

2012年3月14日

谢继勇

C0056@capital.com.tw

目标价(元)

20.25

公司基本资讯

产业别	银行		
A 股价 (12/03/13)	16.85		
深证成份指数 (12/03/13)	10427.25		
股价 12 个月高/低	18.87/15.05		
总发行股数 (百万)	5123.35		
A 股数 (百万)	3105.36		
A 市值 (亿元)	523.25		
主要股东	中国平安保险(集团)股份有限公司-集团本级-自有资金 (42.16%)		
每股净值 (元)	14.31		
股价/帐面净值	1.18		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.02	7.46	4.21

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-8-19	16.60	买入

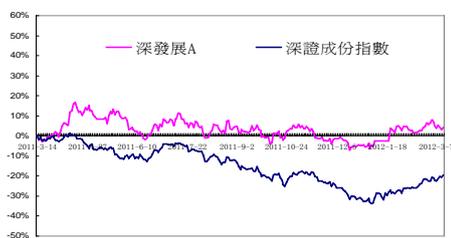
产品组合

净利息收入	85.58%
手续费净收入	9.77%
其他净收入	4.65%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.4%
券商	1.53%
券商集合理财	0.17%
社保基金	1.19%
一般法人	2.38%
保险公司	24.38%

股价相对大盘走势



深发展(000001.SZ)

Buy 买入(维持)

点评: 净利润快速增长, 息差涨幅低于同业

结论与建议:

深发展2011年实现营收296.43亿元, YoY增长65%; 实现净利润102.78亿元, YoY增长64.55%; EPS为2.47元, 符合预期; 其中, 第四季度实现净利润25.91亿元, YoY增长67%。由于深发展吸收合并了平安银行并于2011年三季度开始并表, 带来集团业绩同比增速提高; 扣除平安并表影响后, 深发展母公司净利润91.81亿元, 同比增长47.15%。公司业绩大幅增长的主要原因在于资产规模扩张、中间业务收入贡献增加以及成本得到有效控制所致。预计深发展2012、2013年EPS分别为2.96元和3.53元, YoY增长47%(2012年上半年的基期末纳入原平安银行, 扣除并表影响增长约32%)、19%。目前股价对应2012动态PE为6倍, PB为1.05倍; 估值显著偏低, 给予“买入”的投资建议。

- **规模大幅扩张, 生息资产突破万亿元。**深发展2011年实现净利息收入252.9亿元, YoY增长59.77%, 主要是生息资产规模增长和结构改善所致。公司第三季度通过非公开发行股份获得平安银行90.75%的股权, 重组后集团资产规模大幅提升。截至2011年末, 公司生息资产总规模达到1.06万亿元, YoY大幅增长了50%。公司贸易融资余额同比增33%, 预计未来贷款仍可保持25%以上的较快增长。
- **全年息差小幅提升, 四季度环比意外下滑。**根据我们的测算, 深发展2011年平均净息差为2.76%, 同比提升19个基点, 提升幅度与同业股份制银行相比偏小。第四季度净息差2.73%, 环比下降10个基点, 低于预期; 主要是因为公司受贷存比限制扩大了收益率较低的同业规模所致。预计2012年行业净息差继续提升空间有限, 但公司有望通过结构调整进一步控制负债成本。
- **中间业务收入爆发式增长。**公司2011年佣金和手续费净收入36.6亿元, 同比增长131%; 中间业务净收入在全部收入中的占比达到12.36%, 较上年提升3.56个百分点。深发展本公司27.3亿元, 同比增长71.5%。预计与平安银行合并后, 信用卡和交叉销售优势将借进一步拓展, 未来公司手续费收入可望保持较快增长。
- **不良余额增加, 整体风险可控。**截至2011年末, 公司不良贷款余额33亿元, 不良率0.53%; 环比分别增加12亿元和7个基点。受宏观影响, 部分出口型中小企业经营环境恶化, 是导致公司不良余额和不良率反弹的主要原因。考虑到公司关注类贷款比重0.71%, 整体仍处较低水平, 且平台贷款余额和房地产业贷款占比较低, 我们认为深发展资产质量风险可控。由于宏观经济尚未明显好转, 预计2012年不良率仍有上升的压力。
- **资本充足率提升, 资本金压力缓解。**截至2011年末, 深发展母公司资本充足率和核心资本充足率分别为11.08%和9.9%, 核心资本充足率已经达到较高水平, 符合监管要求; 资本金压力较此前已经大为减轻。集团资本充足率和核心资本充足率分别为11.51%和8.46%; 由于核心资本充足率仍低于8.5%, 未来随着业务扩张可能产生新的融资需求。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5,031	6,284	10,391	15,173	18,071
同比增减	%	719.30%	24.91%	65.36%	46.02%	19.10%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.62	1.80	2.47	2.96	3.53
同比增减	%	719.30%	11.30%	36.99%	19.90%	19.11%
市盈率(P/E)	X	10.51	9.44	6.89	5.75	4.83
股利 (DPS)	RMB 元	0.06	0.00	0.00	0.30	0.30
股息率 (Yield)	%	0.35%	0.00%	0.00%	1.76%	1.76%

