

浙商银行(601916)/银行

## 浙商银行新股报告：结构优化调整带动业绩底部抬升，关注其负债压力和资产质量

评级：-

市场价格：-

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

电话：

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jjajing@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股) 18,719

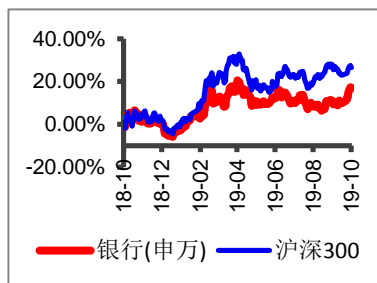
流通股本(百万股)

市价(元)

市值(百万元)

流通市值(百万元)

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	33,502	34,217	38,913	45,585	49,996
增长率 yoy%	34.0%	2.1%	13.7%	17.1%	9.7%
净利润	13,392	13,707	13,851	16,067	18,119
增长率 yoy%	44.0%	7.8%	4.9%	15.3%	12.7%
每股收益(元)	0.57	0.61	0.61	0.62	0.70
净资产收益率	17.34%	14.07%	12.15%	11.63%	11.28%
P/E	8.74	8.10	8.05	7.93	7.04
PEG					
P/B	1.31	1.21	1.08	0.94	0.85

### 投资要点

■ **浙商银行是总部设立在浙江省的全国性股份制商业银行。**浙商银行前身是成立于1993年的浙江商业银行，2004年由浙江商业银行重组、更名并变更公司形式为浙商银行股份有限公司，2016年在港交所上市，成为第9家上市的全国性股份制商业银行。公司业务集中于华东地区，长三角地区贷款投放占比达55.07%。截至2019年6月30日，本行管辖59家分行（其中一级分行25家）、1家分行级专营机构及190家支行，覆盖全国17个省（直辖市）及香港的250家营业分支机构。资产和业务规模方面，截至2019年6月30日，总资产达17,372.69亿元，在股份行中排第9位。

■ **公司盈利能力分析：1、公司业绩增速高于股份行平均。**2017年是公司业绩低点，18年是利润低点，随后业绩和利润均有改善。主要是2017年受行业监管的影响公司开始主动调结构，对于高收益非标资产有较大幅度的压降。随后受结构调整和低基数影响，业绩增速逐步改善1H19营收、PPOP、净利润同比增速分别为21%、26.8%、16.1%。横向比较看，公司整体业绩增速是要好于股份行平均的，即使是在2017年的业绩低点，其增速水平仍要高于股份行平均增速水平。**2、ROA是弱于股份行平均水平的，ROE则由于高杠杆高于股份行平均。**2018年是浙商银行ROA的低点，1H19年化后ROA水平呈现回升。浙商银行整体ROA水平与可比同业相比是处于较低水平的，2015-2017年仅高于中信银行，2018-1H19为上市可比股份行中最低、历史均要低于股份行平均水平。**3、从盈利能力杜邦分析看，浙商银行ROA的下降主要源自净利息收入水平的下降。**而其低于同业的ROA则来自明显较弱的中收贡献。从成本端看，公司的成本管控、税收节约能力是较强的。

■ **公司负债端成本有一定压力。**公司息差水平总体略低于股份行平均水平，通过对公司息差进行拆分，资产端收益率在可比银行中具有一定优势，但同时负债端成本要高于同业。**1) 资产端收益率：**浙商银行近年来主动调整资产结构，逐步压降高收益非标资产的占比使得收益率15年来有一定下行并在17年到达底部，随后逐步提高高收益信贷占比（公司近年来消费贷有一定发力），使得生息资产收益率实现逐步回升，1H19达到4.86%，要显著高于股份行平均水平，在股份行中仅次于平安银行。**2) 负债端付息率：**从付息率水平看，浙商银行付息率水平一直处于股份行较高水平，主要是公司存款付息率较高，2018年付息率达到最高3%的水平。1H19付息率下行至2.85%，带动息差水平有一定回升。

■ **资产端前期较依赖应收款项类投资，近年资产负债结构趋于优化。**资产端：生息资产近年来增速呈现较快放缓，主要是债券投资（特别是应收款项类）和同业资产规模有较大压降。公司前期生息资产增长依赖债券投资特别是

应收款项类资产，2015年债券投资占比生息资产最高达到52.6%、应收款项类资产占比债券投资最高达到82%。近年来随监管趋严主动调整结构，贷款占比稳步提升，且内部结构零售化趋势明显。进一步细分贷款内部结构：对公贷款主要集中于租赁商贸业、制造业和房地产业。个人贷款主要投向经营类贷款，17年来对于消费类贷款的投放占比有提升。**负债端：**核心负债占比提升，对同业负债的依赖性降低。细分来看，存款依赖对公、但储蓄存款占比总体保持上升趋势，活期化程度有小幅下降。

- **资产质量总体稳定，综合看股份行中仅次于招商银行；不良率有一定上行趋势，关注后续不良压力。**1、**不良率和不良净生成：**近三年不良率有所攀升，但总体不良率优于股份行平均，仅次于招商银行。不良净生成比例在17-18下降，但1H19有一定回升达0.89%，但总体仍处于股份行较好水平，仅次于招商银行。2、**关注类占比。**公司关注类贷款占比2017年至1H19有小幅攀升，不良压力加大但整体上始终处于可比同业较优水平。3、**风险抵补能力在可比银行中处于较优水平。**浙商银行拨备覆盖率、拨贷比水平在可比银行中均处于较优水平，1H19拨备覆盖率为240%，拨贷比3.3%，仅次于招商银行。4、**公司表外资产（表外理财+银行承兑汇票）为上市银行中最高，关注其表外业务风险。**
- **核心一级资本充足率在股份行中较弱，A股上市后有望得到进一步补充。**公司1H19核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为8.52%、9.89%、13.32%，在可比同业中资本补充能力较弱。从趋势来看，公司近三年来资本充足率保持稳步上升，具有一定内生增长动力，A股上市后资本水平有望进一步提高。
- **附：**本次发行前每股净资产（按公司2019年6月30日经审计归属于母公司股东权益除以发行前总股本计算）：**4.94元**。另：网下发行中，每个配售对象获配的股票中，**30%的股份无锁定期**，自本次发行股票在上交所上市交易之日起即可流通；**70%的股份锁定期为6个月**，锁定期自本次发行股票在上交所上市交易之日起开始计算。
- **风险提示：**区域经济恶化的风险。银行资本金不足的风险。政策变动的风险。申购新股具有锁定期，锁定期内公司经营指标或出现风险。

