

2010年10月28日

# 深发展

## 3季度业绩点评

A

### 持有

000001.SZ - 人民币 18.56

目标价格: 人民币 18.68

**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(%)	(24)	11	6	(16)
相对新华富时A50指数(%)	(10)	(6)	(9)	(7)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	3,485
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	64,682
3个月日均交易额(人民币 百万)	515
主要股东(%)	
中国平安	29.99

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

2010年前三季度深发展实现净利润47.3亿元, 同比增长30.2%, 高于我们和市场的预期, 主要原因在于贷款增速的提高和拨备费用的环比下降。虽然贷款收益率环比持平, 但是该行第三季度的息差仍实现环比上升5个基点。考虑到拨备费用的下降, 我们略微上调该行2010年的盈利预测, 每股收益由1.62元上调至1.69元。我们认为该行未来在拨备压力、资本充足率和成本控制方面仍然面临压力, 我们维持对该行的持有评级和目标价18.68元不变。

### 季报要点

- 2010年深发展的净利息收入和买卖价差收益好于我们的预期, 同时拨备费用和营业费用较我们的预期偏低。
- 2010年三季度深发展的资产质量继续改善, 不良贷款实现“双降”, 拨备覆盖率继续提高。需要注意的是该行拨贷比较低, 资本充足率并不充裕。
- 展望未来, 该行的拨备压力可能会在四季度和明年逐渐体现, 资本金压力也会逐渐体现, 同平安银行合并所带来的成本压力也较大。

### 估值

- 如果我们假设深发展与平安银行的合并将在2011年中期完成, 目前的价格分别相当于2.0倍和1.4倍的2010年和2011年预测市净率。我们维持对该行的持有评级, 同时维持18.68元的目标价不变。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入(人民币 百万)	12,598	12,984	16,035	22,953	30,917
净利润(人民币 百万)	614	5,031	5,882	7,576	8,568
全面摊薄每股收益(人民币)	0.205	1.620	1.688	1.479	1.672
变动(%)	(78.7)	692.2	4.2	(12.4)	13.1
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.62	1.47	1.67
调整幅度(%)	-	-	4.2	0.6	0.0
市盈率(倍)	90.7	11.5	11.0	12.6	11.1
每股净资产值(人民币 元)	5.3	6.6	9.4	13.4	14.9
市净率(倍)	3.5	2.8	2.0	1.4	1.2
净资产收益率(%)	4.2	27.3	22.1	15.0	11.8
每股股息(人民币 元)	0.257	0	0.168	0.149	0.167
股息收益率(%)	1.5	0	0.9	0.8	0.9

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

中银国际研究可在彭博BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com)上获取

买入(买入)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(卖出)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(持有)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 前三季度业绩摘要

2010 年前三季度深发展实现净利润 47.3 亿元，同比增长 30.2%，高于我们的预期和市场的预期。其中，净利息收入比我们的预期略高 1.1%，同时该行在三季度出售部分债券投资和票据导致其实现的其他非息收入比我们的预期高 7,200 万。此外，拨备费用和营业费用较我们的预期偏少。单季度来看，2010 年三季度深发展实现净利润 17 亿元，在净息差环比回升和拨备费用下降的推动下，三季度净利润环比增长 17%。

图表 2. 2010 年前三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 前三季度	2010 前三季度	同比变动(%)	环比变动(%)
净利息收入	9,560	11,460	19.9	6.6
手续费收入	782	1,149	46.9	(7.6)
其他非息收入	772	550	(28.8)	17.7
营业收入	11,114	13,159	18.4	5.6
营业费用	(4,444)	(5,490)	23.5	(0.4)
拨备前营业利润	6,670	7,669	15.0	10.2
拨备费用	(1,375)	(804)	(41.5)	(17.3)
营业利润	5,295	6,865	29.7	15.1
营业税	(768)	(946)	23.2	5.3
非经常项目损益	13	95	630.8	(56.9)
税前利润	4,540	6,014	32.5	14.2
所得税	(903)	(1,280)	41.7	5.0
净利润	3,637	4,734	30.2	16.9

