



持有

1%↓

目标价格:人民币 16.80

000001.SZ

股价:人民币 17.03

目标价格基础: 1倍 2012年预期市净率

板块评级: 中立

本报告要点

- 2011年深发展全年业绩比我们的预期略高, 主要原因是拨备费用较我们预期偏低;
- 四季度净息差已经呈现下降趋势, 资金成本压力较大;
- 资产质量问题凸现, 恶化的程度超出预期。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12	1	7	2
相对新华富时 A50 指数	0	(1)	2	19

发行股数(百万)	5123
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	87,245
3个月日均交易额(人民币 百万)	295
主要股东(%)	
中国平安集团	52.4

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 3 月 8 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

孙鹏

(8610) 6622 9072

Peng.sun@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120017

深发展

业绩增长较快, 但资产质量问题凸现

2011年, 深发展合并报表实现净利润 102.8 亿元, 同比增长 63.6%。剔除 2011 年下半年平安银行的利润贡献, 深发展母公司实现净利润 91.81 亿元, 同比增长 46%。总体而言, 深发展 2011 年的业绩较我们的预期偏高, 主要原因是拨备费用较我们的预期偏低。事实上, 该行 2011 年的净利息收入、手续费收入、拨备前营业利润同我们的预期基本一致。展望未来, 我们对该行的基本面仍然持谨慎的态度, 资金成本压力下息差提升空间相当有限, 而资产质量问题更加需要关注, 我们维持公司 16.80 元的目标价格和买入评级。

支撑评级的要点

- 以日均余额计算, 该行的净息差和净利差事实上都是略为下降的。虽然存贷利差仍然在提升, 但存款增长十分有限, 资金成本压力较大;
- 无论是集团口径还是公司口径, 深发展去年四季度的资产质量都出现了比较明显的问题, 此外, 深发展单体的关注类贷款和逾期贷款也上升较快。展望未来, 由于该行对宏观经济的敏感度较高, 我们认为该行面临的资产质量压力会继续加大。
- 在资产质量恶化的情况下, 该行不得不在四季度被动计提拨备, 但主动计提的动力仍然不足。目前该行的拨贷比仅为 1.7%。未来几年的拨备费用压力较大。

评级面临的主要风险

- 在宏观经济下滑、出口企业面临较大风险的情况下, 资产质量加速恶化;

估值

■ 我们预计该行 2012 年的业绩增长率为 26.2%, 但剔除不可比因素, 深发展单体 2012 年的业绩增长率预计为 14%。考虑对平安定向增发的因素, 我们预计该行 2012-2014 年的每股收益分别为 2.06、2.10 和 2.11 元。目前深发展的价格分别相当于 8.3 倍和 1.0 倍的 2012 年预测市盈率和预期市净率。我们维持对该行的**持有**评级和目标价不变。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(人民币 百万)	18,022.0	29,644.0	39,170.0	45,408.2	52,002.1
变动(%)		64.5	32.1	15.9	14.5
净利润(人民币 百万)	6,284.0	10,279.0	12,975.2	13,289.9	13,348.9
全面摊薄每股收益(人民币)	1.906	2.384	2.055	2.105	2.114
变动(%)		17.6	25.1	(13.8)	2.4
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.642	1.853	-
调整幅度(%)			25.1	13.6	-
全面摊薄市盈率(倍)	8.94	7.14	8.29	8.09	8.05
每股账面价值(人民币)	9.62	14.71	16.96	18.85	20.75
价格/每股账面价值(倍)	1.77	1.16	1.00	0.90	0.82
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.211	0.211
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	1.2	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011 年业绩摘要

2011 年，深发展合并报表实现净利润 102.8 亿元，同比增长 63.6%。剔除 2011 年下半年平安银行的利润贡献，深发展母公司实现净利润 91.81 亿元，同比增长 46%。总体而言，深发展 2011 年的业绩较我们的预期偏高，主要原因是拨备费用较我们的预期偏低。事实上，该行 2011 年的净利息收入、手续费收入、拨备前营业利润同我们的预期基本一致。

