

深发展 A (000001.SZ)

整合平安银行后发展之前瞻性分析

 评级: **买入** 前次: **增持**

 目标价(元): **21.01-22.21**

分析师

分析师

程矫翼

谢刚

S0740510120019

S0740510120005

021-20315179

金融小组

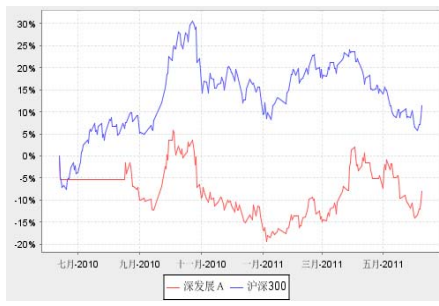
chengjy@qlzq.com.cn

2011年7月4日

基本状况

总股本(百万股)	3485.01
流通股本(百万股)	3105.38
市价(元)	16.99
市值(百万元)	59210.38
流通市值(百万元)	52760.36

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	18,884	24,388	31,927	39,928	47,786
营业收入增速	5.52%	29.14%	30.91%	25.06%	19.68%
净利润增长率	199.33%	40.54%	32.02%	20.84%	18.94%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.54	2.03	2.45	2.92
前次预测每股收益(元)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市场预测每股收益(元)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
偏差率(本次-市场/市场)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市盈率(倍)	14.33	11.01	8.34	6.90	5.80
PEG	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
每股净资产(元)	10.54	12.51	14.54	17.00	19.91
每股现金流量	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净资产收益率	22.41%	13.80%	15.00%	15.55%	15.81%
市净率	1.61	1.35	1.16	1.00	0.85
总股本(百万股)	4,744	5,123	5,123	5,123	5,123

备注: 合并平安银行数据, 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 深发展向平安集团定向增发收购平安银行的方案近日获得证监会批准,“两行整合”即将进入实质性阶段。而在前期的准备工作中,两行思考和制定了长期的现实的可行的“最佳银行”发展战略。不同于直观的字面理解,这里的“最佳银行”有三层释义:一是希望业务规模的发展速度赶超同业;二是树立在某些业务领域的市场领先地位,主要是贸易融资和零售业务;三是提升银行的声誉。本报告将着重从三个角度对两行整合后的发展前景进行前瞻性分析,我们认为这些可能正是深发展实践“最佳银行”战略的最好方式。**
- 看点: 打造业内领先的交叉销售特色银行。**我们之所以判断交叉销售是未来深发展的主要竞争力,主要依据在于打造交叉销售特色银行并不是深发展一厢情愿的愿景,平安集团关于综合金融的构架以及自上而下的执行力使得交叉销售获得成功的可能性极大。平安银行过去几年的快速发展已经证明了交叉销售的可行性,我们预计合并平安银行后的深发展对集团客户进行交叉销售的潜力远胜过平安银行。我们预计交叉销售对深发展(并表后)财务的影响将主要体现为:(1) 负债基础将较过去有较大改善,尤其是零售存款;我们预计2011-2012年深发展(并表后)总存款增速将接近20%,其中零售存款占比和活期存款占比预计均有提升。(2) 带动信用卡和理财业务快速发展,驱动中间业务的高增长,我们预计深发展(合并平安银行后)2011-2013年的手续费净收入平均增速将达到37%-38%。
- 定位: 各取所长+集团优势=致力于零售银行和供应链金融。**(1) 零售银行方面,目前两行资产业务均处于市场领先,负债业务优势均不明显,预计两行合并后信用卡和存款业务或将有较大突破。(2) 深发展在贸易融资领域已经形成相当规模,并在业内具备品牌和领先优势,故未来仍将致力于通过供应链金融服务中小企业;结合平安银行在现金管理方面的优势,目前供应链金融的短板即企业现金管理及理财等非授信业务有望获得较快的发展。

- **整合过程：短期增成本，长期增效率。**我们承认两行整合过程中难免会遇到问题，需要时间的磨合，整合期间管理成本可能有小幅上升；但我们预计两行的前台业务发展受影响较小，收入增速仍处于较快，故两行的成本收入比均向好改善。两行整合完毕后，业务管理成本将会有一定程度的下降，但由于网点开设计划或将继续推进，会带来新的成本投入。结合我们对两行整合后的发展前景分析，我们认为未来经营效率的提升，即成本收入比的下降、网均产出和人均产出等的提升更可期。
- 两行整合和集团优势的协同效应最大化、深发展获得超越同业的快速增长的前提条件之一是必要的资本支持。我们粗略估算，两行合并后深发展的核心资本缺口大约为100-150 亿元，资本缺口大约在150-200 亿左右。我们预计深发展未来有可能继续向平安集团定向增发获得资金来补充资本。
- **盈利预测：**我们预计2011-2013年深发展（并表后）的净利润分别达104/126/149亿元，净利润分别增长32%/21%/19%。EPS分别为2.03/2.45/2.92元，BVPS分别为14.54/17.00/19.91，**BVPS（扣除商誉）分别为12.01/14.46/17.37元。**我们以两行合并后**1.75-1.85X**作为深发展股价的合理区间，对应的目标价为**21.01-22.21元。**
- **上调深发展投资评级至“买入”，并新增至投资组合。**我们预计深发展的基本面有望发生拐点，主要体现在三方面：（1）后续平安集团可能进一步向深发展注资以解决其资本瓶颈问题；（2）深发展的业务规模的发展速度和存贷市场份额的提升幅度有望赶超同业；（3）两行整合+集团背景对零售业务、中间业务的协同效应将逐步释放。

内容目录

看点：打造业内领先的交叉销售特色银行	- 4 -
客观条件及可行性分析	- 4 -
从平安银行的实践看交叉销售效果	- 5 -
合并平安银行后的深发展交叉销售潜力胜过平安银行	- 6 -
定位：各取所长+集团优势=致力于零售银行和供应链金融	- 7 -
零售银行：信用卡和存款业务或将有突破	- 7 -
中小企业业务：供应链金融深耕细作	- 10 -
整合过程：短期增成本，长期增效率	- 13 -
两行整合期间成本或将有所上升	- 13 -
中长期看经营效率的提升	- 14 -
万事俱备，只欠东风？	- 14 -
盈利预测与投资评级	- 15 -
合并平安银行后盈利预测	- 15 -
投资评级：上调至“买入”	- 15 -
风险提示	- 16 -

图表目录

图表 1：平安集团多元化金融服务具有平台共享优势	- 5 -
图表 2：平安集团内部 2010 年交叉销售获得的新业务	- 5 -

图表 3: 依托集团优势, 平安银行信用卡发展迅速	- 6 -
图表 4: 2009-2010 年平安银行发卡量排名靠前	- 6 -
图表 5: 平安银行存款中交叉销售占比明显提升	- 6 -
图表 6: 平安银行的规模增长	- 6 -
图表 7: 深发展和平安银行的网点数量	- 7 -
图表 8: 平安集团机构分部	- 7 -
图表 9: 银行信贷供给能力大大提升	- 7 -
图表 10: 2010A 零售贷款占比	- 9 -
图表 11: 2010A 零售存款占比	- 9 -
图表 12: 平安银行信用卡占比和卡均贷款额较高	- 9 -
图表 13: 平安银行卡均交易额同业领先	- 9 -
图表 14: 平安银行信用卡驱动中间业务高增长	- 9 -
图表 15: 深发展和平安银行信用卡非息收入占比	- 9 -
图表 16: 2011-2012E 存款增速	- 10 -
图表 17: 平安一账通	- 10 -
图表 18: 深发展供应链金融整体服务方案	- 10 -
图表 19: 深发展贸易融资授信占比高	- 11 -
图表 20: 深发展贸易融资不良率低	- 11 -
图表 21: 深发展贸易融资客户数超过 8000 户	- 11 -
图表 22: 贸易融资国内为主, 但国际占比呈现上升	- 11 -
图表 23: 供应链金融风险及深发展控制措施	- 12 -
图表 24: 深发展手续费收入结构	- 13 -
图表 25: 2011-2013E 深发展手续费收入增速较快	- 13 -
图表 26: 2011-2012E 两行收入增长较快	- 13 -
图表 27: 两行成本收入比均向好改善	- 13 -
图表 28: 两行成本收入比均较高	- 14 -
图表 29: 两行网均利润和人均利润均偏低	- 14 -
图表 30: 深发展(合并平安银行后)的资本充足率状况(尚不考虑再融资)	- 15 -
图表 31: 深发展(合并后)股权融资 150 亿元对 EPS 和 BVPS 的影响	- 15 -
图表 32: 深发展(合并平安银行)财务预测摘要	- 16 -
图表 33: 深发展财务预测摘要	- 17 -
图表 34: 平安银行财务预测摘要	- 17 -

