

增持 维持

金融业—银行业

2008 年 6 月 9 日

短期解决资本瓶颈，长期促进协同发展

金融行业分析师：范坤祥
fankx@htsec.com
021-23219382

金融行业分析师：余闰华
shemh@htsec.com
021-23219390

相关事件：

深发展 2009 年 6 月 8 日发布股票临时停牌的公告：因深圳发展银行股份有限公司正在筹划重大事项，根据《深圳证券交易所股票上市规则》的有关规定，经公司申请，该公司股票深发展 A (证券代码为 000001) 自 2009 年 06 月 08 日开市起停牌，公司将于 6 月 13 日前刊登相关公告后复牌。

点评：

深发展和平安同时因重大事项需公告而停牌，尽管上市公司并未承认，但似乎也从侧面证实了市场上有关双方正在就股权交易事项进行交涉的传闻。我们认为，平安参与深发展定向增发，随后平安接手新桥所持股份的可能性比双方换股的可能性更大。如果增发得以完成，对深发展短期解决资本金不足；长期推动非传统银行业务发展，发挥金融混业的协同效应均有正面贡献，对深发展构成利好。短期而言，双方股权交易的不确定性主要是深发展在二级市场上估值偏高，可能使得双方在增发价格上面临较大分歧；而经营的不确定性表现在平安如何尽可能维持深发展管理团队的稳定性以及整合初期面临的经营不确定性。

资本募集依然是短期内提高核心资本充足率的必然选择。深发展长期受制于资本瓶颈，在 2002 年至 2007 年网点增设缓慢，资产规模增速低于同业，对公司的长远发展形成制约。2007 年后尽管资本充足率达标，但依然在低位徘徊，2009 年 1 季度末公司的资本充足率仅为 8.53%，核心资本充足率仅为 5.23%。我们预计，仅依赖内生利润留存，2009-2010 年公司股利支付率假设依然为 0%，截至 2010 年末核心资本充足率也不过 6.2%，因此短期内解决资本瓶颈仍有赖于资本募集。尽管深发展在 2008 年 3 月和 10 月两次发行次级债，在 2009 年 5 月发行混合资本债，但这些举措补充公司的核心资本于事无补，仍然只是提高财务杠杆的手段。

深发展的核心资本缺口有望一次性解决，对公司长远发展形成有利支持。市场中对于平安和深发展“联姻”的具体方案有多种看法，比如换股和增发。我们倾向于增发的收购方案，原因在于一方面新桥 PE 投资的性质决定了现金退出的可能性更大，另一方面增发后平安的资金注入也有利于深发展的资本充足率提高。目前由于具体细节尚不知情，我们只能大致给予估算。

根据 Wind 数据，6 月 8 日深发展停牌前 20 日均价为 18.02 元，交易均价的 90% 即为 16.22 元，我们假设 2009 年深发展依然不支付现金股利，维持 2009 年一季度 58% 左右的风险加权资产比重，并据此对定向增发情况对于深发展资本充足率的补充做一个简单的匡算（增发价格区间为 18.02 元的 80% 至 120%，即 14.42 元至 21.62 元）。

表 1 深发展增发后 2009 年核心资本充足率测算 (%)

		发行股数（亿股）								
		2.00	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50	5.00	5.50	6.00
发行价格（元）	14.42	6.45	6.65	6.85	7.05	7.24	7.44	7.64	7.84	8.03
	15.32	6.50	6.71	6.92	7.13	7.34	7.55	7.76	7.97	8.18
	16.22	6.55	6.77	6.99	7.22	7.44	7.66	7.89	8.11	8.33
	17.12	6.60	6.83	7.07	7.30	7.54	7.77	8.01	8.24	8.47
	18.02	6.64	6.89	7.14	7.39	7.64	7.88	8.13	8.38	8.62
	18.92	6.69	6.96	7.22	7.48	7.74	7.99	8.25	8.51	8.76
	19.82	6.74	7.02	7.29	7.56	7.83	8.10	8.37	8.64	8.91
	20.72	6.79	7.08	7.36	7.65	7.93	8.21	8.50	8.78	9.06
	21.62	6.84	7.14	7.44	7.73	8.03	8.32	8.62	8.91	9.20

