

银行行业

2009年2月24日

公司研究

公司点评

评级：短期推荐、长期 A

深发展（000001）：收购传闻被澄清 但未来并购的可能性存在

核心观点

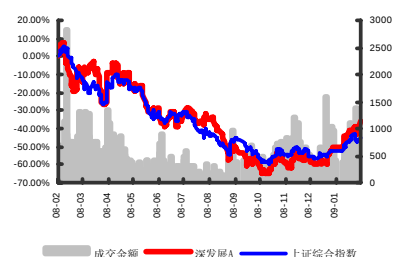
1. 据 23 日《经济观察报》的一篇报道称，一场涉及巨额资金的并购正在国家开发银行与深圳发展银行之间悄然展开，两者之间的并购方案已报至银监会。此篇报道直接引发了深发展当日的涨停。

2. 23 日，深发展在涨停后实施了停牌，不过公司的停牌公告并未就此事进行澄清，但是报道涉及的国家开发银行则在 23 日晚发布澄清通告表示，虽然该行实施商业化改革以来，一直在积极研究与商业银行进行战略合作的可能性，不过截至目前，该行并未就股权收购一事与深发展以及其他银行有安排。

3. 我们认为，虽然深发展还没有对此作出澄清，但这篇报道至少存在两个可疑之处：首先收购深发展与国开行商业转型后的定位不符。国开行转型后的定位是以中长期债券融资为主的债券银行和主要从事中长期信贷与投资银行等业务的批发银行；其次报道中提到接近交易的相关人士表示国开行此次出手最主要的目的是利用深发展这一上市公司平台来上市，而不是简单地为了控股一家存款类机构来筹资，这显然与国开行的地位不符合。作为一家规模可与四大行媲美的大型商业银行，我们认为其上市应该是选择 IPO 而不是借壳。

4. 收购传闻兴起主要是源于对深发展战略投资者新桥资本未来退出的猜想。新桥资本是一家专门从事金融战略投资的机构，是德州太平洋集团旗下的子公司，后者在美国是专事购买控股权的投资公司，其投资资金来源为美国州政府退休基金、国际组织、保险公司等。04 年底，新桥资本以每股 3.54 元的价格，总计 12.35 亿元资金受让深发展 17.89% 的股份，成为深发展第一大股东，受让时，新桥承诺 5 年内不转让持有股份。目前，新桥资本共计拥有约 4 亿股深发展股份，占公司股本的 16.76%，其中有 1.56 亿股已经在 08 年 6 月解禁，其余 2.44 亿股将在 09 年 6 月及 10 年 6 月分两批解禁。随着新桥限售股解禁期的临近，关于新桥未来退出后其股权的归属问题成为热点，中国平安一度被认为是潜在的收购者，不过由于中国平安在富通投资上的失败可能使得这项收购难以成行。

公司股价走势：



研究员：邓婷

电话：010—84183228

E-mail: dengting@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

5. 作为战略投资者新桥的退出是必然的，只是时间和价格的问题。新桥入主后为深发展引入了新的管理层和经营机制，提高了其运作效率，加之中国经济持续高速增长为银行业的发展提高了有利的经营环境，深发展的各项业务逐步步入正轨，盈利能力明显提升，经营业绩逐步好转。06、07年公司的净利润分别同比增长270%和103%；08年，由于公司在四季度一次性核销94亿元呆账并新增56亿元拨备，使得公司的净利润同比下降77%，不过公司的业务收入仍然是稳定增长的，全年公司实现拨备前利润为81亿元，同比增长约40%。大额拨备计提虽然影响了公司当期的利润，但是却使得公司的资产负债表更为健康。核销完后，公司的不良贷款余额降至19亿元，不良率降至0.7%，不良贷款拨备覆盖率升至105%，一直困扰和制约公司的拨备不足问题得以彻底解决，09年公司将得以轻装上阵。我们认为，新桥的入主使深发展的基本面在几年时间里发生了明显的改观，其长期投资价值也开始凸现。虽然现在还很难确定谁将接替新桥获得深发展的控股权，不过我们认为，作为战略投资者新桥的退出是必然的，只是时间和价格的问题。无论未来是谁来收购新桥的股份，我们相信新桥都会要求取得满意的收益，这都将对深发展二级市场的股价带来刺激因素。

6. 抛开并购概念炒作，我们认为公司的基本面也存在一些看点：1. 经过近几年的改革发展，公司的业务规模、经营管理水平、风险控制及盈利能力都得到了明显的提升，已经具备了较好的成长能力。2. 经过自身盈余积累及各种渠道的外部筹资，一直困扰公司业务拓展的资本不足问题在08年得到了解决，这将为公司网点扩张及资产业务的发展提供支持。目前，公司已经根据经济形势及环境的变化灵活调整了09年的信贷政策，计划充分把握政府扩大投资带来的发展机遇，预计09年公司的信贷增速仍将高于行业平均水平达到22%左右，这将有助于抵消净息差下降给利息收入带来的负面影响。3. 公司09年拨备计提压力较小。核销90亿不良贷款后，公司的不良余额只有19亿，考虑到公司近几年成功地将不良贷款新生成率控制在非常低的水平，风险管理水平明显提高，我们认为经济下滑不会造成公司不良贷款的大幅增加，公司的拨备计提压力较小。此外，公司此次将可疑类贷款进行了全额核销，未来这部分贷款的清收将转至拨备账户，这将有助于降低公司未来的信贷成本，从而使公司的业绩存在超出预期的可能。我们预计公司09、10年的每股收益分别为1.28元和1.42元，从估值来，公司目前股价对应09年的PE和PB估值分别为11.7倍和2.26倍，估值合理，公司未来仍然存在潜在的并购溢价，不过在时间上具有不确定性，我们维持公司短期推荐，长期A的评级。

风险提示：传闻不实带来短线调整风险。

表1: 公司财务预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010
营业收入	10807.50	14101.88	12892.60	14120.74
净利息收入	9605.85	12478.80	11311.52	12469.45
利息收入	18043.90	26319.13	21800.69	23841.78
利息支出	8438.05	13840.33	10489.17	11372.33
手续费及佣金净收入	520.71	915.07	1098.09	1289.29
手续费及佣金收入	667.75	1108.00	1329.60	1555.63
手续费及佣金支出	147.04	193.00	231.60	266.34
投资净收益	200.98	96.00	85.00	75.00
公允价值变动净收益	82.17	38.00	43.00	30.00
汇兑净收益	232.82	475.00	280.00	212.00
其他净收入	164.97	99.00	75.00	45.00
营业支出	7085.56	13257.48	7713.32	8394.23
营业税及附加	824.31	1085.84	979.84	1073.18
业务及管理费	4207.49	4794.64	4383.49	4801.05
资产减值准备	2053.76	7377.00	2350.00	2520.00
营业利润	3721.94	844.39	5179.28	5726.51
加: 营业外收入	89.72	35.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	39.89	75.00	0.00	0.00
利润总额	3771.78	804.39	5179.28	5726.51
减: 所得税费用	1121.87	186.62	1201.59	1328.55
净利润	2649.90	617.77	3977.69	4397.96
归属于母公司股东净利	2649.90	617.77	3977.69	4397.96
稀释每股收益 (元)	1.22	0.2	1.28	1.42

来源: 国都证券

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。