看点：打造业内领先的交叉销售特色银行

客观条件及可行性分析

- 中国平安的品牌效应和庞大客户资源是深发展(吸收合并后平安银行后)交叉销售潜力巨大的客观条件，也是深发展未来的最主要看点之一。中国平安是中国领先的提供多元化金融产品及服务的综合金融集团之一，其三大业务为保险、银行和投资。其中最大的资源为集团平台下拥有丰富的优质保险客户资源和广泛的分销渠道，包括 5600 万销售客户，200 万公司客户，50 万名流动销售队伍和 3500 个分销网点。
- 从平安集团内部 2010 年的交叉销售相关数据(图表 2)中我们发现，银行业务中交叉销售所贡献的业务量占比较高，原因可能是相对于保险业务，银行产品和服务的营销相对容易，这意味着未来平安集团下的保险客户转化为深发展客户的潜力较大。
- 我们之所以判断交叉销售是未来深发展的主要竞争力，主要依据在于我们认为打造交叉销售特色银行并不是深发展一厢情愿的愿景，平安集团关于综合金融的构架以及自上而下的执行力使得交叉销售获得成功的可能性极大。2010 年集团开始推进的“万佛朝宗”计划已经在上海试点，今年将逐步推广。
 - 平安集团打造金融控股集团的目标可以简单归纳为“一个客户、一个账户、多个产品、一站式服务”，而银行业务是金融产品中最为基础且最为广泛的，从这一点我们没有理由怀疑“平安集团做大做强深发展的决心”。
 - 前台营销方面，虽然保险渠道尚不能直接销售银行产品，但可行的方法为：寿险代理人通过向客户推介银行产品(存款、贷款、信用卡、理财产品)后获得佣金提成，具体业务仍由银行完成。由于交叉销售在平安集团已经深入人心，而且平安集团已经在多个业务条线设立了综合开拓部，所以可实践性较强(从过去平安银行的发展中得到证明)，而对于对深发展来说，在不增加成本的情况下可以获得更多的业务和收入。截至 2010 年底，平安集团拥有 45 万名的保险代理人，这些正是深发展潜在的“离行助销员”。
 - 中后台方面，平安集团早就开始推动中后台业务集中和流程改造，为未来大规模的交叉销售提供支持。而通过合并银行和寿险的核心系统，客户基础数据库进入集团的后台共享系统，有助于降低深发展开拓新客户的成本。

图表 1: 平安集团多元化金融服务具有平台共享优势


来源: 中国平安年报, 齐鲁证券研究所

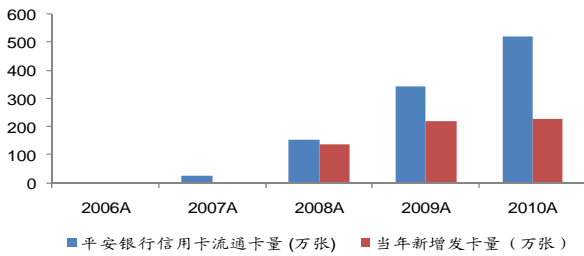
图表 2: 平安集团内部 2010 年交叉销售获得的新业务

单位: 百万元		2010A 金额	同比增速 %	渠道贡献占比 %
产险业务	保费收入	8,582	52.3	13.7
	受托业务	1,545	148	15.1
企业年金业务	投资管理业务	1,131	68.6	7.7
	信托计划	13,812	144.5	14.1
信托业务	公司业务存款 (年日均余额增量)	5,200	107.3	21.1
	公司业务贷款 (年日均余额增量)	4,200	433	20.1
	信用卡 (万张)	124	-	54.5

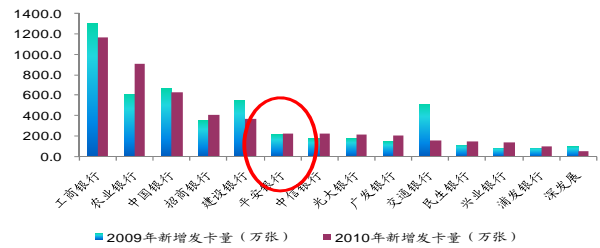
来源: 中国平安年报, 齐鲁证券研究所

从平安银行的实践看交叉销售效果

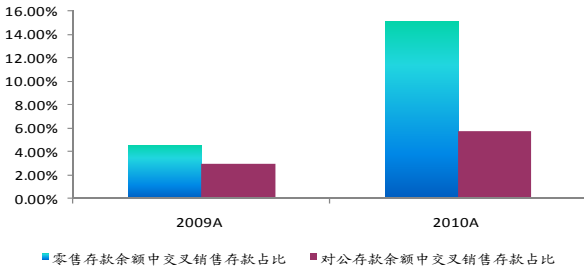
- 在平安银行的实践中, 我们认为最能体现交叉销售效果的是信用卡业务。平安银行的信用卡三年累计发卡量突破 500 万张 (甚至超过中型股份制银行中的浦发和深发展), 2009-2010 年两年新增发卡量同业居前, 在上海、深圳地区的市场份额排名靠前。平安银行的信用卡发卡迅速和集团优势密不可分, 集团优质客户资源对平安银行信用卡增长贡献显著, 数据显示其半数以上信用卡客户是通过交叉销售获得, 获客成本较直销等其它渠道降低 30%。
- 其次, 存款业务上交叉销售的贡献度持续提升。2010 年, 平安银行依托平安集团良好的客户与营销渠道优势, 积极展开建设和推广各类交叉销售渠道, 交叉销售渠道在年内贡献度持续提升。零售业务存款余额中交叉销售存款占比由年初的 4.5% 提升到 15.1%; 对公综拓大项目营销也成效初显, 对公存款余额中交叉销售存款占比由年初的 2.94% 提升到 5.74%, 若看日均增量, 交叉销售的贡献度高达 20%, 这也说明交叉销售获得的对公存款稳定性更高。
- 第三, 在贷款业务和新设分支机构业务拓展方面, 2009 年成立的广州分行仅用了 2 个月的时间就实现了盈利充分说明集团客户和渠道以及交叉销售的效果。广州分行成立后主要是利用了集团在广州地区已有的 370 多万客户, 借助寿险等现成的营销渠道进行存贷款的交叉销售, 实现了“4 个月资产规模超过 100 亿, 2 个月实现盈利”, 这是其他城商行几乎不可能实现的。

