

浙商银行 (601916. SH)

经营战略转型：深耕浙江，板块协同

增持

核心观点

作为总部位于浙江的国股行，深耕浙江，立足长三角，布局全国。浙商银行是唯一一家总部位于杭州的全国性股份制银行，特色鲜明。其主要经营区域为浙江省，约有三分之一的网点和资产布局在浙江当地，人才投入远超其他地区；经营区域以长三角为重要根据地，积极开拓全国布局，覆盖范围广泛。

坚定“深耕浙江”首要战略，充分发挥区位优势。浙商银行强化浙江大本营建设，以成为浙江省最重要金融平台为战略目标。浙江省民营经济高度发达且增长强劲，孕育了一批优质的民营企业，创造了丰富的信贷需求；同时浙江商品交易、外贸及互联网高度活跃，为支付结算、贸易融资、金融科技等多元业务创造广阔空间，是银行业发展的福地。当前公司在浙江省份额较低，未来依托区域优势及业务战略，份额有望抬升。

五大板块协同并进，布局经济周期弱敏感资产。我国经济处于转型关键期，公司致力于穿越周期实现稳健增长，率先提出“以经济周期弱敏感资产为压舱石，打造高质量发展的一流经营体系”的经营策略，深化构建“大零售、大资管、大公司、大投行、大跨境”五大业务板块齐头并进新格局，综合竞争力持续提升。其中公司以大零售板块为业务发展重点，一方面持续深耕普惠小微，浙江省中小企业产业多元，信贷需求旺盛，公司对小微园区、专精特新企业、小微产业链提供特色服务模式，通过金融科技赋能小微打法，实现客户规模和经营业绩的突破，小微资产质量卓越；另一方面，大力推动财富管理板块，主打银行理财，打造丰富多元的代销产品体系。

各项财务指标处上市国股行中位。浙商银行收入结构、资产负债结构、资产质量等等指标与上市国股行水平差异不大，各项指标处于上市国股行中等水平。纵向来看，浙商银行收入规模、资产负债规模稳定扩张，资产质量保持稳定，拨备覆盖率符合监管要求，存在改善空间，在战略转型下有望实现指标好转。公司盈利能力承压，ROE 较高但 ROA 偏低，净息差波动上升且处于全行业中上水平，良好净息差表现主要受高贷款收益率驱动。

盈利预测与估值：结合相对估值和绝对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 3.5~3.9 元之间，对应 2022 年 PB 值为 0.54~0.62x，相对于公司目前股价上涨空间为 22%~40%，给予“增持”评级。

风险提示：疫情冲击超预期，经济低于预期等多种因素变化可能会对我们的判断产生影响，详见正文。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	47,703	54,471	62,196	69,503	77,791
(+/-%)	2.9%	14.2%	14.2%	11.7%	11.9%
净利润(百万元)	12,309	12,648	13,666	14,970	16,880
(+/-%)	-4.8%	2.8%	8.0%	9.5%	12.8%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.55	0.60	0.66	0.75
总资产收益率	0.65%	0.60%	0.56%	0.54%	0.53%
净资产收益率	11.0%	10.8%	10.7%	10.8%	11.2%
市盈率(PE)	5.2	5.0	4.6	4.2	3.7
股息率	5.8%	0.0%	6.4%	7.0%	7.9%
市净率(PB)	0.51	0.48	0.43	0.40	0.37

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

银行·股份制银行 II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

基础数据

投资评级

增持(首次覆盖)

合理估值

3.50~3.90元

收盘价

2.86元

总市值/流通市值

60829/33076百万元

52周最高价/最低价

3.59/2.73元

近3个月日均成交额

88.59百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况：立足浙江的国股行.....	5
历史沿革：总部位于浙江的国股行.....	5
经营区域：深耕浙江，立足长三角，布局全国.....	6
坚定深耕浙江，发挥区域优势.....	7
浙江民营经济发达，银行业务需求丰富.....	7
深耕浙江为首要战略，打造浙江最重要的金融平台.....	9
依托区域优势及业务战略，公司份额有望实现高增.....	10
五大板块协同并进，布局经济周期弱敏感资产.....	11
五大业务板块协同发展，综合竞争力增强.....	11
大零售启航：深耕普惠小微，发力财富管理.....	13
财务分析：信贷快速扩张，资产质量稳定.....	19
营收维持较好增长，非息收入成长空间大.....	19
信贷保持高速扩张，存贷结构偏向对公业务.....	20
资产质量保持稳定，处上市国股行中间水平.....	22
盈利能力处于国股行中位.....	23
盈利预测.....	26
假设前提.....	26
未来三年业绩预测简表.....	27
盈利预测的敏感性分析.....	27
估值与投资建议.....	27
绝对估值.....	28
绝对估值的敏感性分析.....	28
相对估值.....	29
投资建议.....	29
风险提示.....	29
附表：财务预测与估值.....	31
免责声明.....	32

图表目录

图1：浙商银行发展历程.....	5
图2：2021年末浙商银行网点布局.....	6
图3：浙江省GDP规模及同比增速.....	7
图4：浙江省年末各项存贷款余额及同比增速.....	7
图5：浙江省贷款增速及全国贷款增速.....	8
图6：浙江省存款增速及全国存款增速.....	8
图7：2020年末浙江省规上企业数目按登记注册类型分布.....	8
图8：2020年末浙江省规上企业生产总值按登记注册类型分布.....	8
图9：2021年末浙江省商品贸易活跃.....	9
图10：浙江省及全国进出口金额占GDP比重.....	9
图11：浙商银行“深耕浙江”首要战略战术安排.....	10
图12：浙商银行“深耕浙江”首要战略初步成效.....	10
图13：浙商银行浙江省内存贷业务份额（2022年上半年）.....	11
图14：浙商银行理财产品发行量占浙江省理财产品募集资金的比值（截至2022年上半年）.....	11
图15：2021年末浙江省各类银行营业网点数.....	12
图16：浙商银行推动“零售+对公+投行+资管+跨境”五大板块协同并进.....	12
图17：2021年末浙江省经济以第二、第三产业为主.....	14
图18：2020年末浙江省规模以上工业企业数按规模分布.....	14
图19：浙商银行小微园区入园企业累计授信.....	15
图20：浙商银行供应链金融服务.....	15
图21：浙商银行小微专营机构数.....	15
图22：浙商银行普惠型小微企业贷款总额及同比增速.....	15
图23：2019-2021年浙商银行普惠型小微企业贷款不良率.....	16
图24：浙商银行个人客户规模.....	17
图25：浙商银行个人贷款占比逐步提升.....	17
图26：浙商银行个人贷款结构及规模.....	17
图27：浙商银行个人贷款不良率处在低位.....	17
图28：浙商银行理财产品余额按客户类型分布.....	18
图29：浙商银行净值型理财产品余额及占比.....	18
图30：浙商银行个人净值型理财余额.....	18
图31：浙商银行代理及委托业务手续费收入.....	19
图32：浙商银行各产品代销增长情况.....	19
图33：浙商银行营业收入及结构.....	20
图34：2022年上半年浙商银行及对标行营收结构.....	20
图35：2021年浙商银行及对标行营业收入同比增速.....	20
图36：浙商银行及对标行收入五年复合年均增速.....	20
图37：浙商银行总资产及贷款高速增长.....	21

