

定向增发收购平安银行资产**谨慎推荐**

维持

分析师: 叶云燕, CFA ✉: yeyunyan@chinastock.com.cn ☎: 010-66568028 执业证书编号: S0130207091555
分析师: 杨欢 ✉: yanghuan@chinastock.com.cn ☎: 010-66568865 执业证书编号: S0130110014592

1. 事件

今日深发展发布重大资产重组公告, 拟通过非公开增发的方式收购平安银行股份。交易的主要内容如下: (1) 深发展向中国平安定向增发 16.39 亿股, 发行价为 9 月 2 日前 20 日交易均价即 17.75 元/股; (2) 中国平安以其所持有的平安银行 90.75% 股份和价值等同于 9.25% 平安银行股份的现金 (约 26.92 亿元) 进行认购。

2. 我们的分析与判断**■ 交易对价**

此次资产收购对平安银行的预估价值为 291, 按 86.22 亿总股本计算, 折每股 3.37 元。其 2010 年中期每股净资产为 1.78 元, 对应 PB 为 1.89x, 与目前上市银行平均水平相当。基于深发展 2010 年中期每股净资产, 17.75 元增发价对应的 PB 为 2.03x, 略高于上市银行平均水平。因此, 此次交易的对价对深发展股东而言略为有利。

■ 平安银行资本充足率好于深发展

从披露报表情况看, 平安银行总体资产质量良好, 资本充足, 盈利能力较强, 尤其是过去三年, 表现出非常强的成长能力。2010 年中期, 平安银行总资产规模 2306 亿元, 贷款接近 1200 亿元。存款余额约 1680 亿元, 净资产总额 153 亿元, 净利润 912 亿元, 折每股 0.11 元。

从规模上看, 平安银行相当于深发展 35%。从各项比率来看, 平安银行在资本充足率、不良贷款率和贷存比方面要好于深发展, 而在成本收入比、拨备覆盖率和净息差等方面则略弱于深发展。

■ 整合完成后提升深发展长期价值

此次定向增发及资产收购完成后, 将从以下几个方面提升深发展的投资价值: (1) 资产规模得到扩大, 按照 2010 年中期财务数据简单测算, 深发展的资产规模有望增加 30% 以上; (2) 网点和客户数得到扩充, 深发展的分行数将一次性增加 5 个, 营业网点增加 70 多个, 增加 20% 以上; (3) 整合完成后, 可以充分利用中国平安的综合性金融平台优势, 在个人存贷业务、信用卡业务等方面实现交叉销售; (4) 整合后总部及各地分支机构管理成本有望降低。

但是, 我们认为这种整合带来的价值提升效应是长期的, 短期还需要付出相应的整合成本, 因此短期可能难于见效。

3. 投资建议

我们相信此次整合将显著提升深发展的综合竞争实力及发展潜力, 提升公司价值。因此我们看好公司长期的投资价值。短期存在如下风险: (1) 交易完成还需要经过交易双方董事会、股东大会批准, 并且还需要相关监管机构批准, 在任一环节未被通过均会影响最后的结果; (2) 交易完成后, 两个银行在管理方面的统一与协调需要磨合期, 其间可能对成本与盈利带来负面影响。

表 1: 盈利情况对比

项目 (单位: 百万元)	平安银行			深发展		
	08A	09A	10H1	08A	09A	10H1
营业收入	3,893	4,282	2,892	14,513	15,114	8,496
营业成本	2,117	2,863	1,665	6,376	7,380	4,197
拨备前利润	1,776	1,418	1,227	8,138	7,734	4,299
营业利润	1,508	1,235	1,145	803	6,159	3,805
利润总额	1,609	1,379	1,177	793	6,191	3,872
净利润	1,636	1,105	912	614	5,031	3,033
归属于母公司股东的净利润	1,636	1,105	912	614	5,031	3,033
净利差	2.66%	1.77%	1.97%	2.90%	2.41%	2.40%
净息差	2.84%	1.86%	2.07%	3.02%	2.47%	2.46%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 资产负债情况对比

项目 (单位: 百万元)	平安银行			深发展		
	08A	09A	10H1	08A	09A	10H1
发放贷款和垫款	71,885	106,791	119,772	281,715	355,563	368,488
总资产	145,923	220,681	230,620	474,440	587,811	624,398
同业往来负债	17,901	26,173	21,025	82,359	95,443	68,420
吸收存款	106,813	149,065	167,839	360,514	454,635	505,988
总负债	137,282	206,366	215,290	458,039	567,341	593,977
股东权益	8,641	14,315	15,329	16,401	20,470	30,421
归属于母公司股东权益	8,641	14,315	15,329	16,401	20,470	30,421
每股净资产 (人民币元)	1.58	1.66	1.78	5	6.59	8.73

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 关键比率对比

项目 (单位: 百万元)	平安银行			深发展		
	08A	09A	10H1	08A	09A	10H1
成本收入比	46.96%	59.50%	50.60%	43.93%	48.83%	49.40%
核心资本充足率	10.53%	10.87%	9.90%	5.27%	5.52%	7.20%
资本充足率	10.69%	13.05%	11.75%	8.58%	8.87%	10.47%
存贷比	65.41%	70.27%	70.20%	79.08%	79.14%	73.88%
不良贷款率	0.54%	0.46%	0.45%	0.68%	0.68%	0.61%
拨备覆盖率	153.71%	155.96%	156.80%	105.14%	161.84%	224.09%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银行业分析师覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908