

定位平台化发展模式 期待新五年发展规划

——浙商银行（601916）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2021年02月24日

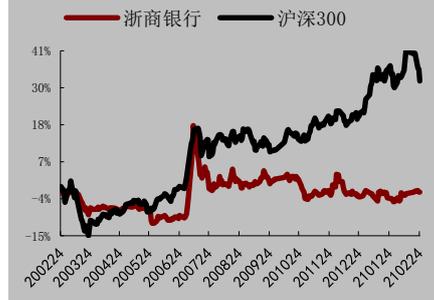
投资要点：

- **定位平台化服务战略，深耕长三角和环渤海区域：**浙商银行在全国设立了260家分支机构。其中，长三角地区共有139家分支机构，占比超过50%，相应在浙江省内的分支机构83家。从营收的角度看，长三角地区营收占比56%。贷款的区域结构分布看，长三角占比57.4%，中西部占比19.2%，环渤海13.8%，珠三角9.6%。对比当地的收入结构数据看，长三角以及珠三角的手续费净收入仍有提升的空间。
- **平台化服务战略内涵：**以“两最”总目标（最具竞争力全国性股份制商业银行、浙江省最重要金融平台）为引领，植入平台化基因，创新金融科技应用，建设强大的平台化服务体系，以平台化服务为源动力，拓展客群和业务，优化流程和风控，提升绩效和管理，增强特色和优势，打造平台化服务银行，持续推动高质量发展。
- **平台化发展战略助力对公业务快速发展：**随着平台型战略的逐步推行，公司对公业务实现了较快的增长，对公贷款复合增速近30%，信贷投放的风险偏好有所提升，不过总体资产质量仍优于同业。对公中间业务占比近50%，其中承销业绩收入复合增速达到41.89%。
- **平台化服务模式向大零售业务逐步渗透：**零售贷款中，个人经营贷款主要是针对小微企业业务采用平台化服务。截至2020年中期，普惠型小微企业贷款余额1,872.24亿元，较年初新增161.20亿元，普惠型小微企业贷款占比16.71%。
- **盈利预测与投资建议：**近几年来，在平台化发展模式的推进下，浙商银行的对公业务实现了较快发展，对公中间业务收入增速也较高。整体资产质量好于同业。我们预计随着对公业务以及大零售业务中小企业业务的快速发展，将对零售业务形成很好的客户支撑。2021年起，公司将进入新的五年发展规划阶段，预计零售业务的占比也将逐步上升。当前浙商银行股价对应的2021年和2022年的动态PB 0.66X和0.59X，首次覆盖，给予增持评级。
- **风险因素：**平台化发展模式推进不及预期。经济下滑超预期；市场下跌出现系统性风险。

基础数据

行业	银行
公司网址	
大股东/持股	浙江省金融控股有限公司/14.19%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	21,268.70
流通A股(百万股)	7,010.65
收盘价(元)	4.06
总市值(亿元)	863.51
流通A股市值(亿元)	284.63

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2021年02月24日

相关研究

分析师：**郭懿**
执业证书编号：S0270518040001
电话：01056508506
邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	46,364	55,277	62,194	71,543
增长比率(%)		19.22	12.51	15.03
归母净利润(百万元)	12,924	13,564	17,046	21,005
增长比率(%)		4.95	25.67	23.22
每股净资产(元)	5.2	5.7	6.2	6.9
市净率(倍)	0.78	0.73	0.66	0.59

资料来源：公司公告，万联证券研究所

目录

1、定位平台化服务战略，深耕长三角和环渤海区域	3
1.1 全国十二家股份行之一	3
1.2 长三角地区的营收占比过半	3
1.3 长三角和珠三角的手续费净收入仍有提升空间	4
2、将平台化经营策略渗透到各种场景	5
2.1 平台化发展的内涵：“两最”总目标	5
2.2 平台化服务的基础创新	6
2.3 平台化服务：系列“通”场景应用创新	7
3、平台化发展战略助力对公业务快速发展	8
3.1 中风险对公贷款占比明显提升	8
3.2 对公中间业务收入占比接近 50%，承销业务持续发力	9
3.3 对公存款复合增速 18.6%，贡献度占比 76%	10
4、平台化服务模式向大零售业务逐步渗透	10
4.1 小企业经营性信贷是大零售的重要组成部分	10
4.2 其他零售业务启动中	11
5、盈利预计及投资建议	11
5.1 盈利预测假设	11
5.2 投资建议	12
6、风险提示	13
图表 1：浙商银行股东结构图	3
图表 2：各区域营收占比	4
图表 3：各地区利息净收入占比	4
图表 4：各地区手续费净收入占比	4
图表 5：各地区贷款占比	5
图表 6：平台化战略服务内涵	6
图表 7：对公业务平台服务	7
图表 8：对公贷款高中低风险占比变动	9
图表 9：对公贷款按风险分类占比	9
图表 10：整体资产质量优于股份行平均水平	9
图表 11：手续费收入结构	10
图表 12：承销业务实现较快增长	10
图表 13：贷款和存款综合利率	10
图表 14：个人贷款结构	11
图表 15：盈利预测假设	12
图表 16：浙商银行收入结构	12
图表 17：历史 PB 估值	13

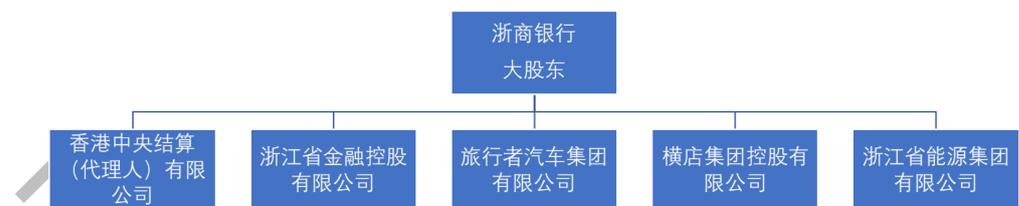
1、定位平台化服务战略，深耕长三角和环渤海区域

1.1 全国十二家股份行之一

浙商银行是十二家全国性股份制商业银行之一，成立于2004年8月，总部位于浙江省杭州市。2016年3月在香港联交所上市，又于2019年11月26日在上交所上市。系全国第13家“A+H”上市银行。

股权结构多元，截至2020年6月末，公司前五的股东包含：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，占比分别为21.41%，12.49%，6.33%，5.84%以及3.96%。

图表1：浙商银行股东结构图

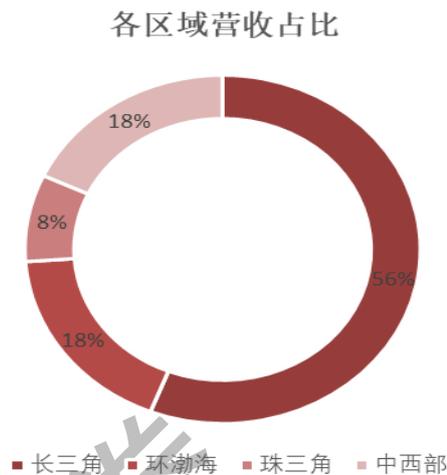


资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.2 长三角地区的营收占比过半

浙商银行在全国19个省（直辖市）及香港特别行政区设立了260家分支机构，实现了对长三角、环渤海、珠三角以及部分中西部地区的有效覆盖。其中，长三角地区共有139家分支机构，占比超过50%，相应在浙江省内的分支机构83家。从营收的角度看，长三角地区营收占比56%。

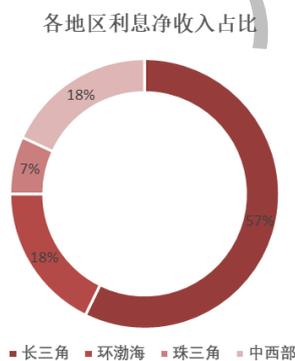
图表2：各区域营收占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

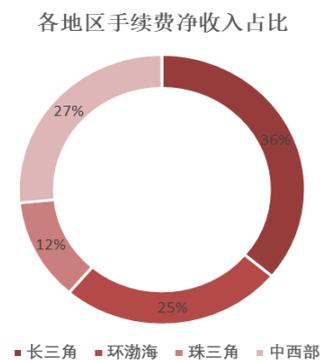
从当前的收入结构看，利息净收入方面，长三角、环渤海、珠三角以及中西部的占比分别为57%，18%，7%和18%；而手续费净收入方面，分别占比为36%，25%，12%和27%。

图表3：各地区利息净收入占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表4：各地区手续费净收入占比

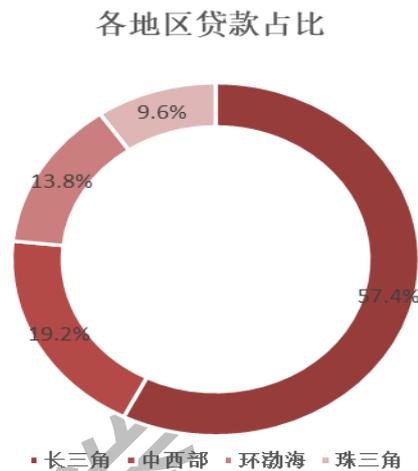


资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.3 长三角和珠三角的手续费净收入仍有提升空间

从贷款的区域结构分布看，长三角占比57.4%，中西部占比19.2%，环渤海13.8%，珠三角9.6%。对比当地的收入结构数据看，长三角以及珠三角的手续费净收入仍有提升的空间。

图表5：各地区贷款占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

2、将平台化经营策略渗透到各种场景

2014年以来，浙商银行以服务实体经济为导向，从企业资产负债表着手，围绕企业“降低融资成本、提高服务效率”两大核心需求，持续创新平台化服务模式，帮助企业盘活自身和供应链上资产和资源，减少对外融资，降杠杆、降成本、增效益，探索形成了一套差异化特色化的、服务实体企业的平台化综合金融服务方案。

2.1 平台化发展的内涵：“两最”总目标

平台化服务战略内涵：以“两最”总目标（最具竞争力全国性股份制商业银行、浙江省最重要金融平台）为引领，植入平台化基因，创新金融科技应用，建设强大的平台化服务体系，以平台化服务为源动力，驱动创新和发展，拓展客群和业务，优化流程和风控，提升绩效和管理，增强特色和优势，打造平台化服务银行，持续推动高质量发展。具体可概括为“一种基因、二大支柱、三层纬度、四条经线、五项特征”。

图表6: 平台化战略服务内涵



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

平台化服务战略, 对公业务平台化, 即, 3个主要互联网大数据服务平台——“池化融资平台”“易企银平台”“应收款链平台”以及对接外部场景的“应用场景平台”, 包括订单通, 仓单通, 分销通, 银租通等。截至2020年6月末, 各类场景应用创新已落地项目853个, 业务余额超360亿元。

2.2 平台化服务的基础创新

池化融资平台: 票据池、出口池、资产池等“涌金”系列池化融资模式的总称, 将资产和负债业务、产品和服务、操作和管理等融为一体, 为企业客户提供各类金融性资产入池、托管、结算、增值、质押融资等综合服务, 方便企业随时入池资产, 按需线上化办理融资。截至2020年6月末, 已服务客户26,707户, 提供融资余额4,045.28亿元, 较年初增长21%。

易企银平台: 创新“互联网+实体企业+金融服务”理念, 融合结算、信用、融资等专业技术, 创新与企业集团、供应链核心企业和互联网交易平台等合作模式, 为其成员单位、上下游企业和会员单位等提供降成本增效能、安全高效服务的创新型综合金融服务平台。截至2020年6月末, 已服务客户3,078户, 提供融资余额

298.55亿元，较年初增长26%。

应收款链平台：依托区块链等最新金融科技，创新开发的企银业务合作平台，为企业客户提供区块链应收款的签发、承兑、保兑、偿付、转让、质押、兑付等功能，帮助企业降负债、降成本、增效益。截至2020年6月末，已服务客户22,646户，提供融资余额1,446.43亿元，较年初增长51%。

图表7：对公业务平台服务



资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.3 平台化服务：系列“通”场景应用创新

2017年以来，浙商银行加大区块链等金融科技的创新应用，重点聚焦供应链、产业链的服务需求，陆续创新了订单通、仓单通、银租通、分销通、分期通、以及系列创新授信模式等场景应用创新模式，为企业提供定制化金融服务。截至2020年6月末，各类场景应用创新已落地项目853个，业务余额超360亿元。

订单通：核心企业和浙商银行合作为下游经销商提供订贷融资服务，下游经销商只需要缴存一定比例的保证金，即可基于订单在订单通平台上签发区块链应收款，支付给核心企业，锁定未来货权，后续分批打款提货，缓解一次性付款压力；核心企业收到区块链应收款后，可对外支付或融资变现，提前盘活未来应收账款，扩大销售规模。浙商银行在此过程中**提供资金监管、打款提货通知、融资等服务**。订单通业务通过满足核心企业及下游经销商在订单采购环节中的需求，稳定供应链关系，降低供应链整体成本，帮助核心企业形成稳定的销售体系和客群。

仓单通：核心企业（仓储企业）和浙商银行合作，为存货人和经销商提供货权质押融资服务，存货人基于入库货物签发区块链仓单，可在仓单通平台上办理流通转让或质押融资等业务，也可以向仓储企业提取仓储货物；如向下游客户销售，下游客户可以通过缴存一定比例的保证金在平台上自动融资，购入仓单货权。**在此过程中提供资金监管、仓单质押、打款提货通知、融资等服务**。区块链仓单集仓单和提货单为一体，帮助存货人盘活货权，解决融资难、融资贵问题，为不易变质的大宗商品、季节性商品提供了高效安全的质押融资、交易流通服务，帮助核心企业形成稳定的销售体系和客群，对大宗商品的供应链金融具有重要价值。

银租通：浙商银行通过与子公司浙江浙银金融租赁股份有限公司联动，为企业设备销售和存量资产盘活提供综合金融服务。核心设备厂商的下游客户可通过浙江浙银金融租赁股份有限公司获得设备直租服务，再通过浙商银行**应收款链平台签发区块链应收款支付租金，解决一次性投入压力大、各项成本高等难题**；同时，客户还可从浙江浙银金融租赁股份有限公司获得设备回租服务，再通过我行**应收款链平台签发区块链应收款支付租金，有效盘活存量设备，降低融资成本**。

分销通：浙商银行针对特定行业中核心企业与下游的小额、高频结算特点，依托过往交易记录，为下游中小企业核定专项授信额度，并在专项授信额度内为下游中小企业的货物采购提供相应融资，解决了下游中小企业的采购融资难题，帮助核心企业扩大销售；核心企业收到货款后，将其作为保证金签发区块链分销通应收款，向上游采购时进行支付。**在此过程中提供融资、结算、资金管理等一系列在线供应链综合金融服务**。

分期通：核心企业和浙商银行合作，满足下游企业或终端消费者分期采购需求。下游企业或终端消费者可根据实际需要签发分期通应收款支付给核心企业，分期付款，缓解一次性付款压力；核心企业收到分期通应收款后可提前确认销售回款，扩大销售。

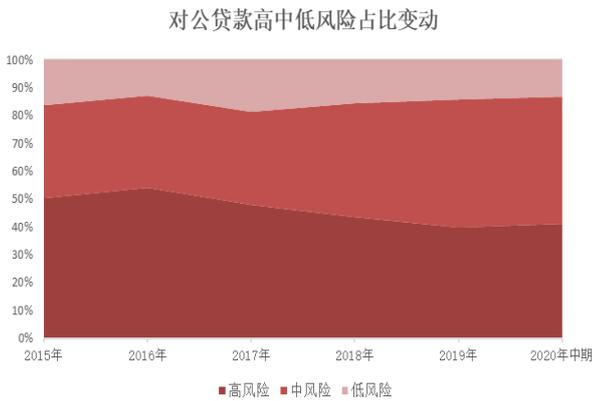
3、平台化发展战略助力对公业务快速发展

近年来，随着平台型战略的逐步推行，公司对公业务实现了较快的增长，对公贷款复合增速近30%，信贷投放的风险偏好有所提升，不过总体资产质量仍优于同业。对公中间业务占比近50%，其中承销业绩收入复合增速达到41.89%。

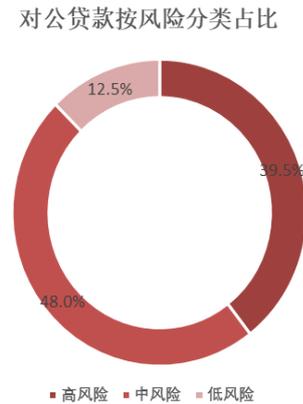
3.1 中风险对公贷款占比明显提升

随着公司平台业务的逐步推进，公司高风险业务的占比逐步下降，而中风险业务的占比逐步上升。截至2020年中期，对公贷款中，高风险占比39.5%，中风险占比48%，低风险占比12.5%。对比行业高中低风险贷款的占比数据看，整体风险偏好高于行业均值，主要是中风险贷款的相对较高，即与房地产开发相关的贷款占比相对更高。如果从上市银行的综合水平看，整体上是符合近几年的整体发展趋势。

