

湘财证券研究所

金融研究小组

杨森: Tel: 021-68634518-8524

E-Mail: ys2875@xcsc.com

张倩: Tel: 021-68634518-8056

E-Mail: zq2635@xcsc.com

陈钢: Tel: 021-68634518-8331

E-Mail: cq2012@xcsc.com

本次目标价: 30 元

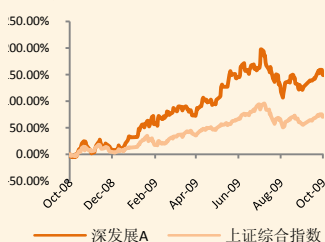
上次目标价: 28 元

本次评级: 买入

上次评级: 买入

当前价格: 23.22 元

深发展最近一年走势:



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

主要市场数据:

52 周内高	26.73
52 周内低	8.00
总市值(百万元)	68319.54
流通市值(百万元)	64330.51
总股本(百万股)	3105.43
A 股(百万股)	3105.43
一已流通(百万股)	2924.11
一限售股(百万股)	181.32

相关报告:

- 1、《“以量补价”使命完成，“量价齐升”或已开始——深发展 3 季报点评-买入评级》 09. 10. 29
- 2、《深发展调研报告：清晰的战略与业务结构 + 高速成长的现实与预期》 09. 11. 19

事件:

- 12月29日深发展董事会公告，中国平安与NEWBRIDGE在12月25日签署《股份购买协议之补充协议》，将6月12日签署的涉及中国平安购买NEWBRIDGE持有深发展16.76%股权的《股份购买协议》中“最后终止日”由“2009年12月31日”变更为“2010年4月30日”，延期近5个月。

投资要点与关注:

- 协议延期符合预期，更体现交易双方信心：**1、我们此前的报告中认为，平安两步收购的完成将在2010年（见11.19《清晰的战略与业务结构 + 高速成长的现实与预期》）。因此协议延期符合预期。2、中国平安和NEWBRIDGE购买协议延期尤其客观原因，不过更加充分体现了双方对该项协议成功的信心。“平安深恋”修成正果只是时间问题，两步收购将在2010年完成。

- 受益10年经济复苏明显，业绩表现将优于同业：**公司在贸易融资和零售银行上的优势将在2010年经济复苏中受益优于同业。1、经济复苏会在中小企业上率先反应，公司在贸易融资业务上的溢价能力将快于其他，随着贸易融资业务占比的继续提升，贸易融资将带动公司息差继续反弹，同时保持资产质量的稳定；2、我们认为公司在零售业务上的优势既有助于减少资本的侵蚀，又将明显受益于10年资金利率的结构性回升。

我们期待平安入主后的资本补充与资源整合。我们预计《股份收购协议》完成后，公司 10 年和 11 年的资本充足率将保持在 12% 以上，核心资本充足率在 7% 以上。预计未来 5 年公司净利润符合增长率在 26% 左右。

- 存贷比虽高但无大碍：**最近传闻监管层将收紧75%的存贷比标准，深发展在3季度存贷比在84%左右。我们认为：1、监管层10年对信贷的指标收紧的可能性很大，不过存贷比并不是一个硬性指标，因此影响不大；2、我们和相关上市公司沟通得知目前监管层并没有下达相关的通知，不过银行会时刻关注流动性风险，控制存贷比在合理水平。（深发展3Q09流动性比例35.61%，>>25%）

- 维持对深发展“买入”评级：**我们对公司 10 年/11 年的盈利预测分别修正提高 6%/5%，预测公司 09 年 10 年的 EPS 分别为 1.53 和 1.64 元，BVPS 分别为 6.54 和 9.74 元，对应 PE 分别为 15.22X/14.17X，对应 PB 分别为 3.56X/2.39X。现价 23.22 元（12.28），上调目标价至 30 元（6M），潜在上升空间 29%。

主要财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	2,649.90	614.04	4,749.41	6,060.96	7,828.76
YoY%	103.38%	-76.83%	673.48%	27.61%	29.17%
EPS	1.27	0.20	1.53	1.64	2.12
BVPS	5.67	5.28	6.54	9.74	11.48
PB(Trailing)	4.11	4.41	3.56	2.39	2.03
PE(Trailing)	18.33	116.40	15.22	14.17	10.97
ROAA	0.86%	0.15%	0.91%	0.96%	1.03%
ROAE	27.21%	4.18%	25.89%	21.55%	19.99%