合并报表下，单季度来看，2011 年四季度深发展集团实现净利润 25.9 亿元，环比下降 12.3%。平安银行四季度实现净利润 5.3 亿元，环比下降 7%。

图表 1. 2011 年业绩摘要 (合并报表)

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比(%)	4 季度环比 3 季度(%)
净利息收入	15,829	25,290	59.8	4.4
净手续费及佣金收入	1,585	3,665	131.2	(0.6)
其他非息收入	608	689	13.3	216.1
营业收入	18,022	29,644	64.5	4.4
营业费用	(7,360)	(11,855)	61.1	9.7
拨备前营业利润	10,662	17,789	66.8	0.7
拨备费用	(1,488)	(2,149)	44.4	78.6
营业利润	9,174	15,640	70.5	(8.1)
营业税	(1,325)	(2,506)	89.1	12.2
非经营性收入	149	124	(16.8)	(78.7)
税前利润	7,998	13,258	65.8	(13.6)
所得税	(1,714)	(2,867)	67.3	(18.6)
净利润	6,284	10,391	65.4	(12.2)
少数股东损益	0	(112)	-	(6.9)
归属母公司净利润	6,284	10,279	63.6	(12.3)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2. 2011 年前三季度实际业绩与预测值差异 (合并报表)

(人民币, 百万)	2011 年业绩实际值	2011 年业绩预测值	差异(%)
净利息收入	25,290	25,122	0.7
净手续费及佣金收入	3,665	3,646	0.5
其他非息收入	689	882	(21.8)
营业收入	29,644	29,649	(0.0)
营业费用	(11,855)	(11,976)	(1.0)
拨备前营业利润	17,789	17,673	0.7
拨备费用	(2,149)	(2,766)	(22.3)
营业利润	15,640	14,907	4.9
营业税	(2,506)	(2,283)	9.8
非经营性收入	124	149	(16.8)
税前利润	13,258	12,773	3.8
所得税	(2,867)	(2,962)	(3.2)
净利润	10,391	9,811	5.9
少数股东损益	(112)	0	-
归属母公司净利润	10,279	9,811	4.8

资料来源：公司数据，中银国际研究

年报要点:

1. 四季度息差表现

由于统计口径的问题，我们着重关注深发展单体的净息差情况。深发展单体四季度实现净利息收入 57.2 亿元，较三季度增长 5.4%。而生息资产规模较三季度几乎没有变化，据此推断，基于时点资产数计算的该行四季度息差的表现尚可。

而如果以日均余额计算，该行的净息差和净利差事实上都是略为下降的。虽然贷款收益率和生息资产收益率还在上升，但由于同业负债的日均规模增长较快，拖累了净息差的表现。此外我们还可以看到，深发展的客户存款日均余额还略为下降，存款压力仍然较大。

图表 3.2008 年以来深发展的季度净息差变动情况（深发展单体）



资料来源：公司数据，中银国际研究

2. 资产质量问题凸现

截至 2011 年末，深发展集团的不良贷款余额为 32.95 亿元，较年初增加 9.28 亿元。即使考虑并购平安银行带来不良贷款 5.57 亿元，该行单体新增不良贷款 3.71 亿元，也就是说，深发展单体 2011 年末的不良贷款余额为 27.4 亿，较三季度末增长 6.4 亿。

2011 年末，深发展集团不良贷款率为 0.53%，较三季度末上升 0.1 个百分点，深发展单体的不良贷款率为 0.58%，较三季度末上升 0.12 个百分点。

此外，我们还注意到，深发展单体的关注类贷款和逾期贷款上升较快，2011 年末该行关注类贷款占比为 0.69%，较三季度末上升 0.15 个百分点，较 2010 年末上升 0.36 个百分点。关注类贷款余额，仅在四季度就上升了 7.3 亿达到 32.3 亿。2011 年末该行的逾期贷款，由年初的 4.24 亿大幅上升至 14.4 亿。

