

中国平安重大事项停牌公告及传闻点评

保险行业核心分析师：潘洪文 AIA
panhw@htsec.com
021-23219389

相关事件及传闻：

1、中国平安 A 股 2009 年 6 月 8 日发布重大事项停牌公告：本公司正在讨论重大交易事项，因相关事项存在不确定性，为维护投资者利益，避免公司股价异常波动，经公司申请，本公司股票自 2009 年 6 月 8 日起停牌，直至相关事项确定并披露有关结果后复牌。

中国平安 H 股 2009 年 6 月 8 日发布股份暂停买卖公告：本公司的股份已于二零零九年六月八日上午九时三十分起停止买卖直至本公司发出有关可能发生的交易公布，当中可能载有若干股价敏感资料。

2、根据路透社《热谈：平安保险望成为深发展最大股东》的传闻：数位消息人士透露，深圳发展银行(000001.SZ)可能向平安保险定向增发股份，相关谈判正在进行中，平安保险最终有可能成为深发展第一大股东。业内分析表示，目前的猜测是平安保险可能认购新股，并接手深发展外资股东--新桥资本的一些股份。

3、深发展 2009 年 6 月 8 日发布股票临时停牌的公告：因深圳发展银行股份有限公司正在筹划重大事项，根据《深圳证券交易所股票上市规则》的有关规定，经公司申请，该公司股票深发展 A(证券代码为 000001)自 2009 年 06 月 08 日开市起停牌，公司将于 6 月 13 日前刊登相关公告后复牌。

点评：

结论：短期主要取决于交易价格，长期利好中国平安，收购深发展符合公司长远战略，当然混业经营和业务整合存在一定不确定性。

我们认为深发展向平安定向增发、然后平安接手新桥资本股份的可能性较大。因为深发展资本充足率偏低（09 年一季度资本充足率仅 8.5%，核心资本充足率 5.2%也不高），有融资需求；同时作为私人股权基金的新桥资本在锁定期满后退出深发展也是迟早事情。但由于尚在讨论中，上述收购存在较大不确定性。

可能的并购对中国平安而言，短期影响主要取决于交易价格。目前中国平安（主要是传统-普通保险产品账户）已持有 4.89%深发展股权，新桥资本持有深发展 16.76%股权。乐观情形下假设增发及完全接手新桥股权后平安持有深发展 30%的股权，则深发展 09 年业绩（我们预计 09 年 EPS1.38 元）将贡献中国平安每股收益 0.18 元；悲观情形下假设增发及部分接手新桥股权后平安持有深发展 20%的股权，则深发展 09 年业绩将贡献中国平安每股收益 0.12 元。

目前深发展股价（2009 年 6 月 7 日收盘价 20.0 元）对应 2009 年 P/B 和 P/E 分别为 3.16 倍和 14.52 倍，估值并不便宜，因为当前价格已暗含一定并购溢价。因此，如果最终平安收购深发展成功，收购价格将成为中国平安短期表现的关键。

但我们认为并购长期利好中国平安，因为收购深发展符合公司长远战略、能增强银行业务实力、更有利于产生协同效应，当然混业经营和业务整合存在一定不确定性。中国平安长期战略是“保险+银行+投资及资产管理的三支柱战略”，未来 5 年依靠保险业务持续的利润增长，未来 3-10 年银行和资产管理成为新的利润增长点，未来 5-15 年以消费信贷、企业年金、新型健康险、新渠道和第三方资产管理为新的利润增长点。投资富通失败后，公司资产管理业务扩张计划（购买 50%富通资产管理公司股权）搁浅。合并深商行后平安银行业务对公司净利润贡献仍有限，银行业务相对保险业务而言偏弱。

在 2007 年和 1H2008 年，公司多计提准备金（调低高利率保单评估利率）降低寿险业务利润后，银行业务对净利润贡献也仅占 10%左右（见表 1），2008 年下半年由于富通投资巨亏使得寿险业务出现了巨亏，利润主要靠银行业务贡献。