图表8：对公贷款高中低风险占比变动



图表9：对公贷款按风险分类占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

虽然对公贷款的风险偏好整体有所提升，不过从资产质量变动的角度看，无论是不良率、逾期率、关注率等指标均优于同业。截至2020年中期，不良率1.4%，逾期率1.63%，关注率2.15%。2020年上半年不良净生成率1.02%，信用成本率2.04%，拨备覆盖率209%，均好于股份行的均值水平。资产质量好于同业，更多的是得益于平台化模式的推行，激励信贷投放的核心企业积极主动纳入其可靠的上下游企业，从而降低相关信用风险。

图表10：整体资产质量优于股份行平均水平



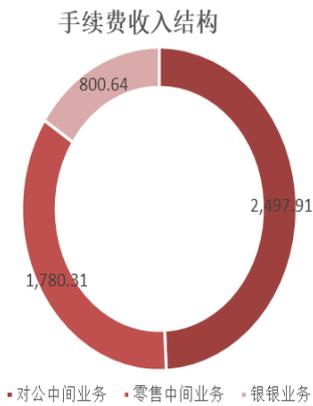
资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.2 对公中间业务收入占比接近50%，承销业务持续发力

截至2019年末，中间业务收入中，对公中间业务收入占比接近50%，零售中间业务收入占比35%，银银业务收入占比16%。

在公司平台化发展规划下，公司对公中间业务特别是承销业务收入实现了持续快速增长，近4年的复合增速达到41.89%。公司在债券发行，银团并购贷款业务中具有较强的实力。

图表11：手续费收入结构



图表12：承销业务实现较快增长



资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

3.3 对公存款复合增速18.6%，贡献度占比76%

过去4年，公司对公贷款的复合增速达到29.4%，同期对公存款的复合增速达到了18.6%。对公存款的增长贡献了同期总存款增长的76%。

虽然存款实现了较快增长，但是从成本的角度看，总体存款成本相对偏高。截至2020年中期，存款平均付息率2.61%。

图表13：贷款和存款综合利率



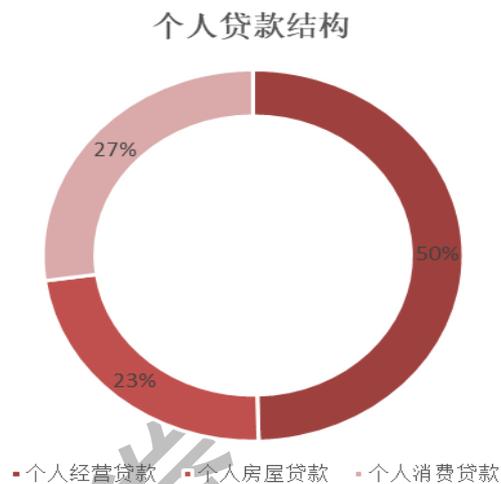
资料来源：公司公告，万联证券研究所

4、平台化服务模式向大零售业务逐步渗透

4.1 小企业经营性信贷是大零售的重要组成部分

零售业务方面，从零售贷款的结构看，个人经营性贷款的占比达到50%，按揭贷款占比23%，消费贷占比27%。

图表14：个人贷款结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

零售贷款中，个人经营贷款主要是针对小微企业业务采用平台化服务。截至2020年中期，普惠型小微企业贷款余额1,872.24亿元，较年初新增161.20亿元，普惠型小微企业贷款占比16.71%。

4.2 其他零售业务启动中

零售业务紧紧围绕全行“两最”总目标，深入贯彻平台化服务战略，以客户为中心，围绕“场景化+垂直+信任度”三个维度加大业务创新。创新打造“e家银”综合金融服务平台和电子商城平台，持续增强客户服务能力，培育特色优势和增长新动能，加快打造“平台化财富管家银行”。

截至2020年6月，月日均金融资产600万元及以上的私行客户数10,719户，较年初增长26.40%；个人金融资产余额5,217.36亿元，较年初增长6.58%。“e家银”资产池平台签约客户34.05万户，入池资产总额1,407.68亿元，融资余额460.60亿元。

另外，公司信用卡累计发卡372.87万张，信用卡贷款余额173.50亿元；2020年上半年，新增信用卡6.76万张，实现信用卡消费额396.51亿元，信用卡业务收入7.49亿元，其中分期业务收入3.84亿元。

2020年6月，个人手机银行客户数370.38万户，同比增长23.21%，月活客户数103.84万户，同比增长26.87%。

5、盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测假设

根据模型，我们预测未来两年的贷款增速为15%和13%，存款增速为13%和13%。预测未来两年的净利息收入为471.4亿元和549.8亿元，净手续费收入为55亿元和61亿元。对应的归母净利润为170.5亿元和210亿元。ROE保持在12%左右。

