

浙商银行(601916)

报告日期: 2023年03月17日

扎根浙江的成长性股份行

——浙商银行首次覆盖报告

投资要点

- **浙商银行是一家“具有城商行成长性”的潜力股份行，新管理层坚定“深耕浙江”战略，风险逐步出清，发展动能显现。**
- **公司画像：股份行的稀缺牌照，城商行的成长潜力**
 - (1) **公司沿革：年轻的股份制，高成长性银行。**公司是 A 股最年轻全国性股份制银行，新管理层就任后资产同比高增 17%，增速在 A 股所有上市股份行最高。
 - (2) **治理结构：管理团队赋能，股权分散多元。**①新管理层能力突出、优势互补。董事长（拟任）陆建强先生政界从业经验丰富，行长张荣森先生有多年银行从业经验，是上市股份行中较年轻的行长之一；②激励好，高管持股市值、员工薪酬在股份行均位列第 2；③浙商银行股权分散、多元，公司治理结构较完善。
 - (3) **稀缺牌照：全国性的股份制商业银行牌照。**浙江省的股份行，能在全中国展业。支行 243 家（其中省内 93 家），与其他股份制银行比，网点增长空间很大。
 - (4) **区位优势：深耕浙江战略，成长潜力十足。**①**区位较优质。**浙江融资需求大、中小企业优质、居民财富水平高。②**成长潜力足。**22Q2 末，浙商银行省内贷款占比仅 32.7%，分别低于宁波银行、杭州银行 33pc、42pc；省内贷款市占率 2.6%，分别低于宁波银行、杭州银行 1pc、0.1pc，未来还有很大提升空间。
- **盈利特征：盈利能力低于同业，不良、负债需改善**

22H1 浙商银行 ROA（年化）为 0.60%，低于对标行平均 34bp，不良、负债的改善空间较大。①**息差有优势、负债需改善。**22H1 公司净息差 2.28%，高于对标行平均 22bp。其中，资产收益率、负债成本率分别高于对标行平均 22bp、12bp。②**中收潜力大。**22H1，公司中收对营收贡献仅 8%，较对标行平均低 10pc。③**减值支出多。**22H1 公司信用减值损失占总资产的 1.27%，较对标行平均多 39bp。
- **高成长性：资产质量风险化解，依托浙江强化优势**
 - (1) **化风险：预计浙商银行将不良消化至股份行平均水平需 2 年左右，减值压力改善将提振 ROA 约 25bp、ROE 约 4pc。**主要考虑：①**存量风险化解。**22Q2 末公司不良率、关注率较对标行高 14bp、108bp，资产质量还有压力，但 2022 年以来不良率已连续 3 个季度下降，不良持续出清。②**新增风险可控。**22H1 新生成不良率已降至 0.92%，仅高于招行。但注意到 22Q2 末关注率较年初+77bp，判断是受到疫情以及不良资产认定标准趋严的影响。伴随疫情影响消退，我们认为（不良+关注）贷款生成率有望在 2023 年中（23Q2/23Q3）迎来趋势性改善。
 - (2) **谋增长：测算浙商银行改善对公存款成本、发力财富管理有望提振 ROA 约 11bp、ROE 约 1.7pc。**浙商银行新管理层启动“深耕浙江”（2022-2024）三年行动，我们判断未来三年，浙商银行将依托浙江强化优势、补齐短板。①**表内，**争取更多低成本对公存款，对公负债成本改善有望提振 ROA 6bp、ROE 0.9pc。②**表外，**发力财富管理业务，中收增长有望提振 ROA 5bp、ROE 0.8pc。
- **预测估值**

预计浙商银行 2022-2024 年归母净利润的增速为 8.8%/12.0%/24.7%，对应 BPS 为 6.45/6.52/6.70 元。截至 2023 年 3 月 17 日收盘，浙商银行的现价为 2.88 元/股，对应 2022 年 PB 为 0.45 倍；基于可比银行的估值，我们给予浙商银行 2022 年 0.62 倍 PB，对应目标价为 4.00 元/股，现价空间 39%。
- **风险提示：宏观经济失速，不良大幅爆发。**

投资评级：买入(首次)

分析师：梁凤洁
 执业证书号：S1230520100001
 021-80108037
 liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：邱冠华
 执业证书号：S1230520010003
 021-80105900
 qiuguanhua@stocke.com.cn

研究助理：周源
 zhouyuan01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 2.88
总市值(百万元)	61,253.85
总股本(百万股)	21,268.70

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	54,471	60,644	69,960	80,671
(+/-) (%)	14.19%	11.33%	15.36%	15.31%
归母净利润	12,648	13,763	15,415	19,227
(+/-) (%)	2.75%	8.82%	12.00%	24.73%
每股净资产(元)	5.84	6.45	6.52	6.70
P/B	0.49	0.45	0.44	0.43

资料来源: wind, 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 盈利预测: 预计浙商银行 2022-2024 年的归母净利润 137.6/154.2/192.3 亿元, 对应增速 8.8%/12.0%/24.7%, BPS 为 6.45/6.52/6.70 元。
- 2) 估值指标: 给予浙商银行 2022 年 0.62 倍 PB。
- 3) 目标价格: 4.00 元/股。
- 4) 投资评级: 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 关键假设

- 1) 不良持续出清、减值压力改善。
- 2) 负债成本压降、财富业务发展。

● 我们与市场观点的差异

市场认为: 浙商银行未来三年净利润复合增速 10%。主要考虑: (1) 市场担心公司风险认定标准不严格, 化解存量历史包袱将大幅度侵蚀利润。(2) 市场担心公司在营收、规模高增的同时, 新的不良大幅暴露。

我们认为: 预计浙商银行未来三年净利润复合增速 15%, 高于市场预期 5pc。主要考虑: (1) 底牌清晰明确。表内, 风险暴露充分。截至 22Q2 末, 浙商银行逾期 90 天以上贷款偏离度为 90%, 判断逾期 90 天以上贷款已全部记入不良; 22H1, 浙商银行关注类贷款迁徙率同比下降 12pc 至 14%, 已低于对标行平均水平, 判断贷款五级分类标准趋严。表外, 理财持续回表, 截至 22Q2 末, 浙商银行非标资产占总资产比重不足 4%, 理财产品净值化率接近 79%。(2) 新增风险可控。2020 年以来, 不良生成率持续降低, 22H1 新生成不良率已降至 0.92%。22Q2 末贷款关注率出现波动, 判断是受疫情及不良资产的认定趋严影响。伴随疫情影响消退, 我们认为 (不良+关注) 贷款生成率有望在 2023 年中 (23Q2/23Q3) 迎来趋势性改善。

● 股价上涨的催化因素

风险出清速度超预期、负债成本压降超预期、财富业务发展超预期。

● 风险提示

若宏观经济失速、不良大幅爆发, 则可能导致浙商银行不良出清速度低于预期。

正文目录

1 公司画像：股份制的稀缺牌照，城商行的成长潜力	6
1.1 公司沿革：年轻的股份制，高成长性银行	6
1.2 治理结构：管理团队赋能，股权分散多元	7
1.3 稀缺牌照：全国性的股份制商业银行牌照	10
1.4 区位优势：银行经营沃土，成长潜力十足	11
2 盈利特征：盈利能力低于同业，不良、负债需改善	13
2.1 息差优势明显	15
2.2 中收潜力较大	18
2.3 减值阶段承压	19
3 高成长性：资产质量风险化解，依托浙江强化优势	20
3.1 化风险	20
3.2 谋增长	22
4 预测估值	23
4.1 相对估值	23
4.2 投资建议	23
5 风险提示	23

图表目录

图 1: 浙商银行发展历程.....	6
图 2: 22Q3 末浙商银行资产增速在股份制中排名第一.....	7
图 3: 22Q2 末浙商银行高管人均持股市值在股份行中排名第二.....	8
图 4: 浙商银行近三年员工人均薪酬在股份行中排名第二.....	8
图 5: 浙商银行股权分散、多元.....	9
图 6: 浙商银行分支机构设立情况.....	10
图 7: 近十年浙江省 GDP 及占全国的比重.....	11
图 8: 近十年浙江省与全国 GDP 增速.....	11
图 9: 2022 年全国各省、直辖市、自治区 GDP 贡献与新增社融贡献对比.....	11
图 10: 浙江省上市公司中民营企业占比高于全国水平.....	12
图 11: 浙江省专精特新企业数量位居全国第一.....	12
图 12: 浙江省常住人口增长率高于对标省份.....	12
图 13: 2021 年浙江省高净值家庭数量位居全国第四.....	12
图 14: 22H1 浙商银行净息差高于对标行平均 22bp.....	15
图 15: 浙商银行与对标行生息资产收益率、付息负债成本率对比.....	15
图 16: 22H1 浙商银行及对标行各类资产收益率对比.....	16
图 17: 浙商银行与对标行生息资产结构对比.....	16
图 18: 浙商银行与对标行普惠小微贷款占比.....	17
图 19: 浙商银行与对标行非标投资占金融投资比重.....	17
图 20: 浙商银行与对标行付息负债结构对比.....	17
图 21: 浙商银行各项负债成本率与对标行对比.....	17
图 22: 22H1 浙商银行与对标行中收贡献情况.....	18
图 23: 浙商银行与股份行的贷款减值/资产总额.....	19
图 24: 浙商银行与股份行的非信贷减值/资产总额.....	19
图 25: 浙商银行非标资产占资产总额的比重.....	19
图 26: 浙商银行理财产品净值化率.....	19
图 27: 浙商银行与股份行逾期 90 天以上贷款偏离度对比.....	21
图 28: 浙商银行与股份行关注类贷款迁徙率对比.....	21
图 29: 浙商银行新生成不良贷款率.....	21
图 30: 22H1 浙商银行与股份行新生成不良贷款率对比.....	21
图 31: 浙商银行对公活期存款成本率较对标行有 35bp 改善空间.....	22
图 32: 浙商银行非存款 AUM 还有很大增长空间.....	22
图 33: 浙商银行与对标行的 PB-ROE 估值.....	23

表 1: 浙商银行是 A 股市场最年轻的股份行	6
表 2: 浙商银行高管团队简介	7
表 3: 股份制银行核心高管的年龄情况	8
表 4: 22Q3 末浙商银行前十大股东	9
表 5: 浙商银行与股份行、浙江省内城商行的支行网点数量对比	10
表 6: 浙商银行在浙江省内贷款的市占率还有很大提升空间	12
表 7: 浙商银行与股份行、部分城商行（北京、江苏）的指标对比	13
表 8: 浙商银行与对标行的杜邦拆解	14
表 9: 浙商银行与股份行、部分城商行的中收对比	18
表 10: 浙商银行与对标行的资产质量指标	20
表 11: 浙商银行债权投资类资产的拨备计提比例与对标行平均水平相近	20
表 12: 测算浙商银行将不良消化至股份行平均水平需 2 年左右	21
表 13: 减值压力改善将提振浙商银行 ROA 25bp、ROE 4pc	21
表 14: 对公活期成本压降将提振浙商银行 ROA 6bp、ROE 0.9pc	22
表 15: 财富业务发展将提振浙商银行 ROA 5bp、ROE 0.8pc	22

1 公司画像：股份制的稀缺牌照，城商行的成长潜力

1.1 公司沿革：年轻的股份制，高成长性银行

最年轻的股份制银行：浙商银行是 A 股市场最年轻的全国性股份制商业银行，12 家全国性股份制商业银行之一。2004 年 8 月 18 日，浙商银行开业；2016 年 3 月 30 日，浙商银行（2016.HK）于港交所上市；2019 年 11 月 26 日，浙商银行（601916.SH）于上交所上市。

表1：浙商银行是 A 股市场最年轻的股份行

	1987	1988	1992	1993	1996	1999	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2009	2010	2013	2016	2019	2020
成立	招行 中信 恒丰 平安	兴业 广发	光大 华夏	浦发	民生					浙商	渤海								
A股上市					平安	浦发	民生	招行	华夏				兴业 中信		光大				浙商
H股上市													招行	中信	民生		光大	浙商	渤海