我们认为银行业务发展如果仅依靠内生性增长会过慢，外延式并购扩张是另外一个较好的途径。目前中国平安旗下子公司平安银行只有深圳、上海、福州、泉州、厦门和杭州 6 个网点（广州分行获批筹建），每年只能扩张 2 个网点，而深发展截至一季度末有 286 个网点。

如果能够控股深发展，长远来看对中国平安银行主业发展及增强银行业务实力是非常有利的，同时银行业务的做大也更有利于发挥公司协同效应。银行业务净利润相对比较稳定，ROE 较高，而保险业务由于较高的权益投资比例净利润波动性过大。因此，收购深发展一方面能提高银行业务对公司业务利润的贡献，同时能够降低公司业绩的波动性。

我们注意到深发展在 4Q08 一次性大幅计提 54 亿拨备、核销 89 亿不良贷款，基本化解了遗留的历史包袱，资产质量显著提高。截至 1Q09，不良资产率和拨备覆盖率分别为 0.61% 和 130.4%，不良率较低、拨备比较充足。虽然我们对历史不良资产实现清收不报很大的期望，但还是存在收回部分不良资产的可能（深发展和平安银行数据对比见表 2、表 3、图 1、图 2）。假设最终平安收购深发展 30% 的股权，则深发展对中国平安业绩的贡献接近平安银行的业绩贡献。

收购带来的主要风险是银行业务的整合风险以及混业经营带来的不确定增加。

投资建议——继续看好业务高增长、估值低的平安，目标价维持 54.13 元。从估值来看，目前中国平安、中国太保和中国人寿对应 09 年的隐含新业务倍数分别为 16.8 倍、15.7 倍和 27.7 倍，我们认为新业务倍数 25 倍以内是合理的。考虑到收购仍存在较大不确定性，我们仍维持 54.13 元目标价，维持“买入”投资评级。

表 1 2006-2008 年中国平安各项业务净利润构成对比

净利润构成（百万元）	1H2006	2006	1H2007	2007	1H2008	2008
人寿保险业务	3,528	5,671	4,813	7,831	6,181	-2,134
财产保险业务	163	582	322	1,484	74	408
银行业务	1	71	1,086	1,537	795	1,444
证券业务	174	609	676	1,492	401	550
其他业务	140	563	1,429	3,237	-141	605
净利润合计	4,006	7,496	8,326	15,581	7,310	873

收入构成(%)	1H2006	2006	1H2007	2007	1H2008	2008
寿险业务	88.1%	75.7%	50.3%	57.8%	84.6%	-244.4%
财险业务	4.1%	7.8%	9.5%	3.9%	1.0%	46.7%
银行业务	0.0%	0.9%	9.9%	13.0%	10.9%	165.4%
证券业务	4.3%	8.1%	9.6%	8.1%	5.5%	63.0%
其他业务	3.5%	7.5%	20.8%	17.2%	-1.9%	69.3%
净利润	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 平安银行和深发展基本数据对比（亿元）

	深发展（2009E）	平安银行（2008）
净资产	196.74	86.41
总资产	5909.16	1459.23
净利润	42.78	14.44
总市值	621.09	-
PB（倍）	3.16	-
PE（倍）	14.52	-
总股本（亿股）	31.05	-

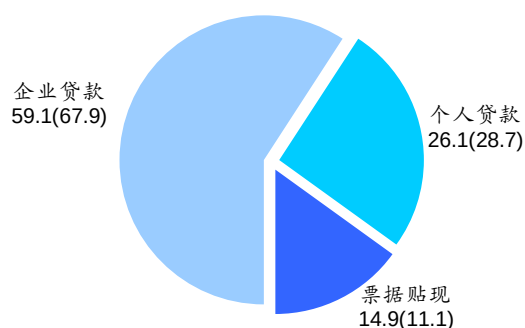
资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 平安银行和深发展主要指标对比

