

深发展 A (000001) 深度研究报告

——整合优势与既有优势向纵深发展，逐步步入收获期

金融/银行

推荐

调升评级

发布时间：2011 年 12 月 11 日

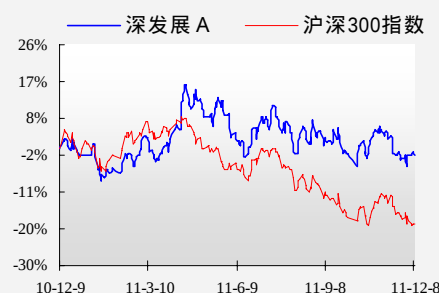
投资要点：

- 深发展 A 与 2011 年 7 月份完成了与平安银行的合并整合，目前，中国平安集团累计持有公司 52.38% 的股权，成为第一大股东，深发展持有平安银行 90.75% 的股权，成为平安银行的控股母公司。
- 从深发展的网点情况和业务结构上看，如果我们单看深发展 A 自身的财务数据，我们会发现，从 2004 年到 2010 年较长的周期，由于受制于资本金不足和网点约束，深发展的规模扩张慢于可比同业，但是进入 2011 年以来，由于重组后整体资本充足率的提高，深发展的规模增速有加快的趋势，特别是 2011 年第二季度单季，深发展的贷款增速和存款增速都在可比银行同业中位于前列。
- 中间业务收入的增速上，深发展 A 在 2005-2010 年期间也处于可比银行同业较低的水平，也就是说中间业务向来是深发展 A 发展的短板，不过未来随着平安银行的合并和平安集团支持协同效应的发挥，我们预计深发展的中间业务收入未来会保持稳定会略有加速的发展速度。
- 展望未来的发展前景，我们认为，深发展的核心竞争优势在于：在于公司金融业务中的贸易融资（供应链金融），此外，当深发展与平安银行合并，并且平安集团成为其大股东之后，平安集团的金融产品优势、客户资源使深发展在未来的中间业务发展上（包括零售银行的中间业务和公司银行的中间业务）有了极大的先天优势。而且这两方面能够做到有机的互相结合。
- 我们看好 2012 年以后深发展的长期发展，上调投资评级至推荐。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收益 率(%)
2010	1,802,200	19	628,400	25	1.91	23	8.30	
2011E	2,619,600	45	918,011	46.06	1.79	16.73	8.85	
2012E	3,204,576	22.33	1,193,400	30	2.33	18.79	6.80	
2013E	3,887,800	18.91	1,405,030	17.77	2.74	19.5	5.78	

走势图



市场数据 2011-12-8

收盘价：	15.85 元
52 周最高价：	19.00 元
52 周最低价：	14.86 元
平均持仓成本：	16.77 元

基本数据 2011Q3

总股本（万股）：	512,335
流通 A 股（万股）：	512,335
每股收益（元）：	2.01
每股净资产（元）：	13.61
每股经营现金流（元）：	3.49
市净率：	1.16

分析师：唐亚韞

执业证书编号：S0550511020010

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、公司概况及重组历程

深圳发展银行股份有限公司(“本公司”)系在对中华人民共和国深圳经济特区内原 6 家农村信用社进行股份制改造的基础上设立的股份制商业银行。1987 年 5 月 10 日以自由认购的形式首次向社会公开发售人民币普通股,于 1987 年 12 月 22 日正式设立。1991 年 4 月 3 日,本公司在深圳证券交易所上市。

2004 年 5 月 29 日,美国新桥投资集团与深圳市投资管理公司、深圳国际信托投资有限责任公司、深圳市城市建设开发(集团)公司和深圳市社会保险局签署了《股份转让协议》,以 12.34 亿元受让深发展 17.89%的股权。9 月 21 日,转让获得银监会批复同意。10 月 16 日有关各方接到国资委《关于转让深圳发展银行股份有限公司国有股的批复》,同意以上股权转让;此后新桥成为深发展第一大股东。

2009 年 6 月,由于受制于长期资本金不足的困扰以及新桥投资作为财务投资者的退出意愿;深发展宣布计划通过引进新的重要战略投资者大幅补充核心资本。计划向中国平安人寿保险股份有限公司(“平安人寿”)以每股 18.26 元的价格定向增发至少 3.70 亿但不超过 5.85 亿股的新股。该等发行须经股东大会及相关监管部门审批。此次资本筹集计划完成后,该行新补充的核心资本约在 67 亿至 107 亿元之间。本方案实施后,中国三大保险公司之一平安集团旗下的平安人寿将成为该行新的战略投资者。此外,平安集团同日公告,其已于同日与 Newbridge Asia AIV III, L. P. (“新桥投资”) 签署了《股份购买协议》,拟购买其持有的所有深发展股份。

本次发行结束后,深发展的总股数将增至 34.75 至 36.90 亿,较发行前的总股数增幅在 11%到 19%之间。平安人寿在认购新股份但未购买新桥持有的股份前,持有股份占总股份比例预计为 10.6%至 15.9%之间(不包含平安集团和平安人寿目前通过二级市场上持有的共计 4.68%的深发展股份),而新桥投资在将股份转让给平安人寿之前,持有股份比例将从目前的 16.76%降至 14.1%-15.0%之间。在平安集团购买了新桥投资所持有的全部深发展股份制后,新桥投资将不再持有深发展的股份。

2010 年 5 月,中国平安保险(集团)股份有限公司收到中国证监会的批复,核准其向 NEWBRIDGE ASIA AIV III, L.P. (新桥投资)定向增发 299,088,758 股境外上市外资股, NEWBRIDGE ASIA AIV III, L.P. 以其所持有的 520,414,439 股本行股份作为支付对价。交易完成后,平安集团成为身发展的第一大股东,持有原新桥投资持有的深发展 16.76%的股权。

2010 年 7 月,中国证监会核准公司向平安人寿定向增发 379,580,000 股新股,本次增发完成后,平安集团持有深发展 14.96%的股权,平安人寿持有深圳发展 15.03%的股权,平安集团合并持有深发展 29.99%的股权,身发展的总股本增加至 34.85 亿股,补充核心资本 69.07 亿元,新桥投资彻底退出深发展。

2010 年 9 月,深发展公布了发行股份购买资产和关联交易的重组预案;深发展和中国平安集团通过股权置换的资产重组方案解决同业竞争问题。深发展向中国平安集团非公开发行股份,出让一部分股权,中国平安将旗下平安银行的股权转让给深发展,从而深发展成功实现资产注入。深发展按照 17.75 元/股的价格向中国平安非公开发行 16.38 亿股,总计融资 291 亿。深发展使用这部分资金购买平安银行全部的股权。深发展获得的对价包

括两个部分：一部分为资产对价，即中国平安持有的平安银行 7.8 亿股股份，另一部分为现金对价，即总认购价格减去前一部分资产对价的差额。股权置换完成后，深发展将持有平安银行 90.75% 的股份，获得 27.10 亿元的现金收入。

置换完成后，中国平安集团持有深发展股权提高到 50% 以上（为 52.38%），成为深发展名副其实的第一大股东，旗下只有深发展一家银行。深发展成为中国平安金融控股集团的重要组成部分，将获得协同效应，获得巨大的金融资源和庞大的业务机会。深发展获得的现金对价用于提高资本充足率。同时，深发展开始重组平安银行，整合两家银行的所有资源，深发展将增加 5 家分行和 70 个网点，而且 ATM 机、存贷款客户数、远程客户数都将攀升。另外，深发展将在 2 年内持续整合两家银行的 IT 和网络资源，这将发挥规模经济效应，降低运营成本。而且，深发展将依托中国平安提升品牌价值，实现交叉销售。

2011 年 5 月 12 日，公司发行股份购买资产暨关联交易之重大资产重组事宜经中国证监会上市公司并购重组审核委员会 2011 年第 12 次工作会议审核获得有条件通过；2011 年 6 月 28 日，中国证监会正式核准此方案。2011 年 7 月 27 日，本次重大资产重组事宜完成，中国平安集团累计持有公司 52.38% 的股权，成为第一大股东，深发展持有平安银行 90.75% 的股权，成为平安银行的控股母公司。

2011 年 8 月 17 日，公司公布非公开发行方案和长期资本规划，深发展拟向中国平安定向发行股票，发行数量为不少于 8.92 亿股但不超过 11.90 亿股，发行价格为定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价，即 16.81 元/股；中国平安认购的股份，自本次发行结束之日起，三十六个月内不得转让。但是，在适用法律许可的前提下，在中国平安关联机构（即在任何直接或间接控制中国平安、直接或间接接受中国平安控制、与中国平安共同受他人控制的人）之间进行转让不受此限，本次定向发行募集资金不超过 200 亿元。

发行之初，中国平安直接及间接持有本公司 2,683,659,341 股股份，约占公司总股本的 52.38%，为本公司的控股股东和实际控制人。发行后，中国平安的持股比例在 58.3% 到 60.27% 之间。募集资金将全部用于补充公司资本。

2011 年 10 月 26 日，公司公布 2011 年第三季度季报，在此报告中，深发展首次公布了与平安银行的合并报表。目前深发展策划的第二次向中国平安的非公开发行方案还未完成。深发展的具体的股权结构见下表：

