

浙商银行 (601916)

平台战略引领发展，资产质量持续夯实

营收同比增速转正，归母净利润维持低速增长

上半年营收和 PPOP 同比增长 3.02%、0.06%，同比增速较一季度转负为正。归母净利润同比增长 1.12%，增速较一季度提升 0.06pct。营收同比增速改善主要系，上半年公司净息差收入同比增速较一季度提升 3.53pct，非息业务收入下滑幅度收窄 9.87pct。上半年公司手续费及佣金收入项中，代理及委托业务手续费收入同比增长 143.01%，主要系代销基金等业务增长强劲。

负债端成本优化，有效支撑净息差

今年上半年净息差为 2.27%，较去年全年增加 8bp。其中生息资产收益率下滑 2bp，计息负债成本率下滑 11bp。资产端定价走低主要系贷款收益率较去年全年下滑 17bp，而负债端成本改善则由存款成本下滑 14bp 所致。

公司持续加大对实体经济信贷支持，上半年对公贷款收益率较去年全年下滑 27bp。从信贷投向来看，期末制造业贷款余额同比增长高达 31.33%，远超对公贷款 11.64% 的同比增速。此外零售贷款增势良好，平均余额占总贷款比例较去年全年提升 3.17pct 至 28.76%。

公司强化资产负债管理，着力拓展低成本负债来源。上半年存款平均余额中活期占比 34.86%，较去年全年提高 2.97pct，有效改善负债成本。从价格角度来看，对公及零售定期存款成本率较去年全年下滑 30bp 和 8bp。

资产质量持续优化，规模扩张有所放缓

二季末不良率环比下滑 3bp 至 1.5%，关注率较上年末下滑 10bp 至 1.64%，隐性不良贷款生成压力减轻。拨备覆盖率环比提升 5.13pct 至 180.24%，风险抵御能力得到修复。公司持续优化信贷资源分配，二季末制造业不良率较上年末大幅下滑 160bp。同时加大不良处置力度，上半年核销不良贷款金额同比增长 48.21%。

二季末总资产同比增速较一季度下滑 4.50pct 至 8.23%，但发放贷款余额同比增速仍在 12.82% 的较高水平。二季末公司核心一级资本充足率环比下滑 44bp 至 8.37%，处于上市银行较低水平。

投资建议：平台化服务战略引领发展，维持“增持”评级

依托长三角地区发达的经济及高效的产业协同，公司持续深入推进平台化服务战略实施落地，构建流动性服务、产业链供应链服务及财富管理服务三大优势，打造产业链银行。并通过平台化业务实现批量获客，加深与客户合作。平台化战略引领成效初显，上半年末公司服务实体制造业为主的核心企业上下游中小企业超过 6200 家，其中民营企业占比超 75%，普惠小微企业占比超过 70%。我们预测公司 2021-2023 年业绩增速为 4.99%/11.67%/11.09%，给予其 2021 年 0.75 倍 PB 目标估值，对应目标价 4.40 元，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复，经济下行超预期，政策出台超预期；资产质量波动

证券研究报告
2021 年 09 月 08 日

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	3.59 元
目标价格	4.40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	16,714.70
流通 A 股股本(百万股)	7,010.65
A 股总市值(百万元)	60,005.76
流通 A 股市值(百万元)	25,168.22
每股净资产(元)	5.55
资产负债率(%)	93.73
一年内最高/最低(元)	4.37/3.50

作者

郭其伟	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110521030001

范清林	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110521080004

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

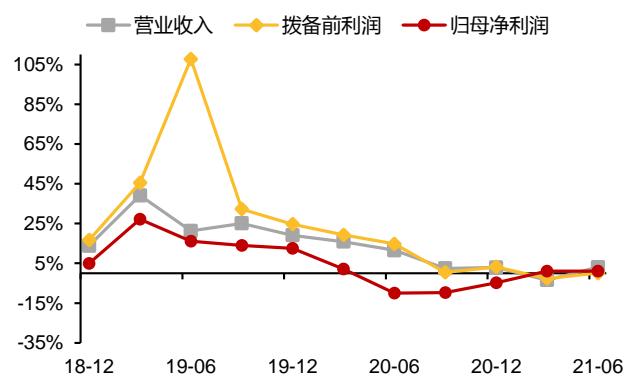
- 《浙商银行-半年报点评:存贷规模较快增长，资产质量平稳》 2020-09-08
- 《浙商银行-首次覆盖报告:深耕长三角，推动平台化战略转型》 2020-07-20

