

规模扩张面临约束 投资着眼协同效应

研究结论

- 深发展前 3 季度实现净利润 47.34 亿元，基本符合预期。其中 3 季度实现净利润 17.08 亿元，比 2 季度增长 16.89%。增长的原因小部分来自于收入端，包括规模增长（4.38%）和息差扩大（2.25%），大部分来自于成本端，即费用节约（5.27%）和拨备计提减少（5.84%）。
- 贷款规模扩张仍然受到资本和存贷比的明显约束。3 季度末，深发展的贷款余额比年初增长 10.42%，低于行业平均的 15.39%。连续第二个季度规模增长落后的原因在于公司的资本仍然不甚充足，3 季度末资本充足率为 10.07%，环比下降 0.34 个百分点，仅略高于监管要求。另一方面，含贴现的存贷比继续处在高位，74.25%的水平仅略低于监管上限。深发展与平安银行的合并仅能略微提高资本充足水平，网点建设投入的不足（2010 年前 3 季度公司网点仅增 1 家）也对于改善存款成本难有帮助，规模扩张的两方面约束中期内尚难以突破。
- NIM 受益于货币市场利率上升。深发展 3 季度单季净息差环比提升 5 个 BP，原因在于 2 季度货币市场利率上行滞后地带来同业利差的扩大：深发展前 3 季度的同业往来利差比上半年扩大了 3BP。相比之下，存贷利差小幅收窄，前 3 季度的存贷利差比上半年收窄 3BP。
- 费用有所压缩。3 季度单季的成本收入比为 40.74%，比上半年下降了 1.52 个百分点。
- 不良贷款回收释放拨备。3 季度深发展继续从 08 年底的巨额核销中受益，单季度清收金额 5.69 亿元，其中包括已核销贷款 3.67 亿元。从 3 季度 62BP 的毛不良生成率、2BP 的净不良生成率来看，公司的风控表现依然出色。因此，深发展 3 季度的信用成本下降至 34BP。
- 从自身经营来看，深发展增长驱动力不足：（1）面临资本不足与存款基础较薄弱两个短板，二者两个短板都并非短期内能够有效突破的，这意味着深发展的规模增长将始终受限。（2）已核销贷款的回收利好已经释放了一大半。2008 年年底，深发展核销了 94 亿不良贷款，这些不良贷款的清收对 2009 和 2010 年一直构成回收利好。但 2009 年至今，已经累计回收已核销不良贷款 18.83 亿元。参考四大资产管理公司 20-30% 的不良贷款回收率，我们认为这些已核销贷款可回收的大部分都已经完成清收。
- 与平安集团整合的协同效应是最大投资亮点。因此，投资深发展并非投资于“现在”，而是着眼于深发展背后平安集团巨大资源能够带来的“将来”。平安集团的资源，以及做大做强银行平台的强烈企图心让我们对双方的协同抱有充分信心。继续维持“增持”评级和目标价。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109051253

投资评级 买入 **增持** 中性 减持（维持）

股价（2010 年 10 月 27 日） 18.56 元

目标价格 22.00 元

总股本/A 股（万股） 348502/310537

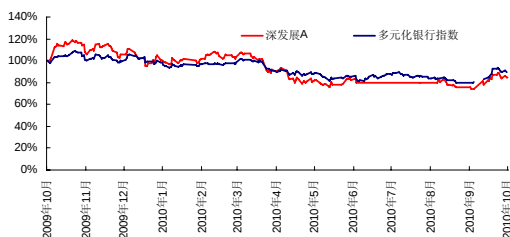
A 股市值（百万元） 57636

国家/地区 中国

行业 银行

报告日期 2010 年 10 月 28 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	12.34	6.57	-15.18
相对表现 (%)	-0.31	3.52	-4.97

资料来源：WIND

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	15,114	18,034	22,057	26,646
营业收入增长率	4.14%	19.31%	22.31%	20.80%
净利润（百万元）	5,031	6,368	7,853	9,381
净利润增长率	719.04%	26.59%	23.31%	19.45%
EPS（元）	1.62	2.05	2.53	3.02
P/E（倍）	11.5	9.1	7.3	6.1
P/B（倍）	2.82	2.16	1.78	1.50
P/PPOP（倍）	7.45	6.35	5.18	4.32