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 2010 年前三季度实际业绩与预测值差异

(人民币, 百万)	前三季度业绩实际值	前三季度业绩预测值	差异(%)
净利息收入	11,460	11,339	1.1
手续费收入	1,149	1,145	0.3
其他非息收入	550	478	15.0
营业收入	13,159	12,963	1.5
营业费用	(5,490)	(5,533)	(0.8)
拨备前营业利润	7,669	7,430	3.2
拨备费用	(804)	(847)	(5.0)
营业利润	6,865	6,583	4.3
营业税	(946)	(866)	9.2
非经常项目损益	95	87	9.2
税前利润	6,014	5,803	3.6
所得税	(1,280)	(1,272)	0.7
净利润	4,734	4,532	4.5

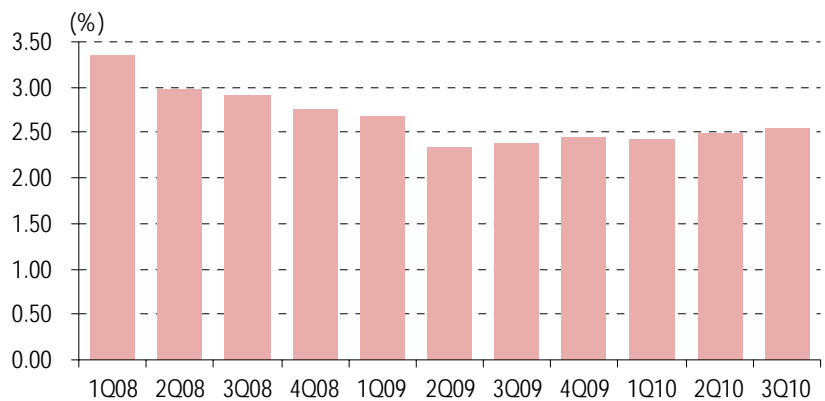
资料来源：公司数据，中银国际研究

## 季报亮点:

### 1. 贷款增长带动净利息收入增加

深发展三季度的息差恢复比我们预期的略高 1 个基点，事实上该行三季度的贷款收益率几乎与二季度持平，但是在债券投资和同业资金收益率上升的带动下，净息差略有提高。该行三季度的净息差较二季度环比增长 5 个基点达到 2.55%。但是更重要的是，该行三季度的贷款增速较高。三季度单季度新增贷款 247 亿，而上半年在贷存比压力下，该行的新增贷款只有 141 亿。该行在 9 月底给出的预测中认为全年的新增贷款在 420 亿左右，但是三季度的突击放款确实有些出人意料。

图表 4. 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

图表 5. 2010 年上半年贷款余额和新增贷款结构

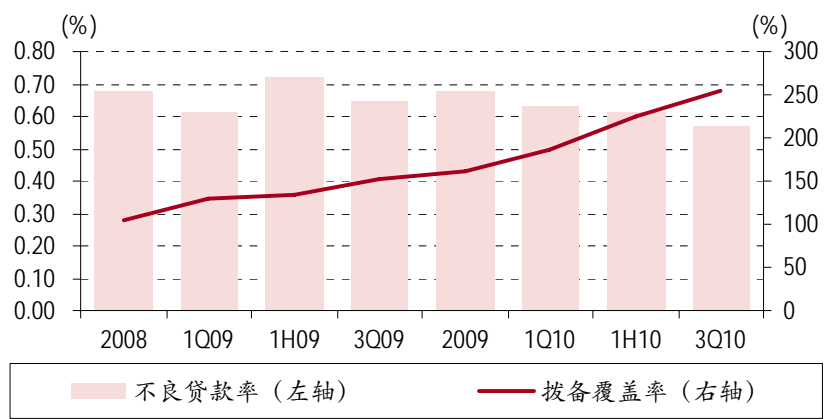
贷款结构 (百万)	2010 年 9 月末	占比 (%)	2009 年 中期	占比 (%)	新增贷款 占比 (%)
一般公司贷款	267,581	67.2	244,886	65.5	91.7
票据贴现	16,863	4.2	20,348	5.4	(14.1)
公司贷款合计	284,444	71.4	265,234	71.0	77.7
个人住房贷款	62,278	15.6	61,328	16.4	3.8
个人经营性贷款	15,978	4.0	13,278	3.6	10.9
汽车贷款	9,738	2.4	8,404	2.2	5.4
其他个人贷款	25,923	6.5	25,381	6.8	2.2
个人贷款合计	113,917	28.6	108,391	29.0	22.3
贷款总额	398,361	100.0	373,625	100.0	100.0
其中：房地产开发贷款	22,888	5.7	24,274	6.5	(5.6)

