



浙商银行

定位平台化战略，高成长的股份行

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖浙商银行(601916)给予跑赢行业评级，目标价 5.91 元，对应 0.91x 2020e P/B；再次覆盖浙商银行 H 股(02016.HK)，给予跑赢行业评级，目标价 4.42 港元，对应 0.60x 2020e P/B。理由如下：

- ▶ **具有成长性高股份行。**浙商银行成立于 2004 年，是第九家 A 股上市股份行；总部位于浙江杭州，立足长三角地区拓展布局全国市场。浙商银行 2013-1H20 总资产、贷款规模 CAGR 分别为 24.1%、28.9%，维持高速增长态势。截至 2020 年 6 月末，总资产共计 1.99 万亿元，位列 A 股上市银行第 18 位，向前看，基于资产规模基数和布局区域经济发展，我们认为浙商银行未来有较大的成长空间。
- ▶ **平台化模式构建产业链生态圈。**公司从 2014 年票据池开始深耕平台化业务，目前形成以池化融资平台、应收款链平台和易企银平台为主的“3+2”平台模式，截止 20 年 7 月末，公司累计获客 5.37 万户，融资余额共 6,064 亿元。平台化模式通过解决企业融资难题和提高产业链效率进而逐步形成产业链生态圈，帮助银行实现批量化获客，同时信息不对称问题解决有助于增强风控能力。特色的平台化服务给予浙商银行较高的议价能力，2020 年上半年企业贷款收益率为 5.52%（股份行第一）；利息收入/平均总资产比重为 4.34%，（上市银行第二）；平台化战略投放贷款不良指标显著低于传统方式。
- ▶ **预计 2021 年公司利润增长有望实现 V 型反转。**公司 2020 年更加审慎的确认不良贷款和增加计提拨备力度，我们预计 2020 年净利润下降 19.4%，信用成本为 2.24%。我们认为 2020 年是公司信用成本高点，预计 2021 年有望实现业绩反转，2021 年利润同比增长 13.5%。

我们与市场的最大不同？市场主要关注浙商银行目前的经营表现，我们更看重平台化模式深耕所带来的边际产能递增。

潜在催化剂：平台化业务模式快速推广、信用成本高点确认、2021 年实现利润增长 V 型反转。

盈利预测与估值

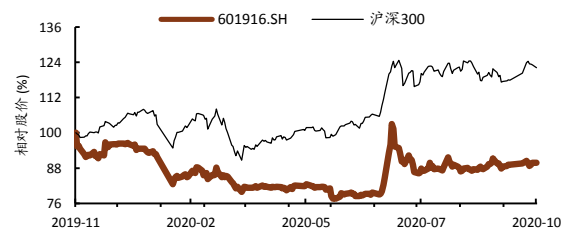
我们预计公司 2020~2021 年 EPS 分别为 0.49 元、0.56 元，CAGR 为 -4.2%（2019-2021）。目前 A 股交易于 0.7x 2020e P/B，我们首次覆盖给予目标价 5.91 元，对应 0.91x 2020e P/B 和 39.1% 的上涨空间；H 股交易于 0.51x 2020e P/B，再次覆盖给予目标价 4.42 港元，对应 0.60x 2020e P/B 和 16.9% 上涨空间；给予跑赢行业评级。

风险

平台化战略推进不及预期，负债能力中长期无法持续提升。

首次覆盖跑赢行业

股票代码	601916.SH	02016.HK
评级	* 跑赢行业	* 跑赢行业
最新收盘价	人民币 4.25	港币 3.78
目标价	人民币 5.91	港币 4.42
52 周最高/最低价	人民币 5.31~3.64	港币 4.90~2.94
总市值(亿)	人民币 859	港币 994
30 日日均成交额(百万)	人民币 177.81	港币 14.14
发行股数(百万)	21,269	21,269
其中：自由流通股(%)	12	21
30 日日均成交量(百万股)	41.96	3.72
主营行业		金融



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	38,912	46,392	50,004	55,314
增速	13.6%	19.2%	7.8%	10.6%
归属母公司净利润	11,490	12,925	10,418	11,823
增速	4.9%	12.5%	-19.4%	13.5%
每股净利润	0.61	0.61	0.49	0.56
每股净资产	5.47	6.02	6.47	7.04
每股股利	0.00	0.24	0.19	0.22
每股拨备前利润	1.44	1.58	1.75	1.95
市盈率	6.9	7.0	8.7	7.6
市净率	0.8	0.7	0.7	0.6
股价/每股拨备前利润	2.96	2.69	2.43	2.18
股息收益率	0.0%	5.6%	4.6%	5.2%
平均净资产收益率	12.0%	11.2%	7.8%	8.2%
平均总资产收益率	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

张帅帅

分析师

shuaishuai.zhang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080516060001

SFC CE Ref: BHK055

王瑶平

分析师

victor.wang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080517120002

SFC CE Ref: ALE841

严佳卉

分析师

jiahui.yan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080518110004

SFC CE Ref: BNF177

王子瑜

联系人

ziyu.wang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080120070123



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					成长能力				
利息收入	72,252	79,488	83,293	91,333	各项贷款余额毛额	28.6%	19.1%	16.0%	13.0%
利息支出	45,866	45,614	47,010	51,067	各项存款余额	13.3%	17.3%	22.0%	13.0%
净利息收入	26,386	33,874	36,283	40,265	净利息收入	8.2%	28.4%	7.1%	11.0%
净手续费收入	4,252	4,579	5,221	5,848	拨备前利润	16.6%	25.0%	10.6%	11.6%
非利息收入	12,526	12,518	13,721	15,048	净利润	4.9%	12.5%	-19.4%	13.5%
营业收入合计	38,912	46,392	50,004	55,314	盈利能力				
营业费用	11,563	12,168	12,059	12,972	净息差(NIM)	1.7%	2.0%	1.9%	1.9%
营业税及附加	438	598	760	837	净利差(Spread)	1.5%	1.8%	1.8%	1.7%
拨备前经营利润	26,911	33,627	37,185	41,504	非利息收入/营业收入	32.2%	27.0%	27.4%	27.2%
当期提取减值准备金	13,030	18,902	24,928	27,595	资产质量				
利润总额	13,851	14,680	12,257	13,909	NPL/贷款余额(%)	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%
所得税	2,290	1,537	1,839	2,086	准备金余额/NPL(%)	270.4%	214.7%	210.0%	241.0%
归属母公司净利润	11,490	12,925	10,418	11,823	准备金余额/贷款余额(%)	3.3%	3.0%	3.1%	3.4%
资产负债表					资产负债结构				
各项贷款余额毛额	865,233	1,030,171	1,194,998	1,350,348	核心资本充足率	8.4%	9.6%	8.8%	8.5%
贷款呆帐准备金	28,157	31,238	36,996	46,091	资本充足率	13.4%	14.2%	13.0%	12.4%
各项贷款余额净额	837,076	998,933	1,158,002	1,304,257	贷款/存款	88.8%	90.1%	85.6%	85.6%
同业往来资产	189,338	207,612	189,167	202,537	回报率分析				
债券投资	564,933	518,037	621,645	665,160	总资产收益率	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%
生息资产	1,619,503	1,755,820	2,005,810	2,218,045	净资产收益率	12.0%	11.2%	7.8%	8.2%
非生息资产	55,348	76,204	87,195	96,089	每股指标				
资产总额	1,646,695	1,800,786	2,056,009	2,268,043	每股净利润(元)	0.61	0.61	0.49	0.56
各项存款余额	974,770	1,143,741	1,395,364	1,576,761	每股净资产(元)	5.47	6.02	6.47	7.04
同业业务负债	292,482	282,013	282,013	296,114	每股拨备前利润(元)	1.44	1.58	1.75	1.95
发行债券余额	245,997	206,241	200,000	200,000	每股股利(元)	0.00	0.24	0.19	0.22
付息负债	1,513,249	1,631,995	1,877,377	2,072,875	估值分析				
非付息负债	30,997	40,763	41,120	45,361	市盈率	6.9	7.0	8.7	7.6
负债合计	1,544,246	1,672,758	1,918,497	2,118,236	市净率	0.8	0.7	0.7	0.6
股东权益合计	102,449	128,028	137,512	149,808	P/POP	3.0	2.7	2.4	2.2
负债及股东权益合计	1,646,695	1,800,786	2,056,009	2,268,043	股息收益率(%)	0.0%	5.6%	4.6%	5.2%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

浙商银行（601916.SH，2016.HK）是十二家全国性股份制商业银行之一，成立于 2004 年 8 月，总部设立在浙江省杭州市。2016 年 3 月 30 日于香港联交所上市，2019 年 11 月 26 日于上海证券交易所上市，是全国第 13 家“A+H”上市银行。浙商银行率先实践平台化模式，从 2014 年开展“涌金票据池”，目前形成以池化融资平台、应收款链平台和易企银平台为主的“3+2”平台模式，积累了丰富的对公业务、金融科技经验。



目录

定位平台化战略，争做银行平台经济领军人	5
立足长三角拓展全国布局，定位平台化战略	5
高成长性的股份行	8
公司业务优势引领营收利润高增长	8
资产负债表扩张维持高增速：对公贷款占据结构主导	11
存量资产质量指标好于同业，进一步呈现更真实的资产负债表	16
科技+金融+行业+企业，平台化战略实施	19
平台化战略效果初步显现	19
平台化战略介绍	20
盈利预测与估值	24
风险	29

图表

图表 1: 浙商银行全国网点分布（截至 2020 年 6 月末）	5
图表 2: 贷款区域结构相对保持稳定，1H20 长三角地区贷款占比 57.3%	6
图表 3: 浙商银行 1H20 营业收入地区分布占比	6
图表 4: 浙商银行 1H20 收入结构地区分布	6
图表 5: 上市银行 2015-2019 年杜邦分析，浙商银行优势主要在来自于利息收入	7
图表 6: 上市银行 1H20 杜邦分析	7
图表 7: 2014-2019 浙商银行 PPOP 同比增速优于股份行、上市银行平均表现	8
图表 8: 2014-2019 浙商银行净利润增速高于股份行、上市银行平均表现	8
图表 9: （左图）净息差比较（期末期初平均余额）；（右图）1H20 股份行净息差横向对比（日均余额）	9
图表 10: 半年净息差（日均余额）	9
图表 11: 1H20 浙商银行生息资产收益率位列第二，仅次于平安银行；负债能力一般	9
图表 12: （左图）浙商银行各项资产产生息率/收益率；（右图）浙商银行各项负债付息率	9
图表 13: 1H20 浙商银行企业贷款收益率排名股份行第一	10
图表 14: 非息收入占比时间序列	10
图表 15: 2013-2019 年非息收入 CAGR 为 31.9%	10
图表 16: 非息收入结构中，2018/2019 年投资收益大幅增长成为主要收益来源，净手续费收入占比下降	10
图表 17: 自 2018 年开始，净手续费收入占比下降主要由于理财服务手续费收入下降	11
图表 18: 1H20 浙商银行非息收入占营业收入比重为 28.6%，位列上市银行中游水平	11
图表 19: 1H20 浙商银行净手续费收入占营业收入比重为 11.8%，占比位于上市银行后端	11
图表 20: 2013-1H20 上市银行总资产 CAGR，浙商银行录得 24.1%，位列可比上市银行第二	12
图表 21: 1H20 上市银行资产规模和同比增速对比	12
图表 22: 浙商银行总资产、贷款总额规模及增速（% YoY）	12
图表 23: 资产结构中贷款占比逐渐提升	13
图表 24: 1H20 股份行贷款/总资产占比，股份行平均占比为 56.4%；浙商银行贷款 1.13 万亿元，占总资产 56.8%	13
图表 25: 浙商银行 1H20 对公贷款、个人贷款占比 65.8%/25.5%；新增贷款以对公贷款为主；1H20 股份行贷款对公、零售结构，浙商银行对公贷款占比位列第二	13
图表 26: 浙商银行零售贷款增速较快，2016-1H20 CAGR 为 40.2%，消费贷款规模由 21.6 亿元增长至 782.9 亿元	14
图表 27: 1H20 对公贷款结构：租赁和商务服务业、房地产业、制造业贷款规模位列前三，分别占比 22.1%/21.7%/16.2%	14
图表 28: 资产规模增速解构：17-18 年增速放缓主要由于同业负债规模收缩，19 年、1H20 增长主要靠存款	14



图表 29:近四年半存款在负债结构中的占比逐渐提升	15
图表 30: 存款结构横向对比, 浙商银行对公定期存款占比相对较高	15
图表 31: 浙商银行近两年半存款增速领先可比同业, 主要来自于对公存款的持续扩张, 以及 2019 年起零售定期存款逐渐发力保持高增速	15
图表 32: 浙商资产质量较为稳定, 位居股份行前列; 2Q20 不良率 1.40%, 仅次于招商银行	16
图表 33: 14-18 拨备覆盖率处于股份行高位, 1H20 处于股份行平均水平, 领先对公贷款占比高的华夏银行	17
图表 34: 半年度不良净生成率&累计信用成本	17
图表 35: 不良/逾期/关注类贷款占比时间序列	17
图表 36: 浙商银行历史逾期率表现优于股份行平均水平	17
图表 37: 不良贷款、不良率分行业比较; 对公贷款结构持续优化, 制造业占比下降、房地产行业占比上升; 1H20 新增对公贷款 635 亿元, 其中制造业贷款仅占 9.3%.....	18
图表 38: 分地区不良贷款率	18
图表 39: 示意图: 以往风险出清周期 (左图) vs 本轮可能的风险出清周期 (右图), T1 时刻即业绩底部, 早于以往周期	18
图表 40: 1H20 平台化对公融资余额为 5,790 亿元	19
图表 41: 平台化业务服务公司客户数保持 40%以上增速	19
图表 42: 对公业务三大平台 1H20 融资余额	20
图表 43: 池化融资平台贷为早期平台化扩张提供动力	20
图表 44: 浙商银行平台化服务战略和产品演变	20
图表 45: 浙商银行“涌金资产池”运作模式示意图	21
图表 46: 浙商银行“涌金资产池”入池资产与出池产品	21
图表 47: 浙商银行“涌金出口池”运作模式示意图	21
图表 48: 浙商银行“应收款链平台”运作模式示意图 1	22
图表 49: 浙商银行“应收款链平台”运作模式示意图 2	22
图表 50: 国家互联网信息办公室银行区块链服务备案数量 (截至 2020 年 8 月 19 日)	23
图表 51: 浙商银行“易企银”平台运作模式示意图	23
图表 52: 主要指标以及盈利预测	25
图表 53: 浙商银行: 三阶段 DDM 得出内在价值为 1,258 亿元, A 股目标价 5.91 元, 对应 0.91x 2020e P/B, H 股目标价 4.42 港元, 对应 0.60x 2020e P/B; 敏感性分析: A 股估值范围 0.75x-1.15x 2020e P/B, H 股估值范围 0.52x-0.69x 2020e P/B	26
图表 54: 可比公司主要数据及估值	27
图表 55: 历史 P/E	27
图表 56: 历史 P/B	27
图表 57: 可比公司估值表 (收盘价截至 2020 年 10 月 19 日)	28
图表 58: 1H20 股权结构图	29