表 1：深发展 A 前十大股东

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
中国平安保险(集团)股份有限公司-集团本级-自有资金	2,159,807,516	42.16
中国平安人寿保险股份有限公司-自有资金	379,580,000	7.41
中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	140,963,528	2.75
深圳中电投资股份有限公司	87,302,302	1.7
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	63,504,416	1.24
海通证券股份有限公司	47,850,129	0.93
全国社保基金一一零组合	37,021,798	0.72
中国银行-易方达深证 100 交易型开放式指数证券投资基金	33,675,762	0.66
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 深	31,499,998	0.61

中国农业银行-富国天瑞强势地区精选混合型开放式证券投资基金	30,591,494	0.6
合 计	3,011,796,943	58.78

资料来源：WIND 资讯

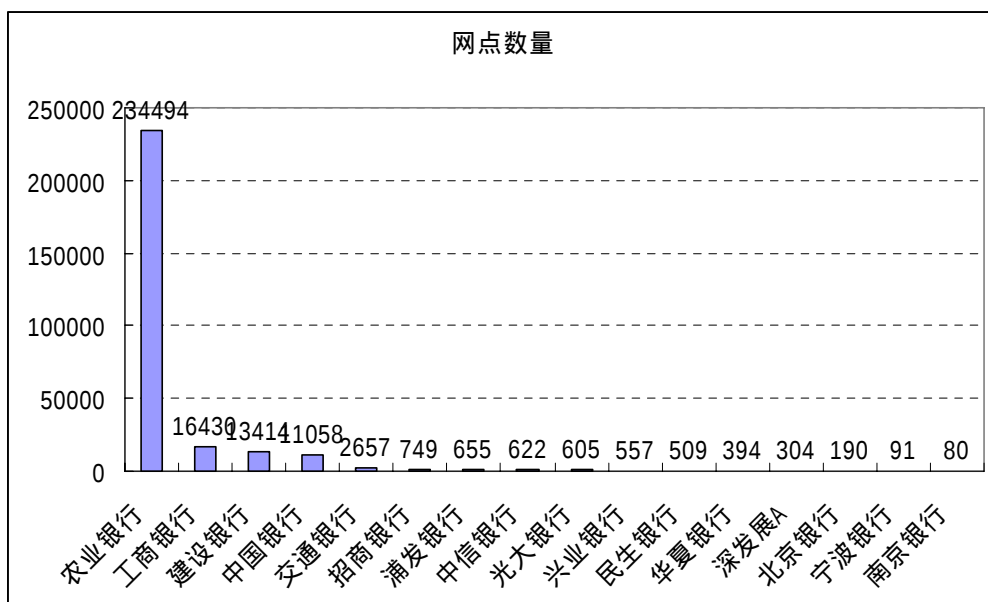
二、 深发展的网点情况和业务结构

深圳发展银行是全国性股份制商业银行，目前经营网络相对集中于珠江三角洲、环渤海地区、长江三角洲，同时也正发展中部和西部主要城市的网络；截至 2011 年前三季度，公司共有 299 家营业网点，在营业网点的近期变化上，2011 年上半年，银行撤消原已歇业的深圳地区营业网点 11 家，同时在上海、广州、武汉；分别新增支行级营业机构各 1 家；2011 年第三季度，银行新增 3 家支行级营业机构，分别位于北京、南京、武汉三个城市。在分行层面上，深发展目前设有 22 家分行，同时设有特殊资产管理中心和中小企业金融事业部各一家。

从平安银行的角度看，平安银行以零售和中小企业为业务发展重点，正向全国性银行布局稳步迈进，合并之前平安银行总行设在深圳，营业网点分布于深圳、惠州、东莞、广州、上海、福州、泉州、厦门和杭州等地。平安银行合并之前拥有 5 家分行和 70 家网点。

从与上市银行的网点对比看，考虑到合并平安银行后深发展的网点数仅为 374 家，在 16 家上市银行中仅仅高于三家城商行，低于其他全国性股份制商业银行。这与深发展长期受制于资本充足率不达标的限制有密切关系。具体见图 1：

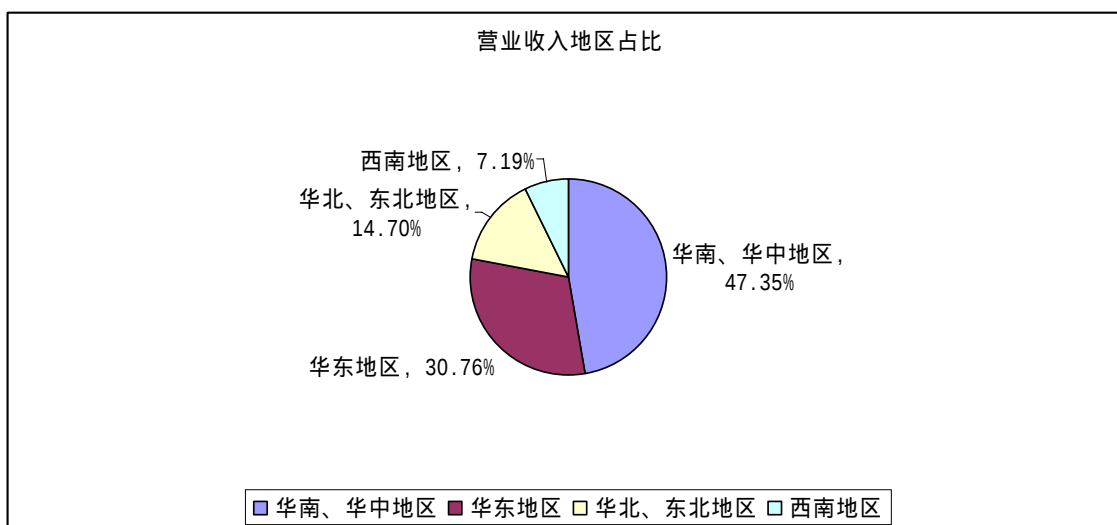
图 1：各家上市银行 10 年年底网点数量



资料来源：上市银行年报，东北证券

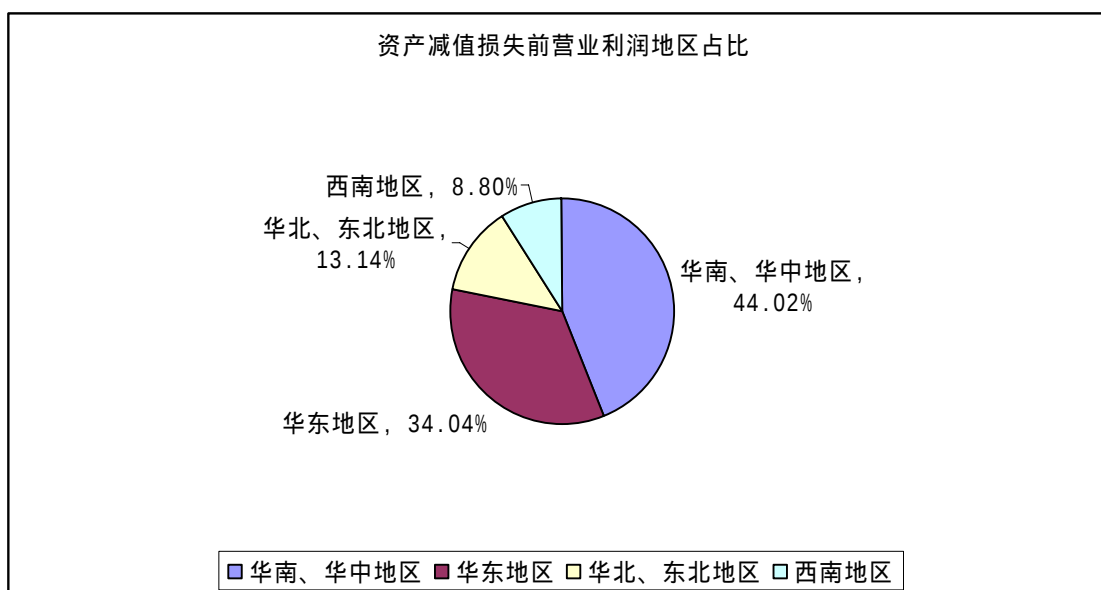
与深发展网点结构分布对应的是他的业务结构，截至 2011 年中期末(三季度季报银行没有公布具体的收入来源地区分布)，无论从营业收入还是资产减值准备前的营业利润分布看，都主要来源于华南、华中和华东地区，两个地区的营业收入和资产减值准备前的营业利润占比分别达到 78.11%和 78.06%。具体参见图 2 和图 3：

