

公司研究/首次覆盖

2020年09月17日

银行/银行 II

投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 4.23
目标价格(元): 4.62

沈娟 SAC No. S0570514040002
研究员 SFC No. BPN843
0755-23952763
shenjuan@htsc.com

蒋昭鹏 SAC No. S0570520050002
研究员 0755-82492038
jiangzhaopeng@htsc.com

平台助流量经营, 机制促高阶成长

浙商银行(601916)

平台助流量经营, 机制促高阶成长

浙商银行平台化业务模式特色鲜明, 通过三大平台打开获客入口、聚拢客户流量, 随后结合应用场景强化客户粘性, 构筑综合金融生态, 具有广阔的长期价值空间。平台化模式的提出离不开得天独厚的外部环境, 更离不开公司自上而下的优越机制。我们认为平台流量效应和客户粘性具有明显护城河, 有望成为未来高阶成长的强劲引擎。我们预测公司 2020-22 年 EPS 为 0.58/0.62/0.71 元, 目标价 4.62 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

深耕长三角区域, 高成长型股份行

公司是 A 股最年轻的“00 后”上市股份行, 总资产、归母净利润的 5 年 CAGR 位列同业第 1。股权结构多元分散, 民企股东长期稳定, 深谙企业真实需求。管理层战略视野广阔, 助力提出平台化战略。创新型企业文化、年轻专业的人才团队, 均是战略落地的保障。长三角地区丰富的市场主体为对公业务提供广阔市场, 杭州市互联网氛围浓厚, 为公司技术创新赋能。

盈利能力良好, 资产端优势突出

公司 2019 年 ROE 为 12.92%, 位居同业第 3。ROE 的驱动因素中, 优势主要在于较高的资产端收益率、投资收益、节税效应和不断压降的成本收入比。存款成本并不占优, 主要源于平台化模式下较高的对公存款占比和存款定期率; 中间收入贡献不足, 但平台化模式赋予未来广阔的提升空间。

推进平台化战略, 凸显互联网思维

公司以平台化对公业务模式为王牌。三大基础平台围绕企业流动性管理等核心痛点, 有的放矢地实现企业“自金融”需求, 在市场上塑造了良好口碑。三大平台基于先获客、再成交的思路, 成为获客切入口, 随后结合应用场景提供配套产品, 形成企业综合金融生态圈。2020 年 6 月末平台服务客户 5.24 万户, 融资余额 5290 亿元, 同比+27.8%。未来流量效应和客户粘性将成为公司的核心竞争力, 客户的长期经营价值具有广阔的提升前景。

资产质量优于同业, 风险逐步出清

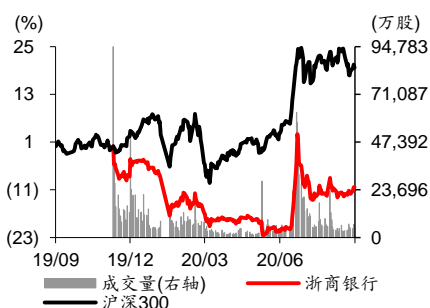
资产质量处于同业较优水平, Q2 末不良率位列同业第 2 低。2019 年资产质量有所波动, 但 2020H1 末关注率、逾期率分别较 19 年末-18bp、-41bp, 风险包袱逐步出清。公司持续压降非标资产, 拨贷比较为充足, 总体风险可控。平台化模式可助力提升风控能力, 预计未来资产质量有望持续改善。

目标价 4.62 元, 首次覆盖给予“增持”评级

鉴于公司主动加大拨备计提力度, 我们预测公司 EPS0.58/0.62/0.71 元, 2020 年 BVPS 预测值 5.57 元, 对应 PB 0.76 倍。可比公司 2020 年 Wind 一致预测 PB 均值为 0.79 倍, 我们认为公司平台化业务模式前景可期, 有望持续提升盈利能力和发展质量, 应享受一定估值溢价, 我们给予 2020 年目标 PB 0.83 倍, 目标价 4.62 元。

风险提示: 经济下行持续时间超预期, 资产质量恶化超预期。

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	21,269
流通 A 股 (百万股)	2,550
52 周内股价区间 (元)	3.86-5.12
总市值 (百万元)	89,967
总资产 (百万元)	1,990,606
每股净资产 (元)	5.97

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	38,943	46,364	53,670	63,436	76,483
+/-%	13.80	19.06	15.76	18.20	20.57
归属母公司净利润 (百万元)	11,490	12,925	12,320	13,156	15,173
+/-%	4.94	12.48	(4.68)	6.79	15.33
EPS (元, 最新摊薄)	0.54	0.61	0.58	0.62	0.71
PE (倍)	7.83	6.96	7.30	6.84	5.93

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

与市场不同的观点.....	4
深耕长三角区域，高成长型股份行.....	5
民企股东丰富多元，塑造市场化视野.....	5
管理层视野广阔，人才团队年轻专业.....	6
专注长三角发达地区，外部环境得天独厚.....	7
盈利能力良好，资产端优势突出.....	9
推进平台化战略，凸显互联网思维.....	11
模式：三大平台有的放矢，构筑综合金融生态.....	12
池化融资平台：首创“池化”概念，池内客户粘性较高.....	12
应收款链平台：区块链科技领先者，解决企业增信难题.....	14
易企银平台：面向集团企业客户，打造虚拟财务公司.....	14
大零售板块：移植平台化模式，深挖客户价值.....	14
意义：打开银行获客入口，价值提升空间广阔.....	15
资产质量优于同业，风险逐步出清.....	16
投资建议：目标价 4.62 元，首次覆盖给予“增持”评级.....	19
PE/PB - Bands.....	21
风险提示.....	22

图表目录

图表 1：全文逻辑框架图.....	4
图表 2：2020H1 浙商银行总资产、营收、归母净利润规模相对较小.....	5
图表 3：2014-2019 年浙商银行总资产、营收、归母净利润 CAGR.....	5
图表 4：2020H1 末浙商银行股权结构图.....	5
图表 5：浙商银行现任董事长及主要管理层概况.....	6
图表 6：浙商银行品牌形象：年轻、创新等特质鲜明.....	6
图表 7：2019 年末浙商银行本科及以上学历员工占比位居同业第一.....	6
图表 8：2020H1 末浙商银行机构数量、营收和贷款投放的区域分布.....	7
图表 9：2020H1 末浙商银行分支机构按资产规模分布情况.....	7
图表 10：2020H1 末全国性股份行在 GDP 排名前十大城市的资产分布情况.....	7
图表 11：2020H1 浙商银行网均存款、贷款、营收均位居同业第一.....	8
图表 12：2020H1 浙商银行在杭州市的资产规模、网均资产及同业对比.....	8
图表 13：2019 年浙江省区域经济指标情况（单位：亿元）.....	8
图表 14：2015 年以来浙商银行 ROE 长期领先于同业平均 ROE（整体法）.....	9
图表 15：2015-2020H1 浙商银行年化 ROE 及 ROA 拆解结果（单位：%）.....	9
图表 16：2020H1 浙商银行净息差优势主要源于资产端的贷款收益率，包括对公和零售贷款收益率.....	10

图表 17: 2020H1 浙商银行计息负债成本率位居上市股份行最高	10
图表 18: 2015 年以来浙商银行存款定期率高于上市股份行平均水平	10
图表 19: 2018-2020H1 浙商银行平台化模式的公司客户及业务规模	11
图表 20: 浙商银行平台化服务战略的具体内涵	11
图表 21: 浙商银行三大基础平台业务模式及规模情况对比 (截止 2020 年 6 月末) ...	11
图表 22: 2020 年 6 月末浙商银行存款占比较高、存贷比较低	12
图表 23: 2020 年 6 月末浙商银行对公存款、贷款占比均位居同业第一	12
图表 24: 浙商银行“池化融资平台”及其配套产品梳理图	12
图表 25: 2015-2020H1 浙商银行涌金资产池+票据池的池内资产、池项下融资余额及签约客户数	13
图表 26: 2020H1 浙商银行三大基础性平台户均融资余额对比	13
图表 27: 2015-2019 年浙商银行国际业务结算量快速增长	13
图表 28: 2018H1-2019 年浙商银行应收款链平台落地数和保兑余额	14
图表 29: 2018H1-2019 年浙商银行易企银平台落地平台数和累计融资额	14
图表 30: 浙商银行平台化业务模式及生态发展示意图	15
图表 31: 2020Q2 末浙商银行不良率位居上市股份行第 2 低	16
图表 32: 2015-2020Q2 末浙商银行及上市股份行不良率走势	16
图表 33: 2015-2020Q2 末浙商银行及上市股份行关注率、逾期率走势	16
图表 34: 2015-2020Q2 浙商银行单季年化不良生成率及信用成本	16
图表 35: 2015 年-2020H1 浙商银行新生成不良贷款金额及同比增速	17
图表 36: 2018 年-2020H1 浙商银行信用减值损失金额及构成 (单位: 亿元)	17
图表 37: 2017 年以来浙商银行持续压降非标类投资资产	18
图表 38: 2015 年-2020H1 浙商银行非标资产拨贷比、贷款拨贷比	18
图表 39: 2015、2019、2020H1 末浙商银行对公贷款结构对比: 高风险行业贷款投放逐步压降	18
图表 40: 关键假设及其历史数据	20
图表 41: 可比 A 股上市银行 PB 估值 (2020/9/16)	20
图表 42: 财务预测 (百万元)	21
图表 43: 浙商银行历史 PE-Bands	21
图表 44: 浙商银行历史 PB-Bands	21
图表 45: 报告提及公司信息	22

与市场不同的观点

浙商银行的平台化业务模式特色鲜明，基于先获客、后成交的互联网思维，“流量+粘性”有望带来广阔的长期价值提升空间。公司经营布局集中于长三角等发达区域，为其带来了广泛的优质客户基础。围绕当地企业在流动性管理、供应链金融等方面的核心痛点，公司打造出一套特色化、差异化的平台化对公业务模式，凭借以客户为中心的服务能力在市场上赢得了良好口碑。平台化模式展现出较强的互联网思维：“池化融资平台、应收款链平台、易企银平台”三大平台是获客入口，首先聚拢客户资产、引入客户流量；随后结合场景细化至配套产品，通过业务经营来强化客户粘性，最终形成打通企业内外的金融生态圈。获客前期并不急于变现，而是更关注客户长期价值，未来的流量效应和客户粘性将成为公司坚实的护城河，具有广阔的价值提升空间。

