

中国平安

601318

增持/ 维持评级

股 价	2009/06/09
RMB45.1	

基础数据

总股本（百万股）	7345
流通 A 股（百万股）	3927
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	177089

财务数据

市净率 (X)	4.00
TRACING P/E (X)*	-129.25
EPS (元)	0.22
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
 张 黎
 +755-82366995
 zhanglisz@lhqz.com

强化短板 志在高远

——关于平安并购深发展传闻的点评

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E
营业收入(百万元)	139803.0	55354.0	167405	195601
(+/-%)	-15.4	44.1	19	17
归属母公司净利润(百万元)	662.0	1635.0	8311	10039
(+/-%)	-95.6	-66.4	1155	21
EPS(元)	0.09	0.22	1.13	1.37
P/E(倍)	500.4	202.6	34	28

■ 财务角度：1、根据历史盈利表现，深发展的合理估值为 3.2 倍 PB，参考相关媒体提到的 22 元/股的增发价格，对应 4 倍 PB，考虑到并购通常需要支付一定溢价，总体来看定价基本合理。2、以第一期 5 亿股、22 元/每股的投入计算，并购为平安贡献的净利润增量为 2 亿元，对应 EPS0.03 元，短期业绩提升不大。

■ 战略角度：并购双方将从综合金融平台的协同效应中获益。深发展网点主要布局于全国各地一二线城市，而全国性的一二线城市又恰恰正好是平安银行的弱势区域和平安保险的强势区域，新增的银行、保险业务的区域交集为协同效应提供更大的可能和更高的效率。

■ 深发展受益方面：1、资本充足率提升；2、客户资源增加；3、业务渠道拓宽；4、管理费用有望下降。

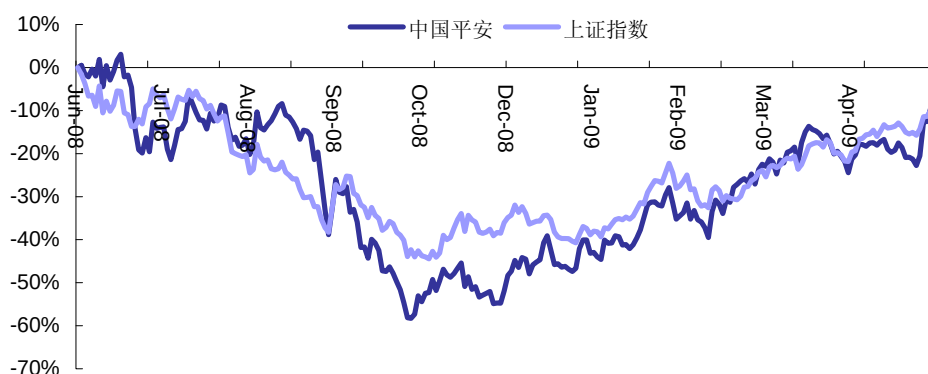
■ 中国平安受益方面：1、利益分享；2、客户粘性增强；3、业务渠道拓宽。

■ 估值：中国平安最新股价隐含的新业务乘数仅为 18 倍，距离 H 股历史均值 30 倍仍有很大提升空间，而并购事件恰恰是最佳的催化剂。

■ 他山之石：根据国内外对并购事件的广泛研究，在并购之后，目标方的绩效和股价表现均优于收购方。我们由此预测，正式并购公告发布后，短期内深发展的股价涨幅或将超过平安。

■ 风险提示：1、信息可靠性；2、并购价格变化；3、企业文化融合。

最近 52 周股价表现



事件

近期媒体传闻平安并购深发展，可能出现的情况如下：

- 1、深发展向平安定向增发约 5 亿股，增发后深发展总股本扩至 36 亿股，增发价格约为 22 元/股；
- 2、待深发展第一大股东美国新桥明年 6 月最后一波解禁期结束后，平安全面接手其所持约 16.7% 的深发展股权，届时平安将合计持有约 10 亿股深发展股权，约占后者总股本的 30% 左右；
- 3、在适当时机下平安可能会将平安银行资产注入深发展，以达到对深发展的绝对控股。

点评

财务角度：并购价格略有溢价，短期业绩提升有限

从深发展的盈利能力来看，长期 RoE 为 16.1%，按照 20 倍 PE 水平简单测算，合理 PB = 16.1% × 20 = 3.2 倍。

表 1、深发展 RoE									%
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
RoE	22.7	23.4	22.3	31.1	17.6	21.8	19.6	13.2	
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	均值
RoE	11.1	7.9	9.7	6.2	6.2	21.4	20.4	3.7	16.1