图表 3: 依托集团优势, 平安银行信用卡发展迅速


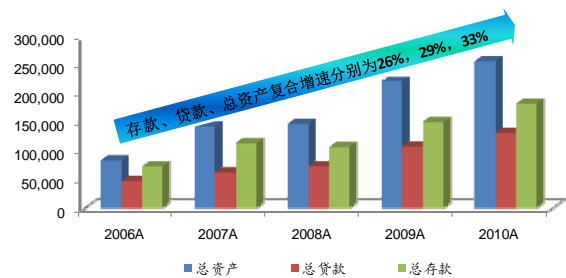
来源: 平安银行年报, 齐鲁证券研究所

图表 4: 2009-2010 年平安银行信用卡发卡量排名靠前


来源: 平安银行年报, 齐鲁证券研究所

图表 5: 平安银行存款中交叉销售占比明显提升


来源: 平安银行年报, 齐鲁证券研究所

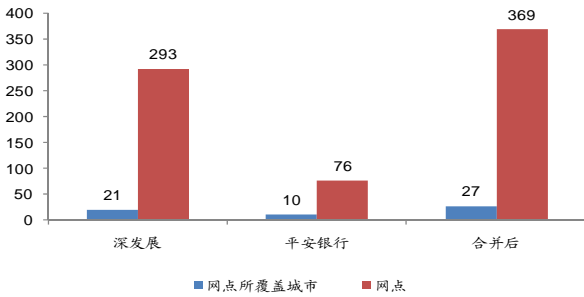
图表 6: 平安银行的规模增长


来源: 平安银行年报, 齐鲁证券研究所

合并平安银行后的深发展交叉销售潜力胜过平安银行

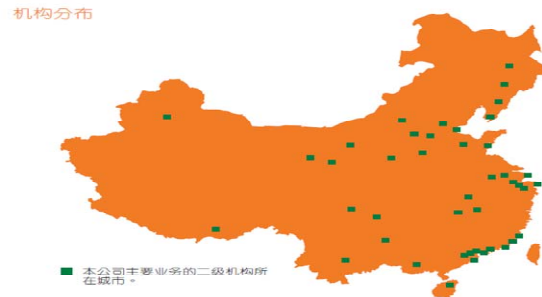
- 从网点和产品两个维度分析, 我们认为合并平安银行后的深发展对集团客户进行交叉销售的潜力远胜过平安银行。
- 首先, 从网点和规模上看, 如果单有平安集团的渠道和客户优势, 而银行业务涉及的规模和地域覆盖的范围很小, 交叉销售的潜力是有限的, 因为在中国对 A 城市的客户营销 B 城市的银行业务 (大部分品种) 普遍难度较大。过去平安银行只有 9 家分行, 而平安集团的保险客户和渠道却覆盖全国主要经济发达城市。合并后银行业务覆盖城市上升至 27 个, 网点总数达到 369 家, 和平安集团的渠道重合度大大提升, 覆盖到中国平安约 80% 的客户群, 故可利用的资源和客户也较过去成倍增长。
 - 此外, 对于集团客户的融资需求, 原先平安银行的规模有限, 可提供的资金支持有限, 而深发展 (收购平安银行后) 的信贷供给能力高出原平安银行的两倍之多, 可更好的满足集团客户的融资需求。
- 其次, 从产品和服务上看, 深发展是全国性银行牌照, 而平安银行是城商行牌照, 可提供的业务种类和产品上, 前者显然更多, 尤其是中间业务方面。更多的产品和服务意味着可以满足客户多元化的金融需求, 交叉销售潜力更大。
- 我们预计交叉销售对深发展 (并表后) 财务的影响将主要体现为: (1) 负债基础将较过去有较大改善, 尤其是零售存款; (2) 带动信用卡和理财业务快速发展, 驱动中间业务的高增长。(详见后面分析)

图表 7: 深发展和平安银行的网点数量



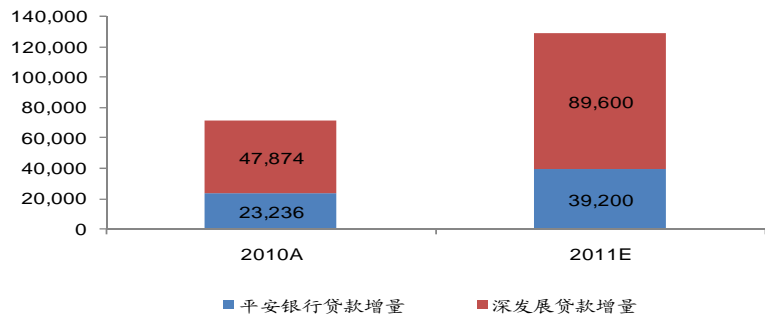
来源: 深发展年报, 平安银行年报, 齐鲁证券研究所

图表 8: 平安集团机构分部



来源: 中国平安年报, 齐鲁证券研究所

图表 9: 银行信贷供给能力大大提升



来源: 深发展年报, 平安银行年报, 齐鲁证券研究所

定位: 各取所长+集团优势=致力于零售银行和供应链金融

- 目前深发展致力于贸易融资和供应链金融, 并在该领域树立一定品牌; 而平安银行的优势则在零售业务及对平安集团客户的交叉销售。但双方都将零售业务和中小企业业务作为其长期经营目标, 所以我们认为两行整合后双方可实现优势互补。

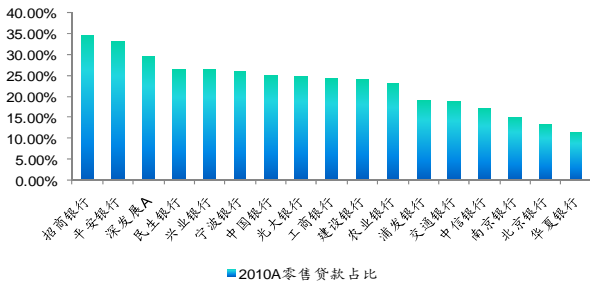
零售银行: 信用卡和存款业务或将有突破

- 目前深发展和平安银行在零售业务资产端方面均处于市场领先, 零售贷款占比仅次于招行位列第二和第三, 其中平安银行的信用卡业务较强, 应收款占比 (8%) 甚至高于招商银行 (3.8%), 卡均贷款额仅次于交行和广发, 卡均交易额同业领先, 而平安银行的手续费收入中信用卡的贡献度超过 40%。而深发展在汽车贷款和个人经营性贷款方面略强。
- 正如我们前一部分所指出, 平安银行信用卡业务的快速发展得益于交叉销售, 所以我们预计两行整合后信用卡业务也将成为零售业务的重要突破口, 是深发展和平安集团发挥协同效应的首选试点产品, 而通过信用卡可以将平安寿险的客户发展成为深发展的零售客户。
 - 首先, 由于寿险保单中对客户的个人信息掌握的最为丰富, 包括职业、收入、家庭状况及健康状况。借助这些信息, 深发展可以将客

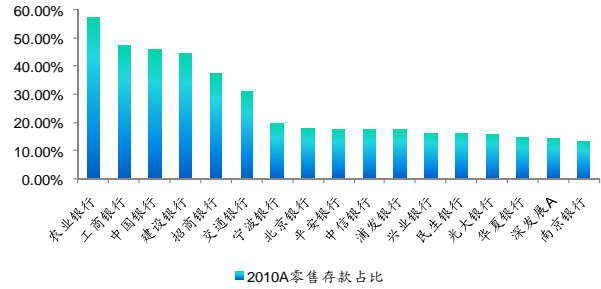
- 户进行分层进行针对性的营销，降低发卡成本并保证高激活率。据悉截至目前平安银行累计开卡率为 56%，活卡率同业居前。
- 其次，通过发行车主卡，并向平安车险保单持有人优先发卡，进入高盈利的细分市场（富裕的私家车主持卡人），该卡除赠送多种保险外，还提供道路救援及加油打折等附加服务。2010 年 4 月平安银行就联合平安财产保险、平安新渠道（主要指电话车险）推出车险保单持有人优先发卡及在线支付保费等，开创了平安车险保单持有人付费新模式，而平安车险保单持有人成为了平安信用卡的第二大客户来源渠道（第一为寿险），体现了综合金融模式所带来的良好协同效应。
 - 信用卡业务带来的非息收入是中间业务高增长的主要驱动力之一。目前深发展和平安银行的手续费收入中信用卡的贡献度分别占到 30%（该值为齐鲁估计）和 44%；尤其是平安银行依托平安集团，信用卡手续费收入近三年复合增速高达 150%，带动手续费收入的复合增速超过 80%。
 - 除信用卡外，深发展凭借其本身在贸易融资领域的优势，继续发展汽车贷款，并开拓小微贷款（包含个人经营性贷款）。
 - 深发展的汽车按揭贷款主要是和贸易融资业务相结合，通过和奔驰、宝马等汽车经销商（同时也是深发展的贸易融资客户）直接签订协议，由经销商在销售汽车的同时向有贷款需求的客户推荐汽车按揭贷款，且在相关贷款发生违约后，经销商优先处理抵押汽车。这种模式优于一般汽车贷款之处在于借款人的经济实力和信用程度一般较高，且抵押资产的变现速度和变现价格相对有保证，有利于降低不良贷款率和违约损失率。
 - 而我们在多篇报告中已经指出，中国经济结构的转型和资本计量标准的变化等都使得小微贷款将成为各家银行未来努力的业务。我们认为“一圈两链”的市场切入方法既能节约成本又能控制风险，由于这里“两链”的模式和深发展的供应链金融高度相似，故我们预计小微领域将成为深发展零售业务的重要增长点。我们预计 2011 年深发展将整合其公司业务中的小微业务和零售业务中的个人经营性贷款业务整合成立小微金融事业部，目前小微组合贷款占深发展（不含平安银行）贷款比重大约在 5%左右。
 - 但是深发展和平安银行在零售存款的吸收方面优势均不明显，我们认为未来若通过深发展自身的努力和交叉销售使得零售存款的占比有明显提升，有助于降低存款付息成本和提高负债的稳定性。我们预计 2011-2012 年深发展（合并平安银行后）的总存款增速将接近 20%，其中零售存款占比和活期存款占比预计均有提升。
 - 自身的努力：运用 FTP 考核鼓励前台人员更多的吸收零售存款；网点飞跃项目提升前端管理模式。理财产品和贵金属业务对吸引新客户增加存款沉淀机会效果良好，故提高理财产品的设计和销售能力是最佳努力方向。平安银行 2010 年推出的个人现金管理产品，收益率一直领先于同业，双方合并后可整合资源增强深发展理财产品在市场中的吸引力。
 - 交叉销售：同样以过去平安银行的效果为证，2010 年平安银行的零售存款增速高达 62%，其中增量中交叉销售贡献的占比近 35%，即仅交叉销售渠道就贡献了 20%的增速。另外，交叉销售将使得各