平台化模式的创新提出离不开公司自上而下的优越机制。平台化战略在同业享有较强的创新性和独特性，这既有赖于当地市场主体丰富、融资需求旺盛的区域特征，及杭州市浓厚的互联网氛围，更离不开公司背后的多元民资支持、视野广阔的管理层、作为“00后”银行所拥有的创新型企业文化、及年轻且专业的人才团队，自上而下的优越机制有望长期为平台化战略赋能。当前市场普遍较为关注浙商银行现阶段的财务指标情况，并未深入认识平台化模式对于公司未来成长的潜在价值，而我们看好平台化模式的广阔前景和机制赋能下的持久动力，有望成为公司高阶成长的强劲引擎。当前公司盈利能力处于上市股份行中上游，资产质量优于同业，风险包袱正逐步出清。平台化建设前期投入或较高，但目前平台客户数和融资规模均在快速增长，且公司具备优越机制来保障平台化战略的高效落地，我们认为公司未来潜力可期，应享受一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

图表1：全文逻辑框架图

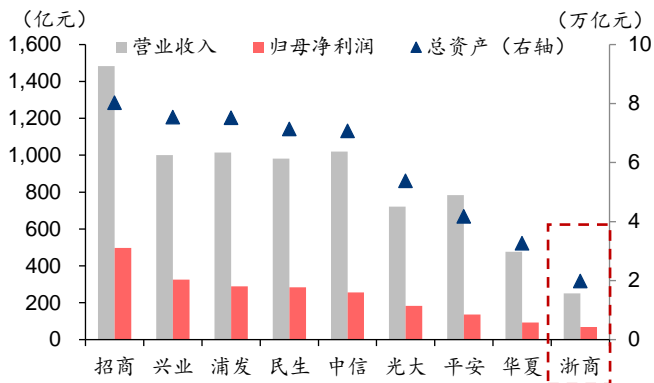


资料来源：华泰证券研究所

深耕长三角区域，高成长型股份行

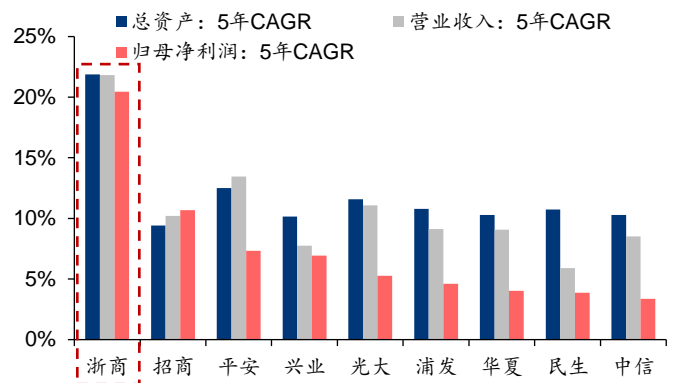
浙商银行是 A 股最年轻的上市股份行，虽规模相对较小但享有同业领先的高成长性。浙商银行的前身为成立于 1993 年的浙江商业银行，于 2004 年 6 月由 15 家法人实体作为发起人重组、改制而设立，总部由宁波市迁至杭州市，是中国银监会批准的第 12 家全国性股份制商业银行。2016 年在香港 H 股上市，成为全国第 9 家上市的股份行，2019 年 11 月回归 A 股。作为 A 股上市股份行中最年轻的一家“00 后”银行，虽然公司的总资产、营业收入、归母净利润规模在同业中仍相对较小（2020H1 均居于 A 股上市股份行末位），却享受着长期领先的高成长性，公司总资产、营业收入、归母净利润在过去 5 年的 CAGR 均显著高于同业，位列上市股份行第 1。

图表2：2020H1 浙商银行总资产、营收、归母净利润规模相对较小



注：公司顺序按照归母净利润排名
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表3：2014-2019 年浙商银行总资产、营收、归母净利润 CAGR

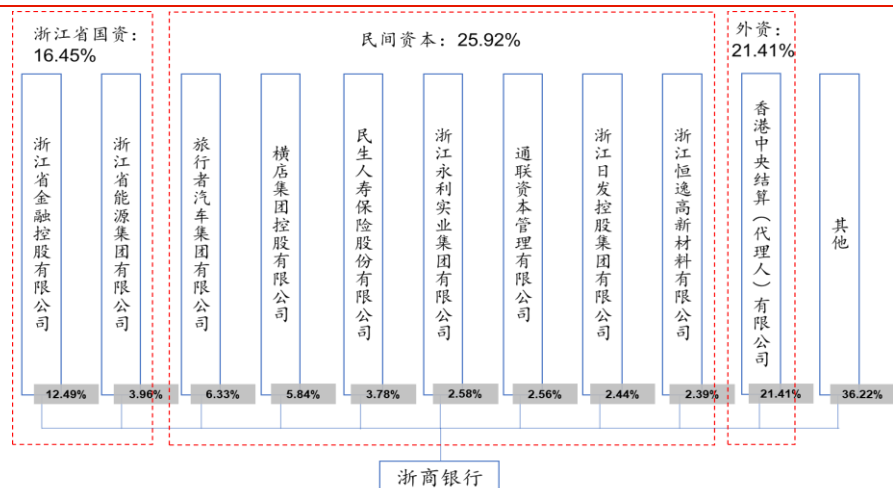


注：公司顺序按照归母净利润 CAGR 排名
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

民企股东丰富多元，塑造市场化视野

股权结构多元且分散，本地民企股东长期稳定，对于公司深谙企业真实需求、深耕对公业务起到关键作用。截至 2020 年 6 月末，公司外资、国资、民间资本的持股比例分别为 21.4%、16.5%、25.9%。除第一大股东外，其余股东持股均低于 10%，整体结构多元且分散。国资方面，浙江金控、能源集团的实控人分别为浙江省财政厅、国资委。民资方面，以省内大型优质民企为主，涵盖了纺织、汽车、新材料、影视等浙江民营经济的广泛领域，利于公司贴近实体经济。公司开发出了多款瞄准企业真实需求的平台化产品，这种对公业务的经营能力与民企股东带来的市场化运作视野是密不可分的。且内资民企股东大多数保持长期稳定，旅行者集团、恒逸集团、横店集团、永利实业和日发控股自浙商银行成立之初便成为大股东，利于公司战略稳步推进。

图表4：2020H1 末浙商银行股权结构图



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

管理层视野广阔，人才团队年轻专业

管理层战略视野广阔、专业经验丰富，敏锐的互联网思维助力提出平台化服务战略。董事长沈仁康于2014年起任职，曾任浙江衢州市市长、丽水市副市长等重要职务，30余年的政府管理经历为其带来了对其区域经济的深刻理解和战略视野。行长徐仁艳自公司筹建之初便担任副行长，曾分管多个业务条线，拥有敏锐的互联网平台化思维及近34年的银行业管理经验，公司特色化的“涌金票据池”便是由其设计。此外，公司核心管理团队均拥有逾20年的银行业管理经验，在各自专业领域经验丰富，其中多名核心高管曾在大行担任管理职务，且在公司任职时间较长，利于公司战略和业务稳步发展。

图表5：浙商银行现任董事长及主要管理层概况

姓名	职务	任职时间	主要过往履历
沈仁康	董事长	2014.08	丽水市副市长，衢州市市长，2014年加入浙商银行
徐仁艳	行长	2018.04	人民银行浙江省分行、杭州中心支行会计财务处，2004年加入浙商银行
徐蔓莹	副行长	2016.01	农业银行浙江分行财务会计处、稽核处，2002年加入浙商银行
刘龙	副行长	2016.04	常山县县委副书记，衢州市政府副秘书长，2014年加入浙商银行
吴建伟	副行长	2016.04	农业银行浙江分行电子银行部、温州分行，2015年加入浙商银行
张荣森	副行长	2017.10	广发银行北京分行、江苏银行北京分行，2017年加入浙商银行
陈海强	副行长	2020.03	国开行浙江分行、招商银行宁波分行，2015年加入浙商银行
刘贵山	副行长、 首席风险官	2020.03	中国银行西安分行，中信银行西安分行，2007年加入浙商银行
景峰	首席财务官	2018.12	普华永道，民生银行苏州分行计划财务部，2008年加入浙商银行
宋士正	首席信息官	2018.12	工商银行杭州分行、浙江分行科技处，2003年加入浙商银行

资料来源：公司财报，Wind，华泰证券研究所

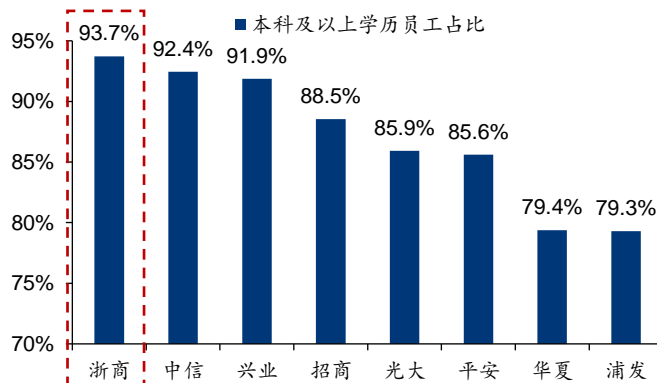
浙商银行具有灵活创新的企业文化、年轻且专业的员工团队，是战略高效落地的保障。首先，浙商银行的企业文化将“灵活创新”置于首位，并明确“触发金融生态活力”的品牌价值主张，塑造出“00后银行”的企业形象，我们认为特色鲜明的企业文化是公司享有互联网思维、提出平台化创新模式的良好沃土。其次，公司员工团队年轻富有活力，2019年末公司40岁以下员工占比达78%，平均年龄为34.7岁，年轻团队对于科技创新有更强的理解和学习能力。员工专业素质优势也较为突出，2019年末公司本科以上学历的员工占比高达93.7%，位居上市股份行之首。高素质的年轻团队有望大幅提升公司经营效能，是互联网平台化战略高效落地的必要保障。此外，总部位于杭州的地域优势也利于公司吸收优质信息科技人才，为利用互联网科技发展银行业务提供技术支撑。

图表6：浙商银行品牌形象：年轻、创新等特质鲜明



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表7：2019年末浙商银行本科及以上学历员工占比位居同业第一

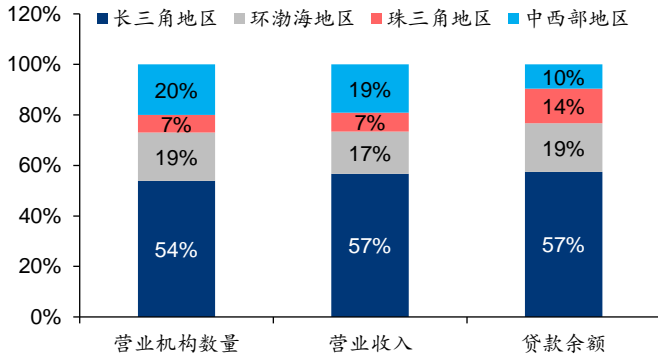


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

专注长三角发达地区，外部环境得天独厚

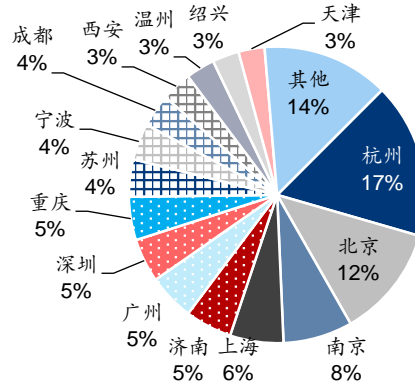
经营区域以长三角为大本营，网点布局较为集中于经济发达地区。作为唯一一家总部位于浙江的股份行，公司将成为“浙江省最重要金融平台”作为战略目标，立足浙江大本营，并深耕长三角地区，2020年末全行机构数量、营业收入和贷款投放中，长三角地区贡献度均超50%。从城市布局来看，公司网点以长三角、珠三角、环渤海及部分中西部地区的省会城市及重点城市为主，除此之外也均为江浙本地的二三线城市，相比其他股份行更为分散的全国性布局，经营区域更加集中于经济发展水平相对较高的地区，在2020年上半年GDP排名前十的城市中，浙商银行的资产集中度达67.7%，位列全国股份行第1。