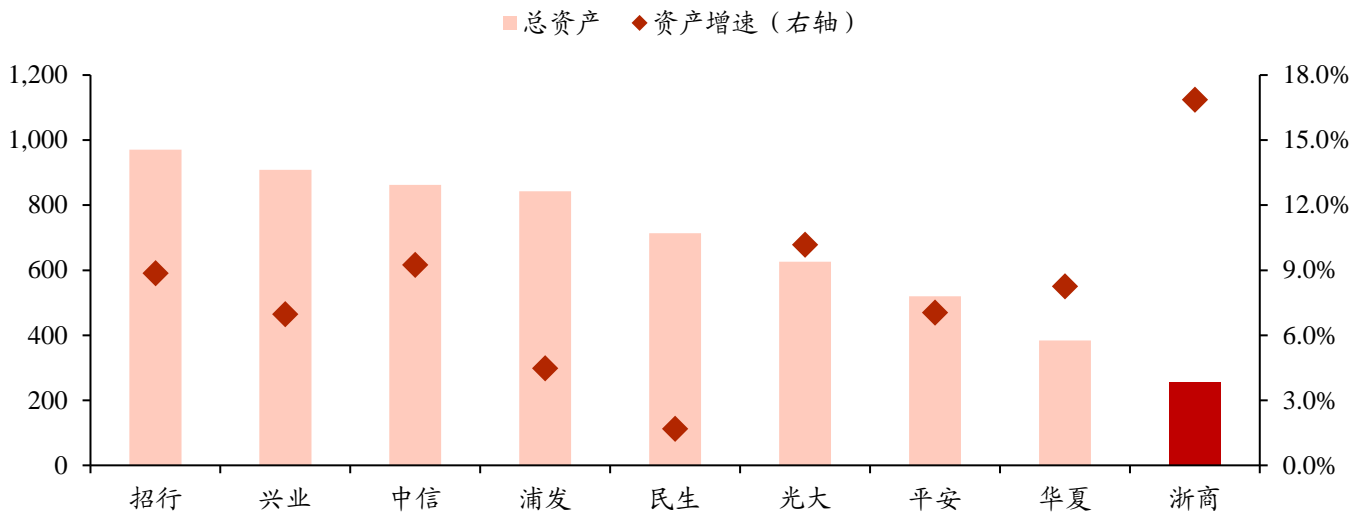
资料来源：wind，招股说明书，公司官网，浙商证券研究所。

浙江省的成长性银行：浙商银行是一家总部位于浙江省的成长型股份制银行。公司前身为 1993 年成立的浙江商业银行，是一家总部位于浙江宁波的中外合资银行。2004 年，浙江商业银行整体由中外合资银行改制为股份制银行，并更名为浙商银行、迁至杭州。尽管与其他股份制银行相比，浙商银行的规模较小，但却更具成长性。规模方面，浙商银行资产规模在所有 A 股上市的股份行中最小。截至 22Q3 末，浙商银行总资产仅 2.5 万亿。扩张方面，浙商银行扩表速度更快，新管理层上任后浙商银行资产增速明显快于其他股份制银行。22Q3 末浙商银行资产较 21Q3 末增加 16.9%，增速在所有 A 股上市的股份行中最高。

图1：浙商银行发展历程



资料来源：wind，招股说明书，公司官网，浙商证券研究所。

图2：22Q3末浙商银行资产增速在股份制中排名第一


资料来源：wind，浙商证券研究所。注：资产总额截至22Q3末，单位为亿元。

1.2 治理结构：管理团队赋能，股权分散多元

新管理层优秀。浙商银行的管理团队多为2021年新聘任，高管团队优秀。①**董事长与行长能力突出、优势互补。**董事长（拟任）陆建强先生曾任浙江省人民政府副秘书长、浙江省人民政府办公厅副主任等职务，政务资源丰富；行长张荣森先生于2021年上任，是上市股份制银行中较为年轻的行长之一（1968年出生），且在银行业从业多年，历任广发银行北京分行行长助理、江苏银行副行长、浙商银行副行长，年富力强、经验丰富。两位核心高管强强联合、资源互补，管理赋能业务潜力巨大、未来成效值得期待。②**其余5位高管年轻有为。**其余高管的平均年龄不足50岁，且均具有较高的专业素养。

表2：浙商银行高管团队简介

姓名	任期	职务	学历/职称 (证书)	年龄	履历
陆建强	2022.01 提名拟任	董事长 (资格待批)	硕士 高级经济师	57	曾任浙江省工商局办公室主任、浙江省政协办公厅副主任、浙江省人民政府副秘书长、浙江省人民政府办公厅副主任。2022年加入浙商银行，现任浙商银行党委书记。
张荣森	2021.08 至 2024.07	行长	博士 高级经济师	54	曾任广发银行北京航天桥支行行长、北京分行行长助理；江苏银行北京分行行长，江苏银行副行长、执行董事；浙商银行副行长兼北京分行行长。
陈海强	2020.07 至 2024.07	副行长	硕士 高级经济师	48	曾任国开行浙江分行副主任科员；招商银行宁波北仑支行行长、宁波分行副行长；浙商银行宁波分行行长、杭州分行行长、浙商银行行长助理。
刘龙	2016.04 至 2024.07 2015.02 至 2024.07	副行长 董事会秘书	硕士 高级会计师	57	曾任浙江省常山县财政税务局副局长、县委副书记；浙江省衢州市人民政府副秘书长、办公室主任；浙商银行董事会办公室主任、党委办公室主任。
景峰	2021.12 至 2024.07	副行长	硕士 美国注册会计师	43	曾任民生银行苏州分行计划财务部总经理；浙商银行江苏业务部副总经理，南京分行副行长，浙商银行财务会计部总经理、资产负债管理部总经理、首席财务官。
骆峰	2021.12 至 2024.07	副行长	博士	43	曾任浙商银行资金部金融市场研究中心主管经理助理，资金部风险监控官兼总经理助理，资金部副总经理（主持工作），金融市场部总经理，浙商银行行长助理。
姜戎	2021.08 至 2024.07	首席审计官	学士 注册会计师	53	曾任机电部上海电动工具研究所财务处副处长；审计署上海特派办资源环保审计处处长，大众保险股份有限公司审计部总经理；浙商银行审计部总经理。

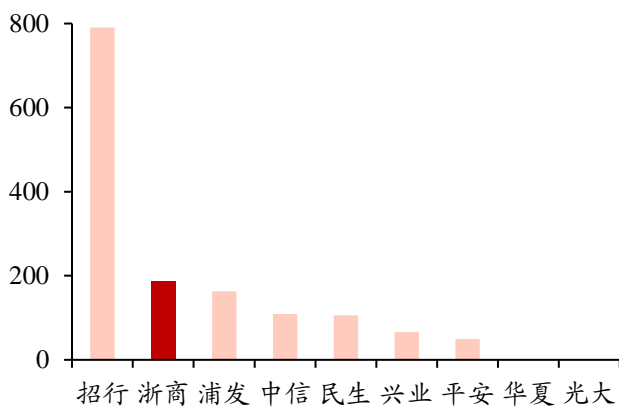
资料来源：wind，招股说明书，公司官网，浙商证券研究所。

表3: 股份制银行核心高管的年龄情况

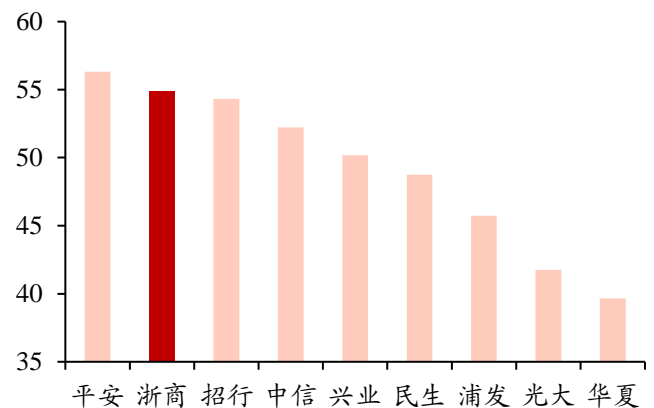
银行	董事长			行长		
	姓名	出生年份	年龄	姓名	出生年份	年龄
浙商	陆建强 (任职资格待批)	1965	57	张荣森	1968	54
中信	朱鹤新	1968	54	方合英	1966	56
兴业	吕家进	1968	54	陶以平	1963	59
平安	谢永林	1968	54	胡跃飞	1962	60
浦发	郑杨	1966	56	潘卫东	1966	56
华夏	李民吉	1965	57	关文杰 (任职资格待批)	1970	52
招行	缪建民	1965	57	王良	1965	57
光大	王江	1963	59	王志恒	1973	49
民生	高迎欣	1962	60	郑万春	1964	58

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

激励机制较优。浙商银行的高管持股市值、员工人均薪酬, 在股份制银行中均处于较高水平。①高管激励方面, 截至 2022Q2 末, 浙商银行高管人均持股市值达 186 万元, 在股份制银行中位列第二, 仅次于招商银行; ②员工激励方面, 近三年浙商银行员工人均薪酬为 55 万元, 在股份制银行中同样位列第二, 仅次于平安银行。

图3: 22Q2 末浙商银行高管人均持股市值在股份行中排名第二


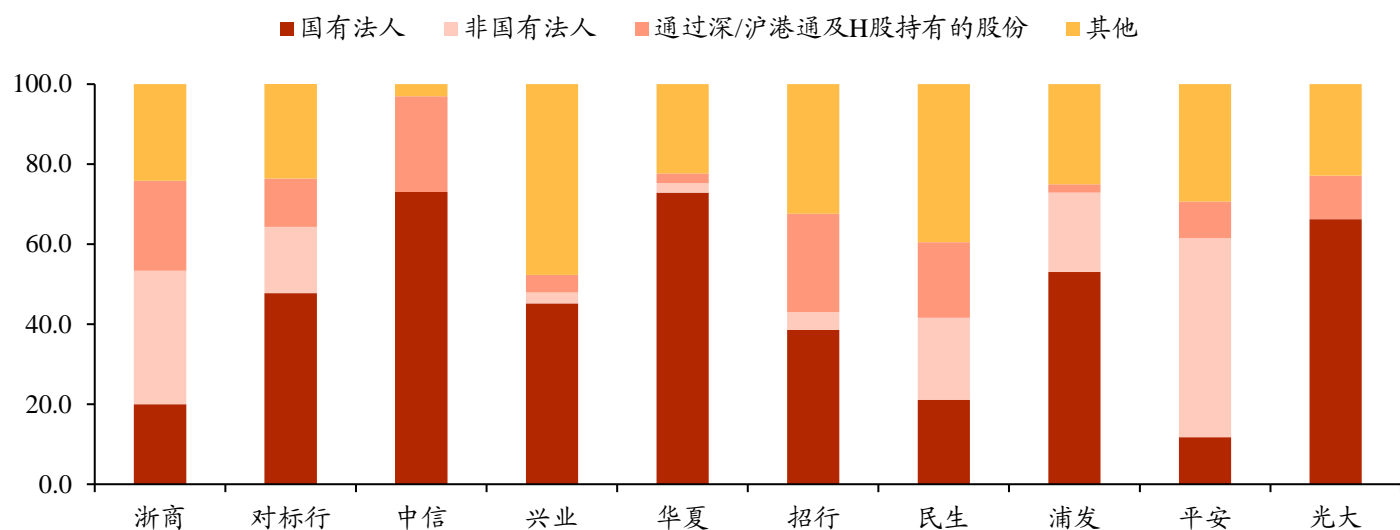
资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 取各行副行长及以上级别高管的持股数统计人均持股市值, 持股数量的统计时间截至 2022Q2 末, 股价取 2022 年 6 月 30 日收盘价。由于中信、平安高管在报告期内持股情况没有发生变动, 故与 2021 年末保持一致, 单位: 万元。

