

2011 年 10 月 26 日

深发展

三季度业绩符合预期

2011 年前三季度,深发展合并报表口径下实现净利润 76.9 亿元,同比增长 62%。除去由于合并平安银行带来的不可比因素外,深发展母公司实现净利润 71.2 亿元,同比增长 50%,同我们的预期基本一致。母公司单体的净利息收入与我们的预期相同,但手续费收入的表现好于我们的预期,且拨备费用低于我们的预期。虽然深发展单体三季度的净息差环比有所上升,但我们对该行未来的成本费用控制和资产质量表示一定的担忧,我们维持对该行的持有评级和目标价不变。

季报要点

- 根据我们的测算,由于生息资产规模较二季度有所下降,深发展单体 2011 年三季度的净息差环比上升 6 个基点至 2.70%。但由于保证金存款计提准备金的效应主要体现在四季度以后,我们预计该行未来息差有下行的风险。
- 深发展单体的成本收入比在三季度上升 1.9 个百分点达到 38.9%,而且平安银行本身的成本收入比也较高,从而对集团数据有一定拖累作用。我们预计深发展未来在两行整合中还会持续出现一些费用支出,对成本收入比产生一定压力。
- 资产质量方面,深发展单体三季度不良贷款出现“双升”,而由于平安银行的拨贷比和拨备覆盖率偏低,合并报表下深发展的拨贷比下降至 1.57%。
- 展望未来,虽然完成两行整合和对平安集团的定向增发对深发展的经营产生积极影响,但这一过程可能伴随着净息差、成本控制和资产质量等方面面临更多挑战。

估值

- 考虑深发展向平安集团的定向增发在明年年初完成,目前深发展的价格分别相当于 10.1 倍和 1.0 倍的 2012 年预测市盈率和预期市净率。我们维持对该行的持有评级和目标价 18.60 元不变。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入(人民币百万)	12,984	15,829	24,036	32,525	37,732
净利润(人民币百万)	5,031	6,284	9,391	10,370	11,702
全面摊薄每股收益(人民币)	0.797	0.995	1.487	1.642	1.853
变动(%)	694.3	24.9	49.4	10.4	12.8
市盈率(倍)	20.7	16.6	11.1	10.1	8.9
每股净资产值(人民币 元)	6.6	9.6	13.9	15.9	17.6
市净率(倍)	2.5	1.7	1.2	1.0	0.9
净资产收益率(%)	27.3	23.3	18.0	12.1	11.1
每股股息(人民币 元)	0.000	0.000	0.183	0.164	0.185
股息收益率(%)	0.0	0.0	1.1	1	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测, 从 2011 年中期开始合并平安银行

A
持有

000001.SZ - 人民币 16.64

目标价格: 人民币 18.60

孙鹏

(8610) 6622 9072

peng.sun@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210070008

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	67	17	50	(24)
相对新华富时 A50 指数(%)	42	14	38	18

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	5,123
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	85,247
3 个月日均交易额(人民币 百万)	288
主要股东(%)	
中国平安	52.38

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

2011 年前三季度业绩摘要

2011 年前三季度，深发展合并报表实现净利润 76.9 亿元，同比增长 62%。除去由于合并平安银行带来的不可比因素，深发展母公司实现净利润 71.2 亿元，同比增长 50%，同我们的预期基本一致。母公司单体的净利息收入与我们的预期相同，但手续费收入的表现好于我们的预期，且拨备费用低于我们的预期。单季度来看，2011 年三季度深发展单体实现净利润 23.9 亿元，环比增长 2.5%。平安银行三季度实现净利润 5.7 亿元。

图表 2. 2011 年前三季度业绩摘要（母公司单体）

(人民币, 百万)	2010 年 前三季度	2011 年 前三季度	同比(%)	3 季度环比 2 季度(%)
净利息收入	11,460	15,813	38.0	2.5
净手续费及佣金收入	1,149	1,963	70.8	9.8
其他非息收入	550	613	11.5	(84.0)
营业收入	13,159	18,389	39.7	(1.2)
营业费用	(5,490)	(6,834)	24.5	3.8
拨备前营业利润	7,669	11,555	50.7	(4.2)
拨备费用	(804)	(1,040)	29.4	(36.9)
营业利润	6,865	10,515	53.2	0.4
营业税	(946)	(1,514)	60.0	10.7
非经营性收入	95	116	22.1	1,566.7
税前利润	6,014	9,117	51.6	1.8
所得税	(1,280)	(1,997)	56.0	(0.6)
净利润	4,734	7,120	50.4	2.5
少数股东损益	0	0	-	-
归属母公司净利润	4,734	7,120	50.4	2.5