定位平台化战略，争做银行平台经济领军人

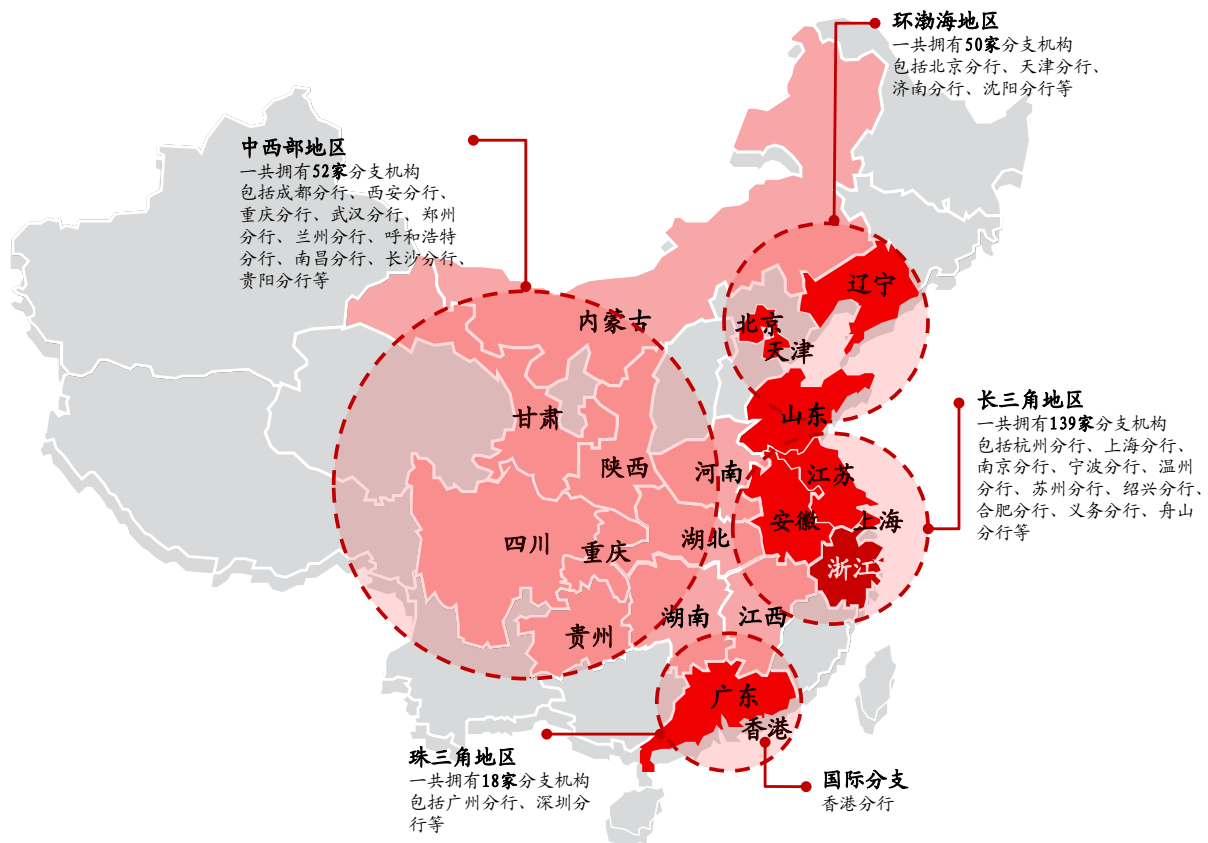
立足长三角拓展全国布局，定位平台化战略

浙商银行（601916.SH，2016.HK）是十二家全国性股份制商业银行之一，成立于2004年8月，总部设立在浙江省杭州市。2016年3月30日于香港联交所上市，2019年11月26日于上海证券交易所上市，是全国第13家“A+H”上市银行。

确立“两最”总目标和平台化服务战略。“两最”即“最具竞争力全国性股份制商业银行”和“浙江省最重要金融平台”，浙商银行期望能在价值创造、科技应用、风控、市场服务等方面比肩一流股份制银行，扩大规模体量，成为省内各级政府、金融机构、核心企业的战略合作伙伴。**平台化服务战略**对应浙商银行的“3+2”平台，即，3个主要互联网大数据服务平台——“池化融资平台”“易企银平台”“应收款链平台”，以及对接外部场景的“应用场景平台”（包括订单通、仓单通、分销通、银租通等）和提高资产流动性的“场外交易平台”。截至2020年7月末，公司业务平台化服务落地项目共3.08万个，累计获客5.37万户，融资余额共6,064亿元，分别较年初增长11%/11%/28%。平台化业务融资余额占公司表内外资产比例近50%。

立足长三角拓展全国布局。截至2020年6月末，浙商银行已在全国19省（直辖市）及香港特别行政区设立了260家分支机构，分布在长三角地区、环渤海地区、中西部地区和珠三角地区。其中，长三角地区一共拥有139家分支机构，占比超过50%；在浙江省已布局多达83家分支机构。全国网点数量较2016年底增长52%。1H20浙商银行上述四个战略区（长三角地区、环渤海地区、中西部地区、珠三角地区）的营业收入占比分别为57%、17%、19%和7%。从利息净收入和手续费及佣金净收入的结构来看，长三角地区在息差方面贡献了较大的份额，其盈利占总共利息净收入的55.1%；环渤海、中西部地区有着相对更高的手续费及佣金净收入的份额，分别占比21.6%、30.6%。

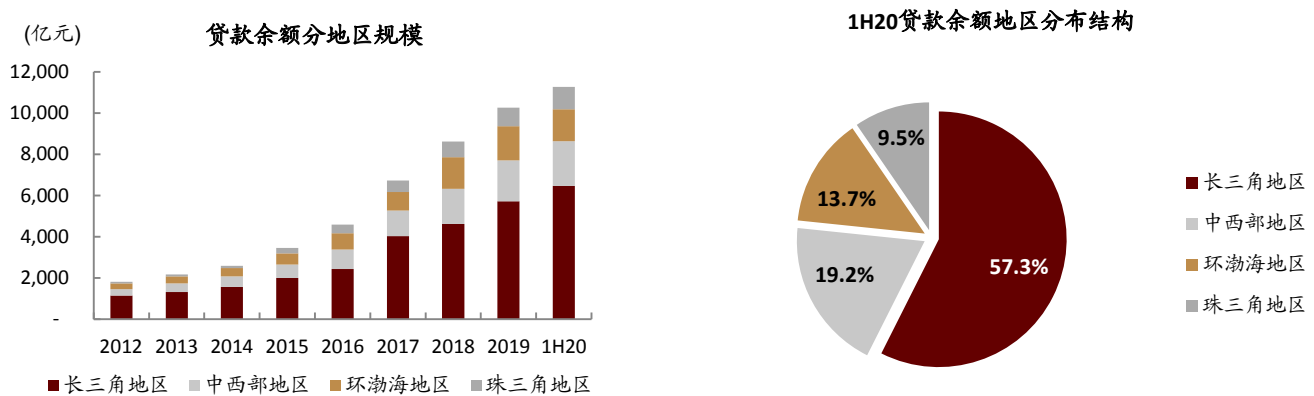
图表1：浙商银行全国网点分布（截至2020年6月末）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

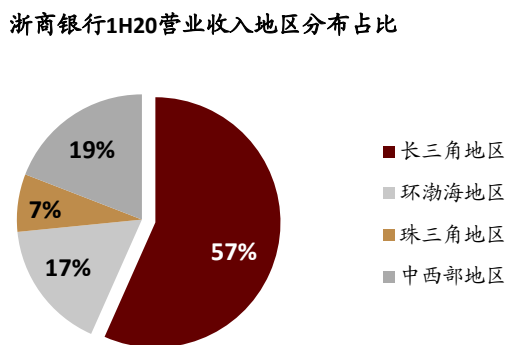


图表2：贷款区域结构相对保持稳定，1H20 长三角地区贷款占比 57.3%



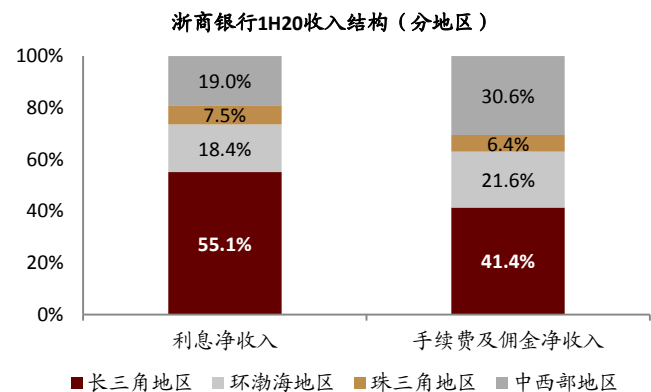
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表3：浙商银行1H20 营业收入地区分布占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表4：浙商银行1H20 收入结构地区分布



资料来源：公司公告，中金公司研究部

平台化战略有望解决公司盈利能力痛点。杜邦分析显示，浙商银行较低的 ROA 主要源自较高的负债成本、较低的手续费收入和较高的信用成本支出。平台化战略有望逐步解决相关公司痛点：

- ▶ **平台化模式构建产业链生态圈，实现批量获客。**平台化模式帮助企业解决流动性融资难点，盘活沉淀资产，统筹整合集团内部、产业链资源，有效降低企业杠杆率与融资成本。高效的融资需求解决方案吸引大量企业入驻，从 2018 年末至 2020 年 7 月，平台融资余额累计增长 65.7%，客户数累计增长 74.6%。我们认为，平台化战略实施有望提高客户粘性，主账户数量提升将逐步提高公司负债能力，降低负债成本。
- ▶ **平台化融资不良率显著低于普通贷款，1H20 新增不良中平台化授信业务占比低于 1%。**平台化模式激励核心企业主动纳入可靠的上下游企业，更高频和更多维度的信息交互有效降低信息不对称问题，降低相关信用风险。随着平台化融资余额增长及其占贷款比重上升，我们预计公司风险控制能力有望进一步提升。



图表 5: 上市银行 2015-2019 年杜邦分析, 浙商银行优势主要在来自于利息收入

杜邦分析 (%)	工商	建设	农业	中行	交通	邮储	招商	中信	浦发	民生	兴业	光大	华夏	平安	浙商	北京	宁波	南京	杭州	江苏	渝农	均值	浙商相对均值
净利息收入/平均总资产	2.11	2.19	2.19	1.79	1.61	2.34	2.43	1.92	1.97	1.63	1.71	1.84	2.15	2.51	1.92	1.89	1.87	1.98	1.73	1.57	2.49	1.99	-8 bps
利息收入/平均总资产	3.56	3.68	3.66	3.40	3.84	3.83	4.08	4.08	4.28	4.06	4.24	4.26	4.37	4.95	4.65	4.21	4.06	4.55	4.18	4.40	4.58	4.14	51 bps
利息支出/平均总资产	1.44	1.49	1.47	1.60	2.23	1.49	1.64	2.16	2.32	2.44	2.53	2.42	2.21	2.44	2.73	2.32	2.18	2.57	2.46	2.82	2.09	2.15	59 bps
非利息收入/平均总资产	0.83	0.82	0.55	0.83	0.82	0.33	1.30	0.94	0.93	1.23	0.90	0.86	0.73	1.21	0.70	0.48	0.95	0.60	0.38	0.56	0.38	0.78	-8 bps
净手续费收入/平均总资产	0.57	0.57	0.40	0.47	0.47	0.15	1.03	0.77	0.67	0.91	0.66	0.75	0.68	1.01	0.42	0.40	0.63	0.35	0.21	0.33	0.25	0.56	-14 bps
其他非息净收入/平均总资产	0.25	0.25	0.15	0.36	0.35	0.18	0.27	0.18	0.26	0.32	0.24	0.11	0.05	0.20	0.28	0.08	0.32	0.25	0.17	0.23	0.13	0.22	6 bps
营业收入/平均总资产	2.94	3.01	2.75	2.62	2.43	2.68	3.73	2.86	2.90	2.86	2.61	2.70	2.88	3.72	2.62	2.37	2.83	2.57	2.10	2.13	2.86	2.77	-15 bps
营业费用/平均总资产	0.91	0.92	0.97	0.90	0.91	1.63	1.14	0.82	0.69	0.89	0.66	0.78	0.95	1.10	1.15	0.60	0.97	0.70	0.64	0.60	0.93	0.90	25 bps
营业税/平均总资产	0.07	0.07	0.06	0.05	0.07	0.04	0.08	0.07	0.07	0.07	0.08	0.07	0.07	0.09	0.05	0.05	0.05	0.07	0.04	0.05	0.07	0.06	-2 bps
资产减值损失/平均总资产	0.51	0.59	0.53	0.46	0.44	0.42	1.00	1.00	0.96	0.79	0.78	0.78	0.76	1.49	0.87	0.67	0.64	0.67	0.69	0.63	0.53	0.72	14 bps
税前利润/平均总资产	1.46	1.44	1.19	1.22	1.01	0.59	1.52	0.97	1.18	1.10	1.10	1.06	1.10	1.04	0.96	1.04	1.16	1.13	0.73	0.85	1.34	1.10	-15 bps
所得税/平均总资产	0.31	0.28	0.24	0.23	0.17	0.04	0.33	0.18	0.23	0.19	0.14	0.22	0.25	0.24	0.18	0.18	0.12	0.19	0.08	0.11	0.31	0.20	-2 bps
净利润/平均总资产 (ROAA)	1.15	1.16	0.95	0.99	0.84	0.55	1.19	0.78	0.95	0.91	0.96	0.84	0.85	0.79	0.78	0.87	1.04	0.94	0.65	0.74	1.03	0.90	-13 bps
平均总资产/平均净资产	12.03	12.36	14.25	12.18	13.25	22.43	13.47	14.34	14.37	14.78	15.36	13.98	14.20	14.50	17.46	14.02	15.55	16.18	16.72	16.83	13.81	14.86	2.6 ppts
平均净资产收益率 (ROE)	13.81	14.29	13.59	12.06	11.17	12.40	15.96	11.21	13.70	13.46	14.74	11.74	12.04	11.52	13.56	12.17	16.18	15.19	10.84	12.49	14.27	13.16	40 bps

资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 6: 上市银行 1H20 杜邦分析

杜邦分析 (%)	工商	建设	农业	中行	交通	邮储	招商	中信	浦发	民生	兴业	光大	华夏	平安	浙商	北京	宁波	南京	杭州	江苏	渝农	均值	浙商相对均值
净利息收入/平均总资产	1.93	2.01	1.68	2.02	2.32	1.44	2.30	1.84	1.67	1.56	1.47	2.06	2.27	2.42	1.88	1.81	1.60	1.64	1.77	1.49	2.29	1.88	0 bps
利息收入/平均总资产	3.34	3.54	3.20	3.51	3.80	3.62	3.89	3.98	3.73	3.79	3.66	4.19	4.28	4.57	4.34	4.01	3.63	4.09	4.00	4.11	4.32	3.89	45 bps
利息支出/平均总资产	1.41	1.54	1.53	1.49	1.48	2.18	1.59	2.14	2.06	2.23	2.19	2.13	2.01	2.15	2.46	2.19	2.03	2.45	2.23	2.61	2.03	2.01	45 bps
非利息收入/平均总资产	0.89	0.92	0.76	0.63	0.44	1.03	1.46	1.05	1.07	1.22	1.20	0.66	0.72	1.35	0.75	0.55	1.23	0.89	0.68	0.84	0.36	0.89	-14 bps
净手续费收入/平均总资产	0.56	0.60	0.43	0.41	0.18	0.47	1.07	0.72	0.68	0.81	0.81	0.53	0.61	0.95	0.31	0.33	0.74	0.38	0.34	0.30	0.27	0.55	-24 bps
其他非息净收入/平均总资产	0.33	0.32	0.33	0.22	0.26	0.56	0.39	0.33	0.39	0.41	0.40	0.12	0.11	0.40	0.44	0.22	0.49	0.51	0.34	0.54	0.09	0.34	10 bps
营业收入/平均总资产	2.82	2.93	2.44	2.64	2.76	2.46	3.76	2.89	2.74	2.78	2.68	2.72	2.99	3.77	2.63	2.36	2.83	2.53	2.45	2.34	2.65	2.77	-14 bps
营业费用/平均总资产	0.81	0.80	0.75	0.82	1.45	1.02	1.10	0.65	0.60	0.59	0.57	0.71	0.75	1.06	0.62	1.38	0.96	0.63	0.58	0.55	0.00	0.78	-16 bps
营业税/平均总资产	0.03	0.03	0.02	0.02	0.00	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.04	0.03	0.02	0.03	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03	1 bps
资产减值损失/平均总资产	0.79	0.84	0.57	0.77	0.63	0.65	1.10	1.34	1.21	1.22	1.10	1.15	1.44	1.82	1.16	0.00	0.66	0.61	0.95	0.92	0.71	0.94	22 bps
税前利润/平均总资产	1.19	1.27	1.10	1.03	0.68	0.78	1.59	0.87	0.91	0.94	0.97	0.83	0.76	0.85	0.83	0.95	1.18	1.25	0.90	0.83	1.22	1.00	-17 bps
所得税/平均总资产	0.25	0.22	0.19	0.18	0.05	0.06	0.32	0.14	0.12	0.12	0.09	0.14	0.16	0.19	0.10	0.13	0.07	0.22	0.13	0.05	0.22	0.15	-4 bps
净利润/平均总资产 (ROAA)	0.94	1.05	0.92	0.85	0.64	0.72	1.27	0.74	0.79	0.82	0.88	0.69	0.60	0.66	0.72	0.83	1.12	1.04	0.78	0.79	1.00	0.85	-12 bps
平均总资产/平均净资产	11.73	11.70	11.54	12.67	17.85	12.74	12.27	12.85	12.83	12.97	13.19	13.45	11.66	11.81	14.59	13.32	12.97	14.74	14.84	14.40	11.59	13.13	1.5 ppts
平均净资产收益率 (ROE)	11.06	12.25	10.61	10.78	11.35	9.16	15.56	9.45	10.13	10.59	11.63	9.33	6.96	7.77	10.56	10.99	14.48	15.28	11.52	11.31	11.61	11.07	-50 bps

