

湘财证券研究所

银行业

杨森: Tel: 021-68634518-8990

E-Mail: ys2875@xcsc.com

徐广福: Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

本次评级：买入

当前价格：17.51 元

深发展最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

事件：

- 深发展 8 月 25 日公告，公司 2010 年上半年实现归属于股东净利润 30.33 亿元，同比增长 31.23%；基本每股收益 0.98 元，和我们预期一致。

投资要点与关注：

- **业绩亮点：**公司中期业绩亮点主要在中间业务增长迅速、资产质量和资本状况持续改善、贸易融资和中小企业贷款发展良好：
 - 公司上半年实现利息净收入 74.09 亿元，同比增速 16.43%。同期生息资产同比增速 8.68%，NIM 继续反弹贡献净息收入。公司二季度年化 NIM 为 2.51%（期初期末均值，日均值 NIM 为 2.46%），比一季度的 2.45% 继续回升。
 - 中期中间业务实现收入 4.79 亿元，同比增长 46.72%；手续费及佣金净收入 4.32 亿元，同比增幅 53.13%。
 - 不良贷款双降，清收效果明显：公司中期不良贷款余额 22.92 亿元，比年初减少 1.52 亿元；不良贷款率 0.61%，比年初下降 0.07 个百分点；准备金覆盖率 224.09%，比年初提高 62.27 个百分点；年化信用成本 0.28%，较 09 年末继续大幅下降。公司上半年共清收不良资产总额（含未核销不良资产和已核销资产）16.79 亿元，信贷资产收回额中 95% 为现金收回，其余为以物抵债形式收回；非信贷资产收回额 100% 为现金收回。
 - 公司上半年贸易融资继续取得良好发展，余额达到 1454 亿元，较年初增加 228 亿元，增幅 18.6%，高于全行一般贷款增速。其中二季度增长了 157 亿元，是一季度增额的 2.2 倍；不良率 0.35%，较年初下降 0.02 个百分点，仍然维持在较低水平。
 - 公司上半年完成了对平安人寿的定向增发，募资 69.07 亿元全部补充核心资本。截至中期，公司资本充足率 10.41%，核心资本充足率 7.20%，均达到银监会的建议监管水平。
- **维持对深发展的“买入”评级，期待和平安银行的整合结果：**
 - 维持对深发展的买入评级：（1）公司是上市银行中盈利能力最强的银行之一，净资产回报能力突出；（2）公司地方政府融资平台贷款余额约 587 亿元，占全行各项贷款余额 16%。该类贷款主要集中在长三角和环渤海地区，截至报告期内，没有产生不良；（3）公司定增后资本状况明显好转，后续的资本补充或将得到平安集团的更大支持；（4）预计中国平安的入主以及公司与平安银行的整合将为公司业务发展带来更大的空间。
 - 我们预计公司 10~12 年的 EPS 分别为 1.88 元/2.42 元/2.92 元，BVPS 分别为 10.82 元/13.24 元/16.16 元。公司现价 17.51 元，现价对应摊薄 PE 分别为 9.32X/7.23X/6.01X，现价对应 PB 分别为 1.62X/1.32X/1.08X。

主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	14,513.12	15,114.44	19,323.68	24,839.15	29,777.92
YoY%	34.29%	4.14%	27.85%	28.54%	19.88%
拨备前利润	8,137.59	7,734.22	9,893.73	12,916.36	15,484.52
YoY%	40.89%	-4.96%	27.92%	30.55%	19.88%
净利润	614.04	5,030.73	6,544.01	8,443.44	10,161.60
YoY%	-76.83%	719.29%	30.08%	29.03%	20.35%
EPS (摊薄)	0.20	1.62	1.88	2.42	2.92
BVPS	5.28	6.59	10.82	13.24	16.16
PB(Trailing)	3.32	2.66	1.62	1.32	1.08
PE(Trailing)	87.55	10.81	9.32	7.23	6.01
ROAA	0.15%	0.95%	1.00%	1.07%	1.07%
ROAE	4.18%	27.29%	22.50%	20.14%	19.84%