数据来源：公司数据，联合证券研究所。

根据相关媒体所提到的 22 元/股的定向增发价，对应深发展 PB 为 4 倍，略高于 3.2 倍的合理估值。考虑到并购通常都要给予目标公司一定的溢价，因此，我们认为定价基本合理。

从短期业绩影响来看，即使乐观假设今年深发展的 RoE 恢复到历史均值的 16.1%，考虑到 4 倍 PB 的参股价格，平安投入资金的回报率 = 16.1% / 4 = 4.03%，而该部分投入资金的机会成本为存款利息，扣除 1 年期定存利率 2.25% 之后，投入资金的增量回报率为 1.8%。以第一期 5 亿股、22 元/每股的投入计算，深发展为平安贡献的增量回报为 2 亿元，对应 EPS0.03 元，短期影响并不大。

战略角度：协同效应创造价值

平安未来十年的愿景是成为国际领先的综合金融集团。从目前来看，无论总资产还是净资产规模，相比保险业务而言，银行、证券都还太小，仅靠内生性增长来实现平安的美丽愿景远远不够。

图 1、平安各分部总资产占比

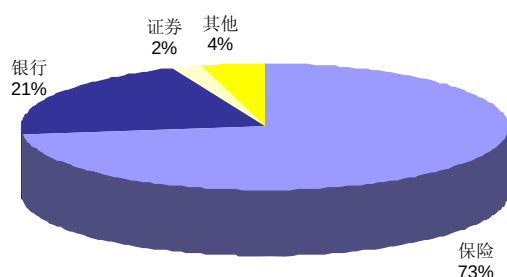
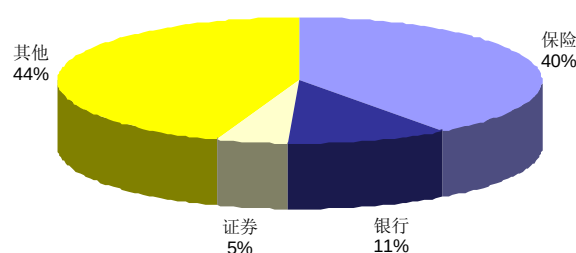


图 2、平安各分部净资产占比



数据来源：公司数据，联合证券研究所。

并购深发展为平安提供了绝好的外延式扩张捷径。通过并购，平安集团的银行业务和资产规模将获得大幅提升。

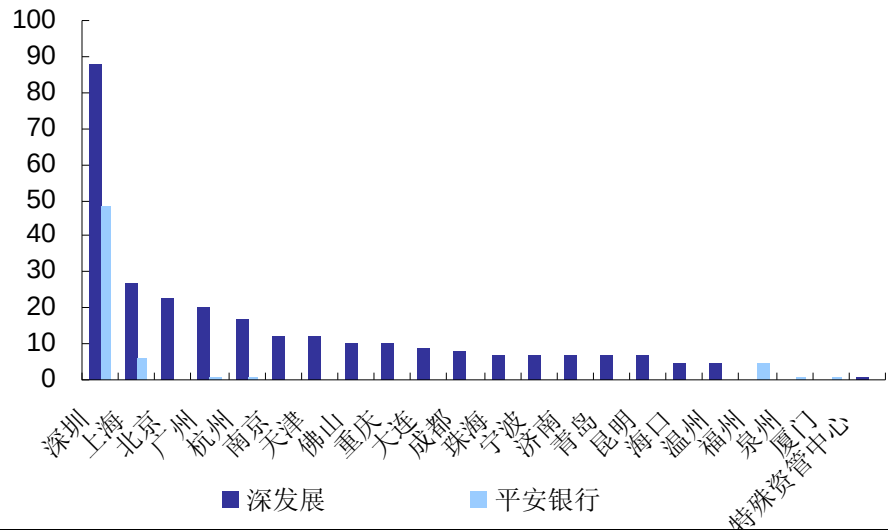
表 2、并购带来的银行业务各项指标增长

	存款总额	贷款总额	净资产	总资产	净利润	资本充足率	核心资本充足率
平安银行	106,814	72,486	8,641	145,923	1,444	10.7%	10.5%
深发展	360,514	281,715	16,401	474,440	614	8.6%	5.3%
扩大比例	338%	389%	190%	325%	43%	n.a.	n.a.

