

日期: 2009 年 8 月 24 日

行业: 银行业



郭敏

021-53519888-1920



guomin@sigchina.com

贷款将维持稳健增长，贸易融资望回暖

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	21.56
12mth A 股价格区间 (元)	8.00/26.18
总股本 (百万股)	3,105
无限售 A 股/总股本	94.15%
流通市值 (百万元)	63,036
每股净资产 (元)	5.79
PBR (X)	3.72
DPS (Y08, 元)	-

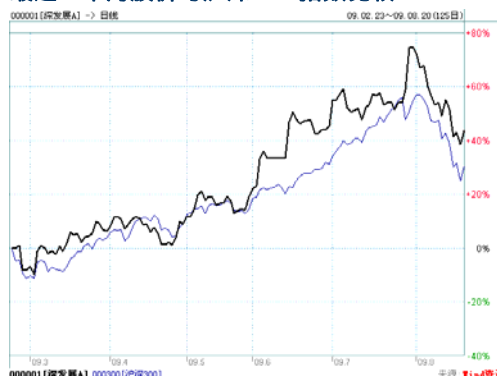
主要股东 (09H1)

NewBridge Asia	16.76%
中国平安人寿保险股份有限公司	4.54%
深圳中电投资股份有限公司	2.81%

收入结构 (09H1)

利息净收入	84.95%
手续费净收入	6.38%
汇兑损失	6.78%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告:

期待协同效应	09.6.15
零售贷款不良率略有上升	09.4.24
息差、拨备压力仍较大	09.3.20

■ 报告背景:

在深发展 2009 半年报的业绩发布会上，公司高管就我们所关注问题进行了广泛的交流。

■ 主要观点:

Q1: 公司一般性公司贷款的平均收益 5.71% , 相对于一年期 5.3% 相比比较高, 未来是否会降到基准利率。零售贷款 6.33%, 零售贷款中几成是打折贷款?

答: 上半年零售贷款的收益率已基本上反映了按揭打折的因素, 信用卡、汽车贷款业务的收益率很高。一些非按揭的个人贷款也较高。因此, 这种组合贷款造成零售业务较高的收益率。

公司贷款中主要客户仍是中小客户, 上半年确实也参与了刺激计划中的项目贷款。由于信贷标准较高, 我们对参与和不参与项目贷款有较严格的规定。一旦参与, 都是非常优质的项目, 故一般为打折贷款。

Q2: 承兑汇票业务、表外开票, 利率相对于一般利率较低, 这部分的风险权重和手续费的收入情况, 其 ROE 水平和其他贷款有何区别?

答: 公司的表外承兑业务大都针对中小企业, 在贸易链金融的一些承兑。收益的特点主要是风险资产权重扣减保证金, 以计算 WA。承兑可以带来手续费业务收入, 如结算手续费、财务顾问费等手续费收入, 并能带来存款增长。从收益来看, 承兑的收益率不一定比贷款收益高, 但可带来持续的、稳定的, 且成本较低的保证金存款。业务的风险比一般的公司贷款风险低。

Q3: 公司下半年贷款增长是否会有所放缓?

答: 公司的规模发展一贯坚持稳健、有效、健康的发展方式。一些上半年贷款增速较快的银行下半年可能会降低增速, 但我们银行的贷款增长在上半年比较稳定 (上半年一般性贷款增长 20.65%), 故下半年压力不大。预计下半年贷款仍会稳健增长。

Q4: 公司上半年贸易融资存量资金增长 115 亿, 流量的情况如何? 客户数量增长了 500 个, 来源于那些地区?

答: 公司上半年确实有 115 亿贸易融资的存量资金增长, 其中有 90 亿的业务是第二季度带来的增长。主要由于国内外经济好转, 带动贸易融资业务需求增长。流量资金是可以统计, 贸易融资贷款一般为 3

至 4 个月，一般不超过 6 个月，并都是在一年以内的贷款。统计流量资金，大概一年内，乘以 2 或 3，为一般发生额。

Q5：上半年贸易融资供应链的选择上多了几条供应链。随着下半年新分行的设立，以及经济逐渐恢复后，贸易融资需求的弹性会不会比较大？公司在贸易融资上的竞争优势主要在哪些方面？

答：危机正逐步过去，随着生产资料价格回升，贸易融资有望实现恢复性增长。贸易融资侧重于产品，公司围绕采购、存货、应收款等，创新了一系列的产品，大约 30 多个。供应链金融主要侧重于营销模式上，对上下游企业、“1+n”企业开展一系列的营销，加上贸易融资的产品，以增加整个营销成果。随着未来新设网点，对供应链金融会有所帮助，但供应链金融并不完全依赖于固定的物理网点。随着网点的增设和经济的复苏，公司的贸易金融业务会有好转。

