

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

长期潜力强劲，短期受制存款

—深发展（000001）2011年3季报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2011年10月26日

报告关键要素：

平安入主后，为公司在客户资源、产品差异化、渠道等方面带来了巨大的竞争优势，我们继续看好公司长期发展的潜力。然而在目前存款脱媒严重，贷存比考核趋严，各种变相吸收存款的方法被监管层截堵的情况下，公司偏弱的存款基础难免对短期经营形成制约。此外公司保证金存款占比显著高于行业水平，准备金缴款基数的调整对公司的负面影响也相对偏大。下调对公司的评级至“增持”。

事件：

- 公司发布2011年3季报。

点评：

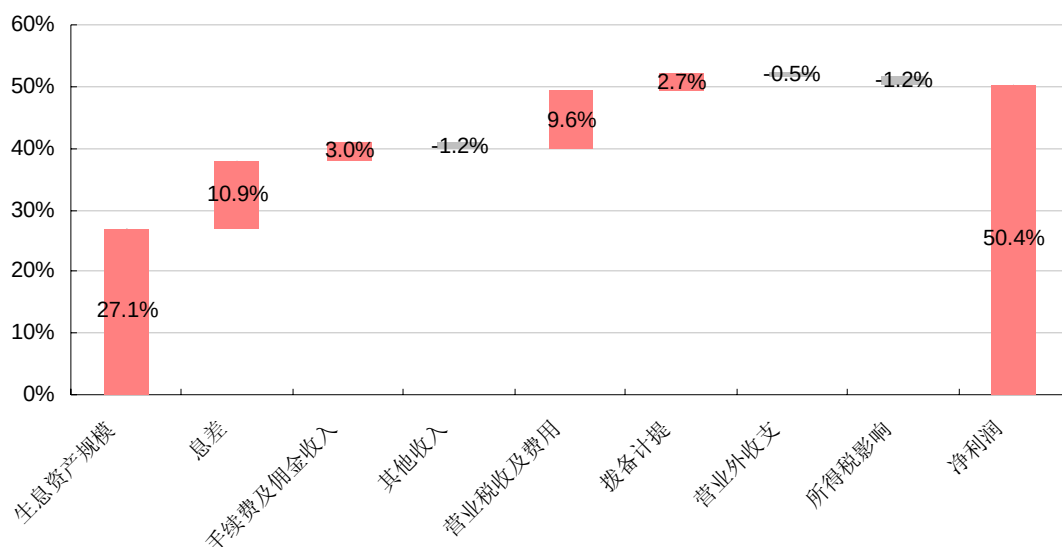
- **前三季度并表后净利润增长63%，母公司净利润增长50%** 今年7月公司完成了向中国平安定向增发以收购平安银行90.75%股权的交易，并从3季度开始编制合并报表。并表后公司前三季度实现净利润77亿，同比增长63%，基本每股收益2.01元。扣除并表因素后，母公司前三季度实现净利润71亿，同比增长50%。从母公司盈利增长驱动因子来看，生息资产规模的增长、息差的提升以及成本收入比的降低仍是主要正面贡献因素，此外中间业务收入的快速增长也有一定贡献。

表1：母公司利润表各项目同比及环比增速

	累计同比					单季环比		
	2010	1Q11	1H11	1-3Q11	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11
营业收入	19.2%	42.4%	42.9%	39.7%	4.3%	19.6%	8.8%	-1.2%
利息净收入	21.9%	41.4%	40.3%	38.0%	7.9%	16.8%	3.6%	2.5%
手续费及佣金净收入	34.2%	51.7%	58.4%	70.7%	8.9%	10.6%	46.6%	9.8%
营业支出	13.6%	31.9%	29.8%	25.4%	15.1%	-6.1%	21.1%	-10.4%
管理费用	16.6%	22.7%	22.7%	24.5%	-1.6%	10.6%	13.1%	3.8%
资产减值损失	-5.5%	101.9%	47.9%	29.3%	120.8%	-64.8%	103.0%	-36.9%
拨备前营业利润	20.7%	56.1%	57.7%	49.3%	7.8%	26.3%	5.4%	-6.3%
营业利润	27.4%	53.4%	59.0%	52.1%	-8.7%	58.5%	-2.3%	-1.3%
利润总额	29.2%	53.7%	56.7%	51.6%	-7.4%	54.7%	-2.4%	1.8%
净利润	24.9%	52.2%	56.0%	50.4%	-8.9%	55.0%	-3.0%	2.5%