图38: 2022年上半年浙商银行及对标行生息资产结构.....	21
图39: 浙商银行贷款规模及结构.....	21
图40: 2021年末浙商银行及对标行贷款结构.....	21
图41: 浙商银行计息负债规模及结构.....	22
图42: 2021年末浙商银行及对标行计息负债结构.....	22
图43: 浙商银行存款规模及结构.....	22
图44: 2021年末浙商银行及对标行存款结构.....	22
图45: 浙商银行不良贷款率及关注率已趋于稳定.....	23
图46: 2021年浙商银行及对标行年化平均ROA.....	24
图47: 2021年浙商银行及对标行年化加权平均ROE.....	24
图48: 2017-2021年浙商银行年化平均ROA和年化加权平均ROE(右轴)	24
图49: 2021年浙商银行及全行业上市银行净息差.....	25
图50: 2021年浙商银行及全行业上市银行净利差.....	25
图51: 2017-2021年浙商银行净息差及净利差.....	25
图52: 2021年浙商银行及对标行存款平均成本率.....	26
图53: 2021年浙商银行及对标行贷款平均收益率.....	26
图54: 2014-2021年浙商银行存款平均成本率和贷款平均收益率(右轴)	26
图55: A股上市国股行估值情况.....	29

表1: 上市国股行2022年上半年末总资产规模及2018年以来复合增长率.....	6
表2: 浙商银行2022年上半年末机构情况按所在区域分布.....	7
表3: 2021年浙江省规模以上工业增加值及增速.....	9
表4: 2020年浙江省各行业企业收入规模(亿元)及占比.....	13
表5: 2021年末浙商银行与对标行资产质量核心指标.....	23
表6: 未来三年业绩预测简表(单位: 百万元)	27
表7: 归母净利润增速对净息差的敏感性分析.....	27
表8: 一二阶段的核心假设(百万元)	28
表9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)	28

公司概况：立足浙江的国股行

历史沿革：总部位于浙江的国股行

浙商银行是我国唯一一家总部位于浙江省的全国性股份制商业银行，由中外合资银行重组、股改、引战而来，深耕浙江、立足长三角地区形成自身经营特色，近年来资产规模增速领先同业。浙商银行总部位于浙江省杭州市，是一家以民营资本为主的全国性股份制商业银行。

浙商银行前身为浙江商业银行，是成立于 1993 年位于浙江省宁波市的中外合资银行；历经银行业严重的不良资产周期后，于 2003 年启动重组，由浙江国信向南洋商业银行、中国银行、交通银行收购股权，并将部分股权以国有资产划拨的形式移交给浙江省交通集团，另一部分股权转让给万向控股等企业；而后整体改制为股份制企业，并更名为“浙商银行股份有限公司”，总部迁至杭州市，于 2004 年成为银监会批准的十二家全国性股份制商业银行之一，其重组、股改之路自此正式完成。随后，经历多轮增资扩股，浙商银行于 2016 年 3 月在港交所主板上市，又于 2019 年 11 月在上海证券交易所主板挂牌上市，是全国第 13 家“A+H”上市银行。

浙商银行始终坚持深耕浙江、立足长三角地区形成自身经营特色，截至 2022 年上半年末，全行总资产 25212 亿元，2018 年以来年均复合增长率达到 11.63%，资产规模绝对水平虽在上市国股行排名最后，但增长率位居榜首。

图1：浙商银行发展历程



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

表1：上市国股行 2022年上半年末总资产规模及 2018 年以来复合增长率

总部区域	A股上市国股行	上市时间	2022H 总资产（亿元）	2018 年以来总资产复合增长率
广东	招商银行	2002-04-09	97,249.96	10.14%
	平安银行	1991-04-03	51,087.76	7.77%
福建	兴业银行	2007-02-05	89,847.47	7.52%
上海	浦发银行	1999-11-10	85,059.59	8.74%
北京	中信银行	2007-04-27	82,780.16	4.90%
	民生银行	2000-12-19	73,205.80	9.92%
浙江	光大银行	2010-08-18	62,572.47	10.59%
	华夏银行	2003-09-12	38,436.35	9.94%
浙江	浙商银行	2019-11-26	25,212.44	11.63%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经营区域：深耕浙江，立足长三角，布局全国

从经营区域看，浙商银行深耕浙江本地，立足长三角地区，并积极开拓全国布局，辐射范围涵盖环渤海、珠三角及海西地区和中西部地区，同时设立境外分行。截至 2022 年上半年，浙商银行在总行和子公司浙银租赁外，共设立 299 家分支机构，其中浙江省本地 100 个，浙江省以外长三角地区 54 个，环渤海地区 56 个，珠三角及海西地区 23 个，中西部地区 65 个，中国香港分行 1 家。从资产分布来看，2021 年底浙商银行 49% 的资产分布于长三角地区，其中 32% 分布于浙江省本地，全国布局的其他地区撑起浙商银行资产的另一半江山。此外，在浙江地区的人才投入占比也高达 46%，远超其他地区。可见浙商银行在浙江本地各方面投入较大，深耕本地的同时立足长三角区域，由此辐射开拓全国布局，目前已在全国 21 个省及香港特别行政区设立机构，覆盖范围较广，扩张空间广阔。

图2：2021年末浙商银行网点布局


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表2：浙商银行2022年上半年末机构情况按所在区域分布

所在区域	机构数量	用工人数(人)	资产规模(亿元)
浙江	101	8356	5905.31
长三角地区(除浙江)	54	2611	3353.91
环渤海地区	56	2616	3630.23
珠三角及海西地区	23	1350	2069.16
中西部地区	65	3308	3478.21
中国香港	1	77	308.3
合计	300	18318	18745.12

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

坚定深耕浙江，发挥区域优势

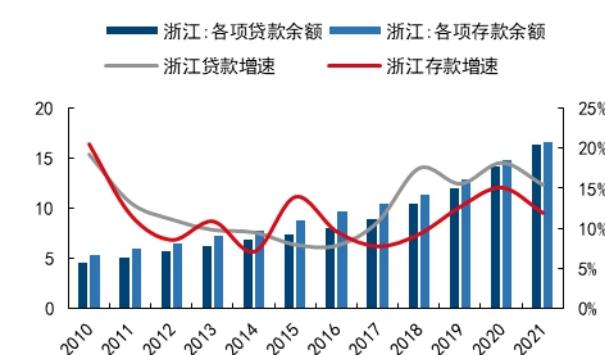
浙江省是我国经济最为发达的地区之一，为银行业创造了丰富的业务需求，浙商银行扎根浙江省，具备开展银行业务的区位优势。浙商银行牢牢把握区位优势，把“深耕浙江”作为首要战略，以“打造浙江最重要的金融平台”为战略目标，强化浙江大本营建设，充分利用浙江当地资源优势深耕浙江。

浙江民营经济发达，银行业务需求丰富

浙江省民营经济发达，孕育了一批优质的民营企业、中小微企业，创造了丰富的银行业务需求，是银行业的天然“福地”。浙江省是我国经济最为发达的省份之一，位于我国东南沿海，地处长三角经济区，受历史经商传统等多因素影响，形成了以民营经济为主体的经济结构，民营经济高度发达且增长强劲。浙江省区域面积仅占全国的百分之一，而2021年实现的地区生产总值为7.35万亿元，同比增长13.8%，高于全国同比增速0.94个百分点，五年年均增长6.7%；同年浙江省GDP占全国GDP的6.43%；全年民营经济增加值占全省生产总值的比重约67%。浙江省发达的民营经济孕育了一批优质的民营企业，也为本土商业银行创造了旺盛的业务需求，业务空间广阔。