图 2：深发展 A2011 年中期营业收入地区分布



资料来源：银行中报，东北证券

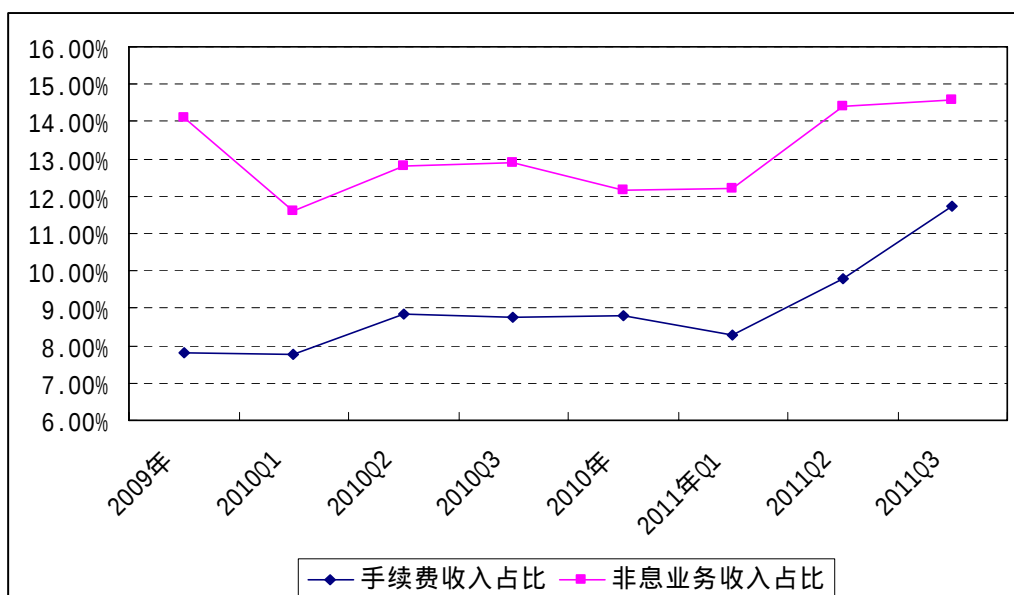
图 3：深发展 A 中期扣除资产准备前营业利润地区分布



资料来源：银行中报，东北证券

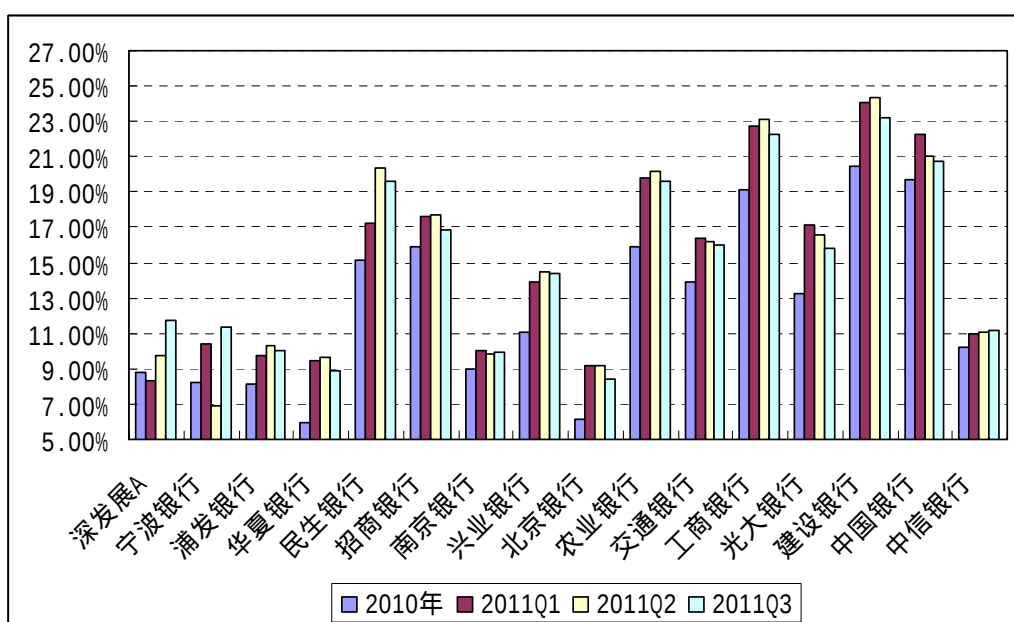
此外，从营业收入的业务结构看，深发展 A 与上市银行类似，营业收入主要来自于净利息收入和非息业务收入，分别来自于公司业务和零售业务，无论是从中间业务收入的占比、非息业务收入的占比还是从零售银行收入和资产的占比情况看，深发展都与可比同业一样，近几年占比不断提升，不过其中间业务收入占比在可比同业中还处于较低水平，未来还有较大的提升空间。

图 4：深发展近期中间业务收入和非息业务收入占比变化



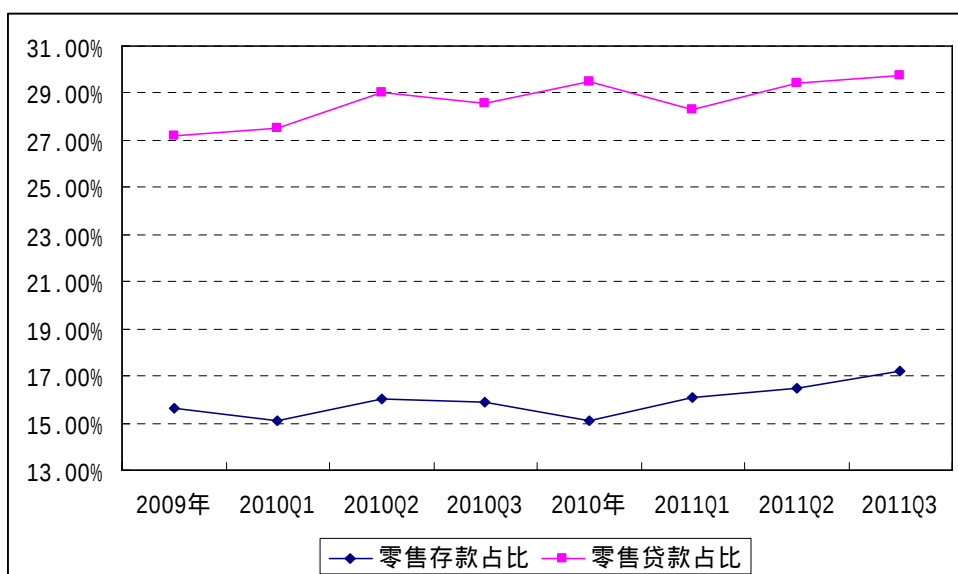
资料来源：公司报表，东北证券

图 5：深发展中间业务收入占比与上市银行中间业务收入占比比较



资料来源：公司报表，东北证券

图 6：深发展近期零售业务占比



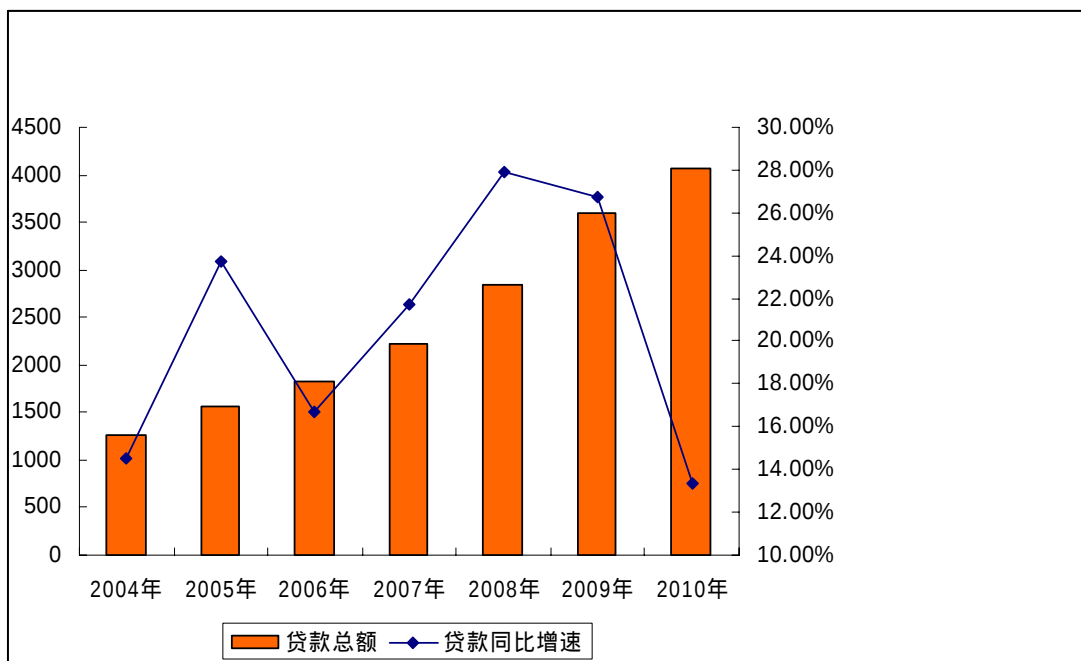
资料来源：公司报表，东北证券

三、 深发展近期业务经营情况

3.1 有关规模扩张

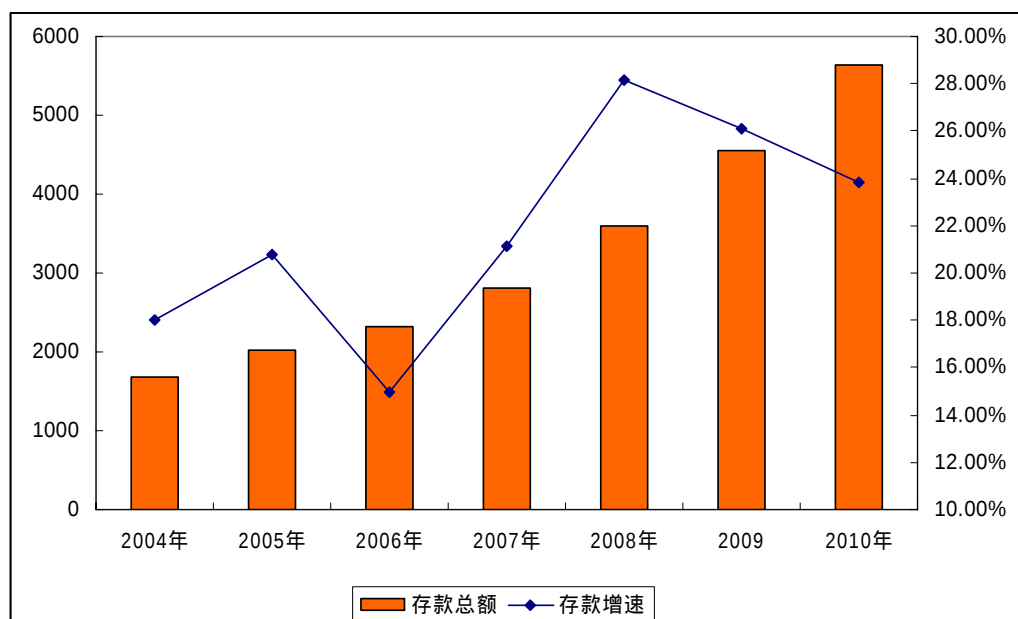
与经营网点的情况类似，深发展在 2005 年新桥投资正式入主之后，长期受制于资本金不足和网点数量有限的限制，其存贷款的规模增速整体慢于可比同业。具体参见图 7、图 8、图 9 和图 10：