资料来源：公司资料、海通证券研究所

表 2 深发展增发后 2009 年资本充足率测算 (%)

		发行股数（亿股）								
		2.00	2.50	3.00	3.50	4.00	4.50	5.00	5.50	6.00
发行价格（元）	14.42	10.18	10.38	10.58	10.77	10.96	11.16	11.35	11.54	11.74
	15.32	10.23	10.44	10.65	10.85	11.06	11.27	11.47	11.68	11.88
	16.22	10.28	10.50	10.72	10.94	11.16	11.37	11.59	11.81	12.02
	17.12	10.33	10.56	10.79	11.02	11.25	11.48	11.71	11.94	12.17
	18.02	10.38	10.62	10.86	11.11	11.35	11.59	11.83	12.07	12.31
	18.92	10.43	10.68	10.94	11.19	11.44	11.70	11.95	12.20	12.45
	19.82	10.47	10.74	11.01	11.28	11.54	11.80	12.07	12.33	12.59
	20.72	10.52	10.80	11.08	11.36	11.64	11.91	12.19	12.46	12.73
	21.62	10.57	10.86	11.15	11.44	11.73	12.02	12.31	12.59	12.88

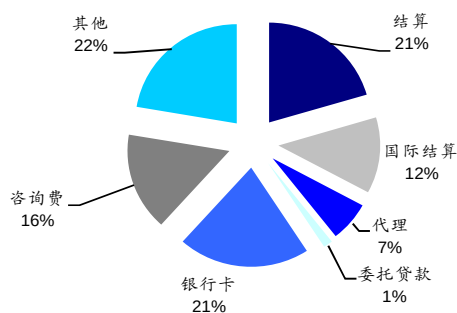
资料来源：公司资料、海通证券研究所

我们认为，如果本次定向增发规模能够在 5 亿股左右，深发展 2009 年核心资本充足率就有望达到 8%，资本充足率超过 10%。一次性解决了公司的资本缺口，为公司的长期发展打下了较好的基础。

平安谋求“金控”，协同效应发挥拭目以待。深发展股权结构比较分散。截至 2008 年末，新桥持有深发展 5.2 亿股，持股比例为 16.76%；公司第二大股东为平安人寿，通过传统—普通保险产品持有 1.5 亿股，持股比例为 4.86%，其他股东持股比例均不足 3%。无论是通过增发还是通过后续股权交易获得新桥所持股份，平安都较容易实现相对控股。平安作为国内为数不多的“保险+银行+投资及资产管理”综合金融平台，深发展同平安携手将极大地有助于公司拓展非传统银行业务，通过渠道共享、客户资源共享、交叉销售、共同产品开发等途径也对深发展现有的各项传统银行业务发展有明显的促进作用。一方面，深发展在金融混业方面步伐缓慢，相比同业大多成立或参控股基金公司、金融租赁公司、信托公司以及保险公司而言，深发展业务结构单一，这可能是由于历史上公司资本金匮乏所致。与平安携手，基本可以一次性改变公司在混业方面的落后局面，公司的业务触角可以实现极大延伸。另一方面，从深发展手续费的结构来看，深发展手续费中结算、银行卡和咨询费的比重较高，代理业务贡献明显不足，通过和平安资源共享、交叉销售的推进，代理业务对深发展的贡献有望明显提高。

