

李珊珊
 010-88087417
 liss@cmschina.com.cn

2009年6月15日

深发展 A (000001.SZ)/20.00元

股权转让将提高长期发展的广度和深度

金融·银行

目标估值: 22元

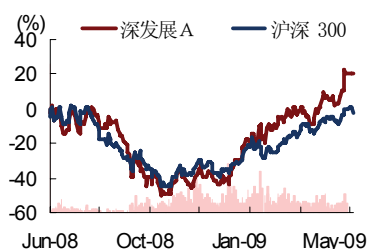
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2744
总股本(万股)	310543
已上市流通股(万股)	278461
总市值(亿元)	621
流通市值(亿元)	557
每股净资产(MRQ)	5.5
ROE(TTM)	4.3
资产负债率	96.7%
主要股东	Newbridge Asia AIV
主要股东持股比例	16.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	85	23
相对表现	8	37	25



相关报告

事件: 深发展发布公告, 拟向平安寿险非公开发行股票, 发行数量不少于 3.70 亿股但不超过 5.85 亿股, 发行价为定价基准日前 20 个交易日交易均价的 100%, 即 18.26 元/股, 募集资金金额将在 67.6 到 106.83 亿元之间。中国平安可以在不迟于 2010 年 12 月 31 日前收购新桥投资所持有的深发展的共 5.2 亿股股份。

□ **增发将大大增厚深发展净资产和核心资本。** 定向增发和股权转让后, 平安寿险将成为深发展第一大股东, 中国平安将成为第二大股东, 中国平安和平安寿险合计持有的股份不超过深发展增发后总股本的 30%。增发 3.70-5.85 亿股之后, 动态 PB 将由目前的 3.2 倍降至 2.47-2.67 倍, PE 则由 14.3 倍升至 16.0-16.9 倍。即使最少增发 3.7 亿股, 则增发后核心资本充足率也将达到 7% 以上, 资本充足率将达到 11% 以上。

□ **股权转让大大提高深发展长期发展空间的广度和深度。** 我们认为增发和股权转让有利于深发展的长远发展, 将大大提高深发展长期发展空间的广度和深度。平安旗下强大的保险平台和其他多元化金融业务可以为深发展带来协同效应, 带来强大的客户资源。平安 4500 万户保险个人客户和 200 万的公司客户, 都可能是深发展的潜在客户。

□ **平安致力于长期投资, 有利于夯实深发展软硬件和财务基础。** 平安致力于长期战略投资, 这有利于深发展在信息技术和制度建设, 及财务上夯实基础。

□ **平安银行地域和经营特色上的相似决定双方融合难度不大。** 平安银行与深发展均地处深圳, 均致力于发展零售信贷特色业务, 个人贷款占比均在 30% 左右, 而对房地产开发贷款都较为谨慎。深发展已向监管机构提交报告, 少数地区可能会合并一些营业网点。但由于公司文化的差异, 管理层的调整等方面仍有很长的路要走, 平安规模虽然比深发展小很多, 但还是在数量级的, 资质也非常优秀, 预计深发展与平安银行整合的过程依然存在困难和风险。

□ **维持深发展审慎推荐评级。** 由于平安收购为深发展中长期发展提供了想象空间, 同时定向增发大幅降低深发展 PB 水平, 目前二级市场股价也已经在相当程度上包含了对这一事件的预期, 但预计短期仍有可能存在交易性机会, 维持深发展审慎推荐评级。上调目标价至 22 元, 对应增发 3.7 亿股后动态 PB2.94 倍, 对应增发 5.8 亿股后动态 PB2.72 倍。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	10808	14513	15083	17105	19999
同比增长	51.5%	34.3%	3.9%	13.4%	16.9%
营业利润(百万元)	3722	803	5821	6132	6895
同比增长	95.4%	-78.4%	624.5%	5.3%	12.4%
净利润(百万元)	2650	614	4357	4702	5286
同比增长	103.4%	-76.8%	609.5%	7.9%	12.4%
每股收益(元)	1.16	0.20	1.21	1.30	1.47
PE	17.3	101.1	16.6	15.3	13.6
PB	3.5	3.8	3.2	2.7	2.3