资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部

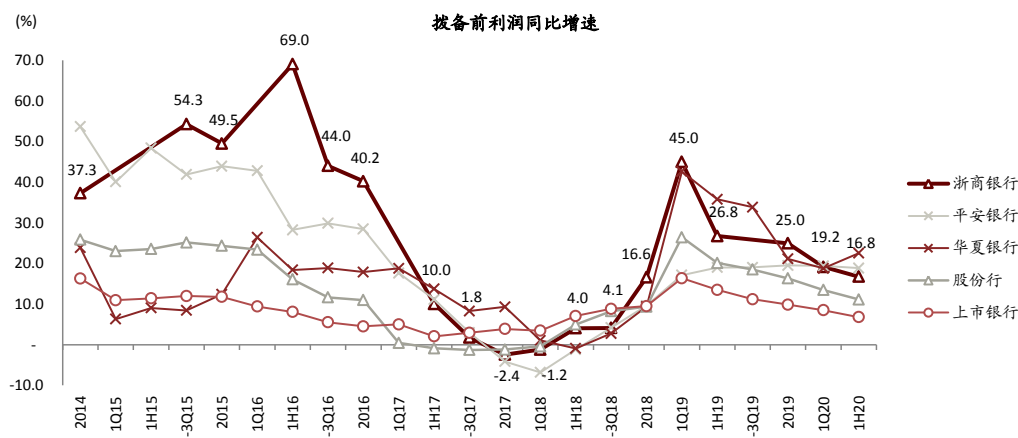


高成长性的股份行

公司业务优势引领营收利润高增长

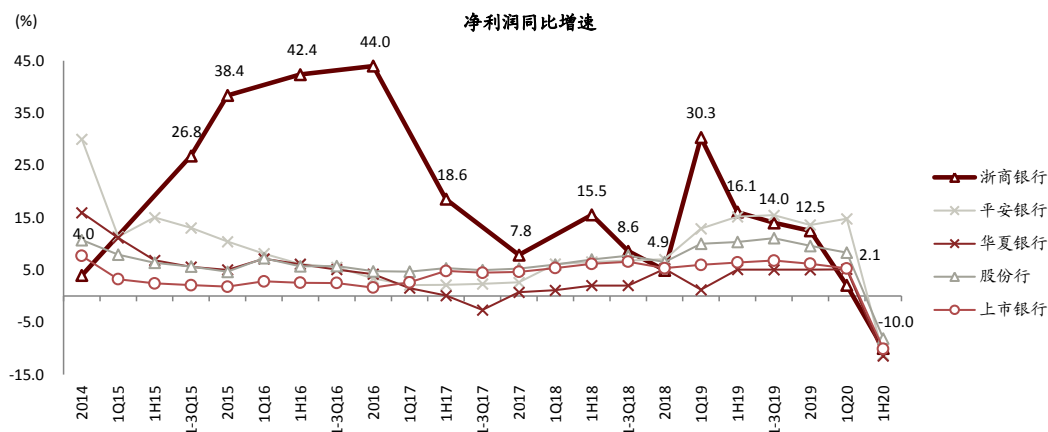
浙商银行 2014-19 年拨备前利润 CAGR 为 24.4%，超出股份行、上市银行平均水平。1H20 拨备前利润同比增长 16.8%，同期股份行、上市银行 PPOP 分别增长 11.1%、6.8%。公司 2014-19 年维持净利润增长 CAGR 为 20.5%，超出股份行、上市银行平均水平。我们认为，浙商银行营收利润高增长主要来自资产规模扩张，2014-19 总资产 CAGR 为 21.9%。受疫情与严监管影响，1H20 浙商银行资产减值损失同比上升 42.1%，净利润同比下降 10.0%，同期上市银行净利润平均同比下降 10.1%。

图表 7: 2014-2019 浙商银行 PPOP 同比增速优于股份行、上市银行平均表现



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 8: 2014-2019 浙商银行净利润增速高于股份行、上市银行平均表现

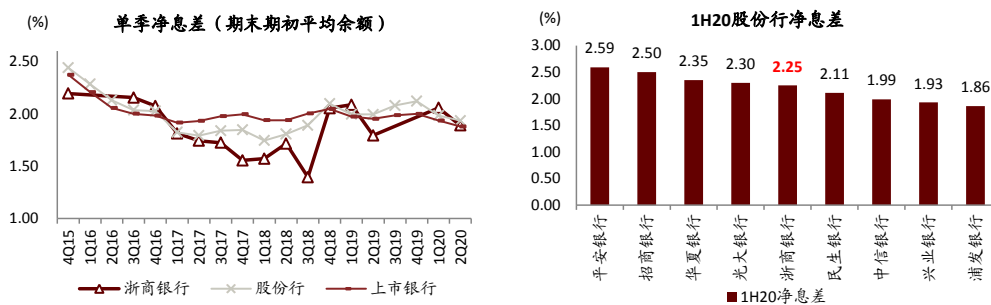


资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

浙商银行 1H20 净息差(日均余额)为 2.25%，位列 9 家上市股份行中间水平。1Q20、2Q20 单季度净息差(平均余额)分别为 2.06%、1.89%，同期股份行、上市银行平均 NIM 为 1.98%/1.94%、1.94%/1.88%。生息资产端，1H20 生息资产收益率为 4.73%，仅次于平安银行 4.90%，主要源自较高的企业贷款收益率和企业贷款占比，1H20 企业贷款收益率为 5.52%，排名 9 家上市股份行第一，1H20 企业贷款占资产比例为 65.8%，排名上市股份行第二。另外，负债能力一般，利息支出成本较高，1H20 付息负债成本率为 2.74%，A 股上市股份行排名第九。

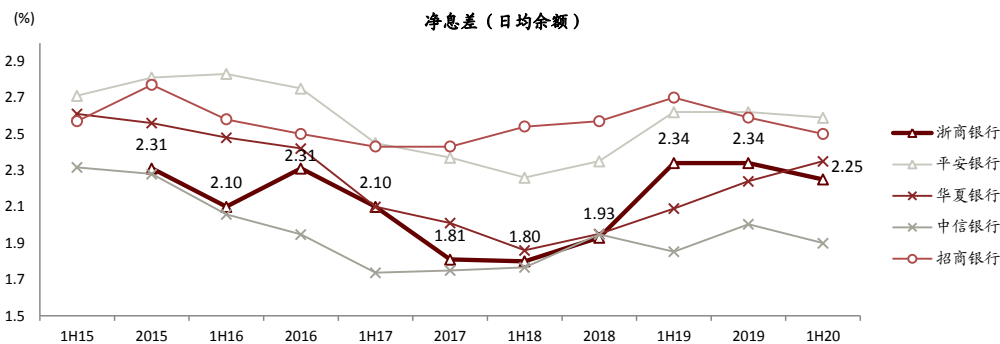


图表9: (左图) 净息差比较 (期末期初平均余额); (右图) 1H20 股份行净息差横向对比 (日均余额)



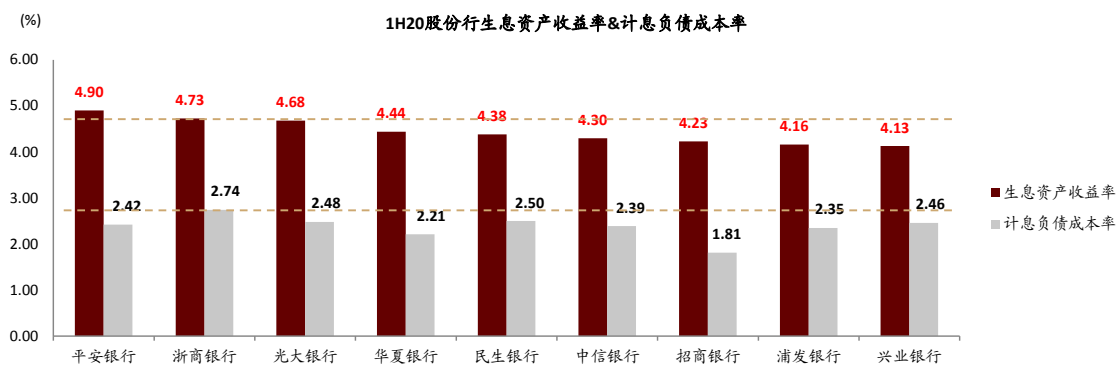
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部

图表10: 半年净息差 (日均余额)



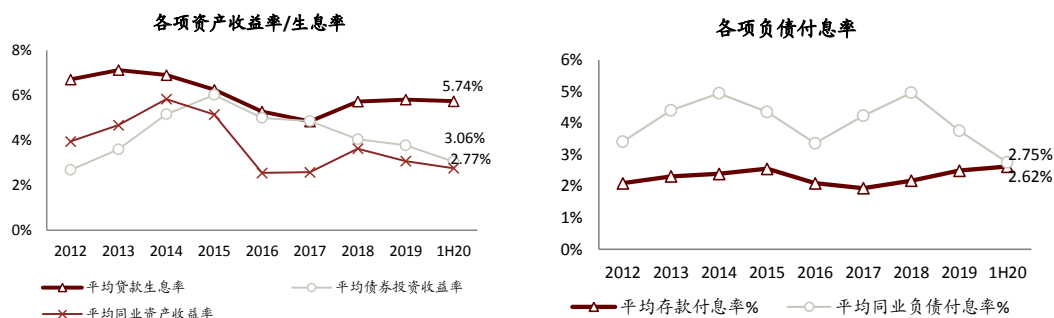
资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部 (注: 可比公司主要选择平安银行和华夏银行这两家股份行, 选择平安银行主要由于其科技赋能授信模式与浙商银行平台化模式类似, 选择华夏银行主要由于华夏银行和浙商银行是股份行中对公贷款占总贷款最高的两家银行)

图表11: 1H20 浙商银行生息资产收益率位列第二, 仅次于平安银行; 负债能力一般



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部

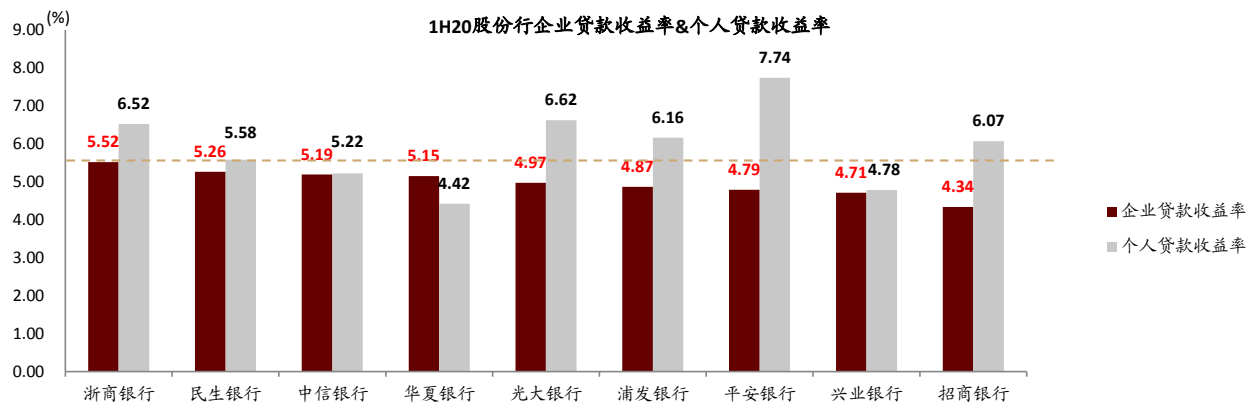
图表12: (左图) 浙商银行各项资产产生息率/收益率; (右图) 浙商银行各项负债付息率



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部



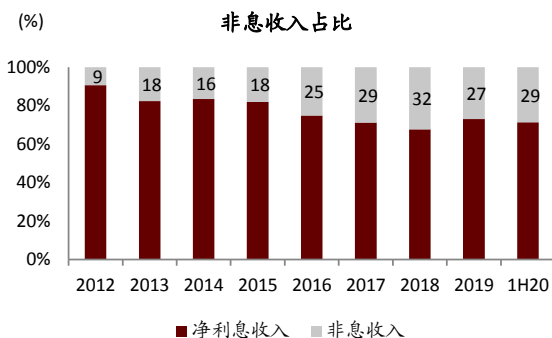
图表 13: 1H20 浙商银行企业贷款收益率排名股份行第一



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

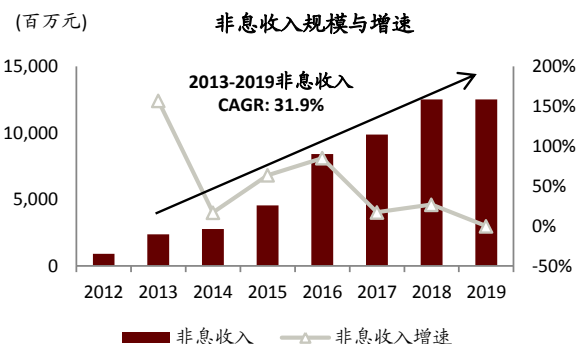
非息收入维持高增速，2013-2019 年非息收入 CAGR 录得 31.9%，近两年投资收益为主要增长源。2020 年上半年，浙商银行营业收入录得 251.44 亿元，非息收入 71.81 亿元，占比 29%，股份行平均非息收入占比为 37%。在非息收入结构中，2012-2017 年，净手续费收入为主要收益和增长来源，2018/2019 年投资收益大幅增长，两年间规模从 9.05 亿元增长至 81.02 亿元。净手续费收入占比下降，主要由于理财服务手续费规模收缩。非息收入能力成长空间较大。1H20 浙商银行非息收入占营业收入的比重为 28.6%，位列上市银行中间水平，上市银行平均占比为 31.4%；净手续费收入占营业收入的比重为 11.8%，位列上市银行后端，上市银行平均水平为 21.3%。

图表 14: 非息收入占比时间序列



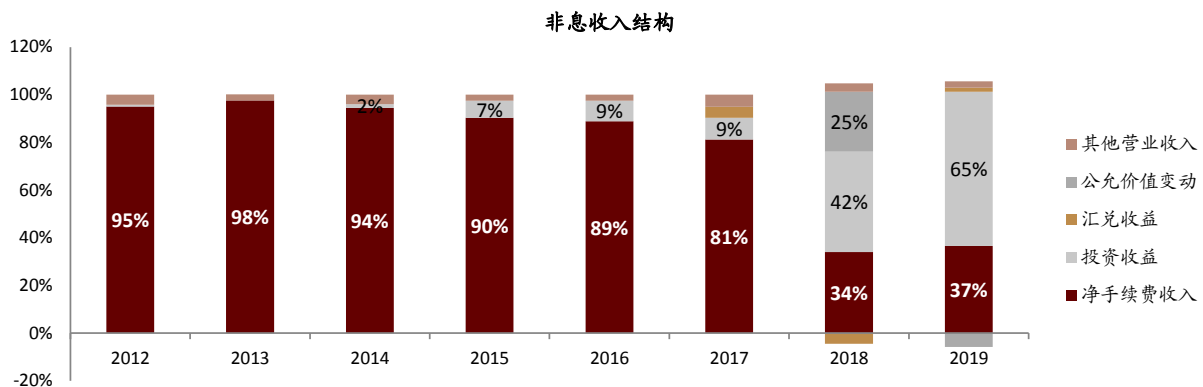
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 15: 2013-2019 年非息收入 CAGR 为 31.9%



资料来源：公司公告，中金公司研究部

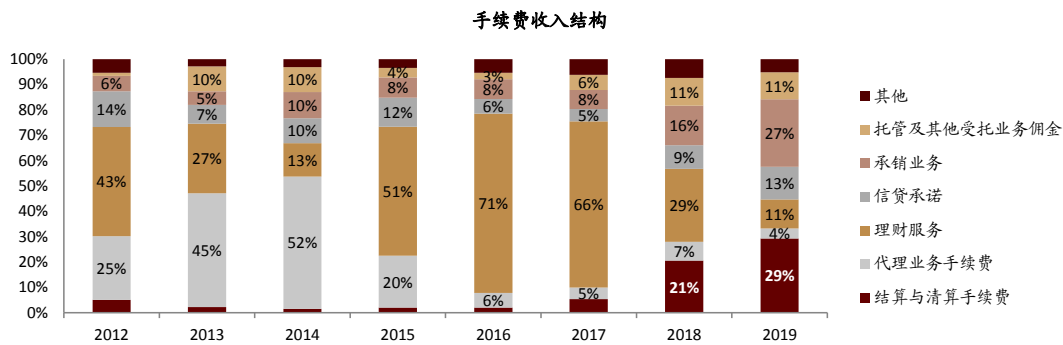
图表 16: 非息收入结构中，2018/2019 年投资收益大幅增长成为主要收益来源，净手续费收入占比下降



