2011 年 2 月 25 日

深发展

2010 年业绩点评

深圳发展银行 2010 年全年实现净利润 62.8 亿元，同比增长 24.9%，略高于我们的预期 1.2%，虽然净利息收入较我们的预期略低，但营业税和营业费用较我们的预期偏少。虽然四季度的存贷利差较三季度上升了 15 个基点，但是在同业资金和债券投资规模扩张的拖累下，四季度净息差较三季度没有明显提升。考虑到未来拨贷比方面的压力在短期内集中释放的可能性不大，我们略微上调该行 2011 年的盈利预测，每股收益由 1.52 元上调至 1.58 元。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 15.56

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(%)	(1)	3	(7)	(28)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(3)	(1)	(6)	(17)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	3,48 5
流通股 (%)	100
流通股市值 (人民币 百万)	54,2 27
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	386
主要股东(%)	
中国平安	29.9 9

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

年报要点

- 2010 年四季度，深发展仍然坚持三季度的规模扩张策略，从而推动净利息收入的增长，同时对营业费用的控制较好，贷款结构持续优化。
- 深发展在拨贷比和资本金方面仍然面临挑战，虽然四季度该行继续提高拨备覆盖率，但是核销力度的减弱导致该行四季度的不良贷款环比出现“双升”。
- 展望未来，2011 年可能成为该行同平安银行整合的关键一年，如何控制成本值得关注。拨备压力也会逐步体现，但过程可能会比较平稳。此外，资本金压力可能会更加突出的显现出来。

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 9.9 倍和 1.2 倍的 2011 年预测市盈率和预期市净率。维持对该行的***持有***评级，同时维持 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)	12,9 84	15,829	23,9 89	32,3 37	37,004
净利润(人民币百万)	5,03 1	6,284	8,10 8	9,56 7	11,151
全面摊薄每股收益(人民币)	1.62 0	1.803	1.58 3	1.86 7	2.176
变动(%)	*692.2*	*11.3*	*(12.2)*	*18.0*	*16.6*
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.52	1.75	-
调整幅度(%)	-	-			*N/A*
市盈率(倍)	9.6	8.6	9.8	8.3	7.1
每股净资产值(人民币 元)	6.6	9.6	13.6	15.3	17.3
市净率(倍)	2.4	1.6	1.1	1.0	0.9
净资产收益率(%)	27.3	23.3	15.7	12.9	13.3
每股股息(人民币 元)	0.00 0	0.000	0.15	8 0.18 7	0.218
股息收益率(%)	0 .0	0.0	1.0	1.2	1.4

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

2010 年业绩摘要

2010 年全年深发展实现净利润 62.8 亿元，同比增长 24.9%，同我们的预期相比略高 1.2%。其中，净利息收入比我们的预期略低 0.7%，原因可能在于同业资产的扩张拖累了账面上的净息差。此外，营业税和营业费用较我们的预期偏少。单季度来看，2010 年四季度深发展实现净利润 15.5 亿元，虽然四季度的营业费用没有出现大幅上升，但是在拨备费用上升的拖累下，四季度净利润环比下降 8.9%。

图表 2. 2010 年业绩摘要

人民币百万	2009	2010A	同比(%)	环比 (%)
净利息收入	12,984	15,829	21.9	7.9
净手续费及佣金收入 1,18	1	1,585	34.2	9.3
其他非息收入	949	608	(35.9)	(72.8)
营业收入 15,1	14	18,022	19.2	4.3
营业费用	(6,311)	(7,360)	16.6	(1.5)
拨备前营业利润 8,80	3	10,662	21.1	8.3
拨备费用	(1,575)	(1,488)	(5.5)	120.6
营业利润 7,22	8	9,174	26.9	(5.9)
营业税	(1,069)	(1,325)	23.9	11.8
非经营性收入 32		149	365.6	92.9
税前利润	6,191	7,998	29.2	(7.4)
所得税	(1,160)	(1,714) 47.8		(1.6)
净利润	5,031	6,284	24.9	(8.9)
少数股东损益 0		0	-	-
归属母公司净利润	5,031	6,284	24.9	(8.9)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.2010 年实际业绩与预测值差异