营运分析

■ 资产规模稳健增长，是利润快速提升的主要因素

2011年，深发展本集团实现利息净收入252.90亿元，比上年增长59.77%，占全部营收的85.32%；利息净收入的增长主要是生息资产规模扩张所致。公司第三季度通过非公开发行股份获得平安银行90.75%的股权，重组后集团资产规模大幅提升。截至报告期末，集团资产总额达到1.258万亿元，较年初增长73.01%；其中生息资产规模1.06万亿元，同比增长50%，贷款总额6206.42亿元，同比增长52.35%。

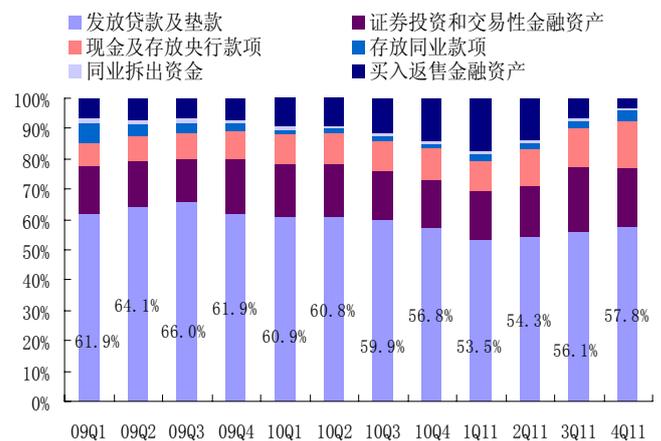
公司主要业务发展稳健，公司贸易融资业务、小微金融和零售业务快速增长；作为公司核心业务的贸易融资授信余额2333.56亿元，同比增长32.97%。公司各项资产结构均衡，考虑到公司规模实力的增强，预计贷款等生息资产仍可保持较快增长。

图1、深发展生息资产和贷款规模、增速



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图2、深发展净息差走势



资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

■ 四季度息差意外下滑，全年提升幅度弱于行业均值

受加息周期的影响，公司贷款定价能力不断提升，存贷款利差呈逐步扩大趋势，这与整个银行业的表现相一致。根据我们的测算，深发展2011年平均净息差为2.76%，同比提升19个基点；与同业相比息差提升幅度相对较小，主要是负债成本增加较快所致；从绝对水平来看，处于同业股份制银行中的较低水平。公司第四季度净息差2.73%，环比下降了近10个基点，低于我们此前预期；由于存贷比的限制，公司在第四季度扩大了同业资产规模，拉低了当期的息差。

我们认为，第四季度净息差的环比下降反映了深发展贷款业务仍面临一定的限制。由于公司保证金存款占比24.5%，9月份上缴保证金存款准备金影响了可贷资金规模；在日均贷存比逼近监管上限的情况下，公司加大了收益较低的同业资产配置。

展望2012年，我们认为，由于2010年底开始的加息周期已经步入尾声，从整个银行业来说，未来息差继续提升的空间有限。但在公司单体方面，由于深发展加快零售和对公业务发展的战略有利于控制较高的资金成本；同时考虑到平安