图4: 浙商银行近三年员工人均薪酬在股份行中排名第二


资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 取各行 2019-2021 年人均薪酬的简单平均值作为统计指标, 单位: 万元。

股权分散多元。浙商银行没有控股股东，相较于其他股份制银行，股权更加分散、多元。在相对分散的股权结构下，既拥有地方政府的支持（浙江省和绍兴市），同时也引入境外投资者，公司治理结构较为完善。截至 2022 年 9 月末，浙商银行的前十大股东包括境外投资者（21.4%）、国资控股企业（16.5%）、民营企业（25.8%）。

图5：浙商银行股权分散、多元



资料来源：wind，浙商证券研究所。注：单位：%。

表4：22Q3 末浙商银行前十大股东

股东名称	比例 (%)	股东性质
香港中央结算(代理人)有限公司	21.41	-
浙江省金融控股有限公司	12.49	国资
浙江省能源集团有限公司	3.96	国资
旅行者汽车集团有限公司	6.33	民资
横店集团控股有限公司	5.84	民资
民生人寿保险股份有限公司	3.78	民资
浙江永利实业集团有限公司	2.58	民资
通联资本管理有限公司	2.56	民资
浙江恒逸高新材料有限公司	2.39	民资
浙江恒逸集团有限公司	2.33	民资
合计	63.67	-

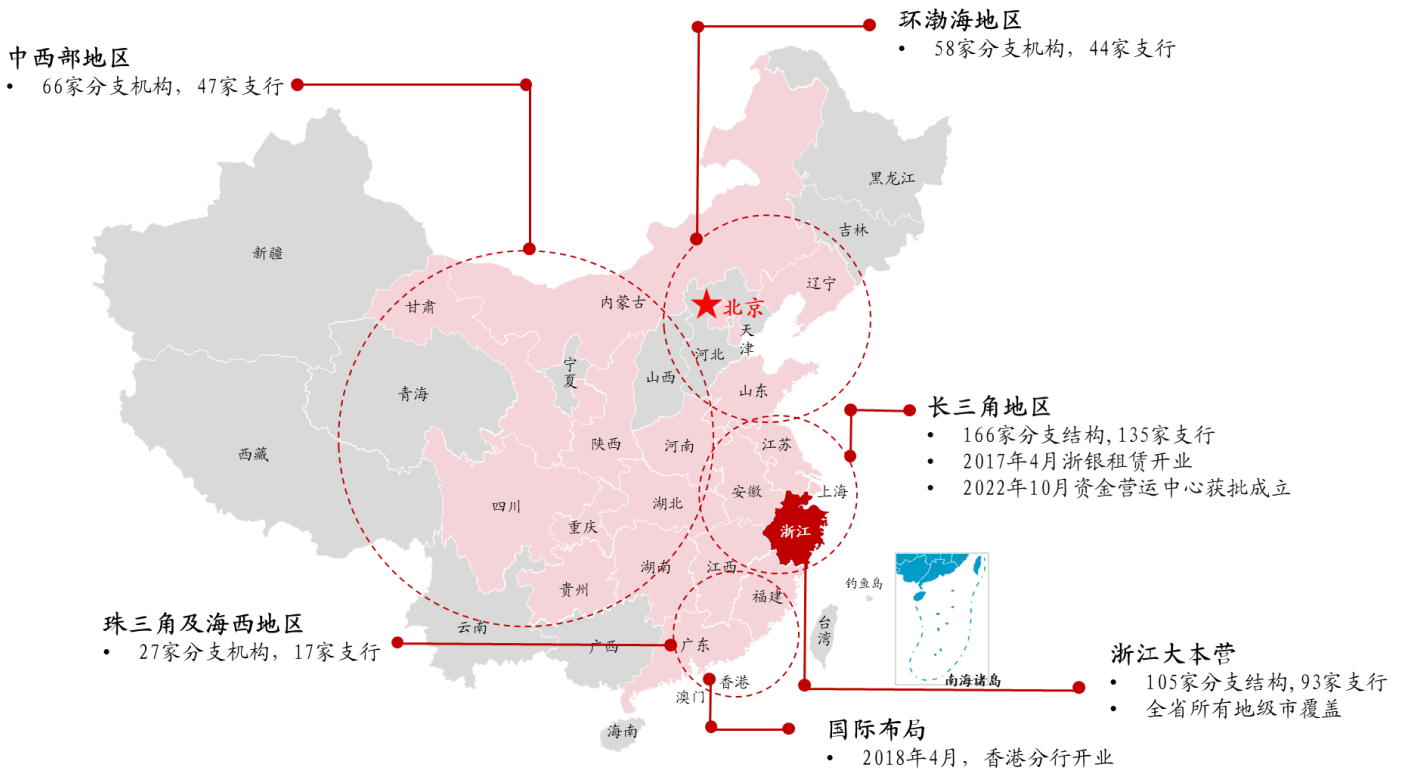
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

1.3 稀缺牌照：全国性的股份制商业银行牌照

浙商银行拥有“全国性股份制商业银行”这一稀缺牌照，展业不受地域限制。截至2022年12月31日，全国银行业金融机构共4575家，其中仅12家全国性股份制商业银行。

与其他股份行和浙江省内城商行相比，浙商银行的网点数量还有很大增长空间。截至2023年3月15日，浙商银行营业网点遍布全国23个省级行政单位，共有243家支行，其中省内93家支行，全部支行数仅高于杭州银行，省内支行数仅高于平安、华夏与光大银行。

图6：浙商银行分支机构设立情况



资料来源：wind，公司财报，银保监会，浙商证券研究所。注：数据统计截至2023年3月15日。

表5：浙商银行与股份行、浙江省内城商行的支行网点数量对比

银行类型	银行名称	全部支行数量	银行类型	银行名称	浙江省内支行数量
股份制	民生银行	2,311	城商行	宁波银行	341
股份制	兴业银行	1,860	城商行	杭州银行	175
股份制	招商银行	1,757	股份制	民生银行	147
股份制	浦发银行	1,577	股份制	浦发银行	130
股份制	光大银行	1,440	股份制	兴业银行	128
股份制	中信银行	1,279	股份制	招商银行	113
股份制	平安银行	955	股份制	中信银行	112
股份制	华夏银行	859	股份制	浙商银行	93
城商行	宁波银行	464	股份制	平安银行	92
股份制	浙商银行	243	股份制	华夏银行	84
城商行	杭州银行	241	股份制	光大银行	73

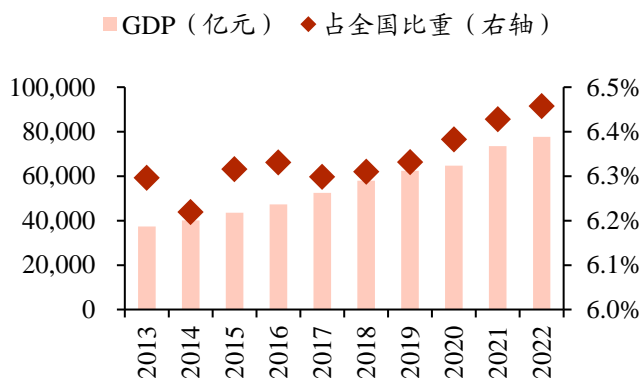
数据来源：wind，公司财报，银保监会，浙商证券研究所。注：数据统计截至2023年3月15日。

1.4 区位优势：银行经营沃土，成长潜力十足

浙商银行以“深耕浙江”为首要战略，在浙江这片银行经营的沃土上，掌握区位优势。浙江省是中国经济发展最快的省份之一，社会融资需求大，本身就是银行经营的一方沃土。进一步看，浙江民营经济发达、中小企业更加优质，更利于小微业务的开展；浙江人口增长更快、居民财富水平较高，也有益于拓展财富客户，推动零售转型。

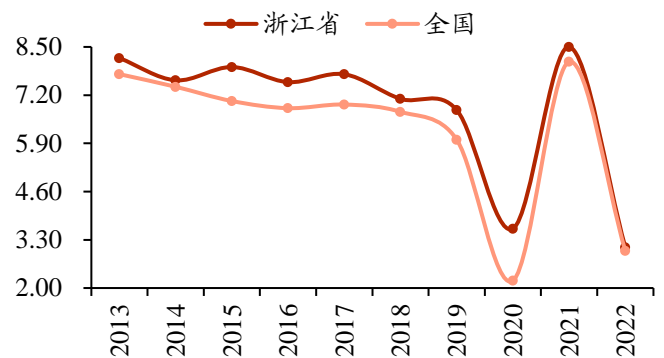
浙江经济实力强、发展速度快，社融需求大。①**经济实力强**：浙江省的生产总值连续27年稳居全国第4位，2022年，浙江省GDP达到7.77万亿，占全国的6.5%。②**发展速度快**：近十年，浙江省GDP的增速持续高于全国平均水平。③**社融需求大**：2022年浙江省新增社融占全国的12.1%，占比排名全国第二，仅次于广东省。浙江省新增社融的贡献度明显高于GDP贡献度，反应地区融资需求大、经济活跃。

图7：近十年浙江省GDP及占全国的比重



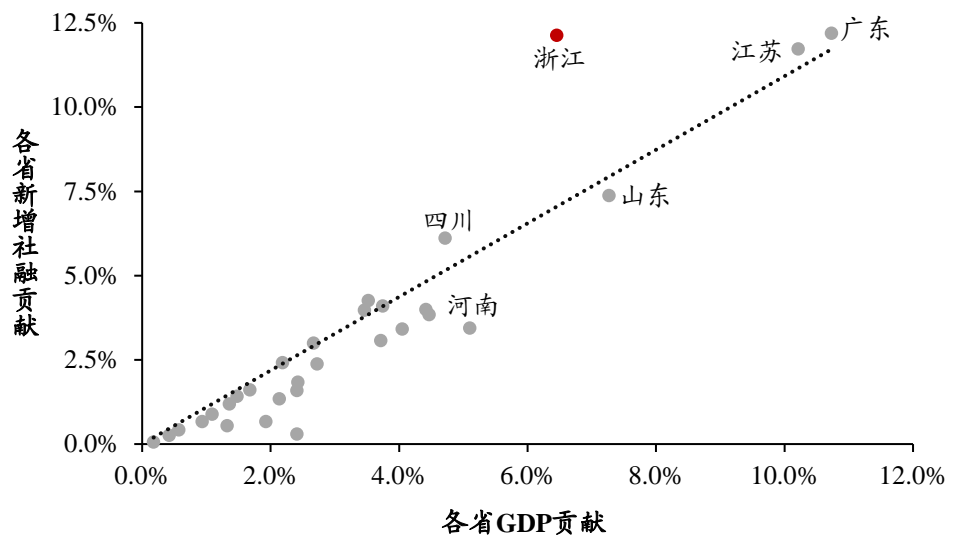
资料来源：wind，浙商证券研究所。

图8：近十年浙江省与全国GDP增速



资料来源：wind，浙商证券研究所。

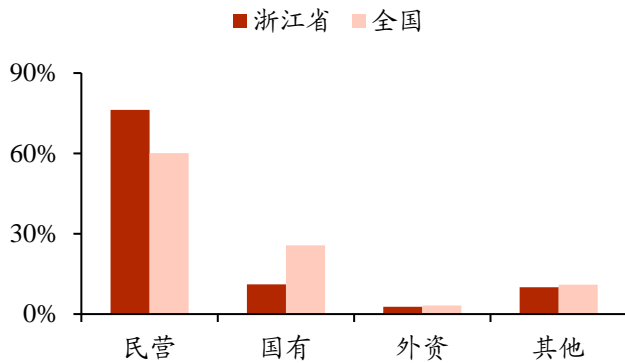
图9：2022年全国各省、直辖市、自治区GDP贡献与新增社融贡献对比



资料来源：wind，浙商证券研究所。

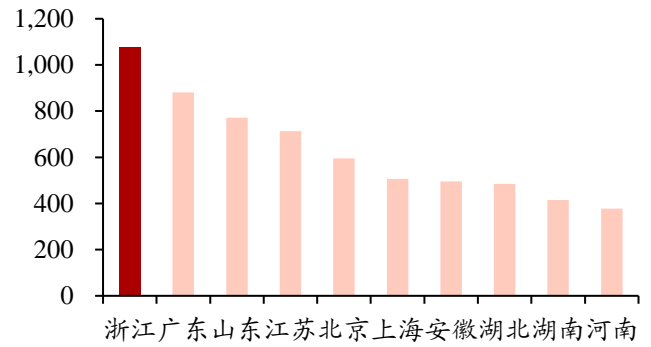
浙江民营经济发达、中小企业优质，有利于开展小微业务。①**民营经济发达**：浙江民营经济优势突出。截至2023年2月16日，浙江上市公司中76%为民营企业，高于全国水平16pc。②**中小企业优质**：浙江的优质中小企业众多。根据工信部公布的第一至第四批专精特新“小巨人”企业名单，浙江的国家级专精特新企业数量超过1000家，高居全国榜首。