人民币百万	2010 年业绩预测值	2010 年业绩实际值	差异(%)
净利息收入	15,948	15,829	(0.7)
净手续费及佣金收入	1,512	1,585	4.9
其他非息收入	759	608	(19.9)
营业收入 18,2	19	18,022	(1.1)
营业费用	(7,380)	(7,360)	(0.3)
拨备前营业利润 10,8	39	10,662	(1.6)
拨备费用	(1,427)	(1,488)	4.3
营业利润 9,41	2	9,174	(2.5)
营业税	(1,554)	(1,325)	(14.8)
非经营性收入 102		149	46.1
税前利润	7,960	7,998	0.5
所得税	(1,750)	(1,714)	(2.1)
净利润	6,209	6,284	1.2
少数股东损益 0		0	-
归属母公司净利润	6,209	6,284	1.2

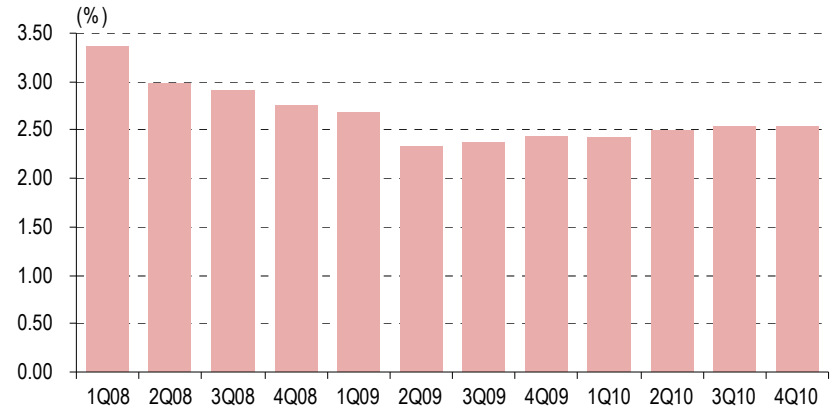
资料来源：公司数据，中银国际研究

年报亮点：

1．规模增长促进营业收入增长

深发展 2010 年四季度仍然坚持了三季度的规模扩张策略。虽然四季度的存贷利差较三季度上升了 15 个基点，但是在同业资金和债券投资规模扩张的拖累下，四季度净息差较三季度没有明显提升。尤其是同业资金规模在四季度增加 240 亿，环比增长 26.3%。同时，我们也注意到，尽管该行的新增贷款在三季度增长较快，但四季度的新增贷款在额度严格控制的情况下回归正常。四季度新增贷款 90 亿元，占全年新增贷款的 19%。

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

2．成本收入比有所改善

在对深发展 2010 年三季度做业绩点评时，我们对该行全年是否能够维持较低的成本收入比表示担忧。从年报披露的数据来看，该行去年全年的成本收入比维持在 40.8%，较 2009 年下降 0.9 个百分点。四季度并没有出现营业费用大幅上升的局面，这说明该行对费用进行了卓有成效的控制。2011 年可能是深发展同平安银行进行整合的关键一年，能否使得成本收入比保持在一个较低的水平，值得我们在未来继续关注。

3．贷款结构有所优化

比较 2010 年初、6 月末、9 月末和年底的深发展贷款结构，我们发现该行的贷款结构正在逐渐优化。相对风险较大的房地产开发贷款的余额和占比都在不断下降，虽然个人按揭贷款的余额还在上升，但是整体而言，房地产贷款的敞口在收窄。而另一方面，收益率较高的个人经营性贷款和其他非按揭贷款的占比明显上升。2010 年全年新增贷款中 47%来自个人贷款，而且其中大多数均为非按揭的个人贷款。此外，票据业务仍然在不断收缩。

