

资本约束突破 战略空间打开

事件：

公司公布半年报：2010 年深发展归属上市公司股东净利润 47.32 亿元，同比增长 56.0%。同时公布了对平安集团定向增发募集不超过 200 亿元的预案。

研究结论：

息差回落，非息收入现利好。2 季度总体来看，深发展息差出现回落，但非息收入有较好的表现，因此仍能够在适度提高了信用成本率的同时实现 56% 的快速增长。另外，中报的高增长也与基数有关：2010 年 2 季度深发展业绩环比 1 季度下降 7.8%。从环比来看，2011 年 2 季度其实也有-3.0% 的环比下降。

息差下降源于成本的较快上升，以及 1 季度投资机遇难再现。2 季度深发展净息差从 1 季度的 2.68% 下降至 2.58%。这一方面是由于存款成本上升大幅上升 35BP 导致，从而吞掉了贷款收益 40BP 升幅的绝大部分。另一方面，1 季度深发展在货币市场上有出色的操作，但 2 季度这种投资机遇就难以持续了。因此我们看到，该行同业往来利差从 1 季度的 1.14% 下降到 2 季度的 0.91%。

贷款质量稳定。公司 2 季度不良贷款继续双降，不良率降低至 0.44%。上半年的不良生成率和毛不良生成率分别为-13 和 43BP，都小幅优于去年全年水平。信用成本率 34BP，其中 2 季度有所反弹，拨贷比因此改善至 1.67%。

定增价格合理，资本瓶颈突破。此次深发展计划向平安集团定增 150-200 亿元，价格为 16.81 元/股，即 1.45 倍（不考虑 8 月 5 日向平安集团定增的影响）或 1.24 倍 PB（考虑定增的影响），这样的估值水平还是相对合理的。根据平安银行与深发展并表后的 2011 年中期的风险加权资产测算，150-200 亿的再融资规模将能够增加核心资本充足率 2.12-2.82 个百分点。6 月底深发展的核心资本充足率为 7.01%，若融资规模能够达到 200 亿元，基本能够达到当前监管要求并应对《资本充足率计算办法》新规的影响。过去资本瓶颈一直是深发展的最主要制约因素，该瓶颈突破后，深发展可以开设网点、申请新业务并适当提高贷款增速，为该行中长期发展打开空间。

看好协同效应和深发展长期发展空间。在资本瓶颈突破之后，深发展谋求成为平安集团重要的银行平台的道路的主要障碍基本被扫清。之后深发展可以布设网点、申请新业务，这些都能够为实现与平安集团其他业务单元的协同效应打开空间。看好平安集团这个综合金融平台的竞争力，同样看好深发展在这个平台上的协同效应潜力（平安集团 2011 年上半年通过交叉销售获得了 210.64 亿元新业务）。此次若实现 200 亿元定增，将增厚 BVPS 22%，摊薄 EPS19%，定增后与同业相比 PB 略偏低但 PE 略高，这是由于去财务杠杆引起的，当前的估值水平仍相对合理。维持公司增持评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 x 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

联系人

姚栋

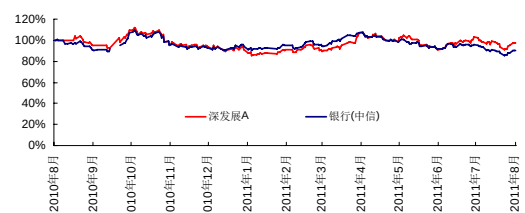
8621-63325888 x 7541

yaodong@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2011 年 8 月 16 日）	17.05 元
目标价格	22.00 元
总股本/A 股（亿股）	51.23/31.05
A 股市值（亿元）	529.40
国家/地区	中国
行业	银行业
报告发布日期	2011 年 8 月 18 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入（百万元）	18,022	22,318	25,434	29,526	
营业收入增长率	19.24%	23.83%	13.96%	16.09%	
净利润（百万元）	6,284	7,945	8,827	10,174	
净利润增长率	24.91%	26.44%	11.10%	15.26%	
EPS（元）	1.80	2.28	2.53	2.92	
ROE	18.75%	19.76%	18.61%	18.22%	
P/E（倍）	9.5	7.3	6.6	5.7	
P/B（倍）	1.77	1.47	1.24	1.05	