## 内容目录

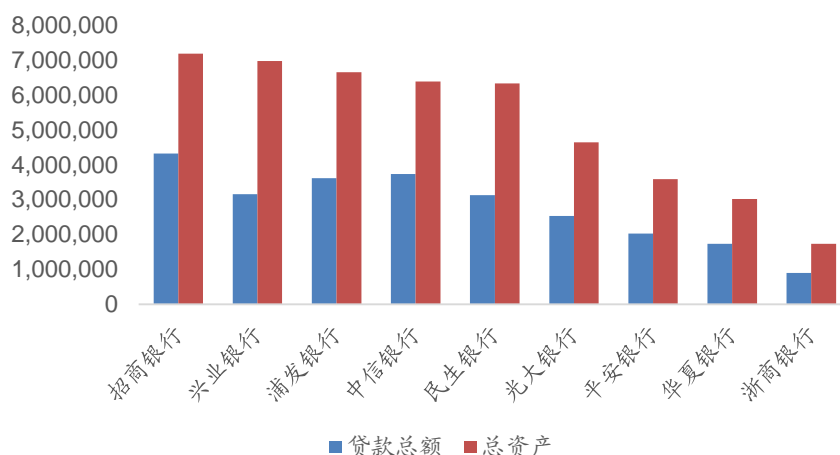
一、公司发展情况、股权结构及业务分析.....	- 4 -
1.1 浙商银行简介.....	- 4 -
1.2 浙江省区域经济情况.....	- 5 -
1.3 浙商银行股权结构.....	- 5 -
二、盈利能力分析.....	- 6 -
2.1 业绩增速高于股份行平均，ROA 较弱、杠杆水平较高.....	- 6 -
2.2 净利息收入：17 年是底部，息差带动回升.....	- 9 -
2.3 中收明显偏弱，成本收入比处城商行平均.....	- 10 -
三、资产负债结构分析.....	- 12 -
3.1 资产端：规模增速放缓明显，但结构持续优化.....	- 12 -
3.2 负债端：对于同业负债的依赖逐步降低.....	- 15 -
四、资产质量总体稳定，资本有待补充.....	- 16 -

## 一、公司发展情况、股权结构及业务分析

### 1.1 浙商银行简介

- **浙商银行是总部设立在浙江省的全国性股份制商业银行。**浙商银行前身是成立于 1993 年的浙江商业银行，2004 年由浙江商业银行重组、更名并变更公司形式为浙商银行股份有限公司，2016 年在香港联交所上市，成为第 9 家上市的全国性股份制商业银行。公司主要经营业务为公司银行业务、零售银行业务及资金业务，业务集中于华东地区，长三角地区贷款投放占比达 55.07%。截至 2019 年 6 月 30 日，本行管辖 59 家分行（其中一级分行 25 家）、1 家分行级专营机构及 190 家支行，覆盖全国 17 个省（直辖市）及香港的 250 家营业分支机构。资产和业务规模方面，截至 2019 年 6 月 30 日，本行总资产达 17,372.69 亿元，贷款余额达 9020.27 亿元，存款规模达 10149.45 亿元。

图表：上市股份行资产规模（百万元）



来源：Wind，中泰证券研究所

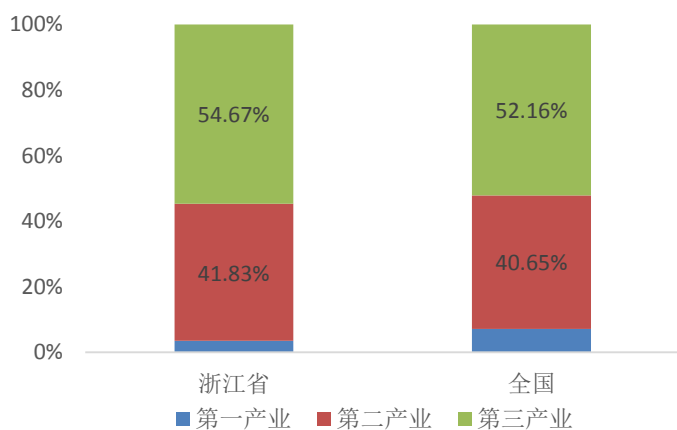
- **深耕浙江本地的全国性股份行。**截至 2019 年 6 月 30 日，浙商银行在浙江省内的资产总额占浙江银行业金融机构资产总额的 2.09%；在浙江省内的贷款总额和存款总额分别占浙江银行业金融机构贷款总额和存款总额的 2.67%及 2.57%，在浙江的全国性股份制商业银行中按辖区内资产总额排名第三、存款总额排名第二、贷款总额排名第三。同时公司不断拓展基础客户，为不同客群提供差异化、特色化的服务，注重优化客户结构。加快支持产业结构转型升级，制造业向高端制造、智能制造转型升级，截至 2019 年 6 月 30 日，智能制造企业的融资余额为 584.56 亿元。
- **专业的小微业务能力，特色的公司银行业务平台。**小微业务能力领先，公司已设立 156 家小微企业专营机构，占全行机构总数的 62.40%，创新性地开发了 30 多种小微企业业务特色产品，推出了“一日贷”、“三年贷”贷款产品，为小微企业客户提供融资。2009 年-2011 年“市场摊位一日贷”连续三年获得中国银行业协会奖项。2018 年荣获中国银行业“最佳民生金融奖”和浙江省支农支小优秀单位等荣誉。**特色的公司银行业务**

平台。公司围绕企业客户降低融资成本、提高服务效率及实现“自金融”的核心需求，打造了以池化融资平台、易企银平台、应收款链平台为核心的企业“自金融”平台，帮助企业随时融资、降低成本、增加收益，创新“互联网+实体企业+金融服务”理念，并且增进企业流动性服务、帮助企业盘活流动资产。

### 1.2 浙江省区域经济情况

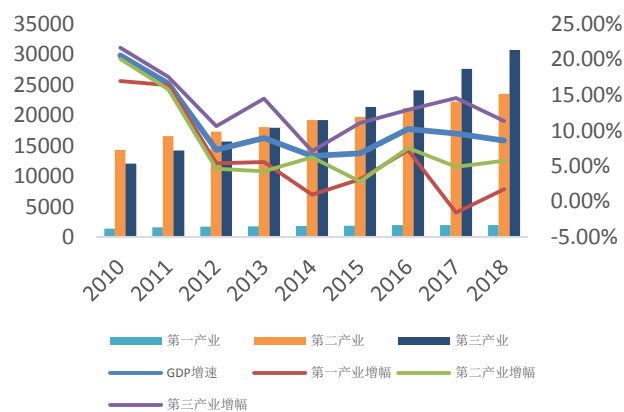
- **浙江省区位优势显著，二三产业发达。**浙江省地处长三角地区，是中国经济发展最快、最发达的省份之一。地区生产总值自 2012 年以来保持在 7-9%左右的增速，2018 年为 5.62 万亿元，同比增长 7.1%。浙江省拥有发达的工业和服务业，产业转型较快，2018 年第三产业占比超过全国平均水平 2.5 个百分点，第二产业占比超过全国平均 1.2 个点。当地雄厚的经济基础、高度市场化的背景为浙商银行提供了良好的客户基础，也支撑着浙商银行持续良好发展。截至 2018 年，全省的本外币存款余额为 116513 亿元，较上年增长 8.6%，全市的本外币贷款余额为 105775 亿元，同比增加 17.2%。

图表：浙江省产业结构



来源：国统局，中泰证券研究所

图表：浙江省经济增长情况



来源：国统局，中泰证券研究所

### 1.3 浙商银行股权结构

- 公司不存在实际控制人及一致行动人，前五大股东是浙江金控（14.19%）、能源集团及其关联方浙能（国际）及浙能资本（7.94%）、旅行者集团（7.2%）、恒逸集团及其关联方恒逸新材料及恒逸有限（6.64%）、横店集团（6.64%）。其中非境外上市法人占比 55.4%、非境外上市国有法人持股 20.3%、境外上市的外资股 24.3%。同时公司控股 1 家子公司浙银租赁。

**图表：浙商银行持股比例5%以上大股东**

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例	股份类别
1	浙江金控	2,655,443,774	14.19%	内资股
2	能源集团及其关联方浙能（国际）及浙能资本 <sup>注1</sup>	1,486,885,752	7.94%	内资股/H股
3	旅行者集团	1,346,936,645	7.20%	内资股
4	恒逸集团及其关联方恒逸新材料及恒逸有限	1,242,724,913	6.64%	内资股
5	横店集团	1,242,724,913	6.64%	内资股
6	海港集团及其关联方海港（香港） <sup>注2</sup>	1,000,000,000	5.34%	H股
7	广厦控股及其关联方东阳三建及广厦股份	954,655,630	5.10%	内资股

