

2011年8月18日

# 深发展

## 公布定向增发预案

2011年1-6月，深发展实现净利润47.32亿元，同比增长56%，同我们的预期相比略低0.4%。由于净息差的拖累，净利息收入比我们的预期略低2.3%，但手续费收入的表现好于我们的预期。深发展公布向中国平安定向增发，融资规模在150-200亿元之间，对该行未来的业务开展产生十分积极的作用。虽然经营状况表现一般，但考虑到定向增发的完成，该行目前的股价具有一定的吸引力，我们维持对该行的持有评级和目标价18.60元不变。

A

**持有**  
 000001.SZ - 人民币 17.05  
 目标价格: 人民币 18.60

**孙鹏**

(8610) 6622 9072

peng.sun@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210070008

**袁琳, CFA**

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	8	(5)	(5)	-
相对新华富时A50指数(%)	15	2	4	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	5,123
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	87,347
3个月日均交易额(人民币 百万)	370
主要股东(%)	
中国平安	52.38

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

**中银国际证券有限责任公司**
**具备证券投资咨询业务资格**

### 中报要点

- 根据深发展公布的定向增发预案，深发展将向中国平安定向增发8.92亿至11.9亿股，增发价格为16.81元，融资规模大概在150亿至200亿之间。按照200亿的融资规模，我们预计未来两年深发展的每股收益摊薄较多，但资本充足率改善明显，2013年底该行的核心资本充足率有望维持在9.5%。
- 深发展2011年第二季度的净息差下降9个基点，我们预计二季度该行的同业资金成本、存款成本和债券成本可能都在上升。
- 今年上半年深发展实现手续费及佣金净收入11.88亿元，同比增长58.4%，二季度环比增速也达到46.5%。
- 展望未来，补充资本金之后的深发展将在业务开展方面更加积极。

### 估值

- 考虑定向增发的完成，目前深发展的价格分别相当于10.5倍和1.1倍的2012年预测市盈率和预期市净率。我们认为该行的盈利能力虽然有所改善，但经营状况仍然比较一般。向中国平安的定向增发对该行的长期影响十分积极。我们维持对该行的持有评级。该行股价在达到我们之前给出的目标价之后有所下跌，我们预计仍有望回复到18.60元的目标价。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入(人民币百万)	12,984	15,829	24,029	32,505	37,699
净利润(人民币百万)	5,031	6,284	8,549	10,209	11,557
全面摊薄每股收益(人民币)	0.797	0.995	1.354	1.617	1.830
变动(%)	694.3	24.9	36.0	19.4	13.2
市盈率(倍)	21.4	17.1	12.6	10.5	9.3
每股净资产值(人民币 元)	6.6	9.6	13.7	15.8	17.4
市净率(倍)	2.6	1.8	1.2	1.1	1.0
净资产收益率(%)	27.3	23.3	16.5	12.0	11.0
每股股息(人民币 元)	0	0	0.167	0.162	0.183
股息收益率(%)	0	0	1	0.9	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测, 假设从2011年中期开始合并平安银行

## 2011 年中期业绩摘要

2011 年 1-6 月，深发展实现净利润 47.32 亿元，同比增长 56%，同我们的预期相比略低 0.4%。净利息收入比我们的预期略低 2.3%，但手续费收入的表现好于我们的预期。单季度来看，2011 年二季度深发展实现净利润 23.3 亿元，虽然手续费收入仍实现环比大幅增长，但受净息差的拖累，净利息收入环比增长较慢。

图表 2. 2011 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比(%)	2 季度环比 1 季度(%)
净利息收入	7,410	10,392	40.2	3.6
净手续费及佣金收入	750	1,188	58.4	46.5
其他非息收入	337	560	66.2	45.6
营业收入	8,497	12,140	42.9	8.8
营业费用	(3,591)	(4,406)	22.7	13.1
拨备前营业利润	4,906	7,734	57.6	6.5
拨备费用	(494)	(731)	48.0	103.3
营业利润	4,412	7,003	58.7	(0.2)
营业税	(607)	(953)	57.0	13.7
非经营性收入	67	16	(76.1)	(40.0)
税前利润	3,872	6,066	56.7	(2.3)
所得税	(839)	(1,334)	59.0	0.0
净利润	3,033	4,732	56.0	(3.0)
少数股东损益	0	0	-	-
归属母公司净利润	3,033	4,732	56.0	(3.0)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 2011 年上半年实际业绩与预测值差异