公司在贸易融资上的竞争优势主要在品牌，认知程度以及产品创新，此外公司的贸易金融链的团队，评价体系、风险控制体系、IT 系统也是具备一定优势的。公司的贸易金融业务是经过市场的长期打拼，队伍通过长期锤炼具备一定竞争力。

Q6：公司通过按揭贷款的创新积累了一些客户，而平安有 4000 万的零售客户，今后会在哪些方面合作？

答：平安有庞大的客户群，可以提供一站式金融服务，在国外围绕按揭贷款方面的产品是比较多。也有很多的业务机会值得挖掘，如对平安后台 IT、运营，如贷后的服务和审批。在国外，贷后审批是后台服务的一部分。目前，在未审批通过前，暂时还是在讨论的过程。

Q7：公司的负债成本下降的较快，采取了哪些措施？

答：2008 年，公司预测到基准利率可能会降低，因此，公司的主要任务是将负债缩短，把资产业务加长，并加大负债业务的量。09 年上半年，公司继续加大活期存款、协议存款的规模，并将把负债期限拉长。

Q8：公司一季度不良贷款双降，而二季度不良贷款出现反弹的原因？

答：由于不良贷款较低，且损失类贷款占比很小，因此上半年不良贷款的核销非常少，且每个季度的资产质量变动是没有意义的，目前我们的不良率非常低，只要有 1、2 亿的贷款出现问题，就会在二季度反映。我们认为上半年的资产质量基本可以反映全年的情况。据个例子来说，如一个债券市场的交易员，若只根据一个月的数据作判断，就会经常出现错误。因此，单单二季度的情况不能反映全部的状况，并不能说明我们的贷款质量状况不佳。

■ 我们认为：

- 1) 公司上半年一般性贷款增长 20.65%，在上市股份制银行中应处于中等偏下的贷款增速，信贷规模增长较为平稳。然而，公司的存

- 贷比报告期末已经达到 82.3%，下半年继续加大投放的条件恐不具备。我们预计下半年信贷投放可能仍保持平稳。
- 2) 公司二季度贸易融资回升较为明显。预计随着国内外经济的逐渐向好，公司的贸易融资回暖将是大概率事件，这对公司存款的增长以及中间业务收入的增长均有积极的促进作用。
- 3) 公司是最早开展供应链金融的上市银行之一，在供应链金融上已经积累了一定的经验和优势。公司创新的能力在上市银行中较为出色。
- 4) 公司不良贷款的“双升”在我们的预期范围之内，我们认为主要是由于基数过低的原因，不能说明公司资产质量出现明显恶化趋势。
- 5) 深发展与平安的合作，我们认为对于深发展来说可以获得：第一，核心资本金，也是未来发展与扩张的基础；第二，平安庞大的客户资源，公司的存款业务有望获得持续增长；第三，在交叉销售上，两个公司存在较多合作并实现共赢的机会。目前，由于审批的原因，事件仍存不确定性，但我们仍看好两公司未来可能产生的协同效应。

■ 投资建议：

未来六个月内，“跑赢大市”

不考虑定向增发因素，我们预计公司 09 年、10 年的每股收益分别为 1.14 元、1.31 元，分别对应 09 年、10 年市盈率和市净率分别为 18.92 倍、16.42 倍和 3.11 倍、2.74 倍。维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	10,808	14,502	15,782	18,971
年增长率 (%)	36.45	34.19	8.82	20.21
归属于母公司的净利润	2,650	614	4,162	4,796
年增长率 (%)	81.08	-76.83	577.85	15.22
每股收益 (元)	1.170	0.198	1.140	1.313
PBR (X)	3.80	3.64	3.11	2.74

注：未考虑定向增发因素

附表 1：深发展损益简表及预测（单位：百万元人民币）

项 目	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	10,808	14,502	15,782	18,971
利息净收入	9,606	12,598	13,190	16,015
利息收入	18,044	26,465	27,710	33,643
减：利息支出	8,438	13,867	14,519	17,628
手续费及佣金净收入	521	851	1,090	1,417
手续费及佣金收入	668	1,057	1,353	1,758
减：手续费及佣金支出	147	205	263	342
投资净收益	201	399	658	559
公允价值变动净收益	82	66	72	80
汇兑净收益	233	463	509	560
其他业务净收益	165	103	0	0
营业支出	7,086	13,710	10,446	12,783
营业税金及附加	824	1,152	1,253	1,507
管理费用	4,207	4,930	5,997	7,209
资产减值损失	2,054	7,334	3,195	4,068
营业利润	3,722	793	5,336	6,188
利润总额	3,772	793	5,336	6,188
减：所得税	1,122	179	1,174	1,392
净利润	2,650	614	4,162	4,796
总股本（百万股）	2,293	3,105	3,652	3,652
EPS(元)	1.170	0.198	1.140	1.313
BVPS(元)	5.670	5.917	9.453	10.372