图表 5. 2010 年贷款余额和新增贷款结构

贷款结构（百万）	2010	占比（%）	9M10	占比（%）	1H10	占比（%）	2009	占比（%）	2010 年全年新增贷款占比(%)
一般公司贷款	268,653	65.9	267,581	67.2	244,886	65.5	216,594	60.2	108.7
票据贴现 18,6	47	4.6	16,863	4.2	20,348	5.4	45,286	12.6	(55.6)
公司贷款合计	287,300	70.5	284,444	71.4	265,234	71.0	261,880	72.8	53.1
个人住房贷款 64,8	77	15.9	62,278	15.6	61,328	16.4	59,399	16.5	11.4
个人经营性贷款	18,626	4.6	15,978	4.0	13,278	3.6	11,193	3.1	15.5
汽车贷款 10,6	67	2.6	9,738	2.4	8,404	2.2	6,453	1.8	8.8
其他个人贷款	25,921	6.4	25,923	6.5	25,381	6.8	20,593	5.7	11.1
个人贷款合计 120,	091	29.5	113,917	28.6	108,391	29.0	97,638	27.2	46.9
贷款总额	407,391	100.0	398,361	100.0	373,625	100.0	359,518	100.0	100.0
其中：房地产开发贷款 22,5	27	5.5	22,888	5.7	24,274	6.5	23,255	6.5	(1.5)

资料来源：公司数据，中银国际研究

年报弱势：

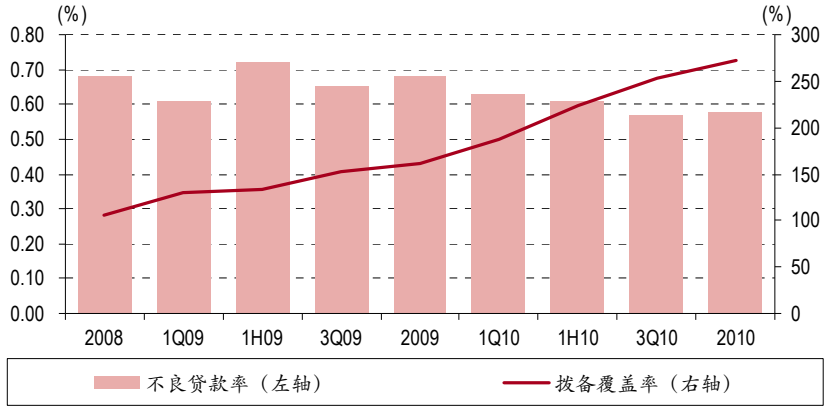
我们认为深发展在以下方面面临着挑战，需要作出进一步的改进：

1. 虽然深发展四季度的拨备费用大幅上升，但是目前深发展的拨贷比仅为 1.58%，预计在上市银行中仍处于较低的水平。如果监管层要求非系统性重要银行在 2016 年底使拨贷比达到 2.5%，那么深发展有足够的时间来达标。然而，我们要考虑的是，如果经营费用在两行整合期间很难有压缩的空间，那么拨备费用体现的时间和节奏将对该行的业绩产生直接的影响。

2. 截至 2010 年底，深发展的资本充足率和核心资本充足率分别为 10.2%和 7.2%，刚刚达到监管层表面上的监管要求。该行在年报中表示 2011 年会考虑“进一步补充资本”，虽然我们不能断定该行今年一定会进行股权融资，但是我们认为，在未来新的资本监管要求，该行面临的资本金压力较大。融入了巴塞尔协议三的新资本监管，其推出可能仅仅是时间问题。

3. 虽然深发展在四季度大量计提拨备，导致其拨备覆盖率由 253.5%上升至 271.5%，但是该行的不良贷款在四季度出现“双升”。不良贷款率和不良贷款余额分别由三季度末的 0.57%和 22.6 亿上升至四季度末的 0.58%和 23.7 亿。我们同时注意到，该行在 2010 年四个季度的不良贷款核销金额分别为 6329 万、6185 万、5300 万和 4520 万，季度环比逐季下降。在拨贷比的压力下，该行可能正在减少核销不良的力度。根据我们测算，该行 2010 年核销不良贷款 2.23 亿，清收 9.69 亿未核销不良贷款，那么新生成的不良贷款可能在 12.7 亿左右，不良贷款的生成率在 0.35%左右，较去年仍然是在改善的。