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	463.64	477.03	505.37	553.05	600.84
增长率 (%)	19.06	2.89	5.94	9.43	8.64
归属母公司股东净利润 (亿元)	129.25	123.09	129.24	144.33	160.33
增长率 (%)	12.48	(4.77)	4.99	11.67	11.09
每股收益 (元)	0.61	0.58	0.61	0.68	0.75
市盈率(P/E)	5.91	6.20	5.91	5.29	4.76
市净率(P/B)	0.69	0.66	0.61	0.55	0.51

资料来源：wind, 天风证券研究所

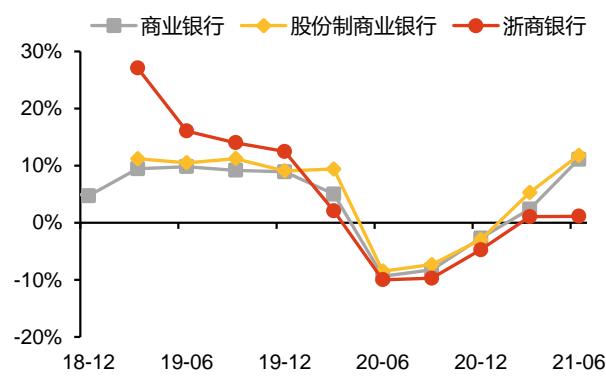


图 1: 浙商银行营收、PPOP 及业绩同比增速



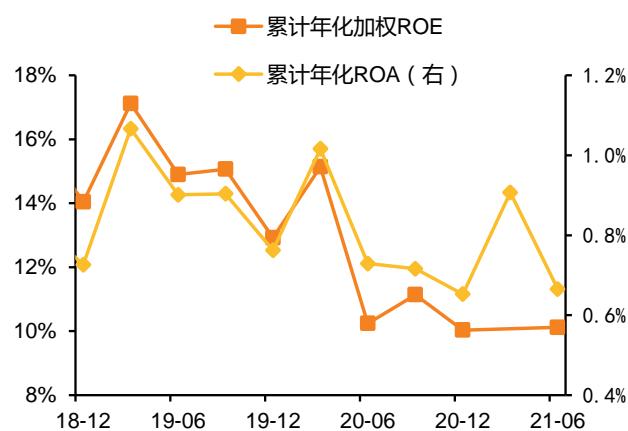
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 2: 浙商银行业绩累计同比增速 vs. 行业整体水平



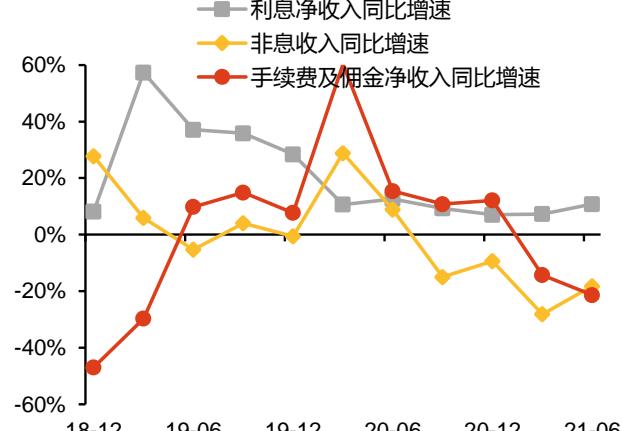
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 3: 浙商银行累计年化加权 ROE 和 ROA



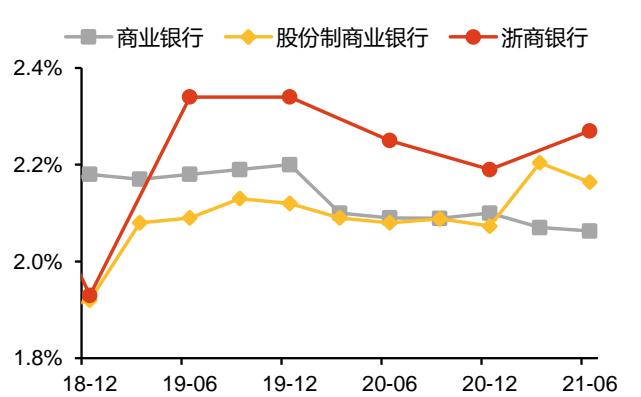
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 4: 浙商银行利息净收入&非息收入累计同比增速



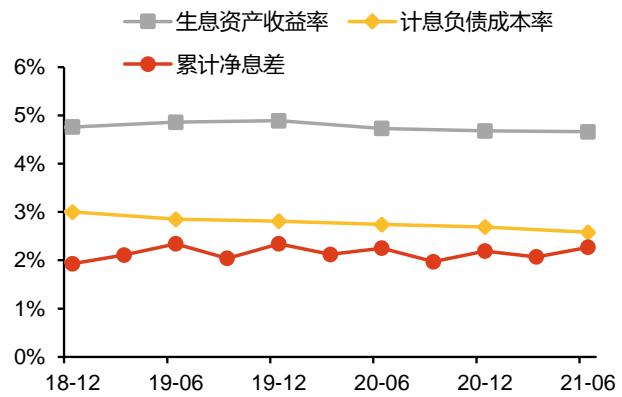
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 5: 浙商银行累计净息差 (披露值) VS. 行业平均



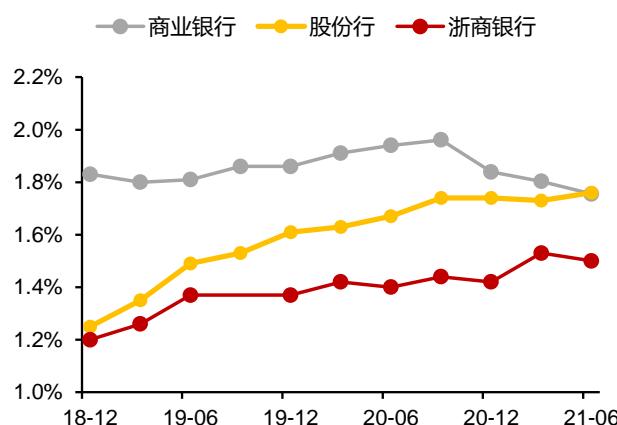
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 6: 浙商银行累计生息资产收益率&计息负债成本率



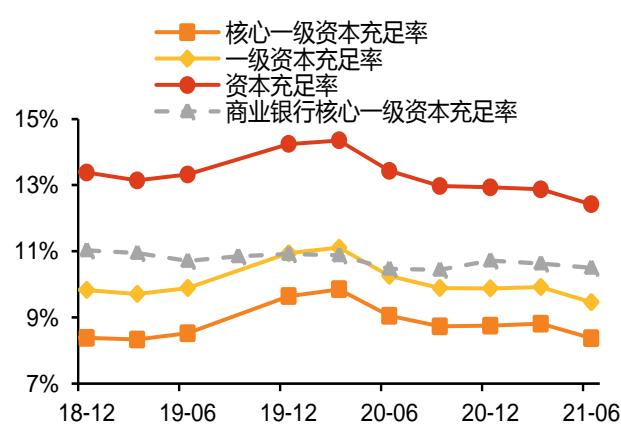
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 7：浙商银行不良贷款率 vs. 行业