资料来源：招股意向书,中泰证券研究所

## 二、盈利能力分析

### 2.1 业绩增速高于股份行平均，ROA 较弱、杠杆水平较高

- 整体业绩增速高于股份行和上市银行平均。1、2017 年是公司业绩低点，18 年是利润低点，随后业绩和利润均有改善。**公司营收和 PPOP 增速均是在 2017 年达到历史低点，分别同比+2.1%、-2.5%，主要是 2017 年受行业监管的影响公司开始主动调结构，对于高收益非标资产有较大幅度的压降。随后受结构调整和低基数影响，业绩增速逐步改善，1H19 营收、PPOP、净利润同比增速分别为 21%、26.8%、16.1%。
 **2、横向比较看，公司整体业绩增速是要好于股份行平均的，即使是在 2017 年的业绩低点，其增速水平仍要高于股份行平均增速水平。**

**图表：可比银行近 3 年业绩增速比较**

	营收增速				PPOP 增速				归母净利润增速			
	2016	2017	2018	1H19	2016	2017	2018	1H19	2016	2017	2018	1H19
浙商	34.0%	2.1%	13.7%	21.1%	40.3%	-2.5%	16.5%	26.8%	44.0%	7.8%	4.9%	16.1%
招商	3.9%	5.0%	12.4%	9.5%	8.0%	3.8%	11.1%	8.4%	7.6%	13.0%	14.8%	13.1%
中信	6.0%	1.9%	5.2%	14.9%	12.5%	1.1%	4.2%	17.1%	1.1%	2.3%	4.6%	10.1%
浦发	10.0%	4.9%	1.5%	18.5%	12.7%	5.1%	0.5%	23.0%	4.9%	2.2%	3.1%	12.4%
民生	0.5%	-7.6%	8.7%	16.9%	6.3%	-6.8%	11.0%	22.5%	3.8%	4.1%	1.0%	6.8%
兴业	1.9%	-11.1%	13.2%	22.6%	6.2%	-13.0%	14.2%	25.4%	7.3%	6.2%	6.0%	6.6%
光大	0.8%	-2.5%	19.9%	26.8%	5.1%	-4.5%	25.3%	32.1%	2.7%	4.0%	6.7%	13.1%
华夏	8.8%	3.7%	8.8%	21.0%	17.3%	9.3%	9.3%	35.7%	4.2%	0.7%	5.2%	5.1%
平安	12.0%	-1.8%	10.3%	18.5%	28.9%	-4.4%	9.6%	19.0%	3.4%	2.6%	7.0%	15.2%
上市股份行平均	5.5%	-0.9%	10.0%	18.6%	12.1%	-1.2%	10.6%	22.9%	4.4%	4.4%	6.1%	10.3%
上市平均	-0.3%	2.2%	9.0%	11.2%	4.7%	3.9%	9.9%	12.6%	1.8%	4.9%	5.6%	6.7%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- ROA 是弱于股份行平均水平的，ROE 则由于高杠杆高于股份行平均。1、历史变动情况：2018 年是浙商银行 ROA 的低点，1H19 年化后 ROA 水平呈现回升。ROE 受到杠杆波动的影响，1H19 达到历史低位，为 16.8%。**

**2、同业对比：**浙商银行整体 ROA 水平与可比同业相比是处于较低水平的，2015-2017 年仅高于中信银行，2018-1H19 为上市可比股份行中最低、历史均要低于股份行平均水平。

**图表：可比银行 ROA、ROE 对照表**

	ROA					ROE				
	2015	2016	2017	2018	1H19	2015	2016	2017	2018	1H19
<b>浙商银行</b>	<b>0.83%</b>	<b>0.84%</b>	<b>0.75%</b>	<b>0.71%</b>	<b>0.90%</b>	<b>17.03%</b>	<b>25.03%</b>	<b>23.19%</b>	<b>21.37%</b>	<b>16.80%</b>
招商银行	1.13%	1.12%	1.15%	1.25%	1.48%	17.15%	16.21%	16.35%	15.80%	17.97%
中信银行	0.91%	0.75%	0.75%	0.78%	0.92%	14.40%	12.27%	10.82%	10.59%	12.37%
浦发银行	1.11%	0.99%	0.92%	0.92%	1.00%	17.40%	15.24%	13.73%	12.57%	13.17%
民生银行	1.11%	0.93%	0.87%	0.84%	1.03%	16.65%	14.85%	13.64%	12.30%	14.08%
兴业银行	1.02%	0.96%	0.91%	0.94%	1.07%	17.42%	16.10%	14.45%	13.67%	14.69%
光大银行	0.99%	0.83%	0.78%	0.79%	0.91%	14.51%	12.81%	11.68%	10.87%	12.39%
华夏银行	0.99%	0.90%	0.82%	0.81%	0.75%	17.19%	13.82%	12.44%	11.53%	9.38%
平安银行	0.89%	0.82%	0.75%	0.74%	0.88%	14.80%	11.90%	10.92%	10.82%	12.34%
<b>上市股份行平均</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.95%</b>	<b>0.92%</b>	<b>0.95%</b>	<b>1.11%</b>	<b>16.40%</b>	<b>14.64%</b>	<b>13.64%</b>	<b>12.81%</b>	<b>14.40%</b>
<b>上市银行平均</b>	<b>1.14%</b>	<b>1.03%</b>	<b>0.98%</b>	<b>0.97%</b>	<b>1.10%</b>	<b>16.16%</b>	<b>14.27%</b>	<b>13.39%</b>	<b>12.74%</b>	<b>13.95%</b>

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- 从盈利能力杜邦分析看，浙商银行 ROA 的下降主要源自净利息收入水平的下降。而其低于同业的 ROA 则来自明显较弱的中收贡献。从成本端看，公司的成本管控、税收节约能力是较强的。1) 历史纵向表现：从浙商银行历史杜邦分析看，2014 年来净利息收入对于 ROA 的贡献是逐年趋弱的，其中 2017 年下降较为明显，1H19 呈现回升。2017 年净利息收入对于 ROA 的贡献减弱来自收入端，2018 年则是来自支出端。此外，公司成本节约和税收节约能力是较为突出的，业务管理费和税收对于 ROA 的折耗近年来是减少的。2) 同业横向比较：拖累公司 ROA 低于同业的主要是明显低于同业的中收。考虑到所有银行 1H19 均切换至新准则，我们对可比银行 1H19 的 ROA 杜邦分析进行横向对比，从 1H19 的数据看，浙商银行净利息收入贡献在可比银行中处于中游水平，高于中信、民生、兴业。同时，其收入端是具有相对优势的，利息收入的贡献在股份行中仅次于平安银行，但是支出端成本较高，利息支出对 ROA 的折耗在股份行中最高。拖累公司 ROA 低于同业的主要是明显低于同业的中收，中收对于利润的贡献显著低于上市股份行。从费用和拨备对于利润的消耗看，浙商银行整体处于可比银行的中等偏低水平，说明公司的成本管控能力尚可。同时从杠杆率水平看，公司的杠杆率要显著高于股份行平均水平（18.5VS 股份行平均 13.2），从而带动了 ROE 水平要高于同业。