图表15：盈利预测假设

	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款增长	19.1%	16.0%	15.0%	13.0%
债券投资增长	-8.3%	5.0%	5.0%	5.0%
存款增长	17.3%	18.0%	13.0%	13.0%
同业负债增长	-4.7%	10.0%	5.0%	5.0%
发行债券增长	-16.2%	3.0%	5.0%	12.0%
贷款收益率	5.8%	5.6%	5.6%	5.7%
债券投资收益率	3.8%	4.0%	3.8%	3.8%
存放央行收益率	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
同业资产收益率	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%
存款付息率	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%
同业负债付息率	3.9%	3.3%	3.3%	3.3%
发行债券付息率	3.7%	3.4%	3.4%	3.4%

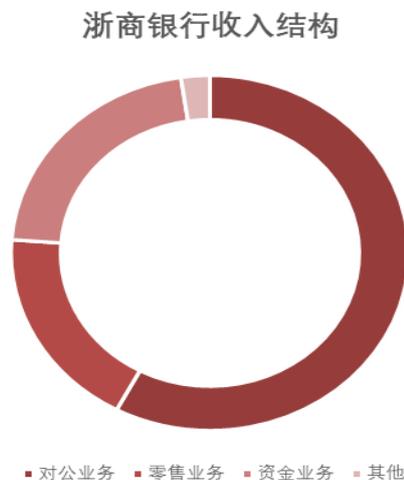
资料来源：公司公告，万联证券研究所

5.2 投资建议

面对经济新常态，浙商银行顺应互联网信息技术发展新趋势和客户价值创造新需求，确立了“两最”总目标和平台化服务战略，坚持“服务实体经济、创新转型、合规经营、防化风险、提质增效”五项经营原则，打造平台化服务银行，为客户提供开放、高效、灵活、共享、极致的综合金融服务。

近几年来，在平台化发展模式的推进下，浙商银行的对公业务实现了较快发展，对公中间业务收入增速也较高。整体资产质量好于同业。我们预计随着对公业务以及大零售业务中小企业业务的快速发展，将对零售业务形成很好的客户支撑。2021年起，公司将进入新的五年发展规划阶段，预计零售业务的占比也将逐步上升。

图表16：浙商银行收入结构



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

当前浙商银行静态估值为PB 0.77X，基本持平于行业的整体估值水平。当前浙商银行股价对应的2021年和2022年的动态PB 0.66X和0.59X，首次覆盖，给予增持评级。

图表17：历史PB估值



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

6、风险提示

平台化发展模式推进不及预期。

经济下滑超预期；市场下跌出现系统性风险。

财务摘要 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	46,364	55,277	62,194	71,543
拨备前利润	33,581	38,045	42,785	49,216
归母净利润	12,924	13,564	17,046	21,005
每股净资产 (元)	5.2	5.7	6.2	6.9
每股净收益 (元)	0.61	0.64	0.78	0.95

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	33,874	41,588	47,136	54,979
利息收入	79,488	87,767	97,743	109,753
利息支出	-45,614	-46,180	-50,607	-54,775
净手续费收入	4,579	5,037	5,541	6,095
净其他非息收入	7,866	8,653	9,518	10,470
营业收入	46,364	55,277	62,194	71,543
业务及管理费	-12,168	-16,583	-18,658	-21,463
拨备前利润	33,581	38,045	42,785	49,216
资产减值损失	-18,902	-21,362	-21,839	-23,417
税前利润	14,679	16,684	20,947	25,799
所得税	-1,537	-2,836	-3,561	-4,386
归母净利润	12,924	13,564	17,046	21,005

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款总额	1,030,171	1,194,998	1,374,248	1,552,900
债券投资	518,037	543,939	571,136	599,693
存放央行	130,404	148,458	167,757	189,565
同业资产	55,859	58,652	61,585	52,347
资产总额	1,800,786	2,043,629	2,263,000	2,525,613
存款	1,143,741	1,349,614	1,525,064	1,723,323
同业负债	266,870	293,557	308,235	323,647
发行债券	206,241	206,241	216,553	242,539
负债总额	1,672,758	1,906,611	2,113,250	2,360,318
股本或实收资本	21,269	21,269	21,269	21,269
所有者权益总额	128,027	137,018	149,750	165,295

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场