图表8：2020H1末浙商银行机构数量、营收和贷款投放的区域分布



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表9：2020H1末浙商银行分支机构按资产规模分布情况



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表10：2020H1末全国性股份行在GDP排名前十城市的资产分布情况

	上海	北京	深圳	重庆	广州	苏州	成都	杭州	南京	天津	前十大城市资产集中度
浙商银行	5.8%	12.3%	4.8%	4.7%	5.1%	4.1%	3.6%	17.0%	7.6%	2.8%	67.7%
中信银行	6.6%	18.8%	6.7%	2.3%	6.5%	2.6%	2.2%	8.3%	7.0%	1.8%	62.8%
渤海银行	3.4%	9.5%	6.3%	1.7%	4.2%	2.2%	2.8%	5.1%	5.4%	19.6%	60.3%
民生银行	9.6%	18.1%	5.4%	2.2%	5.2%	2.0%	2.8%	4.0%	8.5%	1.9%	59.7%
浦发银行	17.5%	8.2%	4.7%	1.5%	4.5%	2.1%	1.4%	6.6%	6.9%	3.5%	57.0%
华夏银行	4.1%	14.8%	6.2%	3.1%	5.1%	3.1%	2.8%	4.7%	8.1%	1.8%	53.7%
光大银行	7.6%	14.0%	4.9%	2.0%	6.7%	2.4%	2.0%	5.3%	6.1%	1.7%	52.8%
平安银行	11.1%	7.1%	16.9%	1.1%	5.6%	0.5%	1.2%	3.1%	1.9%	1.4%	49.7%
兴业银行	6.3%	9.4%	4.7%	1.7%	7.4%	1.1%	2.0%	4.6%	6.1%	1.4%	44.6%
招商银行	6.1%	6.8%	8.0%	1.9%	3.7%	2.3%	1.4%	3.8%	3.7%	1.7%	39.4%

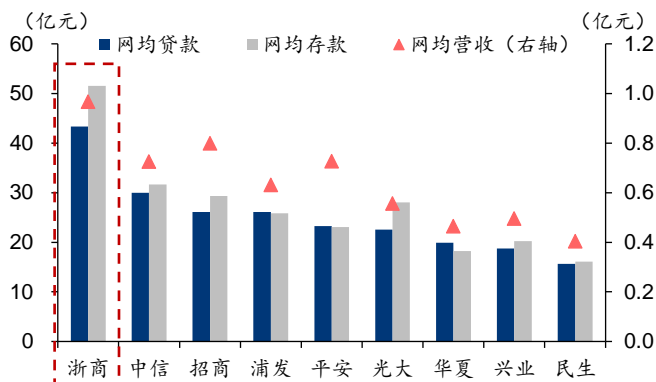
注1：恒丰银行、广发银行未披露2020H1相关数据

注2：资产分布=该城市分行资产/各城市分行资产合计；由于各行管理集中度存在差异，故计算时统一剔除了总资产

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

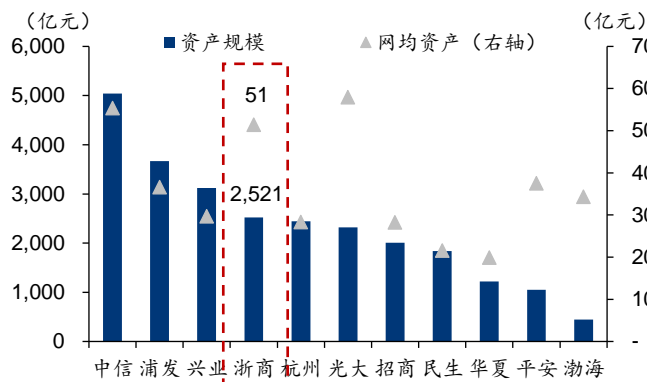
网均效益领先同业，主要城市的网均规模享有竞争优势，得益于平台化模式和线上经营能力。经营区域集中于经济发达区域，为公司带来了优质的客户基础和业务资源，2020年末公司网均存款、贷款、营收均位居上市股份行之首。从浙江省内竞争格局来看，虽然公司总体体量相对较小，但仍凭借本地优势在市场份额中名列前茅，截至2019年6月末(据公司招股书)，公司在省内股份行中按资产总额排名第3、存款总额排名第2、贷款总额排名第3。从杭州、北京、南京、宁波等主要城市的竞争格局来看，在股份行和杭州银行、宁波银行等本地银行中，浙商银行的网均资产均居于当地前3名，展现出较为优秀的经营能力和经营效率，这得益于公司主打对公业务的特点，也源于其平台化模式吸引客户资产、增强客户粘性的成效和线上化经营能力的提升。

图表11: 2020H1 浙商银行网均存款、贷款、营收均位居同业第一



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表12: 2020H1 浙商银行在杭州市的资产规模、网均资产及同业对比



注: 同业样本为全部股份行及杭州银行, 其中恒丰银行、广发银行未披露相关数据
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

作为公司大本营, 浙江省的区位优势为浙商银行拓展对公业务提供了天然市场。第一, 浙江省融资需求旺盛。2019年浙江省社融规模增量位列全国第3, 为公司开展以平台化融资服务为主的对公业务奠定优质基础。第二, 中小企业为主的民营经济发达。截至2018年末(省政府公布最新数据), 浙江省的民营经济市场主体627.35万户, 占各类市场主体的95.9%, 而公司的票据池、应收款链等平台化服务正是瞄准了中小企业的核心需求。第三, 经济外向型特征明显。2019年浙江省进出口总额/GDP高出全国17.6pct, 外贸企业国际贸易融资需求丰富, 公司因地制宜推出“涌金出口池”特色产品。第四, 资产质量较优。浙江省不良资产风险出清较早, 2017年起不良率持续低于全国平均水平, 2020年Q1末浙江省不良率较全国低出99bp, 优异的外部环境利于公司资产质量维持相对稳定。

图表13: 2019年浙江省区域经济指标情况(单位: 亿元)

指标	浙江省	同比	全国	同比
社会融资规模增量	22,162	13.7%	255,753	13.7%
金融机构贷款余额	121,751	15.1%	1,531,123	12.3%
金融机构存款余额	131,299	12.7%	1,928,785	8.7%
进出口金额/GDP	49.4%	+28bp	31.8%	-133bp
民营经济/各类市场主体	95.9%	-	-	-
不良贷款率	0.91%	-24bp	1.86%	+3bp

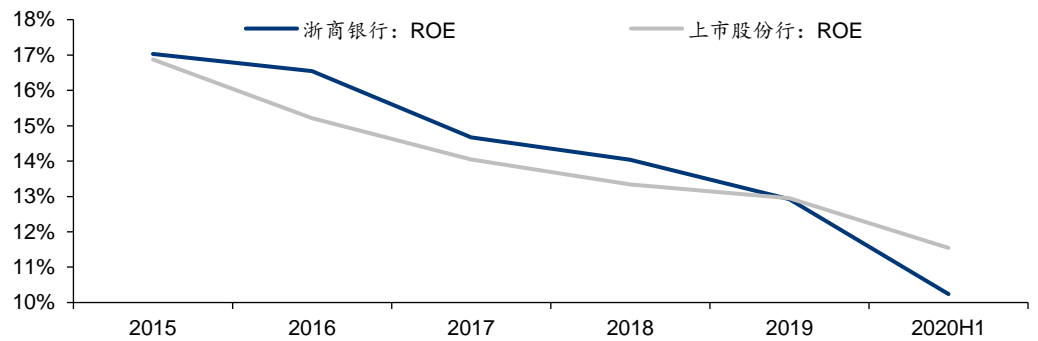
资料来源: 国家统计局, 浙江统计局, 银保监会, 浙江银保监局, 华泰证券研究所

杭州为培育互联网思维提供得天独厚的环境, 与当地互联网企业的合作为创新赋能。浙商银行总部所在地杭州市是国内互联网创新的大本营, 互联网技术研发的环境得天独厚。此外, 浙商银行还与当地互联网企业长期保持着紧密的合作联系。2016年浙商银行在港股IPO时, Alipay (Hong Kong) Investment Limited 便作为五大基石投资者之一, 出资3000万美元入股公司。2019年浙商银行又与本地头部互联网企业签署战略合作协议, 在行业解决方案、供应链、区块链等金融科技应用领域开展广泛合作, 为浙商银行打造基于互联网思维的平台化战略起到了良好的赋能作用。

盈利能力良好，资产端优势突出

盈利能力相较同业表现良好，2019年有所下滑主要源于压降杠杆。2016-2019年浙商银行ROE长期位居于上市股份行前3名，领先优势主要源于高杠杆驱动，而ROA相较同业并不占优。2019年以来公司开始大幅压降杠杆水平，带动ROE的领先优势有所减弱，但ROA的同业排名呈现回升态势，盈利模式更趋健康且可持续。我们认为当前平台化模式的盈利能力尚未完全显现，随着平台化战略的大力推进和金融生态圈的逐步构建，未来有望成为公司盈利能力的强劲引擎。

图表14：2015年以来浙商银行ROE长期领先于同业平均ROE（整体法）



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表15：2015-2020H1浙商银行年化ROE及ROA拆解结果（单位：%）