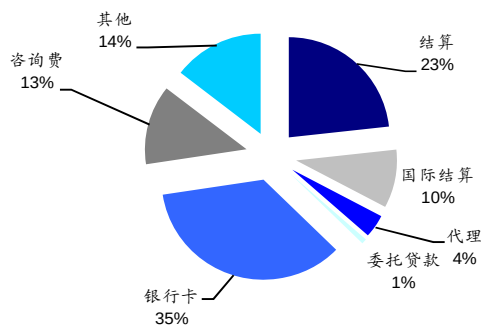
短期内的不确定性主要是深发展股价隐含并购溢价，同时经营整合存在一定风险。按照最新收盘价 20 元计算，深发展 2009 年 PE 为 14.5x（股份制银行平均值为 15.2x），2009 年 PB 为 3.1x（股份制银行平均值为 2.5x），估值水平偏高，表明公司在二级市场上享有“并购”溢价。因此，较高的二级市场股价容易使得交易双方在增发价格方面形成一定分歧。此外，新桥逐步退出可能会使得公司管理层产生一定变动，在整合初期公司可能还会面临费用增加等风险。

图 1 2008 年深发展手续费收入结构



资料来源：公司公告、海通证券研究所

图 2 2009 年 1 季度深发展手续费收入结构



资料来源：公司公告、海通证券研究所

业绩成长空间进一步提高，维持“增持”评级。我们认可按照 PB 来看，深发展当前在二级市场上的估值水平较贵，但超过 3x 的 PB 水平背后是公司 2009 年 1 季度 ROAE26.8% 所支撑(我们预计不考虑增发 2009 年 ROAE 依然接近 24%)。此外，2008 年末公司大额核销之后，基本上解决了历史遗留的资产质量问题，拓展了未来业绩的成长空间。再加上公司同平安携手，业务多元化的发展对公司长期有利，我们认为深发展未来三至五年业绩的成长性在股份制银行中处于中上水平。在良好的业绩成长性支持下，可以兼顾 PE 估值，无需过于拘泥于 PB。在不考虑增发的情景下，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 1.38 元、1.65 元和 1.89 元，BVPS 分别为 6.33 元、7.99 元和 9.88 元，按照最新的收盘价计算，2009-2011 年 PE 分别为 14.5x、12.1x 和 10.6x，PB 分别为 3.16x、2.50x 和 2.02x，估值仍具有一定吸引力，维持“增持”的投资评级，并给予 6 个月 22.4 元的目标价。

附表一：财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2008	2009E	2010E	2011E
P/E	101.15	14.52	12.10	10.57
P/B	3.79	3.16	2.50	2.02
P/PPoP	7.64	7.54	5.79	5.22
市值/总资产(A股)	13.09%	10.51%	8.94%	7.64%
股息收益率(税后)	0.00%	0.00%	0.00%	0.43%

每股指标 (元)	2008	2009E	2010E	2011E
EPS	0.20	1.38	1.65	1.89
BVPS	5.28	6.33	7.99	9.88
PPoPPS	2.62	2.65	3.46	3.83
DPS	0.00	0.00	0.00	0.09

盈利驱动	2008	2009E	2010E	2011E
存款增长	28.17%	26.60%	18.21%	17.49%
贷款增长	27.92%	24.49%	19.80%	18.98%
存贷比	66.99%	66.56%	69.02%	71.48%
盈利资产增长	32.84%	26.06%	17.95%	17.27%
贷款收益率	7.71%	5.50%	5.31%	5.12%
债券收益率	3.55%	2.63%	2.84%	2.80%
盈利资产生息率	6.29%	4.43%	4.32%	4.26%
存款成本率	2.57%	1.79%	1.43%	1.38%
付息负债付息率	3.45%	1.94%	1.60%	1.57%
净息差(NIM)	2.99%	2.56%	2.79%	2.77%
净利差(SPREAD)	2.84%	2.49%	2.72%	2.69%
非利息收入比重	13.20%	10.88%	9.71%	9.51%
费用收入比(含税)	43.93%	47.21%	47.12%	49.63%
拨备支出/平均贷款	2.95%	0.82%	1.05%	0.92%
有效所得税率	22.53%	22.76%	22.09%	22.32%

收入盈利增长	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入增长	31.15%	9.59%	32.19%	16.59%
非利息收入增长	63.50%	18.51%	20.33%	17.06%
营业净收入增长	34.29%	6.74%	30.48%	16.32%
拨备前利润增长	39.50%	1.29%	30.40%	10.74%
净利润增长	-76.83%	596.5%	19.98%	14.53%