数据来源：08 年公司数据，联合证券研究所。

平安银行目前仅在深圳、广州、福州、厦门、泉州、上海、杭州七个城市设有营业网点，而深发展的网点则是遍布全国各地一二线城市，很好地补充了平安银行的网点缺口。同时，一二线城市又恰恰正好是平安保险业务的强势区域，新增的银行、保险业务的区域交集为协同效应提供更大的可能和更高的效率。

图 3、深发展网点为平安银行区域空缺提供了有力补充



数据来源：公司数据，联合证券研究所。

深发展受益方面：

1、资本充足率提升

定向增发后，深发展将获得 110 亿元用于补充资本金，资本充足率和核心资本充足率将由 09 Q1 的 8.53 %、5.23 % 上升至 12.15 % 和 8.85 %。

2、客户资源增加

平安 4500 万个人客户和 200 万公司客户都将成为深发展的潜在客户资源，尤其是之前平安保险已覆盖而平安银行网点尚未能覆盖的地区，这些地方的银行业务不存在挤出效应。

在近期平安股东大会上的介绍中，我们了解到公司目前已经在技术上实现了一卡多用的功能，即将保险、银行、证券全部业务整合到一张卡片上，预计今年 7、8 月份正式推广，这样就为客户共享提供了更大的便利性。

3、业务渠道拓宽

根据平安股东大会披露的信息，公司 08 年通过交叉销售实现的财险、年金、信用卡分别达到 14 %、10 %、70 %，综合金融平台的协同优势由此可窥一斑。平安 36 万的代理人营销团队为深发展提供了更多的触角，可以不断地为深发展开发信用卡、个人储蓄、个贷等业务。

4、管理费用有望下降

如果看得更远些，假如未来两家公司的整合力度更大，那么平安在上海的金融后援管理中心还将有望发挥其后台管理上的协同效应，进而降低深发展的管理费用。

中国平安受益方面：

1、利益分享

以上所有提到深发展的受益都将通过股权关系传导给平安股东。

2、客户粘性增强

如同青岛海尔曾经推崇的“数字家庭”解决方案一样，平安志在提供金融产品的一站式服务，短板业务的增强，有利于提高客户粘性。

3、业务渠道拓宽

交叉销售是双向的。深发展在全国 18 个经济发达地区共 282 家分支机构反过来又可以为平安银保产品提供通道。不过，考虑到平安已有 4 万个合作银保网点，预计短期内来自深发展渠道的银保增量贡献不会太大。

从目前平安的估值来看，最新股价隐含 09 年新业务乘数仅为 18 倍，距离 H 股历史均值 30 倍仍有很大的提升空间，而本次并购事件恰恰提供了绝佳的催化剂。

他山之石

从国内外对并购事件的大量研究来看，其主要结论如下：

- 1、从绩效来看，目标公司在并购后绩效通常都会获得提升，而收购公司在并购后绩效则有增有减；
- 2、从股价来看，目标公司超额收益为正的较大，而收购公司超额收益出现正负值的概率相当。