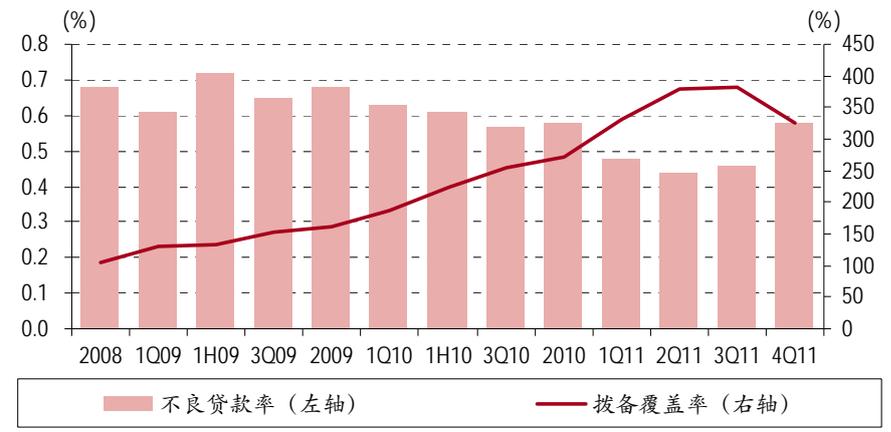
事实上，在宏观经济减速、出口企业经营出现困境的情况下，银行的资产质量问题已经凸现。由于深发展对宏观经济和出口下滑的敏感度更强，该行已经暴露出资产质量的风险。展望未来，我们对该行的信用风险持谨慎的态度，资产质量的暴露也许才刚刚开始。

3. 拨备费用问题再次推后

深发展在去年四季度再次没有大幅计提拨备，这也是我们业绩预期和实际值差异的主要原因。四季度深发展集团的拨备费用为 9.1 亿，虽然较三季度有所增加，但目前该行的拨贷比仅为 1.7%。我们认为四季度增加计提拨备的原因可能在于资产质量的恶化，主动计提拨备的动力仍然不强。

我们还注意到，无论是集团口径还是单体口径，该行 2011 年末的拨备覆盖率已经较 2011 年 3 季度末有所下降，其中深发展单体拨备覆盖率由去年 9 月末的 382.8% 下降至 325.6%。虽然我们并不要求拨备覆盖率仍然维持在接近 400% 的水平，但从侧面可以看出不良贷款的涌现较快。

图表 4.2008 年末大额核销以来不良贷款率和拨备覆盖率变动情况 (深发展单体)



资料来源：公司数据、中银国际研究

估值

考虑深发展向平安集团的定向增发在今年三季度完成，目前深发展的价格分别相当于 8.3 倍和 1.0 倍的 2012 年预测市盈率和预期市净率。我们维持对该行的 **持有** 评级和目标价不变。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利息收入	15,829	25,290	33,833	39,043	44,519
净手续费及佣金	1,585	3,665	4,545	5,454	6,435
其他非息收入	608	689	792	911	1,048
经营收入	18,022	29,644	39,170	45,408	52,002
经营费用	(7,360)	(11,855)	(16,205)	(18,995)	(21,819)
拨备前经营利润	10,662	17,789	22,965	26,414	30,183
贷款损失拨备	(1,488)	(2,149)	(2,653)	(5,117)	(8,351)
其他风险拨备	0	0	0	0	0
经营利润	9,174	15,640	20,312	21,297	21,831
非经常性项目	149	124	124	124	124
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	9,323	15,764	20,436	21,421	21,955
营业税	(1,325)	(2,506)	(3,300)	(3,742)	(4,219)
所得税	(1,714)	(2,867)	(4,161)	(4,389)	(4,388)
税后利润	6,284	10,391	12,975	13,290	13,349
少数股东权益	0	(112)	0	0	0
净利润	6,284	10,279	12,975	13,290	13,349
变动 (%)	25	64	26	2	0