图 7：深发展近期年度贷款增速



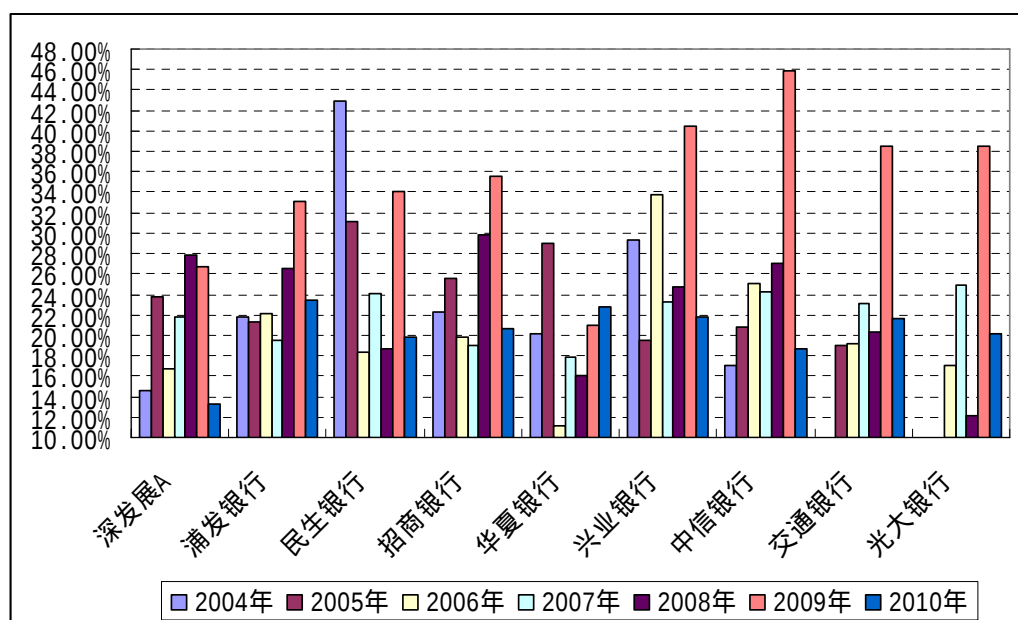
资料来源：公司报表，东北证券

图 8：深发展近期年度存款增速



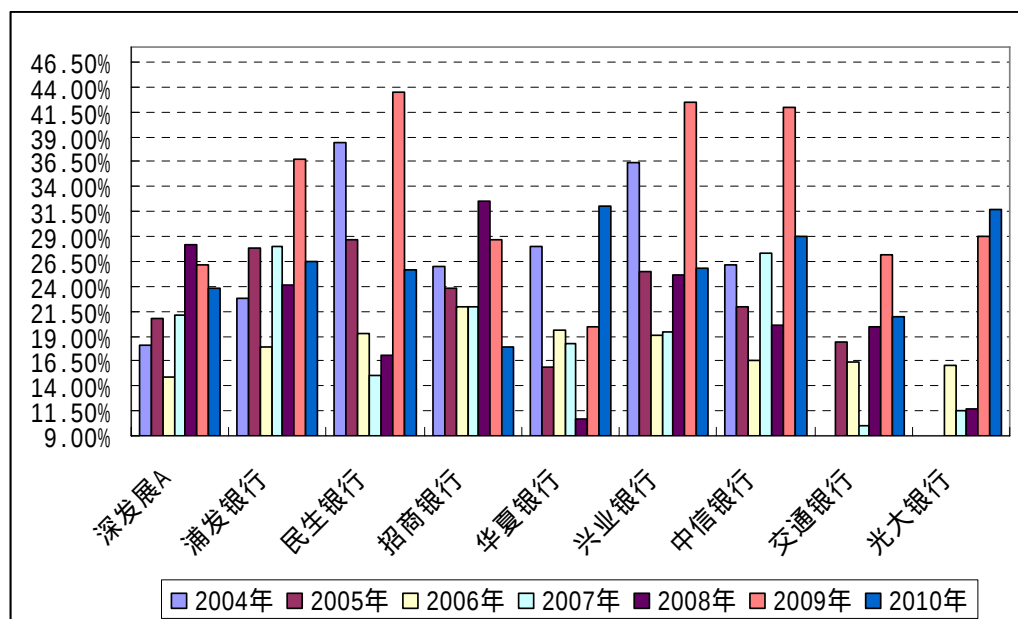
资料来源：公司报表，东北证券

图 9：深发展年度贷款增速与可比同业比较



资料来源：公司报表，东北证券

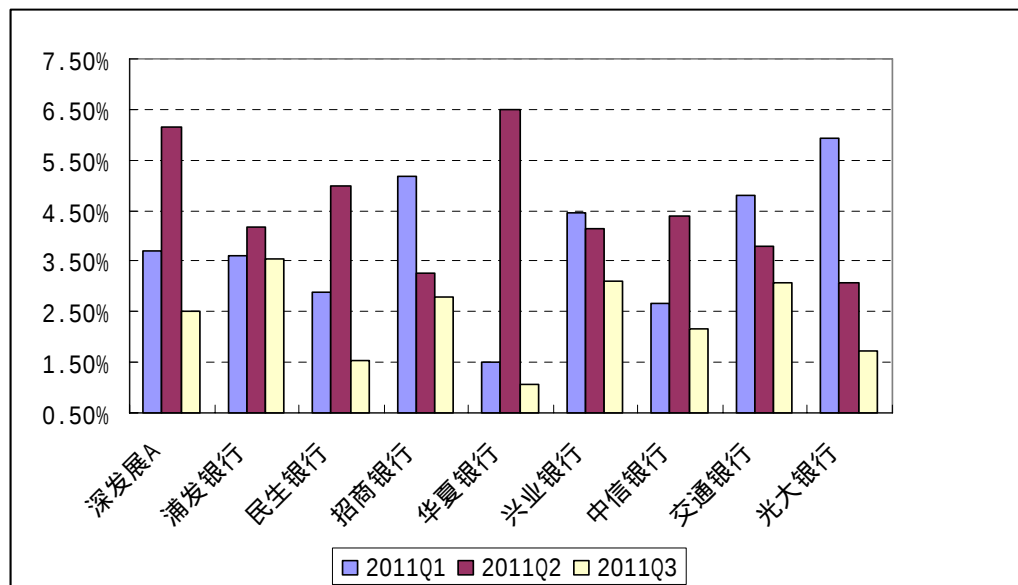
图 10：深发展年度存款增速与可比同业比较



资料来源：公司报表，东北证券

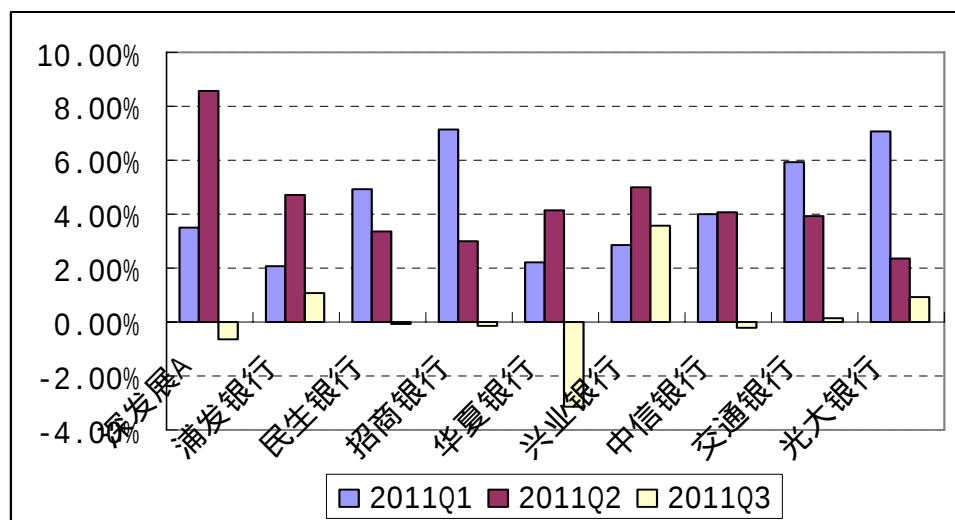
从 2011 年前三季度的情况看，由于重组后整体资本充足率的提高，深发展的规模增速有加快的趋势，特别是 2011 年第二季度单季，深发展的贷款增速和存款增速都在可比银行同业中位于前列，第三季度整体银行业都出现了存款增长乏力的现象，深发展自身虽然存款也出现了负增长，但是整体存款下降的幅度并不是最大的。预计未来随着资本金的到位和平安银行合并后协同效应的逐渐发挥，深发展的存贷款增速整体会保持在可比同业中前列的水平。具体参见图 10 和图 11。