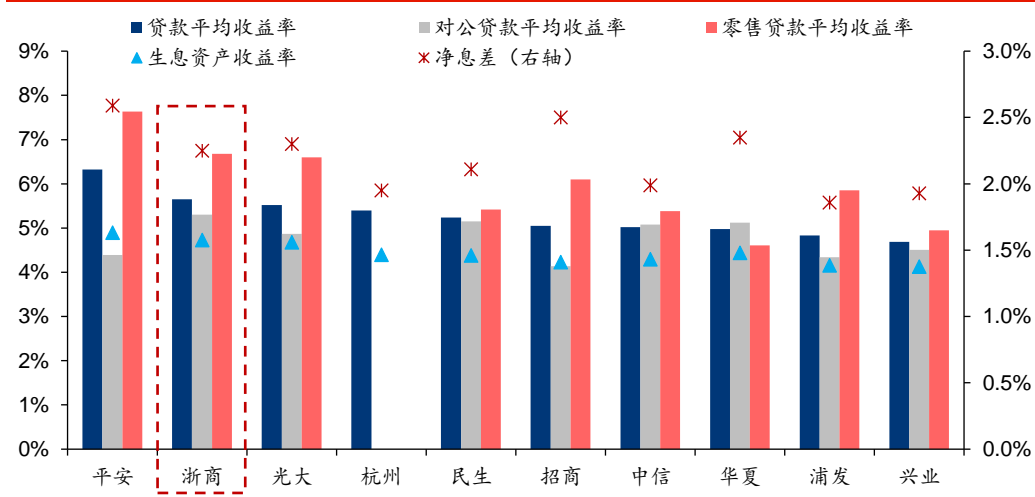
	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
利润表科目/平均总资产						
营业收入	2.94	2.81	2.37	2.45	2.69	2.65
利息净收入	2.42	2.11	1.69	1.66	1.97	1.90
利息收入	5.57	4.58	4.33	4.54	4.61	4.37
利息支出	-3.16	-2.47	-2.64	-2.88	-2.65	-2.47
中间业务收入	0.48	0.63	0.55	0.27	0.27	0.31
其他非息收入	0.04	0.07	0.13	0.52	0.46	0.45
管理费用	-0.81	-0.78	-0.76	-0.73	-0.71	-0.62
信用减值损失	-0.88	-0.86	-0.65	-0.82	-1.10	-1.16
所得税	-0.27	-0.27	-0.19	-0.14	-0.09	-0.10
其他因素	-0.14	-0.05	-0.02	-0.03	-0.04	-0.04
ROA	0.83	0.85	0.76	0.73	0.76	0.73
权益乘数	20.55	19.44	19.33	19.33	16.94	14.04
ROE	17.03	16.54	14.67	14.04	12.92	10.24
利润表科目/平均总资产						
同业排名						
	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
营业收入	9	6	7	8	8	9
利息净收入	5	4	6	6	6	5
利息收入	2	2	2	2	3	3
利息支出	9	9	9	9	9	9
中间业务收入	9	9	9	9	9	9
其他非息收入	7	7	6	2	2	1
管理费用	3	5	4	3	3	4
信用减值损失	6	4	4	4	6	3
所得税	2	5	4	4	1	2
其他因素	1	1	1	3	3	1
ROA	9	6	7	9	9	6
权益乘数	1	1	1	1	1	2
ROE	5	2	3	3	3	6

注：“同业”即指“上市股份行”，数据样本为全部A股上市股份行（共9家），下同。

资料来源：公司财报，Wind，华泰证券研究所

ROE 驱动因素中，公司优势主要在于资产端收益率、投资收益、所得税、管理费用。1) 资产端贷款收益率较高。2020H1 公司净息差在上市股份行中处于中游水平，优势主要源于资产端的贷款收益率（位列同业第 2，相比本地的杭州银行也高出 25bp），一是由于其小微贷款占比居于股份行之首，客户下沉带来较高收益率，二是由于其零售贷款也以较高收益的经营贷、消费贷为主。2) 投资收益高、免税红利大。公司自 18 年以来扩大公募基金投资，18、19、20H1 投资收益分别同比+74.2%、+53.3%、+37.3%，基金投资也为公司带来可观的节税效应。3) 成本收入比较低。公司 2018 年以来深入推进减耗增收节支，大幅压降管理费用（主要为业务费用），成本收入比逐年下降至上市股份行第 3 低的水平。

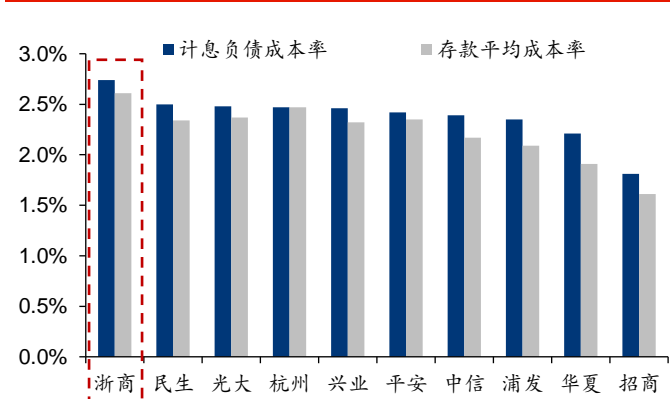
图表16： 2020H1 浙商银行净息差优势主要源于资产端的贷款收益率，包括对公和零售贷款收益率



注：选取样本中加入总部同在杭州的杭州银行（城商行）以方便对比，杭州银行未披露 2020H1 对公、零售贷款平均收益率
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

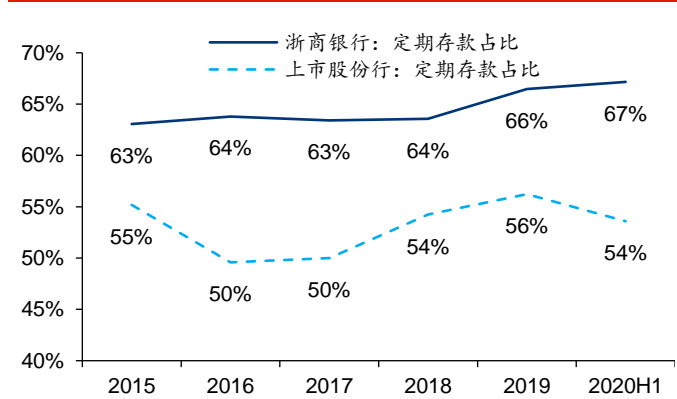
虽存款成本不占优，存款定期率高源于平台化模式下客户粘性大；中间收入贡献不足，但未来提升前景广阔。首先，2020H1 浙商银行计息负债成本率处于同业最高水平，主要原因是其存款平均成本率较高（高出同属本地的杭州银行 14bp），而较高的存款成本主要源于存款定期率高于同业，这与其平台化业务模式息息相关（平台及资产池聚拢了大量客户资金、且客户粘性高），但由此派生出的综合金融服务有望带来更多综合收益。其次，公司中间收入/平均总资产仍居于同业末位，但 2018 年以来支付结算、债券承销等业务手续费收入同比增速均较为显著，我们认为当前公司平台化业务的盈利能力正在逐步显现，随着未来平台化战略持续推进，预计有望为中间收入创造更多增长空间。

图表17： 2020H1 浙商银行计息负债成本率位居上市股份行最高



注：选取样本中加入总部同在杭州的杭州银行（城商行）以方便对比
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表18： 2015 年以来浙商银行存款定期率高于上市股份行平均水平

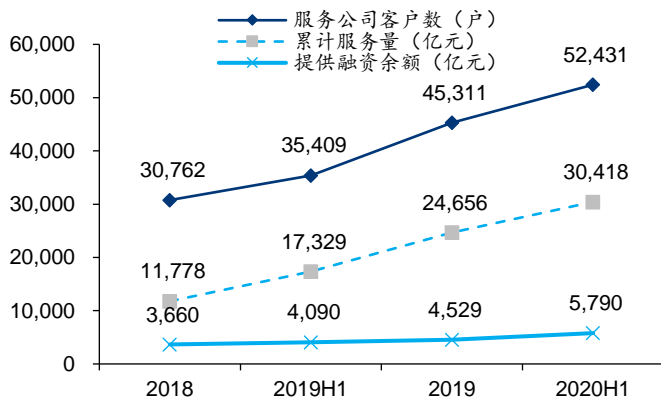


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

推进平台化战略，凸显互联网思维

浙商银行以对公业务为王牌，形成了一套差异化、特色化的平台化服务模式。公司对公业务以“池化融资平台+易企银平台+应收款链平台”为三大基础平台，围绕各类型企业有的放矢地解决核心痛点，凭借服务能力和良好口碑在市场上赢得了较强的竞争优势。随着平台化战略不断推进，平台客户数和业务体量的规模效应正在逐步显现，截至2020年6月末平台已服务客户5.24万户，占全行公司客户比例超过40%，融资余额达5790亿元，同比+27.8%。三大平台各具特色：池化融资平台首创“池化”概念，是发力最早的拳头产品，池内容均价值最高；应收款链平台是区块链技术应用行业领先者，融资规模同比增速最快；易企银平台则聚拢大型集团企业的内外部资源，未来规模效应有望进一步显现。

图表19：2018-2020H1 浙商银行平台化模式的公司客户及业务规模



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表20：浙商银行平台化服务战略的具体内涵



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

平台化模式是基于互联网思维打造银行业务，流量+粘性有望成为核心竞争力。平台化模式采取“先促获客、再促成交”的思路，三大平台主要起到吸引客户资产、培育客户粘性的作用，成为银行的获客入口，是形成客户授信体系和金融生态的第一环；后再结合具体的应用场景来配套相应产品服务，提供广泛的信贷业务和中间业务，通过业务经营强化客户粘性，最终形成打通企业内外部综合金融生态圈。目前三大平台均暂时免收相关系统服务费，随着未来综合金融生态体系的逐步建立，“流量+粘性”有望成为公司坚实的护城河；平台化业务将不仅能带来利息收入和结算、托管、资管等中间业务收入，亦有望基于“流量+粘性”实现稳定的平台服务费收入，为公司创造前景广阔的盈利增长空间。

图表21：浙商银行三大基础平台业务模式及规模情况对比（截止2020年6月末）

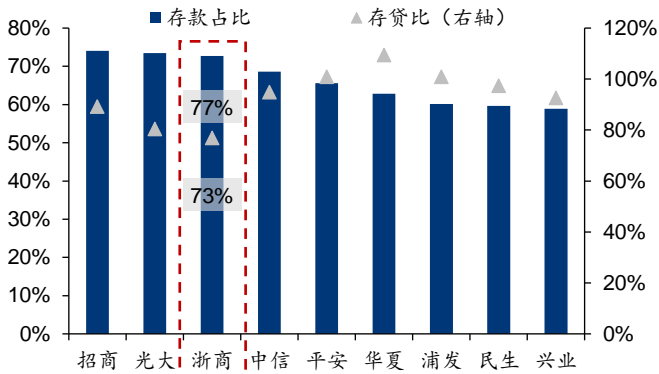
	池化融资平台	应收款链平台	易企银平台
平台特色	首创“池化”概念，发力最早、最具特色的拳头产品	区块链应用技术的行业领先者	集团企业的“虚拟财务公司”
目标客户	各行业各类企业	核心企业及供应链上下游企业（尤其是中小企业）	集团企业、成员单位及供应链上下游企业
核心痛点	融资效率低、成本高，票据等流动资产管理难	应收账款盘活难、线下确权成本高	内部资源协调难、供应链统筹管理难
主要服务	分为票据池、资产池、出口池，企业将各类金融工具放入池中，统一生成授信额度，提供托管、结算、增值、质押融资等综合服务	依托区块链技术，将企业账面应收款转化为区块链应收款，提供签发、承兑、保兑、偿付、转让、质押、兑付等功能	类似于企业集团的“虚拟财务公司”，提供托管式服务、流动性服务、个性化服务，实现内部资源余缺调剂，降负债、降成本，并打造供应链生态圈
配套产品	至臻贷、超短贷、货代通、池链通等	订单通、分期通、分销通、银租通等	仓单通、涌金司库等
客户数量 (户)	26,707	22,646	3,078
融资余额 (亿元)	4,045.28	1,446.23	298.55
户均融资 (万元)	1,514.69	638.62	969.95