表 1: 深发展预测与估值表

盈利驱动因素 (期初期末均值)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
总资产增长率 (%YoY)	34.58%	23.90%	22.36%	20.45%	19.75%	利息净收入	12,598	12,984	16,642	21,112	24,851
生息资产增长率	34.57%	23.58%	20.54%	20.76%	20.00%	手续费及佣金净收入	851	1,181	1,716	2,361	3,140
净息差 (NIM)	3.11%	2.50%	2.63%	2.76%	2.70%	其他业务收入	1,064	949	966	1,366	1,787
净利差 (NIS)	2.99%	2.45%	2.57%	2.70%	2.63%	营业税金及附加	1,152	1,069	1,353	1,739	2,084
平均生息资产生息率	6.53%	4.23%	4.45%	4.67%	4.57%	业务管理费用	5,224	6,311	8,077	10,184	12,209
平均计息负债付息率	3.54%	1.78%	1.87%	1.98%	1.94%	EBIT	2,203	6,191	8,433	10,825	13,028
成本收入比	35.99%	41.76%	41.80%	41.00%	41.00%	拨备前利润	8,138	7,734	9,894	12,916	15,485
有效税率	22.53%	18.74%	22.40%	22.00%	22.00%	资产减值准备	7,334	1,575	1,504	2,146	2,523
信用成本	2.76%	0.45%	0.36%	0.42%	0.41%	NOPLAT	1,706	5,031	6,544	8,443	10,162
成长性 (%YoY)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润总额	793	6,191	8,433	10,825	13,028
贷款及垫款	30.55%	26.21%	20.82%	20.76%	20.00%	所得税	179	1,160	1,889	2,381	2,866
客户存款	28.17%	26.11%	23.00%	20.00%	20.00%	净利润	614	5,031	6,544	8,443	10,162
净利息收入	31.15%	3.07%	28.17%	26.86%	17.71%	少数股东损益	0	0	0	0	0
手续费及佣金净收入	63.50%	38.69%	45.30%	37.60%	33.00%	归属母公司净利润	614.04	5,030.73	6,544.01	8,443.44	10,161.60
非息收入	59.38%	11.22%	25.91%	38.97%	32.19%	EPS	0.20	1.62	1.88	2.42	2.92
营业收入	34.29%	4.14%	27.85%	28.54%	19.88%	资产负债表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
业务及管理费	24.16%	20.81%	27.99%	26.08%	19.88%	现金及存放央行款项	39,768	54,244	65,387	78,960	94,752
PPOP	40.89%	-4.96%	27.92%	30.55%	19.88%	存放同业和其他金融机构	65,480	61,880	97,448	117,676	141,211
EBIT	-54.83%	181.05%	36.22%	28.36%	20.35%	贷款和垫款	281,715	355,563	429,606	518,784	622,540
税前利润	-78.99%	681.03%	36.22%	28.36%	20.35%	债券投资	78,176	103,143	100,472	121,328	145,594
净利润	-76.83%	719.29%	30.08%	29.03%	20.35%	生息资产 (起初期末均值)	465,139	574,830	692,912	836,748	1,004,098
估值指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	资产合计	474,440	587,811	719,242	866,326	1,037,455
PE(Trailing)	87.55	10.81	9.32	7.23	6.01	客户存款	360,514	454,635	559,201	671,042	805,250
PE(Lcading)	165.15	20.39	17.59	13.63	11.33	同业和其它金融机构存放	82,359	95,443	104,066	129,733	154,905
PB(Trailing)	3.32	2.66	1.62	1.32	1.08	发行债务	7,964	9,463	8,056	7,109	6,282
PB(Lcading)	6.25	5.01	3.05	2.49	2.04	计息负债 (起初期末均值)	450,837	559,541	671,323	807,884	966,437
PEG	-1.14	0.02	0.31	0.25	0.30	负债总计	458,039	567,341	681,546	820,187	981,154
P/PPOP	6.68	13.26	11.63	8.91	7.43	股本	3,105	3,105	3,485	3,485	3,485
每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	一般准备	3,583	4,676	5,487	6,717	8,006
EPS (摊薄)	0.20	1.62	1.88	2.42	2.92	少数股东权益	0	0	0	0	0
BVPS	5.28	6.59	10.82	13.24	16.16	股东权益	16,401	20,470	37,696	46,139	56,301
每股拨备前利润	2.62	2.49	2.84	3.71	4.44	资产负债结构	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
股息派发率	16.94%	0.00%	15.00%	15.00%	20.00%	资本充足率	8.58%	8.87%	12.86%	13.06%	13.31%
资产质量指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	核心资本充足率	5.27%	5.52%	7.86%	7.99%	8.14%
不良贷款	1,928.00	2,444.00	3,222.04	4,415.84	4,980.32	风险加权资产平均系数	58.83%	61.16%	64.00%	64.00%	64.00%
不良贷款率	0.68%	0.68%	0.75%	0.85%	0.80%	存贷比	76.72%	78.14%	78.21%	76.82%	77.31%
拨备覆盖率	105.13%	161.82%	165.00%	168.00%	168.00%	财务杠杆 X	28.93	28.72	19.08	18.78	18.43
新增 NPL/贷款均值	-4.17%	0.16%	0.20%	0.25%	0.10%	生息资产/总资产	98.04%	97.79%	96.34%	96.59%	96.78%
贷款核销率	3.74%	0.05%	1.10%	1.00%	0.80%	贷款及垫款/总资产	59.38%	60.49%	59.73%	59.88%	60.01%
拨备余额/贷款余额	0.72%	1.11%	1.24%	1.43%	1.34%	计息负债/总负债	98.43%	98.63%	98.50%	98.50%	98.50%
资产盈利能力	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	贷款结构					
ROAA	0.15%	0.95%	1.00%	1.07%	1.07%	企业贷款	59.07%	64.69%			
ROAE	4.18%	27.29%	22.50%	20.14%	19.84%	贴现贷款	14.88%	11.19%			
RoRWA	0.25%	1.58%	1.60%	1.66%	1.67%	零售贷款	26.05%	24.12%			
营业收入/资产余额	3.06%	2.57%	2.69%	2.87%	2.87%	贸易融资贷款	30.81%	34.49%			
营业费用/资产余额	2.89%	1.52%	1.52%	1.62%	1.62%	存款结构					
业务数据	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	活期存款	29.27%	46.09%			
分支机构 (个)	282.00	302.00				定期存款	38.74%	53.91%			
员工数 (人)	9,096.00					其他存款	31.99%	0.00%			

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。