)	(88,356)	(99,296)
营业支出合计	(737,516)	(792,936)	(846,460)	(844,186)	(891,118)
三、营业利润	142,839	120,853	168,792	205,174	215,189
加: 营业外收入	359	816	353	276	281
减: 营业外支出	(863)	(1,552)	(857)	(517)	(527)
四、利润总额	142,335	120,117	168,288	204,933	214,944
减: 所得税	(7,518)	(10,843)	(24,625)	(25,333)	(25,013)
五、净利润	134,817	109,274	143,663	179,601	189,931
归属于母公司股东的净利润	111,008	85,665	120,383	154,124	162,214

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>