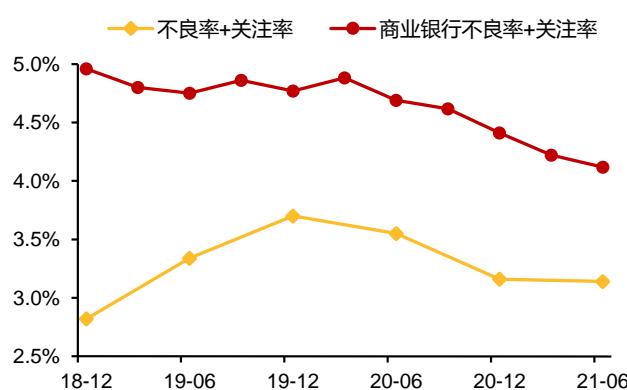
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：浙商银行关注率、逾期 90 天以上贷款/不良贷款



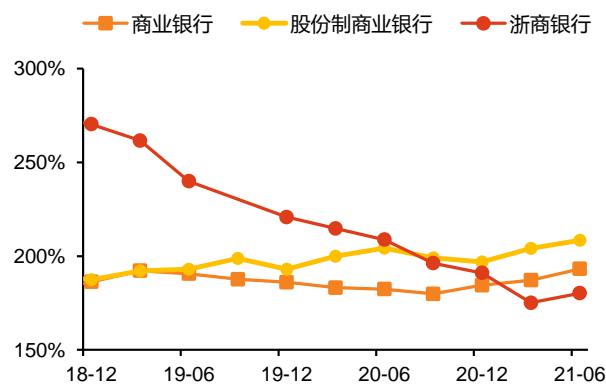
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：浙商银行不良率+关注率 vs. 行业



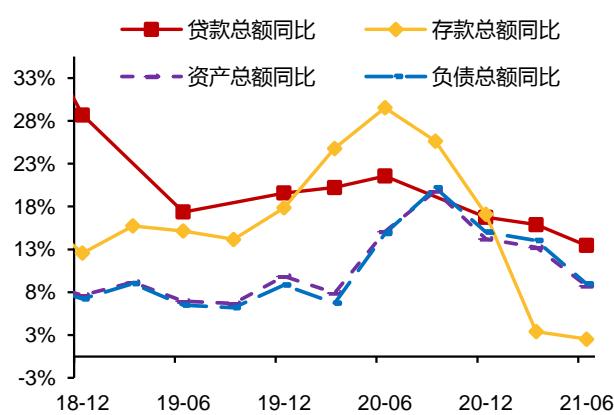
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：浙商银行拨备覆盖率 VS. 行业



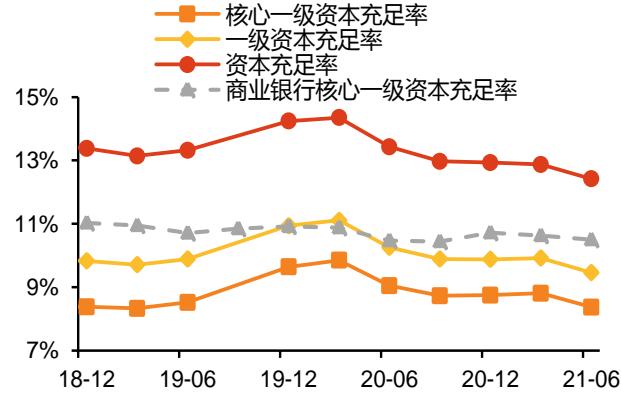
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：浙商银行存、贷款及资产同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：浙商银行各级资本充足率