**图表：浙商银行盈利能力杜邦分析（未剔除新准则影响）**

	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
净利息收入/平均资产	2.51%	2.42%	2.11%	1.69%	1.66%	1.89%
利息收入/平均资产	5.56%	5.57%	4.58%	4.33%	4.54%	4.58%
利息支出/平均资产	3.05%	3.16%	2.47%	2.64%	2.88%	2.69%
净非息收入/平均资产	0.47%	0.52%	0.69%	0.68%	0.79%	0.78%
净手续费及佣金收入/平均资产	0.45%	0.48%	0.63%	0.55%	0.27%	0.30%
其他非息收入/平均资产	0.02%	0.04%	0.07%	0.13%	0.52%	0.47%
营业收入/平均资产	2.98%	2.94%	2.81%	2.37%	2.44%	2.66%
营业支出/平均资产	1.04%	0.97%	0.83%	0.77%	0.75%	0.71%
税金及附加/平均资产	0.19%	0.15%	0.06%	0.02%	0.03%	0.03%
业务管理费/平均资产	0.85%	0.81%	0.78%	0.76%	0.73%	0.68%
营业外收入/平均资产	0.01%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
拨备前利润/平均资产	1.96%	1.98%	1.98%	1.60%	1.69%	1.95%
资产减值损失/平均资产	0.79%	0.88%	0.86%	0.65%	0.82%	0.92%
税前利润/平均资产	1.17%	1.10%	1.12%	0.95%	0.87%	1.03%
所得税/平均资产	0.29%	0.27%	0.27%	0.19%	0.14%	0.13%
ROAA	0.88%	0.83%	0.85%	0.76%	0.73%	0.90%
权益乘数	20.20972	20.77568	20.0791	20.56402	18.82141	18.45623
ROAE	33.43%	8.52%	12.51%	11.59%	10.68%	8.40%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

**图表：可比银行盈利能力杜邦分析（1H19，未年化）**

	浙商	招商	中信	浦发	民生	兴业	光大	华夏	平安
净利息收入/平均资产	0.94%	1.25%	0.92%	0.99%	0.74%	0.73%	1.09%	1.03%	1.25%
利息收入/平均资产	2.29%	2.07%	2.03%	2.16%	1.99%	1.93%	2.29%	2.12%	2.49%
利息支出/平均资产	1.35%	0.82%	1.11%	1.17%	1.25%	1.20%	1.20%	1.09%	1.24%
净非息收入/平均资产	0.39%	0.71%	0.58%	0.51%	0.67%	0.58%	0.37%	0.37%	0.69%
净手续费及佣金收入/平均资产	0.15%	0.56%	0.45%	0.35%	0.44%	0.34%	0.28%	0.36%	0.52%
其他非息收入/平均资产	0.24%	0.16%	0.12%	0.16%	0.23%	0.24%	0.09%	0.01%	0.17%
营业收入/平均资产	1.33%	1.97%	1.49%	1.50%	1.41%	1.31%	1.46%	1.40%	1.94%
营业支出/平均资产	0.36%	0.56%	0.39%	0.34%	0.31%	0.30%	0.40%	0.39%	0.59%
税金及附加/平均资产	0.01%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%	0.02%
业务管理费/平均资产	0.34%	0.55%	0.38%	0.32%	0.30%	0.29%	0.39%	0.37%	0.57%
营业外收入/平均资产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
拨备前利润/平均资产	0.98%	1.41%	1.10%	1.16%	1.10%	1.01%	1.06%	1.01%	1.35%
资产减值损失/平均资产	0.46%	0.47%	0.55%	0.57%	0.48%	0.42%	0.52%	0.54%	0.78%
税前利润/平均资产	0.52%	0.93%	0.55%	0.59%	0.62%	0.58%	0.54%	0.47%	0.57%
所得税/平均资产	0.07%	0.20%	0.09%	0.09%	0.10%	0.06%	0.09%	0.10%	0.13%
ROAA	0.45%	0.73%	0.46%	0.50%	0.52%	0.53%	0.45%	0.37%	0.44%



权益乘数	18.46	12.53	13.56	13.33	12.98	13.49	13.91	11.71	13.99
ROAE	16.80%	17.97%	12.37%	13.17%	14.08%	14.69%	12.39%	9.38%	12.34%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

## 2.2 净利息收入：17年是底部，息差带动回升

- 净利息收入增速在17年到达底部，随后随着息差回升增速有一定回升。

1) 历史纵向比较：净利息收入2017实现同比负增，1H19同比增速同比增26%。从规模和息差拆分开，净利息收入的波动主要是受到息差的影响，从规模趋势看生息资产同比增速是持续放缓的。2) 同业横向比较：净利息收入增速波动性更强，息差略低于股份行平均。浙商银行净利息收入同比增速的变动趋势跟股份行是一致的、但是呈现更强的波动性。从息差表现看，其息差历史水平要一直处于略低于行业平均的水平，1H19息差有一定回升，为2.34%，略高于股份行平均2.2%的平均水平。

图表：可比银行净利息收入同比拆分

	净利息收入同比增速				生息资产同比增速				日均息差			
	2016	2017	2018	1H19	2016	2017	2018	1H19	2016	2017	2018	1H19
浙商银行	22.6%	-3.3%	8.2%	26.3%	30.6%	12.0%	6.7%	5.7%	2.07%	1.81%	1.93%	2.34%
招商银行	-2.2%	7.6%	10.7%	13.5%	9.0%	6.0%	7.5%	10.1%	2.50%	2.43%	2.57%	2.70%
中信银行	1.6%	-6.1%	5.2%	14.8%	15.0%	-4.6%	8.5%	10.4%	2.00%	1.79%	1.94%	1.96%
浦发银行	-4.3%	-1.1%	4.6%	25.3%	16.2%	3.6%	3.2%	9.1%	2.03%	1.86%	1.94%	2.12%
民生银行	0.4%	-8.6%	-11.4%	34.4%	31.7%	0.0%	1.8%	4.9%	1.86%	1.50%	1.73%	2.00%
兴业银行	-6.3%	-21.3%	8.2%	9.4%	15.9%	5.0%	5.0%	6.9%	2.23%	1.73%	1.83%	2.00%
光大银行	-1.8%	-6.6%	0.2%	42.6%	26.1%	1.3%	7.6%	8.5%	1.59%	1.32%	1.48%	2.15%
华夏银行	6.3%	-3.4%	8.9%	22.9%	16.6%	6.3%	7.1%	18.0%	2.42%	2.01%	1.95%	2.09%
平安银行	11.6%	-3.1%	1.0%	16.6%	17.2%	8.3%	8.8%	9.0%	2.75%	2.37%	2.35%	2.62%
上市股份行平均	-1.1%	-2.1%	2.3%	22.0%	18.0%	1.2%	5.2%	8.6%	2.10%	1.90%	2.05%	2.20%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 通过对息差进行拆分，浙商银行资产端收益率在可比银行中具有一定优势，但同时负债端成本要高于同业。1) 资产端收益率：浙商银行近年来主动调整资产结构，逐步压降高收益非标资产的占比使得收益率15年来有一定下行并在17年到达底部，随后逐步提高高收益信贷占比(公司近年来消费贷有一定发力)，使得生息资产收益率实现逐步回升，1H19达到4.86%，要显著高于股份行平均水平，在股份行中仅次于平安银行。2) 负债端付息率：从付息率水平看，浙商银行付息率水平一直处于股份行较高水平，主要是公司存款付息率较高，2018年付息率达到最高3%的水平。1H19付息率下行至2.85%，带动息差水平有一定回升。