图 10：深发展与可比同业 2011 年前三季度分季度贷款增速比较



资料来源：公司报表，东北证券

图 11：深发展与可比同业 2011 年前三季度分季度存款增速比较



注：为了保证数据的可比性，深发展第三季度的数据我们采用深发展银行自身的数据，而非合并平安银行后的合并数据。

资料来源：公司年报，东北证券

3.2 有关净息差

从净息差的水平看，深发展 A 与可比银行同业相比处于中等水平，从趋势上看，与整体银行类似，在 2007 年-2008 年达到高点后，2009 年达到最低点，2010 年逐步见底回升，但是深发展 2010 年净息差回升的幅度小于可比银行同业，其主要原因是同业业务规模扩大，其净息差低于基础银行业务，所以拉低了整体银行的净息差表现。这一点与兴业银行的情况非常类似。不过相比兴业银行 10 年净息差同比下降的趋势，深发展在同业规模大幅度扩大的基础上维持了净息差的同比上升。

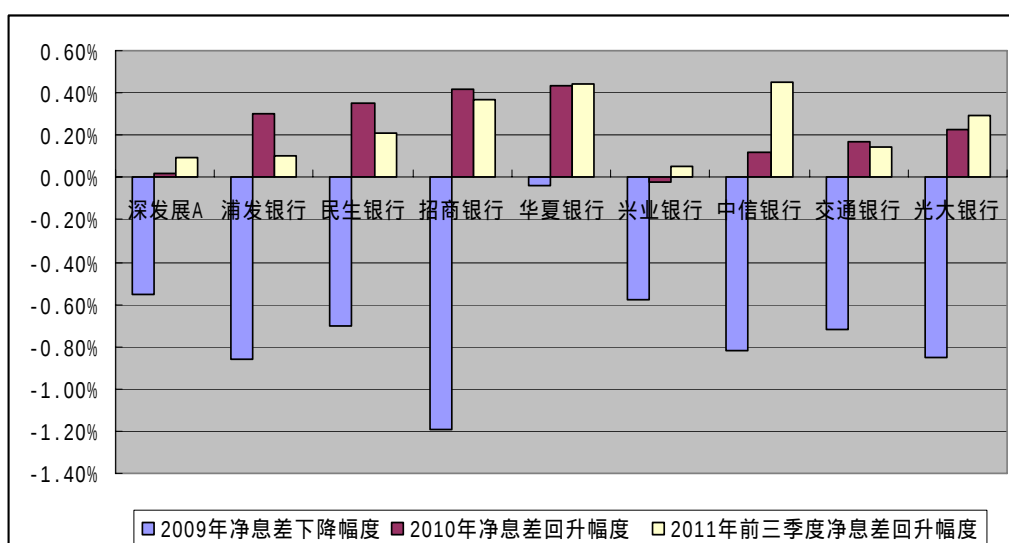
从 2011 年前三季度的情况看，2011 年前三季度在信贷规模受限导致银行贷款定价能力提高以及央行从 2010 年 10 月份重新启动加息政策的影响下，深发展 A 与可比银行同业的净息差水平均有所提高，而且深发展 A 的净息差提升速度开始加快。不过与可比同业相比依旧处于较低水平，仅仅好于兴业银行。

表 2：深发展 A 与可比同业净息差水平对比

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011Q3
深发展 A	2.02%	2.80%	3.10%	3.02%	2.47%	2.49%	2.58%
浦发银行	2.41%	2.94%	3.13%	3.05%	2.19%	2.49%	2.51%
民生银行	1.97%	2.62%	2.93%	3.29%	2.59%	2.94%	3.04%
招商银行	2.09%	2.65%	3.11%	3.42%	2.23%	2.65%	3.03%
华夏银行	1.75%	1.88%	2.20%	2.07%	2.03%	2.46%	2.80%
兴业银行	2.19%	2.47%	2.93%	2.92%	2.34%	2.32%	2.40%
中信银行	2.45%	2.62%	3.12%	3.33%	2.51%	2.63%	2.96%
交通银行	2.58%	2.71%	2.84%	3.01%	2.29%	2.46%	2.58%
光大银行			2.77%	2.80%	1.95%	2.18%	2.60%

资料来源：上市银行年报，东北证券

图 12：深发展 A 与可比同业近期净息差变化幅度一览



资料来源：东北证券

从 2011 年前三季度的单季度息差情况看，深发展 A 的情况与可比银行同业相比趋势相反，可比同业基本上第二季度和第三季度净息差都呈现环比上升的趋势，不过第三季度环比上升的趋势有所下降，但是深发展 A 则在第一季度达到了单季度净息差的高点，在第二季度和第三季度则净息差持续环比下降，从原因上看，主要是虽然各项资产和负债的平均利率依然呈上升趋势，但由于受市场因素影响同业业务利差回落，以及银行发行 36.5 亿元混合债，增加了利息成本，使第二季度和第三季度的净利差和净息差有所下降。

表 3：深发展 A 与可比同业 2011 年前三季度单季度净息差

	11 年一季 度净息差	11 年第二季 度净息差	第二季度 环比变化	11 年第三季 度净息差	第三季度 环比变化
深发展 A	2.68%	2.63%	-0.05%	2.58%	-0.05%
浦发银行	2.46%	2.51%	0.05%	2.53%	0.02%
民生银行	2.83%	3.10%	0.27%	3.15%	0.05%
招商银行	2.98%	2.99%	0.01%	3.12%	0.13%
华夏银行	2.47%	2.73%	0.26%	2.92%	0.19%
兴业银行	2.11%	2.49%	0.38%	2.49%	0
中信银行	2.76%	2.89%	0.13%	3.10%	0.21%
交通银行	2.51%	2.63%	0.12%	2.70%	0.07%
光大银行	2.32%	2.43%	0.11%	2.60%	0.17%

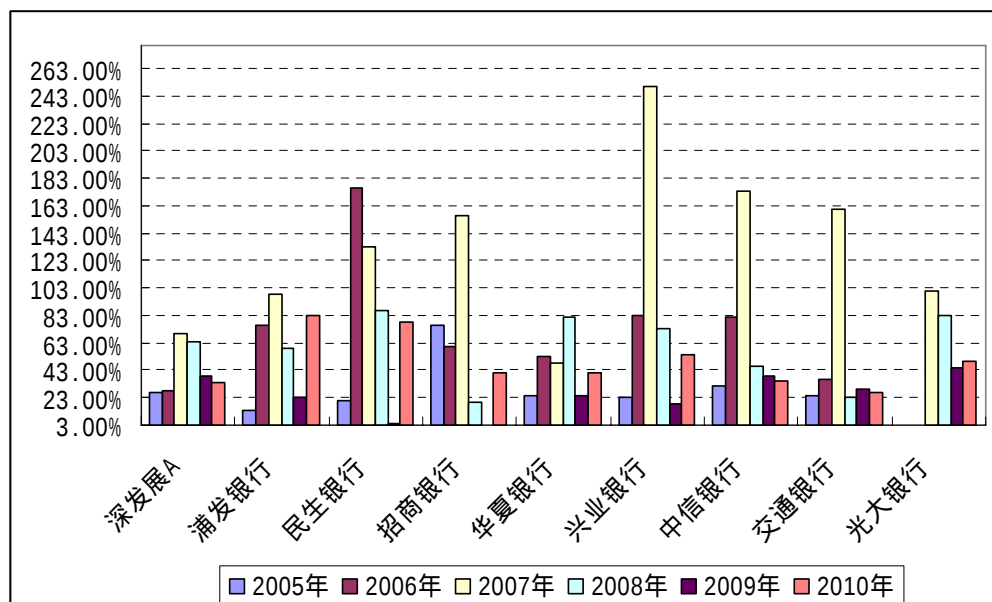
资料来源：东北证券

3.3 有关中间业务收入增速

从中间业务的角度看，不仅像我们前文所述的那样，深发展的中间业务收入占比低于可比银行同业，而且从中间业务收入的增速上，深发展 A 在 2005-2010 年期间也处于可比银行同业较低的水平，也就是说中间业务向来是深发展 A 发展的短板，不过未来随着平安