资料来源：公司财报，公司官网，华泰证券研究所

浙商银行存款占比领先同业，尤其体现在对公端，是平台化模式的显著成效。2020年6月末，浙商银行的存款占总负债比例为72.8%，为上市股份行中较高水平；存贷比为76.9%，居于同业最低。存款占比高是平台化模式聚拢客户资产、增强客户粘性的成效体现，尤其

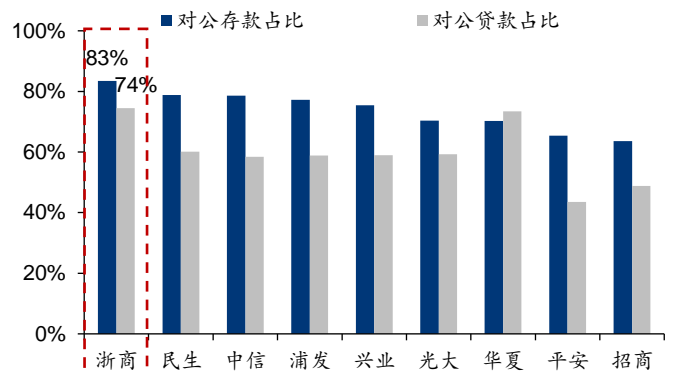
在其主打的对公业务上体现地最为明显。2020年6月末，浙商银行的对公贷款（含票据贴现）占比达74.5%，对公存款占比达83.5%，均位列上市股份行第一。2020年H1对公条线的营业收入、利润总额对全行的贡献度分别达56.0%、77.8%。

图表22：2020年6月末浙商银行存款占比较高、存贷比较低



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表23：2020年6月末浙商银行对公存款、贷款占比均位居同业第一



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

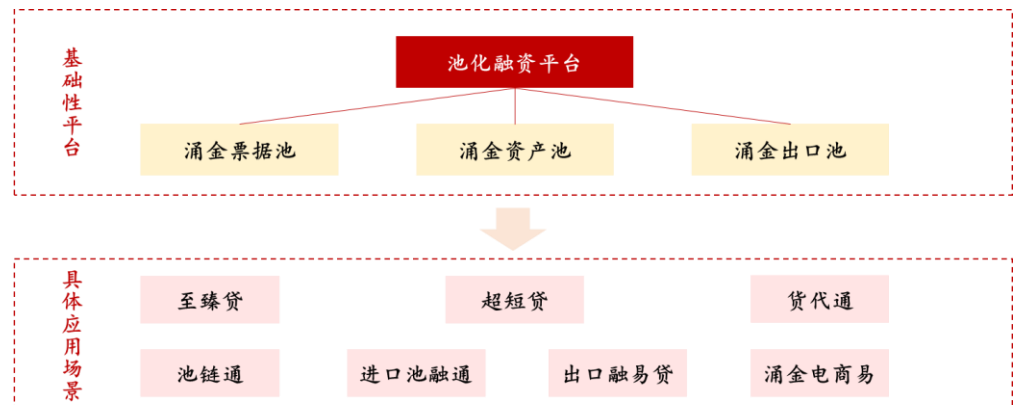
模式：三大平台有的放矢，构筑综合金融生态

平台化战略以三大平台为主体，解决流动性和供应链管理难题，打造企业“自金融”体系。浙商银行于2014年首推“涌金票据池”，创新性地提出“池化融资”概念，2015年起开始推进以票据池、出口池、资产池为核心的“池化融资平台”，2017年又相继打造“易企银平台”、“应收款链平台”，并于2019年正式确立以三大平台为主体的“平台化服务战略”。三大平台围绕企业流动性管理、供应链金融等痛点，通过互联网、区块链等技术来盘活企业票据、应收账款等流动资产及上下游资源，减少外部融资（据2019年年报，较传统融资模式为企业减少了约20%融资总量），并提供集资产入池、授信、融资、结算等为一体的综合金融服务，最终构建完整的供应链生态圈，实现企业“自金融”核心需求。

池化融资平台：首创“池化”概念，池内客户粘性较高

“池化融资平台”首创“池化”概念，是发力最早、最具特色的拳头型产品。“池化融资平台”是浙商银行发展最早、特色优势最为突出的拳头产品之一，创新性地提出“池化”融资模式，即将企业各类金融工具放入“池”中，统一管理并生成授信额度，并提供综合金融服务。池化平台主要由涌金票据池、涌金出口池、涌金资产池构成，分别为企业盘活应收票据、出口应收账款、全品类金融工具。“三池”作为客户授信或融资额度的切入口，再进一步衍生出超短贷、至臻贷、池链通等融资产品和服务，最终形成集资产入池、托管、结算、增值、质押融资于一体的企业流动性综合解决方案。

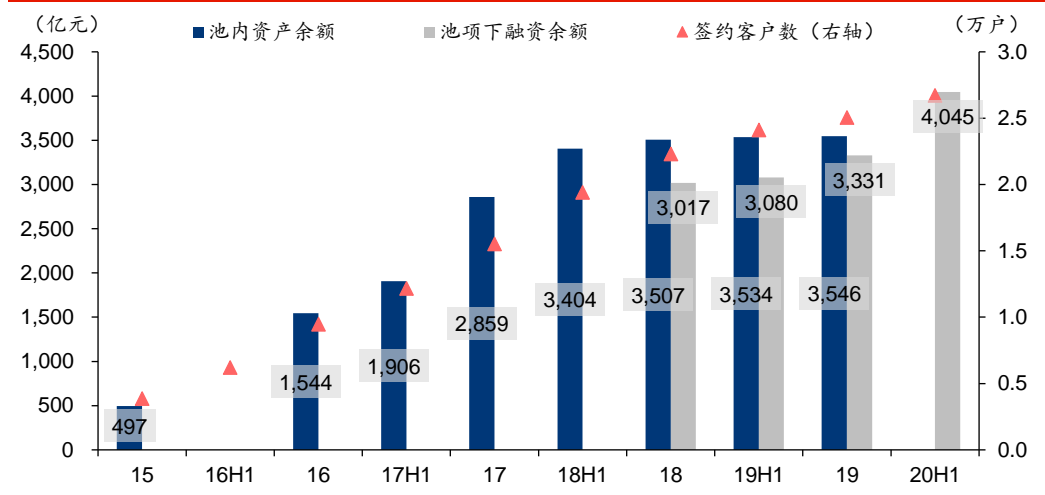
图表24：浙商银行“池化融资平台”及其配套产品梳理图



资料来源：公司财报，公司官网，华泰证券研究所

“三池”各自定位清晰，瞄准客户核心痛点、培育客户粘性。1)“涌金票据池”支持企业将所有票据随时入池质押融资，最大特色为“不挑票、不挑客”的差异化定位，即便是“两小一短”（即小银行、小面额、短余期）的票据也可入池，真正触及中小企业票据管理难的痛点，提升客户体验度，依靠品牌实力在业内形成了较好口碑。2019年末资金池+票据池的池内资产共3546亿元，若按池内50%的资产为票据来粗略测算，公司的票据池已汇聚了近5%的全国未贴现银行承兑汇票（3.33万亿元）。2)“涌金资产池”可视为票据池的“整合升级版”，将入池资产从票据进一步扩展至货币资金、大额存单、理财产品等各类金融资产，分类入池质押后自动生成融资额度，更大程度地盘活流动资产，并纯线上化提供表内外融资业务。3)“涌金出口池”则主要针对外贸企业，支持各类出口应收账款入池，并提供在线提款、滚动质押等综合服务。

图表25： 2015-2020H1 浙商银行涌金资产池+票据池的池内资产、池项下融资余额及签约客户数

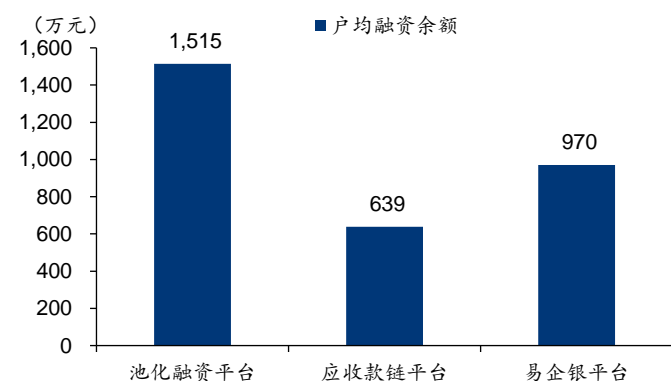


注：2020H1 公司未披露池内资产余额

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

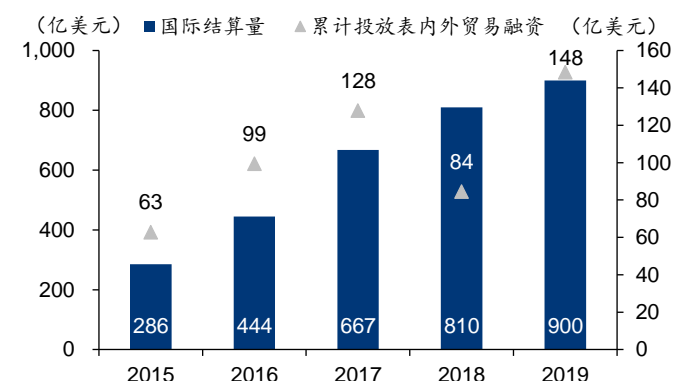
池化平台自成立以来快速发展，池内客户价值高、资产规模庞大，未来潜力可期。2015-2019年资产池+票据池合计签约客户数、池内资产规模的CAGR分别达60%、63%。无论是客户本身还是池内资产，对于公司来讲都是未来潜力巨大的宝藏。池化模式聚拢客户资产，入池客户的业务价值高、且粘性较大，若按2020年6月末4045亿元的池项下融资余额测算，池内客户的户均融资额为1515万元，是全行对公客户户均贷款的2倍以上，也是三大平台中户均融资额最高的平台。池化模式也更利于深度发掘客户潜在需求，并针对池内资产提供一揽子金融服务，例如“涌金出口池”就有效带动了国际业务结算量的快速增长。预计未来池化平台有望从单纯的质押融资业务向结算、托管等多元业务加速扩张，从而拓宽中间业务创收渠道。