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 2. 资产质量继续改善

三季度深发展的不良贷款实现“双降”，特别是季度环比也呈现“双降”的趋势。9月末，不良贷款余额22.62亿元，较6月末减少0.3亿元。9月末，不良贷款率为0.57%，较6月末下降0.04个百分点。不良贷款的双降导致深发展在三季度的拨备费用环比下降6,500万，而拨备覆盖率由6月末的224.1%大幅提升至253.5%。

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

### 季报弱势：

尽管深发展在三季度给出了一份有些超预期的业绩，但是我们认为该行仍然在以下方面面临着挑战，如何应对这些挑战将是未来值得关注的地方：

1. 目前深发展的拨贷比仅为1.44%，在上市银行中处于偏低的水平。从监管层的意图来说，拨贷比标准的推出或许只是时间问题。即使该行在三季度并没有过多的计提拨备，但是在四季度和2011年，这部分压力会逐渐显现出来。
2. 截至9月末，该行的资本充足率和核心资本充足率为10%和7%，刚刚达到监管层名义上的监管要求。即使考虑到深发展再次定向增发收购平安银行的交易，我们认为该行的核心资本充足率可能仍未达到8%的水平。面对未来新的资本监管要求，该行可能仍面临资本金压力。

3. 深发展第三季度的成本收入比只有 40.7%，这是前三季度中最低的。但是这样的成本收入比是否能保持可能是个疑问，尤其是在未来与平安银行的整合中，短期内成本的上升可能性较大。