类理财产品的销量快速增加，存款的沉淀机会亦会提升。

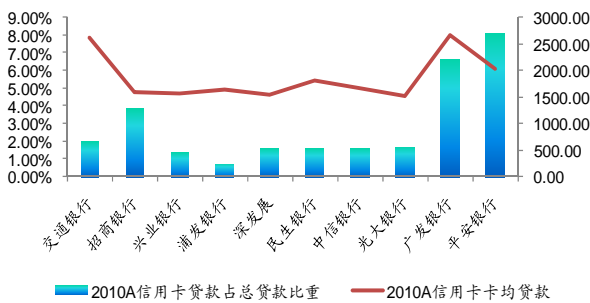
- **平安一账通：**中国平安为客户提供的创新式综合金融服务平台，除提供一站式登陆功能外，还集合中国平安旗下各专业子公司的网上服务（网银、信用卡、证券、寿险、产险等）。我们预计“平安一账通”这一创新本身有利于增加交叉销售机会，降低营销客户成本。

图表 10：2010A 零售贷款占比


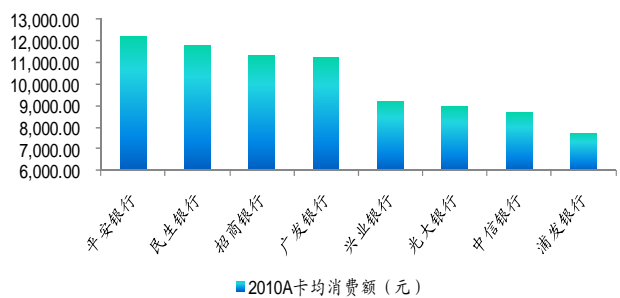
来源：公司年报，齐鲁证券研究所

图表 11：2010A 零售存款占比


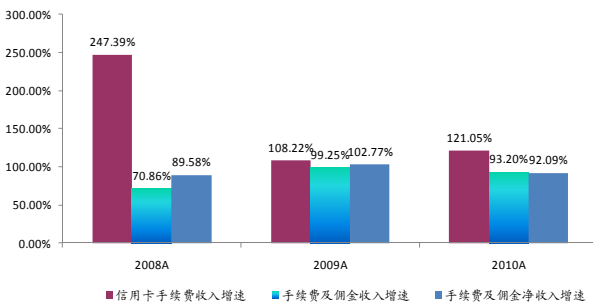
来源：公司年报，齐鲁证券研究所

图表 12：平安银行信用卡占比和卡均贷款额较高


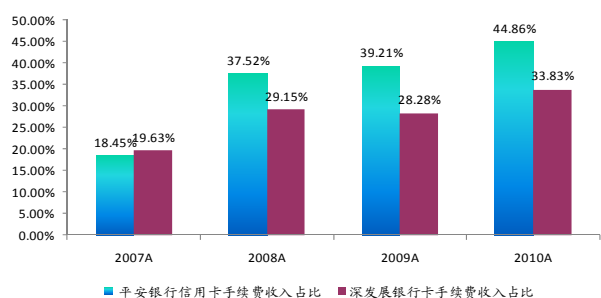
来源：公司年报，齐鲁证券研究所

图表 13：平安银行信用卡均交易额同业领先


来源：公司年报，齐鲁证券研究所

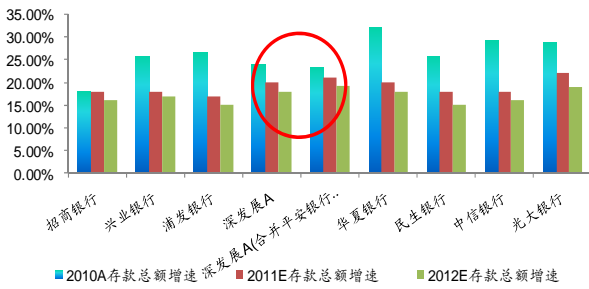
图表 14：平安银行信用卡驱动中间业务高增长


来源：平安银行年报，齐鲁证券研究所

图表 15：深发展和平安银行信用卡非息收入占比


来源：深发展年报，平安银行年报，齐鲁证券研究所

图表 16: 2011-2012E 存款增速



来源: 齐鲁证券研究所

图表 17: 平安一账通

平安一账通: 实现账户整合

- 整合多账户+一站式登陆**
 - 全面的账户清单+全面的资产负债表
 - 还可以加挂手机固话费、航空里程积分、email信箱等

一站式享受全面的平安网上服务

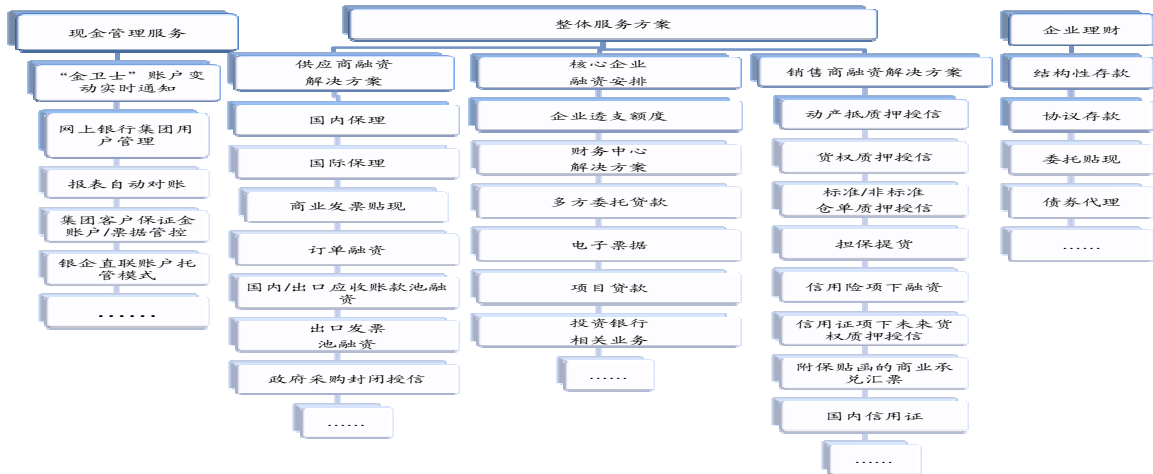
- 网银服务:** 账户查询、汇款转账、网上缴费、基金购买等网银服务
- 信用卡服务:** 账务查询、积分信息、密码管理等服务
- 证券服务:** 股票交易、全方位的资讯服务, 还可定制短信资讯等服务
- 寿险服务:** 保单查询、投保/万能险账户收益查询、资料变更、投资转换、自垫选择权变更等20多项服务
- 产险服务:** 网上报案、索赔、在线理赔查询等服务
- 年金服务:** 准确的年金账户查询、即时的在线咨询等服务
- 信托服务:** 信托产品投资及收益情况查询、在线购买预约等服务