图表26： 2020H1 浙商银行三大基础性平台户均融资余额对比



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表27： 2015-2019 年浙商银行国际业务结算量快速增长



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

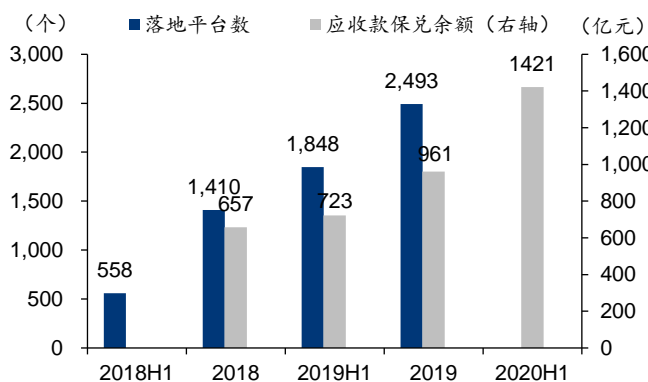
应收款链平台：区块链科技领先者，解决企业增信难题

“应收款链平台”是区块链技术应用行业的领先者，将应收账款转化为区块链应收款，解决增信难题。“应收款链平台”旨在盘活企业另一大流动资产，即应收账款。平台将区块链技术应用到应收账款业务，将企业的账面应收款转化为区块链应收款。区块链技术具有去中心化和难以篡改的特点，大幅降低了线下确权成本，区块链应收款可随时对外支付结算或进行融资，缓解中小企业融资难、融资贵的痛点。区块链应收款类似于公司平台生态内的一种由银行授信的“通货”，使账面应收款能在企业和供应商之间有效流通，供应商在收到区块链应收款后，既可对外支付和转让变现，也可申请入池质押融资，从而打通“应收款链平台”与“池化融资平台”，以点带面有效延伸客户价值链。截至2019年末，公司落地应收款链平台2493个，同比+77%，应收款保兑余额961亿元，同比+46%。

易企银平台：面向集团企业客户，打造虚拟财务公司

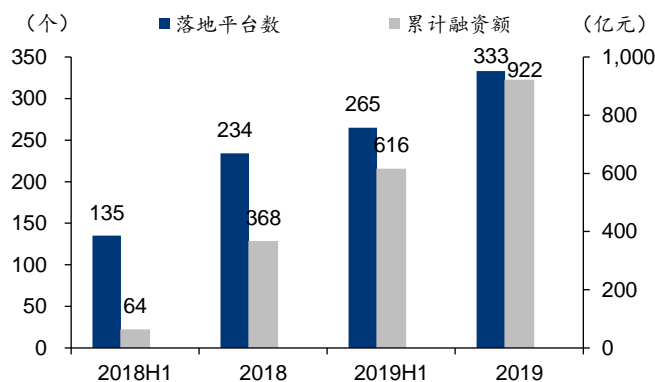
“易企银平台”定位于集团企业的虚拟财务公司，产业链生态圈有望形成显著的规模效应。不同于前两大平台是针对某一项业务，“易企银平台”是以大型集团企业为主要客户，为核心企业、成员单位、上下游企业打造综合金融服务，类似于企业集团的“虚拟财务公司”。依托易企银、集团资产池两大基础性平台，公司进一步推出“涌金司库”创新产品，向核心企业和上下游提供集账户管理、支付结算、资金融通、资产管理、供应链金融于一体的金融+科技综合解决方案，形成产业链生态圈。截至2019年末，已落地易企银平台333个，同比+42%，累计融资额922亿元，同比+151%。相比池化融资平台，易企银平台客户规模更大、产业链涉及更广、金融服务更全面，每家平台平均累计融资额高达2.8亿元。

图表28：2018H1-2019年浙商银行应收款链平台落地数和保兑余额



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表29：2018H1-2019年浙商银行易企银平台落地平台数和累计融资额



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

大零售板块：移植平台化模式，深挖客户价值

除对公业务以外，大零售板块也在同步推进平台化战略，深挖客户价值成效明显。小微业务方面，推出“5+N”小微园区金融服务方案，并围绕小微企业易贷、多贷、快贷的核心需求，陆续推出了涵盖小型、微型、个人经营授信和非授信4大类共30余个产品，平台化服务体系有效提升了小微企业的客户粘性，2019年末公司普惠小微贷款余额占境内机构各项贷款比重达16.8%，位列国有大行和全国性股份行之首，且仍能保持较高同比增速。零售业务方面，公司将“池化”概念从对公端移植到零售端，研发以个人、家庭、亲友资产池为核心的“e家银”平台，打通客户融资、理财及增信服务。截至2020年6月末，“e家银”入池资产达1408亿元，占个人客户AUM的27.0%，户均融资额达13.5万元，是同期全行个人户均贷款额的2.1倍，再次展现出平台化模式对于客户价值的深挖作用。

意义：打开银行获客入口，价值提升空间广阔

平台是银行获客入口，积累流量后再结合应用场景，构建综合金融生态体系。从2014年的“池化融资”概念再到当前的“平台化服务战略”，浙商银行的对公特色模式始终凸显着较强的互联网思维。“池”和平台均是客户资产、数据和信用体系的切入口，首先实现获客和资金沉淀；随后再结合不同应用场景，进一步细化至超短贷、至臻贷、系列“通”等具体产品和服务，增强客户粘性，并在场景中将价值链延伸至上下游企业，最终实现打通企业内部资源+外部供应链的金融生态圈。我们认为平台化打法对于技术、系统、团队均有较高要求，前期投入或许较大，但在打开获客入口、积累规模效应后，客户流量和粘性将成为难以复制的核心竞争力。

图表30： 浙商银行平台化业务模式及生态发展示意图



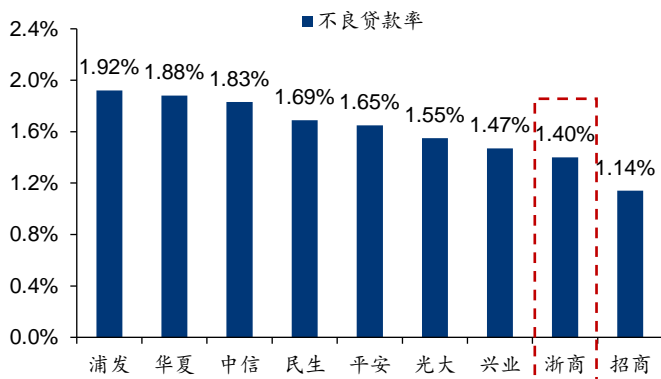
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

浙商银行平台化模式在同业内具有较强的独特性，或可对标企业服务平台公司。从同业来看，虽然部分优秀银行对于池化融资或平台化模式也有涉足（如宁波银行的票据好管家，平安银行的平安好链平台等），但浙商银行的独特优势相对突出：一是以票据池为首的池化融资模式发力较早，目前三大平台及配套场景已形成较完整的生态体系；二是瞄准企业核心需求，例如涌金票据池真正实现不挑票、不挑客，凭借服务水平在业内塑造了品牌优势。从业务模式来看，基于互联网思维的平台化打法更类似于主打企业服务平台的用友、金蝶，先为企业提供基础性软件、再向企业云平台逐步拓展，通过收取服务费来实现较高收益。例如金蝶在推出金蝶云·苍穹（大企业数字共生平台）后，APRU（每用户平均收入）大幅提升至百万元级别。类比平台服务企业的盈利模式，我们认为浙商银行的平台化模式有望深挖客户价值，在未来通过平台服务费等多元收入创造广阔的盈利增长空间。

资产质量优于同业，风险逐步出清

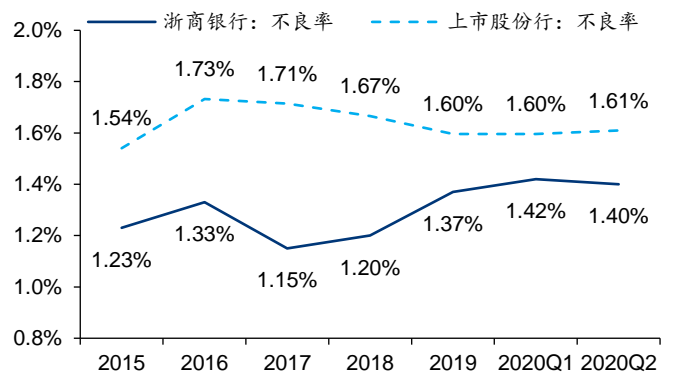
资产质量处于同业较优水平，但2019年以来有所波动。2020Q2末，浙商银行不良率为1.40%，位列上市股份行第二低。纵向来看，2015-18年不良率均居于同业最低，19年不良率同比+17bp，关注率、逾期率、不良生成率均显著上行。我们认为公司本轮资产质量波动的原因有三：第一，对公端的制造业等传统行业资产质量承压，19年末制造业不良率同比+172bp（投放占比16.88%），导致对公贷款不良率同比+20bp；第二，零售端向收益和风险相对较高的消费贷款倾斜，19年末消费贷款占比同比提升8.86pct至33.74%，市场竞争中客户有所下沉，19年末零售贷款不良率同比+29bp；第三，公司在保持较快资产投放的过程中，涉及的部分客户出现业务风险，包括盾安集团、众泰汽车、康美药业等，形成了一定的历史包袱。据公司招股说明书，19年6月末众泰汽车的控股股东铁牛集团、盾安集团子公司民泽科技分别其前两大单一借款人，贷款合计77.12亿元，占比0.82%。

图表31：2020Q2末浙商银行不良率位居上市股份行第2低



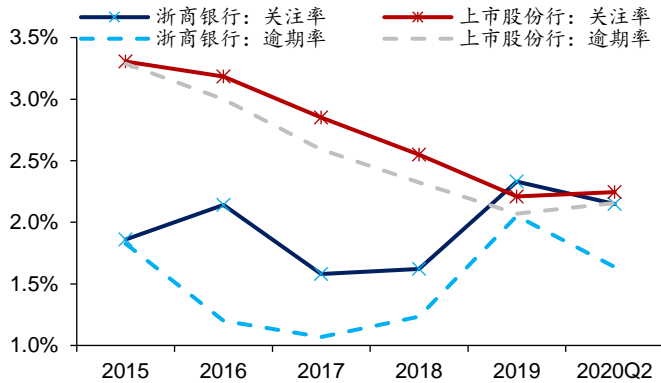
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表32：2015-2020Q2末浙商银行及上市股份行不良率走势