资料来源：公司公告，中金公司研究部

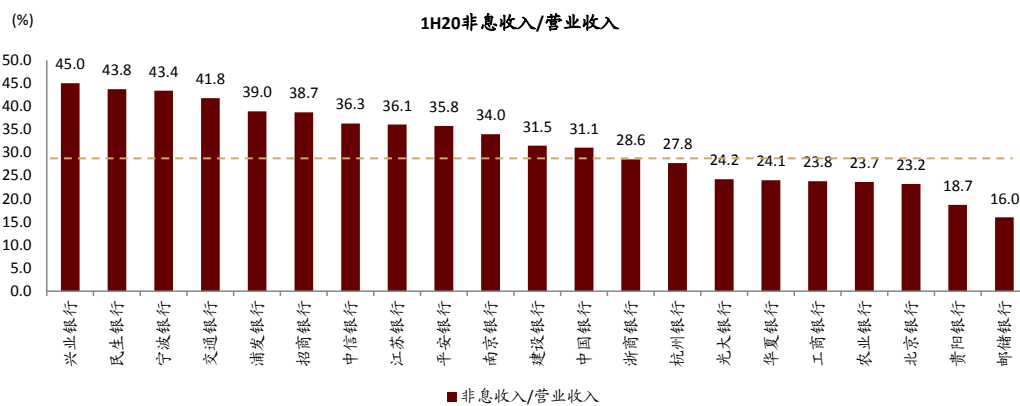


图表 17: 自 2018 年开始, 净手续费收入占比下降主要由于理财服务手续费收入下降



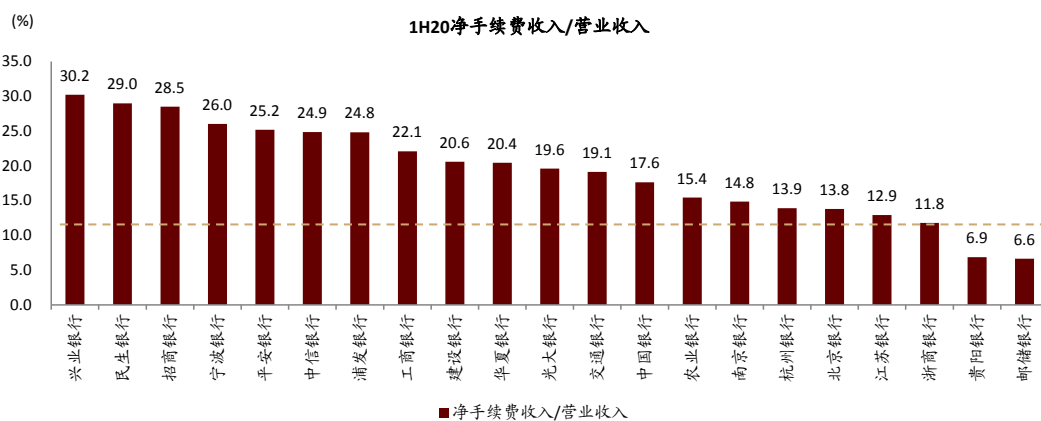
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 18: 1H20 浙商银行非息收入占营业收入比重为 28.6%, 位列上市银行中游水平



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 19: 1H20 浙商银行净手续费收入占营业收入比重为 11.8%, 占比位于上市银行后端



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部

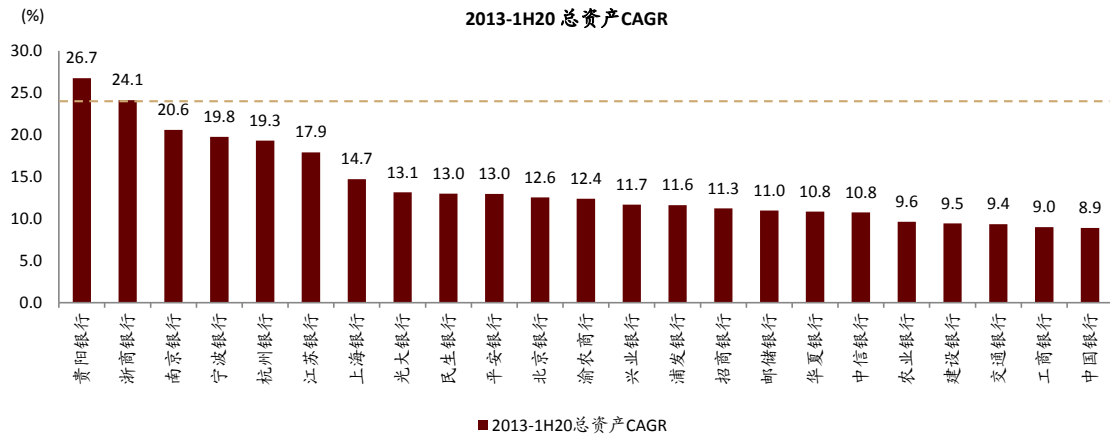
资产负债表扩张维持高增速: 对公贷款占据结构主导

截至 1H20, 浙商银行总资产为 1.99 万亿元, 较 1H19 增长 14.6%; 近七年规模扩张迅速, 2013-1H20 总资产 CAGR 为 24.1%, 位列可比上市银行第二位、股份行第一位。在已上市的 9 所股份行中, 平均总资产规模为 5.79 亿元, 浙商银行资产规模相对较小。浙商银行 1H20 贷款共计 1.13 万亿元, 占总资产比重为 56.8% (股份行平均占比 56.4%)。近四年贷款占比增长幅度较大, 较 16 年末 33.9% 增长 22.8ppts。2013-1H20 贷款 CAGR 为 28.9%。



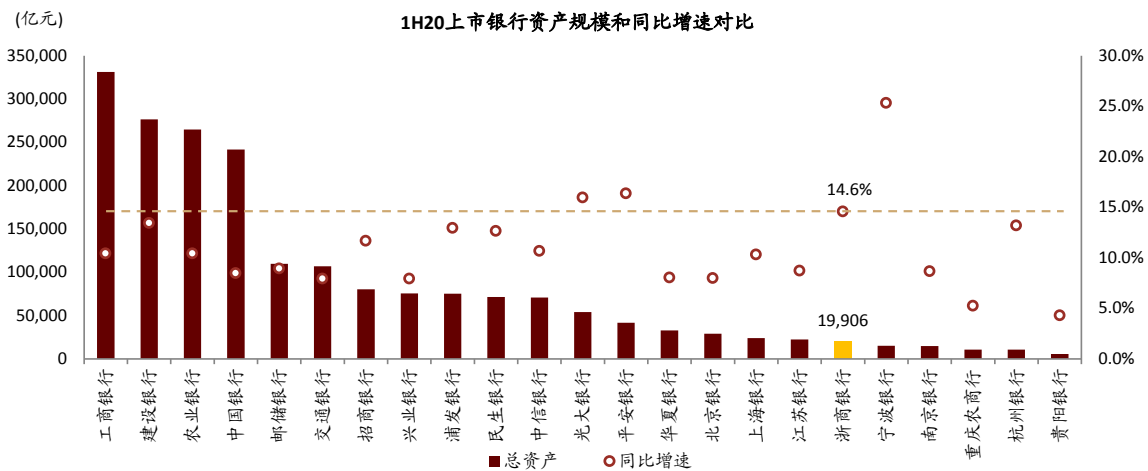
以对公为主的贷款结构：在浙商银行 1H20 对公贷款 7,431 亿元，占比 65.8%；零售贷款 2,878 亿元，占比 25.5%。在 9 家上市股份行中，对公贷款占比位列第二，仅低于华夏银行；股份行加权平均对公贷款占比为 51.2%。对公贷款结构中，租赁和商务服务业、房地产业、制造业贷款规模位列前三，分别占比 22.1%/21.7%/16.2%。此外，零售贷款增速较快，录得 2016-1H20 CAGR 为 40.2%，其中消费贷款规模由 2016 年中 21.6 亿元增长至 782.9 亿元。按照区域分类，长三角地区贷款余额占比 57.3%，中西部、环渤海、珠三角地区分别占比 19.2%、13.7%和 9.5%，区域结构近 9 年保持相对稳定。

图表 20: 2013-1H20 上市银行总资产 CAGR，浙商银行录得 24.1%，位列可比上市银行第二



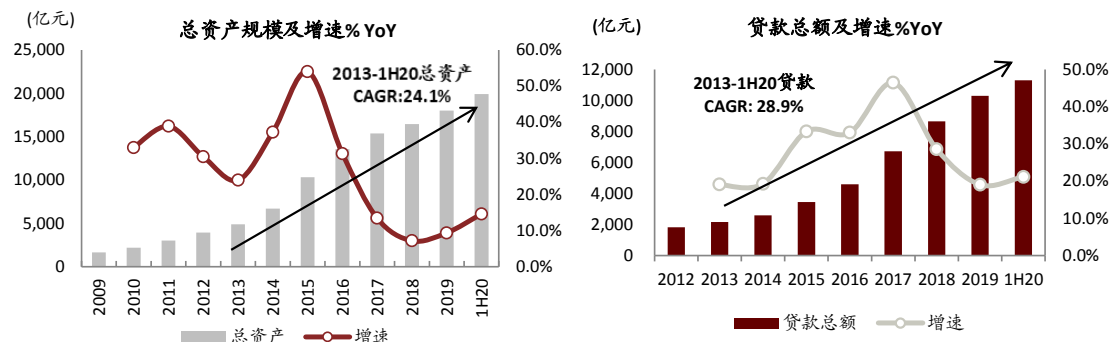
资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 21: 1H20 上市银行资产规模和同比增速对比



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

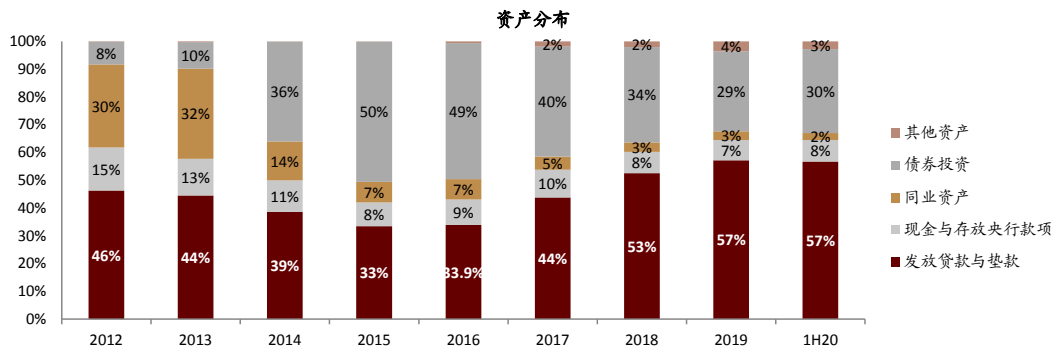
图表 22: 浙商银行总资产、贷款总额规模及增速 (% YoY)



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

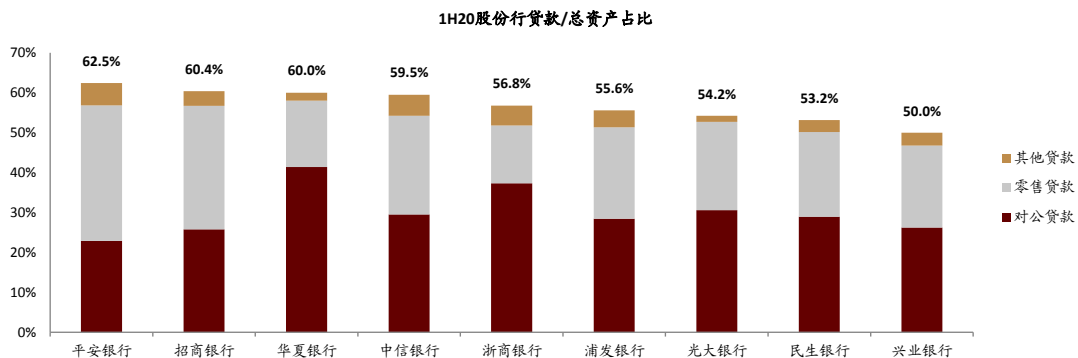


图表 23：资产结构中贷款占比逐渐提升



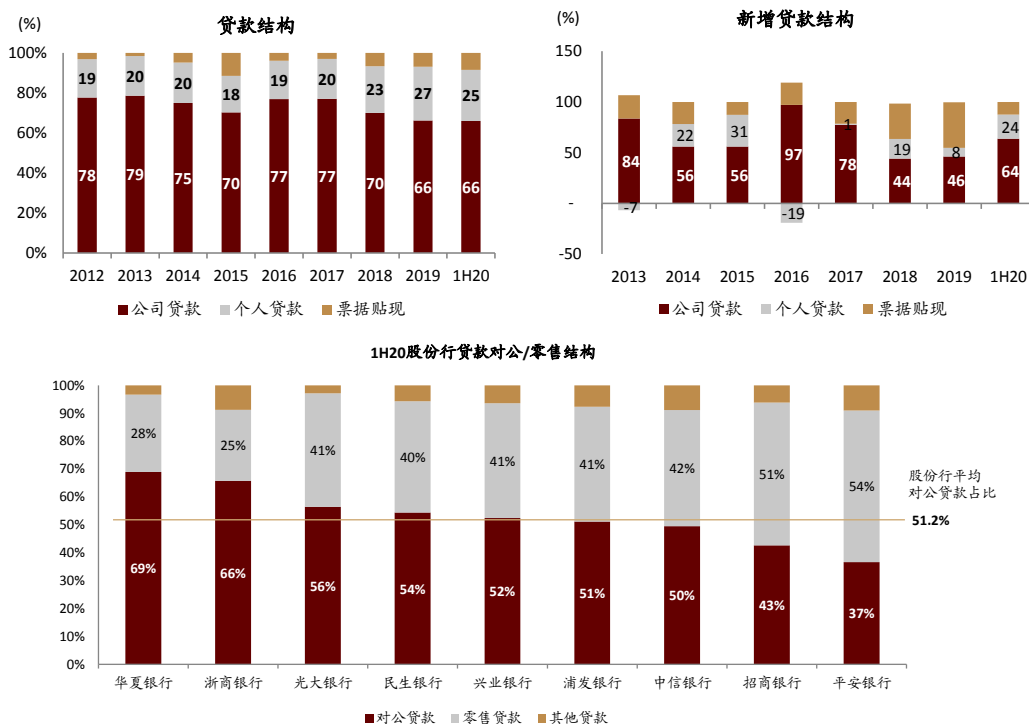
资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 24：1H20 股份行贷款/总资产占比，股份行平均占比为 56.4%；浙商银行贷款 1.13 万亿元，占总资产 56.8%



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

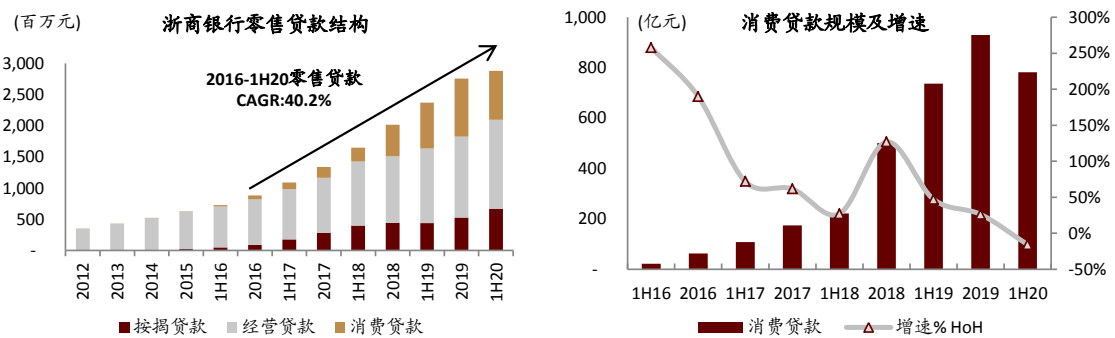
图表 25：浙商银行 1H20 对公贷款、个人贷款占比 65.8%/25.5%；新增贷款以对公贷款为主；1H20 股份行贷款对公、零售结构，浙商银行对公贷款占比位列第二