图3：浙江省GDP规模及同比增速


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 (单位：万亿元)

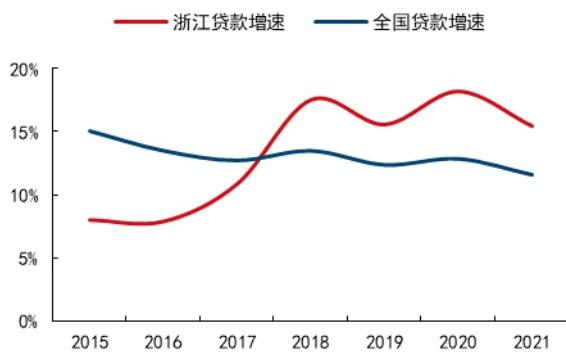
图4：浙江省年末各项存贷款余额及同比增速


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 (单位：万亿元)

浙江省民营市场主体高度活跃，截至2021年，浙江省在册市场主体数量位列全国第四；主板上市公司有434家，位列全国第二；民营市场主体占比高达96.7%，

创造了全省 67% 的 GDP；上榜中国民营经济 500 强的企业数目连续蝉联 23 年全国第一。强大的民营经济孕育了旺盛的信贷需求，2018–2021 年浙江省存贷款增速始终高于全国存贷款增速，2021 年浙江省贷款增速 15.4%，高于全国 3.4 个百分点，浙江省存款增速 11.5%，高于全国 2.3 个百分点。

图5：浙江省贷款增速及全国贷款增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

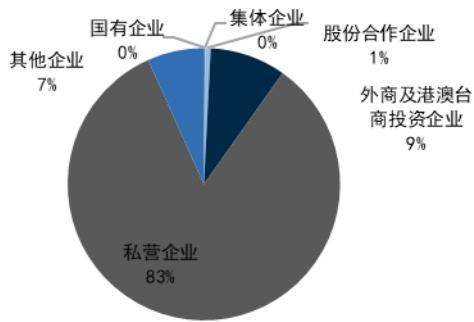
图6：浙江省存款增速及全国存款增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

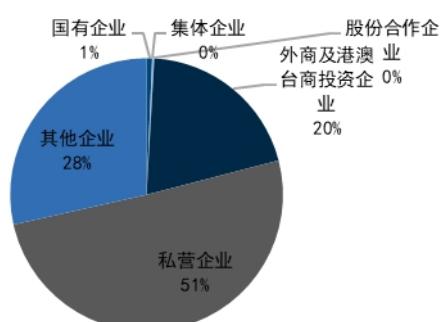
浙江省不仅是我国经济大省，还是商品交易大省、外贸大省，更是制造业和互联网产业强省，为浙商银行发展支付结算、贸易融资、金融科技等业务提供广阔空间，助力大零售、大跨境、大资管等板块发展。浙江省拥有以宁波为代表的港口城市、以义乌为代表的商贸城市、以杭州为代表的互联网产业城市，商贸交易频繁，进出口贸易活跃，人员往来量大，互联网技术发达，孕育了旺盛的支付结算、贸易融资及财富管理需求，为公司零售、跨境、资管等业务提供机遇，同时也为浙商银行数字化转型提供了科技土壤。商贸交易方面，2021 年，浙江省各类商品市场 3225 家共实现成交总额 2.33 万亿元，较上一年度增长 9.6%；进出口外贸方面，2021 年浙江省进出口总额/GDP 达 56.4%，高出全国 22.2 个百分点，外商及港澳台商企业数目占比 9%、创造生产总值达 20%；互联网科技方面，2021 年浙江省数字经济核心产业增加值 8348 亿元，同比增长 13.3%，对经济增长贡献率达 17.1%，规模以上数字经济核心产业制造业增加值达 3095 亿元，增速 20.0%，遥遥领先于其他产业。此外，浙商银行总部位于被誉为“中国互联网之都”的杭州市，2019 年浙商银行就与本地头部互联网企业达成战略合作协议，为公司成为金融科技和业务模式创新的先行银行赋能。

图7：2020 年末浙江省规上企业数目按登记注册类型分布



资料来源：2021 浙江统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图8：2020 年末浙江省规上企业生产总值按登记注册类型分布



资料来源：2021 浙江统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图9：2021年末浙江省商品贸易活跃


资料来源：2021年浙江省国民经济和社会发展统计公报，国信证券经济研究所整理

图10：浙江省及全国进出口金额占GDP比重


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表3：2021年浙江省规模以上工业增加值及增速

	增加值（亿元）	比上年增长
规模以上工业增加值	20248	12. 9%
高技术产业	3202	17. 1%
高新技术产业	12669	14. 0%
装备制造业	9072	17. 6%
战略性新兴产业	6750	17. 0%
数字经济核心产业制造业	3095	20. 0%
节能环保制造业	2539	13. 2%
健康产品制造业	995	14. 6%
时尚制造业	1661	9. 2%
高端装备制造业	5023	14. 2%
文化制造业	598	9. 5%

资料来源：2021年浙江省国民经济和社会发展统计公报，国信证券经济研究所整理

深耕浙江为首要战略，打造浙江最重要的金融平台

浙商银行以成为“浙江省最重要金融平台”作为战略目标，扎根浙江，围绕浙江经济特点制定经营战略。浙商银行自上市之初就确立成为“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”的战略目标。当前更是全面启动“深耕浙江”首要战略，长期致力于成为最懂浙江、浙商的综合金融旗舰，成为浙江各级政府最信任的银行。浙商银行立足浙江，围绕浙江省经济特点制定经营战略，2022年下半年调整确立四大战略重点，即“数字化改革系统开启，深耕发展全面推进，五大板块协同发展，财富管理全新启航”，全面开启高质量发展之路。

浙商银行围绕“深耕浙江”首要战略，展开系列战术安排。在业务条线方面，优化大本营体制机制。2021年，浙商银行在总行层面设立了浙江业务总部，对浙江省内分行全部实行总行直管，将浙江省视作一个整体，着力推动省内业务纵深发展。在政银合作方面，与各级政府通力密切合作，更好服务实业及重点产业。截至2021年底，浙商银行已全面推进与省级政府部门、11个地市政府及相关区县政府达成战略合作，深度参与浙江省重要数字化平台建设，共建浙江省金融综合服务生态圈，积极助力制造业实业、供应链金融、绿色金融等重要领域发展，打

造浙商银行优质品牌形象。在同业合作方面，积极加强促进金融机构协同合作、金融要素联通流转，打造向实向新、金融向善的“金融顾问”形象。截至 2022 年上半年，浙商银行累计走访企业 1 万余家，推动同业金融机构为 2000 余家企业提供各类融资约 2600 亿元，大大提升公司的社会影响力。