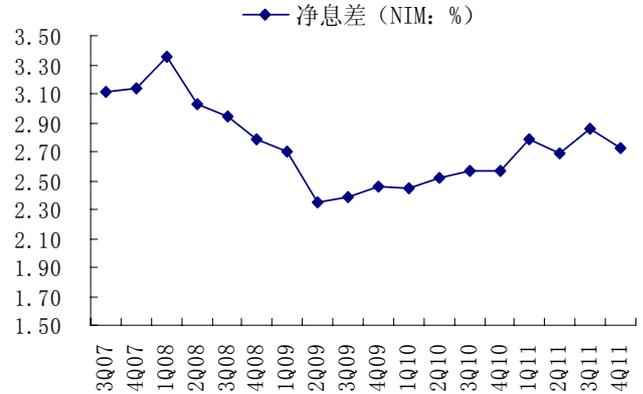
银行在零售业务和存贷款方面的优势，预计两行整合后公司存贷款定价能力将在行业内有一定的提升。

图 3、深发展生息资产和贷款规模、增速



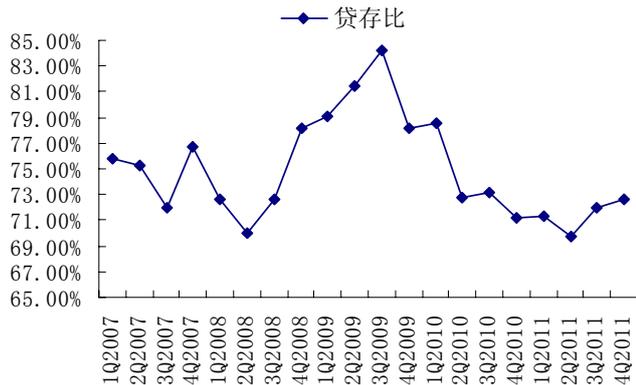
资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图 4、深发展净息差走势



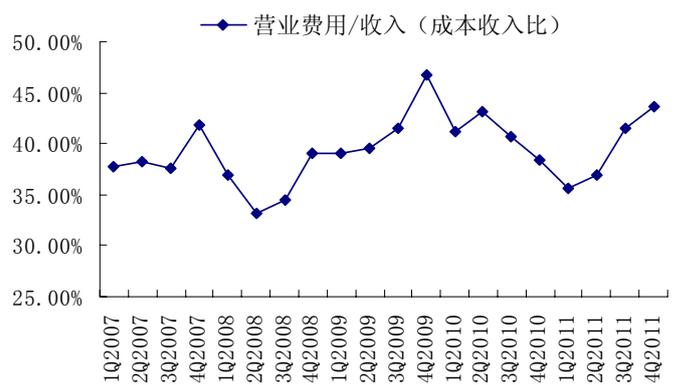
资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

图 5、深发展存贷比走势



资料来源: Wind, 群益证券上海研究部

图 6、深发展成本收入比走势



资料来源: 公司公告, 群益证券上海研究部

■ 中间业务实现较快增长

由于平安银行并表，其较高的中间业务占比导致公司手续费收入呈现爆发式增长。2011 年集团佣金和手续费净收入 36.6 亿元，同比增长 131%；中间业务净收入在全部收入中的占比达到 12.36%，较上年提升 3.56 个百分点。深发展本公司中间业务净收入 27.3 亿元，同比增长 71.5%；其中理财业务收入、咨询顾问费、结算手续费分别增长 238%、128%、和 51%。

公司与平安银行合并后，平安银行在信用卡和交叉销售方面的优势将借助深发展的平台进一步拓展。目前公司中间业务收入占比与同业相比仍然较低，预计两行整合后，综合金融的优势将进一步体现，继续提升中间业务收入占比，公司手续费收入可望保持较快增长。

■ 四季度关注类和不良类余额显著上升

截至 2011 年末，公司不良贷款余额 33 亿元，较年初增加 9.3 亿元，环比三季度增加 12 亿元；不良率 0.53%，较年初略降 5 个基点，环比三季度上升 7 个基

