

强烈推荐-A (维持)**中国平安 601318.SH**

目标估值: 75.00 元

当前股价: 46.81 元

2010 年 9 月 2 日

平安银行与深发展重大资产重组点评**基础数据**

上证综指	2398
总股本(万股)	764414
已上市流通股(万股)	478641
总市值(亿元)	3578
流通市值(亿元)	2241
每股净资产(MRQ)	11.7
ROE(TTM)	18.7
资产负债率	90.3%
主要股东	汇丰保险控股有限公司
主要股东持股比例	8.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-11	-3
相对表现	12	17	17

**相关报告**

- 1、《修正预期，把握反弹》2010/3/17
- 2、《第二次踏入同一条河流的机会》2010/4/13
- 3、《内外兼修，华丽转身，2010 年高增长可期》2010/4/19
- 4、《行至水穷处，坐看云起时》2010/5/5
- 5、《深发展定向增发通过和 5 月保费点评》2010/6/17

罗毅 CFA

0755-82940797
 luoyi@cmschina.com.cn
 S1090208070228

洪锦屏

0755-82960071
 hongjinping@cmschina.com.cn
 S1090210070016

中国平安将通过平安银行全部股权的资产注入和现金支付方式参与深发展定向增发，成为其控股股东，短期增厚业绩，长期有利于协同效应发挥，维持强烈推荐。

- **整合方式符合预期，平安银行注入深发展。**此次资产重组的方式符合市场预期，深发展增发 16.39 亿股后总股本增加至 51.2 亿股，中国平安将注入平安银行的 90.75% 的股权和现金 27 亿元，平安权益比例 52.35%，达到绝对控股，深发展将被纳入合并报表。
- **估值在合理区间的上限，体现平安在博弈中的较强势的地位。**平安银行 291 亿元的估值对应 2010 年 PE 和 PB 约为 16-18 倍和 1.9 倍，深发展增发价格 17.75 元，对应 2010 年的 PE 和 PB 分别为 9.58 倍和 1.87 倍（不考虑此次增发摊薄），低于平安银行的估值。平安银行处于扩张期，中国平安前期对其投入不菲，较高 PE 也在意料之中。
- **此次重组将提升平安的资产规模 60%、净利润 4.67%。**首先，平安银行注入后，仍将通过二级股权控制进入平安的报表，同时平安持有的深发展的权益从 29.9% 上升至 52.4%，公司合并报表的各项指标规模都将上升，则平安仅支付 27 亿现金，可提升资产规模 60% 左右，股权杠杆度提升；其次，由于平安银行的估值高于深发展的 PE，而 PB 相当，则深发展的 ROE 高于平安银行，因此在价格相当的资产注入中，平安按权益法计算的归属母公司的利润将上升 4.67%。
- **方案利好平安，长短期均有正面影响。**对深发展的控股和两银行未来的整合，给平安的金融集团里写下浓墨重彩的一笔，全国性银行的平台将为平安一直推行的交叉销售、综合金融提供助力。整合短期提升公司的业绩和资产规模，将使公司成为资产规模最大的保险金融集团，长远意义还是在于其后银行平台在平安集团中地位和功能的增强，银行和保险、证券等协同效益的发挥。
- **我们重申平安强烈推荐的评级，短期目标价 50 元，中期目标价 75 元。**暂时维持盈利预测不变，等方案得到相关监管部门通过后再进行调整。
- **风险因素：**方案进展不如预期

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	95200	147835	185710	224004	261762
同比增长	-31%	55%	26%	21%	17%
营业利润(百万元)	19581	25857	32137	38393	44808
同比增长	-11%	32%	24%	19%	17%
净利润(百万元)	300	13883	18142	21007	21705
同比增长	-98%	4528%	31%	16%	3%
每股收益(元)	0.09	1.87	2.47	2.86	3.05
PE	520.1	25.0	19.0	16.4	15.2
PB	4.0	4.0	3.2	2.6	2.1