图10: 浙江省上市公司中民营企业占比高于全国水平



资料来源: wind, 浙商证券研究所。

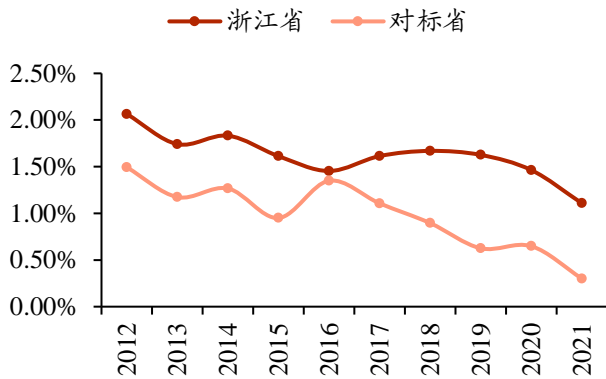
图11: 浙江省专精特新企业数量位居全国第一



资料来源: wind, 浙商证券研究所。

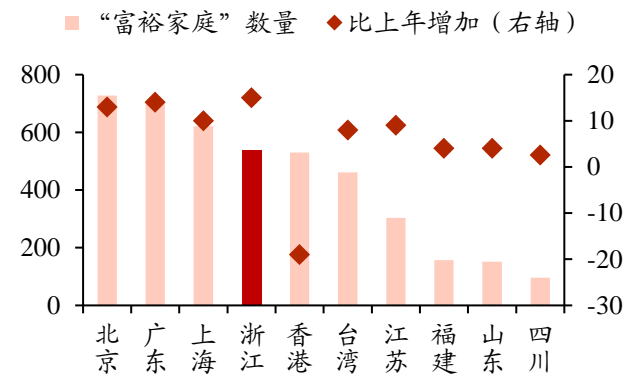
浙江人口增长更快、居民财富水平高,有利于开展财富业务。①人口增长更快。横向来看,浙江常住人口的增速总体快于对标省份平均水平(经济总量排名前三的广东、江苏、山东);纵向来看,2016年后浙江常住人口增速较对标省份的优势逐步扩大。②财富水平较高。2021年,浙江省“富裕”家庭数量位居全国第四,仅次于北京、广东、上海。

图12: 浙江省常住人口增长率高于对标省份



资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 对标省份为经济总量排名前三的广东省、江苏省、山东省。

图13: 2021年浙江省高净值家庭数量位居全国第四



资料来源:《2021 意才胡润财富报告》, 浙商证券研究所。注: 单位为千户, 富裕家庭是家庭资产大于600万元的, 统计截至2021年末。

浙商银行在浙江省内的贷款市占率还有较大提升空间,具备城商行的成长潜力。截至22Q2末,浙商银行省内贷款占比仅32.7%,分别低于宁波银行、杭州银行33pc、42pc;省内贷款市占率2.6%,分别低于宁波银行、杭州银行1pc、0.1pc,未来还有很大提升空间。

表6: 浙商银行在浙江省内贷款的市占率还有很大提升空间

	浙江省内贷款(亿元)	占全行贷款(%)	浙江省贷款市占率(%)
宁波银行	6,510	65.8	3.6
杭州银行	4,944	74.7	2.7
浙商银行	4,661	32.7	2.6

资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 数据统计时间为22Q2末。

2 盈利特征：盈利能力低于同业，不良、负债需改善

浙商银行是一家成长空间很大的股份行。静态来看，浙商银行与股份行及部分大型城商行（北京、江苏）相比，资产规模较小，盈利能力较低，资产质量较弱。动态来看：正因为船小好调头，先天禀赋好，意味着可增长的空间巨大，具备“成长股”潜质。

表7：浙商银行与股份行、部分城商行（北京、江苏）的指标对比

	浙商	对标行平均	招行	兴业	浦发	中信	民生	光大	平安	华夏	北京	江苏
资产	25,212	64,095	97,250	89,847	85,060	82,780	73,206	62,572	51,088	38,436	32,005	28,706
市值	588	2,485	8,704	3,473	2,087	2,272	1,394	1,557	2,474	850	926	1,040
PB(If)	0.45	0.52	1.05	0.54	0.36	0.47	0.29	0.43	0.68	0.33	0.40	0.64
归母净利润	70	286	694	449	302	325	246	233	221	115	136	134
ROE	9.6%	12.0%	18.1%	13.6%	10.3%	11.8%	8.7%	10.8%	11.9%	7.2%	11.8%	16.1%
ROA	0.60%	0.89%	1.48%	1.03%	0.74%	0.81%	0.70%	0.77%	0.88%	0.63%	0.87%	1.01%
不良率	1.49%	1.34%	0.95%	1.15%	1.56%	1.31%	1.73%	1.24%	1.02%	1.79%	1.64%	0.98%
逾期率	1.87%	1.80%	1.16%	1.64%	2.15%	1.63%	2.10%	1.96%	1.71%	2.06%	2.55%	1.05%
拨备覆盖率	186%	237%	454%	251%	158%	197%	141%	188%	290%	152%	195%	341%
核心一级资本充足率	8.04%	9.25%	12.32%	9.51%	9.31%	8.56%	8.80%	8.59%	8.53%	8.63%	9.69%	8.57%

资料来源：wind，浙商证券研究所。注1：资产、市值、归母净利润的单位为亿元，其余均为%。注2：市值和PB(If)统计截至2023年3月17日，颜色越红代表指标越好。

浙商银行盈利能力提升空间大，主要考虑ROA改善空间大。22H1浙商银行ROA（经年化）为0.60%，与股份制和大型城商行相比还有一定差距。从杜邦拆解的结果看：

①息差优势明显。资产收益率优势明显，负债成本率有较大压降空间。22H1浙商银行利息净收入占总资产（下述比较口径均为项目/总资产平均值）的比重为1.93%，高于对标行平均水平10bp。进一步来看，利息收入占比高于对标行平均36bp，反映资产收益率较高；利息支出占比高于对标行平均水平26bp，主要源于活期存款的占比较低、成本较高。但注意到，2020年以来浙商银行利息支出的劣势有改善，带动整体利息净收入由劣势转为优势。

②中收潜力较大。传统业务的占比高，财富等轻资产业务增长空间大。22H1浙商银行中收占总资产的比重低于对标行平均水平28bp，但2018年以来，中收劣势已有所收窄。

③减值阶段承压。信用减值损失阶段承压，源于存量的非标风险出清。22H1浙商银行信用减值损失占总资产的比重为1.27%，较对标行平均水平多39bp。近四年减值损失较大，判断是源于2018年以来，浙商银行加大拨备计提力度，尤其是加大对非标资产的计提。考虑到表内非标风险已基本化解、表外理财已基本回表，预计信用减值损失是阶段性承压。

表8: 浙商银行与对标行的杜邦拆解

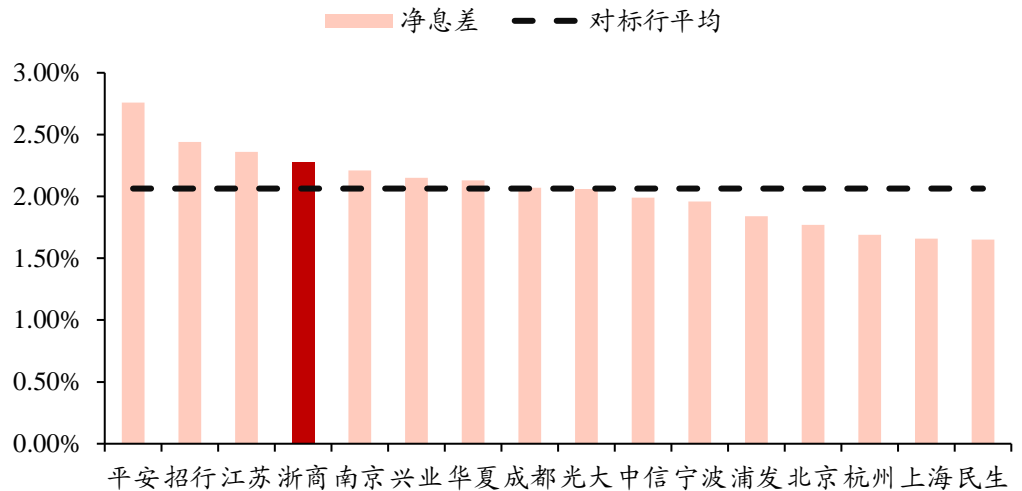
项目	浙商银行								
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	22H1
ROE	16.7%	17.0%	17.3%	14.0%	12.0%	11.4%	9.6%	8.6%	8.8%
杠杆	19.0	20.5	20.4	18.4	16.6	15	14.8	14.5	14.8
ROA	0.88%	0.83%	0.85%	0.76%	0.73%	0.76%	0.65%	0.60%	0.60%
营业收入	2.98%	2.94%	2.81%	2.37%	2.45%	2.69%	2.48%	2.51%	2.64%
利息净收入	2.51%	2.42%	2.11%	1.69%	1.66%	1.97%	1.93%	1.94%	1.93%
利息收入	5.56%	5.57%	4.58%	4.33%	4.54%	4.61%	4.48%	4.28%	4.14%
利息支出	-3.05%	-3.16%	-2.47%	-2.64%	-2.88%	-2.65%	-2.55%	-2.34%	-2.21%
中收	0.45%	0.48%	0.63%	0.55%	0.27%	0.27%	0.22%	0.19%	0.22%
其他非息	0.02%	0.04%	0.07%	0.13%	0.52%	0.46%	0.33%	0.39%	0.49%
营业支出	-1.83%	-1.85%	-1.69%	-1.42%	-1.57%	-1.84%	-1.73%	-1.82%	-1.94%
税金及附加	-0.19%	-0.15%	-0.06%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.04%	-0.03%
业务管理费	-0.85%	-0.81%	-0.78%	-0.76%	-0.73%	-0.71%	-0.64%	-0.64%	-0.63%
信用减值损失	-0.79%	-0.88%	-0.86%	-0.65%	-0.82%	-1.10%	-1.05%	-1.15%	-1.27%
所得税费用	-0.29%	-0.27%	-0.27%	-0.19%	-0.14%	-0.09%	-0.09%	-0.10%	-0.11%
项目	浙商银行-对标行								
ROE	-2.0pc	0.8pc	2.9pc	0.8pc	-0.4pc	-0.6pc	-0.6pc	-1.8pc	-2.6pc
杠杆	2.7	4.7	4.6	3.4	2.7	1.9	2.2	2.2	2.5
ROA	-27bp	-19bp	-6bp	-12bp	-17bp	-15bp	-16bp	-25bp	-34bp
营业收入	-28bp	-36bp	-13bp	-28bp	-33bp	-25bp	-37bp	-26bp	-7bp
利息净收入	5bp	2bp	8bp	-6bp	-11bp	5bp	-12bp	-1bp	10bp
利息收入	21bp	68bp	57bp	30bp	35bp	43bp	37bp	34bp	36bp
利息支出	-16bp	-65bp	-49bp	-37bp	-46bp	-38bp	-49bp	-35bp	-26bp
中收	-24bp	-30bp	-14bp	-18bp	-43bp	-41bp	-30bp	-32bp	-28bp
其他非息	-8bp	-7bp	-6bp	-3bp	21bp	11bp	5bp	7bp	10bp
营业支出	-5bp	14bp	10bp	16bp	13bp	2bp	17bp	-5bp	-31bp
税金及附加	4bp	7bp	3bp	1bp	0bp	-1bp	0bp	-1bp	0bp
业务管理费	12bp	8bp	2bp	2bp	7bp	10bp	13bp	15bp	6bp
信用减值损失	-21bp	-2bp	4bp	12bp	5bp	-9bp	3bp	-21bp	-39bp
所得税费用	1bp	1bp	1bp	1bp	1bp	2bp	2bp	2bp	1bp