点。受宏观影响，部分地区出口型中小企业经营环境恶化，是导致公司不良余额和不良率反弹的主要原因。我们认为，由于公司中小企业贷款客户较多，且在地域分布上集中在广东、浙江等地，因中小企业经营困难导致的坏账风险要高于同业。集团拨备覆盖率 320.66%，较年初提升 49.16 个百分点。

公司关注类贷款也有明显提升，年末 23.23 亿元的余额，同比和环比分别增加 12 亿元和 19 亿元；在贷款中的比重 0.71%，同比和环比分别提升 38 个和 17 个基点。

截至报告期末，集团平台贷款余额 509.36 亿元，占各项贷款余额的比例为 8.2%，处于同业较低水平；目前平台贷款质量良好，目前无不良贷款。房地产业贷款余额 229.34 亿元，占比不到 4%，不良率较年初下降 0.97 个百分点至 0.86%。

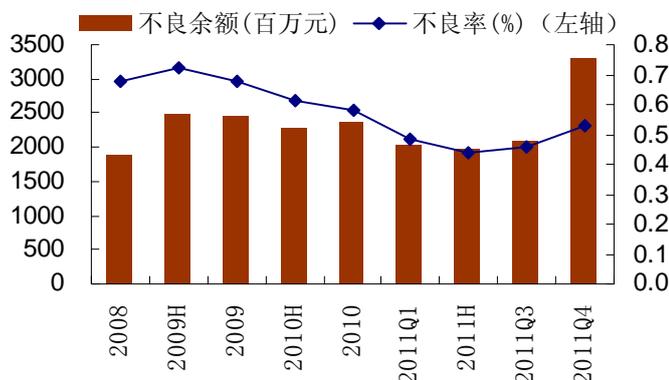
我们认为，第四季度不良和关注类有所上升反映了中小企业经营的恶化，公司短期内仍面临中小企业坏账率增加的风险；但整体来看，公司不良率和关注类比率仍处较低水平，风险处于可控范围内。平台贷款和房地产贷款由于占比较低，对公司的影响相对较小。由于宏观环境尚未出现明显的好转迹象，短期内资产质量方面仍然存在一定的压力。

表 1：深发展五级贷款分类变化情况

	2008	2009	2010	2011Q1	2011H	2011Q3	2011
正常	278120	355717	403686	419165	445455	455078	612937
关注	3694	1356	1339	1276	1056	2494	4410
次级	1928	1474	1309	973	914	1084	1744
可疑	0	529	620	619	584	588	893
损失	0	441	438	453	475	429	658
不良贷款	1928	2444	2367	2045	1973	2101	3295
合计	283741	359517	407391	422486	448484	459673	620642