资料来源：公司公告、中原证券

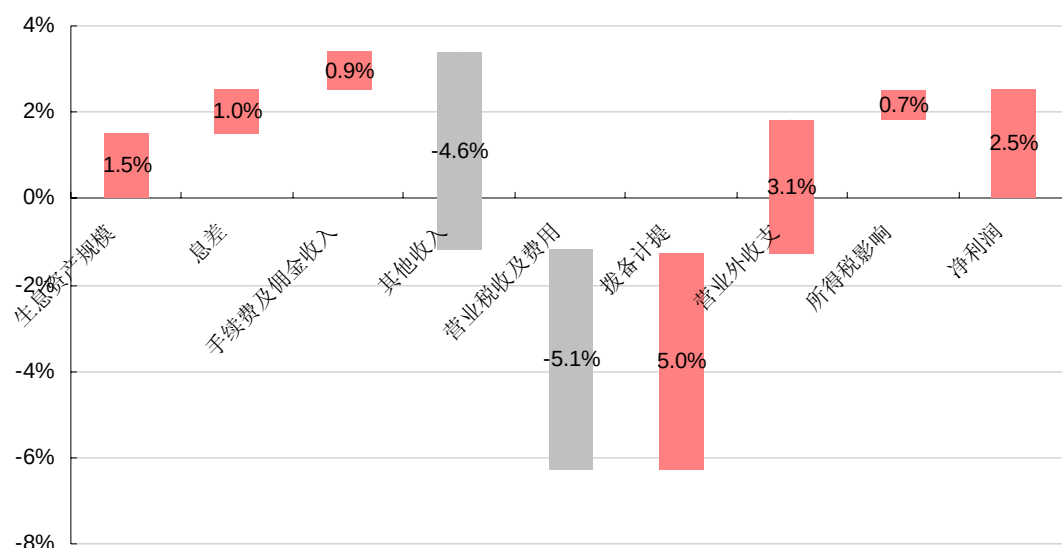
图1：母公司2011年前三季度净利润变动影响因素分解（同比）



资料来源：公司公告、中原证券

- **投资收益拖累第3季度盈利表现** 第3季度母公司营业收入表现不甚理想，营业收入环比下降1.2%，拨备前营业利润环比下降6.3%。收入利润的环比下降主要是公司3季度公司投资收益一项出现了0.4亿的亏损，而2季度则实现收益2.3亿，推测主要是受3季度债市的下跌行情影响。3季度母公司管理费用环比增长3.8%，增速合理，但由于营业收入的下降，公司成本收入比环比上升约2个百分点至38.8%。排除投资收益的影响后，3季度母公司营业收入环比增长3.1%，拨备前营业利润环比增长1.5%，仍呈现逐季放缓的趋势。

图2：母公司2011年第3季度净利润变动影响因素分解（环比）



资料来源：公司公告、中原证券

- **三季度存款增长乏力，或受票据业务整顿影响** 3季度母公司存款出现小幅负增长，较2季度末减少0.62%，其中零售存款增长了3.53%，而公司存款减少了1.44%。3季度整个行业的存款增长都十分缓慢，环比增速仅0.91%。母公司存款的减少与行业趋势相符，此外由于母公司上半年汇票承兑金额增长较快，不排除有通过票据业务获取存款的可能，存款增长受票据业务整顿的影响较大。子