资料来源：公司公告，中金公司研究部

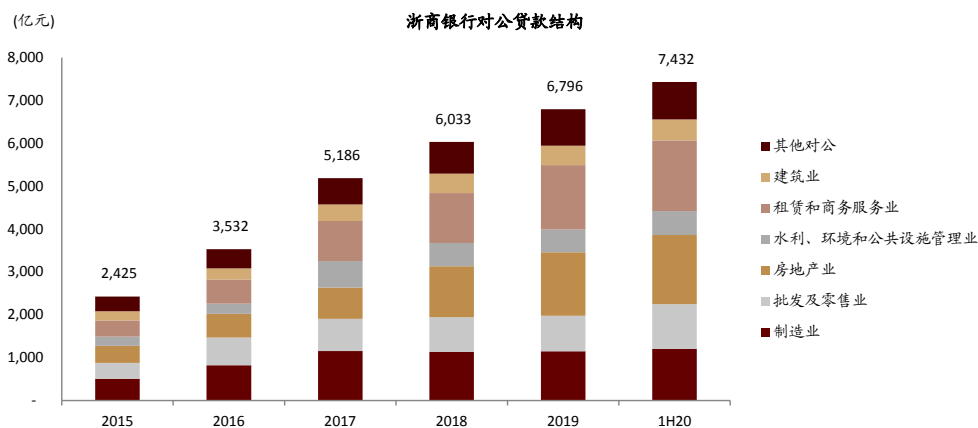


图表 26：浙商银行零售贷款增速较快，2016-1H20 CAGR 为 40.2%，消费贷款规模由 21.6 亿元增长至 782.9 亿元



资料来源：公司公告，中金公司

图表 27：1H20 对公贷款结构：租赁和商务服务业、房地产业、制造业贷款规模位列前三，分别占比 22.1%/21.7%/16.2%

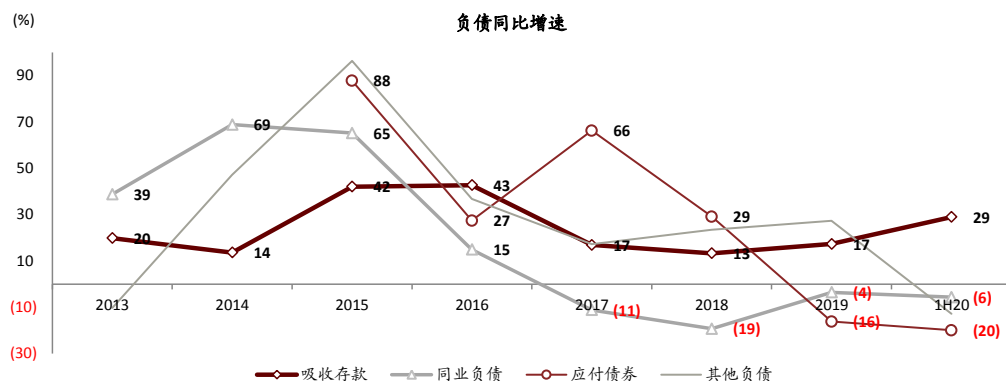


资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

浙商银行存款规模近两年半 CAGR 为 19.0%，存款占总负债的比重持续提升，截止 1H20 占比达 73.0%，较 17 年末增长 13.3ppts。同业负债、应付债券占比为 15%/11%。17-18 年浙商银行资产负债表扩张增速放缓主要由于同业负债规模收缩；19-1H20 资产规模扩张主要靠存款的增速提升，1H20 存款规模同比增长 29%。

存款结构中，浙商银行 1H20 对公存款占比 82.6%，零售存款占比 15.9%，分别较上年末下降 2.2ppts 和上升 2.0ppts。其中，对公定期存款占比 53.7%，为股份行最高；从时间序列上来看，零售定期存款占比提升幅度最大，至 18 年末 5.9% 的占比提升 6.9ppts 至 12.7%。浙商银行近两年半存款增速领先可比同业，主要来自于对公存款的持续扩张，以及 19 年起零售定期存款逐渐发力保持高增速。

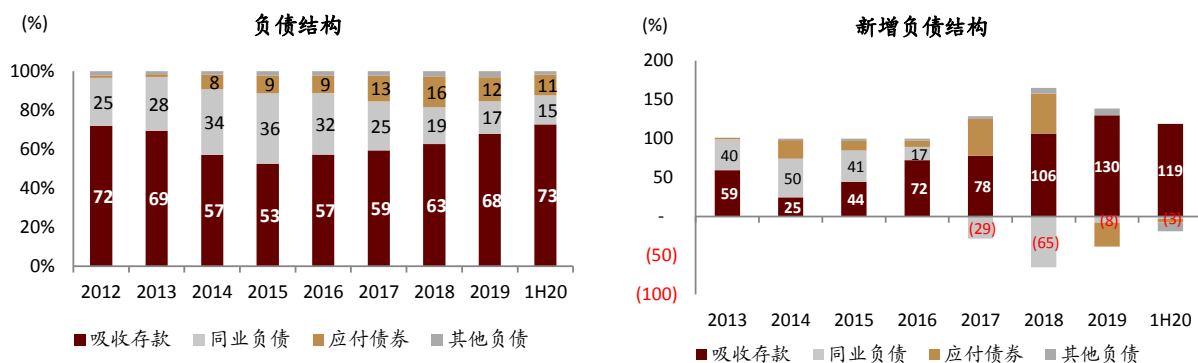
图表 28：资产规模增速解构：17-18 年增速放缓主要由于同业负债规模收缩，19 年、1H20 增长主要靠存款



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

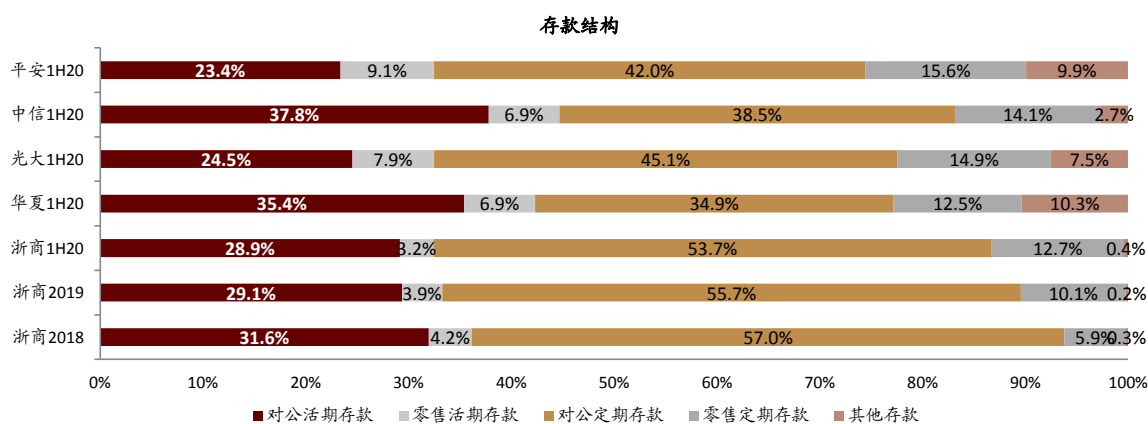


图表 29: 近四年半存款在负债结构中的占比逐渐提升



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部（注：1H20 新增负债为从 2019 年末至 1H20 的新增负债）

图表 30: 存款结构横向对比，浙商银行对公定期存款占比相对较高



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 31: 浙商银行近两年半存款增速领先可比同业，主要来自于对公存款的持续扩张，以及 2019 年起零售定期存款逐渐发力保持高增速

同比增速		总负债	存款总额	对公活期存款	零售活期存款	对公定期存款	零售定期存款
2018	浙商银行	7%	13%	6%	91%	9%	66%
	华夏银行	5%	4%	-2%	-7%	4%	-14%
	光大银行	7%	13%	-1%	9%	14%	56%
	平安银行	5%	6%	-8%	-1%	13%	88%
2019	浙商银行	8%	17%	8%	9%	15%	102%
	华夏银行	12%	12%	3%	10%	13%	26%
	光大银行	8%	17%	7%	12%	5%	46%
	平安银行	14%	14%	12%	15%	14%	38%
1H20	浙商银行	14%	29%	28%	6%	20%	110%
	华夏银行	8%	11%	3%	5%	48%	67%
	光大银行	16%	29%	10%	31%	18%	39%
	平安银行	15%	6%	-1%	22%	4%	18%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

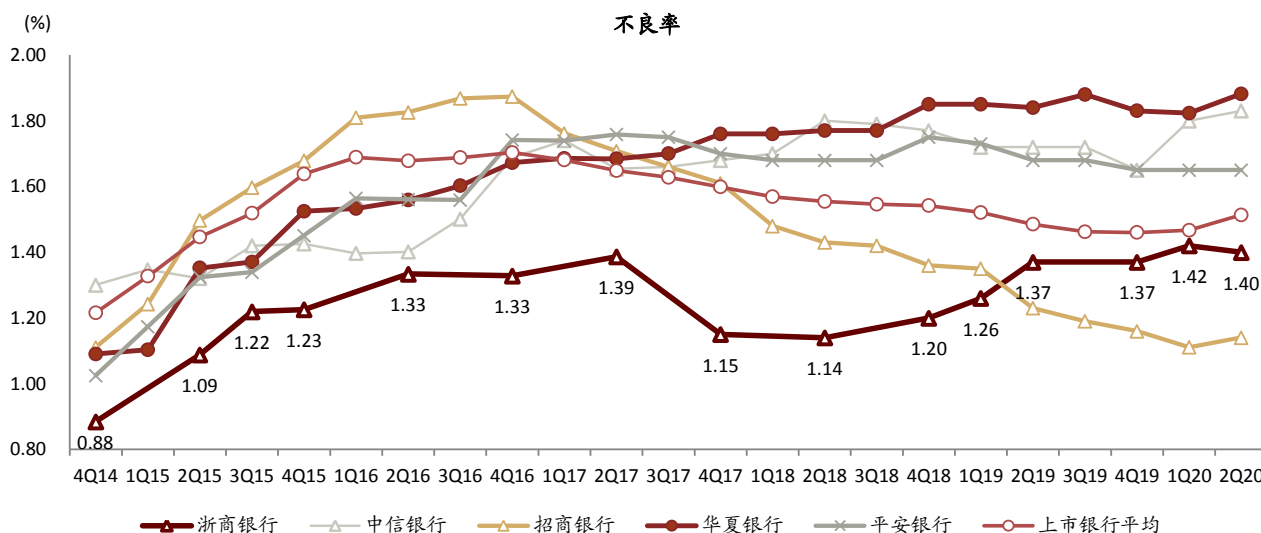


存量资产质量指标好于同业，进一步呈现更真实的资产负债表现

我们认为浙商银行存量资产质量指标好于可比同业，同时公司在行业分布和地域分布进一步优化贷款布局。另外，同行业类似，我们预计2020年是公司信用成本支出高点，也是积极确认出清不良资产的一年，最终呈现给投资者更为健康的资产负债表。

- ▶ **存量资产质量指标优于上市银行平均水平。**2Q20 浙商银行贷款不良率为 1.40%，资产质量表现位列股份行第二，仅次于招商银行，同期上市银行平均不良率为 1.51%。贷款逾期率、关注类贷款占比在 2014-1H20，持续优于股份行平均表现；截至 2020 年 6 月末，浙商银行逾期贷款占比 1.63%（股份行平均 2.16%），关注类贷款占比 2.15%（股份行平均 2.25%）。1H20 浙商银行半年度不良净生成率为 1.02%（股份行平均 1.66%，上市银行平均 1.16%），信用成本为 2.04%（股份行平均 2.27%），覆盖拨备率 208.8%（股份行平均 202.7%）。
- ▶ **贷款行业结构持续优化。**（1）行业结构持续优化。不良率最高的制造业贷款比重持续下降，从 17 年占比 22.3% 累计下降 6.1ppts 至 16.9%（截至 2020 年 6 月末）；1H20 新增对公贷款 635 亿元，其中制造业贷款仅占 9.1%。1H20 不良率仅为 0.23% 的房地产行业占比从 17 年 14.1% 的份额累计上升 7.6ppts 至 21.7%（截至 2020 年 6 月末）。（2）地区结构调整优化。1H20 新增贷款结构中，不良上升较快的环渤海地区占比 -10.5%，资产质量改善的长三角地区占比 75.3%（2019 年末，两者占贷款总额的比重分别为 16.1%、55.7%）。
- ▶ **本轮不良风险出清周期更短，2020 年会是信用成本高点。**1H20 浙商银行信用成本为 2.04%，同比上升 31bps。在监管引导银行加大拨备以应对未来潜在不良压力的背景下，2Q 单季拨备计提力度加大。我们预计本轮信用成本达到顶点所需的时间会相较以往风险出清周期更短，2020 年将成为公司信用成本高点。我们预计信用成本压力将会呈现明显的下降趋势

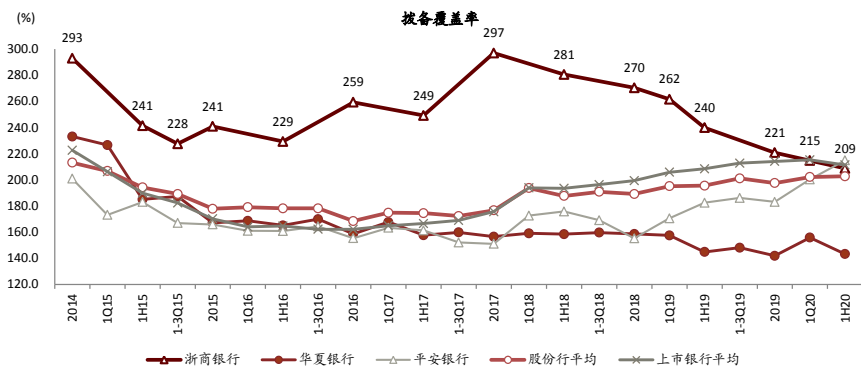
图表 32：浙商资产质量较为稳定，位居股份行前列；2Q20 不良率 1.40%，仅次于招商银行



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

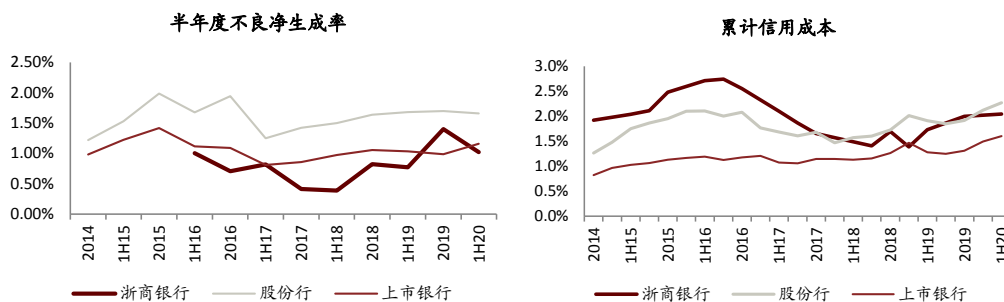


图表 33: 14-18 拨备覆盖率处于股份行高位, 1H20 处于股份行平均水平, 领先对公贷款占比高的华夏银行



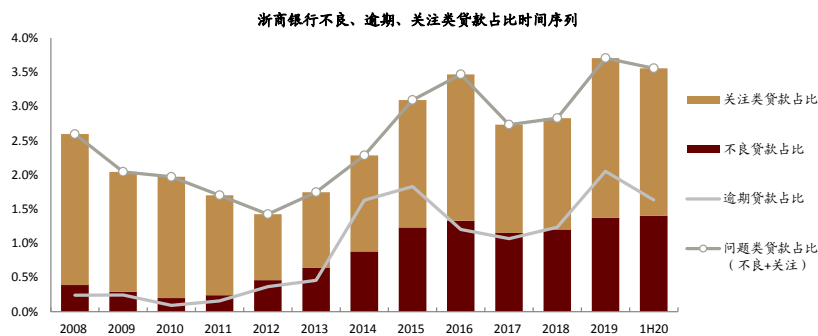
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 34: 半年度不良净生成率&累计信用成本



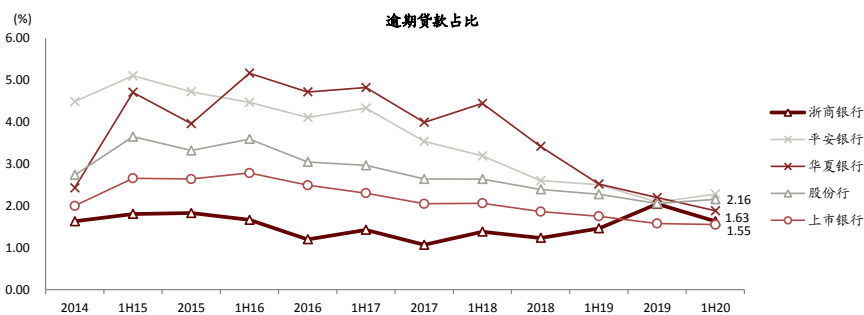
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 35: 不良/逾期/关注类贷款占比时间序列