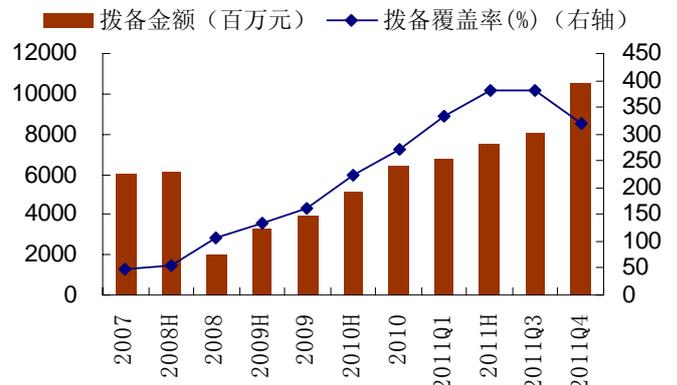
资料来源：Wind，群益证券上海研究部

图 7 深发展不良贷款余额及比率变化



资料来源：Wind，群益证券上海研究部

图 8 深发展拨备余额及拨备覆盖率走势



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

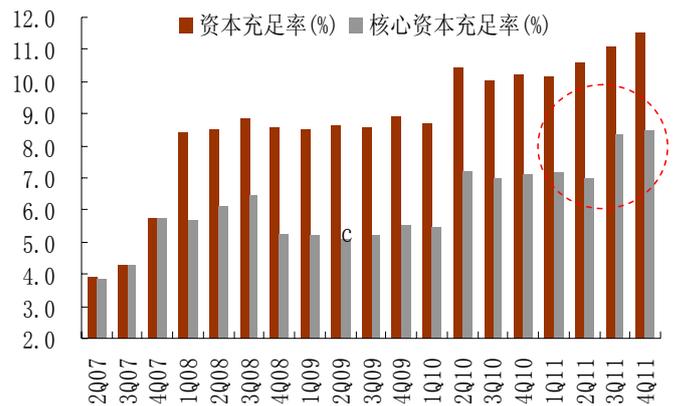
■ 资本充足率继续提升

截至 2011 年末，公司资本充足率和核心资本充足率分别为 11.51% 和 8.46%，环比三季度提升 0.43 和 0.08 个百分点；深发展本行资本充足率和核心资本充足

率分别为 11.08%和 9.9%，较年初和三季度末均有明显提升。

深发展母公司通过定向增发、自身资本积累和强化资本管理，核心资本充足率已经达到较高水平，符合监管要求。由于集团核心资本充足率仍低于 8.5%，未来随着业务扩张可能产生新的融资需求；但考虑到大股东平安集团的资金支持，资本金压力较此前已经大为减轻。

图 7、深发展资本充足率变化



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

盈利预测

展望未来，我们认为，深发展贸易融资优势突出，在供应链金融领域拥有多年的深耕，具备较强的市场竞争力；由于资本规模的扩张，未来贷款可望平稳较快增长。与原平安银行的系统整合，有助于后台费用的控制；两行资源共享和交叉销售的优势将进一步体现，带来中间业务收入的快速提升。

预计深发展 2012、2013 年分别可实现净利润 152 亿元、181 亿元，YoY 增长 47%、19%，EPS 分别为 2.96 元和 3.53 元。由于 2012 年上半年的基期末纳入原平安银行，扣除并表影响后实际增长约 32%。目前股价对应 2012 动态 PE 为 6 倍，PB 为 1.05 倍。尽管短期内面临不良率上升的压力，但考虑到公司较低的估值水平以及平安入主后的成长前景，仍然维持“买入”的投资建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入净额	15,114	18,022	29,646	40,022	48,918
净利息收入	12,984	15,829	25,290	33,675	41,157
手续费及佣金净收入	1,181	1,585	3,665	5,798	7,213
营业支出	8,955	10,173	30,873	20,714	25,897
营业利润	6,159	7,850	13,135	19,307	23,021
拨备前利润总额	7,734	9,338	15,284	22,012	26,416
资产损失准备	1,575	1,488	2,149	2,705	3,395
利润总额	6,191	7,998	13,260	19,452	23,168
所得税	1,160	1,714	2,869	4,279	5,097
净利润	5,031	6,284	10,391	15,173	18,071

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
现金及存放央行款项	54,244	76,587	160,635	192,762	192,762
存放同业款项	15,593	8,524	39,884	46,106	46,106
交易性金融资产	1,132	1,500	2,608	3,143	3,143
持有到期投资	34,585	61,380	107,683	122,113	122,113
可供出售金融资产	36,998	31,534	78,384	94,452	94,452
客户贷款	355,563	400,966	610,075	712,446	712,446
固定资产	1,714	2,470	3,524	3,982	3,982
其他资产	2,103	1,597	2,977	3,587	3,587
资产总计	587,811	727,610	1,258,177	1,482,887	1,482,887
同业存放款项	74,140	82,370	155,410	165,511	165,511
客户存款	454,635	562,912	850,845	884,879	946,820
负债合计	567,341	694,097	1,182,796	1,396,886	1,384,236
股本(百万股)	3,105	3,485	5,123	5,123	5,123
股东权益总额	20,470	33,513	75,381	86,001	98,651
负债和所有者权益总计	587,811	727,610	1,258,177	1,482,887	1,482,887

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	32193.61	21746.29	30,684	31297.68	31923.63
投资活动产生的现金流量净额	-15641.21	-14660.54	-15,151	-14,906	-15,028
筹资活动产生的现金流量净额	1026.63	8,761	5,833	6,515	5,534
现金及现金等价物净增加额	17579.02	13444.33	21,366	22,907	22,429

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。