

深发展 A (000001.SZ) 银行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

陈建刚

分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

邹恒超

联系人
(8621)61038200
zouhc@gjzq.com.cn

收购平安银行小股东方案点评

事件

- 深发展发布公告, 公布吸收合并平安银行方案, 平安银行少数股东 (占平安银行总股本 9.25%, 平安银行异议股东除外) 可选择现金对价或股票对价, 现金对价为每股 3.37 元, 股票对价为每股转换 $3.37/15.45=0.22$ 股深发展股票 (15.45 元为董事会决议公告日前 20 个交易日深发展均价)。合并后平安银行被注销, 深发展更名为平安银行。本次吸收合并尚需获得深发展、平安银行股东大会以及相关监管部门批准。

评论

- 吸收合并方案符合市场预期。此次要约收购条件未出现对深发展的不利变动, 向平安银行小股东支付的 3.37 元对价和此前换股收购平安集团持有的 90.75% 平安银行股权对价一致。我们认为无论平安银行小股东选择现金对价还是股票对价, 对深发展均无较大影响。
 - 现金支付无压力。9.25% 的平安银行股权共计 7.98 亿股, 对应的现金对价 26.9 亿元。公司在 2011 年 6 月末和平安集团达成的股权交易协议中, 已经向平安集团募集了 26.9 亿元现金, 目的就在于解决平安银行的小股东问题。我们测算现金支付会降低公司资本充足率约 0.3 个百分点, 但考虑今年完成向平安集团定增募集的 200 亿元, 公司资本充足率并无压力。
 - 换股合并摊薄程度较小。深发展停牌前股价高于 15.45 元, 且复牌后具有补涨需求, 小股东选择换股后再在二级市场卖出符合自身利益最大化。相对于现金收购来说, 换股增加深发展股本 1.74 亿股, 占公司目前总股本 51.2 亿的 3.4%, 对 2012 年 EPS 和 ROE 摊薄幅度只有 3.3%。而且换股节省了公司的现金支出, 实际上等于以现金支付对价后, 又进行了一次定向增发, 增发价格等于停牌前股价的 9.8 折, 相比按照定增惯例打 9 折并不吃亏。
- 整合后有利于公司实现优势互补、发挥协同效应。1) 零售业务取长补短。资产方依靠公司在供应链金融的传统优势, 向小微贷款蓝海进军, 在较低的不良水平上实现较高的风险定价; 负债方通过与平安银行网点的区域互补, 以及平安集团交叉销售带来的低成本零售存款资源, 改善零售负债短板; 2) 拓宽中间业务潜力。依托综合金融平台, 借助平安集团在品牌、客户、渠道、产品、服务等多方面的优势, 对公司的市场开拓和产品创新, 尤其在交叉销售综合金融产品和服务方面更具成长空间; 3) 提升经营效率。目前两行在业务条线的整合进程情况良好, 收购平安银行小股东后有望进一步提速, 逐步迈向后台 IT 系统及公司文化的更深层次整合, 发挥规模效应, 降低公司整体成本费用率。

投资建议

- 整体来说, 此次对平安银行小股东的吸收合并符合市场及我们的预期。自深发展停牌起, 内地银行指数的涨幅为 2.6%; 涨幅最大的股份制银行兴业为 5.7%, 公司复牌具有补涨的需求。我们预计 2011 年合并净利润增长 68.2%, 其中深发展本部增长 51.5%; 2012 年合并净利润增长 39.9%, 深发展本部增长 27.2%。公司停牌前股价对应 1.06x12PB/6.7x12PE (合并利润表, 已考虑定增摊薄), 未来与平安集团协同效应将逐步体现, 维持“买入”的投资建议。

图表 1: 深发展合并利润表预测

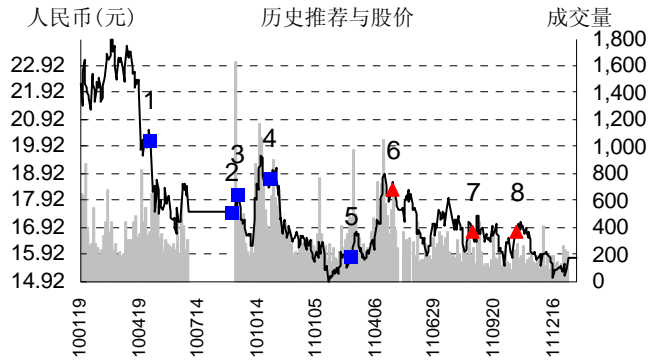
深发展(000001.SZ): 利润表							
YE 31 Dec (RMB 百万)							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
利息收入	11,551	18,044	26,465	21,986	26,252	47,708	65,757
利息支出	(5,069)	(8,438)	(13,867)	(9,001)	(10,423)	(20,777)	(28,159)
净利息收入	6,482	9,606	12,598	12,985	15,829	26,931	37,598
手续费净收入	307	521	851	1,181	1,585	3,522	6,175
其他营业净收入	346	731	1,053	981	756	643	686
非利息净收入	653	1,251	1,904	2,161	2,342	4,165	6,861
	0.04	0.05	0.06	0.08			
营业收入	7,135	10,857	14,502	15,146	18,171	31,096	44,459
营业税金及附加	(553)	(824)	(1,152)	(1,069)	(1,325)	(2,277)	(3,143)
营业费用	(3,161)	(4,207)	(5,224)	(6,311)	(7,360)	(12,963)	(18,762)
营业费用率	44.31%	38.75%	36.02%	41.67%	40.50%	41.69%	42.20%
营业支出	(3,715)	(5,032)	(6,376)	(7,380)	(8,685)	(15,241)	(21,905)
拨备前利润	3,420	5,826	8,127	7,766	9,486	15,855	22,554
			39.5%				
拨备	(1,426)	(2,054)	(7,334)	(1,575)	(1,488)	(2,170)	(3,258)
税前利润	1,995	3,772	793	6,191	7,998	13,685	19,297
	-41.69%	-35.25%					
所得税	(692)	(1,122)	(179)	(1,160)	(1,714)	(3,008)	(4,239)
税率	34.7%	29.7%	22.5%	18.7%	21.4%	22.0%	22.0%
少数股东权益						107	272
税后利润	1,303	2,650	614	5,031	6,284	10,570	14,786
净利润增长率				719.4%	24.9%	68.2%	39.9%
Per share data	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
股本, 期末 (mn)	1,945.82	2,293.41	3,105.43	3,105.43	5,123.35	5,123.35	6,313.12
每股拨备前利润	1.76	2.54	2.62	2.50	1.85	3.09	3.57
EPS(basic)	0.670	1.155	0.198	1.620	1.227	2.063	2.342
EPS(Diluted)							
BVPS	3.33	5.67	5.28	6.59	9.32	11.42	14.87
BVPS(Diluted)							

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-29	持有	20.17	21.84 ~ 21.84
2	2010-08-25	持有	17.51	N/A
3	2010-09-02	持有	18.19	N/A
4	2010-10-28	持有	18.77	N/A
5	2011-02-25	持有	15.89	N/A
6	2011-04-27	买入	18.28	N/A
7	2011-08-18	买入	16.73	N/A
8	2011-10-26	买入	16.75	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B