(人民币, 百万)	2011 年中期 业绩实际值	2011 年中期 业绩预测值	差异(%)
净利息收入	10,392	10,633	(2.3)
净手续费及佣金收入	1,188	1,102	7.8
其他非息收入	560	380	47.4
营业收入	12,140	12,116	0.2
营业费用	(4,406)	(4,372)	0.8
拨备前营业利润	7,734	7,743	(0.1)
拨备费用	(731)	(765)	(4.5)
营业利润	7,003	6,978	0.4
营业税	(953)	(929)	2.6
非经营性收入	16	20	(20.0)
税前利润	6,066	6,069	(0.0)
所得税	(1,334)	(1,319)	1.1
净利润	4,732	4,750	(0.4)
少数股东损益	0	0	-
归属母公司净利润	4,732	4,750	(0.4)

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 中报要点:

### 1. 向中国平安定向增发

截至 2011 年 6 月末, 深发展的资本充足率为 10.58%, 核心资本充足率为 7.01%。而根据银监会最新的监管指引, 作为非系统性重要银行, 核心一级资本充足率和一级资本充足率最低要分别超过 7.5% 和 8.5%。深发展对资本金的渴求非常迫切, 而中国平安(601318.SS/人民币 41.87, 买入; 2318.HK/港币 66.95, 持有)已经多次表示会支持深发展的业务开展, 因此此次公布定向增发预案并不令市场意外。

根据深发展公布的定向增发预案, 深发展将向中国平安定向增发 8.92 亿至 11.9 亿股, 增发价格为之前 20 个交易日的均价, 即 16.81 元。因此融资规模大概在 150 亿至 200 亿之间。本次发行尚须公司股东大会审议通过, 并须经中国银监会、中国证监会等监管机构的核准。中国证监会核准后六个月内完成向中国平安的非公开发行。

根据我们的测算, 如果 2012 年初完成此次定向增发, 融资规模为 200 亿, 那么深发展 2013 年的核心资本充足率可以维持在 9.5% 的水平。根据深发展 2011-2014 年资本规划, 该行将总资本充足率和核心资本充足率的下限设在 10.5% 和 7%, 我们认为该行未来可能会提高业务发展速度, 2014 年后仍有再融资的可能。

根据我们的测算, 按照 200 亿的融资规模, 深发展 2012-2013 年的每股收益将摊薄 16.3% 和 16.1%, 每股净资产变化较少, 而净资产收益率会继续下降。尽管每股收益摊薄较多, 但定向增发完成后, 深发展开展业务的空间将改善很多, 我们对此持积极的看法。

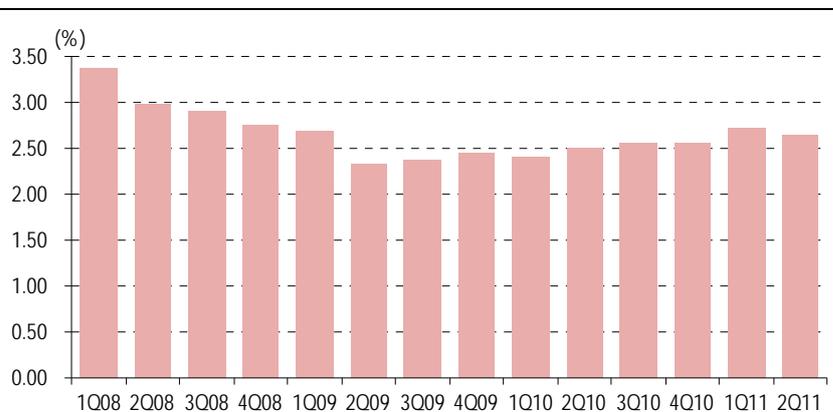
**图表 4.定向增发的影响测算表**

	2012E	2013E
增发前全面摊薄每股收益(人民币)	1.96	2.18
增发后全面摊薄每股收益(人民币)	1.64	1.83
每股收益摊薄(%)	(16.33)	(16.06)
增发前每股账面价值(人民币)	15.48	17.45
增发后每股账面价值(人民币)	15.76	17.4
每股账面价值增长(%)	1.81	(0.29)
增发前净资产收益率(%)	13.4	13.3
增发后净资产收益率(%)	12.0	11.0
增发前市净率(倍)	10.38	9.31
增发后市净率(倍)	1.08	0.98
增发前资本充足率(%)	10.1	9.6
增发前一级资本充足率(%)	7.8	7.6
增发后资本充足率(%)	12.2	11.5
增发后一级资本充足率(%)	10	9.5