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	21,986	26,332	31,982	38,323
利息支出	9,001	10,924	13,309	16,045
净利息收入	12,984	15,408	18,673	22,278
手续费和佣金净收入	1,181	1,725	2,394	3,300
营业收入	15,114	18,034	22,057	26,646
营业税金及附加	1,069	1,257	1,538	1,858
业务及管理费	6,311	7,700	9,393	11,460
资产减值损失	1,575	1,212	1,415	1,661
营业支出	8,955	10,169	12,346	14,979
营业利润	6,159	7,865	9,711	11,667
利润总额	6,191	7,902	9,756	11,722
所得税	1,160	1,534	1,903	2,341
净利润	5,031	6,368	7,853	9,381
EPS	1.62	2.05	2.53	3.02

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	587,811	715,906	859,755	1,033,643
现金及存放央行	54,244	74,123	81,048	96,421
存放同业	15,593	19,803	24,753	30,941
拆出资金	5,361	6,809	8,511	10,639
买入返售金融资产	40,923	51,973	66,525	79,830
发放贷款和垫款	355,563	415,965	491,206	579,924
交易性金融资产	30,427	38,642	49,462	63,312
证券投资-可供出售金融资产	36,998	46,988	60,145	75,181
证券投资-持有至到期投资	34,585	43,924	56,222	70,278
总负债	567,341	689,232	827,457	995,105
同业及其他金融机构存放	74,140	96,382	125,296	162,885
拆入资金	7,570	9,841	12,793	16,632
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购	13,733	17,853	23,209	30,172
客户存款	454,635	545,562	643,763	759,641
股东权益	20,470	26,673	32,298	38,537
股本	3,105	3,105	3,105	3,105
资本公积	7,017	7,017	7,017	7,017
盈余公积	1,284	1,284	1,284	1,284
未分配利润	4,387	10,591	16,215	22,454
少数股东权益	0	0	0	0

其他指标

	2009	2010E	2011E	2012E
信用成本率	0.45%	0.30%	0.30%	0.30%
股利收益率	0.00%	3.24%	4.10%	5.78%
P/S	3.81	3.20	2.61	2.16
P/POP	7.45	6.35	5.18	4.32
每股拨备前利润	2.49	2.92	3.58	4.29
不良贷款率	0.68%	0.70%	0.71%	0.74%
拨备覆盖率	161.84%	159.66%	145.20%	133.84%
拨备充足率	359.24%	354.39%	322.31%	297.09%

CAMEL 分析

	2009	2010E	2011E	2012E
C:权益/贷款	5.76%	7.26%	6.58%	6.65%
C:权益/资产	3.48%	3.73%	3.76%	3.73%
A:不良贷款比率	0.68%	0.70%	0.71%	0.74%
A:拨备覆盖率	161.84%	159.66%	145.20%	133.84%
A:拨备充足率	359.24%	354.39%	322.31%	297.09%
A:贷款总额准备金率	1.10%	1.11%	1.04%	0.98%
A:不良资产/（权益+拨备）	10.01%	9.33%	9.46%	9.73%
E:ROA	0.86%	0.89%	0.91%	1.09%
E:ROE	24.58%	23.88%	24.32%	24.34%
E:ROAA	0.47%	0.49%	0.50%	0.50%
E:ROAE	13.64%	13.51%	13.32%	13.24%
E:成本收入比	41.76%	41.25%	42.59%	43.01%
E:手续费和佣金收入占比	7.81%	9.57%	10.85%	12.39%
E:股利分配比例	0.00%	35.00%	35.00%	40.00%
L:人民币存贷比	79.51%	79.10%	79.16%	79.20%
L:外汇存贷比	45.53%	0.00%	0.00%	0.00%
L:平均存贷比	78.21%	76.25%	76.30%	76.34%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	53.56%	61.57%	59.79%	58.59%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	98.30%	97.59%	97.33%	97.54%

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn