

依托平台优势，提升综合金融服务能力

——浙商银行(601916.SH)首次覆盖报告

公司深度

深耕高度市场化民营经济的股份制银行：浙商银行为“A+H”上市银行，股权结构较为分散，无实际控制人。浙商银行以对公、小微、零售、同业四大业务板块作为品牌支柱，依托平台化服务，深耕长三角主要服务民营经济。
资产端：生息资产扩张，收益率优势明显：资产规模持续走高，长期位于同业中上游水平。生息资产中，贷款及垫款占比较高，金融投资占比快速提升，现金及存放中央银行款项占比持续减少。生息资产收益率优势明显，自2014年以来持续位于同业前列。主要是贷款收益率较高且贷款占比较大则拉动整体生息资产收益率不断上行。生息资产收益率优势明显，使得浙商银行净息差自2018年以来均高于同业均值。

负债端：提高存款占比，降低同业负债，结构持续优化。浙商银行不断调整负债结构，通过降低同业负债，压缩非标投资规模，增加标准化资产投资能力。吸收存款是计息负债的主要构成部分，主要以定期存款为主，且企业存款占比较高，未来存款结构还有较大的优化空间，定期存款占比下降将有助于降低计息负债成本率。

对公为主，非息收入占比提升：浙商银行利息收入中发放贷款及垫款利息收入占比最大。其中，企业贷款利息收入占比长期高于60%，零售收入占比相对较小。相较于公司业务，零售业务净利差相对较高，并且不良率相对较低，零售转型正不断推进，是未来公司收入结构优化的重要方向。浙商银行非利息收入占比位于同业偏下游，不及股份制银行均值，未来还有很大上升空间。

资产质量维持稳定：浙商银行贷款质量保持良好水平，不良贷款率长期位于同业低位。未来随着零售业务的继续扩张，对公贷款结构持续优化，将拉动整体不良率进一步降低。浙商银行拨备覆盖率长期位于同业前列，拨备覆盖率的下降将释放公司的信贷投放能力，有助于增厚利润。浙商银行资本充足率指标长期满足监管要求，一直位于同业偏上游水平。

盈利预测、估值与评级：我们采用两阶段DDM和相对估值法，对浙商银行进行估值。在DDM的方法下，我们得出公司估值水平为5.5-6.5元；在相对估值法下，我们得出的股价为5.9-6.5元。综合上述两种方法，得出的目标价为5.9-6.3元，对应PB为1.0-1.2倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：业务转型带来的经营风险；监管趋严导致政策风险；疫情冲击带来的市场风险。

财务摘要和估值指标(2020年7月31日)

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	38,502	46,036	53,596	63,109	76,783
增长率(%)	12.36	19.57	16.42	17.75	21.67
净利润(百万元)	11,490	12,925	13,743	15,211	17,167
增长率(%)	4.94	12.48	6.33	10.68	12.86
ROAE(%)	0.72	0.70	0.73	0.73	0.73
EPS(摊薄/元)	0.61	0.61	0.65	0.68	0.73
P/E	6.71	6.78	6.38	6.05	5.63
P/B	0.90	0.79	0.73	0.68	0.60

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年7月31日

推荐(首次评级)

郑嘉伟(分析师)

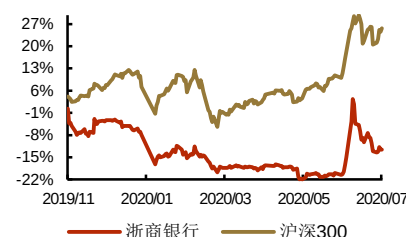
zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

市场数据 时间 2020.07.31

收盘价(元):	4.12
一年最低/最高(元):	3.82/5.58
总股本(亿股):	167.15
总市值(亿元):	688.65
流通股本(亿股):	25.5
流通市值(亿元):	105.06
近3月换手率:	245.79%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

我们采用两阶段DDM和相对估值法,对浙商银行进行估值。对于无风险利率,我们采用过去一年的10年国开债利率均值,同时运用敏感性测试畸形估值标准衡量。在DDM的方法下,我们得出股票估值水平为5.5-6.5元,对应PB为1.0-1.2倍;在相对估值法下,2020年公司的PE合理区间在9-10倍之间,PB在1.0-1.15倍之间,对应合理股价区间为5.9-6.3元。综合两种方法,我们得出公司股价在5.9-6.5元,对应PB为1.0-1.2倍。

关键假设

我们假设受到疫情的影响,中国经济在2020年有一个缓慢恢复的过程,因此带动银行业被进一步低估。与此同时,全球银行业受经济增速放缓、低利率时代和新兴市场风险暴露的影响,信贷规模增速放缓,“资产荒”、“利差收窄”和“风险暴露”是我国银行业的三重挑战,监管趋严和数字化进攻者也不容小觑。作为一流大行,公司零售业务可能会受整体宏观经济的影响,敏感性较高。

我们与市场的观点的差异

市场的一些观点认为,公司未抓住在境内上市福利,从而快速发展。但我们分析认为,公司凭借在香港上市的多年优势,有一定的经营和盈利经验,目前蓄势待发,未来有望凭借优质业务和客户基础提高自身综合竞争力。

股价上涨的催化因素

长期股价催化剂:中国长期的经济结构发展,金融市场的进一步完善,以及公司致力的经营结构转型和改革等。

短期股价催化剂:按照精准定位长三角高度市场化区域进行布局,坚持扶持民营企业,尤其是中小企业的市场定位,围绕服务实体经济的服务理念推广;聚焦小微客户,优质资产占比增加;贷款规模及手续费及佣金收入有望增长。

投资风险

宏观经济形势恶化,竞争加剧等导致市场集中度提升,公司财务状况恶化,资产质量承压;业务转型带来的经营风险;监管趋严导致政策风险;疫情冲击带来的市场风险,例如信用风险、利率风险和流动性风险;其他风险:不可抗力带来的风险,例如新冠病毒使机构暂停营业等。

目 录

1、 浙商银行：深耕高度市场化民营经济的股份制银行	5
1.1、 公司为“A+H”上市银行，股权结构较为分散	5
1.2、 依托平台化服务，深耕长三角主要服务民营经济的股份制银行	7
2、 资产规模持续走高，增速快于行业平均水平	8
2.1、 资产端：生息资产扩张，收益率优势明显	8
2.1.1、 生息资产稳步扩张	8
2.1.2、 资产收益率优势显著	9
2.2、 负债端：提高存款占比，降低同业负债，结构持续优化	10
3、 利润增速较高，息差优势明显	13
4、 营收特征：对公为主，非息收入占比提升	15
4.1、 利息收入分析：对公业务为主，零售占比提升	15
4.2、 非息收入占比提升	16
5、 资产质量维持稳定	17
5.1、 资产质量分析：资产质量长期保持良好水平	17
5.2、 监管指标：资本充足率提高	19
6、 盈利预测及公司分析	20
7、 公司估值及投资建议	21
7.1、 绝对估值	21
7.2、 相对估值	23
7.3、 股价驱动因素	23
8、 风险提示	23
附录：财务预测摘要	24

图表目录

图 1： 浙商银行机构持股情况（万股）	6
图 2： 浙商银行分地区营业收入（千元）	7
图 3： 浙商银行分地区网点情况（家）	7
图 4： 浙商银行资产持续扩张（亿元）	8
图 5： 浙商银行资产规模扩张速度较快（%）	8
图 6： 浙商银行贷款占比位于同业前列	9
图 7： 浙商银行资产分类情况（亿元）	9
图 8： 浙商银行生息资产收益率位于同业前列（%）	9
图 9： 浙商银行生息资产收益率位于同业前列（%）	10
图 10： 浙商银行计息负债（亿元）	11
图 11： 浙商银行吸收存款稳步增长	11
图 12： 浙商银行应付债券占比先升后降	11
图 13： 浙商银行定活期存款情况（亿元）	12
图 14： 浙商银行个人及企业存款情况（亿元）	12
图 15： 浙商银行计息负债成本率高于行业平均（%）	13
图 16： 浙商银行净利润持续攀升（亿元，%）	13
图 17： 浙商银行净利润同比增长率回落（%）	13

图 18: 浙商银行 ROE 位于同业中上游 (%)	14
图 19: 浙商银行净息差位于同业中游水平 (%)	14
图 20: 浙商银行管理费用较低 (元)	15
图 21: 浙商银行人均创收位于同业前列 (元)	15
图 22: 浙商银行个人贷款业务收入 (亿元)	15
图 23: 浙商银行个人贷款收益率较高 (%)	16
图 24: 浙商银行个人贷款收益率处于同业前列 (%)	16
图 25: 浙商银行非利息收入占比提高	16
图 26: 浙商银行非利息收入占比位于同业偏下游	16
图 27: 浙商银行非利息收入分类情况 (亿元)	17
图 28: 浙商银行不良贷款率长期位于同业低位 (%)	17
图 29: 浙商银行对公、对私不良率 (%)	18
图 30: 浙商银行分行业不良率情况 (%)	18
图 31: 浙商银行拨备覆盖率处于同业前列 (%)	18
图 32: 浙商银行资本充足率持续提升 (%)	19
图 33: 浙商银行资本充足率 (2020 一季度, %)	19
图 34: 浙商银行股利支付率为同业首位 (2019 年)	19
表 1: 公司前十大股东持股情况 (2018 年中报)	5
表 2: 公司前十大股东持股情况 (2020 年一季度)	6
表 3: 公司净利息收入预测	20
表 4: 公司中间业务收入预测	20
表 5: 公司生息资产、付息负债情况	21
表 6: 关键性假设	22
表 7: 各阶段预测值	22
表 9: 股份制银行参数比较	23

1、浙商银行：深耕高度市场化民营经济的股份制银行

浙商银行（601916.SH）于 2004 年由原浙江商业银行重组而成，是经中国银监会批准设立的全国第十二家股份制商业银行，总行位于拥有高度市场化民营经济和优质广阔客户基础的浙江杭州。截至 2019 年末，浙商银行在全国 19 个省（直辖市）及香港特别行政区设立 260 家分支机构，实现对长三角、环渤海、珠三角以及部分中西部地区的有效覆盖。中诚信国际给予浙商银行金融机构评级中最高等级 AAA 主体信用评级。

1.1、公司为“A+H”上市银行，股权结构较为分散

浙商银行前身为“浙江商业银行”。浙江商业银行是 1993 年 3 月 20 日经中国人民银行批准设立的中外合资银行，由中国银行、南洋商业银行、交通银行和浙江省国际信托投资公司共同出资 4000 万美元。2004 年 6 月 30 日，中国银监会批准浙江商业银行重组为中资股份制商业银行，更名为“浙商银行股份有限公司”，总行由宁波迁至杭州。