**图表：可比银行收益/付息率拆分**

	生息资产收益率				计息负债付息率			
	2016	2017	2018	1H19	2016	2017	2018	1H19
浙商银行	4.48%	4.39%	4.76%	4.86%	2.59%	2.77%	3.00%	2.85%
招商银行	4.00%	4.06%	4.34%	4.47%	1.63%	1.77%	1.90%	1.89%
中信银行	4.01%	3.97%	4.33%	4.33%	2.12%	2.33%	2.48%	2.46%
浦发银行	4.06%	4.28%	4.64%	4.62%	2.17%	2.53%	2.77%	2.55%
民生银行	4.01%	4.01%	4.53%	4.48%	2.27%	2.66%	2.89%	2.74%
兴业银行	4.40%	4.25%	4.44%	4.40%	2.40%	2.81%	2.90%	2.69%
光大银行	3.92%	4.00%	4.26%	4.77%	2.33%	2.68%	2.78%	2.62%
华夏银行	4.36%	4.27%	4.40%	4.31%	2.07%	2.39%	2.60%	2.35%
平安银行	4.73%	4.75%	5.11%	5.23%	2.13%	2.55%	2.85%	2.69%
上市股份行平均	4.02%	4.08%	4.46%	4.48%	2.05%	2.32%	2.51%	2.41%

资料来源：公司公告, 中泰证券研究所

### 2.3 中收明显偏弱，成本收入比处城商行平均

- 净非息收入：** 2018 年在新准则的影响下同比增长较多，但 2018 年中收同比负增较多，中收整体仍偏弱。
  - 从增速水平看，** 净非息收入同比增速自 2015 年来一直保持在较高水平，2018 年受新准则的影响同比增长较多，1H19 受基数影响同比增速放缓至 10%，但增速仍是股份行中较高水平（次于平安银行）。中收则相对表现较弱，其中 2018 年同比负增 47%，1H19 虽然增 9.8%，但在股份行中该增速仍偏弱。
  - 收入结构：** 中收占比营收明显弱于股份行。1H19 浙商银行中收、净非息收入占比营收分别为 11.4%、29.2%，同期股份行平均水平为 36%、26.5%。
  - 从手续费结构上看：** 浙商银行净手续费收入主要来自资金理财收入、结算服务，其中受到行业监管的影响理财收入贡献有一定下行，从 2017 年 65.5% 下行至 1H19 的 17.2%，汇款结算业务贡献则有增强，从 2017 年 5.4% 上行至 1H19 的 26.5%。

**图表：可比银行净非息收入同比**

	净非利息收入同比增速					净手续费收入同比增速				
	2015	2016	2017	2018	1H19	2015	2016	2017	2018	1H19
浙商银行	159.43%	150.12%	127.07%	356.68%	9.97%	56.42%	82.25%	7.20%	-46.94%	9.81%
招商银行	19.85%	27.59%	-22.13%	88.45%	0.37%	34.22%	14.82%	5.18%	3.85%	4.01%
中信银行	7.83%	7.94%	88.08%	46.34%	-17.97%	40.93%	18.52%	10.83%	-3.65%	29.41%
浦发银行	66.78%	129.44%	35.32%	26.27%	-6.16%	30.23%	46.38%	12.01%	-14.42%	14.25%
民生银行	79.57%	-10.16%	13.98%	276.02%	-12.22%	33.91%	2.06%	-8.65%	0.81%	12.15%
兴业银行	-9.71%	326.05%	55.23%	56.56%	118.49%	19.04%	13.55%	5.98%	10.94%	17.05%
光大银行	-69.78%	37.58%	-156.34%	-5200.43%	-43.63%	37.29%	6.89%	9.47%	19.89%	21.67%
华夏银行	-52.62%	-3.78%	72.19%	374.55%	108.16%	61.68%	18.46%	25.59%	-3.53%	14.68%
平安银行	21.32%	-4.81%	-67.98%	867.72%	210.77%	38.58%	15.68%	10.10%	2.03%	2.52%
上市股份行	7.90%	63.73%	2.29%	-433.06%	44.73%	36.98%	17.05%	8.81%	1.99%	14.47%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

**图表：可比银行收入结构**

	净非息收入占比营收					净手续费收入占比营收				
	2015	2016	2017	2018	1H19	2015	2016	2017	2018	1H19
浙商银行	17.68%	24.69%	28.72%	32.19%	29.15%	16.40%	22.31%	23.42%	10.93%	11.40%
招商银行	31.61%	35.59%	33.98%	34.99%	36.29%	26.35%	29.13%	29.18%	26.95%	28.40%
中信银行	28.04%	31.01%	36.41%	36.45%	38.63%	24.58%	27.48%	29.90%	27.39%	30.37%
浦发银行	22.53%	32.61%	36.44%	34.48%	33.83%	19.06%	25.36%	27.10%	22.85%	23.36%
民生银行	38.48%	38.48%	39.15%	50.42%	47.75%	33.42%	33.96%	33.57%	31.12%	31.32%
兴业银行	22.12%	28.35%	36.56%	39.38%	44.35%	20.92%	23.32%	27.78%	27.24%	26.26%
光大银行	28.58%	30.40%	33.38%	44.36%	25.35%	28.26%	29.97%	33.64%	33.63%	19.35%
华夏银行	21.66%	23.46%	28.67%	28.62%	26.24%	21.03%	22.90%	27.75%	24.59%	25.47%
平安银行	28.81%	29.06%	30.04%	35.96%	35.66%	25.04%	25.86%	29.00%	26.81%	27.11%
上市股份行	27.73%	31.12%	34.33%	38.08%	36.01%	24.83%	27.25%	29.74%	27.57%	26.46%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- **成本收入比为股份行中平均。**浙商银行历史成本收入比处于同业平均水平,近年来增强成本管控,成本收入比自2017年来实现较快下降,1H19成本收入比为25.6%,在股份行中高于中信、浦发、民生、兴业。

图表：可比银行成本收入比

	2015	2016	2017	2018	1H19
浙商银行	27.62%	27.72%	31.91%	29.72%	25.62%
招商银行	27.71%	27.77%	30.44%	31.26%	27.81%
中信银行	27.85%	27.55%	29.92%	30.57%	25.37%
浦发银行	21.96%	23.21%	24.40%	25.24%	21.62%
民生银行	31.46%	31.24%	32.17%	30.48%	21.11%
兴业银行	21.35%	23.22%	27.35%	26.66%	22.16%
光大银行	26.94%	28.84%	32.04%	28.92%	26.37%
华夏银行	35.02%	34.51%	32.98%	32.59%	26.64%
平安银行	31.31%	25.97%	29.89%	30.32%	29.46%
上市股份行	<b>27.95%</b>	<b>27.79%</b>	<b>29.90%</b>	<b>29.51%</b>	<b>25.07%</b>

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

### 三、资产负债结构分析

#### 3.1 资产端：规模增速放缓明显，但结构持续优化

- 生息资产近年来增速呈现较快放缓，主要是债券投资（特别是应收款项类）和同业资产规模有较大压降。**
  - 1) 从历史整体增速看，浙商银行生息资产同比增速自 15 年来是持续放缓的，且压降幅度较大，从 2015 年同比增 54% 下降至 1H19 的 5.7%。其现有增速水平是要低于上市股份行和上市银行总体增速水平的。
  - 2) **2017 年开始公司开始压降债券投资和同业资产，同时发力贷款。**公司前期生息资产增长依赖债券投资特别是应收款项类资产，2015 年债券投资占比生息资产最高达到 52.6%、应收款项类资产占比债券投资最高达到 82%。从细分增速看，生息资产由债券投资的支撑转为贷款增速支撑。1H19 贷款同比增长 16.9%，高于生息资产总体增长水平。债券投资则从 2017 年开始逐年压降，压降幅度有减小。同业资产亦是 2017 年开始压降，一直保持较强的压降速度。
  - 3) **贷款中对公贷款增速有所下滑，零售则一直保持较高增速。**从贷款细分情况看，对公贷款同比增速自 2017 年来持续放缓，而个贷则一直保持有 40% 以上的同比增速，2018 年同比增长 50%、1H19 则同比增 44%。