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
资产					
现金及等价物	835	2,236	2,336	2,436	2,536
银行间贷款	191,015	241,033	319,140	396,131	483,007
衍生产品交易投资	372	810	891	980	1,078
总客户预付款	407,391	620,642	728,188	841,074	949,745
减: 拨备	(6,425)	(10,566)	(12,083)	(16,141)	(23,487)
长期投资	111,416	202,407	255,291	298,796	349,920
联营公司权益	404	539	539	539	539
净固定资产	2,470	3,525	3,659	3,765	3,841
其他资产	20,132	197,551	214,388	232,942	253,388
总资产	727,610	1,258,177	1,512,348	1,760,521	2,020,566
负债及权益					
客户存款	562,912	850,846	985,742	1,138,555	1,285,662
银行存款及结余	108,397	221,017	275,007	342,242	425,983
其他借款	9,469	16,055	35,555	35,555	35,555
总借款	680,778	1,087,918	1,296,304	1,516,352	1,747,200
其他负债	13,319	94,879	108,986	125,149	142,333
总负债	694,097	1,182,797	1,405,290	1,641,502	1,889,533
普通股股本(面值)	3,485	5,123	6,313	6,313	6,313
准备金(包括股本溢价)	21,287	54,393	75,798	78,456	81,126
留存收益	8,741	15,864	24,948	34,251	43,595
总股东权益	33,513	75,380	107,059	119,020	131,034
少数股东权益	0	2070	0	0	0
已运用资本	33,513	75,380	107,059	119,020	131,034
总负债及权益	727,610	1,258,177	1,512,348	1,760,521	2,020,566

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	6,284	10,279	12,975	13,290	13,349
非现金项目	(1,114)	(3,099)	2,216	4,786	8,101
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	3,189	(20,087)	(38,304)	2,757	3,189
经营产生的现金流	8,359	(12,907)	(23,113)	20,832	24,639
投资及融资回报	(549)	30,796	0	(1,298)	(1,329)
总现金流	7,810	17,889	(23,113)	19,535	23,310
投资	(14,660)	(22,522)	(16,288)	(19,435)	(23,210)
自由现金流	(6,850)	(4,633)	(39,401)	100	100
投资者可用现金	(6,850)	(4,633)	(39,401)	100	100
融资活动产生的净现金	6,931	6,340	39,500	0	0
现金增/(减)	81	1,707	99	100	100

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
生息资产收益率	4.1	5.9	5.0	4.7	4.6
资金成本	1.7	3.1	2.2	2.0	1.9
利差	2.4	2.8	2.9	2.7	2.7
净息差	2.5	2.9	2.9	2.8	2.7
其他收入总收入	12.2	14.7	13.6	14.0	14.4
成本收入比	40.8	40.0	41.4	41.8	42.0
有效税率	32.6	34.1	36.5	38.0	39.2
增长率					
贷款增长率	13.3	52.3	17.3	15.5	12.9
存款增长率	23.8	51.2	15.9	15.5	12.9
资产增长率	23.8	72.9	20.2	16.4	14.8
可持续增长率	41.9	55.9	44.2	34.0	30.6
流动性					
贷存比	72.4	72.9	73.9	73.9	73.9
贷款资金比	59.8	57.0	56.2	55.5	54.4
贷款资产比	56.0	49.3	48.1	47.8	47.0
核心负债/总负债	71.2	67.1	66.4	65.2	63.7
超额准备金率	3.1	3.3	4.0	4.0	4.0
资产质量					
不良贷款率	0.6	0.5	0.9	1.7	2.1
一般拨备比率	1.3	1.5	1.4	1.1	1.1
特殊拨备覆盖率	47.6	42.9	29.1	49.1	69.1
总拨备覆盖率	271.4	320.7	186.3	115.1	120.1
信用成本	(0.37)	(0.35)	(0.36)	(0.61)	(0.88)
需特别关注贷款比例	0.33	0.71	1.28	1.58	1.88
资本充足率					
权益资产比率	4.6	6.0	7.1	6.8	6.5
盈余资本	2.3	3.6	5.9	3.7	3.5
总资本充足率	10.3	11.6	13.9	11.7	11.5
一级资本充足率	7.2	8.5	11.8	10.1	10.1
回报率					
资产收益率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
净资产收益率	23.3	18.9	14.2	11.8	10.7
已运用资本收益率	23.3	18.9	14.2	11.8	10.7
结构性已运用资本收益	19.1	20.4	18.4	15.0	12.7
率					

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刊载或转发的，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 2 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