资料来源：招商证券

事件：

中国平安 9 月 1 日晚发布公告：将以所持有的 90.7% 的平安银行股权和部分现金认购深发展非公开发行的股份。深发展每股认购价格为 17.75 元，认购数量为 16.39 亿股，平安银行的预估值为 291 亿元，中国平安将以所持平安银行全部股权和等额于总认购价格（即 17.75 元/股与股份认购数量的乘积）减去认购对价资产价值（即等额于平安银行的最终定价乘以本公司持有平安银行约 90.75% 的股比所得数值）之数值的人民币现金，认购深发展本次非公开发行的股份。

注：1、平安银行估值是预估值，未来实际盈利数据与作为定价基础的预测数据之间可能存在一定差异。

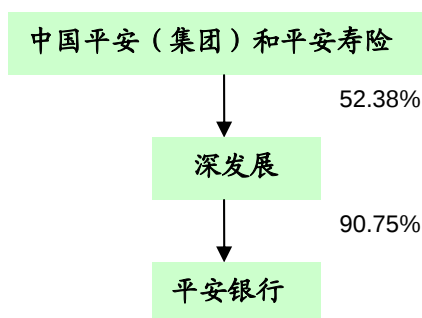
2、本次重组还需公司董事会、股东会及主管机构和监管部门进行多方面的审批。

点评：

1. 整合方式符合预期，平安银行注入深发展

此次资产重组的方式符合市场的预期，平安银行将被注入深发展成为深发展的子公司，中国平安从而成为平安银行的控股公司。深发展增发 16.39 亿股后总股本增加至 51.2 亿股，中国平安将注入平安银行的 90.75% 的股权和现金 27 亿元，平安权益比例 52.35%，达到绝对控股，深发展将被纳入合并报表。根据相关机构要求，深发展和平安银行要在一定的期限内完成整合，此次资产重组方案是两银行整合的组成部分，在完成股权的腾挪之后，深发展可能通过吸收合并的方式收购小股东股权，和平安银行完成全面的整合。

图 1：重组后的中国平安和深发展股权结构



资料来源：公司报告，招商证券研发中心

2. 平安银行估值在合理区间上限，体现平安强势地位

整合方案的核心是平安银行的估值和深发展的增发价格，此次方案中平安银行预估价 291 亿元，对应 09 年 PE 和 PB 分别为 26.3 和 2.03 倍，根据 2010 年中期平安银行净利润 9.12 亿元和净资产 153 亿元测算，PE 和 PB 约为 16-18 倍和 1.9 倍。估值在合理区间的上限，体现平安在博弈中的较强势的地位。

由于深发展增发价格 17.75 元，对应的 09 年 PE 和 PB 分别 11 倍和 2.69 倍，不考虑

此次增发，对应的 2010 年的 PE 和 PB 分别为 9.58 倍和 1.87 倍，低于平安银行的估值。平安银行处于扩张阶段，平安对其的前期投入不菲，其 ROE 与上市股份制银行相比偏低，因此若采用与上市银行一致的 PE 或 PB 来估值会有一定的偏差，平安银行的估值 PB 与深发展相当，而 PE 要高于深发展，也在意料之中。

3. 股权杠杆提升，并表增厚业绩

此次重组将提升平安的资产规模 60%、净利润 4.67%。首先，平安银行注入后，仍将通过二级股权控制进入平安的报表，同时平安持有的深发展的权益从 29.9% 上升至 52.4%，公司合并报表的各项指标规模都将上升，截止 2010 年中期深发展总资产 6244 亿元，为平安集团的 60%，则平安仅支付 27 亿现金，可提升资产规模 60% 左右，股权杠杆度提升；其次，由于平安银行的估值高于深发展的 PE，而 PB 相当，则深发展的 ROE 高于平安银行，因此在价格相当的资产注入中，平安按权益法计算的归属母公司的利润将上升 4.67%。