表 3、目标方股价收益研究

学者	区间	样本	事件窗(天数)	累积超额收益	备注
陈信元、田余(1999)	1997	30	(-10,20)	-	公告前呈上升趋势, 随后逐渐下降
高见、陈散玮(2000)	1997-1998	462	(-10,+5)	1.34%	资产重组在公告前被视为利好消息, 但消息公告后迅速大幅消化, 并且短期股价波动并非长期收益预期的反映
余光、杨荣(2000)	1993-1995	19	(-5,+5)	14.3%沪市 5.7%深市	在购并中, 目标企业的价值将上升
万朝龄等(2001)	1997-1999	437	(-40,+40)	-	市场对控制权有偿转让的重组事件存在较强的提前反应, 在公告期后还存在明显的过度反应, 其他方式的超常收益率不明显
王慧娟(2001)	1999	109	(-29,+15)	3.63%	CAR 在公告日后 15 个交易日后消失
戴榕、干春晖(2002)	1999-2000	59	(-9,+9)	0.65%横向 2.37%纵向 3.64%混合	短期内纵向并购的 CAR 均值最高, 与短期内纵向并购的 CAR 均值最高, 与横向并购和混合并购的 CAR 值差异显著, 但是横向并购和混合并购的差异并不显著
江斌(2002)	1999-2001	175	(10,+10)	3.65%	CAR 在公告日后呈上升的趋势
李善民、陈玉罡(2002)	1999-2000	349	(-10,+30)	-9.19%	并购对目标公司股东财富的影响不显著; 股权种类结构对目标公司股东财富的影响不显著
梁岚雨(2002)	1998-2002	57	(-1,+1) (-30,+1) (1,+30)	2.00% 9.34% 2.31%	市场对中国公司的兼并收购反应冷淡, 市场对此类行为并无正的评价
张文璋、顾慧慧(2002)	1996-2000	242	(-33, +7)	12.81%	t-3 天 CAR 最大, 公告日后呈上升的趋势
费一文(2003)	1997-2000	58	(-5,+5) (-10,+10) (-15,+15) (-20,+20)	-0.24% -3.64% -5.05% -5.15%	控制权转移; t-3 天 CAR 达到最大; 公告发布后股价开始下降, CAR 为负值, 时间越长收益越差
张新(2003)	1993-2002	1216	(-60,+30)	29.05%	股权收购类兼并重组类均无超常收益

数据来源:《上市公司并购绩效及其影响因素的实证研究》、刘志强, 联合证券研究所。

注: CAR 为累计超额收益。

表 4、并购方股价收益研究

学者	区间	样本	事件窗(天数)	累积超额收益	备注
陈信元、张田余(1999)	1997	30	(-10,20)	-	并购方的 CAR 在公告日后有上升趋势, 但统计检验结果与 0 没有显著差异
雷星晖、张洪(2002)	2000	47	(-40,+40)	3.76%	混合并购的 CAR 最高, 与纵向并购和横向并购的差异显著
余光、杨荣(2000)	1993-1995	19	(-5,+5)	-2.606%沪市 -2.328%深市	并购方价值维持不变
江斌(2002)	1999-2001	356	(-10,+10)	0.86%	在公告日超常收益率达到最高, 且具有统计显著性;CAR 在公告前呈上升趋势, 随后逐渐下降
李善民、陈玉罡(2002)	1999-2000	196	(10,+30)	2.88%	并购能给收购公司的股东带来显著的财富增加; 国家股比重最大和法人股比重最大的收购公司其股东能获得显著的财富增加
梁岚雨(2002)	1998-2002	35	(-1,+1) (-30,+1) (+1,+30)	0.59% -6.44% 0.56%	中国公司的并购没有带来效率的提高; 中国股票市场非有效市场
张文璋、顾慧慧(2002)	1996-2000	6	(-33,+7)	0.04013	1996 年发生并购的上市公司经营业绩得到改善的比例较高, 1997、1998 年明显偏低, 1999、2000 年发生并购的上市公司的经营业绩得到改善的比例又大幅增加, 达到较高的水平
张新(2003)	1993-2002	22	(-60,+30)	-16.76%	吸收合并 CAR 始终呈下降趋势
孙铮、李增泉 (2003)	1997-1999	133	-	18.89%	控制权转移期间, 上市公司的股东获得了超额收益
李善民(2005)	1998-2003	1672	-	-	大多数收购公司股东在并购后 1~3 年内遭受了显著的财富损失; 混合并购和同行业并购的收购公司股东长期内均遭受了显著的财富损失; 收购公司国有股比例对并购后 1 年内公司绩效有显著影响; 高管持股比例对收购公司长期绩效无显著影响

数据来源:《上市公司并购绩效及其影响因素的实证研究》、刘志强, 联合证券研究所。

注: CAR 为累计超额收益。

我们由此预测, 正式并购消息公告后, 深发展的股价涨幅或将高于中国平安。

最直观的逻辑在于, 平安或多或少都在为并购而支付了一定的溢价, 因此短期来看, 深发展的受益更大。而从长期来看, 双方共赢的局面基本确定。

风险提示

1、信息可靠性: 由于上市公司至今仍未发布正式的关于并购信息的公告, 我们仅参考相关媒体报道来进行分析, 不排除未来公告与其存在出入的可能。

2、并购价格变化: 并购价格是决定一桩买卖合算与否的最重要因素之一, 未来仍存在变数。

3、企业文化融合：平安银行类似于保险的经营风格是否能够与老牌银行深发展有效融合值得关注。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们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。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。