

又一笔 200 多亿的股权投资

中国平安 (601318)

评级: (中性)

股价: 45.1 元

跟踪报告

2009 年 6 月 14 日 星期日

陶正傲
010-66216231-819
tza@longone.com.cn
非银行金融行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	73.5
流通股本(亿股)	39.3
总市值(亿元)	3314.85
流通市值(亿元)	1772.43

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	11.72	7.79
3 个月	24.28	6.05
6 个月	73.86	33.46

个股相对上证综指走势图



相关报告:

- 《从保守的角度估计中国平安的价值》 2008.2.20
- 《对平安通过巨额融资方案的点评》 2008.3.6

投资要点

- 做大做强经营目标和成为综合金融企业决定了股权投资与并购的冲动，上次中国平安投资富通的失败不只是因为全球金融危机和投资国外企业股权的原因，更是因为对外部经济环境的现状缺少足够的了解，并对股权投资长期财务预期回报率缺少必要的较为细致测算，对汇率风险在内的投资风险缺少足够的重视，只是基于业务扩张规划下进行的投资。我们认为中国平安对深发展的股权投资前仍没有解决对富通投资所存在的这些问题。

1. 价格过高的投资不是好的投资

- 从并购理论来看，并购的价值在于并购后对企业重新整合后的新价值大于原来的企业价值，而且要求支付的并购价格溢价低于整合导致的价值增值部分，否则尽管购买了好企业，但支付成本过高，也成了一笔财务失败的投资。

对新桥投资深发展的简要回顾

- 新桥当初投资深发展的 3.48 亿股的价格是每股 3.545 元，PB 是 1.47-1.57 之间（分别是按 2003 年与 2004 年的境内审计数下的每股净资产计算），当然新桥在 2007 至 2008 年间以 19 元左右价格行权，通过深发展认股权证再购入 5200 多万股股份，使其每股持股成本有所上升。新桥投资深发展时是中国股市处于几年熊市过程中，而中国平安投资深发展是在中国股市的尾段，并购定价相比于牛市初期的 2006 年 4.36 元还是涨了 4-5 倍。

中国平安对深发展的投资成本

- 中国平安通过二级市场购入了深发展 1.45 亿股，成本为 28.44 亿元（按公司 2008 年年报），平均成本价为 19.569 元。本次拟平安寿险拟以 18.26 元的价格再购入 3.70-5.85 亿股，投入金额在 67.56 亿至 106.82 亿之间。购入新桥 5.20 亿股份的每股现金定价是 22 元，合计金额为 114.49 亿元。由于平安持股深发展的比重不超过 30%，我们计算了一下，按目前深发展的股本计算，平安寿险至多可购入深发展的股份数是 4.075 亿股。按此股份数，我们计算得平安投资深发展的股份数为 10.55 亿股，金额为 217.34 亿元，平均每股成本为 20.596，相对于深发展当前 5.50 的每股净资产，PB 为 3.74 倍。
- 当然我们看到中国平安可能以发行 2.99088758 亿股 H 股股份来购买成买新桥所持深发展股份，相当于 H 股股份的定价是人民币 38.28 元/股，而停牌前中国平安的 H 股股价为 59.05 港元，相比有较大的折让，对新桥可能有较大吸引力，而且付款条件规定：“若 NEWBRIDGE 选择收取对价股份，则其应当在 2010 年 12 月 24 日下午 5 时（香港时间）前发出付款通知，说明选择以对价股份收取股份转让代价。本公司应向 NEWBRIDGE 配售及发行对价股份。对价股份配售及发行时，将会入账列为缴足，在各方面与已发行的其他本公司股份享有同等权益，且可在对价股份获配股发行后的第一个交易日在联交所上市并自由交易。”相当于给新桥一份 2010 年 12 月 24 日到期的免费期权，若到此时点中国平安 H 股股价远高于 38.28 元人民币的话，新桥可以先取得中国平安 2.99088758 亿股 H 股股份，然后第二天就可在市场上卖出（假定市场并不因为新桥卖出平安 H 股而导致股价大幅波动，中国平安目前 H 股的流通股份数是 25.5864 亿股），得到的金额将高于 114.49 亿人民币的现金交易金额。
- 所有未来前景良好的公司的股价也不能一步涨上天，只能是公司发展到哪一步，赢利能力到什么程度才能值什么样的价格，未来股东也需要在每年持有期内有合理的投资回报才好。在《投资者的未来》中作者指出：在美国高科技股由于 IPO 定价过高，所以投资者在其上市以来的持有期的回报率均不高。并购和股权投资的定价高低同样面临这个问题，并购、股权投资的价格如果过高的话，而公司投资并购后的整合能力又不很高明的话，公司今后的持有期回报率将会较低。