资料来源：WIND，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表											
净利润收入	339	371	410	451	491	净利润增速	12.48%	-4.8%	5.0%	11.7%	11.1%
手续费及佣金	46	43	38	42	46	拨备前利润增速	24.68%	3.3%	5.4%	9.5%	8.7%
其他收入	79	64	57	60	63	税前利润增速	5.99%	-2.2%	2.9%	11.7%	11.1%
营业收入	464	477	505	553	601	营业收入增速	19.06%	2.9%	5.9%	9.4%	8.6%
营业税及附加	5.98	6.20	6.57	7.19	7.81	净利润收入增速	28.38%	9.5%	10.5%	10.0%	9.0%
业务管理费	122	124	131	144	156	手续费及佣金增速	5.15%	-7.2%	-10.0%	10.0%	10.0%
拨备前利润	336	347	366	400	435	营业费用增速	5.23%	1.8%	5.9%	9.4%	8.6%
计提拨备	189	202	218	235	252						
税前利润	147	144	148	165	183	规模增长					
所得税	15	18	19	21	23	生息资产增速	7.58%	13.5%	12.0%	11.0%	11.0%
净利润	129	123	129	144	160	贷款增速	19.34%	16.3%	13.0%	12.5%	12.0%
						同业资产增速	0.86%	81.8%	10.0%	10.0%	10.0%
资产负债表											
贷款总额	10302	11977	13534	15226	17053	证券投资增速	-8.30%	2.0%	15.0%	10.0%	8.0%
同业资产	559	1015	1117	1229	1351	其他资产增速	3.69%	18.6%	3.1%	11.0%	7.1%
证券投资	5180	5284	6076	6684	7219	计息负债增速	7.74%	14.7%	8.6%	8.6%	8.6%
生息资产	17039	19332	21652	24034	26678	存款增速	17.33%	16.8%	8.0%	8.0%	8.0%
非生息资产	969	1150	1186	1316	1410	同业负债增速	-4.69%	-54.4%	15.0%	15.0%	15.0%
总资产	18008	20482	22838	25350	28088	股东权益增速	25.14%	33.5%	7.5%	11.0%	8.7%
客户存款	11437	13356	14425	15579	16825						
其他计息负债	4731	5192	5711	6282	6910	存款结构					
非计息负债	559	609	745	1317	1992	活期	33.3%	35.1%	35.0%	35.0%	35.0%
总负债	16728	19157	20881	23178	25727	定期	66.5%	64.8%	64.6%	64.6%	64.6%
股东权益	1364	1821	1957	2172	2360	其他	0.2%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%
						贷款结构					
每股指标											
每股净利润(元)	0.61	0.58	0.61	0.68	0.75	企业贷款(不含贴现)	66.2%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%
每股拨备前利润(元)	1.58	1.63	1.72	1.88	2.05	个人贷款	26.8%	27.9%	28.0%	30.0%	32.0%
每股净资产(元)	5.23	5.43	5.92	6.52	7.03						
每股总资产(元)	84.67	96.30	107.38	119.19	132.06	资产质量					
P/E	5.9	6.2	5.9	5.3	4.8	不良贷款率	1.37%	1.42%	1.48%	1.45%	1.40%
P/POP	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8	正常	96.27%	96.84%	96.02%	96.05%	96.10%
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	关注	2.34%	1.75%	2.50%	2.50%	2.50%
P/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	次级	0.67%	0.83%	0.83%	0.80%	0.75%
						可疑	0.49%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
利率指标											
净息差(NIM)	2.34%	2.19%	2.18%	2.17%	2.17%	损失	0.22%	0.25%	0.30%	0.30%	0.30%
净利差(Spread)	2.08%	1.99%	1.98%	1.97%	1.97%	拨备覆盖率	220.80%	191.01%	180.00%	190.00%	200.00%
贷款利率	5.76%	5.59%	5.35%	5.30%	5.30%						
存款利率	2.53%	2.64%	2.53%	2.50%	2.50%	资本状况					
生息资产收益率	4.89%	4.68%	4.65%	4.63%	4.63%	资本充足率	14.24%	12.93%	12.80%	12.70%	12.65%
计息负债成本率	2.81%	2.69%	2.67%	2.66%	2.66%	核心资本充足率	9.64%	8.75%	8.40%	8.10%	7.90%
						资产负债率	93.53%	92.89%	91.43%	91.43%	91.60%
盈利能力											
ROAA	0.76%	0.65%	0.60%	0.60%	0.60%						
ROAE	12.92%	10.03%	9.91%	10.21%	10.63%	其他数据					
拨备前利润率	1.87%	1.69%	1.60%	1.58%	1.55%	总股本(亿)	212.69	212.69	212.69	212.69	212.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com