**图表：可比银行生息资产同比增速**

	2015	2016	2017	2018	1H19
浙商银行	54.10%	30.55%	12.04%	6.75%	5.74%
招商银行	15.49%	9.04%	5.99%	7.51%	10.12%
中信银行	23.93%	15.02%	-4.61%	8.50%	10.35%
浦发银行	19.82%	16.16%	3.57%	3.15%	9.12%
民生银行	19.73%	26.11%	1.25%	7.55%	8.52%
兴业银行	18.99%	15.94%	4.98%	4.95%	6.92%
光大银行	19.73%	26.11%	1.25%	7.55%	8.52%
华夏银行	9.21%	16.62%	6.28%	7.13%	18.00%
平安银行	14.37%	17.23%	8.28%	8.79%	8.97%
上市股份行	<b>17.66%</b>	<b>17.78%</b>	<b>3.37%</b>	<b>6.89%</b>	<b>10.06%</b>
上市银行	<b>12.40%</b>	<b>13.34%</b>	<b>6.58%</b>	<b>7.22%</b>	<b>9.33%</b>

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

**图表：浙商银行生息资产同比增速**

	2015	2016	2017	2018	1H19
生息资产	54.10%	30.55%	12.04%	6.75%	5.74%
贷款	33.36%	33.02%	46.44%	28.18%	16.86%
其中企业贷款	36.41%	31.49%	45.18%	22.64%	9.80%
其中个人贷款	47.00%	39.87%	51.73%	50.38%	43.83%
债券投资	116.43%	27.32%	(8.16%)	(7.24%)	(5.16%)
央行	16.21%	41.81%	23.94%	(18.08%)	(1.84%)
同业	(18.23%)	28.50%	(27.44%)	(22.47%)	(11.72%)

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- 生息资产结构：贷款占比稳步提升，且内部结构零售化趋势明显。债券投资过去以来应收款项类，近年来结构调整也卓有成效。**
  - 贷款：**占比生息资产比例自 2015 年来保持稳步提升的趋势，由 2015 年 33.5% 增加至 1H19 的 55.1%，同时受益于零售贷款一直保持较高增速，零售贷款在总贷款中的比例也是一直保持提升趋势。1H19 零售贷款占比总贷款为 25.5%，较 2015 年 18.3% 的占比提升了 7 个百分点。
  - 债券投资：**从新准则前的口径看，公司债券投资主要集中于应收款项类资产，2015 年占比达到 83%，但保持压降趋势、2017 年应收款项类资产占比下降至 56%，同时可供出售类资产提升至占比 21%。
  - 同业资产和存放央行：**同比保持下降趋势，1H19 同业资产压降至 4.4%、存放央行资产占比 7.6%。

**图表：浙商银行生息资产结构**

	2015	2016	2017	2018	1H19
生息资产/总资产	99.87%	99.28%	98.06%	97.69%	97.24%
贷款比例	33.53%	34.16%	44.65%	53.62%	55.07%
对公贷款/贷款	70.20%	76.87%	77.07%	69.94%	65.84%
个人贷款/贷款	18.27%	19.21%	19.90%	23.35%	25.48%
票据/贷款	11.53%	3.92%	3.02%	6.69%	8.67%
债券投资比例	50.55%	49.30%	40.41%	35.12%	32.91%
交易类	2.07%	3.49%	7.61%	-	-
可供出售金融资产	9.43%	9.27%	21.00%	-	-
持有到期	5.58%	6.26%	15.03%	-	-
应收款项类投资	82.92%	80.98%	56.36%	-	-
央行比例	8.48%	9.22%	10.19%	7.82%	7.63%
同业比例	7.44%	7.32%	4.74%	3.44%	4.39%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- 进一步细分贷款内部结构：**1) 浙商银行对公贷款主要集中于租赁商贸业、制造业和房地产业。从趋势看对于高不良率的批零业贷款投放是逐步压降的、同时对于低不良率的租赁商贸、水利环境行业的贷款投放占比则保持相对稳定微幅抬升。2) 个人贷款主要投向经营类贷款，对于消费类贷款的投放占比有提升。浙商银行个人贷款集中于经营性贷款，近年来占比呈现下降趋势，同时 2018 年消费贷款占比呈现了较为明显的提升（较 2017 年占比提升 3.3 个百分点、1H19 继续较 2018 年提升 2 个百分点），按揭贷款则保持在 5% 的占比。

**图表：浙商银行对公贷款（含票据）结构**

	2015	2016	2017	2018	1H19
制造业	14.71%	17.89%	17.19%	13.17%	12.40%
建筑业	6.20%	5.67%	5.81%	5.26%	5.13%
采掘业	1.15%	1.06%	0.58%	0.61%	0.54%
房地产业	11.54%	12.04%	10.87%	13.74%	12.65%
交通运输、仓储和邮政业	1.89%	1.62%	2.06%	1.07%	0.90%
电力、燃气及水的生产和供应企业	1.09%	1.43%	1.18%	1.12%	1.13%
金融业	1.72%	1.17%	1.39%	1.96%	1.47%
批发和零售业	10.71%	14.09%	11.13%	9.39%	8.16%
租赁和商务服务业	10.82%	12.19%	13.81%	13.52%	13.82%
水利、环境和公共设施管理业	6.30%	5.20%	9.21%	6.28%	5.85%
对公贷款	70.20%	76.87%	77.07%	69.94%	65.84%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

**图表：浙商银行个人贷款结构**

	2015	2016	2017	2018	1H19
个人按揭贷款	0.64%	1.92%	4.21%	5.15%	4.72%
经营性贷款	17.46%	15.93%	13.11%	12.39%	12.84%
消费性贷款	0.17%	1.36%	2.58%	5.81%	7.92%
个人贷款	18.27%	19.21%	19.90%	23.35%	25.48%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

### 3.2 负债端：对于同业负债的依赖逐步降低

- 和生息资产增速相匹配，计息负债同比增速也呈现了较大幅度的放缓，主要发行债券规模增速有一定放缓、同时同业负债持续保持压降。1) 浙商银行近年计息负债增速放缓，同比增速从2015年53.4%的高位下降至1H19的5.65%。增速水平低于上市股份行和上市银行平均水平。增速放缓主要是2017年开始同业资产保持较大幅度的压降，同时2018年发行债券规模18年来增速有放缓。2) 存款增速17年也呈现了较大程度放缓，但17年来增速保持相对平稳，对负债增速起到一定的支撑，1H19同比增14.5%。

**图表：可比银行计息负债同比增速**

	2015	2016	2017	2018	1H19
浙商银行	53.41%	29.60%	13.10%	5.86%	5.65%
招商银行	15.67%	8.32%	4.44%	6.60%	10.15%
中信银行	24.21%	14.84%	-5.55%	7.39%	10.75%
浦发银行	20.39%	15.24%	3.70%	1.47%	9.20%
民生银行	15.12%	28.08%	-0.19%	6.75%	8.16%
兴业银行	24.23%	15.18%	4.15%	3.88%	5.64%
光大银行	15.12%	28.08%	-0.19%	6.75%	8.16%
华夏银行	8.70%	15.35%	6.35%	5.36%	16.70%
平安银行	14.25%	16.82%	10.14%	4.99%	5.61%
上市股份行	17.21%	17.74%	2.86%	5.40%	9.30%
上市银行	12.40%	13.70%	6.40%	6.01%	8.70%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