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 2011 年前三季度实际业绩与预测值差异（母公司单体）

(人民币, 百万)	2011 年前三季度 业绩实际值	2011 年前三季度 业绩预测值	差异(%)
净利息收入	15,813	15,806	0.0
净手续费及佣金收入	1,963	1,832	7.1
其他非息收入	613	830	(26.1)
营业收入	18,389	18,468	(0.4)
营业费用	(6,834)	(6,795)	0.6
拨备前营业利润	11,555	11,673	(1.0)
拨备费用	(1,040)	(1,150)	(9.6)
营业利润	10,515	10,522	(0.1)
营业税	(1,514)	(1,472)	2.8
非经营性收入	116	22	427.3
税前利润	9,117	9,072	0.5
所得税	(1,997)	(2,003)	(0.3)
净利润	7,120	7,069	0.7
少数股东损益	0	0	-
归属母公司净利润	7,120	7,069	0.7

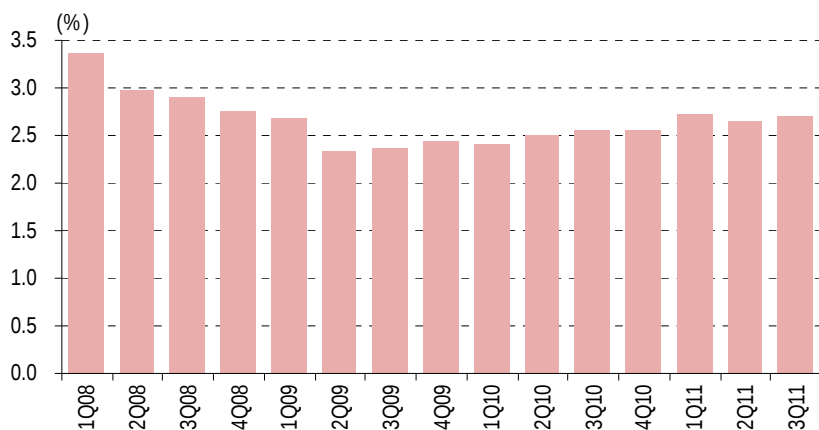
资料来源：公司数据，中银国际研究

季报要点:

1. 三季度息差

虽然深发展单体的净利息收入同我们的预期一致，但由于其生息资产规模较二季度有所下降，因此息差表现要好于我们的预期。根据我们的测算，深发展单体 2011 年第三季度的净息差环比上升 6 个基点，升至 2.70%。但是，正如管理层在季报中所说，虽然第三季度存贷利差进一步上升，但净息差均较中期有所下降，我们测算第三季度的净息差应该比今年上半年下降 2 个基点。

图表 4.2008 年以来深发展的季度净息差变动情况（深发展单体）

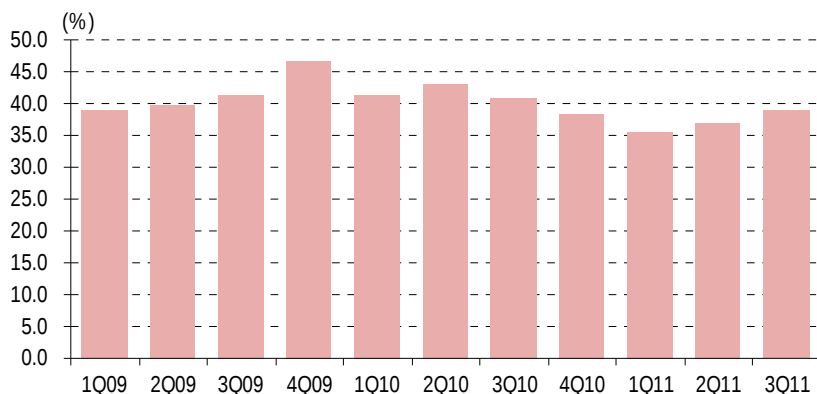


资料来源：公司数据，中银国际研究

2. 成本收入比有所上升

根据合并报表的口径，深发展 2011 年第三季度的成本收入比为 41.5%，而二季度仅为 37%。这里有两个因素：其一，深发展单体的成本收入比在三季度也有所上升，为 38.9%，较二季度提高了 1.9 个百分点；其二，平安银行本身的成本收入比较高，根据我们的测算，平安银行第三季度的成本收入比为 48.6%，虽然较去年有所下降，但仍然偏高。我们预计深发展未来在两行整合中还会出现一些费用支出，对成本收入比仍然有压力。