来源: 齐鲁证券研究所

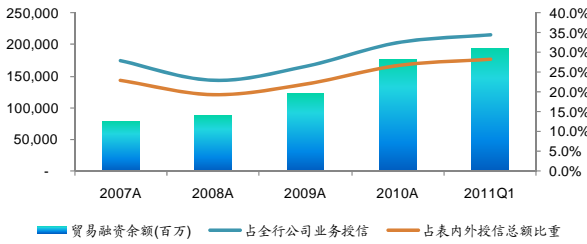
中小企业业务: 供应链金融深耕细作

- 所谓供应链金融, 是指借助核心企业(“1”)对伴生在其周围的“N”个供应和销售企业提供一揽子、结构化的金融服务, 批量开发, 链条式营销。对于银行来说, 该模式具有营销和风控两大优势。营销方面, 通过和核心企业的合作, 可以批量开发上下游的中小、小微企业, 降低营销成本; 风控方面, 主要依托核心企业的交易履约能力, 运用资金流、物流和信息流的控制技术, 实现对N的风控。对企业来说, 供应链上资金分配不平衡的问题得到解决, 整个供应链甚至整个产业的竞争力得到提升。
- 供应链金融不仅包含以贸易融资为代表的授信业务, 而且还包含了大量的中间业务(如代理结算、顾问咨询、现金管理等), 而且中间业务对于供应链运行的稳定性提高、成本节约和风险降低都有实质性的作用。
- 供应链金融在中国银行业也并不是新鲜事物, 中国银行、华夏银行、民生银行等银行在该领域也各具备某些优势, 而民生银行“商贷通”的“两链”营销模式本质上属于供应链金融。
- 目前深发展的贸易融资客户已经超过8000户, 其中90%都是中小企业客户, 目前贸易融资额近2000亿, 占到全部公司业务授信比例33%-34%, 占到全部贷款授信27%-28%(齐鲁计算值), 不良率仅为0.22%。

图表 18: 深发展供应链金融整体服务方案

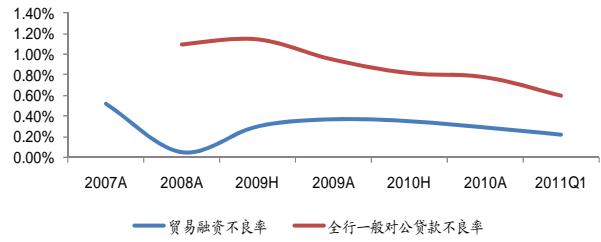


来源: 齐鲁证券研究所

图表 19: 深发展贸易融资授信占比高


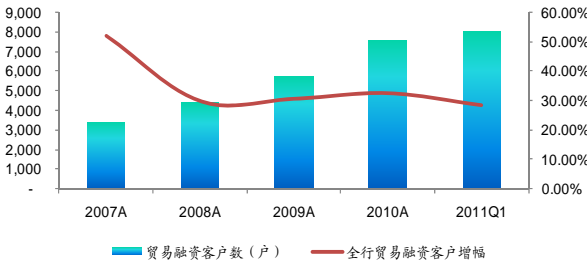
备注: 此处授信额均包括表内外授信

来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

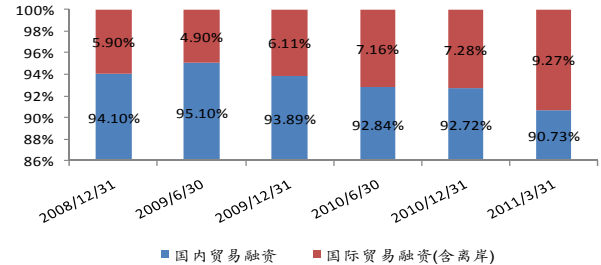
图表 20: 深发展贸易融资不良率低


备注: 2007 年底对公贷款不良率近 8%, 2008 年底有一次性大额核销

来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

图表 21: 深发展贸易融资客户数超过 8000 户


来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

图表 22: 贸易融资国内为主, 但国际占比呈现上升


来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

- 我们认为同民生银行的“商贷通”业务类似, 深发展在贸易融资领域已经形成相当规模, 并在业内具备品牌和领先优势。我们将其核心竞争力总结如下:
 - **首先是战略定位决定资源配置。**2005 年深发展就提出了面向中小企业的发展战略, 2006 年整合全行资源推出“供应链金融服务”。较为清晰的战略定位决定了几年来全行的信贷资源和政策大力向贸易融资倾斜, 体现在贸易融资业务量和占比的连续高增长。
 - **其次是已经在几大行业里形成品牌, 正在向更多的行业拓展。**深发展的贸易融资业务已经在钢铁有色、汽车、能源化工三大领域取得绝对领先优势, 在食品行业、粮油行业、化肥和工程机械等行业也取得突破。
 - **第三, 5 年的实践中风险控制、产品研发、操作支持和物流监控等多个系统平台逐步完善和成熟。**风险控制方面, 自主研发的自偿性贸易融资授信管理与评级制度, 由专业团队完成授信审批; 产品研发方面, 专设部门和平台, 涵盖供应链全链条、离在岸、本外币的产品组合; 操作支持方面, 2006 年就开发了内部的电子化管理系统和票据系统。同时在业内最先实现供应链金融的线上化, 现在汽车行业客户的融资包括从申请到最终的放款全部是线上操作, 今年以来又与宝钢、宝马金融、一汽夏利等多家核心企业实现双方业务平台对接; 目前“线上供应链金融”客户数已经突破 2000 户。物流监控

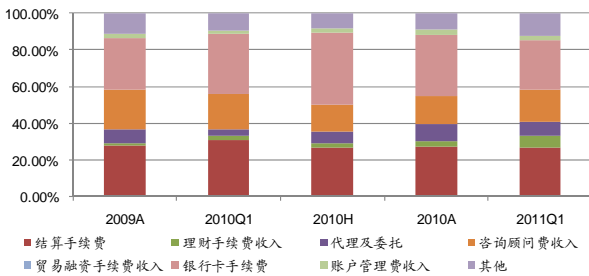
方面，已经与全国100多家专业物流企业建立了紧密合作关系，包括中远、中储、中外运、中铁等物流龙头企业。

- **最后，深发展的审批、作业和营销等效率在不断提升。**大部分小企业在选择银行时，相比利率高低，更看重审批效率、申请便利程度等。所以银行简化业务手续、提高审批效率是适度提升定价能力的必要条件之一。
- 供应链金融的主要产品“自偿性贸易融资”虽然在一定程度上降低了中小企业的信用风险，因为贷款行为是更多是基于交易性质而非完全依赖借款人信用。但低风险并不意味着无风险，深发展仍需要在风险控制方面尤其是在市场风险监控方面进行持续的努力和创新（图表23），风险识别和风险控制能力的提升有助于银行提高风险资产的定价能力。
- 供应链金融中大量的中间业务在国内的渗透率并不高。深发展虽然在贸易融资领域特色和优势明显，对贷款收益率和利润的贡献度较高，但在除结算外的企业现金管理服务及企业理财等非授信业务方面我们尚未看到深发展有质的突破，利润贡献度不明显。但是平安银行的现金管理业务在业内领先，我们认为双方合并后，深发展的企业现金管理业务有望获得较快的发展。
 - 平安银行现金管理业务的多项指标已经达到业内领先水平，如推出目前业内安全级别最高的企业网上银行PACA证书系统，使用现金管理服务的对公结算客户占比达到90%，有效中小企业客户中使用现金管理服务的客户比例达到92%。
 - 2010年平安银行“赢合力”对公理财产品销售突破人民币180亿元，较2009年增长30倍。
- 结合以上相关分析，我们认为合并平安银行及交叉销售对深发展信用卡业务和各类理财产品销售的促进，以及企业现金管理业务的较快发展都将驱动中间业务的快速增长，我们预计深发展（合并平安银行后）2011-2013年的手续费净收入平均增速将达到37%-38%（图表25）。

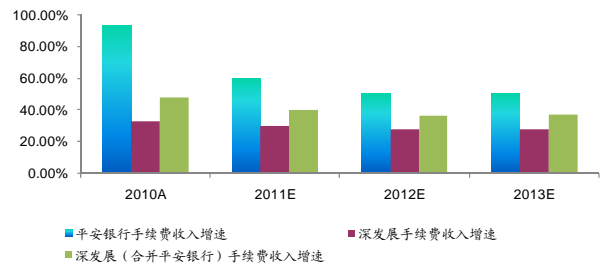
图表 23：供应链金融风险及深发展控制措施

信用风险 借款人违约的风险	市场风险 商品价格、变现风险	操作风险 内部流程、人员、系统或外部事件导致的风险
<p>控制措施：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 评估核心企业履约能力、对上下游的客户选择； • 对上下游供应商及经销商设立授权准入条件； • 核心企业对经销商订单或应收款进行确认，确保贸易背景的真实性； • 充分利用核心企业、监管合作方提供的信息实现风险预警。 	<p>控制措施：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 审慎选择商品种类及规格型号； • 控制抵质押率； • 逐日盯市、跌价补偿； • 核心企业承诺调剂销售或回购。 	<p>控制措施：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 内部：建设集中操作平台，合理设置岗位和流程，开发贸易融资管理、电子票据管理等配套电子系统，不定期飞行检查； • 外部：监管平台选择A类监管方。