2. 此次股权投资与并购对中国平安的未来影响

- 通过产品经营可以为股东创造价值，通过并购、股权投资也可能会给股东创造价值，毕竟这是二种完全不同的经营方式。而对于保险公司来说，投资是公司除保险业务外的另一项核心价值创造业务。
- 中国平安曾经是因为经营寿险业务而为公司股东带来了良好的回报，在保险责任准备金不断增加的情况，如何做好保险资金的投资，如何对目前高达寿险责任准备金 30% 的高利率保单进行投资上的匹配与消化，成了中国平安的大问题。从寿险业务走向银行业务，并因此进行的大规模股权投资使平安走上了全新的发展道路。平安在过去的 21 年经营历史中，除了富通投资的失败外，没有过很重大的经营挫折，随着中国平安不断进入股权投资并购市场，中国平安的挑战将越来越多，毕竟中国平安进入了自身没有经历过所不熟悉的领域，而且中国平安的综合金融服务平台也将变得越来越复杂而变得更难以管理，我们预期中国平安在接下来经营管理中将受到重大的挑战。
- 我们认为经营一个企业不在于将企业做得有多大，也不在于在短期内将企业做到什么样的规模，因为公司还要在未来要不断有所发展，不是一步发展到头。如果中国经济在此次全球金融危机之后，经历一个较长时间的低速增长周期，而不是过去几十年的高速增长周期，那么目前基于过去良好表现而进行股权并购投资定价将会面临投资上的重大问题，可有谁现在完全把握清楚了中国经济未来 5-10 的中期走势呢？银行业的良好回报在下几个短期经济周期中会如何？利率是否市场化了，银行对利率的国家垄断定价局面是否被打破均存在较大的不确定性。
- 平安保险客户与资源如何与未来平安银行获得战略协同，包括更丰富的产品、更广泛的客户基础和交叉销售的机会。但未来中国平安将保险渠道和客户资源与未来的深发展银行共享，可自身对深发展的股权比例只有 30%，以后深发展银行的收益只有 30% 是归中国平安集团的。如何做到战略协同，还有很长的路要走，中国平安本来是想通过投资富通来获取相关经验，现在看来，还得重新学习，以积累相关的管理经验。
- 当然中国平安作为汇丰控股和内部职工股占较大的比重的企业，董事、股东们 应当会为了自身的短期和长远利益而进行此类投资的投票表决了的，可如何防止投资富通这样的股权投资失败再次出现，基于本文开头所提的原因，我个人认为仍是一个未解决的问题。

- 基于上述分析，我们认为对于此次中国平安并购深发展股权，并购价格比较高，并购后的整合效果如何还很难判断，而且中国经济未来是否像过去一样保持较长时间的高速增长还很难判断，银行业的垄断利润（表现为存贷款利率的国家定价）和良好净资产回报率能否维持还有很大的不确定，中国平安在进入银行业务后所面临更多的经营管理挑战，市值和净资产越大的公司需要的年最低净利润要求也越高（股东对相当于社会平均资金成本水平的市值回报率要求和通常的净资产回报率的要求），公司面临的经营管理压力也越大，我们对此次股权投资持中性的看法。

3. 对中国平安的 PB 估值与一年新业务价值乘数估值

- 中国平安自身目前的 PB 估值为 4 倍，按 2008 年年报内含价值和一年新业务价值数据，对平安寿险之外业务若按 2 倍 PB 估值，则寿险之外其他业务价值为 1064.32 亿元，按平安寿险 2008 年年底的扣除偿付能力成本后的内含价值 696.43 和一年新业务价值 85.41 亿元，估计当前股价对应公司寿险业务的一年新业务价值乘数为 18.20 倍，按其近一年的增长率 18.84%来看估值基本合理，维持对其中长期的中性评级。
- 由于股市在今年有较大幅度的反弹，对公司股权投资短期收益有较大利好作用，从而提升公司的投资资产的短期回报率，而放宽保险资金的投资渠道对保险资金的收益率构成长期利好，整体上看，中国经济的前景不确定因素较大，中长期的保险资金投资回报率未有较大的整体向好趋势。随着商业银行通过参股进入保险市场，市场竞争将加剧，这将提升保险资金的资金成本。另外从短期来看，H1N1 流感若大暴发流行，将导致感染死亡人数的大幅增加，有可能使寿险业务面临较大的赔付风险和压力。
- 鉴于国内股市历来对并购题材的炒作之风，而且本次并购的定价是否过高，以及对今后中国平安的银行业务发展前景的预期差异，不排除中国平安股价在短期有可能被进一步向上炒作的可能，而股价的短期波动并不是分析师所能预期和分析的。

附注:

分析师简介及跟踪范围:

姓名, 陶正傲 非银行金融行业分析师

重点跟踪公司: 中国人寿, 中国平安, 中国太保, 中信证券, 海通证券, 安信信托

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122