图11：浙商银行“深耕浙江”首要战略战术安排



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

浙商银行“深耕浙江”战略已初现建设成效。截至 2022 年上半年，信贷方面，浙商银行在浙江省内融资服务总量已达 8635 亿元，新增各项贷款 539 亿元，创同期历史新高；债销方面，浙商银行在浙江省内债券承销同比增长 82.8%，高于省内银行同业平均增速近 80 个百分点，其中政府债创历史新高，共中标浙江地方政府债 281 亿元，占全市场发行量的 10.45%，仅次于工农建三家国有大行；供应链金融方面，浙商银行在浙江省内供应链金融余额 161 亿元，较年初增加 91.7%。

图12：浙商银行“深耕浙江”首要战略初步成效



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

依托区域优势及业务战略，公司份额有望实现高增

浙商银行在浙江省域市占率尚存较大提升空间，依托浙江省高速发展的区域经济和旺盛的业务需求，在多板块业务体系协同发展战略引领下，有望实现份额高增。

一方面，浙江省高度发达的民营经济创造了旺盛的信贷需求，为浙江银行业存贷业务提供了广阔空间，当前浙商银行在浙江省内存贷业务份额仍在较低水平，存贷扩张空间可观；2022年上半年，浙商银行新增存款占浙江省新增存款比重为3.31%，浙商银行新增贷款占浙江省新增贷款总额的比重为3.56%，提升空间广阔。另一方面，浙江省多元的经济形态孕育了丰富的中间业务需求，为浙江银行业财富管理、投资银行、汇兑等业务提供了发展机遇，当前浙商银行在浙江省内此类业务市占份额仍然不高，为业务扩展留有充分空间。以理财业务为例，浙商银行报告期内理财产品发行规模占浙江省同期理财产品募集资金规模的比值虽逐年增加，但仍未突破1.0%，存在明显的提升空间。因此，浙商银行坚定“深耕浙江”的首要战略，乘浙江经济高速发展之风，将有望实现业务份额高增。

图13：浙商银行浙江省内存贷业务份额（2022年上半年）

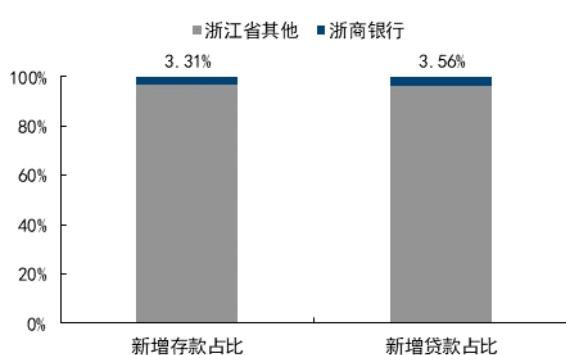


图14：浙商银行理财产品发行量占浙江省理财产品募集资金的比值（截至2022年上半年）



资料来源：公司财报，浙江省统计局，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，公司财报，国信证券经济研究所整理

五大板块协同并进，布局经济周期弱敏感资产

近年来伴随经济结构转型升级，企业的金融服务需求也日益多元化，银行业的经营模式也需要响应变革。从全球大型银行经验来看，摩根大通、美国银行等都经历过降低传统业务比重，提升综合化服务增加中收的轻资本转型之路。同时，大零售业务发展迅猛且空间广阔，尤其是浙商银行深耕浙江区域，居民财富居全国前列，且居民财富意识较强，这给公司拓展大零售业务提供了天然优势。

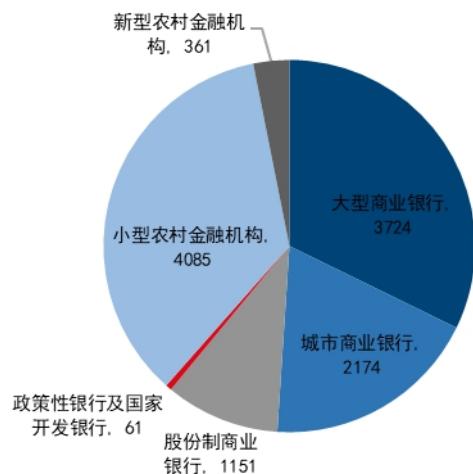
浙商银行作为一家总资产超过2.5万亿元且仍在快速扩张中的股份制银行，如何穿越周期实现稳健增长是战略重心，围绕区域经济特点以及资源禀赋，公司不断完善业务体系和经营策略，率先提出“以经济周期弱敏感资产为压舱石，打造高质量发展的一流经营体系”的经营策略，深化构建“大零售、大资管、大公司、大投行、大跨境”五大业务板块齐头并进、协同发展的新格局，五大板块布局稳扎稳打，取得了明显成效。

五大业务板块协同发展，综合竞争力增强

浙商银行作为主要经营区域位于浙江省的国股行，面临激烈竞争，针对目标客群开展特色化、多元化、创新化业务，展开错位竞争，方能彰显英雄本色。浙商银行作为中外合资银行改制的国股行，成立时间及发展起步时间相对较晚，浙江银行业竞争又较为激烈，公司在网点布局、客户基础等方面不占优势，在全国范围的网点布局不及四大行，在浙江各地市的下沉深度又不及城商行、农商行等，可

谓夹缝生存、困难重重。然而，大型银行往往主攻最优质的大型企业客户，城农商行往往专攻下沉客群的单一存贷业务；因此，锚定特定客群，完善多元业务体系，创新产品服务，开展错位竞争，是浙商银行这类国股行出奇制胜的关键点。

图15：2021年末浙江省各类银行营业网点数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：个）

立足这一关键点，浙商银行坚持“推进五大板块协同发展”的业务战略，首次提出“CSA客户服务总量”，涵盖了AUM财富管理规模、全产品销售服务量、FICC代客服务量、国际业务服务量、FPA对公服务量，致力于提升综合化能力。浙商银行在风起云涌的银行业务中增强自身竞争力，着力推进五大业务板块协同发展，围绕个人、企业、政府、同业、员工五大客群，以客户需求为中心，为客户提供全方位、立体化、体系化的金融服务，实现多元化经营、综合化服务，同时配备强化风险管理流程及重点领域风险管控机制，以达到高质量发展的目标。截至2022年上半年，浙商银行以客户为中心，全面丰富五大业务板块产品服务体系。例如，为更好服务供应链客户，创新研发应收账款全生命周期管理平台；为财富管理全新出发，上线财富管理平台，对接理财子公司等提供全方位资管服务；为实现投行一站式服务，打造投行业务管理、CZ智投等平台，打通合作通道；为丰富跨境场景投融资，推进信汇宝跨境电商贷等三方合作等。

图16：浙商银行推动“零售+对公+投行+资管+跨境”五大板块协同并进



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

大零售启航：深耕普惠小微，发力财富管理

浙商银行坚持以大零售板块为业务发展重点，将其作为高质量发展的“压舱石”。2021年浙商银行重塑零售业务经营体制，加大资源投入，实现了零售业务的全线升级。一方面，持续深耕普惠小微，布局系列特色打法提升服务质量；另一方面，个人业务快速发展，积极推动财富管理全新启航，主动拥抱财富新时代。

■ 持续深耕普惠小微，特色打法初见成效

浙江省发达的民营经济孕育了一批优质的中小微企业，产业结构多样，信贷需求旺盛，具备发展普惠金融的良好基础，为浙商银行发力小微提供了充足的客群和肥沃的土壤。浙江省经济结构以第二产业和第三产业为主，且中小微企业是其生产主力。2021年底，浙江省第二产业、第三产业生产总值分别占地区生产总值比重的42%、55%；2020年底，规模以上工业企业中中型企业、小型企业、微型企业数量分别占比10%、84%、5%，中小微企业合计占到绝大多数，普惠金融客群基础坚实。此外，在企业行业分布结构方面，浙江省产业行业分布多样，收入分布相对均衡，占比最高的三个行业分别为电子机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、通用设备制造业，占比分别为11.01%、7.85%、7.16%，制造业多点开花，持续高质量发展。多元化的产业结构创造了旺盛的信贷需求，为浙商银行创造充足的业务空间。

表4: 2020年浙江省各行业企业收入规模（亿元）及占比

序号	行业类别名称	营业收入 (亿元)	营收 占比	序号	行业类别名称	营业收入 (亿元)	营收 占比
1	电气机械和器材制造业	8656.29	11.01%	20	仪器仪表制造业	1254.18	1.60%
2	计算机、通信和其他电子设备制造业	6172.65	7.85%	21	家具制造业	1043.67	1.33%
3	通用设备制造业	5631.34	7.16%	22	农副食品加工业	972.64	1.24%
4	化学原料和化学制品制造业	5598.60	7.12%	23	烟草制品业	936.13	1.19%
5	汽车制造业	5331.90	6.78%	24	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	823.87	1.05%
6	电力、热力生产和供应业	4854.28	6.17%	25	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	800.91	1.02%
7	纺织业	4117.77	5.24%	26	燃气生产和供应业	656.98	0.84%
8	非金属矿物制品业	3759.16	4.78%	27	食品制造业	601.09	0.76%
9	金属制品业	3527.36	4.49%	28	印刷和记录媒介复制业	523.03	0.67%
10	橡胶和塑料制品业	2881.43	3.66%	29	木材加工和木、竹、藤、棕草制品业	465.49	0.59%
11	化学纤维制造业	2769.57	3.52%	30	酒、饮料和精制茶制造业	445.85	0.57%
12	有色金属冶炼和压延加工业	2754.06	3.50%	31	废弃资源综合利用业	357.93	0.46%
13	专用设备制造业	2392.51	3.04%	32	水的生产和供应业	264.50	0.34%
14	黑色金属冶炼和压延加工业	2000.76	2.54%	33	其他制造业	240.12	0.31%
15	石油加工、炼焦和核燃料加工业	1971.19	2.51%	34	非金属矿采选业	184.73	0.23%
16	纺织服装、服饰业	1893.67	2.41%	35	金属制品、机械和设备修理业	145.22	0.18%
17	医药制造业	1797.16	2.29%	36	有色金属矿采选业	5.68	0.01%
18	造纸和纸制品业	1461.43	1.86%	37	黑色金属矿采选业	1.27	0.00%
19	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	1330.09	1.69%				

资料来源：2021浙江统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图17: 2021年末浙江省经济以第二、第三产业为主

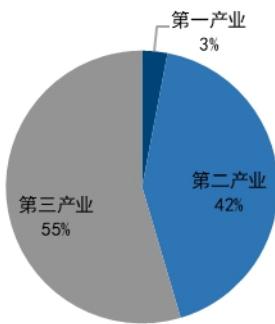
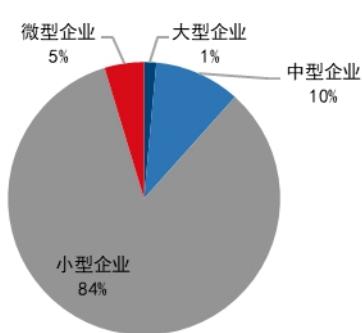


图18: 2020年末浙江省规模以上工业企业数按规模分布



资料来源：2021年浙江省国民经济和社会发展统计公报，国信证券经济研究所整理

资料来源：2021浙江统计年鉴，国信证券经济研究所整理

浙商银行依托浙江省肥沃的小微土壤和多元的产业结构，结合浙江省经济产业特点，全面推进普惠小微战略，持续提升小微金融服务质效。浙商银行从浙江省经济产业特点出发布局普惠小微业务，在机制、产品、流程、风控等方面均形成了许多具有浙江特色、浙商特色的做法。

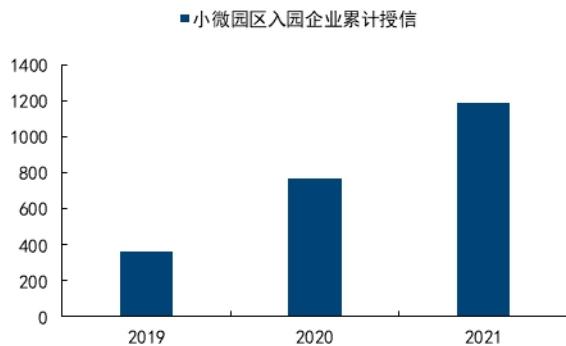
第一，为小微园区提供综合化服务。依托制造业大省浙江，聚焦制造业小微金融服务，向小微园区提供全经营周期金融服务方案。2021年底，浙商银行小微园区入园企业累计授信1186.69亿元。

第二，为专精特新企业提供中长期支持。浙江专精特新企业高速增长，如雨后春笋般欣欣向荣，而此类企业往往前期研发投入较高、成长周期较长，因而信贷结构偏向中长期，因而浙商银行持续加强对新兴产业、智造业、入园小微企业的中长期资金支持。2021年底，中长期贷款占比超60%。

第三，为小微产业链提供全链条联动方案。基于浙江丰富多元的产业结构，浙商银行打造产业链银行，积极助力供应链产业链上下游小微客户，依照设备按揭、经销、分销、营运等实际经营场景进行投放，为钢铁、建筑、能源等20多个行业提供差异化、特色化的供应链金融解决方案。截至2021年底，此类累计投放已超60亿元，服务产业链上下游小微企业及个体工商户近3万户。

第四，金融科技赋能小微模式。乘浙江互联网大省之东风，浙商银行以科技赋能小微模式，结合大数据及互联网技术改造信贷流程，实现在线申请、移动调查、自助提还款、简便续贷等全线上操作流程，提升小微业务效率。2021年底，浙商银行小微贷款在线申请使用率超75%，线上提款占比超95%，浙江省内线上抵押登记占比达90%，已累计为1.96万户小微企业提供无还本续贷服务。

此外，在授信风控方面，浙商银行实施统一授信管理，完善专业化管理体制，形成标准化的授信作业模式。

图19：浙商银行小微园区入园企业累计授信


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图20：浙商银行供应链金融服务


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

浙商银行始终坚守小微战略，在上述特色打法下，小微业务取得明显成效，客户数量及业务规模不断增长，产品体系不断完善。

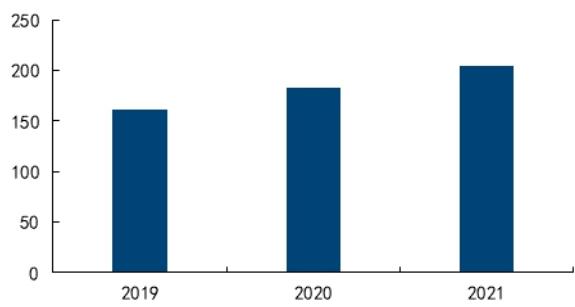
在客户规模方面，2022年上半年，浙商银行普惠型小微企业贷款客户数11.33万户，较年初新增0.75万户。在经营业绩方面，2022年上半年，浙商银行小企业专营机构有204家，普惠型小微企业贷款达2562.14亿元，较年初增长196.61亿元，同比增速8.31%，高于境内机构各项贷款增速4.63个百分点；横向对比，2021年末浙商银行普惠小微贷款占比继续保持股份行领先地位，居全国性银行第一位，被评为新浪财经“年度小微金融品牌银行”。