来源：齐鲁证券研究所

图表 24: 深发展手续费收入结构


来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

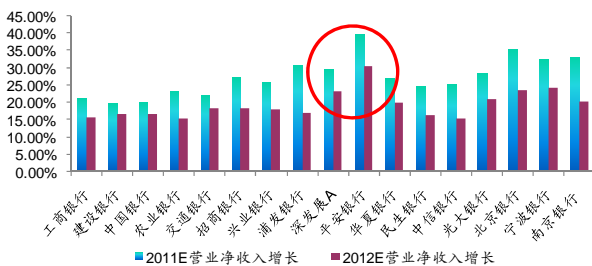
图表 25: 2011-2013E 深发展手续费收入增速较快


来源: 齐鲁证券研究所

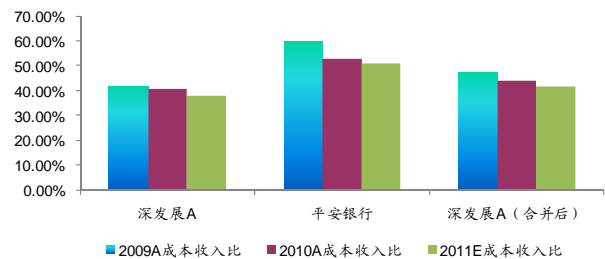
整合过程: 短期增成本, 长期增效率

两行整合期间成本或将有所上升

- 我们认为两行整合过程中难免会遇到一些问题, 毕竟两家银行硬件和软件的整合涉及的关联性和协调性较为复杂, 而典型的如两行的企业文化, 员工管理等方面的差异不可能在短时期内解决。但从 2009 年平安受让新桥所持深发展股份且深发展向平安寿险定向增发方案出台至今已有两年时间, 平安集团新委任的深发展管理层已经掌管业务近一年, 期间双方的相互了解、对未来的规划以及对整合面临困难的正确认识都有助于缩短磨合时期, 而且双方对具体业务发展的目标是一致的, 业务创新和执行方面相似度较高, 这就使得我们有理由相信两行整合期间, 业务的快速增长有望受影响较小。
- 具体到财务方面, 将体现为整合期间成本可能有小幅上升; 但我们预计两行的前台业务发展受影响较小, 收入增速仍处于较快, 故两行的成本收入比均向好改善。
 - 首先, 深发展承诺整合期间不裁员不降薪, 所以部分岗位重叠的人员需被安排至新岗位, 期间公司正常运营虽不受影响, 但人均效率或多或少会受影响。而且也不排除两行过去部分职位存在“同岗不同薪”, 整合期间薪酬有上升压力。
 - 其次, 合并后银行业务流程梳理、总部和地区管理职能整合、后台系统合并等过程中费用将会增加。我们预计今年年内深发展和平安银行的信用卡系统将整合完毕, 而核心系统的整合将在 2012 年完成。

图表 26: 2011-2012E 两行收入增长较快


来源: 齐鲁证券研究所

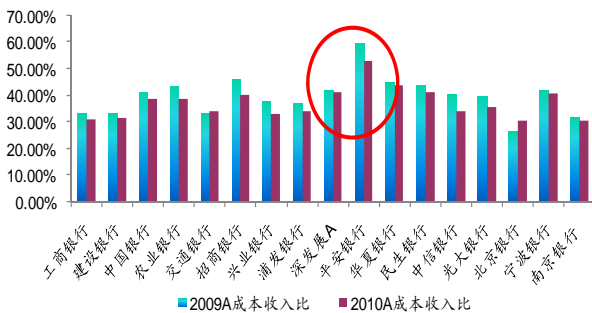
图表 27: 两行成本收入比均向好改善


来源: 齐鲁证券研究所

中长期看经营效率的提升

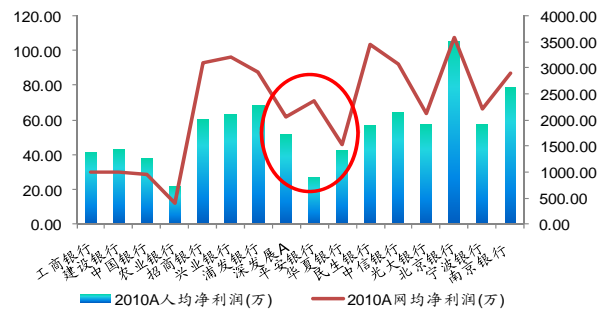
- 我们预计两行整合完毕后，业务管理成本将会有一定程度的下降。由于我们后面的盈利预测是分别对深发展和平安银行做盈利预测后加总，故并未完全反映管理成本的节约。
 - 总部和分行整合：深发展和平安银行最终完成合并后将只保留一个总部，在共有网点的地区分行也需整合为一个。
 - 业务层面：如信用卡中心、资金运营部等也将合并为一个，其他如广告和营销费用降低的程度较大。
 - 后台方面：IT 网络集成和集团协助提升系统运营能力。
- 但整合完毕后，深发展的网点开设计划或将继续推进，会带来新的成本投入；结合我们对两行整合后的发展前景分析，我们认为未来经营效率的提升，即成本收入比的下降、网均产出和人均产出等的提升更可期。

图表 28：两行成本收入比均较高



来源：齐鲁证券研究所

图表 29：两行网均利润和人均利润均偏低



来源：齐鲁证券研究所

万事俱备，只欠东风？

- 以上我们花了大量篇幅对“向平安集团定向增发收购平安银行”交易完成后深发展的发展前景作了展望，但两行整合和集团优势的协同效应最大化、深发展获得超越同业的增长速度的前提条件之一是必要的资本支持。
- 不同于我们之前的判断，由于两行合并后资本充足率的计算中有部分调整项（根据备考合并数据推测），所以合并平安银行对深发展的资本充足率的提升作用并不明显。
- 当前银监会对股份制银行的 CCAR 和 CAR 的要求为 7% 和 10.5%，新资本协议中对非系统重要银行的核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率的最低标准为 7.5%/8.5%/10.5%（2016 年底达标）。
- 即使按照当前的监管要求，深发展的资本缺口仍然存在。我们粗略估算，若两行合并后 RWA2-3 年内保持 22%-23% 的增速，则核心资本缺口大约为 100-150 亿元，资本缺口大约在 150-200 亿左右。我们预计在深发展向平安集团定向增发收购平安银行完成后，有可能继续向平安集团定向增发获得资金来补充资本，并辅以继续发行混合资本债、次级债等补

充附属资本。

- 倘若我们假设未来深发展将定向增发 150 亿元，增发股价若按照 17.5 元计算，则增发股数大约为 8.6 亿，较目前股本（收购平安银行交易完成后）51.23 亿股扩大 16%-17%，对 PE 和 PB 的影响为 13.5%和-6.7%。

图表 30：深发展（合并平安银行后）的资本充足率状况（尚不考虑再融资）

	CCAR				CAR			
	2009A	2010H	2010A	2011E	2009A	2010H	2010A	2011E
深发展	5.52%	7.20%	7.10%	7.22%	8.87%	10.41%	10.19%	10.37%
平安银行	10.87%	9.90%	9.26%	8.65%	13.05%	11.75%	10.96%	10.01%
深发展（合并平安银行）	5.50%	7.20%	7.01%	7.07%	8.90%	10.40%	10.06%	9.78%

备注：2011年考虑了深发展已经募集的36.5亿混合资本债，假设两家银行均不分红。

来源：深发展年报，平安银行年报，备考合并数据，齐鲁证券研究所

图表 31：深发展（合并后）股权融资 150 亿元对 EPS 和 BVPS 的影响

	EPS	BVPS（扣除商誉）	ROE（扣除商誉）	PB（扣除商誉）	PE
股权融资前	2.03	11.88	17.09%	1.44	8.43
股权融资后（动态）	1.79	12.73	14.05%	1.34	9.57
摊薄或增厚程度	-11.86%	7.21%		-6.72%	13.46%