图表 5.2008 年以来深发展的成本收入比变动情况（深发展单体）



资料来源：公司数据，中银国际研究

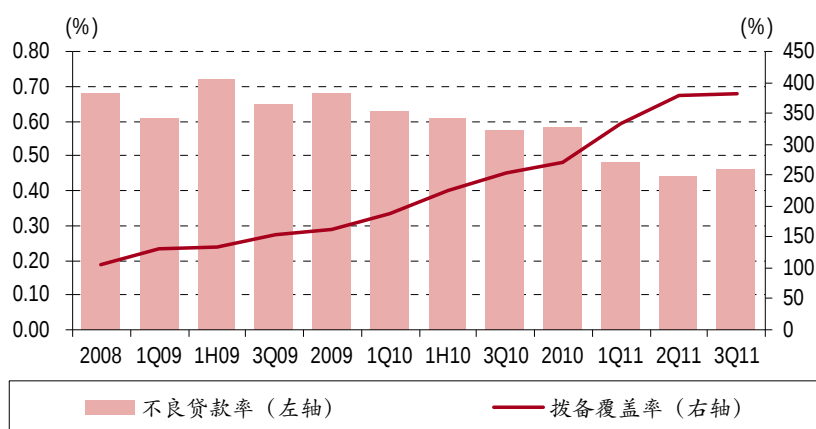
3. 不良贷款出现“双升”

资产质量方面，深发展单体三季度不良贷款出现“双升”。不良贷款率和不良贷款余额分别由今年二季度末的 0.44% 和 19.73 亿上升至三季度末的 0.46% 和 21 亿。三季度的呆账核销金额同二季度基本持平，为 7,655 万元。

三季度深发展单体的拨备费用没有出现大幅上升，三季度单季度计提拨备费用仅为 3.1 亿元，较二季度环比下降 37%。三季度末深发展单体的拨贷比由 6 月末的 1.67% 上升至 1.75%，但由于平安银行的拖累，深发展集团的拨贷比目前仅为 1.57%。集团口径下，不良贷款率和拨备覆盖率分别为 0.43% 和 365.8%。

我们认为，在经济下行的周期下，该行资产质量未来仍会有一定起伏，虽然我们预计四季度的资产质量保持稳定的可能性较大，但明年的资产质量问题可能会逐渐显现，此外，拨备费用仍然对该行的业绩产生压力。

图表 6.2008 年末大额核销以来不良贷款率和拨备覆盖率变动情况
(深发展单体)