资料来源：公司报告，上海证券研究所

附表 2：深发展主要经营数据和假设 单位：百万元，%

主要经营指标	2006	2007	2008	09H1	主要假设	2006	2007	2008	2009E	2010E
核心资本充足率	3.68%	5.77%	6.15%	5.08%	生息资产	237,680	309,802	417,453	517,642	621,170
资本充足率	3.71%	5.77%	8.53%	8.62%	平均生息资产		273,741	363,628	467,547	569,406
不良贷款率	7.98%	5.62%	4.64%	0.72%	增长率(%)		32.27%	34.75%	24.00%	20.00%
存贷比	71.36%	75.78%	71.87%	82.28%	生息负债	227,112	297,762	399,027	494,793	593,752
拨备覆盖率	46.91%	48.28%	53.75%	133.07%	平均生息负债		262,437	348,395	446,910	544,273
成本收入比	41.41%	38.93%	35.03%	39.29%	增长率(%)		31.11%	34.01%	24.00%	20.00%
杠杆比例	42.05	31.29	29.54	29.54	贷款余额	182,182	221,814	283,741	349,002	425,782
收入结构	2006	2007	2008	09H1	平均贷款余额	169,015	201,998	252,777	316,372	387,392
利息净收入	88.37%	88.88%	86.80%	84.95%	增长率(%)		21.75%	27.92%	23.00%	22.00%
手续费净收入	4.37%	4.82%	5.87%	6.38%	贷款减值准备总额	175,245	215,012	2,027	4,442	7,285
投资净收益	1.26%	1.86%	2.90%	6.78%	贷款净额	175,245	215,012	281,715	344,560	418,497
公允价值变动	1.37%	0.76%	0.45%	-0.55%	净息差(NIM)	2.94%	3.10%	3.02%	2.55%	2.58%
汇兑损失	2.39%	2.15%	3.19%	1.63%	手续费净增速	28.00%	50.52%	63.50%	28.00%	30.00%
其他	2.25%	1.53%	0.79%	0.81%	成本收入比	41.41%	38.93%	33.99%	38.00%	38.00%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	不良贷款率	7.98%	5.62%	0.68%	0.90%	1.05%
					不良贷款余额	14,565	12,475	1,928	3,141	4,471
平均资产指标	2006	2007	2008	09H1	信贷成本	0.77%	1.02%	2.61%	1.01%	1.05%
净利息收入/平均资产	2.86%	3.13%	3.05%	1.25%	当期贷款减值准备	1,303	1,946	6,589	3,195	4,068
利息收入/平均资产	4.93%	5.88%	6.40%	2.20%	有效税率	32.54%	29.74%	22.53%	22.00%	22.50%
利息费用/平均资产	2.07%	2.75%	3.35%	0.95%	拨备覆盖率	46.91%	48.28%	105.14%	141%	163%
净手续费收入/平均资产	0.14%	0.17%	0.21%	0.09%	其他	2005	2006	2007	2008	09H1
手续费收入/平均资产	0.17%	0.22%	0.26%	0.11%	个人贷款		38,911	63,543	73,906	83,533
手续费支出/平均资产	0.03%	0.05%	0.05%	0.02%	增长率		87.07%	63.30%	16.31%	13.03%
投资净收益/平均资产	0.04%	0.07%	0.10%	0.10%	个贷占比		21.36%	28.65%	26.05%	24.40%
公允价值变动/平均资产	0.04%	0.03%	0.02%	-0.01%	活期存款		81,315	97,469	105,514	113,087
汇兑收益/平均资产	0.08%	0.08%	0.11%	0.02%	活期存款占比		35.02%	34.65%	29.27%	27.15%
管理费用/平均资产	1.31%	1.37%	1.26%	0.58%	个人存款		35,357	40,890	58,071	65,592
拨备前利润/平均资产	1.70%	1.90%	1.97%	0.79%	增长率		23.50%	15.65%	42.02%	12.95%
税前利润/平均资产	0.89%	1.23%	0.19%	0.58%	零售存款占比		15.23%	14.54%	16.11%	15.75%
ROAA	0.60%	0.86%	0.15%	0.46%	员工人数		6,274	8,673	9,096	9,109
ROAE	25.12%	27.04%	4.18%	13.44%	营业网点		238	253	282	290

资料来源：公司报告，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。