备注：此处假设增发8.57亿股募资150亿补充核心资本

来源：齐鲁证券研究所

盈利预测与投资评级

合并平安银行后盈利预测

- 我们目前是分别对深发展和平安银行进行盈利预测后加总（根据备考合并数据调整个别财务项）得到两行合并后的盈利预测。我们预计 2011-2013 年深发展（合并平安银行后）的营业净收入分别增长 31%/25%/20%，净利润分别达 104/126/149 亿元，净利润分别增长 32%/21%/19%。
- 暂不考虑后续资本补充，预计深发展（合并平安银行后）的 2011-2013 年 EPS 分别为 2.03/2.45/2.92 元，BVPS 分别为 14.54/17.00/19.91，BVPS（扣除商誉）分别为 12.01/14.46/17.37 元。

投资评级：上调至“买入”

- 当前深发展股价对应 8.4XPE 和 1.4XPB（合并平安银行后 2011 年业绩，扣除商誉）。
- 我们以两行合并后 1.75-1.85X 作为深发展股价的合理区间，对应的目标价为 21.01-22.21 元。
- 深发展向平安集团定向增发收购平安银行的交易完成后，预计“两行整合”将有实质性进展，而平安集团对深发展的绝对控股也使得交叉销售等协同效应开始显现。我们预计深发展的基本面有望发生拐点，主要体现在三方面：（1）后续平安集团可能进一步向深发展注资以解决其资本

瓶颈问题；（2）深发展业务规模的发展速度和存贷市场份额的提升幅度有望赶超同业；（3）两行整合+集团背景对零售业务、中间业务的协同效应将逐步释放。

- 我们上调深发展投资评级至“买入”，并新增至投资组合。

风险提示

- 截至2010年末深发展和平安银行的拨贷比分别为1.58%和0.86%，受“拨贷比>2.5%”政策的影响均较大，若拨备计提力度高出我们预计值，则业绩存在低于预期可能。
- 平安银行和深发展整合效果存在低于预期可能，可能会导致业绩低于预期。
- 若未来深发展股权融资额明显高于我们预期，股本扩大导致对EPS的严重摊薄。
- 国内外的经济形势低于预期将对整个银行业经营环境造成冲击，进而可能引发对银行股业绩的担忧，并对其估值有负面影响。
- 房地产市场受调控下行压力超出预期，导致银行相关资产质量低于预期的风险。

图表 32：深发展（合并平安银行）财务预测摘要

每股盈利及估值	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	盈利驱动因素	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益 (EPS)	1.18	1.54	2.03	2.45	2.92	生息资产规模增长	30.19%	20.74%	25.20%	19.26%	18.53%
每股拨备前收益	1.84	2.36	3.19	4.06	4.84	生息资产平均收益率	4.07%	4.04%	4.58%	4.52%	4.45%
每股净资产 (BVPS)	10.54	12.51	14.54	17.00	19.91	计息负债平均付息率	1.82%	1.71%	2.19%	2.12%	2.05%
P/E	14.33	11.01	8.34	6.90	5.80	净利差 (SPREAD)	2.25%	2.33%	2.39%	2.41%	2.40%
P/POP	9.21	7.17	5.31	4.17	3.50	净息差 (NIM)	2.34%	2.43%	2.57%	2.62%	2.61%
P/B	1.61	1.35	1.16	1.00	0.85	业务支出/营业净收入	47.00%	43.98%	41.54%	40.61%	40.71%
ROAE	22.41%	13.80%	15.00%	15.55%	15.81%	有效税率	18.68%	21.52%	22.00%	23.00%	23.00%
ROAA	0.77%	0.86%	0.93%	0.92%	0.92%	权益倍数 (AE)	16.51	15.55	16.69	17.00	17.18
资产负债表摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	规模增长	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
总资产	825,258	997,074	1,243,387	1,480,321	1,752,512	总资产	29.53%	20.82%	24.70%	19.06%	18.39%
贷款总额	467,080	538,189	667,054	808,967	969,459	贷款净额	30.76%	14.77%	23.80%	21.01%	19.60%
证券投资	154,339	183,035	230,816	269,708	315,288	证券投资	34.53%	18.59%	26.10%	16.85%	16.90%
央行及同业资产	176,301	243,817	310,998	364,984	428,562	央行及同业资产	25.22%	38.30%	27.55%	17.36%	17.42%
总负债	773,802	931,666	1,167,794	1,392,421	1,649,974	总负债	21.45%	20.40%	25.34%	19.24%	18.50%
存款总额	603,701	745,030	901,321	1,074,850	1,282,211	存款总额	29.18%	23.41%	20.98%	19.25%	19.29%
其它计息负债	157,434	170,399	199,387	233,992	275,373	其它计息负债	34.23%	8.24%	17.01%	17.36%	17.68%
股东权益	49,998	64,113	74,510	87,073	102,016	股东权益	28.23%	16.22%	16.86%	17.16%	17.16%
损益表摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	收入增长	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利息收入	16,410	21,267	27,726	34,474	40,822	净利息收入	-0.02%	29.60%	30.37%	24.34%	18.41%
非利息收入	2,987	3,121	4,201	5,454	6,964	非利息收入	49.68%	4.49%	34.60%	29.84%	27.68%
营业净收入	18,884	24,388	31,927	39,928	47,786	营业净收入	5.52%	29.14%	30.91%	25.06%	19.68%
营业支出	-10,231	-12,453	-15,619	-19,123	-22,991	营业支出	20.64%	21.72%	25.43%	22.43%	20.23%
营业利润	8,653	11,935	16,308	20,805	24,795	营业利润	-8.09%	37.92%	36.64%	27.58%	19.18%
计提准备金前利润	1,562	2,615	3,706	4,785	5,813	计提准备金前利润	-7.97%	38.79%	34.92%	27.42%	19.18%
当期计提准备金	-1,758	-1,861	-2,727	-4,156	-4,993	当期计提准备金	-76.88%	5.85%	46.54%	52.42%	20.13%
税前利润	6,961	10,241	13,601	16,649	19,802	税前利润	271.88%	47.11%	32.81%	22.41%	18.94%
净利润	5,603	7,875	10,397	12,563	14,943	净利润	199.33%	40.54%	32.02%	20.84%	18.94%
资产负债结构	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产质量指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
央行及同业/总资产	21.36%	24.45%	25.01%	24.66%	24.45%	不良贷款率	0.63%	0.54%	0.59%	0.63%	0.63%
证券投资/总资产	18.70%	18.36%	18.56%	18.22%	17.99%	信贷成本	0.40%	0.37%	0.45%	0.56%	0.56%
贷款净额/总资产	56.03%	53.22%	52.84%	53.70%	54.25%	拨备覆盖率	160.85%	260.34%	258.85%	276.00%	306.56%
存款/总负债	72.23%	75.85%	75.82%	75.69%	75.54%	拨备/贷款余额	1.01%	1.40%	1.51%	1.73%	1.92%
贷款结构	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	其它数据	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
企业贷款	60.89%	65.79%				分支机构数量					
票据贴现	11.32%	3.87%				员工数量					
个人贷款	27.79%	30.34%				总股本数量 (百万股)	4,744	5,123	5,123	5,123	5,123