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

我们考虑了 2011 年中期深发展与平安银行的合并，认为目前深发展的价格分别相当于 9.9 倍和 1.2 倍的 2011 年预测市盈率和预期市净率。考虑到未来该行可能不会在短期内释放拨贷比压力，我们略为上调该行 2011 年的每股盈利预测，由每股 1.52 元上升至 1.58 元。维持对该行的***持有***评级，同时维持 18.60 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 12,9	84	15,829	23,989	32,3 37	37,004
净手续费及佣金 1,18	1	1,585	2,615	3,40 0	4,080
其他非息收入 949		608	547	629	724
经营收入 15,1	14	18,022	27,152	36,3 66	41,807
经营费用	(6,311)	(7,360)	(11,354)	(14,962)	(17,234)
拨备前经营利润 8,80	3	10,662	15,797	21,4 04	24,573
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 7,22	8	9,174	12,556	15,7 24	18,350
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 7,26	0	9,323	12,705	15,8 73	18,499
营业税	(1,069)	(1,325)	(2,171)	(3,165)	(3,594)
所得税	(1,160)	(1,714)	(2,426)	(3,142)	(3,754)
税后利润	5,031	6,284	8,108	9,56 7	11,151
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	5,031	6,284	8,108	9,567	11,151
变动 (%)	719	25	29	18	17

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
资产					
现金及等价物 779		835	935	1,035	1,135
银行间贷款 115,	342	191,015	306,961	365,325	468,376
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 1,71	5	2,470	3,176	3,310	3,416
其他资产 10,7	78	20,132	34,580	35,892	37,369
总资产	587,811	727,610	1,214,996	1,386,853	1,573,279
负债及权益					
客户存款 454,	635	562,912	923,981	1,038,321	1,154,548
银行存款及结余 95,4	43	108,397	170,078	212,123	264,585
其他借款 9,46	3	9,469	31,660	31,660	31,660
总借款 559,	541	680,778	1,125,719	1,282,104	1,450,792
其他负债 7,80	1	13,319	19,374	26,236	33,937
总负债 567,	342	694,097	1,145,093	1,308,340	1,484,729
普通股股本(面值) 3,10	5	3,485	5,124	5,124	5,124
准备金(包括股本溢价)	12,977	21,2 87	50,362	52,275	54,506
留存收益 4,38	7	8,741	14,417	21,114	28,920
总股东权益 20,4	69	33,513	69,903	78,513	88,549
少数股东权益 0		0	0	0	0
已运用资本 20,4	69	33,513	69,903	78,513	88,549
总负债及权益	587,811	727,610	1,214,996	1,386,853	1,573,279

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 5,03	1	6,284	8,108	9,56 7	11,151
非现金项目 96		(1,114)	3,290	5,24 0	5,850
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动 9,28	5	3,189	(24,446)	(2,24 8)	(38,500)
经营产生的现金流 14,4	12	8,359	(13,048)	12,559	(21,498)
投资及融资回报	(464)	(549)	0	(811)	(957)
总现金流	13,948	7,810	(13,048)	11,748	(22,455)
投资	(15,641)	(14,660)	(38,136)	(11,648)	22,555
自由现金流	(1,693)	(6,850)	(51,183)	100	100
投资者可用现金	(1,693)	(6,850)	(51,183)	100	100
融资活动产生的净现金	1,489	6,931	51,283	0	0
现金增/(减)	(204)	81	100	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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
生息资产收益率 4.2		4.1	4.5	4.5	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	2.5
其他收入总收入 14.1		12.2	11.6	11.1	11.5
成本收入比 41.8		40.8	41.8	41.1	41.2
有效税率 30.7		32.6	36.2	39.7	39.7
增长率					
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	67.0	14.1	13.4
可持续增长率 43.3		41.9	49.6	34.5	34.2
流动性					
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	56.2	55.3	54.2
核心负债/总负债 70.1		71.2	70.4	69.3	68.0
超额准备金率 4.3		3.1	4.0	4.0	4.0
资产质量					
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
资本充足率					
权益资产比率 3.5		4.6	5.8	5.7	5.6
盈余资本 1.1		2.3	1.8	2.0	1.6
总资本充足率 9.1		10.3	9.8	10.0	9.6
一级资本充足率 5.6		7.2	7.8	7.7	7.6
回报率					
资产收益率 0.9		1.0	0.8	0.7	0.8
净资产收益率 27.3		23.3	15.7	12.9	13.3
已运用资本收益率 27.3		23.3	15.7	12.9	13.3
结构性已运用资本收益率	19.7	19.1	16.7	14.8	14.8

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。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

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客户发布。

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，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告内使用的商标、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中银国际集团成员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 2011 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