

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司点评

深发展 (000001)

节约资本的差异化经营和特色化发展—贸易融资简评

推荐 (维持)

2010年5月12日

刘英华 银行业高级研究员 86-755-22626420 Liuyh1@pasc.com.cn

执业证书编号 S1060208120120

事项

近期，我们调研了深发展的贸易融资业务，主要内容和平安观点如下。

主要观点

- 未来几年供应链金融潜力较大：贸易融资业务国外主要是对核心企业的上游融资，国内主要是做下游。现在国内也把目光往上游看。深发展07年前都是零散业务。近两年更多的是总对总的业务。与核心企业谈判，并对其上下游企业作些安排，国内处于刚刚起步阶段，未来几年供应链金融的潜力比较大。
- 贸易融资行业分布：前些年一直集中在大宗商品领域，钢材、油品，化工等领域，总对总之后，对核心企业介入深度更深。以前的货押业务，银行必须自己变现押品，而总对总可以要求核心企业帮助银行变现或者调剂销售。核心企业通常是大的生产商，例如如果把通用作为核心企业，那么其零部件供应商是上游，销售企业就是下游。
- 深发展作贸易融资业务的优势：
 - 1、银行创新的灵活性要好于大银行。
 - 2、贸易融资可以围绕核心企业带来一种开发客户的优势。
 - 3、贸易融资或供应链金融对操作要求较高，大银行要做这个还是个过程。当然，现在深发展也逐渐用线上化的手段来降低操作成本。
- 从行内资源配置角度看，今年整个信贷资源匮乏，所以今年信贷优先发展贸易融资，中小企业和按揭。事实上从05年深发展转型开始，就提出了“两个面向”：面向贸易融资和面向中小企业。同时，贸易融资的存款至少是可以对自己的贷款自给自足的，不存在资金缺口，属于存款节约型业务。
- 别的中小银行如果想做贸易融资，主要的挑战有：1、行里要重视；2、

专业化程度要求较高。贸易融资审批有自己的评级表，债项评级表。审批通道上需要单独通道。业务操作上有自己的平台。每个分行建立了分行层次的操作平台。总行有个公司产品管理部。供应链金融线上化的程度我们也属前列，别的银行要赶上需要一定的时间。

- 贸易融资前五大行业：钢铁和有色，汽车，油品，纸品，化工，粮棉油，通讯家电（诺基亚，格力美的等）
- 贸易融资的利润贡献：贸易融资对象主要是中小企业，银行谈判地位相对高一点；但另一方面讲，都是总对总的业务，都是团购和批发来做，要求优惠利率，但批量介绍客户效果明显。整体来看综合收益率比其他业务低。利差、中间业务收入、保证金存款、理财产品销售的效应，包括储蓄存款也是来自这批客户。一部分直接收益，一部分间接收益，包括理财产品的销售。
- 各银行贸易融资的竞争：最大竞争还是价格竞争。保证金比例、利率的竞争，别的银行会压得较低。这对我们总对总业务影响不大，因为是框架性的。总对总的业务也就是百分之四十多，其他都是零散业务。我们主要是靠服务，线上化的手段。对效率的要求也很高的。
- 风险控制：更重视核心企业的风险控制中的权重或者价值有进一步认识，更倚重这块。过去是押品变现能力降低一点，现在要求核心企业信息披露。ERP购销模块开放，掌握企业信息流，模式有突破，系统开放，甚至与我们的系统对接。未来出账，合同，赎货都在线上。他们也可以看到银行的信息，经销商的信息。
- 未来两年贸易融资最大挑战：线上化的进度和市场接受程度。线上化主要靠自己公司的科技部，诉求点在差异化竞争，是客户感知端的，当然也有成本方面的考虑。未来两年我们希望由普通产品，非总对总的向高端的，特色化服务模式上转变。

维持“推荐”。维持10年盈利预测，预计10年净利润同比增长30%。按照定向增发后的36.9亿股计算的摊薄后EPS为1.76元；BVPS为9.42元。5月11日收盘价对应PB、PE分别为1.9和9.9倍。估值吸引，推荐。

图表1 盈利预测

利润表(百万元)	2006	2007	2008	2009F	2010F	2011F
营业收入	7,135	10,808	14,513	15,114	18,669	23,829
利息净收入	6,482	9,606	12,598	12,984	17,341	22,102
利息收入	11,551	18,044	26,465	21,986	29,173	38,285
减：利息支出	(5,069)	(8,438)	(13,867)	(9,001)	(11,832)	(16,182)
手续费及佣金净收入	307	521	851	1,181	1,328	1,727
营业支出	(5,230)	(7,086)	(13,710)	(7,380)	(10,559)	(13,752)
营业税金及附加	(553)	(824)	(1,152)	(1,069)	(1,307)	(1,668)
管理费用	(3,251)	(4,207)	(5,224)	(6,311)	(6,721)	(8,578)
资产减值损失	(1,426)	(2,054)	(7,334)	(1,575)	(2,531)	(3,505)
营业利润	1,905	3,722	803	6,159	8,111	10,077
利润总额	1,995	3,772	793	6,191	8,111	10,077
减：所得税	(692)	(1,122)	(179)	(1,160)	(1,622)	(2,015)
净利润	1,303	2,650	614	5,031	6,488	8,062
每股收益(元)	0.67	1.27	0.2	1.62	1.76(增发后摊薄)	2.18

资料来源:平安证券

图表2 资产负债预测

资产负债表(百万元)	2006	2007	2008	2009	2010F	2011F
资产：						
同业资产	44,010	81,152	105,239	116,121	127,918	157,081
贷款净额	175,245	215,790	281,715	355,563	475,734	561,058
投资	36,028	48,690	78,176	102,404	170,331	251,494
固定资产	1,994	1,554	1,675	1,741	2,027	2,229
其他资产	3,299	5,354	7,636	9,040	11,817	14,800
资产总计	260,576	352,539	474,440	587,811	787,827	986,663
负债：						
存款	232,206	281,277	360,514	454,635	567,089	691,848
同业负债	17,810	51,497	82,359	95,443	161,424	225,993
应付债券	0	0	7,964	9,464	9,464	9,464
其他负债	4,085	6,760	7,202	11,449	15,061	18,925
负债合计	254,102	339,533	458,039	567,341	753,038	946,230
所有者权益：						
股本	1,946	2,293	3,105	3,105	3,690	3,690
所有者权益合计	6,474	13,006	16,401	20,470	34,789	40,432
负债及股东权益总计	260,576	352,539	474,440	587,811	787,827	986,663

资料来源:平安证券

图表3 估值比较

简称	评级	收盘价格	EPS (元)		PE (倍)		BVPS (元)		PB (倍)	
		2010-5-11	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E
中国银行	中性	4.02	0.32	0.39	12.6	10.3	2.03	2.33	2.0	1.7
工商银行	推荐	4.43	0.37	0.47	12.0	9.4	2.04	2.32	2.2	1.9
建设银行	推荐	5.04	0.46	0.57	11.0	8.8	2.38	2.78	2.1	1.8
招商银行	推荐	13.33	0.95	1.26	14.0	10.6	4.85	6.07	2.7	2.2
深发展	推荐	17.47	1.62	1.76	10.8	9.9	6.59	9.42	2.7	1.9
宁波银行	推荐	12.00	0.58	0.73	20.7	16.4	3.90	5.44	3.1	2.2
北京银行	推荐	13.10	1.00	1.35	13.1	9.7	6.43	7.16	2.0	1.8

注：深发展10年每股收益按照定向增发5.85亿股后的总股本36.9亿计算

资料来源:平安证券

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257