相关报告	时间
资本约束仍是最短短板	2011-4-13
规模扩张面临约束 投资着眼协同效应	2010-10-28

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
利息收入	26,252	32,559	36,648	41,943
利息支出	10,423	12,934	14,534	16,517
净利息收入	15,829	19,625	22,113	25,426
手续费和佣金净收入	1,585	2,111	2,680	3,396
营业收入	18,022	22,318	25,434	29,526
营业税金及附加	1,325	1,640	1,869	2,170
业务及管理费	7,360	8,906	10,509	12,295
资产减值损失	1,488	1,961	2,193	2,473
营业支出	10,173	12,507	14,571	16,938
营业利润	7,850	9,811	10,862	12,588
利润总额	7,998	9,982	11,059	12,814
所得税	1,714	2,036	2,232	2,640
净利润	6,284	7,945	8,827	10,174
EPS	1.80	2.28	2.53	2.92

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	727,610	823,413	937,864	1,068,471
现金及存放央行	76,587	127,127	136,589	146,415
存放同业	8,524	7,927	9,830	12,189
拆出资金	8,476	7,883	9,775	12,120
买入返售金融资产	98,263	91,385	113,317	139,380
发放贷款和垫款	400,966	447,251	505,610	571,557
交易性金融资产	18,502	19,057	21,725	24,767
证券投资-可供出售金融资产	31,534	32,165	36,668	41,801
证券投资-持有至到期投资	61,380	63,221	72,072	82,162
总负债	694,097	783,211	890,425	1,012,623
同业及其他金融机构存放	82,370	96,373	112,756	131,925
拆入资金	6,200	7,254	8,487	9,930
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购	17,589	20,579	24,077	28,170
客户存款	562,912	630,462	712,422	805,037
股东权益	33,513	40,201	47,439	55,848
股本	3,485	3,485	3,485	3,485
资本公积	13,397	13,397	13,397	13,397
盈余公积	1,912	1,912	1,912	1,912
未分配利润	8,741	15,429	22,667	31,075
少数股东权益	0	0	0	0

其他指标

	2010	2011E	2012E	2013E
信用成本率	0.39%	0.45%	0.45%	0.45%
股利收益率	0.00%	2.32%	2.93%	3.26%
P/S	3.30	2.60	2.28	1.97
P/PPOP	5.67	4.84	4.37	3.79
每股拨备前利润	2.68	3.38	3.75	4.32
不良贷款率	0.58%	0.73%	0.66%	0.62%
拨备覆盖率	271.44%	248.56%	267.92%	279.49%
拨备充足率	583.02%	533.87%	575.45%	600.29%

CAMEL 分析

	2010	2011E	2012E	2013E
C:核心资本充足率	7.10%	8.62%	8.94%	9.25%
C:资本充足率	10.19%	12.36%	12.46%	12.56%
C:权益/贷款	8.36%	9.65%	9.38%	9.77%
C:权益/资产	4.61%	4.88%	5.06%	5.23%
A:不良贷款比率	0.58%	0.73%	0.66%	0.62%
A:拨备覆盖率	271.44%	248.56%	267.92%	279.49%
A:拨备充足率	583.02%	533.87%	575.45%	600.29%
A:贷款总额准备金率	1.58%	1.80%	1.76%	1.72%
A:不良资产/（权益+拨备）	5.93%	6.82%	5.99%	5.44%
E:ROA	0.86%	0.96%	0.94%	1.08%
E:ROE	18.75%	19.76%	18.61%	18.22%
E:ROAA	0.96%	1.02%	1.00%	1.01%
E:ROAE	23.28%	21.56%	20.14%	19.70%
E:RoRWA	1.36%	1.73%	1.69%	1.70%
E:成本收入比	40.84%	38.72%	41.32%	41.64%
E:手续费和佣金收入占比	8.80%	9.46%	10.54%	11.50%
E:股利分配比例	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
L:人民币存贷比	72.03%	71.71%	71.85%	71.99%
L:外汇存贷比	51.67%	51.51%	48.60%	45.85%
L:平均存贷比	71.23%	70.94%	70.97%	71.00%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	55.79%	57.34%	56.73%	56.34%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	97.90%	97.35%	97.10%	96.98%

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