资料来源: 招商证券

一、增发将大大增厚净资产和核心资本

深发展发布公告，拟向平安寿险非公开发行股票，发行数量不少于 3.70 亿股但不超过 5.85 亿股，发行价格为定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 100%，即 18.26 元/股，募集资金金额将在 67.6 到 106.83 亿元之间。

中国平安可以在不迟于 2010 年 12 月 31 日前收购新桥投资所持有的深发展的共 5.2 亿股股份。

定向增发和股权转让后，平安寿险将成为深发展第一大股东，中国平安将成为第二大股东，中国平安和平安寿险合计持有的股份不超过深发展在本次发行完成后总股本的 30%。其中平安人寿最多将持有 15.9% 的深发展股权，中国平安最多将直接持有 15% 的深发展股权。

增发 3.70-5.85 亿股之后，增发后动态 PB 将由目前的 3.2 倍降至 2.47-2.67 倍，PE 则由 14.3 倍升至 16.0-16.9 倍。

即使最少增发 3.7 亿股，则增发后核心资本充足率也将达到 7% 以上，资本充足率将达到 11% 以上。

表 1：定向增发和收购后动态估值和平安持股比例的敏感性分析

增发股本 数(亿股)	融 资 额	融 资 后 每 股净资产	融资后动态 PB (目前 3.2)	融 资 后 09EPS (目前 1.4)	融资后动态 PE (目前 14.3)	增发后 平安人 寿持股 比例	收购后中 国平安持 股比例	增发和收 购后平安 集团合计 持股比例
3.70	65.9	7.49	2.67	1.25	16.0	10.6%	15.0%	25.6%
4.00	71.2	7.58	2.64	1.24	16.1	11.4%	14.8%	26.2%
4.20	74.8	7.63	2.62	1.24	16.2	11.9%	14.7%	26.7%
4.40	78.3	7.69	2.60	1.23	16.3	12.4%	14.7%	27.1%
4.60	81.9	7.75	2.58	1.22	16.4	12.9%	14.6%	27.5%
4.80	85.5	7.80	2.56	1.22	16.5	13.4%	14.5%	27.9%
5.00	89.0	7.86	2.54	1.21	16.6	13.9%	14.4%	28.3%
5.20	92.6	7.91	2.53	1.20	16.6	14.3%	14.3%	28.7%
5.40	96.1	7.97	2.51	1.20	16.7	14.8%	14.3%	29.1%
5.60	99.7	8.02	2.49	1.19	16.8	15.3%	14.2%	29.5%
5.85	104.2	8.09	2.47	1.18	16.9	15.9%	14.1%	29.9%

资料来源：招商证券研发中心

表 2：深发展定向增发后资本充足率敏感性分析

增发股本数 (亿股)	融资额	增发后核心资 本净额	增发后资本 净额	增发后核心 资本充足率	增发后资本 充足率
3.70	65.9	22484	34018	7.40%	11.20%
4.00	71.2	23018	34552	7.58%	11.37%
4.20	74.8	23374	34908	7.69%	11.49%
4.40	78.3	23731	35265	7.81%	11.61%
4.60	81.9	24087	35621	7.93%	11.72%
4.80	85.5	24443	35977	8.04%	11.84%
5.00	89.0	24799	36333	8.16%	11.96%
5.20	92.6	25155	36689	8.28%	12.07%
5.40	96.1	25511	37045	8.40%	12.19%
5.60	99.7	25867	37401	8.51%	12.31%
5.85	104.2	26312	37846	8.66%	12.46%

资料来源：招商证券研发中心

二、股权转让大大提高深发展长期发展空间的广度和深度

我们认为增发和股权转让有利于深发展的长远发展，为深发展中长期的发展提供想象空间，并大大提高深发展长期发展空间的广度和深度。

平安旗下强大的保险平台和其他多元化金融业务可以为深发展带来协同效应，带来强大的客户资源。平安 4500 万户保险个人客户和 200 万的公司客户，都可能是深发展的潜在客户。

三、平安致力于长期投资，利于夯实深发展软硬件和财务基础

平安致力于长期战略投资，这有利于深发展在信息技术和制度建设，及财务上夯实基础，避免因追求短期财务数据忽视长期发展基础。

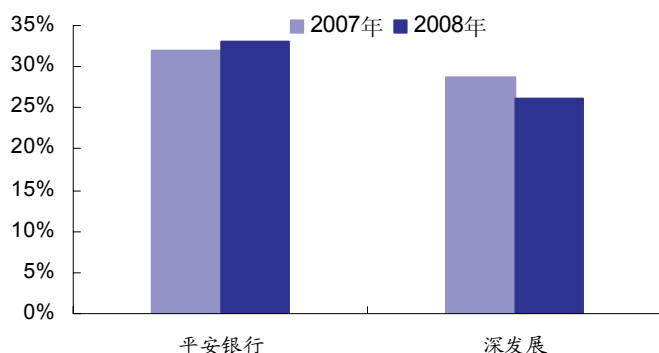
四、平安银行地域和经营特色上的相似决定双方融合难度不大

平安银行在地域和经营特色上与深发展较为接近，融合起来相对容易。两公司均地处深圳，均致力于发展零售信贷特色业务，个人贷款占比均在 30% 左右，而对房地产开发贷款都较为谨慎。

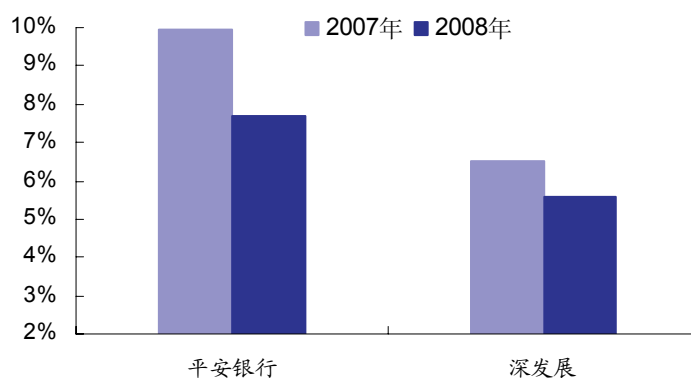
表 3: 平安银行主要财务指标

	2006 年	1H2007	2007 年	2008 年
成本收入比	39.10%	46.30%	40.88%	46.96%
净息差	1.80%	2.40%	2.70%	2.69%
不良贷款率	6.30%	1.10%	0.80%	0.54%
拨备覆盖率	75.50%	66.00%	82.20%	153.72%
资本充足率	11.90%	10.60%	9.10%	10.69%
核心资本充足率	12.00%		9.10%	10.69%
贷存比例	66.66%	52.60%	54.28%	68.62%
净利润 (百万元)	304		1,584	1636
总资产 (亿元)	821		1416	1459

资料来源: 公司报表 招商证券研发中心

图 1: 2007-2008 年平安银行和深发展个人贷款占比


资料来源: 公司报表, 招商证券研发中心

图 2: 07-08 年平安银行和深发展房地产开发贷款占比


资料来源: 公司报表, 招商证券研发中心

五、但深发展与平安银行整合之路仍有待检验

深发展已向监管机构提交报告, 因少数地区网点重叠, 可能会合并一些营业网点。但由于公司文化的差异, 管理层的调整等方面仍有很长的路要走, 深发展与平安银行整合的过程依然存在困难和风险。平安与深发展相比虽然规模要小很多, 但还是处在一个数量级上的, 资产相当于深发展的大约 1/4。资质也非常优秀, 激励制度上与深发展也似有差异, 能否建立一个双方都能满意的新的制度框架有待检验。