在产品创新方面，浙商银行借助政企合作机遇及数字化优势，打造特色产品，推进“线上+线下”产品创新，完善产品服务体系。例如，建设金服宝·小微平台、场景应用平台等；针对资金期限需求不同的群体开发“一日贷”“三年贷”“十年贷”等，针对线上用户，开发“点易贷”“循环贷”等线上产品；在浙商银行微信公众号提供小微服务功能等。

在资产质量方面，普惠小微型资产质量明显优于整体并不断向好。浙商银行普惠型小微企业贷款不良率在2019-2021年间持续下降，且显著低于整体不良率水平，2021年底仅为0.92%，在疫情尚存背景下，浙商银行普惠小微企业不良率仍维持较低水平，彰显出其在普惠小微领域较强的业务能力。

图21：浙商银行小微专营机构数

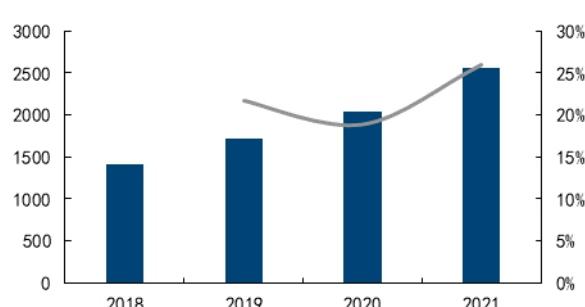
■小微专营机构数



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（单位：个）

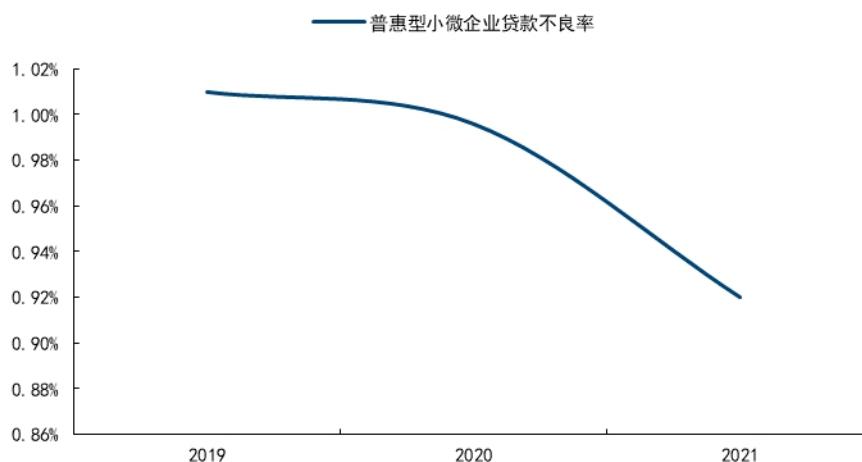
图22：浙商银行普惠型小微企业贷款总额及同比增速

■普惠型小微企业贷款总额 ■同比增速



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图23: 2019–2021年浙商银行普惠型小微企业贷款不良率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

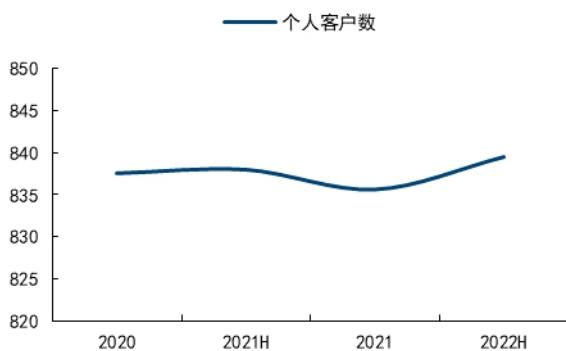
■ 零售业务快速发展，财富管理全新启航

浙商银行零售业务快速发展，重视消费信贷等核心业务，全面落实小额授信政策，服务个人零售客户，个人贷款业务取得一定经营成效。浙商银行不断提升服务个人客户的能力，开展批量化获客、线上化操作、智能化风控、规范化管理，取得了一定成效。

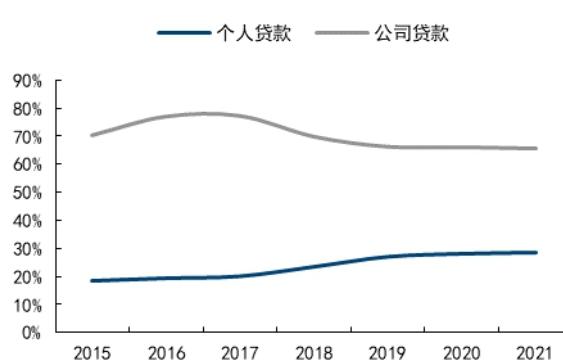
在客户规模方面，实现个人客户规模的不断提升，截至2022年上半年，浙商银行个人客户数达839.49万户，较年初增加3.84万户。业务占比方面，2015–2021年浙商银行个人贷款占总贷款比重不断攀升，增长10个百分点；2021年底，个人贷款余额已达3814.9亿元，占比28.3%。

业务结构方面，浙商银行个人贷款中个人经营贷占比最高，个人消费贷次之；在2019至2022年上半年间，个人消费贷及个人房贷规模伴随波动稳步上升，个人经营贷规模高速增长；截至2022年上半年，个人经营贷规模已达1784.8亿元，同比增长10.5%。

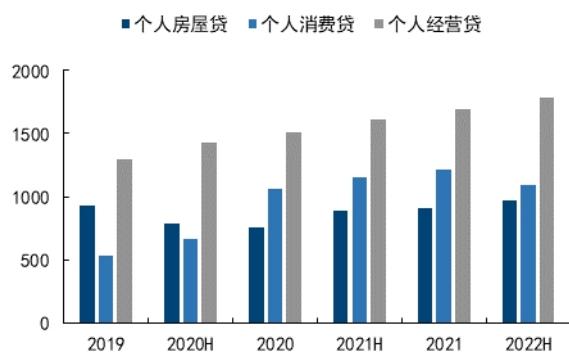
资产质量方面，浙商银行个人业务资产质量明显优于对公业务，2018–2021年间浙商银行公司贷款不良率和个人贷款不良率均略有增长，但个人贷款不良率显著低于公司贷款不良率，2021年底分别为1.07%、1.88%，个人贷款质量显著好于公司贷款，零售业务发展质量较高。

图24: 浙商银行个人客户规模


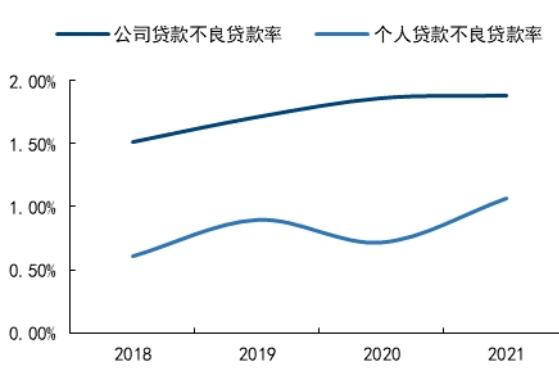
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（单位：万户）