来源：齐鲁证券研究所

图表 33: 深发展财务预测摘要

每股盈利及估值						盈利驱动因素					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益 (EPS)	1.62	1.80	2.37	2.81	3.33	生息资产规模增长	23.53%	22.55%	25.77%	17.97%	16.90%
每股拨备前收益	2.50	2.72	3.62	4.60	5.45	生息资产平均收益率	4.20%	4.07%	4.68%	4.58%	4.52%
每股净资产 (BVPS)	6.59	9.62	11.98	14.79	18.12	计息负债平均付息率	1.78%	1.68%	2.29%	2.20%	2.12%
P/E	10.54	9.47	7.21	6.07	5.13	净利差 (SPREAD)	2.42%	2.39%	2.38%	2.37%	2.40%
P/PPOP	6.83	6.27	4.71	3.71	3.13	净息差 (NIM)	2.50%	2.47%	2.57%	2.61%	2.64%
P/B	2.59	1.78	1.42	1.15	0.94	业务支出/营业净收入	41.75%	40.84%	38.03%	36.56%	36.56%
ROAE	27.29%	23.28%	21.91%	21.00%	20.23%	有效税率	18.73%	21.43%	22.00%	23.00%	23.00%
ROAA	0.95%	0.96%	1.00%	0.98%	0.99%	权益倍数 (A/E)	28.72	21.71	21.88	20.92	19.98
资产负债表摘要						规模增长					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
总资产	587,811	727,610	913,805	1,078,576	1,261,848	总资产	23.90%	23.78%	25.59%	18.03%	16.99%
贷款总额	359,517	407,391	497,017	596,421	703,776	贷款净额	26.21%	12.77%	21.88%	19.72%	17.74%
证券投资	103,243	111,788	145,324	167,123	192,191	证券投资	31.58%	8.28%	30.00%	15.00%	15.00%
央行及同业资产	116,124	191,850	252,158	293,224	341,034	央行及同业资产	10.33%	65.21%	31.44%	16.29%	16.30%
总负债	567,341	694,097	872,047	1,027,019	1,198,690	总负债	23.86%	22.34%	25.64%	17.77%	16.72%
存款总额	454,635	562,912	675,495	797,084	940,559	存款总额	26.11%	23.82%	20.00%	18.00%	18.00%
其它计息负债	104,927	118,178	134,484	153,236	174,801	其它计息负债	16.04%	12.63%	13.80%	13.94%	14.07%
股东权益	20,469	33,513	41,758	51,557	63,158	股东权益	63.72%	24.60%	23.46%	22.50%	
损益表摘要						收入增长					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利息收入	12,985	15,829	20,438	25,254	29,913	净利息收入	3.06%	21.90%	29.12%	23.56%	18.45%
非利息收入	2,130	2,193	2,855	3,459	4,136	非利息收入	11.17%	2.96%	30.18%	21.17%	19.56%
营业净收入	15,115	18,022	23,293	28,714	34,049	营业净收入	4.13%	19.23%	29.25%	23.27%	18.58%
营业支出	-7,380	-8,685	-10,672	-12,693	-15,067	营业支出	15.75%	17.67%	22.88%	18.94%	18.70%
营业利润	7,735	9,338	12,621	16,020	18,982	营业利润	-4.97%	20.72%	35.17%	26.93%	18.49%
计提准备金前利润	1,562	2,615	3,810	4,937	6,033	计提准备金前利润	-4.45%	22.15%	33.05%	26.93%	18.49%
当期计提准备金	-1,575	-1,488	-2,050	-3,295	-3,916	当期计提准备金	-78.52%	-5.52%	37.75%	60.75%	18.82%
税前利润	6,191	7,998	10,571	12,725	15,067	税前利润	679.74%	29.19%	32.18%	20.37%	18.40%
净利润	5,031	6,284	8,246	9,798	11,601	净利润	718.10%	24.89%	31.22%	18.83%	18.40%
资产负债结构						资产质量指标					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
央行及同业/总资产	19.75%	26.37%	27.59%	27.19%	27.03%	不良贷款率	0.68%	0.58%	0.58%	0.60%	0.60%
证券投资/总资产	17.56%	15.36%	15.90%	15.49%	15.23%	信贷成本	0.45%	0.38%	0.45%	0.60%	0.60%
贷款净额/总资产	60.49%	55.11%	53.48%	54.25%	54.59%	拨备覆盖率	161.85%	271.45%	287.97%	316.35%	353.05%
存款/总负债	72.23%	75.85%	75.84%	75.73%	75.60%	拨备/贷款余额	1.10%	1.58%	1.67%	1.90%	2.12%
贷款结构						其它数据					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
企业贷款	60.25%	65.94%				分支机构数量					
票据贴现	12.60%	4.58%				员工数量					
个人贷款	27.16%	29.48%				总股本数量 (百万股)	3,105	3,485	3,485	3,485	3,485

来源: 齐鲁证券研究所

图表 34: 平安银行财务预测摘要

每股盈利及估值						盈利驱动因素					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益 (EPS)	0.13	0.20	0.27	0.35	0.42	生息资产规模增长	51.78%	15.98%	23.60%	22.93%	22.99%
每股拨备前收益	0.18	0.30	0.43	0.55	0.67	生息资产平均收益率	3.68%	3.95%	4.32%	4.38%	4.28%
每股净资产 (BVPS)	1.66	1.82	2.09	2.44	2.87	计息负债平均付息率	1.93%	1.77%	1.88%	1.88%	1.88%
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利差 (SPREAD)	1.75%	2.17%	2.43%	2.50%	2.40%
P/PPOP	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净息差 (NIM)	1.89%	2.31%	2.58%	2.65%	2.55%
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	业务支出/营业净收入	59.92%	52.87%	51.00%	51.00%	51.00%
ROAE	9.63%	11.69%	14.01%	15.45%	15.93%	有效税率	19.86%	21.82%	22.00%	23.00%	23.00%
ROAA	0.60%	0.74%	0.83%	0.86%	0.84%	权益倍数 (A/E)	15.42	16.31	17.51	18.42	19.30
资产负债表摘要						规模增长					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
总资产	220,681	255,774	315,891	388,055	476,974	总资产	51.23%	15.90%	23.50%	22.84%	22.91%
贷款总额	107,562	130,798	170,037	212,546	265,683	贷款净额	48.56%	21.43%	29.74%	24.76%	24.80%
证券投资	51,047	71,223	85,467	102,561	123,073	证券投资	40.99%	39.52%	20.00%	20.00%	20.00%
央行及同业资产	60,176	51,967	58,840	71,760	87,529	央行及同业资产	69.30%	-13.64%	13.23%	21.96%	21.97%
总负债	206,366	240,093	297,847	366,990	452,262	总负债	50.32%	16.34%	24.05%	23.21%	23.24%
存款总额	149,065	182,118	225,826	277,766	341,652	存款总额	39.56%	22.17%	24.00%	23.00%	23.00%
其它计息负债	53,996	53,720	66,402	82,255	102,070	其它计息负债	101.01%	-0.51%	23.61%	23.87%	24.09%
股东权益	14,315	15,681	18,044	21,065	24,712	股东权益	9.54%	15.07%	16.74%	17.31%	
损益表摘要						收入增长					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利息收入	3,425	5,438	7,288	9,220	10,909	净利息收入	-10.19%	58.77%	34.02%	26.51%	18.32%
非利息收入	857	928	1,346	1,995	2,828	非利息收入	979.58%	8.31%	45.05%	48.24%	41.77%
营业净收入	4,282	6,366	8,634	11,215	13,737	营业净收入	9.98%	48.67%	35.63%	29.89%	22.49%
营业支出	-2,863	-3,768	-4,947	-6,430	-7,924	营业支出	35.26%	31.60%	31.28%	29.97%	23.23%
营业利润	1,418	2,597	3,686	4,785	5,813	营业利润	-20.15%	83.14%	41.93%	29.79%	21.49%
计提准备金前利润	1,562	2,615	3,706	4,785	5,813	计提准备金前利润	-16.83%	67.45%	41.72%	29.09%	21.49%
当期计提准备金	-183	-373	-677	-861	-1,077	当期计提准备金	-31.89%	103.76%	81.60%	27.17%	25.12%
税前利润	1,379	2,243	3,030	3,924	4,736	税前利润	-14.32%	62.64%	35.09%	29.52%	20.70%
净利润	1,105	1,753	2,363	3,021	3,647	净利润	-32.45%	58.65%	34.78%	27.86%	20.70%
资产负债结构						资产质量指标					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
央行及同业/总资产	27.27%	20.32%	18.63%	18.49%	18.35%	不良贷款率	0.46%	0.41%	0.60%	0.70%	0.70%
证券投资/总资产	23.13%	27.85%	27.06%	26.43%	25.80%	信贷成本	0.22%	0.31%	0.45%	0.45%	0.45%
贷款净额/总资产	48.39%	50.70%	53.26%	54.09%	54.92%	拨备覆盖率	155.87%	210.98%	176.57%	178.93%	201.00%
存款/总负债	72.23%	75.85%	75.82%	75.69%	75.54%	拨备/贷款余额	0.72%	0.86%	1.06%	1.25%	1.41%
贷款结构						其它数据					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
企业贷款	63.06%	65.31%				分支机构数量					
票据贴现	7.04%	1.68%				员工数量					
个人贷款	29.90%	33.01%				总股本数量 (百万股)	8,623	8,623	8,623	8,623	8,623

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308