**图表：浙商银行计息负债同比增速**

	2015	2016	2017	2018	1H19
计息负债	53.41%	29.60%	13.10%	5.86%	5.65%
存款	42.05%	42.68%	16.89%	12.06%	14.53%
发行债券	87.77%	27.42%	66.28%	29.10%	13.90%
同业	64.96%	11.12%	(9.47%)	(21.53%)	(21.65%)

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- 计息负债结构：核心负债占比提升，对同业负债的依赖性降低。**1、存款为计息负债的主要组成部分，1H19 存款占计息负债比例为 66.2%，占比较 2015 年 53.7%提升 13 个百分点。同业负债比例呈下降趋势，1H19 同业负债占比为 18%，较 2015 年 37%的占比下降 19 个百分点。2、存款依赖对公、活期化程度有小幅下降。从存款内部结构看，存款活期化程度有小幅下降，1H19 活期存款占比为 33.4%。从存款性质看，公司存款以对公存款为主，但储蓄存款占比总体保持上升趋势，1H19 居民存款占比为 11.9%。

图表：浙商银行计息负债结构

	2015	2016	2017	2018	1H19
存款比例	53.72%	59.14%	61.12%	64.71%	66.17%
活期/存款总额	36.12%	35.89%	36.24%	36.16%	33.44%
居民存款/存款比例	4.20%	4.56%	6.47%	10.13%	11.89%
同业比例	36.92%	31.66%	25.34%	18.79%	18.02%
发行债券比例	9.36%	9.20%	13.53%	16.51%	15.81%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

#### 四、资产质量总体稳定，资本有待补充

- 不良率优于股份行平均，仅次于招商银行。**1、近三年不良率有所攀升。不良率在 2016 年达到 1.33%的高点后 2017 年下降至 1.15%，近两年不良率仍处于上升通道，1H19 不良率 1.37%，环比 2018 年上升 17bp。2016 年前不良率上升伴随的是不良认定趋严（2016 年逾期 90 天以上占比不良为最低 71.9%的水平）、近年来不良率上行预计与经济下行下公司压力有一定增大有关。2、较可比同业资产质量较优，仅次于招商银行。和股份行相比，浙商银行 2014-2018 年不良率位于股份行最低，1H19 不良率上行、但仅高于招商银行。3、不良净生成比例总体较好。不良净生成比例在 17-18 下降，但 1H19 有一定回升至 0.89%，但总体仍处于股份行较好水平，仅次于招商银行。



**图表：可比银行不良率与不良净生成率**

	不良率						不良净生成率					
	2014	2015	2016	2017	2018	1H19	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
浙商	0.88%	1.23%	1.33%	1.15%	1.20%	1.37%	1.38%	1.79%	1.37%	0.73%	0.78%	0.89%
招商	1.11%	1.68%	1.87%	1.61%	1.36%	1.23%	1.12%	2.30%	1.96%	0.63%	0.63%	0.80%
中信	1.30%	1.43%	1.69%	1.68%	1.77%	1.72%	1.04%	1.54%	1.66%	1.32%	1.72%	1.65%
浦发	1.06%	1.56%	1.89%	2.14%	1.92%	1.83%	1.03%	1.48%	2.24%	2.45%	1.91%	2.01%
民生	1.17%	1.60%	1.68%	1.71%	1.76%	1.75%	1.58%	1.82%	1.80%	1.19%	2.30%	1.63%
兴业	1.10%	1.46%	1.65%	1.59%	1.57%	1.56%	1.39%	2.16%	2.10%	1.24%	1.46%	1.61%
光大	1.19%	1.61%	1.60%	1.59%	1.59%	1.57%	0.98%	1.39%	1.37%	0.87%	1.59%	1.75%
华夏	1.09%	1.52%	1.67%	1.76%	1.85%	1.84%	0.80%	1.20%	1.11%	1.14%	1.16%	3.19%
平安	1.02%	1.45%	1.74%	1.70%	1.75%	1.68%	1.42%	3.00%	3.61%	2.91%	3.07%	2.14%
股份行	1.14%	1.55%	1.74%	1.73%	1.68%	1.62%	1.17%	1.86%	1.97%	1.43%	1.68%	1.71%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 从未来不良压力看，公司关注类贷款占比 2017 年至 1H19 有小幅攀升，不良压力加大但整体上始终处于可比同业较优水平。18 年关注类贷款占比同比增长 5bp 至 1.63%，首次弱于招商位于可比同业第二；1H19 较年初增长 35bp 为 1.98%，位于可比同业第三。

**图表：可比银行关注类占比及不良认定**

	关注类占比						逾期 90 天以上占比不良					
	2014	2015	2016	2017	2018	1H19	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
浙商	1.40%	1.86%	2.14%	1.58%	1.63%	1.98%	97.4%	88.3%	71.9%	77.5%	79.8%	76.9%
招商	1.86%	2.61%	2.09%	1.60%	1.51%	1.30%	90.4%	94.9%	78.3%	79.6%	78.9%	80.4%
中信	3.12%	3.57%	2.65%	2.14%	2.36%	2.32%	115.7%	105.1%	118.8%	109.4%	92.4%	88.8%
浦发	2.12%	2.88%	3.82%	3.28%	2.95%	2.91%	150.3%	129.4%	120.5%	86.5%	84.6%	80.4%
民生	1.98%	3.69%	3.75%	4.06%	3.38%	3.34%	108.8%	148.4%	151.4%	135.9%	96.7%	95.5%
兴业	1.82%	2.35%	2.59%	2.31%	2.05%	1.88%	93.0%	103.8%	78.7%	64.1%	78.9%	82.6%
光大	3.23%	4.39%	3.78%	2.97%	2.41%	2.30%	119.4%	144.3%	124.4%	103.4%	84.1%	88.7%
华夏	2.58%	4.21%	4.20%	4.60%	4.44%	3.80%	103.0%	199.6%	225.2%	190.9%	147.1%	95.6%
平安	3.61%	4.15%	4.11%	3.70%	2.73%	2.48%	279.0%	192.8%	157.7%	143.0%	97.3%	93.9%
股份行	2.43%	3.34%	3.21%	2.89%	2.58%	2.42%	123.1%	129.7%	121.7%	106.6%	92.0%	87.4%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 风险抵补能力在可比银行中处于较优水平。浙商银行拨备覆盖率、拨贷比水平在可比银行中均处于较优水平，1H19 拨备覆盖率为 240%，拨贷比 3.3%，仅次于招商银行。