图25: 浙商银行个人贷款占比逐步提升


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26: 浙商银行个人贷款结构及规模


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图27: 浙商银行个人贷款不良率处在低位


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

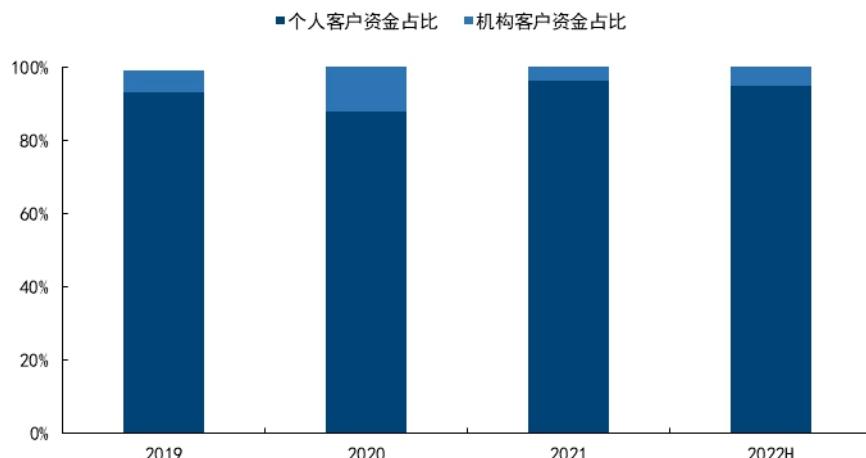
浙商银行积极融入金融财富新时代，大力发展战略重点板块，加强大资管与大零售板块协同，坚持以客户需求为导向，推动财富管理全新启航。在经营体制方面，浙商银行积极推动组织架构改革，构建“1+3+N”的财富管理业务框架，即一个产品采选部门、三个客户管理及渠道部门、N个产品或资产提供部门，高效解决财富管理客户投资配置需求；在公司治理方面，提升专业化管理水平，一方面推进人员队伍、考核体系、品牌管理等多方面的专业化能力提升，另一方面提升数字化水平，打造集约化的远程零售客户运营服务体系。

以零售客户为目标客群，浙商银行全力打造“平台化财富管家银行”，一方面，以银行理财作为主打业务，持续推进净值化进程。银行理财产品相对更加标准化，目标客群定位在个人零售客户，浙商银行理财产品余额个人客户资金占比约维持在90%左右，2022年上半年该比例达94.95%。2021年“资管新规”过渡期结束，浙商银行当年理财净值化产品余额达1802.74亿元，占比73.6%，其中个人净值型理财余额达到1716.33亿元，在个人理财中占比较2020年提升了41个百分点；2022年起银行理财进入全面净值化时代，截至上半年，浙商银行理财净值化产品规模达1900.27亿元，占比78.6%，较年初提升5个百分点，其中公司个人净值型理财余额达1832.59亿元，较年初增长6.8%，在个人理财中占比较年初提升7个百分点；理财业务结构不断改善，取得明显进展。

此外，理财产品创新方面，浙商银行持续推出“生鑫赢”“聚鑫赢”“涌新增利

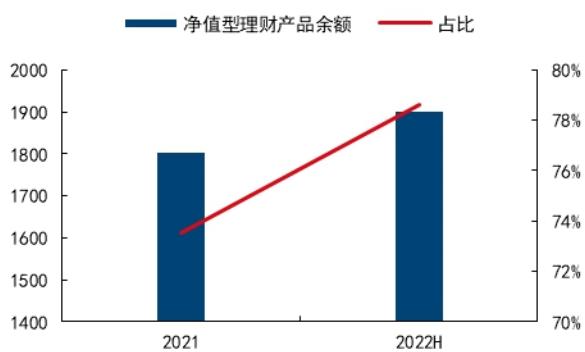
安享”“涌薪增利尊享”等系列净值型理财产品，优化理财产品体系；在理财服务升级方面，浙商银行积极构建以“积分体系+电子商城”为基础架构的零售客户权益体系，通过权益体系和金融产品体系的数字化综合运营，优化服务体系。

图28：浙商银行理财产品余额按客户类型分布



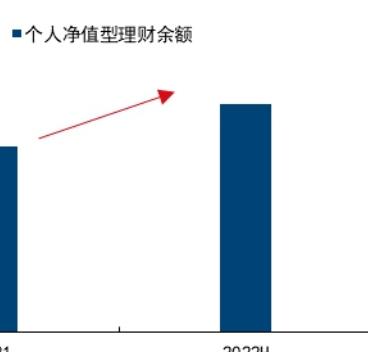
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图29：浙商银行净值型理财产品余额及占比



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图30：浙商银行个人净值型理财余额



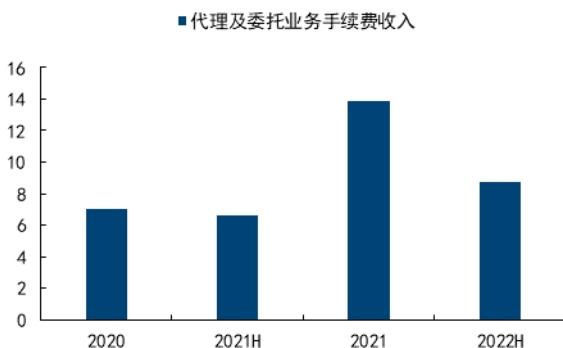
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

另一方面，浙商银行积极打造基金、信托资管计划等丰富多元金融产品的代销产品，通过三方合作丰富财富管理业务体系。随着客户财富管理需求日益多元，单凭银行传统的理财业务和有限的资源禀赋难以满足客户要求，因此寻求与基金公司等三方展开合作是银行发展财富管理业务的突破口之一。浙商银行大力发展以代销业务为核心的财富管理业务，以不断满足个人客户的综合化金融需求。2021年底，公司实现代理及委托业务手续费收入13.84亿元，同比增长96%；截至2022年上半年，代理及委托业务手续费收入已达8.74亿元，同比增长32%，代销基金和资产管理业务为主要增长动力。

同时，浙商银行推进形成代销基金、资管、保险、信托等全方位服务体系，取得一定成绩。2021年，公司实现代理非货币公募基金销售量同比增长163.53%，非货币公募基金保有量同比增长224.36%；代理集合资产管理计划销售量同比增长74.92%；代理集合资金信托计划销售量翻番；代理保费同比增长42.30%。此外，

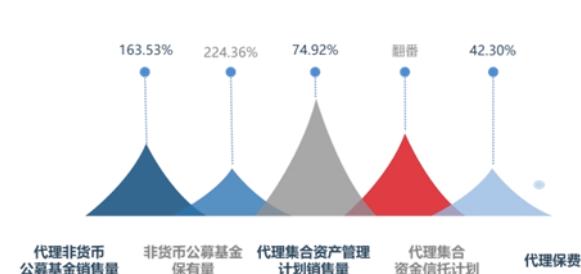
在服务配套方面，浙商银行上线财富号、财富管理平台，发布手机银行 5.0，对接理财子公司，基金、保险、理财、贷款、外汇金融等模块全面换新，助力财富管理全新启航。