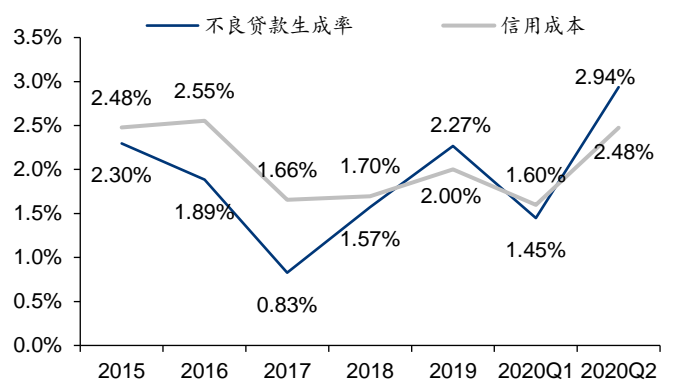
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表33：2015-2020Q2末浙商银行及上市股份行关注率、逾期率走势



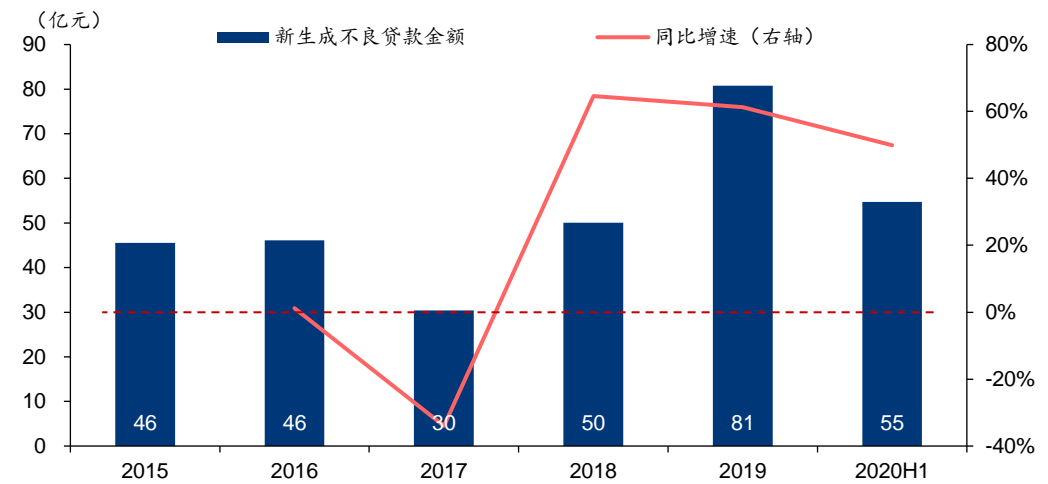
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表34：2015-2020Q2浙商银行单季年化不良生成率及信用成本



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

2020H1 隐形风险指标均有改善，新生成不良仍维持高位，但风险包袱正逐步出清。2020Q2末公司不良率触顶回落，较Q1末小幅-2bp，优于同业平均表现。隐性风险指标均有明显改善，Q2末关注率、逾期率分别较19年末-18bp、-41bp，风险压力不断释缓。虽Q2单季年化不良生成率环比+149pct至2.94%，但我们认为主要源于公司主动加大不良认定力度，做实资产质量分类。从新生成不良贷款的绝对金额来看，18-19年新生成不良曾快速上行（部分客户出现业务风险的时期），2020H1新生成不良虽仍维持相对高位，但同比增速已有所放缓，历史包袱正逐步出清。2020年上半年公司主动加大拨备计提力度，增强未来风险抵补能力，2020H1信用减值损失同比+42.09%，其中贷款、金融投资均计提了较多减值损失。

图表35： 2015年-2020H1 浙商银行新生成不良贷款金额及同比增速

注：红色虚线为右轴的0刻度，用来区分正负

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

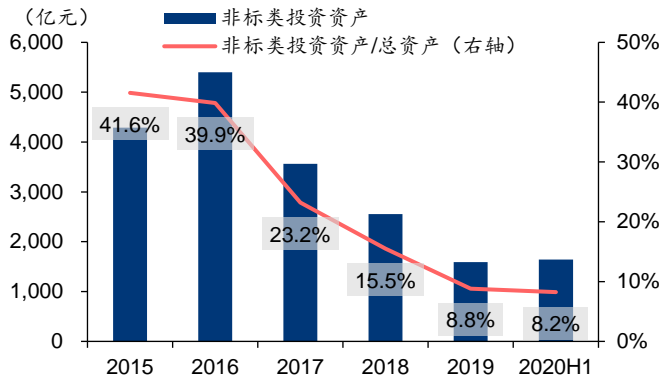
非标资产拨备计提较多，公司持续压降非标占比，预计总体风险可控。近两年来公司对于金融投资、表外资产的减值损失显著增加。其中，金融投资的减值损失（主要为债权投资中非标类投资的减值损失）在2019年曾一度超过贷款，2020H1仍维持高位，后续资产质量值得进一步关注；表外资产主要包括承兑汇票、区块链应收款保兑等，2020H1减值损失已回落至较低水平。公司近年来持续压降非标类投资，非标资产占总资产比重从2015年末42%的最高位降至2020H1末的8.2%，且非标资产拨贷比达8.17%，显著高于贷款拨贷比，预计总体风险较为可控。此外，市场或对公司与包商银行的同业往来有所担忧，截至2019年6月末公司与包商银行的同业业务敞口共25.98亿元，其中22.60亿元转让给存款保险基金进行全额保障，剩余仅3.38亿元的未保障债权或需计提拨备，由于金额较小，预计对公司造成的后续影响相对有限。

图表36： 2018年-2020H1 浙商银行信用减值损失金额及构成（单位：亿元）

	2018		2019		2020H1	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
发放贷款及垫款	95.39	73.21%	76.40	40.42%	57.01	51.67%
存放同业及其他金融机构款项	0.02	0.02%	0.52	0.27%	0.59	0.53%
金融投资	31.42	24.11%	83.70	44.28%	48.40	43.87%
其中：债权投资	27.01	20.73%	86.70	45.87%	45.81	41.52%
表外减值损失	-0.02	-0.01%	24.22	12.81%	1.45	1.31%
应收融资租赁款	3.00	2.30%	3.83	2.02%	2.21	2.00%
其他	0.48	0.37%	0.35	0.19%	0.67	0.61%
信用减值损失合计	130.30		189.02		110.33	

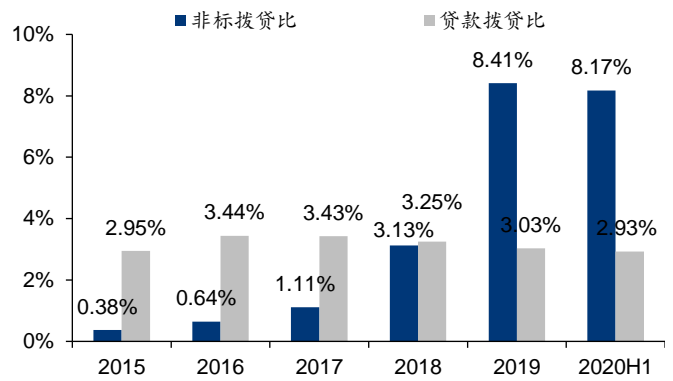
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表37： 2017年以来浙商银行持续压降非标类投资资产



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表38： 2015年-2020H1 浙商银行非标资产拨贷比、贷款拨贷比

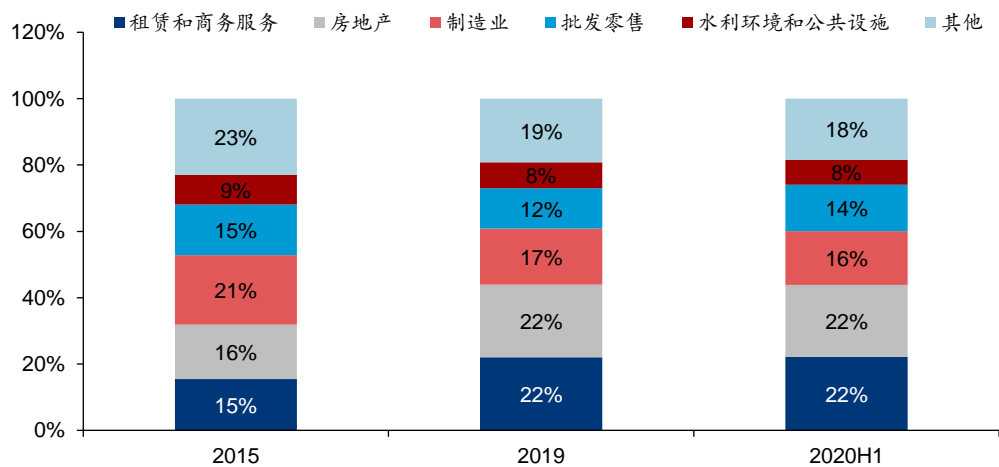


注：非标拨贷比=非标资产减值准备/非标资产总额，与贷款计算方法同理

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

平台化模式、风险监控官制度均利于经营更加稳健，预计未来资产质量有望进一步改善。首先，平台化模式运用大数据、区块链等技术解决企业的增信难题，通过入池资产形成客户授信体系，金融科技有望助力提升公司风控能力。其次，公司实施垂直化管理的风险监控官派驻制度，由总行分别向业务复杂程度高、风险较为集中的部门和各分行派驻风险监控官，独立于派驻部门而直接向总行负责，有利于重点把控一线业务风险。第三，公司也在不断优化对公贷款结构，压降制造业等风险相对较高行业的贷款投放，不良率相对较低的租赁和商务服务业、房地产业等贷款投放占比提升。在平台化模式、风险监控官制度的助力下，公司有望保持审慎稳健风格，随着风险包袱不断出清，我们预计公司未来资产质量有望进一步改善。

图表39： 2015、2019、2020H1 末浙商银行对公贷款结构对比：高风险行业贷款投放逐步压降



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

投资建议：目标价 4.62 元，首次覆盖给予“增持”评级

浙商银行平台化业务模式特色鲜明，规模效应和高客户粘性有望成为核心竞争力，未来增长空间广阔。三大平台瞄准企业核心痛点，凭借着以客户为中心的服务在市场上赢得良好口碑，聚拢客户资产、打开获客入口，随后结合场景细化至配套产品和服务，强化客户粘性，最终形成打通企业内外部金融生态圈。我们认为平台化建设前期投入较高，但在打开获客入口后，规模效应和高客户粘性均将成为坚实的护城河，有望为公司提供长久增长的新引擎，有效提升盈利能力和发展质量。鉴于公司主动加大拨备计提力度，预计利润将随同业保持同比负增长，2021-2022 年利润同比增速有望回暖，发展前景可期。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润同比增速为-4.68%、6.79%、15.33%，EPS 为 0.58 元、0.62 元、0.71 元，盈利预测主要基于以下假设：

1. 生息资产较快增长。2020 年上半年浙商银行加快了资产投放速度，6 月末总资产同比增速达到 14.58%，贷款同比增速达到 21.66%。在逆周期调节稳增长背景下，生息资产同比增速有望保持在较高水平。浙商银行大力推进平台化服务战略，多元化满足客户融资需求，推动对公、零售贷款稳步增长，同时平台化模式有望加速客户资金沉淀，助力存款快速增长。叠加回归存贷本源的监管导向下，存贷款增速有望高于总资产。我们预测 2020-2022 年存款同比增速分别为 19.0%、19.4%、20.3%，贷款同比增速分别为 18.7%、19.0%、19.9%，生息资产同比增速 16.0%、17.0%、18.0%。