浙商银行于 2004 年 8 月 18 日正式开业，2016 年 3 月 30 日，浙商银行（2016.HK）在香港联交所上市；2019 年 11 月 26 日，浙商银行（601916.SH）在上海证券交易所上市，为全国第 13 家“A+H”上市银行。

IPO 发行前，公司前十大股东分别为浙江省金融控股有限公司、旅行者汽车集团有限公司、横店集团控股有限公司、浙江省能源集团有限公司、民生人寿保险股份有限公司、浙江永利实业集团有限公司、通联资本管理有限公司、浙江日发控股集团有限公司、浙江恒逸高新材料有限公司、浙江恒逸集团有限公司。

其中，发行前第二大股东旅行者汽车集团有限公司是安邦保险集团的子公司。由于安邦集团在被接管后实行资产剥离，2019 年 11 月，中国银保监会安邦保险集团股份有限公司接管工作组受上海一中院委托，对旅行者汽车集团持有的浙商银行 13.46 亿股股份进行处置，转让底价为 68.69 亿元。折算得出每股转让底价 5.10 元较 4.94 的发行价有 3.31% 的溢价。由于该股权转让发生在浙商银行回 A 上市前夕，接手股权的受让方除了须满足中资商业银行股东资格条件的相关要求职务外，还必须做出上市之后 36 个月内股份锁定的承诺。因此，对浙商银行短期股价影响有限。

表1： 公司前十大股东持股情况（2018 年中报）

股东名称	2018 年二季度持股数（股）	持股比例（%）
1 浙江省金融控股有限公司	2,655,443,774	14.19
2 旅行者汽车集团有限公司	1,346,936,645	7.20
3 横店集团控股有限公司	1,242,724,913	6.64
4 浙江省能源集团有限公司	841,177,752	4.49
5 民生人寿保险股份有限公司	803,226,036	4.29
6 浙江永利实业集团有限公司	548,453,371	2.93
7 通联资本管理有限公司	543,710,609	2.90
8 浙江日发控股集团有限公司	518,453,371	2.77
9 浙江恒逸高新材料有限公司	508,069,283	2.71
10 浙江恒逸集团有限公司	494,655,630	2.64
合计	9,502,851,384	50.76

资料来源：Wind，新时代证券研究所

浙商银行股权较为分散，无实际控制人。前十大股东为香港中央结算(代理人)有限公司、浙江省金融控股有限公司、旅行者汽车集团有限公司、横店集团控股有限公司、浙江省能源集团有限公司、民生人寿保险股份有限公司、浙江永利实业集团有限公司、通联资本管理有限公司、浙江日发控股集团有限公司、浙江恒逸高新材料有限公司。

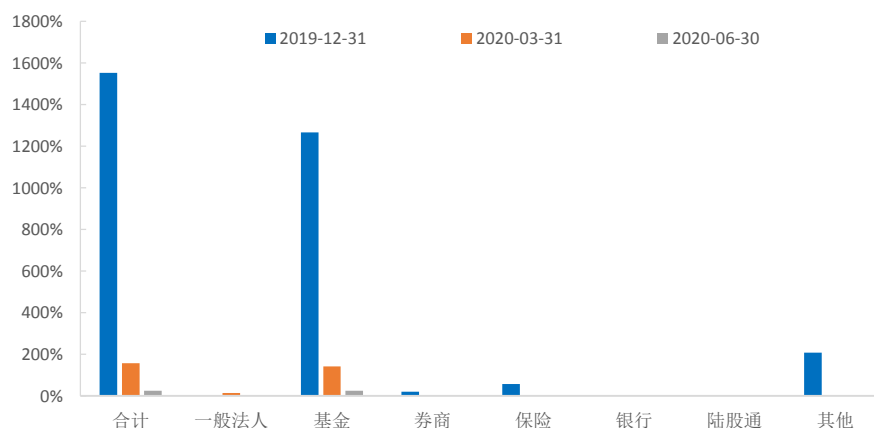
表2：公司前十大股东持股情况（2020 年一季度报）

股东名称	2020 年一季度持股数（股）	持股比例（%）
1 香港中央结算(代理人)有限公司	4,553,770,850	21.41
2 浙江省金融控股有限公司	2,655,443,774	12.49
3 旅行者汽车集团有限公司	1,346,936,645	6.33
4 横店集团控股有限公司	1,242,724,913	5.84
5 浙江省能源集团有限公司	841,177,752	3.96
6 民生人寿保险股份有限公司	803,226,036	3.78
7 浙江永利实业集团有限公司	548,453,371	2.58
8 通联资本管理有限公司	543,710,609	2.56
9 浙江日发控股集团有限公司	518,453,371	2.44
10 浙江恒逸高新材料有限公司	508,069,283	2.39
合计	13,561,966,604	63.78

资料来源：Wind，新时代证券研究所

从机构持股来看，2020 年中报显示，截至 2020 年 6 月 30 日，机构持股占浙商银行流通 A 股比为 0.25%，较 2019 年底大幅下行 15.28 个百分点；持仓机构 7 家（共计 7 只），较 2019 年底 81 家（共计 901 只）的数量大幅下行，其中，主要减持的机构为基金公司，基金持股减少近 9 成，从 2019 年底的 12.67 %降至 2020 年一季度的 1.42 %，2020 二季度进一步降至 0.25%；保险持股比例由 2019 年底的 0.58%降至 0%，一般法人持股比例仍为 0%。

图1：浙商银行机构持股情况（万股）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、依托平台化服务，深耕长三角主要服务民营经济的股份制银行

浙商银行以对公、小微、零售、同业四大业务板块作为品牌支柱，深入贯彻落实“四个全面”重要战略布局和“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念，坚持金融服务实体经济的本质要求，致力于打造“最具竞争力全国性股份制商业银行和浙江省最重要金融平台”。通过增强金融科技在公司的应运，打造平台化服务和智能制造服务银行，业务保持了持续增长。

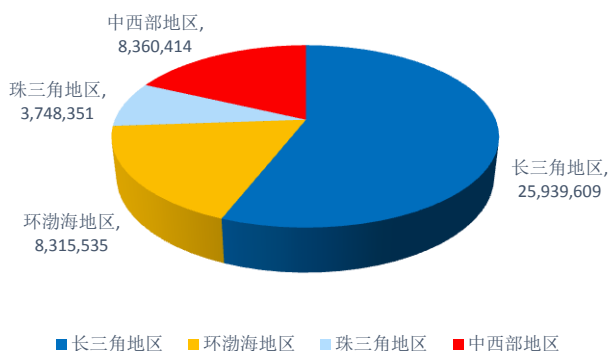
首先，对公业务是浙商银行核心竞争力，其中，小微企业业务增长速度较快。截至2019年末，浙商银行公司客户数111,391户，较2018年末增加17,819户，增长19.04%；公司贷款余额6,796.10亿元，较上年末增加763.52亿元，增长12.66%。公司依托易企银、应收款链等基础性业务平台，综合不同应用场景创新推出业务模式和产品，降低企业融资成本。

其次，在零售业务方面也加快推进零售银行业务转型发展，加强大数据、区块链、人工智能等金融科技应用。截至2019年末，浙商银行个人金融资产余额4,895.16亿元，较2019年初增长18.54%；个人有效客户474.62万户，较2019年初增长4.33%。由于个人贷款增长较快，导致公司贷款在总贷款比重下降3.75个百分点至65.97%。

第三，国家化业务，浙商银行创新推出贷代通、池链通等“科技+场景金融+中小企业”本外币一体化平台服务体系，支持江浙一带外贸企业发展。同时，浙商银行也深度跟踪外汇市场变化，通过丰富的外汇交易产品，降低客户的外汇汇兑损失，提高外贸企业应对汇率风险的能力，2019年全年浙商银行完成国际结算量900亿美元，累计投放表内外贸易融资148亿美元，代客外汇交易量462亿美元。

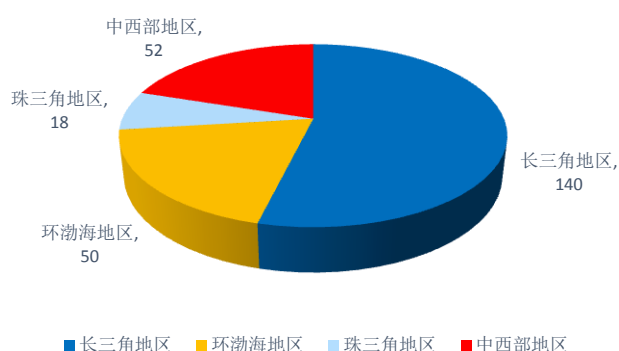
浙商银行深耕长三角地区业务。在资产规模、营业部数量以及营收占比等方面，长三角地区都领先于其他几个地区。浙商银行在长三角地区共计有140个网点，高于其他三个地区网点数目总和。从各地区营业收入占比来看，长三角地区是浙商银行营收的主力，2019年长三角地区营业收入259.4亿元，占总营收的55.95%；中西部地区、环渤海地区营收分别占18.03%和17.94%；珠三角地区业务规模相对较少，营收占比仅为8.08%。

图2：浙商银行分地区营业收入（千元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：浙商银行分地区网点情况（家）



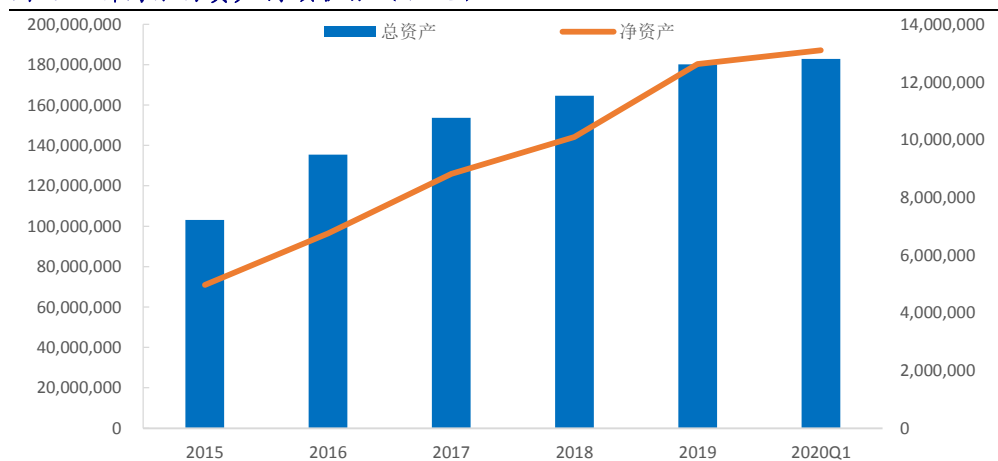
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、资产规模持续走高，增速快于行业平均水平

2.1、资产端：生息资产扩张，收益率优势明显

浙商银行资产规模持续走高，但近期增速有所放缓。浙商银行资产规模从 2010 年的 2173.12 亿元扩张至 2020 年一季度的 18275.66 亿元，涨幅高达 641%，**年化增长率接近 24%**；净资产规模也由 2010 年的 178.16 亿元扩张至 2020 年一季度的 1328.49 亿元，涨幅高达 546%，**年化增长率接近 22%**。

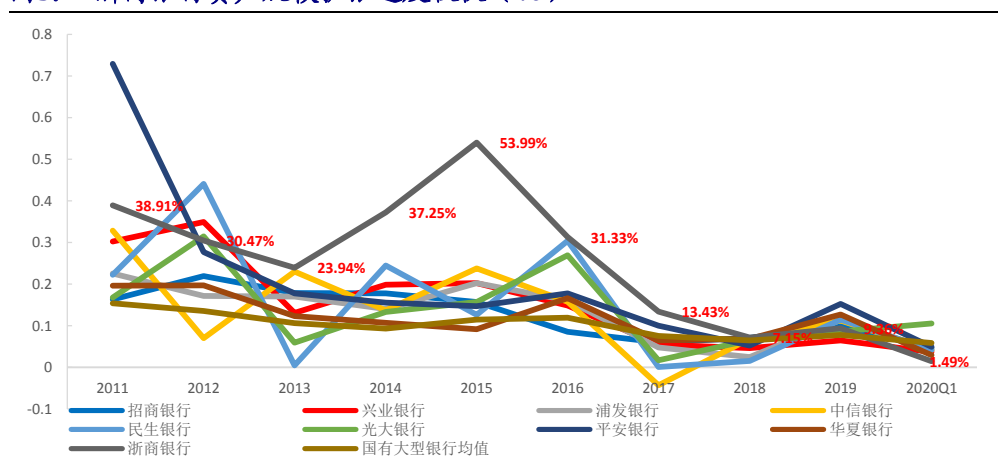
图4： 浙商银行资产持续扩张（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

浙商银行资产规模快速扩张，其扩张速度一度成为上市股份制银行首位，长期位于同业中上游水平。为增厚业绩打下坚实基础。2013 年至 2018 年，浙商银行资产规模增速均为上市股份制银行首位，2019 年资产规模增速为 9.36%，位于同业均值水平，但仍高于国有大型银行资产规模增速。截至 2020 年一季度，浙商银行资产总额 18,275.66 亿元，较 2019 年末增加 267.80 亿元，增长 1.49%。

图5： 浙商银行资产规模扩张速度较快（%）



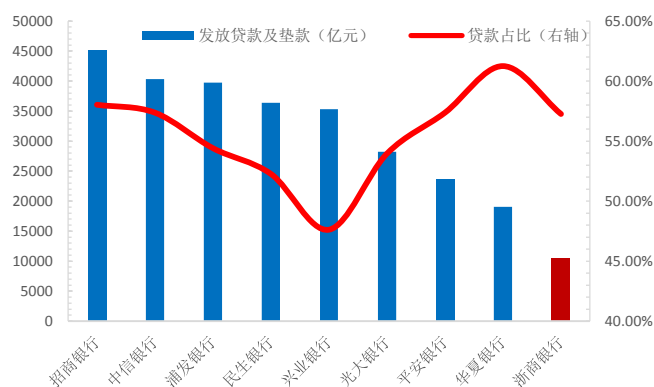
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.1.1、生息资产稳步扩张

在浙商银行资产中，生息资产占比达到 93%以上。从生息资产分项来看，贷款

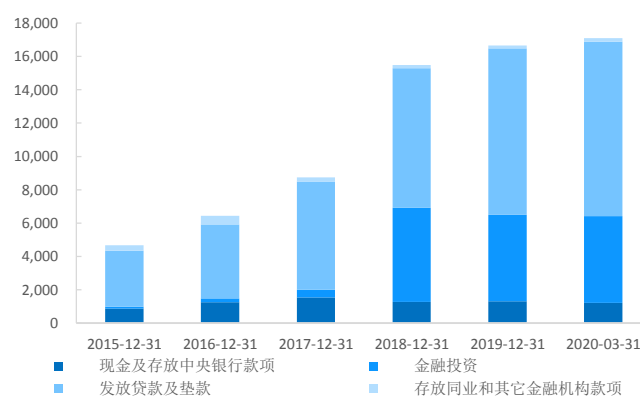
及垫款占比较高，金融投资占比快速提升，现金及存放中央银行款项占比持续减少。一直以来，浙商银行的贷款及垫款占生息资产比重都在 60%左右，近年来由于其他资产占比扩张，贷款及垫款占比有所压缩，但 2020 年一季度贷款占比仍高达 61.20%，位于股份制银行前列。此外，金融投资占比自 2010 年来持续扩大，且增速较快，2020 年一季度升至 5207.02 亿元，占总资产之比达到 28.49%。这主要是自 2018 年以来，浙商银行开始加大债权投资，整体来看债券投资占金融投资总额的 61%左右，而交易性金融资产占比在 22%左右。

图6：浙商银行贷款占比位于同业前列



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：浙商银行资产分类情况（亿元）

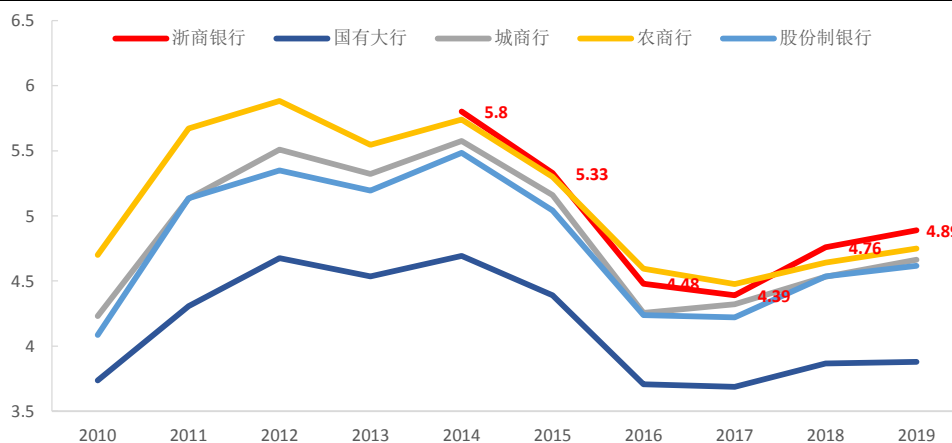


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.1.2、资产收益率优势显著

浙商银行生息资产收益率优势明显，自 2014 年以来持续位于同业前列。2019 年浙商银行生息资产收益率达到 **4.89%**，为上市股份制银行第二位，仅次于平安银行。拆分来看，2019 年年报显示，浙商银行生息资产主要由发放贷款及垫款（59.97%）、金融投资（31.10%）、存放中央银行款项（7.87%）以及存放同业和其它金融机构款项（1.06%）构成。上述资产收益率由高到低依次是：发放贷款及垫款（5.76%）、金融投资（4.59%）、存放同业和其它金融机构款项（2.03%）、存放中央银行款项（1.5%），而同期生息资产收益率为 4.89%。可以发现，**贷款收益率显著高于生息资产收益率**，而贷款收益率较高且贷款占比较大则拉动整体生息资产收益率不断上行。

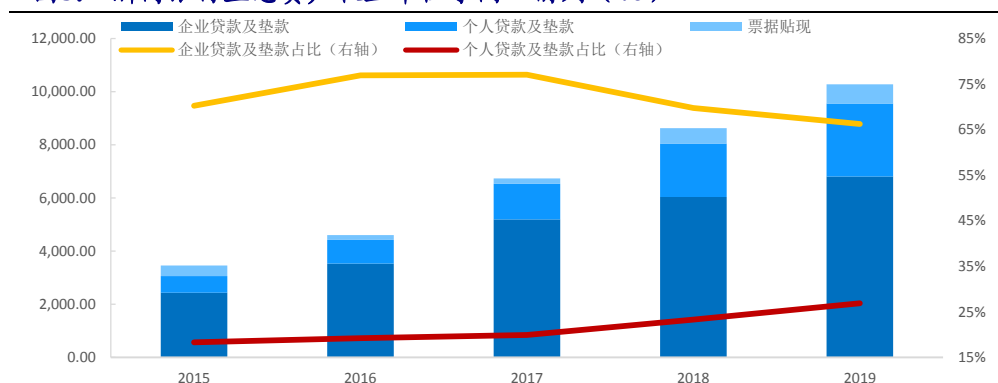
图8：浙商银行生息资产收益率位于同业前列（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

在发放贷款及垫款中，对公企业贷款占比较多，占总贷款的三分之二以上，而个人占比则不到三分之一，个人贷款余额为 2757 亿元，在总贷款中占比提升 3.48 个百分点至 26.76%。其中，个人经营性贷款余额 1297 亿元，住房贷款 530 亿元；消费类贷款 930 亿元。从贷款收益率来看，占比较少的个人贷款收益率更高，达到 6.52%，占比较大的企业贷款收益率为 5.52%，而贷款总体收益率为 5.76。目前浙商银行贷款主要还是由企业贷款业务为主，未来随着零售业务的进一步扩张，贷款结构优化，生息资产收益率有望进一步提升。