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

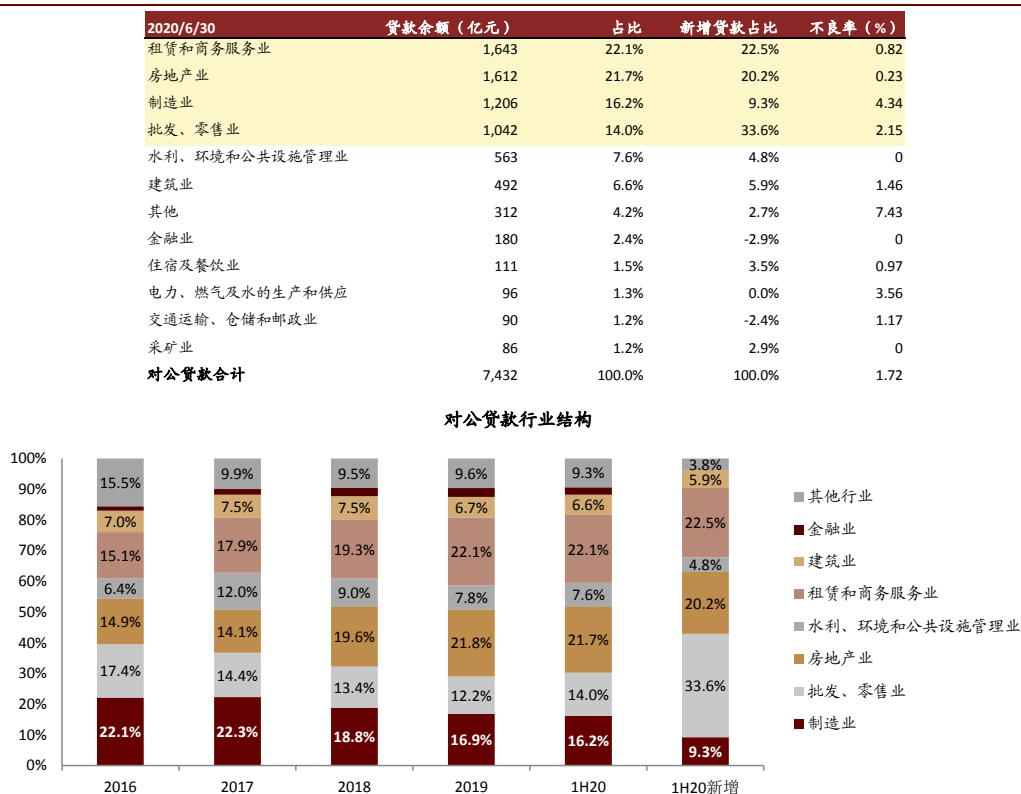
图表 36: 浙商银行历史逾期率表现优于股份行平均水平



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

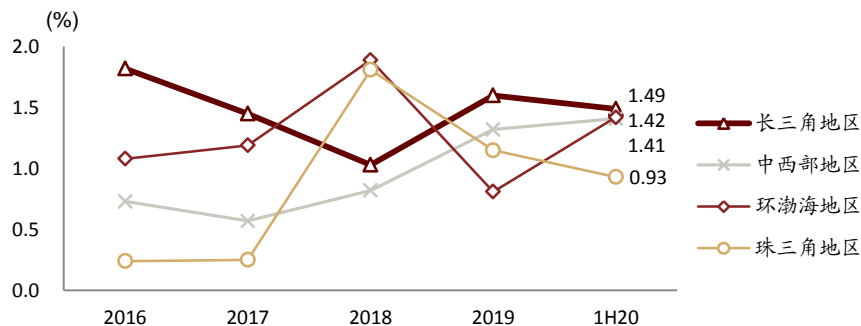


图表 37: 不良贷款、不良率分行业比较; 对公贷款结构持续优化, 制造业占比下降、房地产行业占比上升; 1H20 新增对公贷款 635 亿元, 其中制造业贷款仅占 9.3%



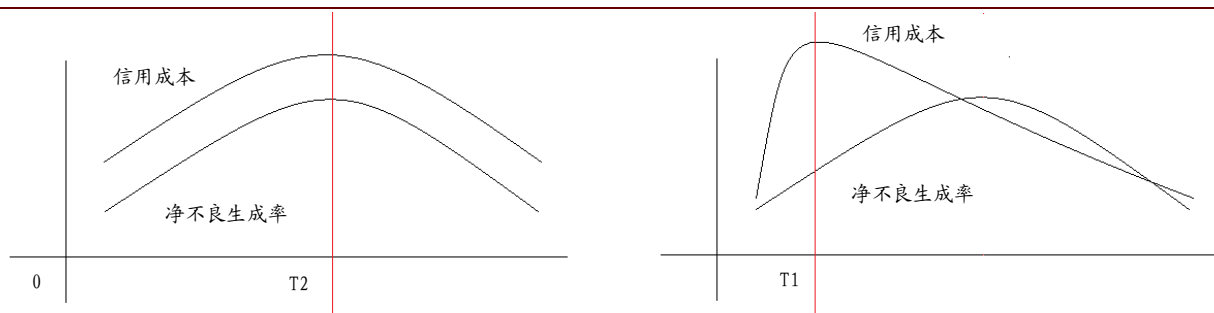
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部 (注: 其他行业包括公共管理和社会组织, 文化体育和娱乐业, 信息传输, 计算机服务和软件业, 农、林、牧、渔业, 居民服务和其他服务业, 科学研究、技术服务和地质勘探, 教育业, 卫生、社会保障和社会福利等行业)

图表 38: 分地区不良贷款率



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 39: 示意图: 以往风险出清周期 (左图) vs 本轮可能的风险出清周期 (右图), T1 时刻即业绩底部, 早于以往周期



资料来源: 中金公司研究部



科技+金融+行业+企业，平台化战略实施

平台化战略效果初步显现

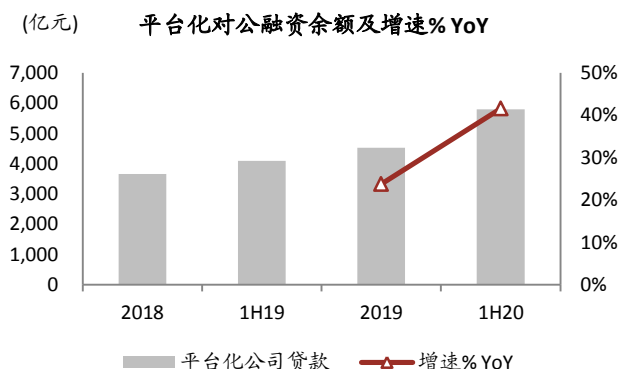
浙商银行“3+2”平台战略对应 3 个互联网大数据服务平台和衍生的应用场景平台以及场外交易平台。从 2014 年起的“票据池”业务开始，平台化模式逐渐发展成为成为“池化融资平台”“应收款链平台”和“易企银平台”三大核心。

- ▶ **池化融资平台**：通过对沉淀资产进行流动性赋能，将企业承兑汇票、应收款、信用证等暂时无法提供现金流的沉淀资产“入池”，并从池中“出池”流动性资源给予企业融资额度，**可盘活企业存量资源**，减少企业对外融资总额和实际占用天数，解决企业资产与负债的品种、期限错配等问题，降低融资成本。
- ▶ **应收款链平台**：通过区块链技术保障真实交易信息，**降低供应链授信中的信息不对称**；通过“区块链应收款”将沉淀应收账款转换为安全、便捷的电子支付结算和融资工具，实现交易流通，为供应链核心企业及其成员单位、上下游企业等提供拓展了创新型融资渠道，帮助企业减少外部融资、降低融资成本。通过供应链核心企业自建商圈，上下游企业加入成为平台用户，由此可实现**批量化获客**。
- ▶ **易企银平台**：基于创新“互联网+实体企业+金融服务”理念的综合金融服务平台，整合平台用户的供应链资源和集团资源，实现集团内部的资源余缺调剂、供应链上下游客户融资等金融业务；打造供应链、产业链生态圈。集团运营资金进入易企银平台，**可带来大量低成本活期存款，增强浙商银行负债能力**。

截至 2020 年 6 月末，浙商银行平台化模式已服务客户超 5.24 万户（公司业务客户数量 12.2 万户，平台对公客户占比超 42%），对公融资余额共 5,790 亿元，分别同比增长 48.1%/41.6%。其中，池化融资平台融资余额 4,045 亿元，占比 69.9%；应收款链平台、易企银平台融资余额分别为 1,446 亿元、299 亿元，占据 25.0%/5.2% 的份额。截至 2019 年末，平台化业务融资余额占银行对外融资比例大幅提升，假设平台化融资有 30% 以表内贷款方式投放，我们预计对公贷款中平台化融资占比在 10-20%。另外，平台化模式相当程度上解决了客户信息不对称问题，我们预计平台化模式融资风险控制能力将强于一般模式。

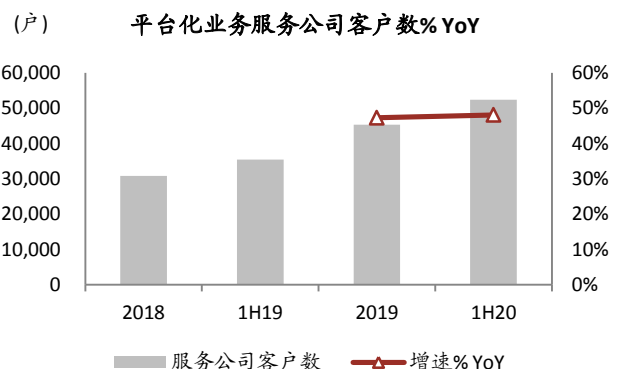
我们认为，浙商银行通过池化融资平台业务获取大量优质企业客户，并在此基础之上通过应收款链平台和易企银平台实现业务拓展，即通过核心企业构建生态圈，在上下游、集团内部实现批量获客，并运用区块链技术、大数据风控平台降低授信风险与信息不对称。我们预计平台化对公融资余额和客户数在未来两年可维持 20% 以上的年化高增速，平台化贡献表内贷款比例逐步上升，提升整体授信质量，驱动营收增长。从长期来看，丰富的金融服务可有效丰富非息收入来源，不断集聚的存量客户粘性提升，我们预计负债能力也有望进一步提升。

图表 40: 1H20 平台化对公融资余额为 5,790 亿元



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

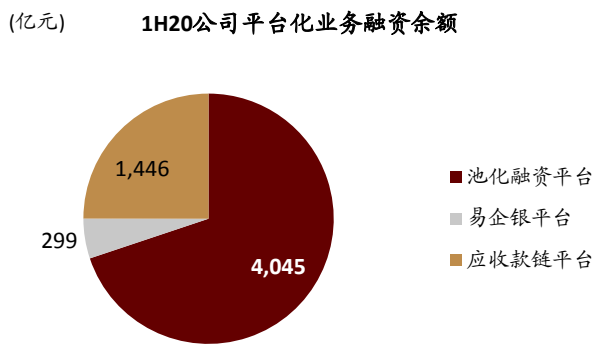
图表 41: 平台化业务服务公司客户数保持 40% 以上增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

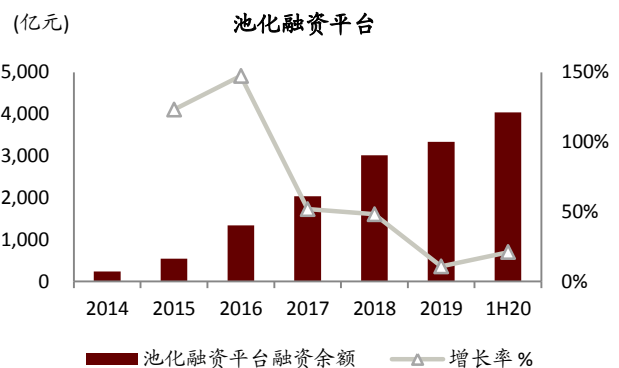


图表 42：对公业务三大平台 1H20 融资余额



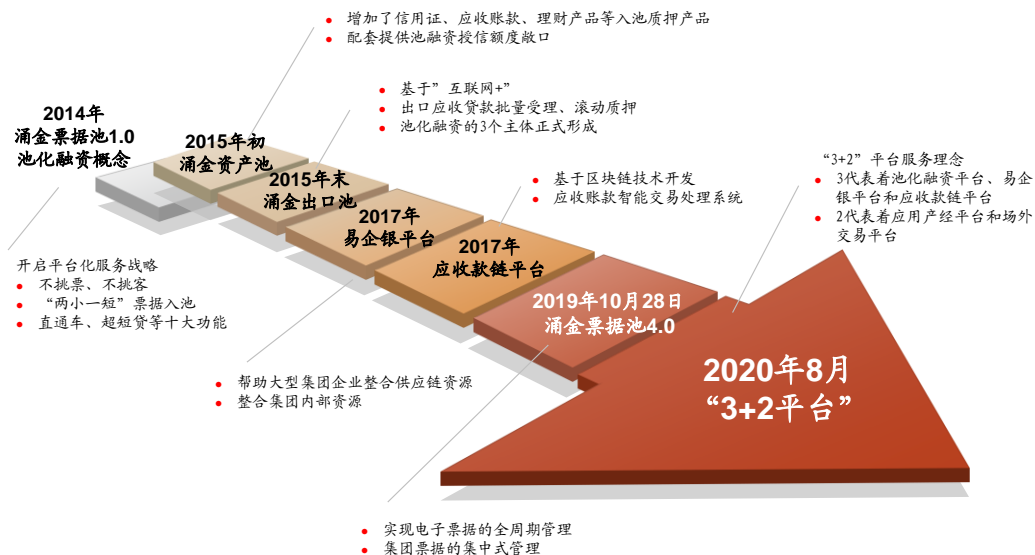
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 43：池化融资平台贷为早期平台化扩张提供动力



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 44：浙商银行平台化服务战略和产品演变



资料来源：公司公告，中金公司研究部

平台化战略介绍

池化融资平台：资源集约整合的流动性平台

(一) 涌金票据池

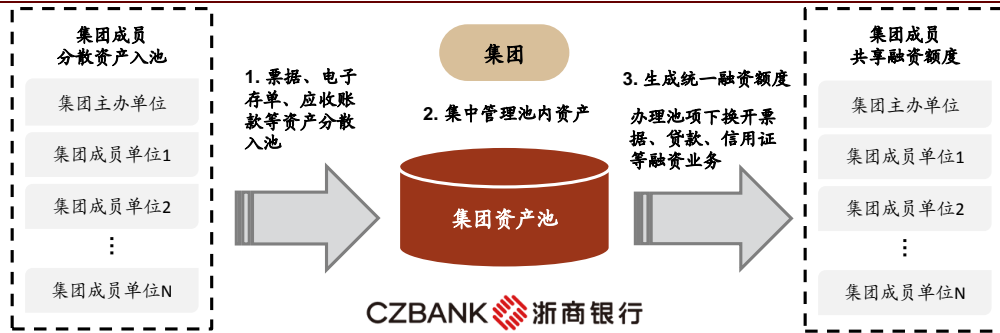
涌金票据池主要提供电子票据的全周期管理和集团票据的集中式管理，支持企业将所有票据随时入池质押融资，入池票据生成融资额度，企业可随时根据需求在融资额度下获得高流动性资产，帮助企业盘活市场接受度低的“两小一短”（小银行、小面额、短余期）电子票据。企业可根据需求在额度获得融资，随借随还，节省因票据不匹配而支付的额外贴现利息支出，降低票据贴现成本，解决资产期限错配。

(二) 涌金资产池

涌金资产池运作模式：涌金资产池的概念就是涌金票据池的延申，资产池就是统一管理和统筹使用企业或企业集团所持的金融资产，是集资产管理和融资服务功能于一体的综合金融服务平台。

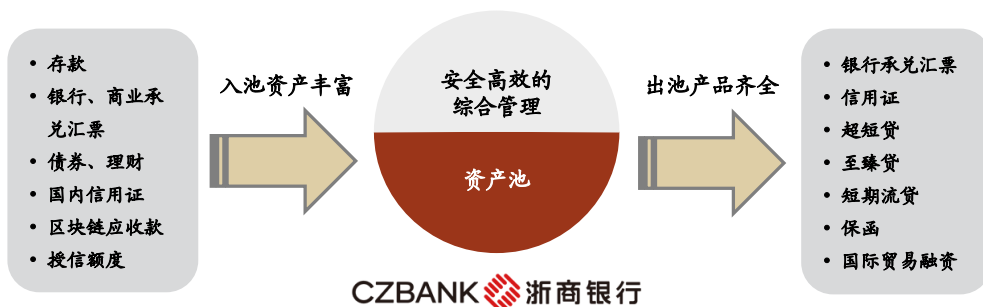


图表 45：浙商银行“涌金资产池”运作模式示意图



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 46：浙商银行“涌金资产池”入池资产与出池产品



资料来源：公司公告，中金公司研究部

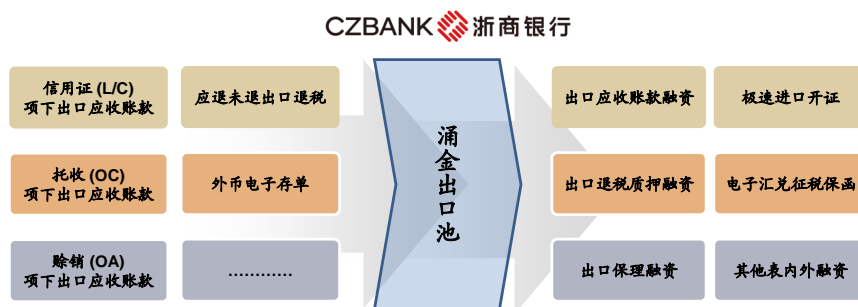
对浙商银行的价值创造：1）面向客群基本上为集团公司、供应链核心企业，每一单业务量较大，同时可以带动集团内部成员在浙商银行平台注册，有效扩展客群；2）提供系统性服务，解决全集团流动性问题：随着单一客户入池资产的增加，用户迁移成本也会随之增加，提高用户粘性。3）帮助浙商银行打通内部各项信息系统壁垒，包括信贷系统、池业务系统、核心系统、票据系统、国际结算系统、大额存单系统等，形成统一数据库。