银行的合并和平安集团支持协同效应的发挥，我们预计深发展的中间业务收入未来会保持稳定会略有加速的发展速度。

图 13：深发展 A 与可比银行同业手续费收入增速对比



资料来源：东北证券

3.4 有关资产质量

从近期情况看，深发展 A 的资产质量情况在 2008 年前后出现了天翻地覆的变化，在 2008 年以前，由于新桥投资入主之后的遗留问题，深发展长期以来的不良贷款率和不良贷款余额都高于同业，不良贷款覆盖率则严重低于银行同业，2008 年年报，深发展进行了大额的不良资产的核销，在 2008 年第四季度进行了一次特别大幅拨备与核销，第四季度计提拨备 56 亿元，同期核销历史不良贷款共计 94 亿元。截至 2008 年 12 月 31 日，不良贷款率从年初的 5.64% 下降至 0.68%，不良贷款额 19.28 亿元，较上年年底下降 105.48 亿元，解决了大部分历史不良包袱；但同时也使得深发展的净利润 08 年同比下降了 77%。

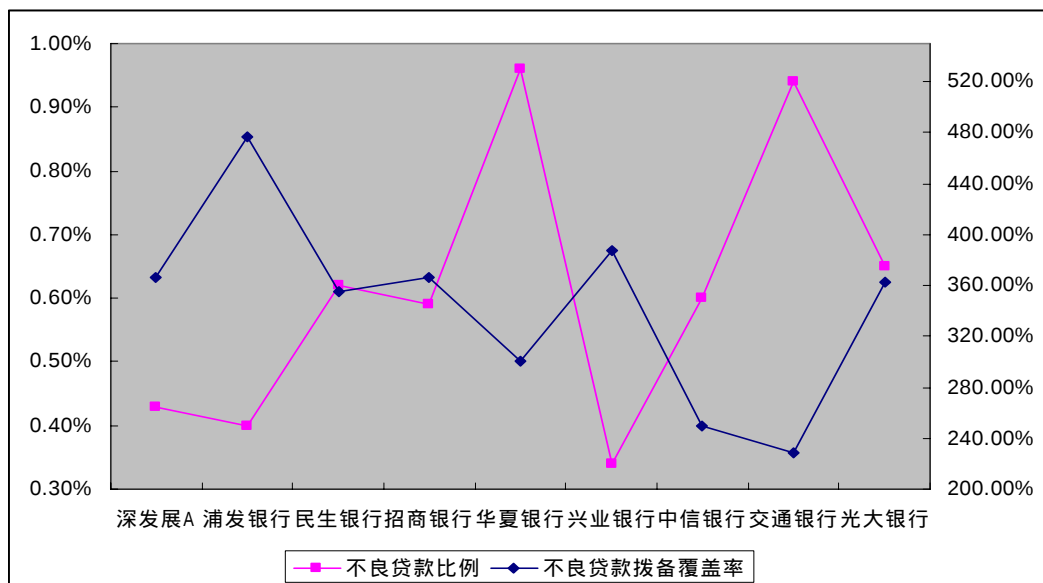
经历了 2008 年大额的不良贷款核销之后，深发展成为一家资产质量优秀的银行，不仅不良贷款率和不良贷款余额在可比同业中较低，而且关注类贷款的比率也明显低于银行同业。具体参见表 4 和图 14、15：

表 4：深发展近期资产质量一览

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011Q1	2011Q2	2011Q3
不良贷款比率 (%)	9.33	7.98	5.62	0.68	0.68	0.58	0.48	0.44	0.43
贷款拨备覆盖率 (%)	42.77	47.63	48.28	105.1	161.8	271.5	332.0	379.7	365.8

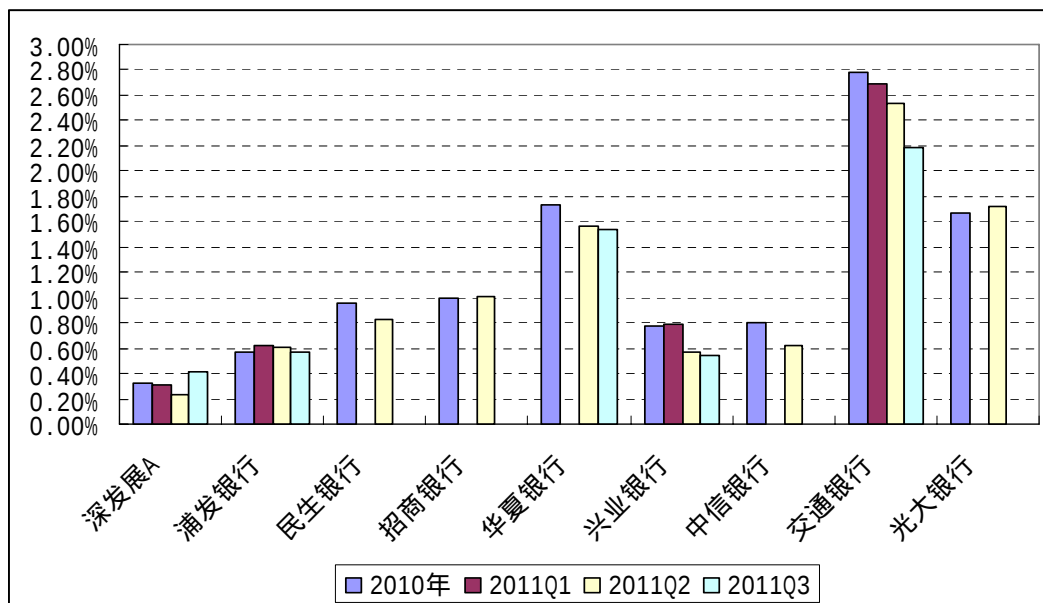
资料来源：银行报表，东北证券

图 14：深发展 A 资产质量与可比同业对比（2011 年三季度末）



资料来源：银行报表，东北证券

图 15：深发展与可比同业关注类贷款比例对比



资料来源：银行报表，东北证券

四、 深发展核心竞争优势

相比其他可比同业而言，深发展的核心竞争优势主要在于公司金融业务中的贸易融资（供应链金融），此外，当深发展与平安银行合并，并且平安集团成为其大股东之后，平安集团的金融产品优势、客户资源使深发展在未来的中间业务发展上（包括零售银行的中间业务和公司银行的中间业务）有了极大的先天优势。

4.1 贸易融资（供应链金融）

贸易融资(trade financing)是银行的业务之一。是指银行对进口商或出口商提供的与进出口贸易结算相关的短期融资或信用便利。境外贸易融资业务，是指在办理进口开证业务时，利用国外代理行提供的融资额度和融资条件，延长信用证项下付款期限的融资方式。目前的贸易融资已经逐步广义化，不再局限于进出口贸易，一般是指基于商品交易中的存货、预付款、应收账款等资产，以该商品交易的现金流作为还款来源的融资。而传统贷款，则一般投向广，期限较长，资金使用难以追踪，一旦企业自身资金流出现问题将直接影响其还款能力。

供应链金融（Supply Chain Finance，SCF）是商业银行信贷业务的一个专业领域（银行层面），也是企业尤其是中小企业的一种融资渠道（企业侧面）。指银行向客户（核心企业）提供融资和其他结算、理财服务，同时向这些客户的供应商提供贷款及时收款的便利，或者向其分销商提供预付款代付及存活融资服务。（简单地说，就是银行将核心企业和上下游企业联系在一起提供灵活运用的金融产品和服务的一种融资模式。）以上定义与传统的保理业务及货押业务（动产及货权抵/质押授信）非常接近。但有明显区别，即保理和货押只是简单的贸易融资产品，而供应链金融是核心企业与银行间达成的，一种面向供应链所有成员企业的系统性融资安排。

对于深发展而言，贸易融资（供应链金融）是指在对供应链内部的交易结构进行分析的基础上，运用商品贸易融资的自偿性信贷模型，并引入核心企业、物流监管公司、资金流导引工具等新的风险控制变量，对供应链的单个节点企业乃至整个供应链提供封闭的授信支持及其他结算、理财等综合金融服务。银行通过分析供应链和每一笔交易，借助核心企业的实力，以及存货、应收账款等动产担保物权，为供应链上的单个企业或上下游企业链条提供融资、结算、理财等全面金融服务。

典型的业务模式有：深发货押、深发票据（CPS）、“1+N”供应链融资等。“1+N”供应链融资主要基于核心企业（深发展称之为“1”）组织众多配套企业（深发展称之为“N”）生产的供应链生产关系特点，深发展将上下游企业之间的贸易融资业务扩展到整个供应链，开发形成“1+N”供应链贸易融资，简称“1+N”供应链融资。这种融资既包括对供应链单个企业的融资，也包括该企业与上游卖家或下游买家的段落供应链的融资安排，更可覆盖整个“供—产—销”链条提供整体供应链贸易融资解决方案。

一直以来，深发展的贸易融资在3大领域比较有优势，分别是汽车、钢铁、能源。2009年又继续拓展了食用糖、食用油、石化、化工、家电等行业。

从银行发展贸易融资的优势看，在对客户的争取上，公司也有一定的优势。首先在于评价体系上，公司有别于其它大部分银行，采用交易类型评级的方式，为企业划分交易类别、在产业链中的地位、循环度、流量等。在此评级体系下，企业能获得不一样的贷款额度；其次是从众多非核心企业的角度往上延伸，当银行积累了某核心企业众多的经销商客户之后，公司去和该核心企业联络，争取核心企业，同时拓展其上下游数量众多的非核心企业。由于该批非核心企业客户付款快、业务流程顺畅，在整个业务链中表现较好，该核心企业也愿意将自己手下其它经销商的业务都交由深发展来做。最后贸易链融资（或者供应链金融由于需要引入更多的风险控制变量（包括核心企业、物流监管公司、资金流导引