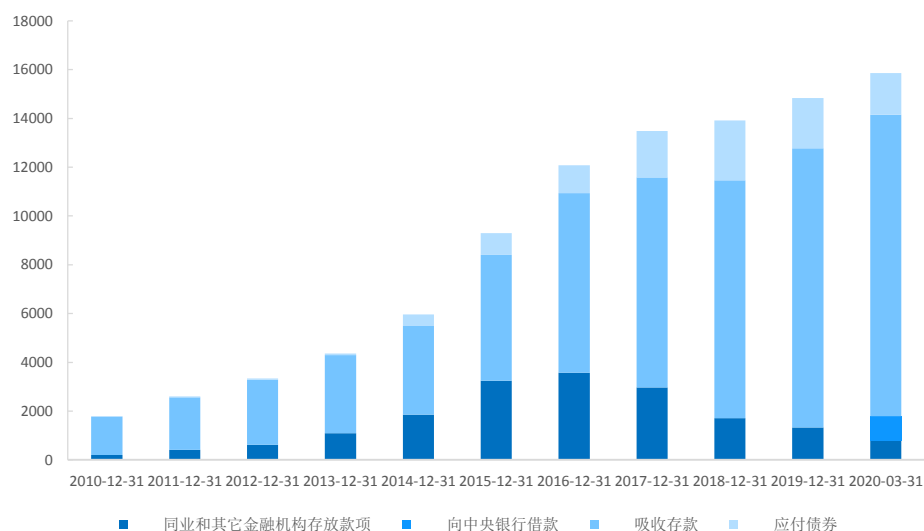
图9：浙商银行生息资产收益率位于同业前列（%）



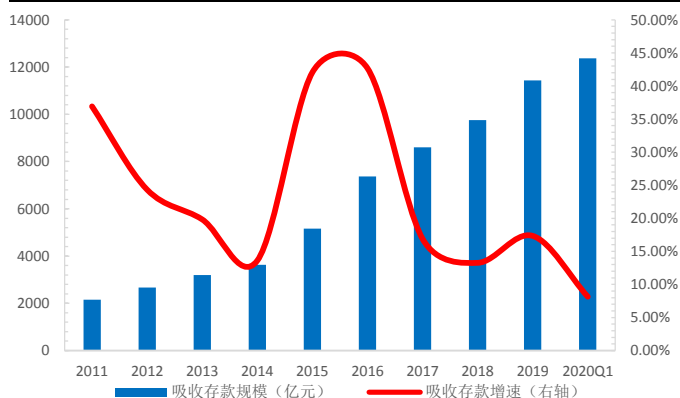
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、负债端：提高存款占比，降低同业负债，结构持续优化

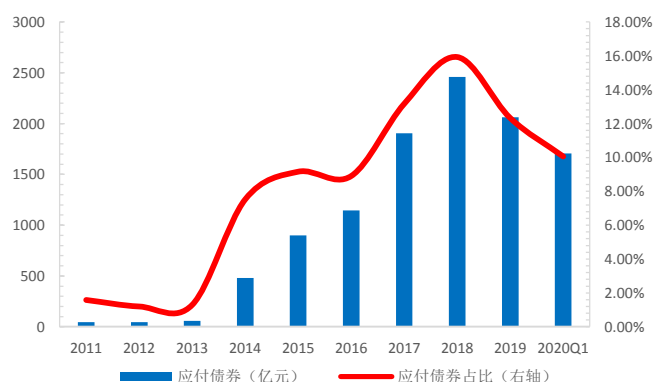
浙商银行不断调整负债结构，通过降低同业负债，压缩非标投资规模，增加标准化资产投资能力。浙商银行计息负债中，吸收存款占比最大，应付债券和同业负债占比双双回落。整体来看，吸收存款是浙商银行付息负债中最大的组成部分，占比长期在一半以上。近年来由于应付债券、同业负债等其他类别负债规模有所收缩，浙商银行吸收存款占比由 2015 年的 55.48% 回至 2020 年一季度的 77.99%。在应付债券方面，其占比先增后减，2019 年之前浙商银行通过公开市场发行债券募集资金，其占比从 2010 年的 1.06% 升至 2018 年末的 17.68%，2019 年后有所回落，今年年初以来受到疫情影响，2020 一季度浙商银行应付债券占比降至 10.75%。此外，由于金融去杠杆，浙商银行同业负债占比从 2015 年 34.85% 的高位迅速下降至 2020 一季度的 4.94%。

图10：浙商银行计息负债（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

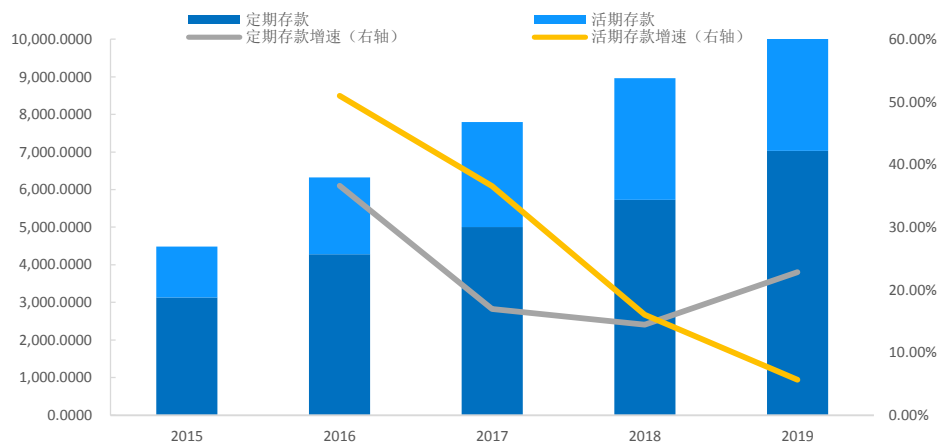
图11：浙商银行吸收存款稳步增长

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12：浙商银行应付债券占比先升后降

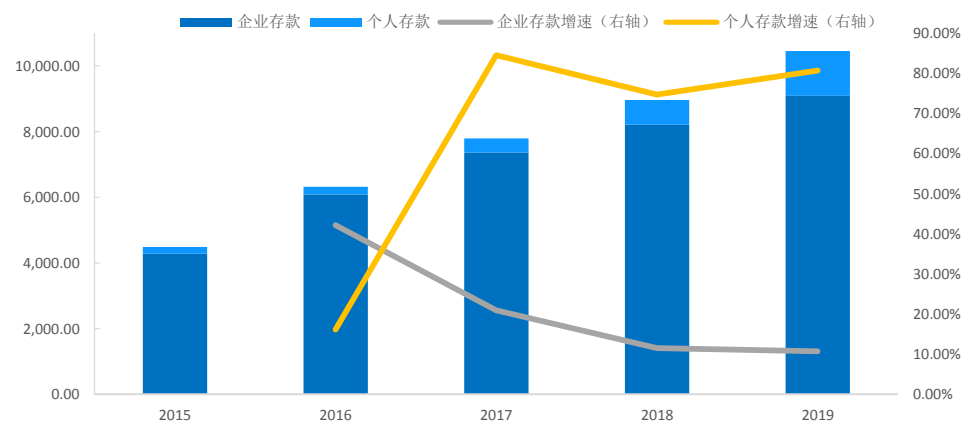
资料来源：Wind，新时代证券研究所

吸收存款是浙商银行计息负债的主要构成部分，从其结构来看，浙商银行存款主要以定期存款为主，占总存款的60%以上，且企业存款占比较高，占总存款的85%以上。浙商银行定期存款占比长期稳定在60%以上，2019年浙商银行定期存款占比为67.26%。从利率来看，2019年浙商银行公司业务端定期存款平均付息率为3.09%，较活期存款的1.09%高出2个百分点；零售业务端定期存款平均付息率为3.87%，较活期存款的1.62%高出2.25个百分点。总体来看，定期存款付息率高企，抬升整体计息负债成本率。向前看，浙商银行存款结构还有较大的优化空间，定期存款占比下降将有助于降低计息负债成本率。

图13：浙商银行定活期存款情况（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

整体来看，浙商银行还是以公司业务为主，零售业务占比逐年提升，且增速相对较快。浙商银行公司存款占比从2015年的95.50%逐渐降至2020一季度的86.96%，由于对公存款成本相对较低，有助于降低公司的计息负债成本率。同时，零售存款占比逐年提升且增速较快，浙商银行零售存款占比从2015年的4.50%迅速增至2019年的13.04%，近三年来增速均在80%以上，浙商银行零售转型成效明显，有助于拓宽公司经营渠道、维持客户粘性。

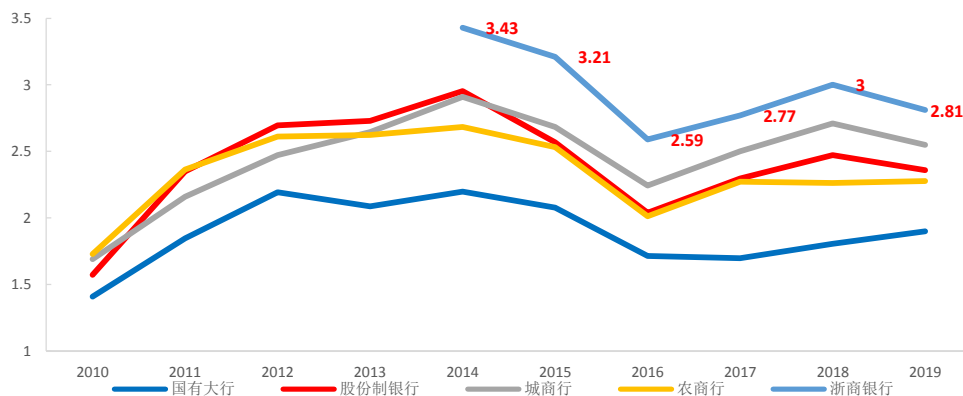
图14：浙商银行个人及企业存款情况（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

浙商银行计息负债成本率优势不明显。2019年浙商银行计息负债成本率高达2.81%，为所有上市银行第三高。2019年年报显示，浙商银行计息负债主要由吸收存款（64.40%）、应付债务（13.83%）、同业和其它金融机构存放款项（21.57%）、租赁负债（0.02%）构成。上述负债成本率由高到低依次是：租赁负债（4.8%）、应付债券（3.67%）、同业和其它金融机构存放款项（3.08%）、吸收存款（2.53%），而同期计息负债成本率为2.81%。可以发现，浙商银行应付债券的成本率远高于计息负债成本率，拉动整体计息负债成本率上行，而吸收存款成本率相对较低。随着

未来浙商银行负债结构继续优化，计息负债成本率有望进一步改善。

图15: 浙商银行计息负债成本率高于行业平均 (%)