数据来源: wind, 浙商证券研究所。注1: 我们通过各个项目占总资产平均值(期初期末平均口径)的大小进行对标研究。对标银行是除浙商银行以外的8家上市股份行及7家资产规模较大的城商行(北京银行、上海银行、宁波银行、南京银行、江苏银行、成都银行、杭州银行), 统计方式为加权平均。注2: 底纹越红代表指标越优。

2.1 息差优势明显

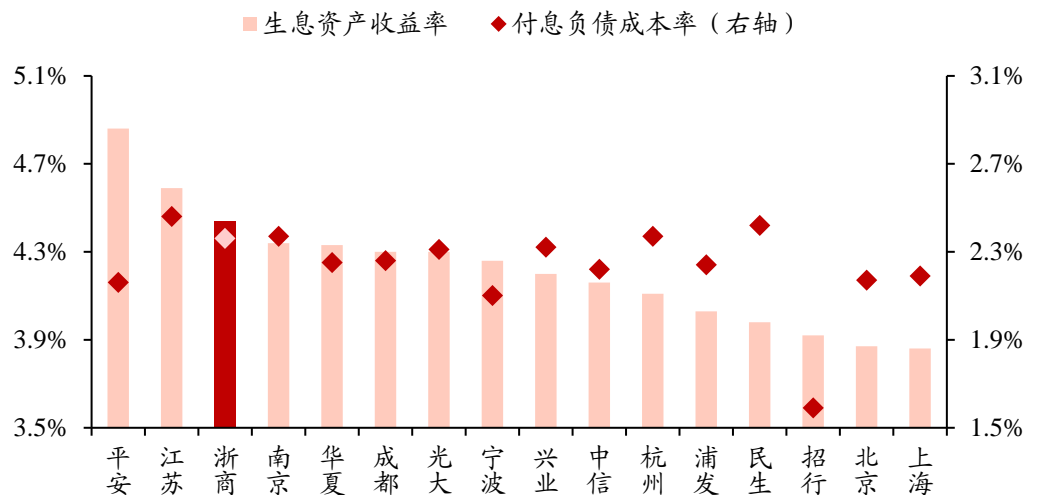
浙商银行 22H1 净息差在对标行中第四高，主要源于资产端优势明显。2022H1 净息差 2.28%，在对标行中排名第四、股份行中排名第三，较对标行平均水平高出 22bp。①**资产端**：生息资产收益率高于对标行平均水平。2022H1 生息资产收益率为 4.44%，排名对标行第三高，高于对标行平均水平 22bp。②**负债端**：付息负债成本率高于对标行平均水平。2022H1 付息负债成本率为 2.36%，排名对标行第五高，高于对标行平均水平 12bp。

图14：22H1 浙商银行净息差高于对标行平均 22bp



资料来源：wind，浙商证券研究所。

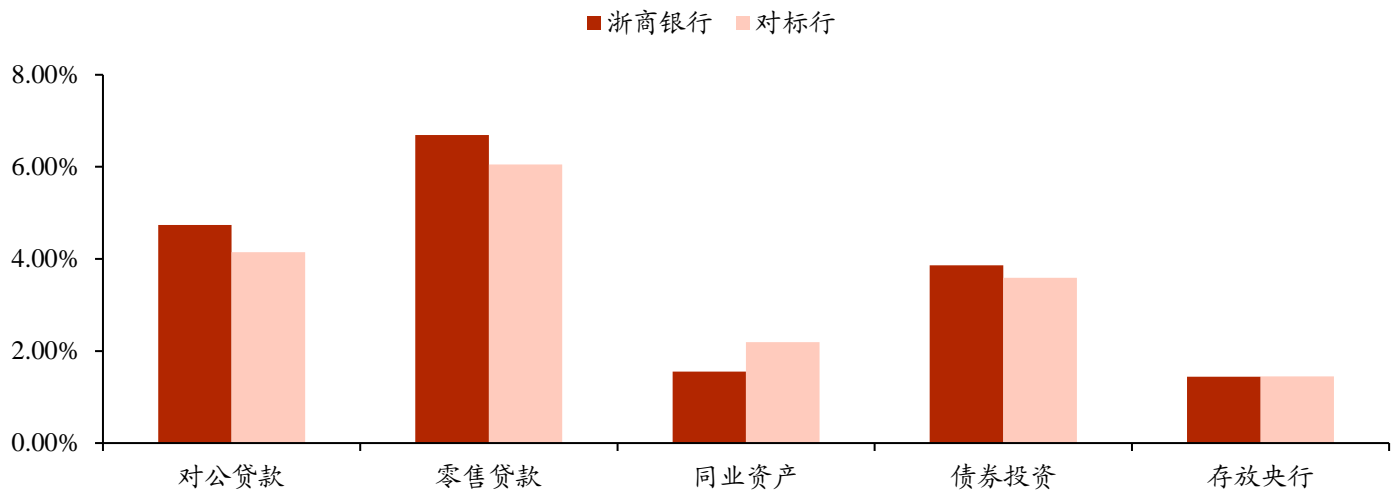
图15：浙商银行与对标行生息资产收益率、付息负债成本率对比



资料来源：wind，浙商证券研究所。

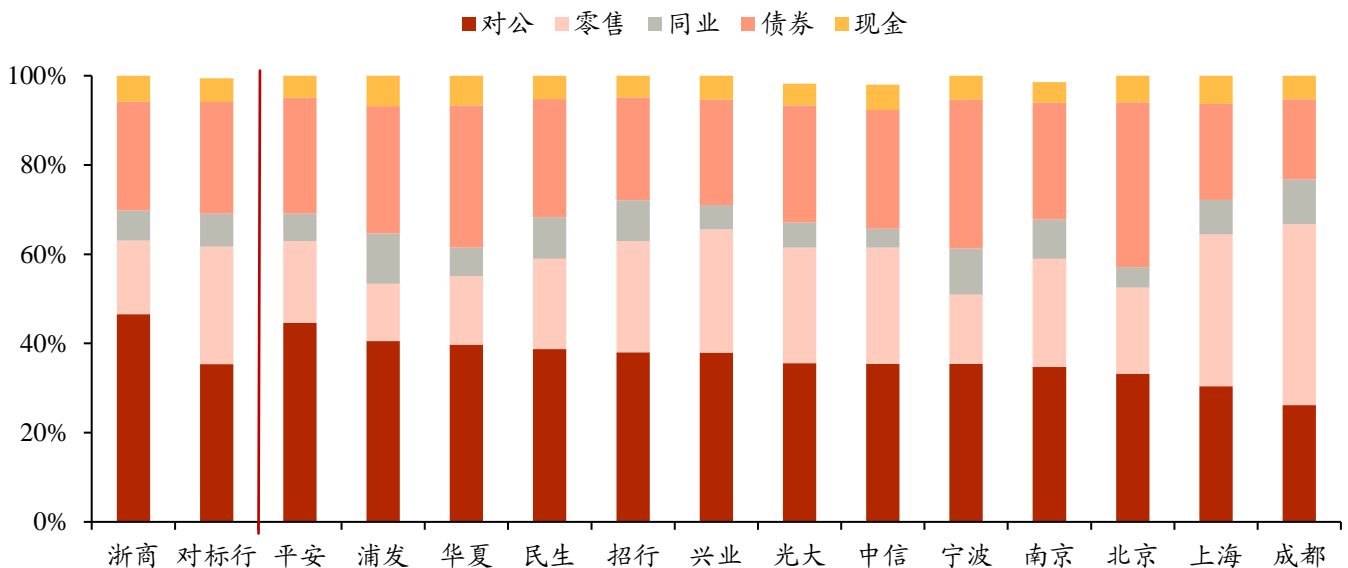
资产端：生息资产收益率高于对标行平均水平，归因于贷款和债券投资收益高。①**各项资产利率**：22H1 对公、零售、债券收益率分别为 4.74%、6.69%、3.86%，较对标行平均分别高 60bp、64bp、27bp。②**生息资产结构**：总体结构与对标行相似。22H1 浙商银行贷款日均余额占比 63%、同业和债券投资分别占比 7%和 24%，和对标行基本持平。贷款结构中，对公业务占比较高，22H1 对公贷款占生息资产日均余额比重 47%，高居对标行第一。

图16: 22H1 浙商银行及对标行各类资产收益率对比



资料来源: wind, 浙商证券研究所。注 1: 对标行为 8 家上市股份行 (不含浙商) 及 5 家资产规模较大的城商行 (北京、上海、宁波、南京、成都)。注 2: 统计方式为简单平均。

图17: 浙商银行与对标行生息资产结构对比

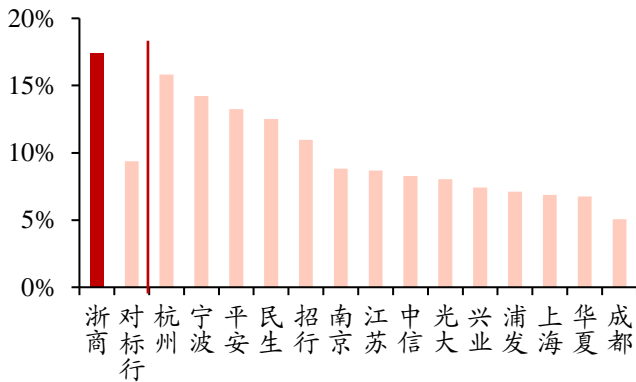


资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 单位: %, 统计方式为加权平均。

资产端: 贷款收益率优势源于客群下沉, 债券投资收益率优势源于非标投资占比较高。
①客群较下沉: 通过下沉客户群体, 提高小微贷款占比, 获得风险溢价, 从而拉高贷款收益率。截至 2022Q2 末, 浙商银行普惠小微贷款占全部贷款的比重达到 17%, 在所有对标行中排名第一, 高于对标行平均水平 8pc。**②非标投资多:** 高收益非标投资拉高债券投资收益率。截至 2022Q2 末, 浙商银行金融投资中, 非标占比为 34%, 高于对标行平均水平 4pc。

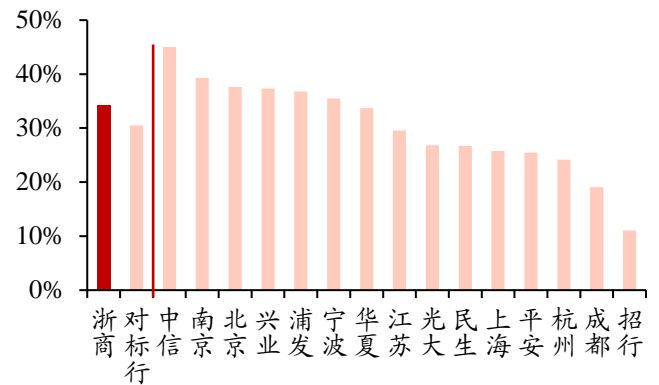
负债端: 浙商银行付息负债成本率高于对标行, 归因于活期存款成本率高。
①各项负债: 22H1 付息负债成本率 2.36%。其中存款成本率 2.28%, 高于对标行 16bp; 活期成本率 1.45%, 高于对标行 54bp, 推测与定活两便存款产品较多有关; 定期成本率基本与对标行持平, 定期成本率 2.79%, 比对标行低 4bp。债券成本率较对标行低 15bp, 同业负债成本率较对标行高 14bp。**②负债结构:** 22H1 浙商银行负债结构与对标行总体相似, 细分项有区别。22H1 日均存款占 66%, 与对标行持平, 其中, 活期存款占 25%, 较对标行平均低 3pc。