（三）涌金出口池

运作模式：企业在涌金出口池可将在国际贸易中采用信用证、托收或赊销等结算方式下形成的未到期的出口应收账款随时入池，浙商银行提供滚动质押、在线提款等综合服务，有效盘活外贸企业出口应收账款，帮助企业获得额外流动性。企业可随时随地通过网上银行办理融资，且融资品种不限。

对企业的帮助：激活沉淀的出口应收账款，解决企业融资需求、减少企业负债和成本支出；融资期限可与应收账款期限错配，从资金流层面打通外贸和内贸的联动；实现企业财务管理简化。

图表 47：浙商银行“涌金出口池”运作模式示意图



资料来源：公司公告，中金公司研究部

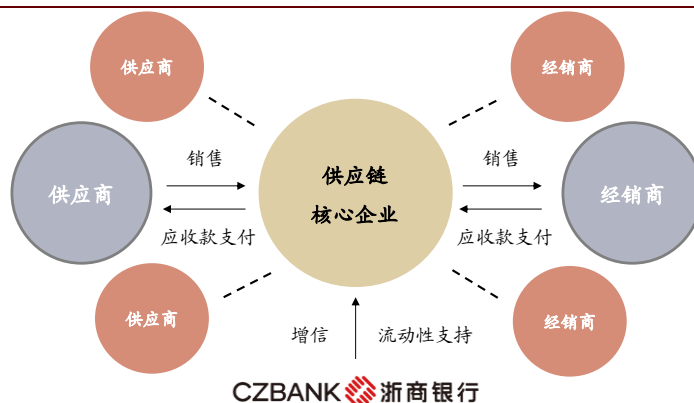


应收款链平台：区块链降低信息不对称，降本增效激活供应链金融

应收款链平台是浙商银行基于区块链技术、创新开发的专门用于办理应收款的签发、承兑、保兑、支付、转让、质押、兑付等业务、并记录应收款状态的交易处理系统和技术平台，可有效降低产业链信息不对称，帮助企业盘活流动资产、降低融资成本，缓解中小企业融资难和融资贵的问题，提升产业链流动性。区块链应收款可在供应链中用作支付工具、或转让银行获得流动性。在应收款链平台中，下游企业可签发、承兑区块链应收款，上游企业收到区块链应收款后，可在线实时转让给浙商银行获得资金、或继续将其作为支付工具，向上游端继续延伸。

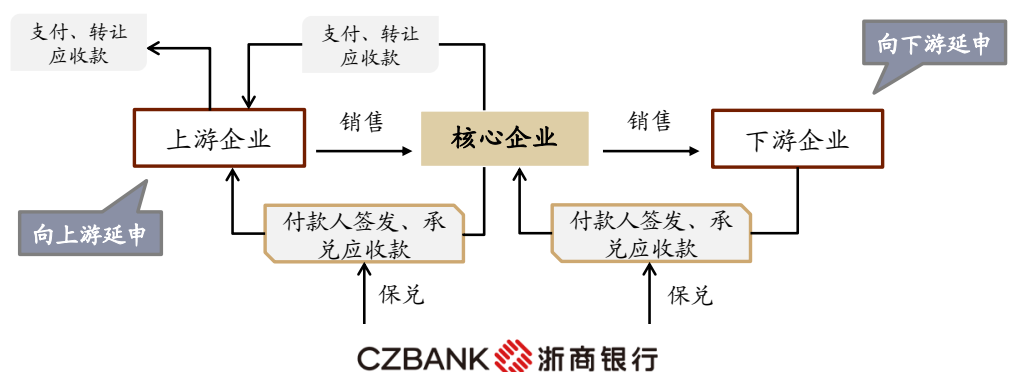
- ▶ **区块链拥有去中心化、不可篡改、公开透明的特性，保障交易信息真实性，增强供应链信任机制。**有效降低信息不对称、提升授信质量。
- ▶ **通过核心企业构建“自金融”商圈，可实现批量化获客。**核心企业可以构建供应链“自金融”商圈，由集团企业发起在浙商银行平台建立应收款链，邀请成员企业和供应链上下游企业共同参与。通过供应链核心企业自建商圈，上下游企业加入成为平台用户，由此可实现批量化获客。
- ▶ **丰富净手续费收入来源。**浙商银行 1H20 信贷承诺服务手续费收入 4.01 亿元，同比增加 0.87 亿元，主要由于区块链应收款保兑业务以及保函业务增长所致。随着应收款链平台规模的快速扩张，保兑和保函业务可驱动浙商银行非息收入增长。

图表 48：浙商银行“应收款链平台”运作模式示意图 1



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 49：浙商银行“应收款链平台”运作模式示意图 2



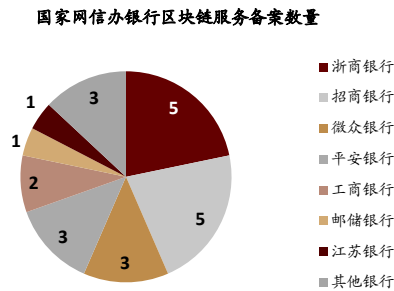
资料来源：公司公告，中金公司研究部

浙商银行是第一家在国家互联网信息办公室备案区块链技术的银行，也是目前备案银行区块链服务数量最多的银行，共拥有 5 项区块链核心技术：应收款链平台、场外交易平台、仓单通、个人理财产品转让平台和浙商银行同有平台。目前，浙商银行首席信息



官宋士正目前担任浙江省区块链技术应用协会副会长，为专业性提供了保障。

图表 50: 国家互联网信息办公室银行区块链服务备案数量 (截至 2020 年 8 月 19 日)



资料来源：国家网信办，中金公司研究部

易企银平台：创新型互联网综合金融服务平台

依据“互联网+实体企业+金融服务”理念，融合结算、信用、融资等专业技术，易企银平台通过与企业集团、供应链核心企业和互联网交易平台合作，整合平台用户的供应链资源和集团资源，为其成员单位、供应链上下游企业及会员单位（个人）等提供降成本、安全高效的金融服务。

很多在供应链、产业链不断扩大延伸的大型集团企业，拥有多家分公司、子公司和关联企业，希望设立财务公司、租赁等机构。易企银平台可以帮助实现：1）强化统筹管理，统筹管理成员企业的财务和资金，余缺调剂，降负债、降成本、保支付；2）打造供应链生态圈，为上下游供应链企业提供金融服务；3）增加流动性管理，优化企业金融属性资源，增加盈利；4）全程线上化操作方便快捷，大大减少沟通成本，用户体验好。

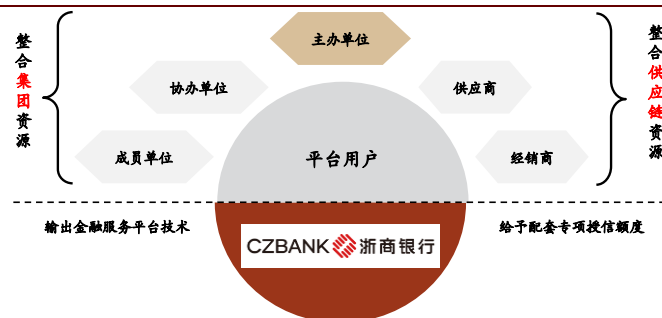
易企银平台案例：某县主要有 7 家国资公司，随着县政府民生项目投入加大，政府国资公司之间投融资需求不平衡问题日渐突出，资金管理效率较低，国资公司之间的互相融资增加了隐性风险。县财政局加入易企银平台作为核心平台用户的身份，通过财政局审批加入成员，确保新成员自身经营良好；县财政局利用平台经办、复核和审核的三级操作模式，由县财政局实施平台业务流程掌控、审批每笔融资的期限/利率/还本付息方式，实现成员融资额度分配。

该案例对浙商银行的价值创造：

- 组织低成本存款，降低融资端成本。从 2018 年 11 月开始运营资金逐步到位，最高时点活期存款余额 2.3 亿元；帮助优化浙商银行负债能力。
- 与区县政府合作可以批量化获客，调动当地国资企业加入平台。

风险控制：对合作的主办单位进行严格风控，集团公司或政府部门客户有较低的信用风险，其带动的新进客户可以有一定的信用保障。

图表 51: 浙商银行“易企银”平台运作模式示意图



资料来源：公司公告，中金公司研究部



盈利预测与估值

我们预计浙商银行 2020 年和 2021 年净利润分别同比下降 19.4%、上升 13.5%。2020 年低利润主要来自于疫情后的严监管的影响，我们预计在风险逐渐出清之后，2021 年恢复常态，平台化对公潜力进一步释放。我们预计 2020 年 ROAE 为 7.8%，2021 年恢复至 8.2%，基于以下假设：

- 1) 我们预计 2019-2021E 总资产、贷款复合年均增速分别为 12.2%、14.5%。考虑到浙商银行逐渐拓展全国布局、对公平台化模式可实现批量化获客、整体资产规模相对 A 股上市股份行最小，我们给予浙商银行快于行业平均的资产增速水平。其中，平台化业务优势和零售贷款逐渐发力推动贷款规模增长，我们预计 2021 年贷款占总资产比重较 19 年末上升 2.3ppts 至 59.5%。在负债端，平台客户可有效转换成为存款客户，我们预计浙商银行可保持存款高增速驱动资产端高增长的态势，存款复合增速达 17.4%。
- 2) 我们预计净息差维持稳定趋势，2020E-2021E 净息差分别为 1.93%、1.91%。虽然在宽松的货币政策以及 LPR 切换下，银行资产收益率利率下行，但浙商银行平台化对公优势保障了整体贷款高收益的模式，我们预计 2020 年、2021 年平均贷款收益率分别为 5.60%、5.40%。在存款端，存量客户存款为浙商银行融资能力赋能，我们预计 2020 年、2021 年平均存款付息率分别下降至 2.58%、2.50%。
- 3) 我们预计浙商银行 2020 末信用成本见顶（2.24%），随着大数据平台风控、区块链技术进一步深化经营，整体资产质量企稳回升。2020 年是浙商银行资产负债表做实的一年，上半年累计提取准备金 110.3 亿元、2Q20 信用成本为 2.04%，我们预计全年提取准备金 249.3 亿元、信用成本升至 2.24%，风险基本出清，预计年末拨备覆盖率为 210%。结合大数据平台风控与区块链技术在获客审批、产业链生态圈的深化应用，我们预计平台化业务规模扩张可有效降低信用风险，整体资产质量企稳回升。我们预计 2021 年信用成本降至 2.17%，拨备覆盖率上升至 241%。



图表 52: 主要指标以及盈利预测

	2016	2017	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020E	2021E
损益表摘要 (人民币百万元)								
净利息收入	25,229	24,391	26,386	33,874	9,139	17,963	36,283	40,265
非利息收入	8,415	9,873	12,526	12,518	4,340	7,181	13,721	15,048
经营收入合计	33,643	34,264	38,912	46,392	13,478	25,144	50,004	55,314
营业费用	9,984	11,183	12,001	12,765	3,646	5,869	12,819	13,810
提取准备金前利润	23,659	23,081	26,911	33,627	9,833	19,275	37,185	41,504
当期提取各项准备金	10,278	9,374	13,030	18,902	4,208	11,033	24,928	27,595
税前利润	13,392	13,707	13,851	14,680	5,625	7,905	12,257	13,909
净利润	10,153	10,950	11,490	12,925	4,528	6,775	10,418	11,823
资产负债表摘要 (人民币百万元)								
总资产	1,354,855	1,536,752	1,646,695	1,800,786	1,827,566	1,990,606	2,056,009	2,268,043
贷款余额 (毛额)	459,493	672,879	865,233	1,030,171	1,079,289	1,129,760	1,194,998	1,350,348
其他生息资产	889,522	846,473	754,271	725,649	696,767	808,607	810,812	867,697
非生息资产	21,664	40,462	55,348	76,204	84,419	84,589	87,195	96,089
存款余额	736,244	860,619	974,770	1,143,741	1,236,888	1,354,290	1,395,364	1,576,761
其他付息负债	522,580	552,973	538,479	488,255	408,555	474,982	482,013	496,114
股东权益	67,475	89,688	102,449	128,028	132,849	128,922	137,512	149,808
主要驱动因素 (%)								
总资产年增长率	31.3%	13.4%	7.2%	9.4%	7.4%	14.6%	14.2%	10.3%
净边际利率 (NIM)	2.12%	1.70%	1.68%	2.01%	2.07%	1.95%	1.93%	1.91%
净利差(Spread)	1.94%	1.51%	1.47%	1.81%	1.87%	1.77%	1.75%	1.74%
平均贷款生息率	5.28%	4.84%	5.72%	5.82%		5.74%	5.60%	5.40%
平均债券投资收益率	5.00%	4.86%	4.05%	3.78%		3.06%	3.06%	3.00%
平均生息资产生息率	4.60%	4.36%	4.60%	4.71%	4.69%	4.48%	4.43%	4.32%
平均存款付息率	2.10%	1.94%	2.18%	2.50%		2.62%	2.58%	2.50%
平均付息负债付息率	2.65%	2.86%	3.13%	2.90%	2.82%	2.71%	2.68%	2.59%
非利息收入/经营收入	25.0%	28.8%	32.2%	27.0%	32.2%	28.6%	27.4%	27.2%
营业费用/经营收入(除营业税)	29.7%	32.6%	30.8%	27.5%	27.0%	22.1%	25.6%	25.0%
提取准备金/贷款平均余额	2.55%	1.66%	1.69%	1.99%	1.60%	2.04%	2.24%	2.17%
年增长率 (%)								
贷款余额	33.0%	46.4%	28.6%	19.1%	23.8%	21.1%	16.0%	13.0%
存款余额	42.7%	16.9%	13.3%	17.3%	24.3%	29.0%	22.0%	13.0%
生息资产	30.9%	12.6%	6.6%	8.4%	8.9%	13.9%	14.2%	10.6%
净利息收入	22.6%	-3.3%	8.2%	28.4%	10.6%	12.6%	7.1%	11.0%
非利息收入	85.2%	17.3%	26.9%	-0.1%	28.7%	8.4%	9.6%	9.7%
经营收入合计	33.9%	1.8%	13.6%	19.2%	15.9%	11.4%	7.8%	10.6%
营业费用	20.9%	12.0%	7.3%	6.4%	7.9%	-3.2%	0.4%	7.7%
提取准备金前利润	40.2%	-2.4%	16.6%	25.0%	19.2%	16.8%	10.6%	11.6%
净利润	44.0%	7.8%	4.9%	12.5%	2.1%	-10.0%	-19.4%	13.5%
盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)								
净利息收入	2.11%	1.69%	1.66%	1.97%	2.01%	1.90%	1.88%	1.86%
非利息收入	0.71%	0.68%	0.79%	0.73%	0.96%	0.76%	0.71%	0.70%
经营收入合计	2.82%	2.37%	2.44%	2.69%	2.97%	2.65%	2.59%	2.56%
营业费用	0.84%	0.77%	0.75%	0.74%	0.80%	0.62%	0.66%	0.64%
提取准备金前利润	1.98%	1.60%	1.69%	1.95%	2.17%	2.03%	1.93%	1.92%
当年提取各项准备金	0.86%	0.65%	0.82%	1.10%	0.93%	1.16%	1.29%	1.28%
税前利润	1.12%	0.95%	0.87%	0.85%	1.24%	0.42%	0.64%	0.64%
所得税	0.27%	0.19%	0.14%	0.09%	0.06%	0.10%	0.10%	0.10%
ROAA	0.85%	0.76%	0.73%	0.76%	1.02%	0.73%	0.54%	0.55%
X(平均总资产/平均净资产)	20.4	18.4	16.6	15.0	13.9	14.8	14.5	15.0
ROAE	17.3%	14.0%	12.0%	11.4%	14.1%	10.8%	7.8%	8.2%
每股盈利及估值指标								
每股净利润 (元)	0.57	0.61	0.61	0.61	1.01	0.64	0.49	0.56
每股拨备前利润 (元)	1.32	1.29	1.44	1.58	2.19	1.81	1.75	1.95
每股净资产 (元)	3.76	4.99	5.47	6.02	7.40	6.06	6.47	7.04
股息派发率 (%)	30.1%	29.1%	0.0%	39.5%			39.5%	39.5%
资产质量指标								
不良贷款余额 (百万元)	6,102	7,767	10,414	14,147	15,325	15,862	17,617	19,125
不良贷款率 (%)	1.33%	1.15%	1.20%	1.37%	1.42%	1.40%	1.47%	1.42%
准备金余额/不良贷款 (%)	259.3%	298.7%	270.4%	214.7%		208.8%	210.0%	241.0%
信用成本 (%)	2.55%	1.66%	1.69%	1.99%	1.60%	2.04%	2.24%	2.17%
资产负债配置结构 (%)								
核心资本充足率	9.28%	8.29%	8.38%	9.64%	9.85%	9.02%	8.84%	8.54%
资本充足率	11.79%	12.21%	13.38%	14.24%	14.35%	13.43%	12.99%	12.41%
风险加权资产平均系数	53.6%	58.5%	63.1%	64.6%		62.6%	64.6%	64.6%
股东权益/总资产	5.0%	5.8%	6.2%	7.1%	7.3%	6.5%	6.7%	6.6%
生息资产/总资产	98.4%	97.4%	96.6%	95.8%	95.4%	95.8%	95.8%	95.8%
贷款/总资产	32.7%	42.3%	50.8%	55.5%	57.3%	55.1%	56.3%	57.5%
债权投资/总资产	48.9%	39.6%	34.3%	28.8%	28.5%	30.2%	30.2%	29.3%
贷款/存款	62.4%	78.2%	88.8%	90.1%	87.3%	83.4%	85.6%	85.6%