表 1: 鉴于宏观形势的变动, 我们将未来 2 年深发展业绩增长提高 5% 左右

利润表 (百万元)	2009E		2010E		2011E	
	原预测	调整预测	原预测	调整预测	原预测	调整预测
营业收入	17,033	14,685	23,982	18,422	30,948	23,354
利息净收入	14,549	12,625	20,588	15,691	26,560	19,566
利息净收入同比	15.49%	0.22%	41.50%	24.28%	29.01%	24.70%
利息收入	28,857	25,041	40,834	31,122	52,679	38,808
利息支出	14,308	12,416	20,246	15,431	26,119	19,241
手续费及佣金净收入	1,053	1,032	1,308	1,349	1,602	1,686
手续费净收入同比	23.70%	21.20%	24.20%	30.70%	22.50%	25.00%
其他非息收入合计	1,431	1,028	2,086	1,382	2,785	2,102
营业支出	10,885	8,635	16,388	10,661	21,576	13,355
营业税金及附加	1,192	1,021	1,679	1,290	2,166	1,635
业务及管理费	8,142	5,962	11,655	7,498	14,545	9,552
资产减值损失	1,551	1,652	3,054	1,874	4,864	2,169
营业利润	6,148	6,050	7,594	7,761	9,372	9,999
营业外净收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
利润总额	6,148	6,050	7,594	7,761	9,371	9,998
所得税	1,784	1,700	2,155	2,170	2,896	2,501
净利润	4,771	4,749	5,809	6,061	7,216	7,829
净利润同比	676.95%	673.48%	21.76%	27.61%	24.22%	29.17%
拨备前利润	7,699	7,702	10,648	9,634	14,236	12,167
拨备前利润同比	-5.39%	-5.35%	38.30%	25.08%	33.69%	26.29%
NOPLAT	10,500	9,962	7,120	7,137	8,406	8,777
NOPLAT 同比	515.32%	483.84%	-32.19%	-28.36%	18.06%	22.97%
EPS	1.54	1.53	1.57	1.64	1.96	2.12