工具等), 而且在目前竞争 日益激烈的情况下, 需要用更短的时间结束评估和放款, 因此对 IT 平台的要求很高, 深发展从 1999 年开始致力于此 方面的探索, 此方面一直稳步推进, 具有良好的优势, 整体的信息流推动了银行在此方面的贷款管理, 同时还有一些存货或者应收账款作为保证, 但是整体信息流是非常有价值的, 不仅是风险管理, 而且有助于银行了解客户, 帮助客户进行存货和应收账款管理, 银行已经开发了新的线上供应链系统, 并且将继续强化和开发新的平台。

从贸易融资或者供应链金融的发展结果上看, 近年来深发展的贸易融资或者供应链金融都得到了长足的发展, 不仅在优势领域上有拓展, 而且整体规模和占比也不断提高。具体参见表 5:

表 5: 深发展 A 的贸易融资近期获得深入发展

单位: 百万元	11Q3	占比	11Q2	占比	11Q1	占比	10 年末	占比	三季度与年初相比变动
国内贸易融资	194,134	90.90%	199,770	92.10%	175,867	90.73%	162,716	92.70%	19.30%
其中: 东部地区	52,829	24.70%	53,801	24.80%	44,145	22.78%	41,194	23.50%	19.10%
南部地区	78,023	36.50%	69,662	32.10%	66,177	34.14%	63,081	35.90%	17.20%
西部地区	19,810	9.30%	17,044	7.90%	13,782	7.11%	12,941	7.40%	48%
北部地区	62,899	29.50%	59,263	27.30%	51,763	26.71%	45,500	25.90%	23%
国际贸易融资(含离岸)	19,427	9.10%	17,113	7.90%	17,961	9.27%	12,781	7.30%	52.00%
其中: 进口贸易融资	17,566	8.20%	15,214	7.00%	15,843	8.17%	11,005	6.30%	59.60%
出口贸易融资	1,861	0.90%	1,899	0.90%	2,118	1.09%	1,776	1.00%	4.80%
贸易融资总余额	213,561	100.00%	216,883	100%	193,828	100%	175,497	100%	21.70%

资料来源: 公司报表 东北证券

4.2 与平安集团的整合

平安集团成为深发展的大股东之后, 大家对于平安集团的整合对于深发展零售业务和公司业务中的中间业务收入的支持保有较大的预期, 从深发展 2011 年前三季度的经营情况看, 在 2011 年 7 月正式完成与平安银行的合并之后, 深发展与平安集团的整合已经在几方面初步产生效益, 我们预计这种效益产生的 1+1>2 的效果将在 2012 年更为充分的显现出来。

4.2.1 银行单位产能的提高

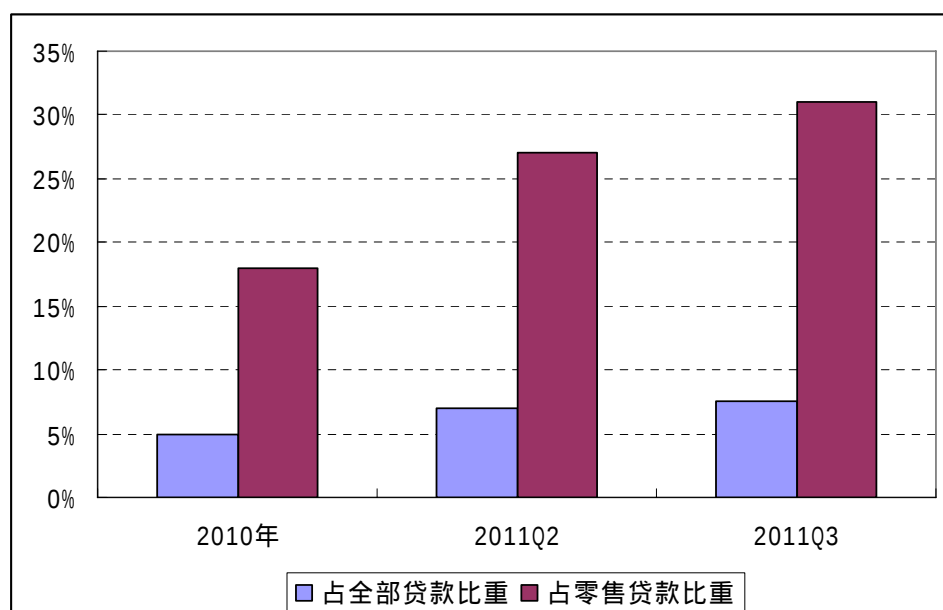
行充分利用此次合并的机会提高产能, 在银行的前、中、后台银行认为都存在这样的机会, 目前银行的产能依旧处于不断提升的过程, 在未来几年的过程中, 银行认为还有不断提高产能的空间, 在前台, 主要是人事和培训方面, 而新的考核办法的执行将会提升销售人员的产能和产品的竞争力, 在银行的中台和后台也有一些事情去做以提高银行的产能, 其中之一就是在整合中, 可能会将部分中台的人员提到前台, 因为接下来两家银行的总行将进行合并, 与此同时, 两家银行的系统也会整合, 会进一步降低单位成本, 这种降低效应会持续好几年, 后台主要是集中作业和流程改善的工作, 目前这些工作正在进行中, 如果对此量化, 即便是总资产规模不变的情况下, 产能的提升也会带来净利润, 而且这是系统性的工作, 未来将持续很长时间。

4.2.2 有关小微金融的发展

整合之前平安银行主要就是以零售业务和中小企业金融为主，整合之后深发展可以充分利用这种优势强化合并新银行的小微金融，加上监管层正在积极支持小微金融的发展，公司已经通过决议准备发行不超过 300 亿元的金融债以支持小微金融的发展。

从小微金融业务发展的具体进展看，截至 2011 年三季度末，银行的客户数量由去年的 7500 户增加到 1 万户，每个客户的敞口在 2000 万左右，目前这部分资产质量稳定，此外，合并后的新银行还会将原先深发展在贸易融资方面的优势植入小微金融的发展，促进小微金融业务更快的发展。具体见图 16：

图 16：深发展近期小微金融业务快速发展



资料来源：公司公告，东北证券

4.2.3 有关信用卡业务的发展

平安银行与平安集团交叉销售最成功的案例就在于平安银行的信用卡业务，这一部分也是深发展与平安银行整合之后最先获得突破性进展的业务；在合并业务之前，深发展的信用卡业务发展缓慢，新发卡量、累计发卡量和有效卡量等相关数据都处于可比银行的低端，合并之后，首先在信用卡的规模上，合并后的新银行将迅速扩张，并且利用深发展相比平安银行更多的网点更多的利用平安集团的交叉销售发行信用卡，其次，在信用卡业务整体的纵深发展和获得盈利方面，合并后的新银行也将取得质的飞跃。

4.2.3.a 有关信用卡数量

截至 2011 年 6 月末，深发展新发卡 53 万张，同比增长 4.3%；信用卡有效卡量达 449 万张，同比增长 14.5%；信用卡总交易金额达到 164 亿元，同比增长 6.4%；贷款余额达 63.8 亿元，同比增长 0.60%。在产品开发上，立足于打造差异化竞争优势，利用中国平安庞大的客户群，开发设计了深发展平安人寿联名信用卡，截止到 6 月底已累计发卡 17 万张；截至 2011 年 9 月，本年新发卡 106 万，同比增长 42%；信用卡有效卡量达 494 万张，同比增长 22%；贷款余额达 75.32 亿，同比增长 12%。平安银行信用卡业务 2011 年

前三季度累计新发卡 57.5 万张、其中第三季度新发卡 17.5 万张，截至 2011 年第三季度，合并后的新银行累计信用卡发卡量达到 551.5 万张。

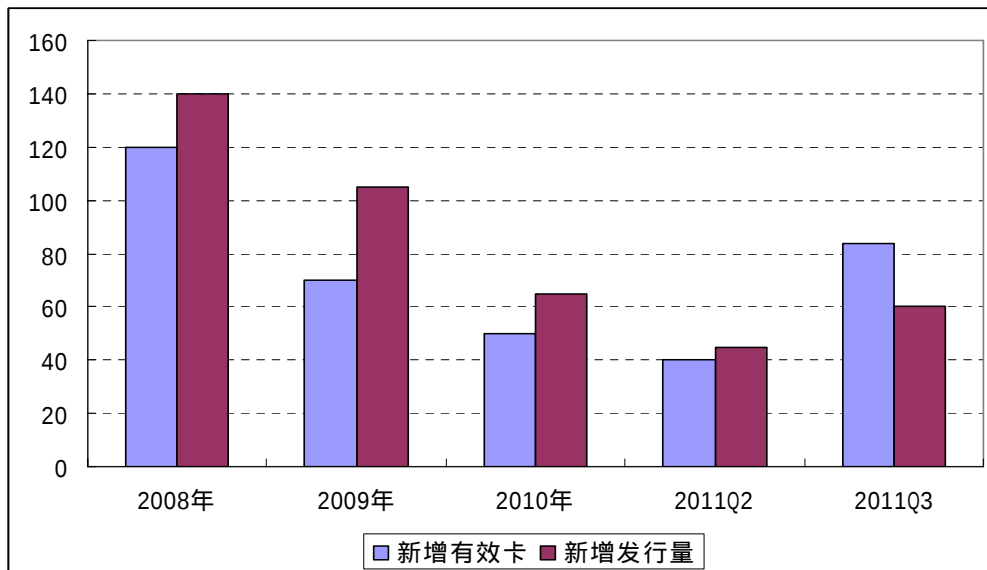
4.2.3.b 有关信用卡的收入模式

在信用卡的业务收入中，以年费及商户回佣为主的非利息收入以及通过信用卡透支占款产生的利息收入是信用卡业务主要的收入来源。从发达国家的业务发展阶段来看，在发展初期年费及商户回佣将会占据主要的收入来源，而当业务发展到一定的阶段时候，通过资产业务（也就是信用卡的应收款项）形成的利息收入占比则会逐步上升。中国的信用卡业务一样也要归属与这三个利润增长点，从目前情况来看，上市银行中仅有浦发、中信、兴业、交通等四家银行在报告中公开宣称自己的信用卡业务盈利，信用卡业务盈利的前兆一定要做到有效卡占比的大量提升，从这一点看，深发展已经取得了积极的进步。