	深发展(2009年1季度)	平安银行(2008)
网点数目	286	6
核心资本充足率	5.23%	10.50%
资本充足率	8.53%	10.70%
不良资产率	0.61%	0.54%
拨备覆盖率	130.40%	153.70%
ROAE	26.82%	-
信用卡数量	有效发卡超过 300 万	累计流通卡量 150 万

资料来源：公司公告，海通证券研究所

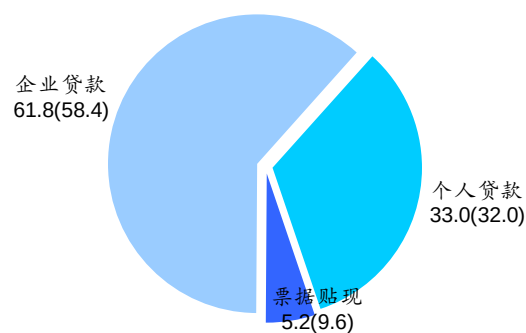
图 1 2007-2008 年深发展贷款组合结构(%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：括号内为 2007 年，括号外为 2008 年

图 2 2007-2008 年平安银行贷款组合结构(%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

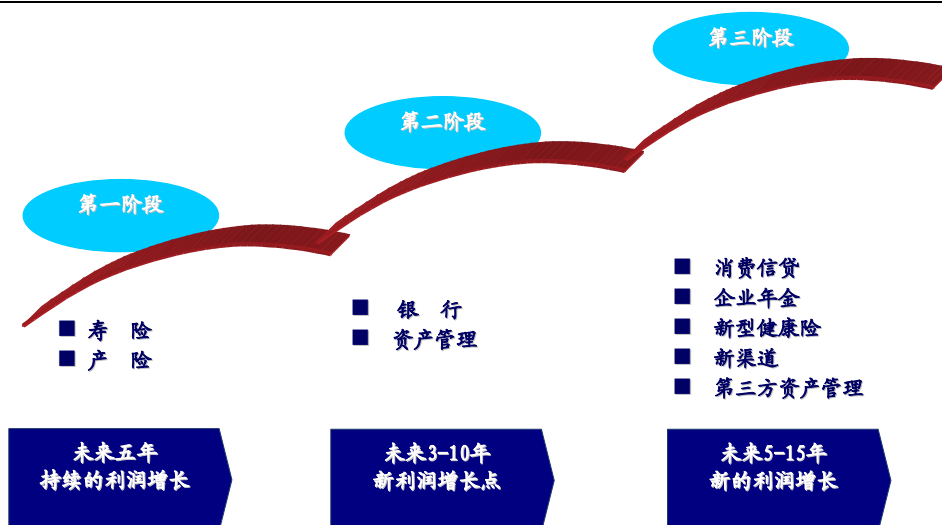
注：括号内为 2007 年，括号外为 2008 年

表 4 深发展资产质量情况 (百万元, %)

	过去四个季度对比			2008 增长率		占总贷款的比重		
	2007	1H2008	2008	YoY%	比年中%	2007	1H2008	2008
关注	2009	1690	3694	83.88%	118.63%	0.91%	0.69%	1.30%
次级	7370	6074	1928	-73.85%	-68.27%	3.32%	2.47%	0.68%
可疑	4506	3803	0	-100.00%	-100.00%	2.03%	1.54%	0.00%
损失	600	1544	0	-100.00%	-100.00%	0.27%	0.63%	0.00%
不良贷款合计	12476	11421	1928	-84.55%	-83.12%	5.62%	4.64%	0.68%
新增不良(除核销)/贷款平均余额	0.12%	-0.16%	0.03%					
新增不良(含核销)/贷款平均余额	1.38%	0.16%	4.81%					
新增不良(除核销)/上年新增贷款	-7.93%	-5.32%	-26.62%					
新增不良(含核销)/上年新增贷款	0.81%	-1.79%	0.15%					

资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 中国平安未来战略发展的三个阶段



资料来源：公司信息，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

潘洪文：保险行业

重点研究上市公司：中国平安、中国人寿、中国太保。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通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。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。