2. 息差有收窄压力。受疫情影响，银行向实体经济让利，LPR 定价继续下行的趋势决定了生息资产收益率收窄，预计未来生息资产收益率将进一步下降，我们预测 2020-2022 年生息资产收益率为 4.79%、4.69%、4.60%。存款降成本政策思路清晰，上半年货币市场利率下行较快，且浙商银行有较大以低成本同业负债替换高成本定期存款的空间，预计计息负债成本率可有一定改善，我们预测 2020-2022 年计息负债成本率为 2.88%、2.84%、2.81%，预测 2020-2022 年净息差分别为 2.04%、1.96%、1.89%。

3. 中间业务收入较快增长。2020 年 1-3 月、1-6 月浙商银行手续费及佣金净收入同比增速分别为 15.43%、60.26%。公司中间业务收入增幅显著的主要驱动因素是支付结算、债券承销等业务的快速增长。随着平台化模式逐步打开获客入口、形成客户粘性，将有望构筑涵盖了核心企业及上下游企业的综合金融生态圈，我们认为有望为公司多元中间收入创造显著的增长空间。预计中间业务收入有望维持较快增长，且增速逐年上升，我们预测 2020-2022 年手续费及佣金净收入同比增速为 35.0%、45.0%、50.0%。

4. 成本收入比稳中有降。2018 年以来浙商银行深入推进减耗增收节支，大幅压降管理费用，成本收入比逐年下降至上市股份行较低水平。但考虑到浙商银行成本收入比已降至同业较低水平，进一步压降空间有限；且公司成长性较高，平台化战略的深入推进或需要更多前期投入，我们预计 2020-2022 年成本收入比略有提升，我们预测 2020-2022 年成本收入比为 27.0%、27.5%、28.0%。

5. 不良贷款率稳中有降，信贷成本上升。2020 年 6 月末，浙商银行不良率为 1.40%，较 2019 年末小幅上升 3bp，但升幅较 Q1 末收窄，同时关注率、逾期率等潜在风险指标也均有改善。公司资产质量长期处于同业较优水平，风险包袱正逐步出清，风控机制审慎稳健，我们预计 2020 年后半程风险压力有望减轻，全年资产质量保持相对平稳，之后稳中有降，我们预测 2020-2022 年末不良贷款率分别为 1.40%、1.38%、1.35%。疫情背景下，公司对资产质量持审慎态度，主动加大拨备计提力度，前瞻应对风险，我们预测 2020-2022 年信贷成本分别为 2.50%、2.60%、2.65%。

图表40： 关键假设及其历史数据

项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
存款增速	16.9%	13.3%	17.3%	19.0%	19.4%	20.3%
贷款增速	46.5%	28.8%	19.3%	18.7%	19.0%	19.9%
生息资产增速	11.6%	6.7%	7.6%	16.0%	17.0%	18.0%
净息差	1.73%	1.72%	2.06%	2.04%	1.96%	1.89%
中间业务收入增速	7.2%	-46.9%	7.7%	35.0%	45.0%	50.0%
成本收入比	33%	31%	28%	27.0%	27.5%	28.0%
不良贷款率	1.15%	1.20%	1.37%	1.40%	1.38%	1.35%
信贷成本	2.11%	2.01%	2.26%	2.50%	2.60%	2.65%

注：净息差为我们测算值

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

根据我们的盈利预测，2020年BVPS的预测值为5.57元，对应PB 0.76倍。可比上市银行2020年Wind一致预测PB均值为0.79倍，我们认为公司平台化模式前景可期，未来规模效应和高客户粘性带来的护城河明显，有望持续提升盈利能力和发展质量，应享受一定估值溢价，我们给予2020年0.83倍目标PB，目标价为4.62元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表41： 可比A股上市银行PB估值（2020/9/16）

代码	简称	评级	目标价（元）	2020年PB估值（倍）
000001 CH	平安银行	买入	17.64	1.00
600000 CH	浦发银行	无评级	-	0.54
600036 CH	招商银行	增持	45.81	1.49
601166 CH	兴业银行	买入	20.47	0.63
601818 CH	光大银行	买入	4.60~4.93	0.57
601998 CH	中信银行	增持	6.27~7.16	0.51
	平均值			0.79

注：评级和目标价均由华泰证券给出，2020年PB估值为Wind一致预期

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

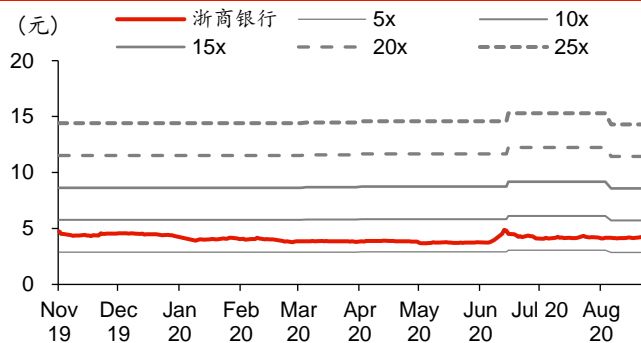
图表42: 财务预测 (百万元)

资产负债表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	1,646,695	1,800,786	2,092,816	2,452,109	2,896,300	净利息收入	26,386	33,874	37,600	42,112	47,587
贷款净额	837,076	998,933	1,185,405	1,410,040	1,691,123	手续费净收入	4,252	4,579	6,182	8,963	13,445
债券投资	564,658	517,348	572,946	647,231	763,733	营业费用	12,032	12,810	14,491	17,445	21,415
总负债	1,544,246	1,672,758	1,957,573	2,307,406	2,740,371	拨备前利润	26,880	33,583	39,209	46,023	55,101
存款余额	974,770	1,143,741	1,361,150	1,625,638	1,956,386	计提减值准备	13,030	18,902	24,973	30,821	37,366
同业负债	279,999	266,870	321,383	356,304	423,002	所得税	2,290	1,537	1,708	1,824	2,305
股东权益	102,449	128,028	135,243	144,703	155,929	净利润	11,490	12,925	12,320	13,156	15,173
盈利能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资本管理	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
平均 ROA	0.72%	0.74%	0.62%	0.57%	0.56%	核心资本	87,044	112,239	118,504	127,964	139,190
平均 ROE	12.15%	11.38%	9.49%	9.52%	10.22%	资本净额	139,030	165,753	178,108	195,232	215,935
生息资产收益率	4.71%	4.84%	4.79%	4.69%	4.60%	风险加权资产	1,038,883	1,164,197	1,352,993	1,585,274	1,872,441
计息负债成本率	3.15%	2.93%	2.88%	2.84%	2.81%	风险加权资产比重	63%	65%	65%	65%	65%
成本收入比	30.9%	27.6%	27.0%	27.5%	28.0%	核心一级资本充足率	8.4%	9.6%	8.8%	8.1%	7.4%
						一级资本充足率	9.8%	10.9%	9.9%	9.0%	8.2%
						资本充足率	13.4%	14.2%	13.2%	12.3%	11.5%
成长能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产质量	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款	28.8%	19.3%	18.7%	19.0%	19.9%	贷款减值准备	28,157	31,238	33,727	41,956	55,525
存款	13.3%	17.3%	19.0%	19.4%	20.3%	不良贷款额	10,045	13,685	16,596	19,459	22,830
净利息收入	8.2%	28.4%	11.0%	12.0%	13.0%	不良贷款率	1.20%	1.37%	1.40%	1.38%	1.35%
中间业务收入	-46.9%	7.7%	35.0%	45.0%	50.0%	拨备覆盖率	271%	222%	203%	216%	243%
营业费用	7.8%	6.5%	13.1%	20.4%	22.8%	拨贷比	3.36%	3.13%	2.85%	2.98%	3.28%
净利润	4.9%	12.5%	-4.68%	6.79%	15.33%	信用成本	2.01%	2.26%	2.50%	2.60%	2.65%
营业收入结构	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	估值分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利息占比	67.8%	73.1%	70.1%	66.4%	62.2%	PB	1.05	0.81	0.76	0.70	0.65
手续费收入占比	10.9%	9.9%	11.5%	14.1%	17.6%	PE	7.83	6.96	7.30	6.84	5.93
业务费用占比	30.9%	27.6%	27.0%	27.5%	28.0%	EPS	0.54	0.61	0.58	0.62	0.71
计提拨备占比	33.5%	40.8%	46.5%	48.6%	48.9%	BVPS	4.04	5.23	5.57	6.02	6.54
						每股股利	0.00	0.24	0.17	0.19	0.21
						股息收益率	0.0%	5.7%	4.1%	4.4%	5.1%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

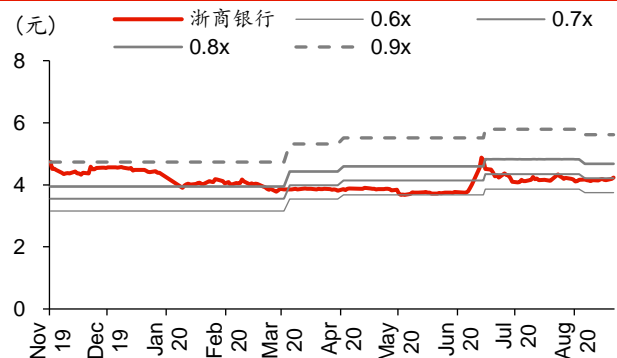
PE/PB - Bands

图表43: 浙商银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表44: 浙商银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表45： 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	评级	目标价（元）
招商银行	600036 CH	增持	45.81
兴业银行	601166 CH	买入	20.47
浦发银行	600000 CH	无评级	-
中信银行	601998 CH	增持	6.27~7.16
民生银行	600016 CH	增持	8.21~8.72
光大银行	601818 CH	买入	4.60~4.93
平安银行	000001 CH	买入	17.64
华夏银行	600015 CH	买入	10.46~11.15
宁波银行	002142 CH	买入	41.65
杭州银行	600926 CH	增持	13.88
渤海银行	9668 HK	无评级	-
金蝶国际	0268 HK	无评级	-
用友网络	600588 CH	增持	50.70~54.36
盾安集团	未上市	-	-
ST 康美	600518 CH	无评级	-
*ST 众泰	000980 CH	无评级	-
浙江金控	未上市	-	-
旅行者集团	未上市	-	-
横店集团	未上市	-	-
浙江省能源集团	未上市	-	-
民生人寿	未上市	-	-
永利实业	未上市	-	-
通联资本	未上市	-	-
日发控股	未上市	-	-
浙江恒逸	未上市	-	-

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

风险提示

1. 经济下行持续时间超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需影响，企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率仍相对稳定，但资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本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。本公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com