### 估值

考虑到 2011 年中期深发展与平安银行的合并，目前深发展的价格分别相当于 2.0 倍和 1.4 倍的 2010 年和 2011 年预测市净率。我们维持对该行的**持有**评级，同时维持 18.68 元的目标价。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	12,598	12,984	16,035	22,953	30,917
净手续费及佣金	852	1,181	1,512	2,419	2,830
其他非息收入	1,063	949	759	683	786
经营收入	14,513	15,114	18,306	26,055	34,533
经营费用	(5,224)	(6,311)	(7,392)	(10,751)	(13,481)
拨备前经营利润	9,289	8,803	10,914	15,304	21,052
贷款损失拨备	(7,334)	(1,575)	(1,545)	(3,207)	(6,864)
其他风险拨备	0	0	0	0	0
经营利润	1,955	7,228	9,369	12,097	14,188
非经常性项目	(11)	32	32	32	32
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	1,944	7,260	9,401	12,129	14,220
营业税	(1,152)	(1,069)	(1,559)	(2,115)	(3,015)
所得税	(178)	(1,160)	(1,960)	(2,438)	(2,636)
税后利润	614	5,031	5,882	7,576	8,568
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	614	5,031	5,882	7,576	8,568
变动 (%)	(77)	719	17	29	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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>资产</b>					
现金及等价物	982	779	879	979	1,079
银行间贷款	104,257	115,342	184,951	264,626	304,951
衍生产品交易投资	291	100	110	121	133
总客户预付款	283,741	359,517	404,140	682,597	769,583
减: 拨备	(2,027)	(3,955)	(5,926)	(8,487)	(14,253)
长期投资	78,176	103,142	120,520	210,298	245,993
联营公司权益	417	393	393	393	393
净固定资产	1,675	1,715	1,909	2,615	2,749
其他资产	6,928	10,778	11,296	24,841	25,213
<b>总资产</b>	<b>474,440</b>	<b>587,811</b>	<b>718,272</b>	<b>1,177,984</b>	<b>1,335,842</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	360,514	454,635	538,293	885,591	998,445
银行存款及结余	82,359	95,443	112,623	176,687	208,491
其他借款	7,964	9,463	23,963	31,654	31,654
总借款	450,837	559,541	674,878	1,093,932	1,238,590
其他负债	7,202	7,801	10,699	15,446	20,935
总负债	458,039	567,342	685,578	1,109,379	1,259,525
普通股股本(面值)	3,106	3,105	3,485	5,124	5,124
准备金(包括股本溢价)	12,343	12,977	20,705	49,673	51,387
留存收益	952	4,387	8,504	13,808	19,806
总股东权益	16,401	20,469	32,694	68,605	76,316
少数股东权益	0	0	0	0	0
已运用资本	16,401	20,469	32,694	68,605	76,316
<b>总负债及权益</b>	<b>474,440</b>	<b>587,811</b>	<b>718,272</b>	<b>1,177,984</b>	<b>1,335,842</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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	614	5,031	5,882	7,576	8,568
非现金项目	4,048	96	2,330	3,279	6,450
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	13,031	9,285	(21,551)	791	1,990
经营产生的现金流	17,693	14,412	(13,338)	11,646	17,008
投资及融资回报	(102)	(464)	0	(588)	(758)
<b>总现金流</b>	<b>17,591</b>	<b>13,948</b>	<b>(13,338)</b>	<b>11,058</b>	<b>16,251</b>
投资	(28,214)	(15,641)	(7,992)	(47,741)	(16,151)
<b>自由现金流</b>	<b>(10,623)</b>	<b>(1,693)</b>	<b>(21,330)</b>	<b>(36,683)</b>	<b>100</b>
投资者可用现金	0	0	0	0	0
融资活动产生的净现金	(10,623)	(1,693)	(21,330)	(36,683)	100
<b>现金增(减)</b>	<b>10,542</b>	<b>1,489</b>	<b>21,431</b>	<b>36,783</b>	<b>0</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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	6.5	4.2	4.3	4.4	4.4
资金成本	3.5	1.8	1.9	2.0	2.0
利差	2.9	2.4	2.4	2.4	2.4
净息差	3.1	2.5	2.5	2.5	2.5
其他收入总收入	13.2	14.1	12.4	11.9	10.5
成本收入比	36.0	41.8	40.4	41.3	39.0
有效税率	68.4	30.7	37.4	37.5	39.7
<b>增长率</b>					
贷款增长率	27.9	26.7	12.4	68.9	12.7
存款增长率	28.2	26.1	18.4	64.5	12.7
资产增长率	34.6	23.9	22.2	64.0	13.4
可持续增长率	17.0	43.3	41.3	45.2	29.8
<b>流动性</b>					
贷存比	78.7	79.1	75.1	77.1	77.1
贷款资金比	62.9	64.3	59.9	62.4	62.1
贷款资产比	59.8	61.2	56.3	57.9	57.6
核心负债/总负债	70.0	70.1	70.5	69.1	68.5
超额准备金率	3.6	4.3	4.0	4.0	4.0
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	0.7	0.7	0.6	0.8	1.3
一般拨备比率	0.5	0.8	1.4	1.2	1.5
特殊拨备覆盖率	25.0	40.7	11.1	9.1	29.1
总拨备覆盖率	105.1	161.8	231.8	154.5	141.2
信用成本	(2.58)	(0.44)	(0.38)	(0.47)	(0.89)
需特别关注贷款比例	1.30	0.38	0.68	0.98	1.28
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	3.5	3.5	4.6	5.8	5.7
盈余资本	0.8	1.1	1.9	2.2	1.5
总资本充足率	8.8	9.1	9.9	10.2	9.5
一级资本充足率	5.4	5.6	6.8	7.6	7.3
<b>回报率</b>					
资产收益率	0.1	0.9	0.9	0.8	0.7
净资产收益率	4.2	27.3	22.1	15.0	11.8
已运用资本收益率	4.2	27.3	22.1	15.0	11.8
结构性已运用资本收益率	3.1	19.7	17.5	15.3	13.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 10 月 26 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资者”或“专业投资者”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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