2011 年前三季度，深发展信用卡新发行规模已经基本达到 2010 年全年的新发卡量。另外值得注意的是，深发展新增有效卡与新增发行量的比例从 2009 年以来逐步提升，2010 年以来均超过了 80%，2011 年前三季度甚至超过了 140%！

我们认为，这说明两行整合之后在产品服务上的交叉销售开展顺利，作为综合业务媒介的信用卡的有效卡数量得到了大幅的提升。我们预计随着两行业务整合的深入，信用卡业务盈利质量将得到更大程度的提升。具体见图 17：

图 17：深发展信用卡的有效卡占比持续提升



资料来源：公司公告，东北证券

五、深发展 A 盈利预测

5.1 深发展 A 盈利预测假设

5.1.a 有关规模扩张

我们预计，2011 年全年人民币贷款增量为 7.5 万亿，则 2011 年年末人民币贷款余额为 54.7 万亿元，全年人民币贷款增速为 15.9%，我们假定 2012 年人民币贷款增速下降为 14.6% 左右，则全年人民币贷款增量在 8 万亿元，比今年略有放松。对于深发展而言，考虑到资

本约束的取消和两行整合的进行，我们预计深发展 12 年的贷款增长在 18%左右，整体生息资产增速则高于贷款增速，达到 20%。

5.1b 有关净息差

与行业的情况类似，由于 2012 年第一季度存在按揭贷款重新定价，因此整体 2012 年第一季度净息差还有上升的空间，但是后续季度随着存款重新定价和同业资产收益率的逐渐下降，净息差可能会在季度之间出现波动，具体对于深发展而言，我们预测 2011 年和 2012 年全年的净息差分别为 2.67%和 2.66%。

5.1c 有关非息业务收入

对于银行业整体而言，由于 2012 年理财产品和融资相关的咨询收费等增速应该会下降，加上经过 2011 年的高速增长基数提高的原因，2012 年上市银行的非息业务收入增速必将会放缓，2011 年上市银行的非息净收入同比增速在 40%以上，2012 年我们预计会下降至 25%左右；但是对于深发展而言，由于平安集团的整合，我们对于深发展的手续费收入增长持相对乐观态度，2011 年前三季度，深发展的手续费收入同比增长 71%，我们预计全年增长在 50%左右，2012 年我们预计深发展的手续费收入增速可能会加速（因为整合效应的发挥将更加明显），在 60%左右。

5.1d 有关资产质量和信贷成本

由于如前文所述，在 2008 年第四季度，经过大幅度的坏账核销和拨备计提之后，考虑深发展自身，深发展已经变身作为一家资产质量优秀的银行，在此影响下，虽然深发展的拨备覆盖率并不低，但是其拨贷比指标在上市银行中是偏低的。具体参见表 6：

表 6：上市银行 2011 年前三季度拨贷比情况一览

证券简称	不良贷款比例（%）	不良贷款拨备覆盖（%）	拨贷比（%）
深发展 A	0.43	365.77	1.57
宁波银行	0.66	225.21	1.49
浦发银行	0.4	477.05	1.91
华夏银行	0.96	300.57	2.89
民生银行	0.62	355.44	2.20
招商银行	0.59	366.53	2.16
南京银行	0.82	292.82	2.40
兴业银行	0.34	387.81	1.32
北京银行	0.54	356.6	1.93
农业银行	1.6	237.89	3.81
交通银行	0.94	228.94	2.15
工商银行	0.91	272.66	2.48
光大银行	0.65	362.91	2.36
建设银行	1.02	248.65	2.54
中国银行	0.99	223.01	2.21
中信银行	0.60	250.26	1.50

资料来源：公司报告，东北证券

截至 2011 年前三季度，深发展的信贷成本为 0.32%，我们预计，为了考虑平稳的达标拨贷比的要求，深发展会逐渐增加拨备成本的计提，我们目前预测，2011 年全年和 2012 年，深发展的信贷成本分别为 0.45%和 0.60%。

5.1 e 有关成本收入比

2011 年前三季度成本收入比依旧维持下降趋势，2011 年前三季度平均为 29.45%，2011 年全年我们预计成本收入比会季节性增加（这是由于上市银行成本支出的季节性原因），全年预计在 31%左右，2012 年全年我们预计成本收入比会稳中略有上升，部分银行可能会上升明显，比如如果 2012 年城商行恢复异地扩张，北京、南京、宁波银行的成本收入比会有所上升，此外，成本收入比下降到一定程度就会产生一定的刚性，而明年银行的收入增速会有所收敛，部分银行业务转型（往零售银行和小企业贷款转移）也会导致费用有所增加，对于深发展而言，截至 2011 年前三季度，深发展的成本收入比为 37%，考虑到两行整合，我们对深发展的成本收入比做了较为保守的预计，预计 2011 年和 2012 年全年的成本收入比分别为 40%和 38%。依旧位于上市银行中较高的水平。

5.2 盈利预测结果

在上述盈利预测假设的基础上，我们得出深发展 2011 年和 2012 年的盈利预测结果，2011 年深发展的净利润上升到 91.8 亿元，最新摊薄后的每股收益为 1.79 元，每股净资产为 11.5 元，2012 年深发展的净利润上升到 119.34 亿元，最新摊薄后的每股收益为 2.33 元，每股净资产为 13.3 元。具体参见表 7：

表 7：深发展 2011 年和 2012 年的盈利预测结果

	2010 年	2011E	2012E
一、营业收入(百万元)	18,022.00	26,196	32,046
利息净收入(百万元)	15,829.00	22,815	26,777
利息收入(百万元)	26,252.00	36,185	43,165
减：利息支出(百万元)	10,423.00	13,370	16,388
手续费及佣金净收入(百万元)	1,585.00	2,536	4,184
手续费及佣金收入(百万元)	1,836.00	2,884	4,568
减：手续费及佣金支出(百万元)	251.00	348	384
投资净收益(百万元)	228.00	380	520
其中：对联营企业和合营企业的投资收益(百万元)	60.00	100	160
公允价值变动净收益(百万元)	18.00	32	24
汇兑净收益(百万元)	214.00	315	245
其他业务净收益(百万元)	147.00	118	136
二、营业支出(百万元)	10,173.00	14,337	16,362
营业税金及附加(百万元)	1,325.00	1,815	2,158
管理费用(百万元)	7,360.00	10,669	11,844
资产减值损失(百万元)	1,488.00	1,853	2,360
加：营业利润差额(特殊报表科目)(百万元)	0.00		
营业利润差额(合计平衡项目)(百万元)	0.00		
三、营业利润(百万元)	7,849.55	11,859	15,684

加：营业外收入(百万元)	165.32	210	320
减：营业外支出(百万元)	16.85	300	35
其中：非流动资产处置净损失(百万元)	0.00		
加：利润总额差额(特殊报表科目)(百万元)	0.00		
利润总额差额(合计平衡项目)(百万元)	0.00		
四、利润总额(百万元)	7,998.00	11769	15399
减：所得税(百万元)	1,714.21	2589.18	3464.78
加：未确认的投资损失(百万元)	0.00		
加：净利润差额(特殊报表科目)(百万元)	0.00		
净利润差额(合计平衡项目)(百万元)	0.00		
五、净利润(百万元)	6,283.82	9180.11	11934
减：少数股东损益(百万元)	0.00		
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	6,283.82	9180.11	11934

资料来源：东北证券

六、投资建议

深发展是一家正在积极转变和革新的银行，我们认可新桥入主之后深发展整体发生的变化，这种变化不仅仅体现在市场人士关心的资本充足率和不良贷款率的改善上，更多的体现在银行日常经营和管理水平改善的各种细节上，比如银行整体管理层的重构，整体核心中层员工队伍的重建和能力的提高，银行在公司银行业务方面创造的贸易融资和供应链金融方面的竞争优势，银行在零售银行方面的进步等等。

我们认为，随着平安的入主、资本金的到位，深发展和平安协同效应的逐步发挥，放到较长的时间周期内，深发展会逐渐往优质、一线的股份制商业银行蜕变，目前这种蜕变最艰难的步骤基本已经结束，我们看好深发展的长期发展。目前整体估值偏低，贸易融资业务未来的纵深发展和与平安整合优势的逐步发挥是未来深发展的两大看点，我们目前上调评级为推荐，是我们 2012 年重点推荐的品种。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。