六、维持深发展审慎推荐评级

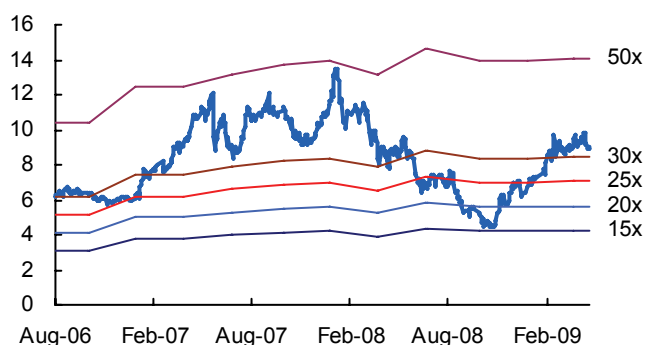
由于平安收购为深发展中长期发展提供了想象空间, 同时定向增发大幅降低深发展 PB 水平, 目前二级市场股价也已经在相当程度上包含了对这一事件的预期, 但预计短期仍有可能存在交易性机会, 维持深发展审慎推荐评级。上调目标价至 22 元, 对应增发 3.7 亿股后动态 PB2.94 倍, 对应增发 5.8 亿股后动态 PB2.72 倍。

表 4: 估值对比表

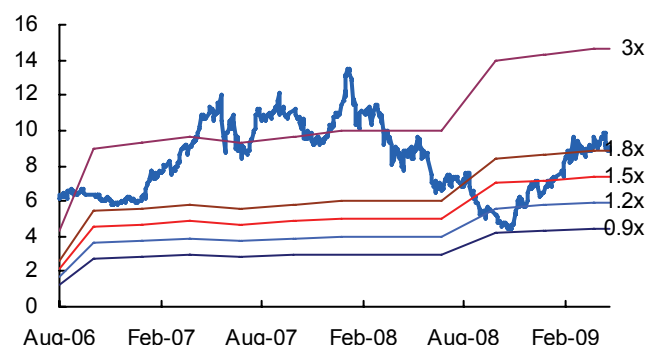
公司	EPS				盈利复合 增长率	PE				PB		市值	投资评级
	07	08	09E	10E	08-09	08	09E	10E	09E	10E	亿元		
民生银行	0.44	0.42	0.56	0.58	29.1%	17.5	13.1	12.7	2.2	1.9	1412	强烈推荐-A	
北京银行	0.54	0.87	0.91	1.02	30.0%	16.3	15.6	13.9	2.3	2.0	882	审慎推荐-A	
兴业银行	1.72	2.28	2.30	2.41	15.8%	13.3	13.1	12.6	2.6	2.2	1544	审慎推荐-A	
招商银行	1.04	1.43	1.22	1.42	8.7%	13.7	16.1	13.9	3.0	2.6	2715	审慎推荐-A	
交通银行	0.42	0.58	0.59	0.64	18.8%	13.9	13.7	12.6	2.4	2.1	3312	审慎推荐-A	
浦发银行	1.26	2.21	1.42	1.52	52.8%	9.2	14.4	13.4	2.8	2.4	1189	审慎推荐-A	
工商银行	0.24	0.33	0.36	0.39	22.0%	14.1	12.9	11.9	2.2	2.0	14970	审慎推荐-A	
建设银行	0.30	0.40	0.41	0.44	18.1%	13.1	12.6	11.7	2.3	2.0	9157	审慎推荐-A	
华夏银行	0.50	0.62	0.76	0.90	34.3%	17.7	14.4	12.1	1.8	1.6	558	审慎推荐-B	
深发展	1.16	0.20	1.21	1.30	28.2%	101.1	16.6	15.3	2.5	2.2	621	审慎推荐-A	
南京银行	0.50	0.79	0.93	1.07	37.2%	19.2	16.3	14.2	2.3	2.0	281	审慎推荐-A	
中国银行	0.22	0.25	0.28	0.32	12.4%	15.7	14.0	12.2	1.9	1.7	8935	审慎推荐-A	
中信银行	0.21	0.34	0.33	0.35	24.5%	15.9	16.5	15.5	2.0	1.8	1876	中性-A	
宁波银行	0.38	0.53	0.58	0.70	23.9%	20.1	18.3	15.3	2.7	2.4	273	中性-A	
算术平均					19.1%	21.5	14.8	13.4	2.4	2.1	3409		

资料来源：招商证券研发中心

注：其中深发展假设增发 5 亿股。

图 3: 深发展A 历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 4: 深发展A 历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

李珊珊：北京大学经济学硕士，2005 年开始从事金融行业分析，现为招商证券银行业分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。