资料来源: 湘财证券研究所

表 2：深发展预测与估值表

盈利驱动因素 (期初期末均值)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
总资产增长率 (%YoY)	35.29%	34.58%	18.94%	23.06%	19.69%	利息净收入	9,606	12,598	12,625	15,691	19,566
生息资产增长率	35.39%	34.57%	18.90%	21.17%	20.00%	手续费及佣金净收入	521	851	1,032	1,349	1,686
净息差 (NIM)	3.20%	3.11%	2.48%	2.57%	2.65%	其他业务收入	681	1,064	1,028	1,382	2,102
净利差 (NIS)	3.11%	2.99%	2.40%	2.48%	2.57%	营业税金及附加	824	1,152	1,021	1,290	1,635
平均生息资产生息率	6.01%	6.53%	4.92%	5.09%	5.26%	业务管理费用	4,207	5,224	5,962	7,498	9,552
平均计息负债付息率	2.90%	3.54%	2.52%	2.61%	2.70%	EBIT	4,876	2,203	12,691	9,139	11,209
成本收入比	38.93%	35.99%	40.60%	40.70%	40.90%	拨备前利润	5,776	8,138	7,702	9,634	12,167
有效税率	29.74%	22.53%	21.50%	21.90%	21.70%	资产减值准备	2,054	7,334	1,652	1,874	2,169
信用成本	0.96%	2.76%	0.47%	0.44%	0.42%	NOPLAT	3,426	1,706	9,962	7,137	8,777
成长性 (%YoY)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润总额	3,772	793	6,050	7,761	9,998
贷款及垫款	23.14%	30.55%	29.56%	19.33%	20.00%	所得税	1,122	179	1,301	1,700	2,170
客户存款	21.13%	28.17%	24.20%	23.00%	22.00%	净利润	2,650	614	4,749	6,061	7,829
净利息收入	48.18%	31.15%	0.22%	24.28%	24.70%	少数股东损益	0	0	0	0	0
手续费及佣金净收入	69.87%	63.50%	21.20%	30.70%	25.00%	归属母公司净利润	2,649.90	614.04	4,749.41	6,060.96	7,828.76
非息收入	84.08%	59.38%	7.55%	32.55%	38.73%	EPS	1.27	0.20	1.53	1.64	2.12
营业收入	51.47%	34.29%	1.19%	25.44%	26.78%	资产负债表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
业务及管理费	29.43%	24.16%	14.13%	25.75%	27.40%	现金及存放央行款项	40,726	39,768	55,303	67,010	80,411
PPOP	73.39%	40.89%	-5.35%	25.08%	26.29%	存放同业和其他金融机构	40,433	65,480	16,591	33,505	49,051
EBIT	93.75%	-54.83%	476.18%	-27.99%	22.66%	贷款和垫款	215,790	281,715	365,002	435,562	522,674
税前利润	89.11%	-78.99%	663.33%	28.27%	28.84%	债券投资	48,690	78,176	116,137	134,019	151,978
净利润	103.38%	-76.83%	673.48%	27.61%	29.17%	生息资产 (起初期末均值)	345,639	465,139	553,033	670,095	804,114
估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	资产合计	352,539	474,440	564,320	694,453	831,207
PE(Trailing)	18.33	116.40	15.22	14.17	10.97	客户存款	281,277	360,514	447,758	550,743	671,906
PE(Lcading)	23.62	150.00	19.62	18.27	14.14	同业和其它金融机构拆放	51,497	82,359	50,595	90,101	98,263
PB(Trailing)	4.11	4.41	3.56	2.39	2.03	发行债务	0	7,964	37,510	7,784	6,838
PB(Lcading)	5.29	5.68	4.59	3.08	2.61	计息负债 (起初期末均值)	332,774	450,837	535,864	648,628	777,007
PEG	0.18	-1.52	0.02	0.51	0.38	负债总计	339,533	458,039	544,024	658,505	788,840
P/PPOP	9.24	8.88	12.10	11.49	9.10	股本	2,293	3,105	3,105	3,690	3,690
每股指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	一般准备	2,716	3,583	4,303	5,188	6,241
EPS	1.27	0.20	1.53	1.64	2.12	少数股东权益	0	0	0	0	0
BVPS	5.67	5.28	6.54	9.74	11.48	股东权益	13,006	16,401	20,295	35,947	42,367
每股拨备前利润	2.52	2.62	2.48	2.61	3.30	资产负债结构	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
股息派发率	0.00%	16.94%	18.00%	20.00%	20.00%	资本充足率	5.77%	8.58%	8.82%	12.70%	12.50%
资产质量指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	核心资本充足率	5.77%	5.27%	5.39%	7.76%	7.65%
不良贷款	12,475.00	1,928.00	2,299.51	3,266.71	4,448.95	风险加权资产平均系数	62.42%	58.83%	64.00%	64.00%	64.00%
不良贷款率	5.62%	0.68%	0.63%	0.75%	0.85%	存贷比	75.47%	76.72%	78.14%	81.52%	79.09%
拨备覆盖率	48.29%	105.13%	159.80%	165.00%	168.00%	财务杠杆 X	27.11	28.93	27.81	19.32	19.62
新增 NPL/贷款均值	-1.03%	-4.17%	0.11%	0.24%	0.24%	生息资产/总资产	98.04%	98.04%	98.00%	96.49%	96.74%
贷款核销率	1.04%	3.74%	1.10%	1.10%	1.00%	贷款及垫款/总资产	61.21%	59.38%	64.68%	62.72%	62.88%
拨备余额/贷款余额	2.79%	0.72%	1.01%	1.24%	1.43%	计息负债/总负债	98.01%	98.43%	98.50%	98.50%	98.50%
资产盈利能力	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	贷款结构					
ROAA	0.86%	0.15%	0.91%	0.96%	1.03%	企业贷款	67.73%	59.07%			
ROAE	27.21%	4.18%	25.89%	21.55%	19.99%	贴现贷款	3.52%	14.88%			
RoRWA	1.35%	0.25%	1.48%	1.50%	1.60%	零售贷款	28.75%	26.05%			
营业收入/资产余额	3.07%	3.06%	2.60%	2.65%	2.81%	贸易融资贷款	36.68%	30.81%			
营业费用/资产余额	2.01%	2.89%	1.53%	1.54%	1.61%	存款结构					
业务数据	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	活期存款	34.65%	29.27%			
分支机构 (个)	253.00	282.00				定期存款	35.96%	38.74%			
员工数 (人)	7,499.00	9,096.00				其他存款	29.38%	31.99%			

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。