图18: 浙商银行与对标行普惠小微贷款占比



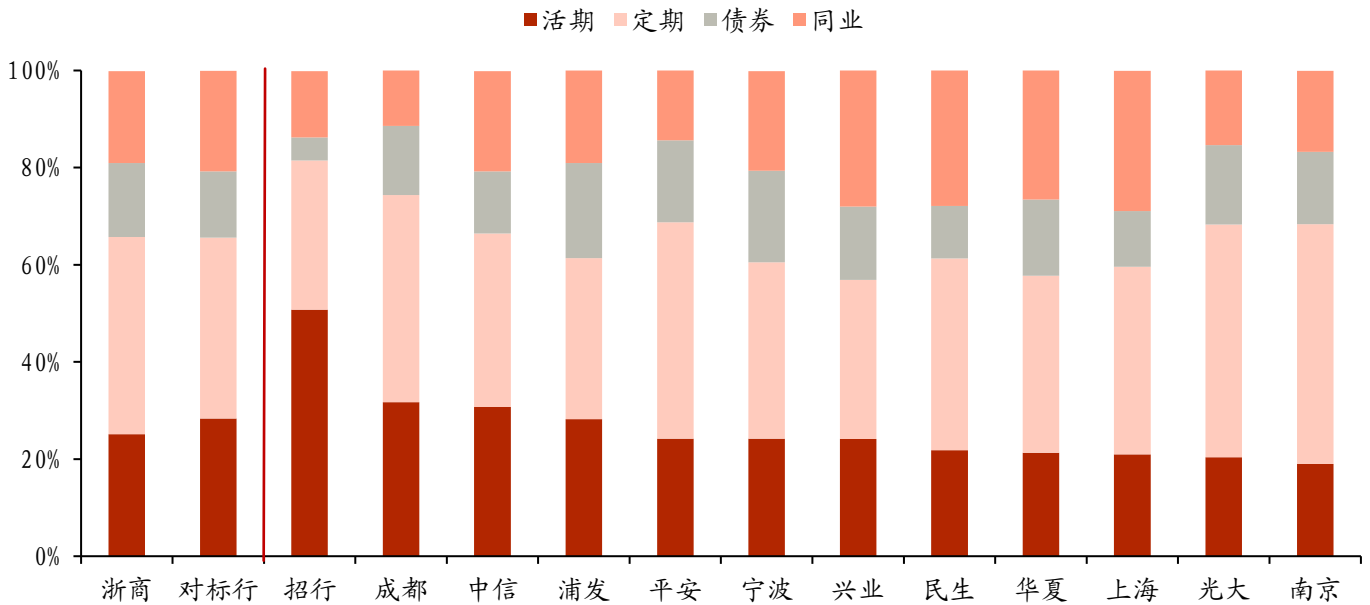
数据来源: wind, 公司财报, 浙商证券研究所。

图19: 浙商银行与对标行非标投资占金融投资比重



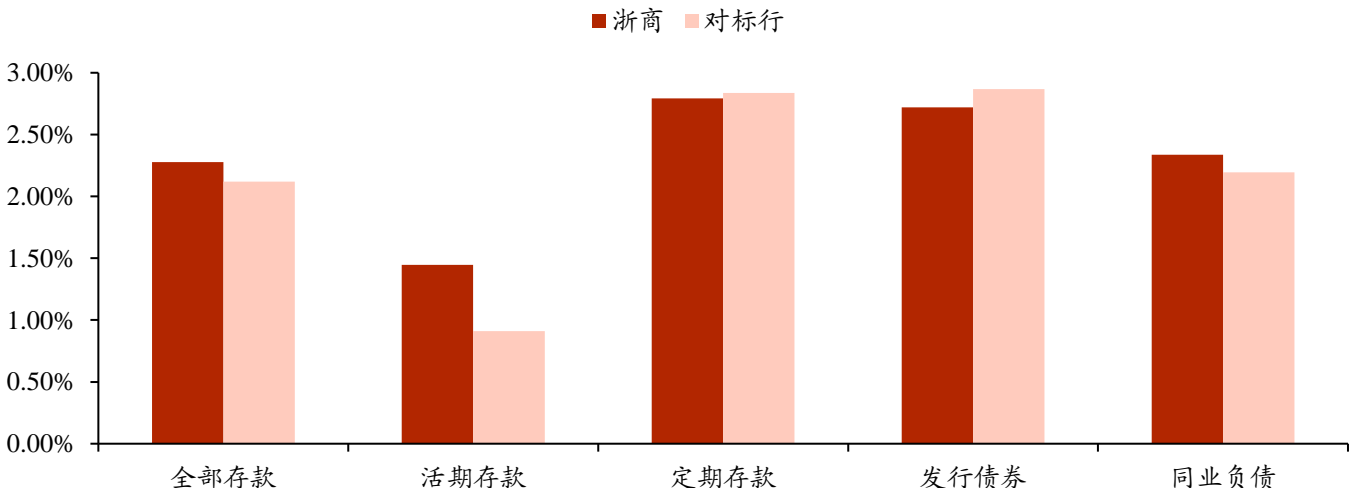
数据来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 使用 SPV 测度非标占比。

图20: 浙商银行与对标行付息负债结构对比



资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 单位: %, 统计方式为加权平均。

图21: 浙商银行各项负债成本率与对标行对比

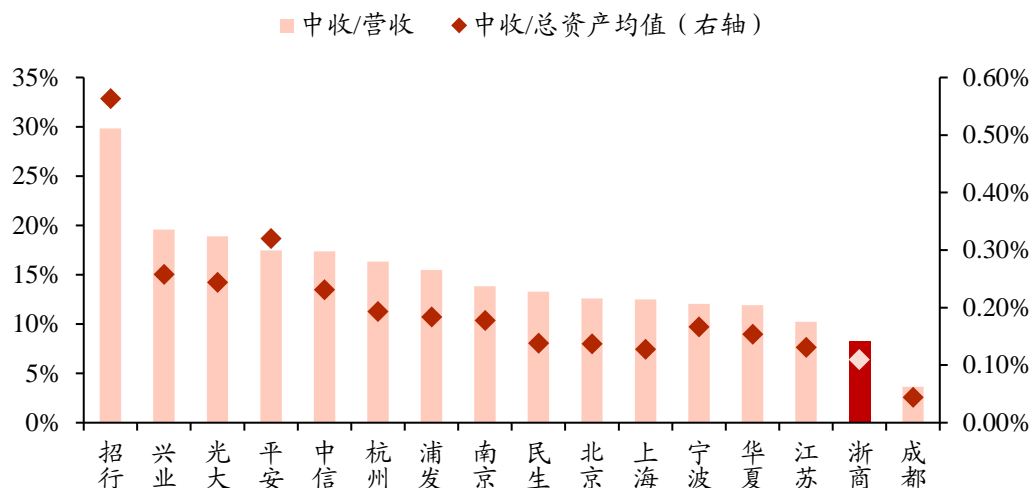


数据来源: wind, 公司财报, 浙商证券研究所。注 1: 对标行为 8 家上市股份行 (不含浙商) 及 4 家资产规模较大的城商行 (上海、宁波、南京、成都)。注 2: 统计方式为简单平均。

2.2 中收潜力较大

中收对营收贡献有较大提升空间。浙商银行中收对营收的贡献弱于对标行平均水平。22H1，浙商银行中收对营收的贡献为 8%，较对标行平均水平低 10pc；浙商银行中收占总资产均值的比重为 0.11%，较对标行平均低 14bp。

图22： 22H1 浙商银行与对标行中收贡献情况



资料来源：wind，浙商证券研究所。

中收贡献与对标行的差距主要来源于银行卡业务。①中收结构偏传统，信用承诺类收入贡献占比高。22H1浙商银行信用承诺对中收贡献28%，高于对标行平均水平22pc。②银行卡业务对中收贡献还有较大提升空间。22H1浙商银行的银行卡业务对中收贡献仅4%，低于对标行平均水平25pc，发展状况类似于城商行。

表9： 浙商银行与股份行、部分城商行的中收对比

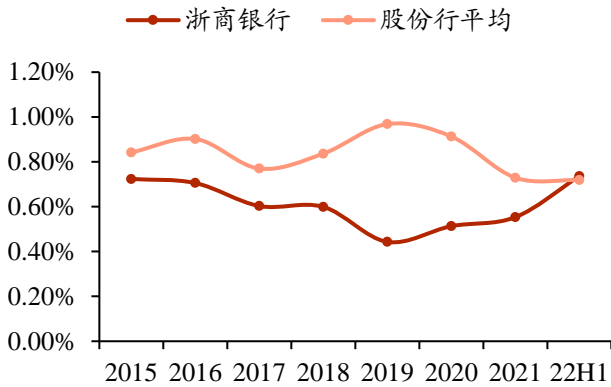
业务类型	浙商银行				浙商银行-对标行				浙商银行-对标城商行			
	2019	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1	2019	2020	2021	22H1
银行卡	8%	6%	6%	4%	-29pc	-25pc	-23pc	-25pc	4pc	3pc	3pc	1pc
顾问咨询	32%	42%	16%	18%	24pc	34pc	9pc	10pc	17pc	29pc	9pc	10pc
结算清算	8%	8%	11%	10%	1pc	1pc	4pc	2pc	3pc	3pc	7pc	4pc
信用承诺	15%	15%	23%	28%	9pc	10pc	18pc	22pc	4pc	6pc	15pc	17pc
代理与理财	21%	15%	29%	29%	1pc	-14pc	-2pc	0pc	-32pc	-41pc	-36pc	-28pc
受托业务	13%	11%	10%	9%	-4pc	-1pc	-3pc	-4pc	4pc	1pc	0pc	-4pc
其他	4%	4%	5%	3%	-3pc	-5pc	-3pc	-5pc	-1pc	-1pc	2pc	0pc

数据来源：公司财报，浙商证券研究所。注1：上表占比为各类手续费收入占中收的比重。对标行为8家上市股份行（不含浙商）+7家城商行（北京、上海、宁波、南京、江苏、成都、杭州）。注2：颜色越红代表该指标较对标行越有优势。

2.3 减值阶段承压

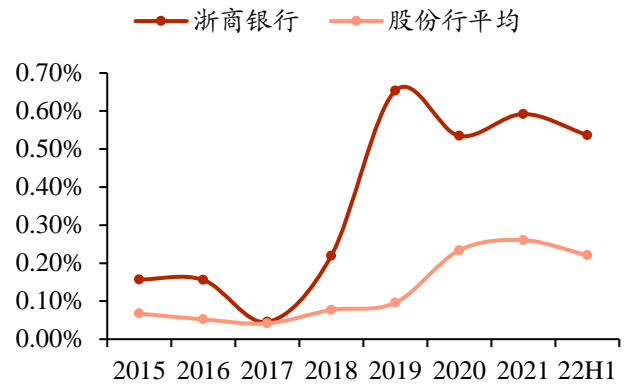
减值阶段承压主要归因于非信贷资产。2015 年以来，浙商银行的信贷减值损失基本低于股份制银行平均水平，但非信贷减值损失持续高于股份行平均，且 2018 年以来，浙商银行的非信贷减值损失大幅增加，与对标行平均水平的差距明显走阔。