图表：可比银行拨备覆盖率

	拨备覆盖率						拨贷比					
	2014	2015	2016	2017	2018	1H19	2014	2015	2016	2017	2018	1H19
浙商	293.01%	240.82%	259.32%	296.92%	270.36%	239.92%	2.59%	2.95%	3.44%	3.43%	3.26%	3.30%
招商	233.42%	178.95%	180.02%	262.11%	358.18%	394.12%	2.59%	3.00%	3.37%	4.22%	4.88%	4.85%
中信	181.26%	167.81%	155.50%	169.44%	157.98%	165.17%	2.36%	2.39%	2.62%	2.84%	2.80%	2.85%
浦发	249.09%	211.40%	169.13%	132.44%	154.88%	156.51%	2.65%	3.30%	3.19%	2.84%	2.97%	2.86%
民生	182.20%	153.63%	155.41%	155.61%	134.05%	142.27%	2.12%	2.46%	2.62%	2.66%	2.36%	2.49%
兴业	250.21%	210.08%	210.51%	211.79%	207.28%	193.52%	2.76%	3.07%	3.48%	3.37%	3.26%	3.02%
光大	180.52%	156.39%	152.02%	158.18%	176.16%	178.04%	2.16%	2.52%	2.43%	2.52%	2.80%	2.80%
华夏	233.13%	167.12%	158.73%	156.51%	158.59%	144.83%	2.54%	2.55%	2.65%	2.76%	2.93%	2.66%
平安	200.90%	165.86%	155.37%	151.08%	155.24%	182.53%	2.06%	2.41%	2.71%	2.57%	2.71%	3.06%
股份行	213.15%	177.85%	168.50%	176.66%	189.16%	195.59%	2.43%	2.75%	2.94%	3.06%	3.18%	3.17%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- 浙商银行表外资产（表外理财+银行承兑汇票）占比表内总资产比例为上市银行中最高，关注其表外资产风险。

图表：商业银行表外资产占比表内总资产情况

	表外理财占比		银行承兑汇票		表外理财+银行承兑汇票	
	2018	1H19	2018	1H19	2018	1H19
浙商银行	20.67%	19.69%	14.33%	14.39%	34.99%	34.08%
招商银行	30.42%	29.33%	2.05%	3.35%	32.47%	32.68%
宁波银行	21.02%	20.72%	11.90%	9.15%	32.93%	29.87%
光大银行	15.81%	15.16%	10.95%	12.70%	26.76%	27.86%
华夏银行	17.51%	16.69%	10.30%	11.14%	27.80%	27.83%
杭州银行	20.35%	22.65%	4.23%	5.09%	24.59%	27.74%
南京银行	24.42%	20.42%	7.50%	7.19%	31.92%	27.60%
浦发银行	21.87%	20.50%	6.67%	7.07%	28.55%	27.56%
兴业银行	18.25%	17.26%	7.94%	9.70%	26.19%	26.96%
张家港行	11.02%	11.90%	10.84%	14.60%	21.87%	26.50%
江苏银行	15.28%	15.57%	7.90%	9.68%	23.18%	25.25%
苏农银行	9.45%	12.29%	10.87%	12.54%	20.32%	24.83%
平安银行	15.73%	16.01%	7.35%	7.50%	23.08%	23.51%
中信银行	17.45%	17.18%	6.49%	5.97%	23.95%	23.15%
常熟银行	17.58%	15.64%	6.54%	7.22%	24.11%	22.86%
民生银行	14.19%	13.60%	8.65%	8.84%	22.84%	22.44%
贵阳银行	14.94%	14.41%	6.34%	6.29%	21.28%	20.70%
无锡银行	6.76%	7.89%	7.84%	11.50%	14.60%	19.39%
北京银行	12.65%	11.72%	5.00%	6.11%	17.65%	17.82%
上海银行	12.46%	12.77%	3.00%	3.50%	15.46%	16.27%
交通银行	10.07%	10.20%	2.40%	2.84%	12.47%	13.04%
江阴银行	5.04%	6.94%	2.35%	3.35%	7.39%	10.29%

工商银行	9.30%	7.78%	0.95%	1.05%	10.25%	8.83%
建设银行	7.95%	7.41%	0.99%	0.91%	8.95%	8.31%
农业银行	6.23%	5.45%	1.07%	1.30%	7.30%	6.76%
中国银行	5.44%	4.75%	1.21%	1.15%	6.65%	5.90%
成都银行	4.50%	4.47%	1.22%	1.14%	5.72%	5.62%

资料来源：公司公告,中泰证券研究所

- **核心一级资本充足率在股份行中较弱,A股上市后有望得到进一步补充。**公司 1H19 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 8.52%、9.89%、13.32%，在可比同业中资本补充能力较弱。从趋势来看，公司近三年来资本充足率保持稳步上升，具有一定内生增长动力，A 股上市后资本水平有望进一步提高。
- **风险提示：**区域经济恶化的风险。银行资本金不足的风险。政策变动的风险。申购新股具有锁定期，锁定期内公司经营指标或出现风险。

**图表：浙商银行盈利预测表**

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
PE	8.10	8.05	7.93	7.04	净利息收入	24,391	26,386	31,805	35,709
PB	1.21	1.08	0.94	0.85	手续费净收入	8,013	4,252	4,677	4,911
EPS	0.61	0.61	0.62	0.70	营业收入	34,217	38,913	45,585	49,996
BVPS	4.08	4.59	5.26	5.78	业务及管理费	-10,919	-11,563	-13,675	-14,999
每股股利	0.17	0.00	0.19	0.21	拨备前利润	23,081	26,880	31,298	34,304
<b>盈利能力</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	拨备	-9,374	-13,030	-15,232	-16,184
净息差	1.71%	1.69%	1.91%	1.97%	税前利润	13,707	13,851	16,067	18,119
贷款收益率	4.84%	5.72%	5.70%	5.68%	税后利润	10,973	11,560	13,335	15,039
生息资产收益率	4.39%	4.63%	4.74%	4.77%	归属母公司净利润	10,950	11,490	13,245	14,930
存款付息率	1.94%	2.18%	2.20%	2.25%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
计息负债成本率	2.88%	3.15%	3.03%	2.99%	贷款总额	672,879	865,233	1,003,670	1,154,220
ROAA	0.76%	0.72%	0.77%	0.79%	债券投资	609,029	564,933	525,388	551,657
ROAE	14.07%	12.15%	11.63%	11.28%	同业资产	71,432	55,383	44,307	35,445
成本收入比	31.91%	29.72%	30.00%	30.00%	生息资产	1,506,969	1,611,400	1,717,825	1,904,564
<b>业绩与规模增长</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	资产总额	1,536,752	1,646,695	1,779,669	1,985,264
净利息收入	-3.32%	8.18%	20.54%	12.27%	存款	860,619	974,770	1,111,238	1,255,699
营业收入	2.13%	13.72%	17.15%	9.68%	同业负债	356,806	279,999	209,999	220,499
拨备前利润	-2.49%	16.46%	16.44%	9.60%	发行债券	190,552	245,997	280,436	314,089
归属母公司净利润	7.85%	4.94%	15.27%	12.73%	计息负债	1,407,977	1,500,766	1,601,674	1,790,287
净手续费收入	7.20%	-46.94%	10.00%	5.00%	负债总额	1,447,064	1,544,246	1,651,210	1,845,657
贷款余额	46.44%	28.59%	16.00%	15.00%	股本	17,960	18,719	21,269	21,269
生息资产	12.04%	6.93%	6.60%	10.87%	归属母公司股东权益	88,195	100,885	126,818	137,884
存款余额	16.89%	13.26%	14.00%	13.00%	所有者权益总额	89,688	102,449	128,459	139,607
计息负债	13.10%	6.59%	6.72%	11.78%	<b>资本状况</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>资产质量</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	资本充足率	12.21%	13.38%	13.69%	12.60%
不良率	1.15%	1.20%	1.29%	1.33%	核心资本充足率	8.29%	8.38%	9.38%	8.89%
拨备覆盖率	296.94%	270.37%	293.43%	309.54%	杠杆率	17.13	16.07	13.85	14.22
拨贷比	3.43%	3.25%	3.79%	4.13%	RORWA	1.35%	1.19%	1.19%	1.16%
不良净生成率	0.73%	0.78%	0.91%	0.90%	风险加权系数	58.47%	63.09%	67.72%	70.41%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。