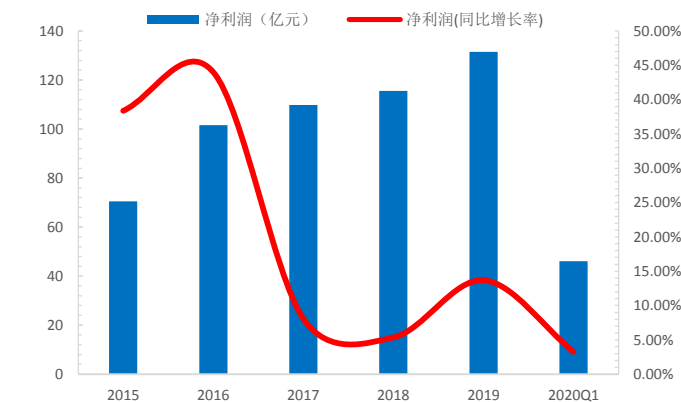


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、利润增速较高，息差优势明显

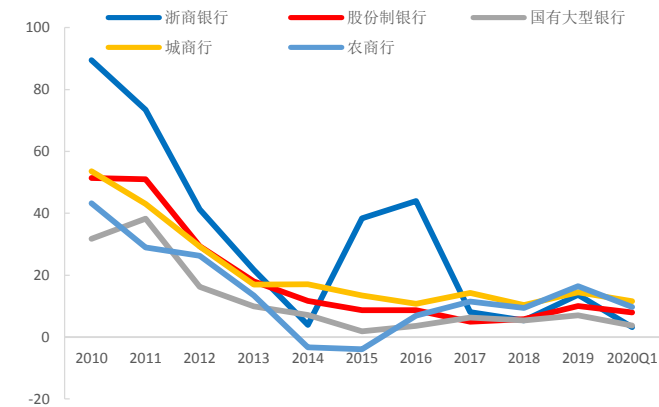
浙商银行净利润持续增厚，并保持较高增速。2017年以来，浙商银行净利润同比增长率增速不及行业平均，位于同业中下游水平。2019年末，浙商银行净利润同比增长率高达13.61%，远高于同业均值，为上市股份制银行的第二位。2020年受疫情影响下，商业银行盈利整体承压，2020年一季度浙商银行净利润同比增速降至3.26%，位居同业偏下游。

图16: 浙商银行净利润持续攀升 (亿元, %)



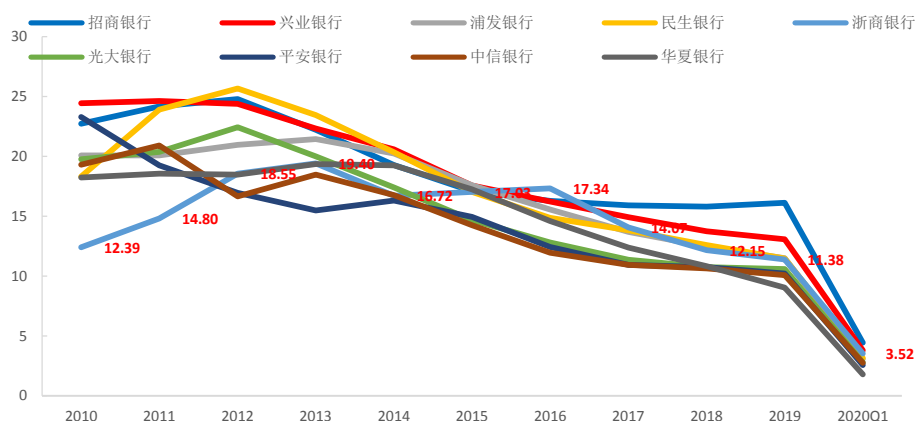
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图17: 浙商银行净利润同比增长率回落 (%)



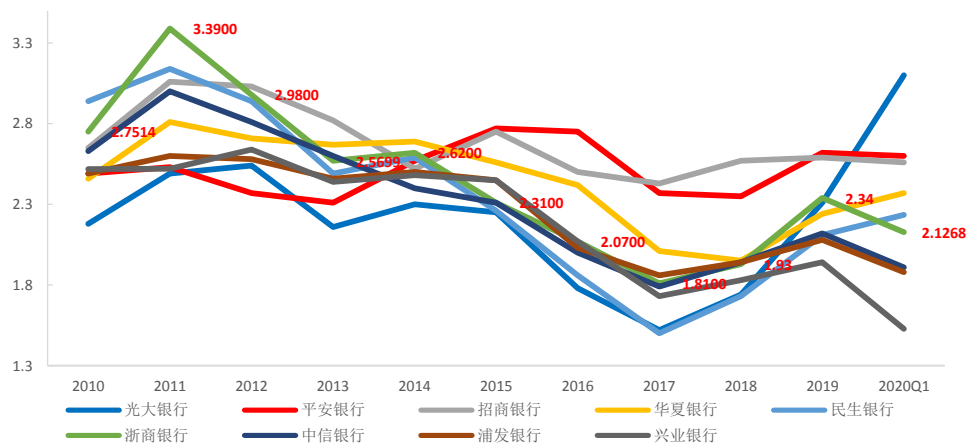
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

但同时，浙商银行 ROE 水平处于同业偏上游，长期位于同业均值以上。2019年末浙商银行 ROE 为 11.38%，2020 年一季度浙商银行 ROE 为 3.52%，位于上市股份行第三位。

图18: 浙商银行 ROE 位于同业中上游 (%)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

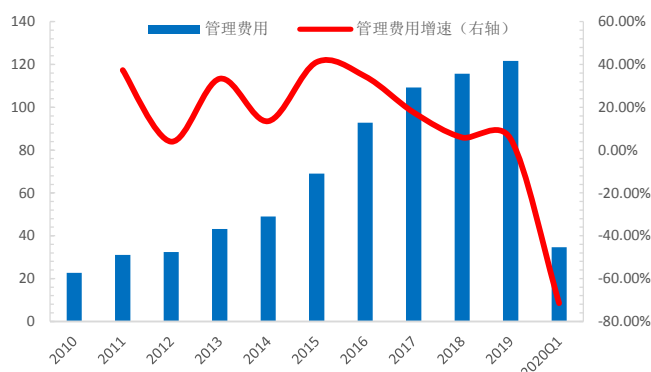
生息资产收益率优势明显,使得浙商银行净息差自 2018 年以来均高于同业均值。2019 年浙商银行净利差和净息差分别为 2.08% 和 2.34%, 较 2018 年分别上升 0.32 个百分点和 0.41 个百分点, 净息差在上市股份行中排名第三, 仅次于平安银行和招商银行。2020 年一季度, 受疫情影响, 浙商银行净息差小幅降至 2.13%, 但仍位于同业均值以上。

图19: 浙商银行净息差位于同业中游水平 (%)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

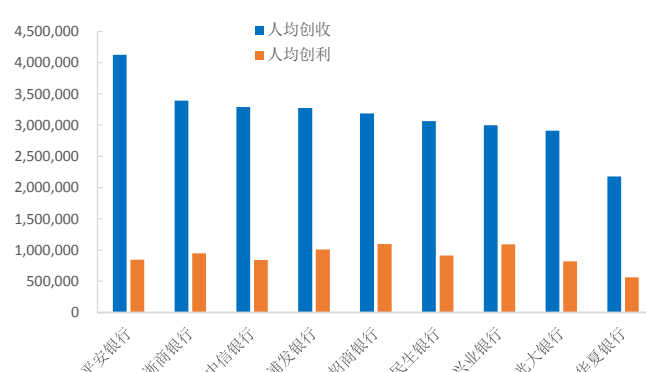
整体来看, 浙商银行管理费用虽持续增长, 但较同业偏低, 并且人均创收、人均创利均位于同业前列。2019 年浙商银行业务及管理费 121.68 亿元, 同比增长 5.23%, 主要是业务规模扩大、网点及人员增长所致。

图20: 浙商银行管理费用较低(元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图21: 浙商银行人均创收位于同业前列(元)



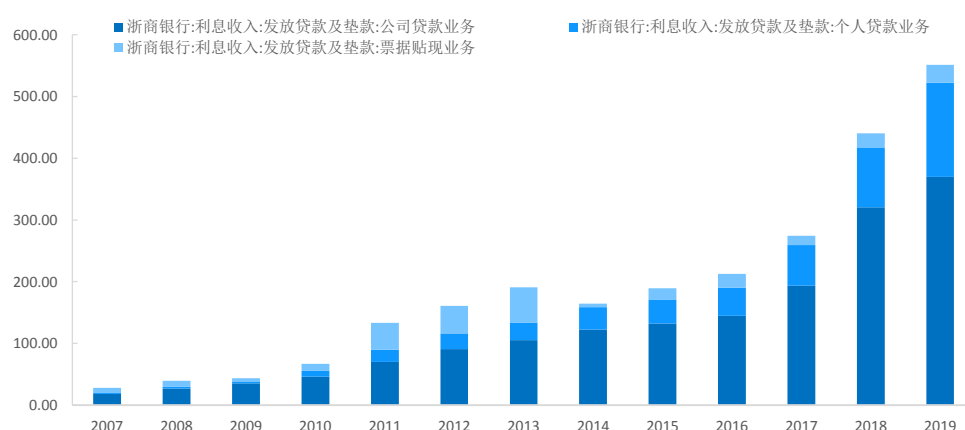
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4、营收特征: 对公为主, 非息收入占比提升

4.1、利息收入分析: 对公业务为主, 零售占比提升

浙商银行利息收入中发放贷款及垫款利息收入占比最大。2019年浙商银行发放贷款及垫款利息收入551.14亿元, 较2018年增加110.88亿元, 增长25.18%, 主要是由于发放贷款及垫款规模增长及收益率上升所致。2019年发放贷款及垫款利息收入占比达到69.34%。

图22: 浙商银行个人贷款业务收入(亿元)

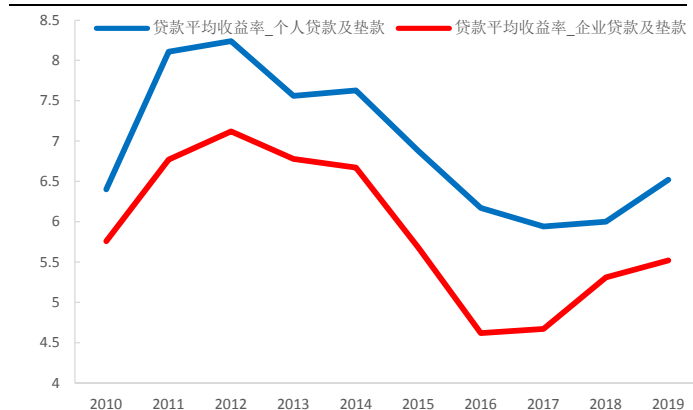


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

在各项贷款利息收入中, 企业贷款利息收入占比长期高于60%, 而零售端业务收入占比相对较小。不过浙商银行零售转型正不断推进, 零售贷款业务收入持续增长, 2010年到2019年间, 个人贷款利息收入从9.95亿元增长到152.66亿元, 10年复合增长率高达31.4%, 个人贷款利息收入占贷款利息收入的比重从14.93%升至53.66%。