表 1：重组后平安的账面利润可增长 4.67%

单位：亿	09 年净利润	持股	归属平安
平安银行	11.05	90.75%	10.03
深发展	50.31	29.99%	15.09
合计			25.12
重组后深发展	60.34	52.38%	31.61
增厚			6.49
平安	139		4.67%

资料来源：公司报告，招商证券研发中心

表 2：平安银行注入后，平安持有深发展股份在 52%

		深发展增发价格			
		14.19	15.97	17.51	17.75
平安银行 估值 PB	1.0	45.70%	44.31%	43.29%	43.15%
	1.2	48.03%	46.50%	45.36%	45.21%
	1.4	50.17%	48.52%	47.29%	47.12%
	1.6	52.14%	50.40%	49.09%	48.91%
	1.8	53.96%	52.14%	50.77%	50.58%
	2.0	55.65%	53.77%	52.34%	52.14%

资料来源：公司报告，招商证券研发中心

4. 短期增厚业绩，长期看两银行融合和银保协同

对深发展的控股和两银行未来的整合，给平安的金融集团里写下浓墨重彩的一笔，全国性银行的平台将为平安一直推行的交叉销售、综合金融提供助力。整合短期提升公司的业绩和资产规模，将使公司成为资产规模最大的保险金融集团，整合的长远意义还是在于其后银行平台在平安集团中地位和功能的增强，银行和保险、证券等协同效益的发挥。

我们重申平安强烈推荐的评级，短期目标价 50 元，中期目标价 75 元。暂时维持盈利预测不变，等方案得到相关监管部门通过后再进行调整。

风险因素：方案进展不如预期

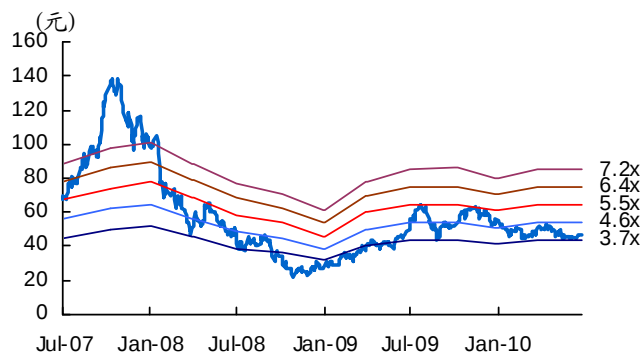
表 3: 精算估值表

单位: 百万	2009	2010E	2011E	2012E
经调整的净资产价值	94,606	122,988	143,896	165,480
1999 年 6 月前承保的有效业务价值	-11,614	-10,558	-9,623	-8,748
1999 年 6 月后承保的有效业务价值	86,579	110,821	129,661	149,110
持有偿付能力额度之成本	-14,314	-18,047	-24,008	-28,072
有效业务价值	60,651	82,216	96,030	112,290
内含价值	155,257	205,203	239,926	277,770
一年新业务价值	13,945	18,970	22,541	23,253
持有偿付能力额度之成本	-2,141	-2,276	-2,480	-2,558
扣除偿付能力额度成本之后的一年新业务价值	11,804	16,694	20,062	20,695
股本	7,345.05	7,345.05	7,345.05	7,345.05
每股扣除成本之后的新业务价值	1.61	2.27	2.73	2.82
新业务估值倍数	12.78	15.00	15.00	15.00
新业务总体价值	20.54	34.09	40.97	42.26
每股精算价值	41.67	62.03	73.63	80.08
财产保险	1.38	3.86	4.34	4.99
银行业务	2.21	3.75	4.32	4.97
证券业务	2.92	4.38	5.57	6.97
其他业务	1.74	0.87	0.99	1.19
合计每股估值	49.92	74.89	88.86	98.19

资料来源: 公司报表, 招商证券整理

图 2: 中国平安历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 中国平安历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2008年度第二名，2007年度第三名，证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2008年第三名，2007年度第二名，金融时报(FINANCIAL TIMES)2007年度最佳

分析师金融行业第二名，目前为招商证券金融行业研究副董事

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。