资料来源：公司数据、中银国际研究

估值

考虑深发展向平安集团的定向增发在明年年初完成，目前深发展的价格分别相当于 10.1 倍和 1.0 倍的 2012 年预测市盈率和预期市净率。我们维持对该行的**持有**评级和目标价不变。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	12,984	15,829	24,036	32,525	37,732
净手续费及佣金	1,181	1,585	2,615	3,400	4,080
其他非息收入	949	608	1,003	1,154	1,327
经营收入	15,114	18,022	27,655	37,078	43,138
经营费用	(6,311)	(7,360)	(10,881)	(14,339)	(17,449)
拨备前经营利润	8,803	10,662	16,774	22,739	25,690
贷款损失拨备	(1,575)	(1,488)	(2,526)	(5,902)	(6,529)
其他风险拨备	0	0	0	0	0
经营利润	7,228	9,174	14,248	16,837	19,161
非经常性项目	32	149	149	149	149
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	7,260	9,323	14,397	16,986	19,310
营业税	(1,069)	(1,325)	(2,197)	(3,207)	(3,670)
所得税	(1,160)	(1,714)	(2,809)	(3,409)	(3,938)
税后利润	5,031	6,284	9,391	10,370	11,702
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	5,031	6,284	9,391	10,370	11,702
变动(%)	719	25	49	10	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日:12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
资产					
现金及等价物	779	835	935	1,035	1,135
银行间贷款	115,342	191,015	307,694	386,886	490,457
衍生产品交易投资	100	372	409	450	495
总客户预付款	359,517	407,391	682,564	767,029	852,888
减: 拨备	(3,955)	(6,425)	(9,011)	(13,576)	(18,725)
长期投资	103,142	111,416	194,978	226,984	227,921
联营公司权益	393	404	404	404	404
净固定资产	1,715	2,470	3,176	3,310	3,416
其他资产	10,778	20,132	34,723	36,031	37,506
总资产	587,811	727,610	1,215,872	1,408,554	1,595,497
负债及权益					
客户存款	454,635	562,912	923,981	1,038,321	1,154,548
银行存款及结余	95,443	108,397	170,078	212,123	264,585
其他借款	9,463	9,469	31,961	31,961	31,961
总借款	559,541	680,778	1,126,020	1,282,405	1,451,093
其他负债	7,801	13,319	19,553	26,662	34,515
总负债	567,342	694,097	1,145,573	1,309,066	1,485,608
普通股股本(面值)	3,105	3,485	5,124	6,314	6,314
准备金(包括股本溢价)	12,977	21,287	50,450	71,302	73,613
留存收益	4,387	8,741	14,725	21,872	29,961
总股东权益	20,469	33,513	70,299	99,488	109,889
少数股东权益	0	0	0	0	0
已运用资本	20,469	33,513	70,299	99,488	109,889
总负债及权益	587,811	727,610	1,215,872	1,408,554	1,595,497

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	5,031	6,284	9,391	10,370	11,702
非现金项目	96	(1,114)	2,571	5,459	6,153
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	9,285	3,189	(25,242)	(23,141)	(39,274)
经营产生的现金流	14,412	8,359	(13,280)	(7,312)	(21,418)
投资及融资回报	(464)	(549)	0	(939)	(1,037)
总现金流	13,948	7,810	(13,280)	(8,252)	(22,455)
投资	(15,641)	(14,660)	(38,204)	(11,648)	22,555
自由现金流	(1,693)	(6,850)	(51,484)	(19,900)	100
投资者可用现金	(1,693)	(6,850)	(51,484)	(19,900)	100
融资活动产生的净现金	1,489	6,931	51,584	20,000	0
现金增(减)	(204)	81	100	100	100

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
生息资产收益率	4.2	4.1	4.5	4.4	4.4
资金成本	1.8	1.7	2.0	2.0	2.0
利差	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
净息差	2.5	2.5	2.5	2.5	2.6
其他收入总收入	14.1	12.2	13.1	12.3	12.5
成本收入比	41.8	40.8	39.3	38.7	40.4
有效税率	30.7	32.6	34.8	39.0	39.4
增长率					
贷款增长率	26.7	13.3	67.5	12.4	11.2
存款增长率	26.1	23.8	64.1	12.4	11.2
资产增长率	23.9	23.8	67.3	15.8	13.3
可持续增长率	43.3	41.9	57.5	37.4	35.3
流动性					
贷存比	79.1	72.4	73.9	73.9	73.9
贷款资金比	64.3	59.8	60.6	59.8	58.8
贷款资产比	61.2	56.0	56.1	54.4	53.4
核心负债/总负债	70.1	71.2	70.5	69.3	68.0
超额准备金率	4.3	3.1	4.0	4.0	4.0
资产质量					
不良贷款率	0.7	0.6	0.6	1.0	1.4
一般拨备比率	0.8	1.3	1.2	1.4	1.5
特殊拨备覆盖率	40.7	47.6	9.1	29.1	49.1
总拨备覆盖率	161.8	271.4	202.2	163.0	152.0
信用成本	(0.44)	(0.37)	(0.37)	(0.77)	(0.77)
需特别关注贷款比例	0.38	0.33	0.98	1.28	1.58
资本充足率					
权益资产比率	3.5	4.6	5.8	7.1	6.9
盈余资本	1.1	2.3	1.9	4.3	3.6
总资本充足率	9.1	10.3	10.8	12.6	11.9
一级资本充足率	5.6	7.2	8.2	10.3	9.8
回报率					
资产收益率	0.9	1.0	1.0	0.8	0.8
净资产收益率	27.3	23.3	18.0	12.1	11.1
已运用资本收益率	27.3	23.3	18.0	12.1	11.1
结构性已运用资本收益率	19.7	19.1	19.3	15.9	15.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371