资料来源：公司数据，中银国际研究估计

## 2. 二季度息差表现一般

根据我们的测算，深发展 2011 年二季度的净息差下降 9 个基点，降至 2.64%，生息资产收益率增长慢于付息债务成本率上升的速度。主要原因在于：一是二季度发行了 36.5 亿的混合资本债，利息成本有所上升；二是同业资金成本在二季度上升较快；三是活期占比有所下降，按日均余额的口径，深发展二季度的活期存款占比较一季度下降 3 个百分点，降至 30%。

**图表 5.2008 年以来深发展的季度净息差变动情况**


资料来源：公司数据，中银国际研究估计

### 3. 手续费收入增长较快

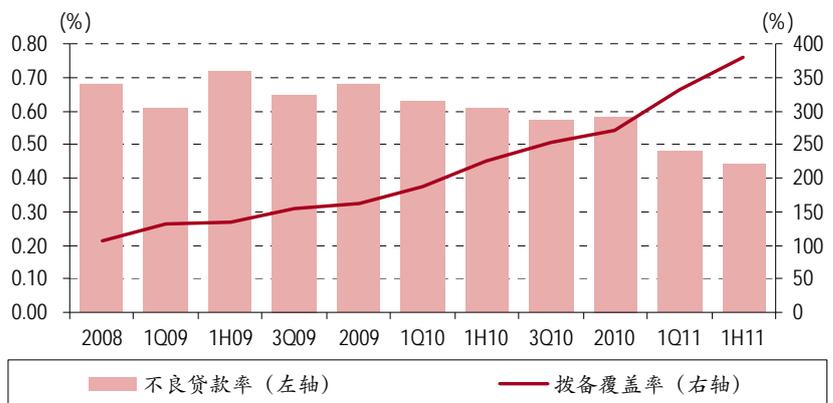
2011年上半年，深发展实现手续费及佣金净收入11.88亿元，同比增长58.4%，二季度环比增速也达到46.5%。同其他银行类似，理财业务手续费、咨询顾问手续费和代理及委托业务手续费的增长速度较快，分别为352%、118%和172%。

### 4. 二季度大幅计提拨备，不良贷款双降

资产质量方面，深发展二季度实现了不良贷款的双降。不良贷款率和不良贷款余额分别由今年一季度末的0.48%和20.5亿下降至二季度末的0.44%和20亿。二季度核销金额有所增加，达到7665万元。