公司平安银行三季度存款增长亦不理想，环比减少了2.69%。贷款方面，母公司3季度环比增长2.49%，子公司环比增长2.9%，均与2.91%的行业增速基本持平。

- **同业负债抑制息差上行** 母公司披露的前三季度净息差为2.58%，较去年同期上升9BP，较上半年下降5BP。母公司第3季度的存贷利差在持续上升，而我们计算的母公司第3季度净息差为2.67%，与2季度持平。3季度付息负债成本上升迅速，结合公司3季度同业资产大幅收缩，而同业负债与债券投资则较快增长情况来看，3季度息差的上行的受阻主要是受结构性因素影响，即公司在存款增长乏力的情况下，加大了对高成本的同业负债的吸收，以支持信贷资产以及债券资产的增加。这也从另一方面反应出存款对公司3季度经营的制约。
- **信用卡业务三季度发力** 3季度母公司信用卡发卡量以及有效卡量都增长迅速。3季度新发卡53万张，发卡数量与整个上半年相当，前三季度共发卡106万张，同比增长42%。3季度末信用卡有效卡量达494万张，同比增长22%，环比2季度末增长10%。信用卡应收账款3季度环比增长18%，总金额75亿，目前占总贷款比重仍较低，仅有1.6%。从银行卡手续费收入上看，排除账务调整因素后，前三季度同比增长估算约在20%左右。这样的增速并不算很高，但较中报10%的增速已大有改观，显示3季度发展良好，单季度实现的银行卡手续费收入占前三季度的比重约为40%。除信用卡业务外，个人经营性贷款3季度表现也较为亮眼，环比增长17%，占总贷款比重上升至7.5%。
- **不良贷款双升，平台贷款大幅减少** 母公司3季度末不良贷款余额21亿，环比上升1.3亿，核销前不良贷款上升2.1亿，不良贷款率0.46%，较2季度末略微上升0.02个百分点。关注类贷款上升较多，较2季度末增长14.4亿。拨备覆盖率继续提升至383%，拨贷比提升至1.75%。平台贷款方面，3季度末母公司余额较年初减少29%，无不良贷款。
- **资本瓶颈即将解除** 公司3季度末合并后资产充足率为11.46%，核心资本充足率为8.38%，核心资本充足率仍略低于8.5%的资本新规的要求。公司向中国平安非公司发行的方案正在报监管层审批中，按最高200亿的募集资金计算，增发完成后，估算可提升公司合并后资本充足率约2.5个百分点。
- **下调对公司的评级至“增持”** 预计公司并表后2011年、2012年EPS分别为2.16元、2.59元（未考虑定增摊薄），对应PE7.75倍、6.46倍。平安入主后，为公司在客户资源、产品差异化、渠道等方面带来了巨大的竞争优势，我们继续看好公司长期发展的潜力。然而在目前存款脱媒严重，贷存比考核趋严，各种变相吸收存款的方法被监管层截堵的情况下，公司偏弱的存款基础难免对短期经营形成制约。此外公司保证金存款占比显著高于行业水平，准备金缴款基数的调整对公司的负面影响也相对偏大。下调对公司的评级至“增持”。
- **风险提示** 1、经济增长超预期回落；2、房地产价格大幅下挫；3、整合导致员工过度流失，增加经营风险。

盈利预测

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入（亿元）	193.96	244.18	330.31	409.22
增长比率（%）	5.3	25.9	35.3	23.9
净利润（亿元）	61.36	80.21	110.56	132.67
增长比率（%）	172.7	30.7	37.8	20.1
每股收益（元）	1.62	1.80	2.16	2.59
市盈率（倍）	10.27	9.24	7.70	6.42

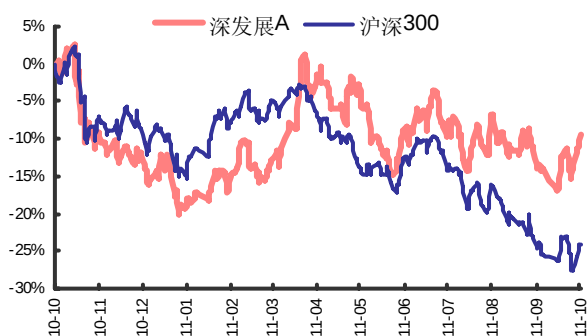
市场数据（2011年8月25日）

收盘价（元）	16.64
一年内最高（元）	19.39
一年内最低（元）	14.86
市净率（倍）	1.22
总市值（亿元）	852.53
A 股流通市值（亿元）	516.73

基础数据（2011年9月30日）

每股净资产（元）	13.61
总资产（亿元）	12,072.12
所有者权益（亿元）	697.08
净资产收益率（%）	17.64
总股本（亿股）	51.23
H 股股本（亿股）	0.00

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。