资产盈利能力	2008	2009E	2010E	2011E
RoAE	3.90%	23.79%	22.90%	21.06%
RoAA	0.14%	0.79%	0.78%	0.76%
RoAA(拨备前)	1.92%	1.52%	1.64%	1.55%
RoRWA	0.24%	1.35%	1.34%	1.31%

资产质量	2008	2009E	2010E	2011E
不良资产率	0.68%	0.78%	1.23%	1.40%
拨备覆盖率	105.1%	152.4%	148.3%	156.0%
拨备余额/全部贷款	0.71%	1.19%	1.82%	2.18%

资本	2008	2009E	2010E	2011E
资本充足率	8.58%	9.45%	9.57%	9.52%
核心资本充足率	5.27%	5.68%	6.16%	6.46%
财务杠杆(倍)	28.93	30.04	28.01	26.49
风险加权资产比重	58.83%	58.56%	57.94%	58.44%

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	12,598	13,806	18,250	21,278
利息收入	26,465	23,857	28,263	32,763
利息支出	13,867	10,051	10,013	11,486
资产准备支出	7,334	2,695	4,148	4,322
拨备后净利息收入	5,264	11,112	14,102	16,956
手续费净收入	851	1,009	1,214	1,421
其他经营净收益	1,064	677	749	814
营业净收入	14,513	15,492	20,213	23,513
营业费用	6,376	7,314	9,525	11,670
营业外净收入	-11	54	45	44
拨备前利润	8,127	8,232	10,734	11,887
总利润	793	5,537	6,586	7,565
所得税	179	1,260	1,455	1,688
少数股东利润	0	0	0	0
净利润	614	4,277	5,132	5,877

资产负债表 (百万元)	4Q2008	4Q2009	4Q2010	4Q2011
现金及存放同业	22,492	25,758	29,513	32,874
央行准备金	38,786	50,575	59,556	63,033
拆放金融企业	43,970	53,560	62,410	70,703
贷款	283,741	353,220	423,148	503,450
贷款拨备	-2,027	-4,218	-7,706	-10,976
债券投资	78,176	105,776	119,991	144,494
固定资产	2,087	1,965	1,834	1,673
递延税款净额	1,812	391	1,113	1,776
其他资产	5,403	3,888	4,798	5,629
盈利资产	467,165	588,888	694,618	814,553
总资产	474,440	590,915	694,657	812,655
金融企业存放	82,906	97,929	112,184	128,392
存款	360,514	456,410	539,504	633,854
应付款项	6,655	7,404	8,666	10,228
发行债券	7,964	9,500	9,500	9,500
付息负债	451,384	563,839	661,187	771,746
总负债	458,039	571,243	669,853	781,974
实收资本	3,105	3,105	3,105	3,105
公积金	8,760	8,182	8,695	9,283
一般准备	3,583	3,460	4,025	4,749
未分配利润	952	4,924	8,978	13,543
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益	16,401	19,672	24,804	30,681

存贷款客户结构	4Q2008	4Q2009	4Q2010	4Q2011
个人贷款	26.05%	25.82%	25.92%	26.02%
企业贷款	73.95%	74.18%	74.08%	73.98%
票据贴现	14.88%	14.00%	12.00%	10.00%
储蓄存款	16.11%	16.48%	16.89%	17.32%
企业存款	51.90%	83.52%	83.11%	82.68%

网点与员工(个)	4Q2008	4Q2009	4Q2010	4Q2011
网点数量	282	316	341	368
员工数量	10,381	11,938	13,371	14,440

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

范坤祥：金融行业分析师

余闰华：金融行业分析师

重点研究上市公司：工商银行、中国银行、建设银行、交通银行、招商银行、民生银行、浦发银行、兴业银行、宁波银行、南京银行、深发展、华夏银行、北京银行、中信银行。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。