图23：浙商银行与股份行的贷款减值/资产总额



数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。

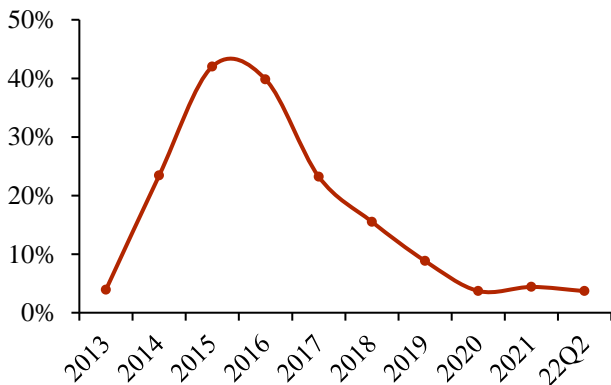
图24：浙商银行与股份行的非信贷减值/资产总额



数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。

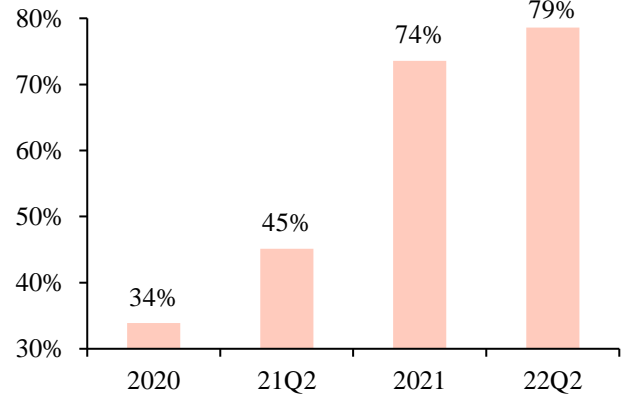
非信贷减值源于非标压降、理财回表。2018 年以来，浙商银行非信贷减值损失占比持续高于对标行平均水平，主要源于表内非标资产压降、表外理财回表。**①表内非标压降（2017 年-2019 年）**。2017 年金融严监管下，浙商银行开始压降表内非标投资，2018-2019 年，浙商银行加大了对表内非标减值的计提力度。**②表外理财回表（2020 年至今）**。表内非标风险基本消化完毕后，浙商银行开始加快表外理财回表速度。2021 年末，浙商银行理财产品净值化率较年初大幅提升 40pc 至 74%。**③非信贷减值压力将减缓**。截至 22Q2 末，浙商银行非标资产占总资产比重不足 4%，理财产品净值化率接近 79%。考虑到表内非标风险已基本化解、表外理财已基本回表，且非信贷减值损失占总资产的比重自 2019 年以来也基本呈边际下降态势，预计后续非信贷减值压力将减缓。

图25：浙商银行非标资产占资产总额的比重



数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。

图26：浙商银行理财产品净值化率



数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。

3 高成长性：资产质量风险化解，依托浙江强化优势

3.1 化风险

存量风险积极化解。①**信贷资产：**截面来看，22Q3 末浙商银行不良率 1.47%，自 2022 年初管理层提出“化风险”战役目标以来，已连续 3 个季度下降，不良持续出清；22Q2 末关注率 2.99%，分别较股份行平均水平、21Q4 末高 108bp、77bp，资产质量还存在一定压力。②**非信贷资产：**截至 22Q2 末，浙商银行债权投资类资产中，第三阶段资产的拨备计提比例为 52%，与股份行平均（53%）水平相近，预计后续非信贷资产的减值计提压力有限。

表10：浙商银行与对标行的资产质量指标

银行名称	不良率(%)				关注率(%)		拨备覆盖率(%)			
	2021A	22Q1	22Q2	22Q3	2021A	22Q2	2021A	22Q1	22Q2	22Q3
招商银行	0.91	0.94	0.95	0.95	0.84	1.01	484	463	454	456
平安银行	1.02	1.02	1.02	1.03	1.42	1.32	288	289	290	290
兴业银行	1.10	1.10	1.15	1.10	1.52	1.52	269	269	251	252
光大银行	1.25	1.24	1.24	1.24	1.86	1.84	187	188	188	189
中信银行	1.39	1.35	1.31	1.27	1.75	1.89	180	184	197	202
股份行平均	1.36	1.34	1.34	1.33	1.94	1.91	231	229	229	230
浙商银行	1.53	1.53	1.49	1.47	2.22	2.99	175	177	186	181
浦发银行	1.61	1.58	1.56	1.53	2.17	2.15	144	147	158	155
民生银行	1.79	1.74	1.73	1.74	2.85	2.69	145	143	141	141
华夏银行	1.77	1.75	1.79	1.78	3.10	2.86	151	153	152	153

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：统计方法为简单平均，颜色越红代表该指标越优。

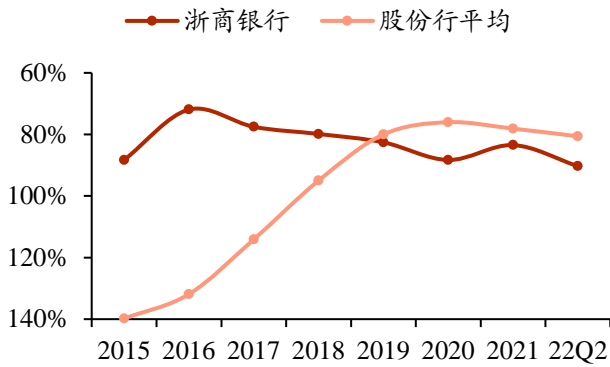
表11：浙商银行债权投资类资产的拨备计提比例与对标行平均水平相近

风险阶段	阶段一	阶段二			阶段三		
		拨备/账面	账面	减值	拨备/账面	账面	减值
招商银行	1.5%	34	21	61%	219	218	100%
兴业银行	0.2%	303	49	16%	526	365	69%
股份行平均	0.6%			13%			53%
浙商银行	0.3%	202	38	19%	280	147	52%
华夏银行	0.5%	215	42	20%	243	118	48%
中信银行	0.3%	-	-	n.a.	636	269	42%
浦发银行	0.2%	414	14	3%	473	146	31%

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注 1：数据统计截至 22Q2 末，统计方式为加权平均，单位为亿元，颜色越红计提比例越高。注 2：根据预期信用损失模型，金融资产划为三阶段。阶段一为低风险资产，阶段二为信用风险显著增加但无实质减值的资产，阶段三为已发生信用减值的资产。

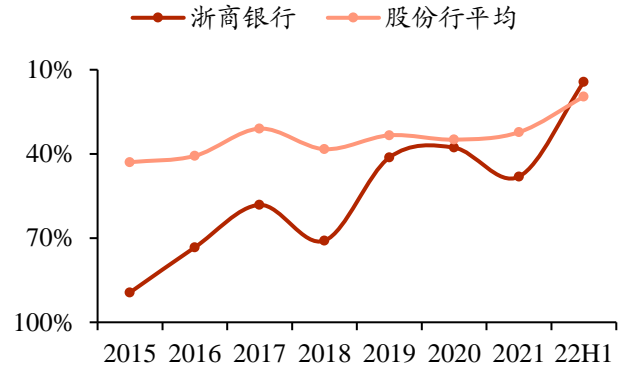
新增风险得到控制。①**当前风险暴露已较为充分。**截至 22Q2 末，浙商银行逾期 90 天以上贷款偏离度为 90%，判断逾期 90 天以上贷款已全部记入不良；22H1，浙商银行关注类贷款迁徙率同比下降 12pc 至 14%，已低于对标行平均水平，判断贷款五级分类标准趋严。②**新生成不良呈边际改善态势。**当前，浙商银行不良贷款生成率已处于改善阶段。2020 年以来，浙商银行的不良生成率持续降低，22H1 新生成不良率已降至 0.92%，仅高于招商银行。但注意到浙商银行 22Q2 末贷款关注率较年初上行 77bp，判断是受到疫情以及不良资产的认定标准趋严的影响。伴随疫情影响消退，我们认为浙商银行的（不良+关注）贷款生成率有望在 2023 年中（23Q2/23Q3）迎来趋势性改善。

图27: 浙商银行与股份行逾期90天以上贷款偏离度对比



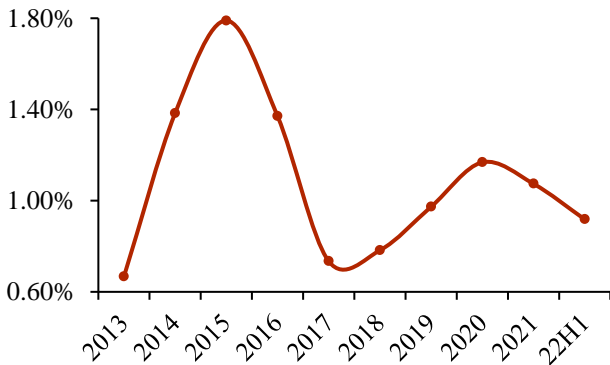
数据来源: wind, 浙商证券研究所。注: 统计方式为简单平均。

图28: 浙商银行与股份行关注类贷款迁徙率对比



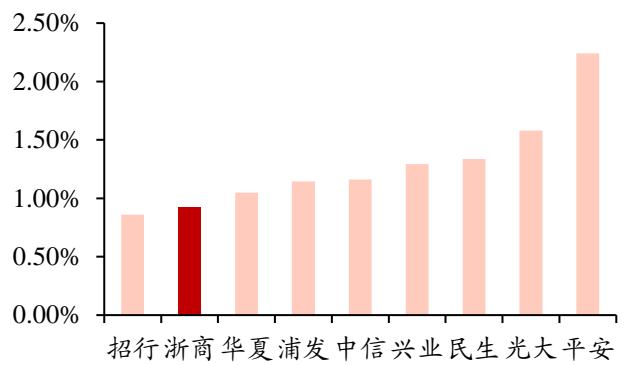
数据来源: wind, 浙商证券研究所。注: 统计方式为简单平均。

图29: 浙商银行新生成不良贷款率



数据来源: wind, 公司财报, 浙商证券研究所。

图30: 22H1 浙商银行与股份行新生成不良贷款率对比



数据来源: wind, 浙商证券研究所。注: 数据统计时间为22H1。

测算浙商银行将不良消化至股份行平均水平需要 2 年左右, 减值压力改善将提振浙商银行 ROA 约 25bp、ROE 约 4pc。2023 年 2 月 8 日至 2023 年 2 月 10 日, 浙商银行在杭州召开 2023 年度工作会议, 明确将“化风险”作为全行第一大战役, 将深入推进风险处置专项行动化解存量历史包袱。以 22Q2 末数据测算, 24Q2 末浙商银行不良水平有望与股份制银行的平均水平相当。如假设浙商银行信用成本压力回落至上市股份行平均水平, 以 22Q2 末数据静态测算, 有望带动 ROA (年化) 提升 25bp, ROE (年化) 提升 4pc。

表12: 测算浙商银行将不良消化至股份行平均水平需 2 年左右

真实不良率:	22Q2 末
① 浙商银行	4.48%
② 股份制平均	3.24%
③ 浙商银行改善空间=②-①	1.24%
浙商银行:	22H1 (年化)
④ 信用成本率	2.51%
⑤ 不良贷款生成率	1.84%
⑥ 不良消化时间=③/(④-⑤)	1.8 年

数据来源: wind, 公司财报, 浙商证券研究所。

表13: 减值压力改善将提振浙商银行 ROA 25bp、ROE 4pc

	22H1	测算情形	改善空间
减值/资产	0.64%	0.48%	16bp
减值损失	-153	-114	-25%
测算贡献净利润	-115	-86	25%
测算贡献 ROA	-0.49%	-0.37%	12bp
测算贡献 ROE	-7.93%	-5.93%	2pc
测算浙商银行 ROA (年化) 将提升 25bp			
测算浙商银行 ROE (年化) 将提升 4pc			