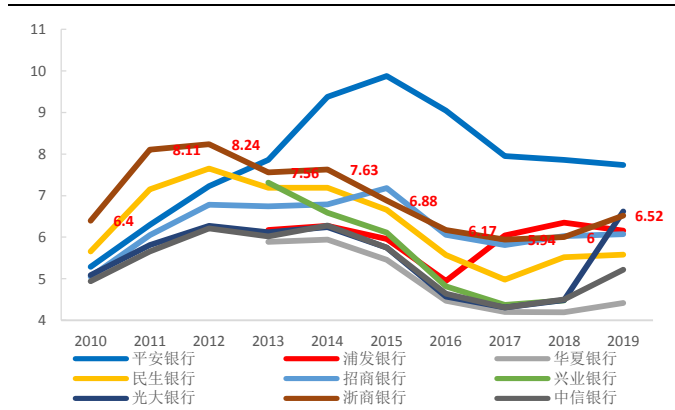
相较于公司业务，零售业务净利差相对较高，并且不良率相对较低，是未来公司收入结构优化的重要方向。近年来零售业务也得到较快速度的扩张，未来利息收入结构有望进一步改善。浙商银行个人贷款收益率明显高于企业贷款收益率。2019 年浙商银行个人贷款平均收益率为 6.52%，高出企业贷款平均收益率(5.52%)100BP，并且浙商银行个人贷款平均收益率长期位于同业前列，2010 年至 2019 年浙商银行个人贷款平均收益率一直高于行业均值，2019 为所有上市银行第 6 位，为上市股份行第三位。

图23: 浙商银行个人贷款收益率较高(%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图24: 浙商银行个人贷款收益率处于同业前列(%)

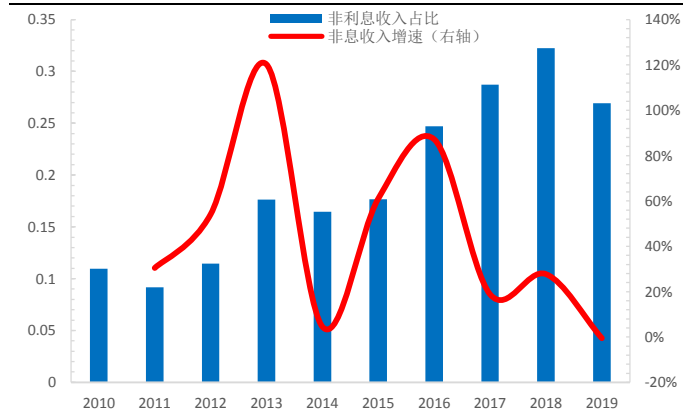


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4.2、非息收入占比提升

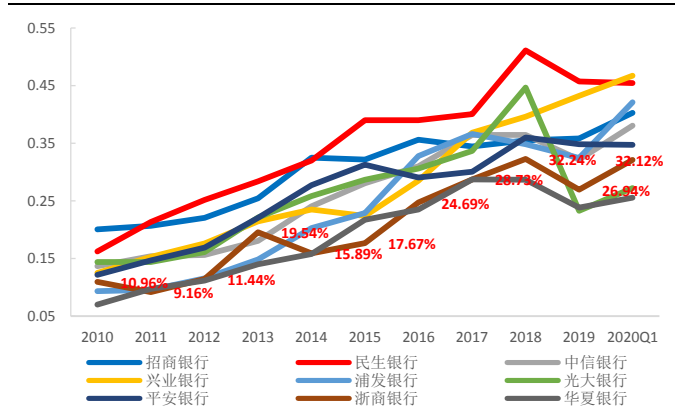
浙商银行非利息收入占比持续提升。2020 年一季度，浙商银行非利息净收入 43.25 亿元，同比增加 9.67 亿元，增长 28.81%，非利息收入占比为 32.12%。目前浙商银行非利息收入占比位于同业偏下游，不及股份制银行均值，未来还有很大的上升空间。此外，非利息收入中最重要的组成部分手续费及佣金，2019 年净收入 45.79 亿元，较 2018 年增加 3.27 亿元，其他非利息净收入 79.11 亿元，较 2018 年减少 3.95 亿元。

图25: 浙商银行非利息收入占比提高



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图26: 浙商银行非利息收入占比位于同业偏下游

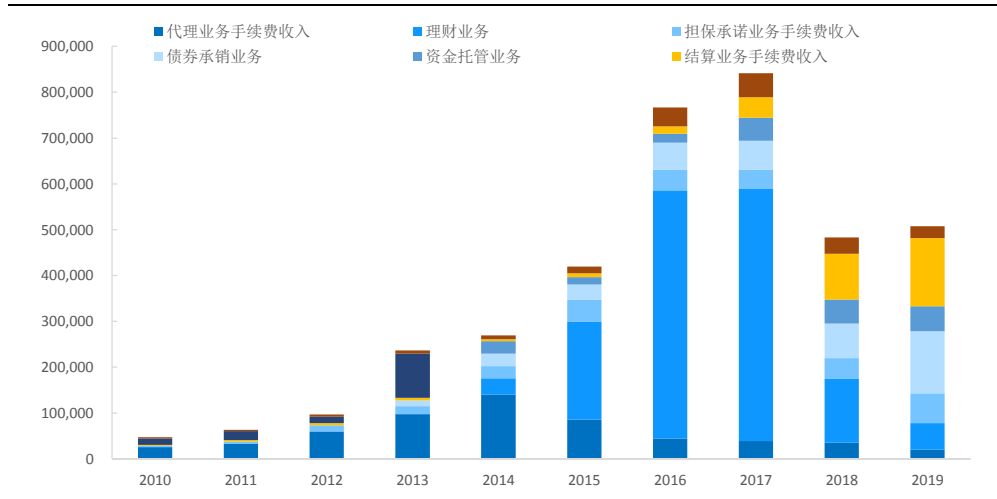


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

从手续费及佣金收入细分项来看，结算业务手续费、担保承诺业务和债券承销

业务收入占比回升，代理委托业务、理财业务收入占比有所减小。2019 年，占比最多的支付结算业务明显增长，债券承销业务规模增加。结算业务手续费收入 14.90 亿元，同比增长 49.97%；承销业务手续费收入 13.56 亿元，同比增长 79.34%。同时，得益于信贷承诺业务规模增加，其手续费收入 6.52 亿元，同比增长 44.86%。此外，由于资产管理业务结构调整，资产管理服务手续费收入 5.81 亿元，同比大幅减少 58.21%。

图27： 浙商银行非利息收入分类情况（亿元）



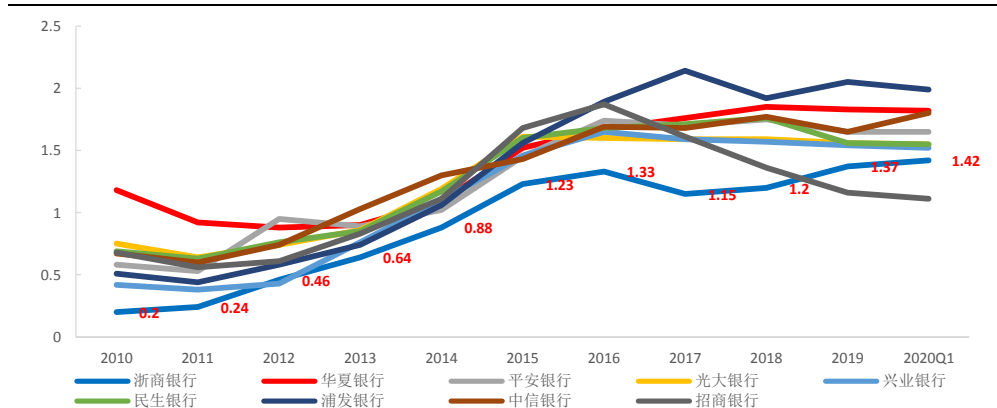
资料来源：Wind，新时代证券研究所

5、资产质量维持稳定

5.1、资产质量分析：资产质量长期保持良好水平

浙商银行贷款质量保持良好水平，不良贷款率长期位于同业低位。2010 年至 2018 年间，浙商银行不良贷款率均为上市股份制银行最低水平，保持着良好的贷款质量，2019 年浙商银行整体不良贷款率略上升至 1.37%，受疫情影响 2020 年一季度小幅升至 1.42%，但仍位于同业上游水平，仅次于招商银行。

图28： 浙商银行不良贷款率长期位于同业低位（%）



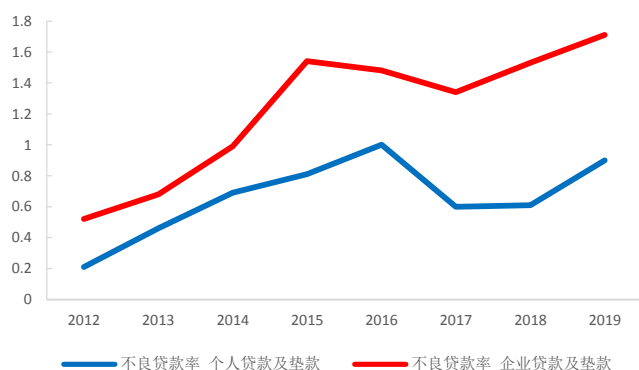
资料来源：Wind，新时代证券研究所

从业务类型分类来看，公司贷款占比最大，占比达到 65.97%，而个人贷款占比为 26.76%。相较于对公业务，零售业务的不良率相对较低。浙商银行 2019 年年报显示，公司不良贷款 116.07 亿元，公司贷款不良贷款率 1.71%，较 2018 年末上升

0.20 个百分点；个人不良贷款 24.85 亿元，个人贷款不良贷款率 **0.90%**，较 2018 年末上升 0.29 个百分点。目前浙商银行贷款还是以公司贷款为主，零售业务正在不断扩张之中。未来随着零售业务的继续扩张，将有助于拉动整体不良率进一步降低。

浙商银行对公贷款结构持续优化，整体不良率还有进一步改善的空间。分行业来看，2019 年年报显示，占对公贷款比重较多的**租赁和商务服务业**（14.56%）、**房地产业**（14.4%）2019 年不良率分别为 0.43%和 0.29%，远低于公司贷款整体不良率，且该类贷款占比增多，有助于拉低整体不良率。而对公不良贷款主要集中在**制造业**（不良率为 5.41%）、**批发和零售业**（不良率为 2.77%），均为较易受经济基本面景气程度影响的行业。相较于 2018 年，上述不良贷款率较高行业的贷款规模已有所下降，表明浙商银行正不断优化其公司贷款结构。