二季度深发展的拨备费用较一季度大幅提升，二季度单季度计提拨备费用4.9亿元，2011年6月末的拨贷比达到1.67%，较一季度末提高了0.06个百分点。

图表 6.2008 年末大额核销以来不良贷款和拨备覆盖率变动情况



资料来源：公司数据、中银国际研究

## 估值

如果假定深发展在明年年初完成定向增发，那么目前深发展的价格分别相当于10.4倍和1.1倍的2012年预测市盈率和预期市净率。我们认为该行的盈利能力虽然有所改善，但经营表现仍然比较一般。目前2012年的估值水平具有一定的吸引力。我们维持对该行的**持有**评级和18.60元的目标价。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	12,984	15,829	24,029	32,505	37,699
净手续费及佣金	1,181	1,585	2,615	3,400	4,080
其他非息收入	949	608	547	629	724
经营收入	15,114	18,022	27,192	36,534	42,502
经营费用	(6,311)	(7,360)	(10,820)	(14,262)	(17,348)
拨备前经营利润	8,803	10,662	16,372	22,272	25,154
贷款损失拨备	(1,575)	(1,488)	(3,241)	(5,680)	(6,223)
其他风险拨备	0	0	0	0	0
经营利润	7,228	9,174	13,131	16,592	18,931
非经常性项目	32	149	149	149	149
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	7,260	9,323	13,280	16,741	19,080
营业税	(1,069)	(1,325)	(2,174)	(3,176)	(3,634)
所得税	(1,160)	(1,714)	(2,557)	(3,356)	(3,889)
税后利润	5,031	6,284	8,549	10,209	11,557
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	5,031	6,284	8,549	10,209	11,557
变动 (%)	719	25	36	19	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>资产</b>					
现金及等价物	779	835	935	1,035	1,135
银行间贷款	115,342	191,015	307,694	386,886	490,457
衍生产品交易投资	100	372	409	450	495
总客户预付款	359,517	407,391	682,564	767,029	852,888
减: 拨备	(3,955)	(6,425)	(9,011)	(13,576)	(18,725)
长期投资	103,142	111,416	194,978	226,984	227,921
联营公司权益	393	404	404	404	404
净固定资产	1,715	2,470	3,176	3,310	3,416
其他资产	10,778	20,132	34,723	36,031	37,506
<b>总资产</b>	<b>587,811</b>	<b>727,610</b>	<b>1,215,872</b>	<b>1,408,554</b>	<b>1,595,497</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	454,635	562,912	923,981	1,038,321	1,154,548
银行存款及结余	95,443	108,397	170,078	212,123	264,585
其他借款	9,463	9,469	31,961	31,961	31,961
总借款	559,541	680,778	1,126,020	1,282,405	1,451,093
其他负债	7,801	13,319	19,553	26,662	34,515
总负债	567,342	694,097	1,145,573	1,309,066	1,485,608
普通股股本(面值)	3,105	3,485	5,124	6,314	6,314
准备金(包括股本溢价)	12,977	21,287	50,450	71,302	73,613
留存收益	4,387	8,741	14,725	21,872	29,961
总股东权益	20,469	33,513	70,299	99,488	109,889
少数股东权益	0	0	0	0	0
已运用资本	20,469	33,513	70,299	99,488	109,889
<b>总负债及权益</b>	<b>587,811</b>	<b>727,610</b>	<b>1,215,872</b>	<b>1,408,554</b>	<b>1,595,497</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	5,031	6,284	8,549	10,209	11,557
非现金项目	96	(1,114)	3,293	5,243	5,853
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	9,285	3,189	(25,045)	(22,849)	(38,843)
经营产生的现金流	14,412	8,359	(13,203)	(7,397)	(21,434)
投资及融资回报	(464)	(549)	0	(855)	(1,021)
<b>总现金流</b>	<b>13,948</b>	<b>7,810</b>	<b>(13,203)</b>	<b>(8,252)</b>	<b>(22,455)</b>
投资	(15,641)	(14,660)	(38,281)	(11,648)	22,555
<b>自由现金流</b>	<b>(1,693)</b>	<b>(6,850)</b>	<b>(51,484)</b>	<b>(19,900)</b>	<b>100</b>
投资者可用现金	(1,693)	(6,850)	(51,484)	(19,900)	100
融资活动产生的净现金	1,489	6,931	51,584	20,000	0
<b>现金增(减)</b>	<b>(204)</b>	<b>81</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 (%)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	4.2	4.1	4.5	4.4	4.4
资金成本	1.8	1.7	2.0	2.0	2.0
利差	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
净息差	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6
其他收入总收入	14.1	12.2	11.6	11.0	11.3
成本收入比	41.8	40.8	39.8	39.0	40.8
有效税率	30.7	32.6	35.6	39.0	39.4
<b>增长率</b>					
贷款增长率	26.7	13.3	67.5	12.4	11.2
存款增长率	26.1	23.8	64.1	12.4	11.2
资产增长率	23.9	23.8	67.1	15.8	13.3
可持续增长率	43.3	41.9	52.3	36.8	34.9
<b>流动性</b>					
贷存比	79.1	72.4	73.9	73.9	73.9
贷款资金比	64.3	59.8	60.6	59.8	58.8
贷款资产比	61.2	56.0	56.1	54.5	53.5
核心负债/总负债	70.1	71.2	70.5	69.3	68.0
超额准备金率	4.3	3.1	4.0	4.0	4.0
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	0.7	0.6	0.7	1.1	1.5
一般拨备比率	0.8	1.3	1.3	1.5	1.5
特殊拨备覆盖率	40.7	47.6	9.1	29.1	49.1
总拨备覆盖率	161.8	271.4	199.9	161.1	148.7
信用成本	(0.44)	(0.37)	(0.47)	(0.74)	(0.73)
需特别关注贷款比例	0.38	0.33	0.98	1.28	1.58
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	3.5	4.6	5.8	7.1	6.9
盈余资本	1.1	2.3	1.8	4.2	3.5
总资本充足率	9.1	10.3	9.8	12.2	11.5
一级资本充足率	5.6	7.2	7.8	10.0	9.5
<b>回报率</b>					
资产收益率	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
净资产收益率	27.3	23.3	16.5	12.0	11.0
已运用资本收益率	27.3	23.3	16.5	12.0	11.0
结构性已运用资本收益率	19.7	19.1	17.6	15.6	15.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371