数据来源: wind, 公司财报, 浙商证券研究所。注: 假设企业所得税率为 25%。

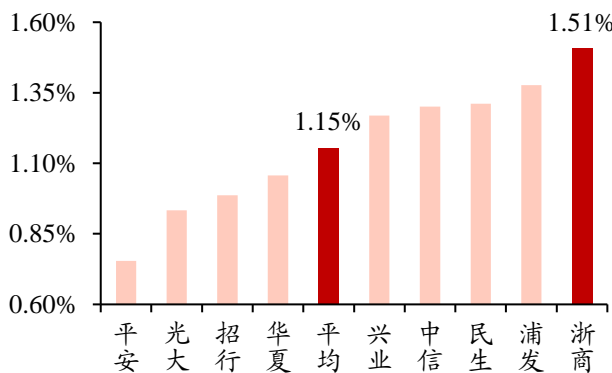
3.2 谋增长

2022年，浙商银行新一届管理层正式启动“深耕浙江”（2022-2024）三年行动，通过设立浙江业务总部来加强省内分支机构管理，强化政银关系，全面顶格服务浙江实体经济；此外，浙商银行将加快形成财富管理大格局，全面融入浙江高质量发展建设共同富裕示范区。我们判断，未来三年，浙商银行将依托浙江强化优势、补齐短板。

测算浙商银行改善对公存款成本、发力财富管理有望提振ROA约11bp、ROE约1.7pc。

①表内，对公负债成本改善有望提振浙商银行ROA约6bp、ROE约0.9pc。作为浙江省属法人银行，浙商银行享受区域经济发展红利。我们判断，未来三年，浙商银行通过“深耕浙江”战略，强化政银关系、深化对公业务将争取更多低成本的存款，对公负债成本有望逐步向股份制银行平均水平靠拢。如假设浙商银行对公活期存款成本率回落至股份行平均水平，以22H1数据测算，有望提振ROA（年化）6bp、ROE（年化）0.9pc。

图31：浙商银行对公活期存款成本率较对标行有35bp改善空间



数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。

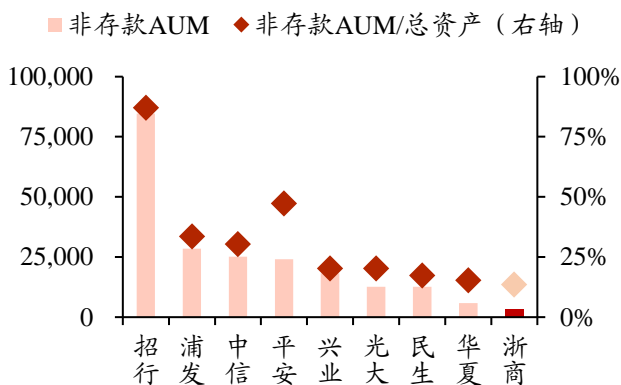
表14：对公活期成本压降将提振浙商银行ROA 6bp、ROE 0.9pc

	22H1	测算情形	改善空间
对公活期成本率	1.51%	1.15%	35bp
对公活期存款成本	-38	-29	-23%
测算贡献净利润	-29	-22	+23%
测算贡献ROA	-0.12%	-0.10%	3bp
测算贡献ROE	-1.99%	-1.53%	0.5pc
测算浙商银行ROA（年化）将提升6bp			
测算浙商银行ROE（年化）将提升0.9pc			

数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。注：假设企业所得税税率为25%。

②表外，发力财富管理有望提振浙商银行ROA约5bp、ROE约0.8pc。受益于居民财富水平高、共同富裕示范区政策支持，浙商银行财富中收增长潜力大。2021年末，浙商银行非存款AUM 3390亿元，占总资产13%，与其他股份行相比还有较大提升空间。我们判断，未来三年，浙商银行财富业务的发展将带动中收增长。如假设浙商银行非存款AUM占总资产的比重提升至股份行平均水平，以2021A数据测算，有望提振ROA 5bp、ROE 0.8pc。

图32：浙商银行非存款AUM还有很大增长空间



数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。数据截至2021年末。

表15：财富业务发展将提振浙商银行ROA 5bp、ROE 0.8pc

	2021A	测算情形	改善空间
非存款AUM/总资产	13%	37%	23pc
非存款AUM	3,390	9,203	171%
测算贡献净利润	6	17	171%
测算贡献ROA	0.03%	0.08%	5bp
测算贡献ROE	0.47%	1.29%	0.8pc
测算浙商银行ROA（年化）将提升5bp			
测算浙商银行ROE（年化）将提升0.8pc			

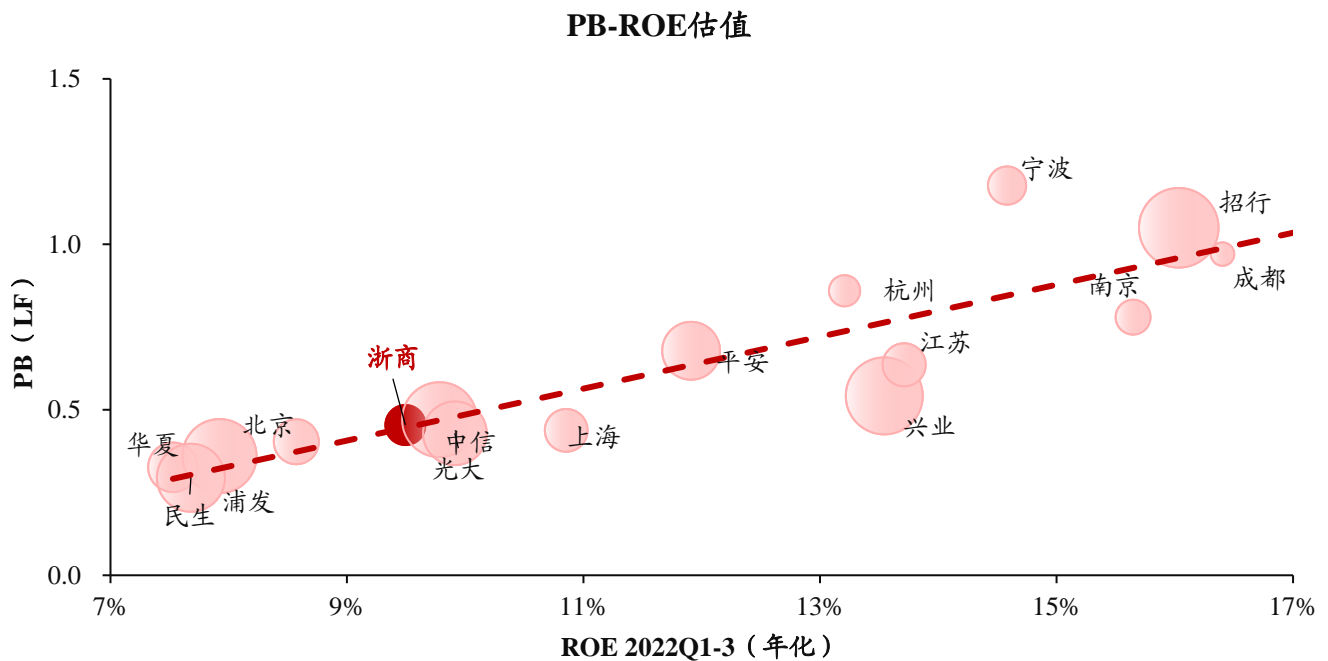
数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。注：以“代理及委托业务”手续费及佣金收入测算财富中收，假设成本收入比=40%，企业所得税税率为25%，假设费率（即财富中收/非存款AUM）保持不变。

4 预测估值

4.1 相对估值

浙商银行是一家“具有城商行成长性”的潜力股份行，具有股份行的牌照优势、城商行的增长潜力，因此我们将全部上市股份行和部分优质城商行（北京、上海、宁波、南京、江苏、成都、杭州）进行横向比较。我们认为浙商银行 2022 年 PB 的合理估值应与对标行平均水平相当，即 0.62 倍 PB，据此计算浙商银行的合理价值约为 4.00 元。

图33：浙商银行与对标行的 PB-ROE 估值



资料来源：wind，浙商证券研究所。注：圆的面积大小代表该行 22Q3 末资产规模的大小，PB (lf) 统计截至 2022 年 3 月 17 日收盘。

4.2 投资建议

预计浙商银行 2022-2024 年归母净利润增速为 8.8%/12.0%/24.7%，对应 BPS 为 6.45/6.52/6.70 元/股。截至 2023 年 3 月 17 日，现价为 2.88 元/股，对应 2022 年 PB 为 0.45 倍；目标价为 4.00 元/股，对应 2022 年 PB 为 0.62 倍，现价空间 39%，给予“买入评级”。

5 风险提示

若宏观经济失速、不良大幅爆发，则可能导致浙商银行不良出清速度低于预期。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
存放央行	141,510	151,690	174,444	200,610
同业资产	74,505	81,956	90,151	99,166
贷款总额	1,347,239	1,616,687	1,940,024	2,328,029
贷款减值准备	(35,350)	(52,577)	(75,413)	(99,929)
贷款净额	1,311,889	1,564,110	1,864,611	2,228,100
证券投资	651,822	738,418	765,046	780,041
其他资产	106,997	67,701	77,259	88,302
资产合计	2,286,723	2,603,874	2,971,511	3,396,219
同业负债	328,987	378,335	435,085	500,348
存款余额	1,398,687	1,608,490	1,849,764	2,127,228
应付债券	318,908	366,744	421,756	485,019
其他负债	73,258	85,363	98,167	112,892
负债合计	2,119,840	2,438,932	2,804,772	3,225,487
股东权益合计	166,883	164,942	166,739	170,732

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	41,952	46,468	53,172	59,918
净手续费收入	4,050	4,860	6,075	7,898
其他非息收入	8,469	9,316	10,713	12,856
营业收入	54,471	60,644	69,960	80,671
税金及附加	(853)	(903)	(1,098)	(1,290)
业务及管理费	(13,784)	(15,346)	(17,704)	(20,414)
营业外净收入	49	0	0	0
拨备前利润	39,812	44,175	50,905	58,675
资产减值损失	(24,831)	(27,371)	(32,084)	(35,200)
税前利润	14,981	16,804	18,821	23,474
所得税	(2,065)	(2,911)	(3,260)	(4,066)
税后利润	12,916	13,893	15,561	19,408
归属母公司净利润	12,648	13,763	15,415	19,227
归属母公司普通股股东净利润	11,790	12,905	14,557	18,369

主要财务比率

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
业绩增长				
利息净收入增速	13.09%	10.76%	14.43%	12.69%
手续费净增速	-4.71%	20.00%	25.00%	30.00%
非息净收入增速	18.01%	13.24%	18.43%	23.62%
拨备前利润增速	15.30%	10.96%	15.23%	15.26%
归属母公司净利润增速	2.75%	8.82%	12.00%	24.73%
盈利能力				
ROAE	9.83%	9.88%	10.55%	13.06%
ROAA	0.58%	0.56%	0.55%	0.60%
RORWA	0.89%	0.86%	0.86%	0.94%
生息率	4.83%	4.52%	4.64%	4.57%
付息率	2.63%	2.42%	2.60%	2.60%
净利差	2.20%	2.10%	2.03%	1.97%
净息差	2.18%	2.10%	2.07%	2.01%
成本收入比	25.31%	25.31%	25.31%	25.31%
资本状况				
资本充足率	12.89%	11.78%	10.57%	9.59%
核心资本充足率	10.80%	9.55%	8.46%	7.58%
风险加权系数	65.92%	64.43%	64.43%	64.43%
股息支付率	0.00%	28.13%	28.33%	28.66%

主要财务比率

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
资产质量				
不良贷款余额	20,667	23,671	27,511	31,463
不良贷款净生成率	1.07%	0.99%	0.75%	0.70%
不良贷款率	1.53%	1.46%	1.42%	1.35%
拨备覆盖率	175%	222%	274%	318%
拨贷比	2.68%	3.25%	3.89%	4.29%
流动性				
贷存比	96.32%	100.51%	104.88%	109.44%
贷款/总资产	58.92%	62.09%	65.29%	68.55%
平均生息资产/平均总资产	89.31%	90.41%	92.28%	93.48%
每股指标 (元)				
EPS	0.55	0.61	0.68	0.86
BVPS	5.84	6.45	6.52	6.70
每股股利	-	0.18	0.21	0.26
估值指标				
P/E	5.20	4.75	4.21	3.33
P/B	0.49	0.45	0.44	0.43
P/PPOP	1.54	1.39	1.20	1.04
股息收益率	0.00%	6.32%	7.13%	9.00%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>