图29： 浙商银行对公、对私不良率（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

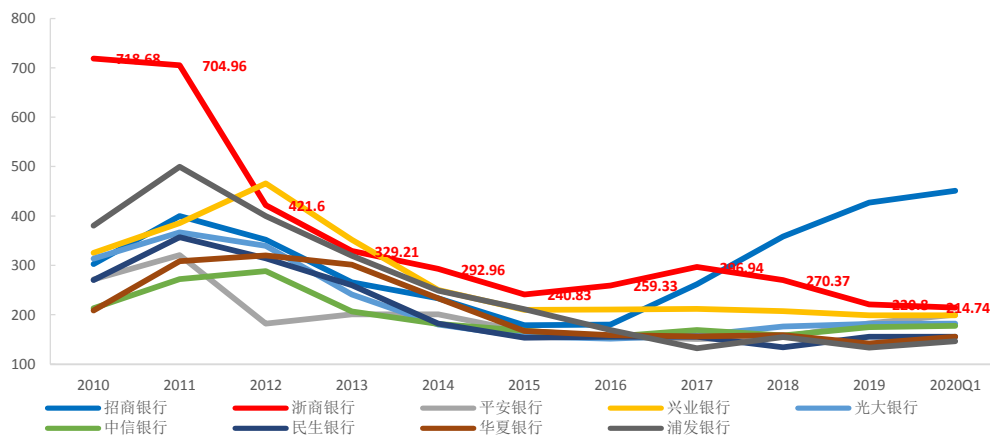
图30： 浙商银行分行业不良率情况（%）

项目	2019年12月31日				2018年12月31日			
	贷款金额	占比(%)	不良贷款金额	不良贷款率(%)	贷款金额	占比(%)	不良贷款金额	不良贷款率(%)
公司贷款	679,610,018	65.97	11,607,068	1.71	603,258,461	69.72	9,126,958	1.51
租赁和商务服务业	150,011,231	14.56	638,535	0.43	116,611,687	13.48	366,293	0.31
房地产业	148,341,568	14.40	428,010	0.29	118,527,240	13.70	737,467	0.62
制造业	114,721,676	11.14	6,203,466	5.41	113,574,111	13.13	4,188,823	3.69
批发和零售业	82,824,306	8.04	2,295,027	2.77	80,961,514	9.36	2,405,271	2.97
水利、环境和公共设施								
管理业	53,253,087	5.17	50,000	0.09	54,183,720	6.26	2,991	0.01
建筑业	45,432,115	4.41	830,113	1.83	45,329,965	5.24	309,999	0.68
金融业	19,785,025	1.92	-	-	16,865,207	1.95	-	-
交通运输、仓储和邮政业	10,579,639	1.03	303,011	2.86	9,233,210	1.07	303,013	3.28

资料来源：浙商银行 2019 年年报，新时代证券研究所

浙商银行拨备覆盖率长期位于同业前列。2010 年至 2017 年间，浙商银行拨备覆盖率均为股份制银行首位，2018 年开始有所下降。2020 年一季度浙商银行拨备覆盖率为 214.74%，较 2019 年年末下降 6.06 个百分点，在股份制银行中排名第二，仅次于招商银行。浙商银行拨备覆盖率的下降将释放公司的信贷投放能力，有助于增厚利润。

图31： 浙商银行拨备覆盖率处于同业前列（%）



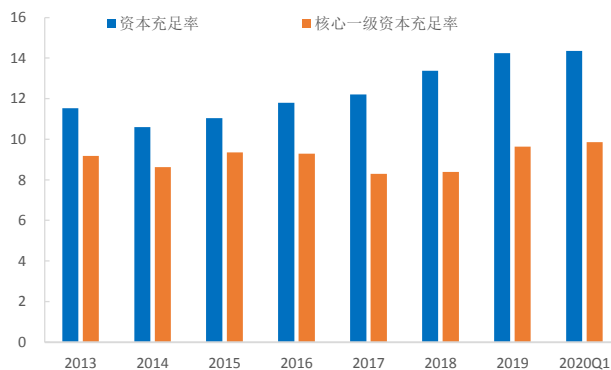
资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.2、监管指标：资本充足率提高

浙商银行资本充足率指标长期满足监管要求，一直位于同业偏上游水平。2020年一季度，浙商银行资本充足率 14.35%，较 2019 年末提高 0.11 个百分点；一级资本充足率 11.11%，较 2019 年末提高 0.17 个百分点；核心一级资本充足率 9.85%，较 2019 年末提高 0.21 个百分点。

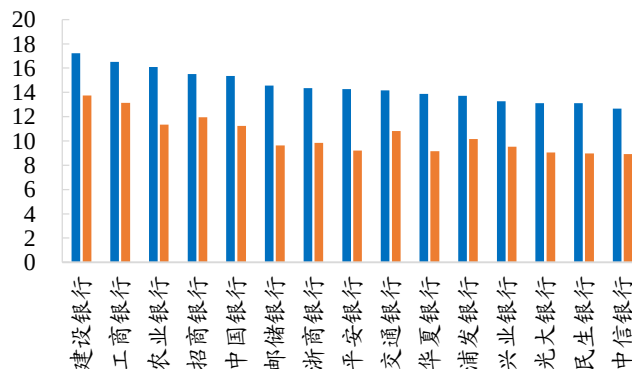
为提高资本充足率，浙商银行于 2017 年 3 月 29 日在境外市场非公开发行 21.75 亿美元境外优先股，该次境外优先股发行募集资金总额约为 149.89 亿元。在扣除发行费用后全部用于补充本行其他一级资本，提高本行一级资本充足率和优化资本结构。之后，浙商银行于 2019 年 11 月在上交所首次上市，发行募集资金总额为 1,259,700.00 万元，扣除发行费用后，募集资金净额为 1,243,794.31 万元。A 股发行所募集的资金扣除发行费用后，全部用于充实本行核心一级资本。

图32：浙商银行资本充足率持续提升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

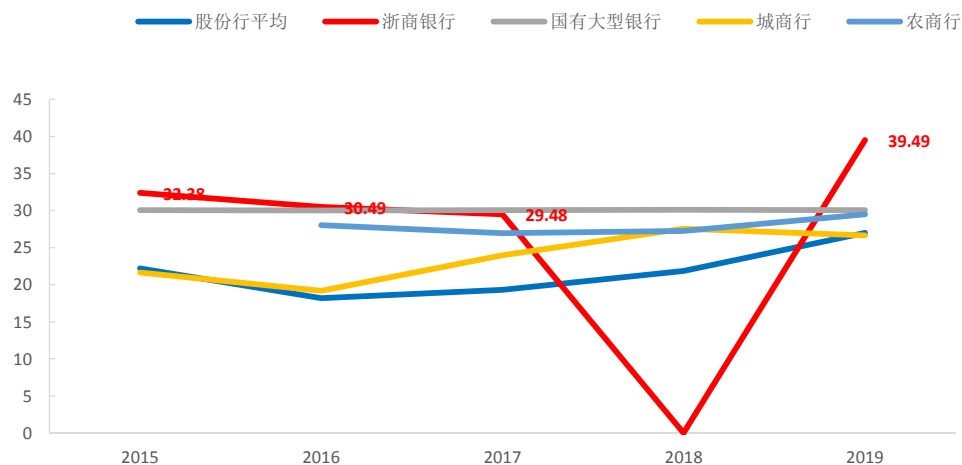
图33：浙商银行资本充足率（2020 一季度，%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2019 年浙商银行以总股本 212.69 亿股为基数，每股派发现金红利 0.24 元，共计派发现金红利 51.045 亿元，股利支付率高达 39.49%，为同业首位，远高于行业平均。同样地，浙商银行股息率也均超出行业平均，2019 年末浙商银行股息率达到了 55.02%。

图34：浙商银行股利支付率为同业首位（2019 年）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

同时，公司也实行公司高管的主动增持计划。2019 年 12 月 21 日，浙商银行

发布公告称，本公司 11 名高级管理人员计划通过上海证券交易所交易系统集中竞价交易方式，以自有资金共计不少于 1,200 万元自愿增持本公司 A 股股份，且增持主体自愿承诺将上述所持股票自买入之日起锁定 3 年，增持主体自愿增持计划不豁免其应履行的稳定股价义务。目前，根据 2020 年 5 月 20 日浙商银行公告显示，增持主体实施上述增持计划通过上海证券交易所交易系统增持本公司股份 538,300 股，增持金额合计人民币 2,184,298 元。

此外，2019 年 12 月 31 日，因触发稳定股价措施启动条件，需履行稳定股价义务的董事、高级管理人员共计 13 人，将以不少于上一年度自本公司领取薪酬 15% 的自有资金增持本公司 A 股股份。而这部分增持在措施公布的 20 天内便完成。2020 年 1 月 21 日公告显示，上述本公司董事、高级管理人员及监事长以自有资金增持本公司 A 股股份 818,500 股，合计增持金额 383.09 万元，相关增持资金使用完毕，本年度稳定股价措施实施完成。

6、盈利预测及公司分析

我们认为受到疫情影响，净息差在 2020 年有进一步下滑风险，但随着公司贷款规模扩大、结构优化，净利息收入依旧能有所增长。由于公司依靠长三角的地理优势，靶向中小民营企业，多年的客户积累已形成较好的护城河。而随着疫情之后复产复工进度加快，中小微企业有较大的贷款需求，央行在政策上也亦对该部分企业有所倾斜。因此预测，公司在 2020 年发放贷款及垫资规模将高于经济增速，虽受到净息差影响，但公司以量换价，净利息收入将保持增长态势。根据利息收入=生息资产*净息差，生息资产按照信贷增速，叠加净息差被压缩，两者相抵之后，预计净利息收入保持名义经济增速的规模。

表3：公司净利息收入预测

单位（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
吸收存款	974,770	1,143,741	1,315,302	1,512,597	1,754,612
发放贷款	837,076	998,933	1,201,518	1,506,515	1,889,916
净利息收入	26,386	33,874	40,780	49,330	61,612
净息差	1.93%	2.34%	2.22%	2.20%	2.18%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

我们认为当下代理类业务依旧存在巨大空间。随着居民人均收入水平的提高，以及市场理财产品品种规范化、多样化，理财观念深入人心。公司有望发挥金融科技优势，把握居民理财诉求，大力发展轻资本业务，提高中间业务收入水平，因此非息收入成为公司未来利润重要增长点。

表4：公司中间业务收入预测

单位（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
---------	-------	-------	-------	-------	-------

单位（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
代理类业务收入	357,807	199,639	209,621	226,391	249,030
代理类业务收入增长率	-7.81%	-44.20%	5.00%	8.00%	10.00%
手续费及佣金净收入	4,252	4,579	4,854	5,339	6,140
手续费及佣金净收入增长率	-46.94%	7.69%	6.00%	10.00%	15.00%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