资料来源: 公司公告, 万得资讯, 中金公司研究部



我们采用绝对估值法（三阶段 DDM 模型）和可比公司法对浙商银行进行估值，基于平台化模式的对公优势与成长性，我们首次覆盖给予 A 股目标价 5.91 元，对应 0.91x 2020e P/B 和 39.1% 上涨空间；对于 H 股，我们再次覆盖给予目标股价 4.42 港元，对应 0.60x 2020e P/B 和 16.9% 上涨空间；给予跑赢行业评级。

1) 绝对估值法：三阶段 DDM 股息折现模型

我们将 2020-2022 年认定为浙商银行的快速增长阶段（第一阶段），此后至 2037 年为稳定增长阶段（第二阶段），随着利润增速放缓从而进入永续增长阶段（第三阶段）。加总三阶段股息折现，我们得到浙商银行内含价值 1,258 亿元，目标价 5.91 元，对应 0.91x 2020e P/B。核心假设如下：

- ▶ 股权成本为 9.07%，基于 2.5% 的无风险利率、6.2% 的市场溢价和 1.06 的 beta 假设。
- ▶ 稳定增长阶段：ROAA 平均约 0.59%，目标杠杆率 6.6%（股东权益/总资产），归母普通股 ROAE 8.9%，盈余保留率 60%，增长率 5.3%。
- ▶ 永续增长阶段：ROAA 平均约 0.55%，目标杠杆率 7.5%（股东权益/总资产），归母普通股 ROAE 7.4%，盈余保留率 30%，增长率 2.2%。

对于港股，股权成本上升为 11.94%，基于 1% 的无风险利率、6.9% 的市场溢价和 1.59beta 假设，其余假设不变；得到目标股价 4.42 港元，对应 0.60x 2020e P/B 和 16.9% 上涨空间。

图表 53：浙商银行：三阶段 DDM 得出内在价值为 1,258 亿元，A 股目标价 5.91 元，对应 0.91x 2020e P/B，H 股目标价 4.42 港元，对应 0.60x 2020e P/B；敏感性分析：A 股估值范围 0.75x-1.15x 2020e P/B，H 股估值范围 0.52x-0.69x 2020e P/B

股本成本假设	
无风险利率 (%)	2.50
市场风险溢价 (%)	6.20
Beta	1.06
股本成本 (%)	9.07

快速增长阶段 (2020E-2022E)		2019A	2020E	2021E	2022E
股东权益 (人民币, 百万元)		128,028	137,512	149,808	157,561
ROAE (%)		11.4	7.8	8.2	8.6
净利润 (人民币, 百万元)		13,143	10,418	11,823	13,146
股息率 (%)		39.5	39.5	39.5	39.5
股息 (人民币, 百万元)		5,191	4,115	4,669	5,192
折现因子			1.00	0.92	0.84
阶段一折现后各年股息 (人民币, 百万元)			4,115	4,281	4,364
阶段一折现后股息合计 (人民币, 百万元)		12,760			

稳定增长阶段 (2023E-2037E)	
阶段二初始股东权益 (人民币, 百万元)	157,561
ROA (%)	0.59
股东权益/总资产 (%)	6.60
ROE (%)	8.9
盈余保留率 (%)	60.0
增长率 (%)	5.3
阶段二折现后股息 (人民币, 百万元)	53,959

永续增长阶段	
阶段三初始股东权益 (人民币, 百万元)	343,203
ROA (%)	0.55
股东权益/总资产 (%)	7.50
可持续 ROE (%)	7.4
盈余保留率 (%)	30.0
永续增长率 (%)	2.2
退出 P/B	0.75
阶段三现值 (人民币, 百万元)	59,072

内含价值 (人民币, 百万元)	125,791
2020E 总股本 (百万)	21,269
目标价 (人民币)	5.91
20EPS (Rmb)	0.49
20BPS (Rmb)	6.47
20市净率 (A股)	12.07
20市净率 (A股)	0.91

2020E P/B (A股)		可持续 ROE					
		6.6	7.0	7.4	7.8	8.2	
COE	8.3	0.99	1.03	1.07	1.11	1.15	
	8.7	0.92	0.95	0.98	1.02	1.06	
	9.1	0.86	0.88	0.91	0.95	0.98	
	9.5	0.80	0.83	0.85	0.88	0.91	
	9.9	0.75	0.78	0.80	0.82	0.85	

2021 P/B (A股)		可持续 ROE					
		6.6	7.0	7.4	7.8	8.2	
COE	8.3	0.91	0.94	0.98	1.02	1.06	
	8.7	0.84	0.87	0.90	0.94	0.97	
	9.1	0.79	0.81	0.84	0.87	0.90	
	9.5	0.74	0.76	0.78	0.81	0.83	
	9.9	0.69	0.71	0.73	0.76	0.78	

内含价值 (人民币, 百万元)	81,851
2020E 总股本 (百万)	21,269
目标价 (港币)	4.42
20EPS (Rmb)	0.49
20BPS (Rmb)	6.47
20市净率 (H股)	7.86
20市净率 (H股)	0.60

2020E P/B (H股)		可持续 ROE					
		6.6	7.0	7.4	7.8	8.2	
COE	11.1	0.63	0.65	0.66	0.68	0.69	
	11.5	0.60	0.61	0.63	0.64	0.66	
	11.9	0.57	0.58	0.59	0.61	0.62	
	12.3	0.54	0.55	0.57	0.58	0.59	
	12.7	0.52	0.53	0.54	0.55	0.56	

2021 P/B (H股)		可持续 ROE					
		6.6	7.0	7.4	7.8	8.2	
COE	11.1	0.58	0.59	0.61	0.62	0.64	
	11.5	0.55	0.56	0.58	0.59	0.60	
	11.9	0.52	0.53	0.55	0.56	0.57	
	12.3	0.50	0.51	0.52	0.53	0.54	
	12.7	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52	

资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部



2) 可比公司估值法

我们选择对公贷款占比较高的股份行（光大银行、华夏银行），同样深耕金融科技赋能供应链金融的平安银行，成长性较高、同处江浙地区的南京银行作为可比公司。从资产规模、业务结构、盈利能力、资产质量和资本进行比较：（1）浙商银行规模较小，目前正在积极布局全国网点，我们预计平台化业务将带动营收并维持高增速；（2）较强的利息收入能力&较弱的负债能力，净息差与可比公司水平相近，平台化业务可对公司未来负债能力赋能；（3）资产质量方面，贷款不良率、逾期率较低。

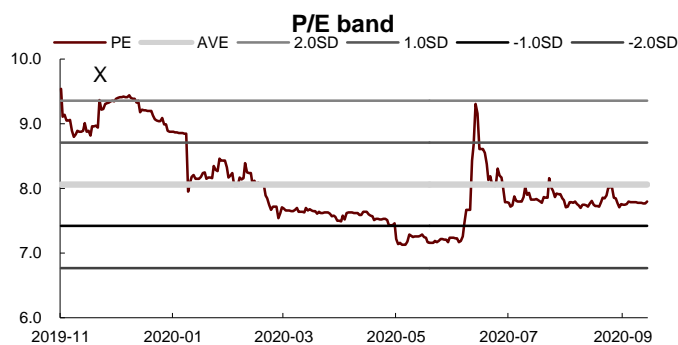
综合考虑浙商银行各项指标，我们认为公司强于光大银行、华夏银行，主要由于浙商银行的高成长性与高资产质量；但是不及平安银行。对应给予浙商银行估值区间 0.76-0.97x 2020e P/B（下限较光大银行给予 20%溢价，上限较平安银行给予 10%折价）。

图表 54：可比公司主要数据及估值

	平安银行	光大银行	华夏银行	南京银行	平均	浙商银行
资产规模（人民币，亿元）						
总资产	41,786	53,884	32,656	14,650	35,744	19,906
贷款余额（净额）	24,274	28,458	19,907	6,339	19,744	10,974
存款余额	25,093	36,721	18,806	9,572	22,548	13,543
营收规模（人民币，亿元）						
营业收入	783	721	476	177	539	251
净利息收入	503	547	361	115	382	180
归母净利润	137	184	93	72	121	68
业务结构						
净利息收入占比	64%	76%	76%	65%	71%	71%
非息收入占比	36%	24%	24%	35%	32%	29%
对公贷款占比	39%	58%	68%	67%	55%	68%
对公存款占比	65%	70%	70%	74%	69%	83%
盈利能力						
净息差（日均余额）	2.59	2.30	2.35	1.85	2.27	2.25
生息资产收益率	4.90	4.68	4.44	4.61	4.66	4.73
计息负债成本率	2.42	2.48	2.21	2.64	2.44	2.74
成本收入比	77%	69%	75%	50%	72%	69%
ROAA（披露值）	0.67	0.73	0.60	1.04	0.76	0.73
ROAE（披露值）	9.18	10.05	6.22	17.12	10.64	10.24
资产质量						
不良率（%）	1.65	1.55	1.88	0.90	1.50	1.40
逾期贷款占比	2.63%	2.27%	1.93%	1.29%	2.22%	1.68%
拨备覆盖率（%）	215	187	143	401	237	209
资本						
核心资本充足率（%）	8.93	8.68	8.74	9.77	9.03	9.05
资本充足率（%）	13.96	12.74	13.17	14.68	13.64	13.43
2020e P/B	1.07	0.63	0.43	0.84	0.74	0.65

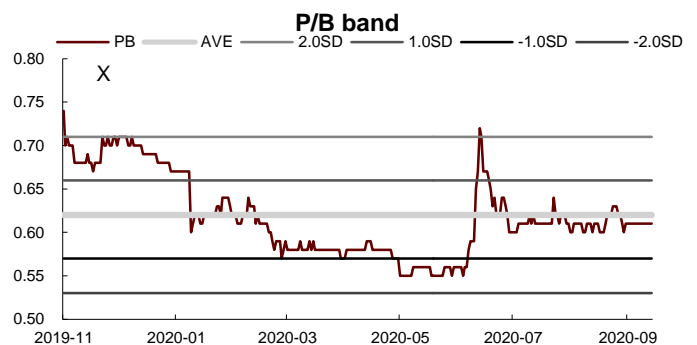
资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 55：历史 P/E



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 56：历史 P/B



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部



图表 57: 可比公司估值表 (收盘价截至 2020 年 10 月 19 日)

公司名称	财报货币	交易货币	收盘价 10-19	市净率			净资产收益率(%)			股息率(%)		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
A 股												
工商银行*	CNY	CNY	5.02	0.7	0.7	0.6	12.4	10.0	9.5	5.2	4.7	4.7
建设银行*	CNY	CNY	6.52	0.8	0.7	0.7	12.6	10.3	9.8	4.9	4.3	4.4
中国银行*	CNY	CNY	3.24	0.6	0.5	0.5	10.1	7.8	7.5	5.9	5.0	5.0
农业银行*	CNY	CNY	3.21	0.6	0.6	0.6	11.7	9.2	8.6	5.7	5.0	4.9
交通银行*	CNY	CNY	4.60	0.5	0.4	0.4	10.3	6.7	6.1	6.8	4.8	4.5
邮储银行*	CNY	CNY	4.67	0.8	0.8	0.7	11.9	9.7	9.8	4.3	3.9	4.2
招商银行*	CNY	CNY	39.99	1.7	1.6	1.4	16.0	13.6	13.9	3.1	3.0	3.5
中信银行*	CNY	CNY	5.25	0.5	0.5	0.5	9.7	7.3	7.0	4.7	3.9	3.9
浦发银行*	CNY	CNY	9.65	0.6	0.5	0.5	11.3	7.7	7.2	6.2	4.7	4.6
兴业银行*	CNY	CNY	17.67	0.8	0.7	0.6	12.9	9.9	9.9	4.1	3.5	3.8
华夏银行*	CNY	CNY	6.30	0.5	0.4	0.4	9.0	7.8	7.3	4.5	4.5	4.4
平安银行*	CNY	CNY	17.48	1.2	1.2	1.1	10.2	7.0	7.6	1.2	1.0	1.2
光大银行*	CNY	CNY	4.05	0.7	0.6	0.6	10.5	7.1	7.3	5.3	4.0	4.3
浙商银行*	CNY	CNY	4.25	0.7	0.7	0.6	11.2	7.8	8.2	5.6	4.6	5.2
北京银行*	CNY	CNY	4.82	0.5	0.5	0.5	10.6	8.4	7.8	6.3	5.3	5.2
南京银行*	CNY	CNY	8.38	1.1	0.9	0.8	14.9	12.1	10.7	4.0	4.2	4.3
宁波银行*	CNY	CNY	35.53	2.5	2.0	1.8	15.1	14.6	14.9	1.3	1.5	1.7
江苏银行*	CNY	CNY	6.35	0.7	0.6	0.6	11.4	10.7	10.7	4.5	4.6	5.1
贵阳银行*	CNY	CNY	7.97	0.8	0.7	0.6	15.2	13.2	12.2	4.2	4.1	4.2
常熟银行*	CNY	CNY	8.64	1.4	1.3	1.2	11.4	9.8	10.3	2.3	2.3	2.7
中值				0.7	0.7	0.6	11.4	9.7	9.5	4.6	4.3	4.3
平均值				0.9	0.8	0.7	11.9	9.6	9.4	4.5	4.0	4.2
H 股												
工商银行*	CNY	HKD	4.58	0.6	0.5	0.5	12.4	10.0	9.5	6.4	5.8	5.9
建设银行*	CNY	HKD	5.66	0.6	0.5	0.5	12.6	10.3	9.8	6.3	5.6	5.7
中国银行*	CNY	HKD	2.58	0.4	0.4	0.4	10.1	7.8	7.5	8.3	7.0	7.1
农业银行*	CNY	HKD	2.76	0.5	0.5	0.4	11.7	9.2	8.6	7.3	6.5	6.5
交通银行*	CNY	HKD	3.95	0.4	0.3	0.3	10.3	6.7	6.1	8.8	6.3	6.0
邮储银行*	CNY	HKD	3.75	0.6	0.5	0.5	11.9	9.7	9.8	6.0	5.4	5.9
招商银行*	CNY	HKD	41.55	1.6	1.5	1.3	16.0	13.6	13.9	3.3	3.2	3.8
中信银行*	CNY	HKD	3.35	0.3	0.3	0.3	9.7	7.3	7.0	8.2	6.9	6.9
光大银行*	CNY	HKD	2.89	0.4	0.4	0.4	10.5	7.1	7.3	8.3	6.2	6.8
浙商银行*	CNY	HKD	3.78	0.6	0.5	0.5	11.2	7.8	8.2	7.1	5.8	6.5
中值				0.5	0.5	0.4	11.6	9.2	8.6	7.3	6.2	6.5
平均值				0.6	0.5	0.5	11.6	9.2	9.0	7.2	6.3	6.5

注: 标*公司为中金覆盖, 采用中金预测数据; 其余使用市场一致预期

资料来源: 万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部



风险

平台化模式推进不及预期。虽然平台化融资余额和客户数近两年维持高速增长，但基数较小，目前对公贷款中平台化贷款占比不足 15%，未来平台化模式在异地扩张、继续挖掘长三角潜在客群的过程中，增速可能放缓。

负债能力中长期无法持续提升。虽然平台化模式可以带来较多的沉淀资金、降低负债成本，但目前效果并不明显，付息负债成本仍处于股份行最高位。随着平台化模式客户数的增长，浙商银行的负债能力可能无法有效持续提升。

股权结构无忧。1H20 末浙商银行前五大股东分别为浙江省金融控股有限公司、旅行者企业集团有限公司、横店集团控股有限公司、浙江省能源集团有限公司和民生人寿保险股份有限公司，合计占比 32.4%。浙商银行股权结构较为分散；第一大股东浙江金控是浙江省政府设立的金融投资管理平台、是省直属国有企业，由浙江省政府授权浙江省财政厅进行监督管理，主要开展金融类投资、政府性股权投资基金管理及资产管理等业务。浙商银行股权结构较优，不存在治理混乱的问题。

图表 58: 1H20 股权结构图



资料来源：公司公告，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。



特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：浙商银行-A。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