我们认为公司随着公司贷款规模扩大，公司资产规模也随之增加，贷款占总资产比重也逐步提升，公司资产结构得到进一步的优化。公司负债端，随着央行货币端放松，公司付息负债成本有望下调。

表5： 公司生息资产、付息负债情况

单位（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
生息资产	1,582,968	1,702,641	1,943,451	2,114,933	2,379,492
计息负债	1,513,249	1,631,995	1,796,802	2,003,074	2,254,702
生息资产平均收益率	4.76%	4.89%	4.90%	5.00%	5.09%
计息负债平均成本率	3.00%	2.81%	2.80%	2.76%	2.75%
总资产	1,646,695	1,800,786	1,983,114	2,203,055	2,478,638
贷款/总资产	50.8%	55.5%	60.6%	68.4%	76.2%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

7、公司估值及投资建议

7.1、绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型估值，以未来的三年作为高速增长期，而后十年作为过渡增长期，此后作为永续增长期。设定估值的假设条件为：

1、假设市场无风险利率为 3.45%，由过去一年的 10 年国开债利率均值得出；风险溢价为 4.65%，数据来源于过去三年年沪深 300 市盈率； β 值为 1.05，采用回归法，将过去三年的公司的 β 值回归，求出长期 β 系数均回归值。由以上数据算出权益资本成本为 8.33%。

2、长期利润增长率：公司近几年净利润呈高速增长的态势，近两年增长率分别为 5.35% 和 13.69%。因此，我们预测，在短期的高速增长阶段，增长率为 11%，过渡阶段为 8%，永续期增长率可能有所下降，回到一个稳定的水平，我们预测为 5%。

3、假设短期股利分红率为 35%，根据过去几年股利分红的数值取均值得出；公司的过渡增长期和永续期的支付率可能仅会有席位改变，因此我们预测的数值仍为 35%。

4、由于浙商银行一直保持在中的股份制银行的竞争优势，未来净利润可观。我们假定短期的 ROAE 为 16.85%，过渡期为 12.56%，永续期的水平为 7.64%。

5、由于永续增长率和折现率对预测结果的影响较大，因此我们用这两个因素

来做敏感性分析。

按照以上主要假设条件，采用绝对估值法敏感性分析得出的股价公允价值为 5.5-6.5 元/股，对应 PB 区间为 1.0-1.2 倍。

表6： 关键性假设

关键性假设	数值
长期增长率	5.00%
无风险利率	3.45%
$\beta(\text{levered})$	1.05
市场风险溢价	4.65%
COE	8.33%

资料来源：新时代证券研究所

表7： 各阶段预测值

	详细预测期 (2020E-2022E)	过渡增长期 (2023E-2033E)	永续增长期 (2034E—)
净息差	2.94%	2.80%	2.50%
生息资产/总资产	96.21%	95.00%	90.00%
贷款总额/生息资产	72.65%	60.00%	60.00%
净非利息收入/营业收入	24.06%	18.00%	20.00%
成本收入比(含营业税)	31.25%	30.00%	30.00%
PPOP ROAA	2.56%	2.27%	1.97%
信用成本	1.68%	2.10%	2.35%
有效税率	11.57%	10.00%	9.00%
ROAA	1.23%	0.97%	0.64%
权益乘数	13.69	13.00	12.00
ROAE	16.85%	12.56%	7.64%
股利支付率	35.00%	35.00%	35.00%
增长率 g	10.95%	8.17%	5.00%

资料来源：新时代证券研究所

表8： 敏感性分析

	折现率				
	9.4%	9.9%	10.4%	10.9%	11.4%
永 5.6%	5.50	4.87	4.37	3.96	3.62
续 6.1%	6.01	5.24	4.64	4.17	3.79
续 6.6%	6.72	5.72	4.99	4.43	3.99
增 7.1%	7.74	6.39	5.45	4.76	4.23
长 7.6%	9.35	7.35	6.08	5.19	4.54
率 8.1%	12.27	8.87	6.98	5.78	4.95
8.6%	19.16	11.62	8.41	6.64	5.51

资料来源：新时代证券研究所

7.2、相对估值

公司在各大股份制银行中虽显吃力，但其业务结构和风控水平等各方面在未来均有很大发展空间。从前述分析可以看出，公司是发展前景较好的股份制银行，这与其特别注重前瞻性研究和布局扩张，保证战略引领有着很大的关系。因此，未来公司将依然保持较高的 PE。我们预测，2020 年公司的 PE 合理区间在 9-10 倍之间，PB 在 1.0-1.15 倍之间，对应合理股价区间为 5.9-6.3 元。

表9： 股份制银行参数比较

证券简称	净利润(百万元)			净利润同比增长率(%)			市盈率 PE		
	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
浙商银行	12,924.76	13,736.47	15,059.33	12.48	6.28	9.63	6.78	6.52	5.95
招商银行	92,867.00	103,398.99	117,240.77	15.28	11.34	13.39	9.45	8.49	7.49
兴业银行	65,868.00	69,821.95	76,122.13	8.66	6.00	9.02	4.94	4.66	4.27
浦发银行	58,911.00	61,152.63	64,430.38	5.36	3.81	5.36	5.16	4.97	4.72
民生银行	53,819.00	56,055.60	59,411.40	6.94	4.16	5.99	4.51	4.34	4.09
中信银行	48,015.00	50,593.89	54,590.40	7.87	5.37	7.90	5.26	4.99	4.63
光大银行	37,354.00	40,989.38	45,763.20	10.98	9.73	11.65	5.31	4.84	4.34
平安银行	28,195.00	31,879.90	36,544.98	13.61	13.07	14.63	9.18	8.12	7.08
华夏银行	21,905.00	22,728.00	23,907.25	5.04	3.76	5.19	4.47	4.31	4.09

资料来源：Wind，新时代证券研究所

7.3、股价驱动因素

长期股价催化剂：中国长期的经济结构发展，金融市场的进一步完善，以及公司致力的经营结构转型和改革等。

短期股价催化剂：按照精准定位“三农”的市场布局战略，坚持扶持民营企业，尤其是中小企业的市场定位，围绕服务实体经济的服务理念推广；聚焦小微客户，优质资产占比增加；贷款规模及手续费及佣金的收入有望增长。

8、风险提示

经营风险：业务转型带来的风险以及不良贷款率异常升高等。

政策风险：金融供给侧结构性改革后，我国对银行业监管政策趋严，限制了同业负债等业务发展。

市场风险：中国经济受疫情影响经济增速下行风险、银行业信用风险、利率风险和流动性风险等。

其他风险：不可抗力带来的风险，例如新冠病毒使机构暂停营业。

附录：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款总额	862,383	1,026,919	1,232,302	1,540,378	1,925,472	每股指标					
贷款减值准备	25,307	27,986	30,784	33,863	35,556	PE	6.71	6.78	6.38	6.05	5.63
债券投资	135,211	129,266	142,192	156,412	172,053	PB	0.90	0.79	0.73	0.68	0.60
存放央行	126,370	131,029	157,836	166,386	175,461	EPS	0.61	0.61	0.65	0.68	0.73
同业资产	55,383	55,859	57,237	58,293	59,455	BVPS	4.59	5.23	5.67	6.07	6.86
资产总额	1,646,695	1,800,786	1,983,114	2,203,055	2,478,638	每股拨备前利润	1.41	1.56	1.56	1.78	2.10
吸收存款	974,770	1,143,741	1,315,302	1,512,597	1,754,612	驱动性分析					
同业负债	279,999	266,870	275,259	284,236	293,848	生息资产增长	6.70%	7.58%	14.06%	8.82%	12.51%
发行债券	245,997	206,241	206,241	206,241	206,241	贷款增长	28.16%	19.08%	20.00%	25.00%	25.00%
负债总额	1,544,246	1,672,758	1,833,471	2,043,953	2,300,716	存款增长	13.26%	17.33%	15.00%	15.00%	16.00%
股东权益	102,449	128,028	149,643	159,102	177,921	净手续费收入/营业收入	11.04%	9.95%	9.06%	8.46%	8.00%
						成本收入比	30.03%	26.43%	30.00%	32.00%	34.00%
						实际所得税税率	17.08%	10.71%	11.00%	13.00%	15.00%
利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	盈利及杜邦分析					
净利息收入	26,386	33,874	40,780	49,330	61,612	净利息收入	1.66%	1.97%	2.16%	2.36%	2.63%
净手续费收入	4,252	4,579	4,854	5,339	6,140	净非利息收入	0.76%	0.71%	0.68%	0.66%	0.65%
其他非息收入	7,864	7,583	7,962	8,440	9,031	营业收入	2.42%	2.67%	2.83%	3.02%	3.28%
营业收入	38,502	46,036	53,596	63,109	76,783	营业支出	0.75%	0.74%	0.90%	1.03%	1.18%
税金及附加	(438)	(598)	(963)	(1,337)	(1,575)	拨备前利润	1.66%	1.93%	1.93%	1.99%	2.10%
业务及管理费	(11,563)	(12,168)	(16,079)	(20,195)	(26,106)	资产减值损失	0.82%	1.10%	1.10%	1.14%	1.23%
营业外净收入	(31)	29	0	0	0	税前利润	0.84%	0.83%	0.83%	0.84%	0.87%
拨备前利润	26,438	33,255	36,549	41,571	49,094	税收	0.14%	0.09%	0.09%	0.11%	0.13%
资产及信用减值损	(13,030)	(18,902)	(20,792)	(23,911)	(28,694)	ROAA	0.70%	0.74%	0.74%	0.73%	0.74%
税前利润	13,409	14,353	15,757	17,660	20,400	ROAE	11.57%	11.12%	10.10%	9.95%	10.29%
税后利润	11,119	12,815	14,023	15,364	17,340	业绩年增长率					
归属母行净利润	26,386	33,874	40,780	49,330	61,612	净利息收入	8.18%	28.38%	20.39%	20.97%	24.90%
资本						净手续费收入	(46.94%)	7.69%	6.00%	10.00%	15.00%
核心一级资本充足率	8.38%	9.64%	10.45%	10.56%	10.86%	营业收入	12.36%	19.57%	16.42%	17.75%	21.67%
一级资本充足率	9.83%	10.94%	11.63%	11.67%	11.87%	拨备前利润	14.33%	25.78%	9.91%	13.74%	18.09%
资本充足率	13.38%	14.24%	14.76%	15.87%	16.73%	归属母行净利润	4.94%	12.48%	6.33%	10.68%	12.86%
风险加权系数	63.09%	64.65%	65.00%	67.00%	67.80%						

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>