图31：浙商银行代理及委托业务手续费收入



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图32：浙商银行各产品代销增长情况



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

财务分析：信贷快速扩张，资产质量稳定

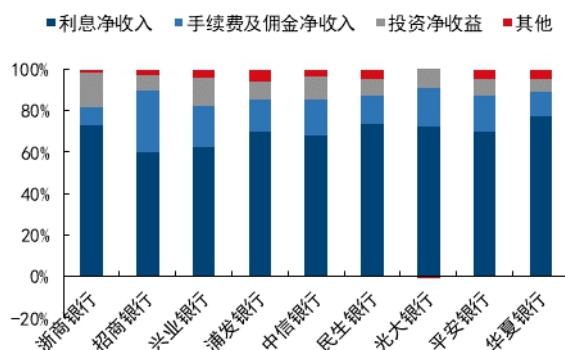
我们选取我国其他上市国股行作为同行业可比上市公司，与浙商银行的主要财务指标进行横向比较，同时结合浙商银行经营业绩的历史情况进行分析。整体来看，浙商银行深耕浙江、五大板块齐头并进的战略部署取得一定成绩，2021 年以来浙商银行各项财务指标处于上市国股行中等水平，业务发展成效有望进一步显现。

营收维持较好增长，非息收入成长空间大

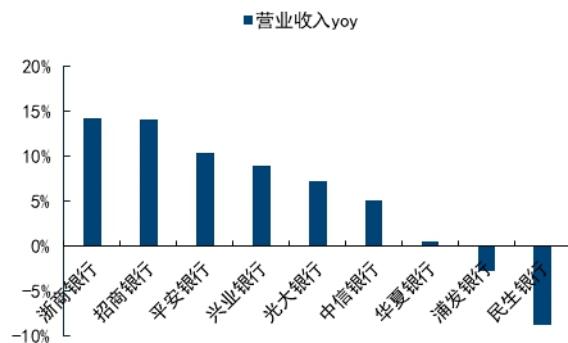
浙商银行营收维持较好增长，利息净收入比重相对较高且增速较快，非息收入增速可观但尚存在较大成长空间。浙商银行营业收入维持较好增长及较快增速，2021 年营收达到 544.7 亿元，同比增长 14.2%，位居上市国股行首位，远高于大多数上市国股行，2017 年以来浙商银行营业收入年均复合增速为 12.3%，始终维持较好增长。结构上，浙商银行利息净收入占总收入比重约在 75%上下波动，而手续费与佣金净收入比重近年来逐步下降至 10%以下，与其他上市国股行相比，营收结构中利息净收入占比相对较高。此外，浙商银行利息净收入始终保持较快增速，2016-2011 年复合年增速达 13.6%，位居上市国股行第 2；非息收入规模波动上升，2016-2011 年复合年增速为 10.9%，在上市国股行中处于中上水平。总体来说，浙商银行营收维持较好增长，利息净收入占比相对较高且增速领先，非息收入增速可观但存在较大增长空间，在发力财富管理的战略转型期，有望实现规模高增。

图33: 浙商银行营业收入及结构

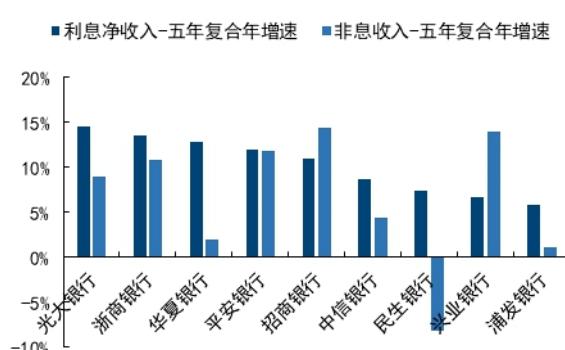

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

图34: 2022年上半年浙商银行及对标行营收结构


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 2021年浙商银行及对标行营业收入同比增速


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 浙商银行及对标行收入五年复合年均增速


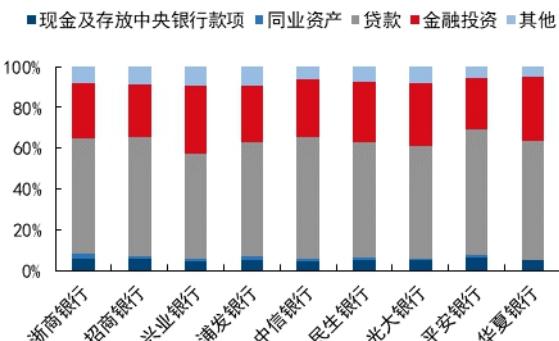
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

信贷保持高速扩张，存贷结构偏向对公业务

从资产端看，浙商银行总资产及信贷规模保持高速扩张；生息资产结构与其他上市国股行相差不大，贷款占比近六成。纵向来看，浙商银行信贷扩张保持较高增速，2021年底，浙商银行总资产及贷款规模分别达2.29万亿元和1.31万亿元，2017-2021年年均复合增速分别为10.4%和19.2%，实现高速扩张。横向来看，浙商银行生息资产结构与其他上市国股行较为相似，均以贷款为主，贷款占比约在60%左右。2022年上半年，公司贷款占生息资产的57%，金融投资、现金及存放在中央银行款项、同业资产分别占27%、6%、2%，生息资产结构近年来基本保持稳定。

图37：浙商银行总资产及贷款高速增长


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

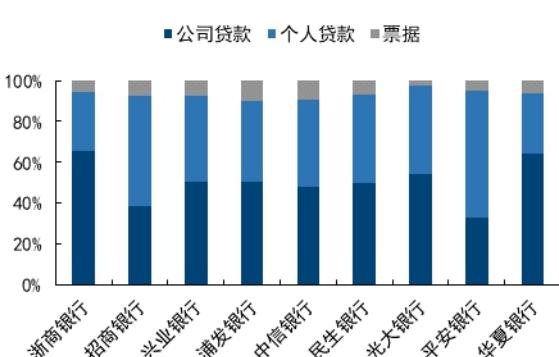
图38：2022年上半年浙商银行及对标行生息资产结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

对贷款结构进一步拆解，浙商银行早年平台化发展战略促使对公业务快速发展，对公贷款占比在上市国股行中位列第一；近年来公司向零售侧转型，发力小微，个人贷款占比逐步提升。2021年底，浙商银行对公贷款占贷款总额的66%，个人贷款业务占28%，贷款结构偏向对公业务；与其他上市国股行相比，浙商银行对公贷款占比最高，与其早年平台化战略促使对公业务高速发展密不可分。纵向来看，2017年至2021年间浙商银行各项贷款规模稳步增长且保持较高增速，信贷投放始终保持较好增长；其中个人贷款增速贡献更高，2017-2021年个人贷款规模年均复合增速达29.9%，超公司贷款复合年增速的两倍，这与公司推进大零售等五大板块齐头并进的战略转型密不可分，公司小微企业业务发展较快，至2021年底个人贷款规模已达3815亿元；其间贷款结构变化不大，对公贷款业务仍占较大比重，个人贷款占比正稳步提升，近四年内增长8个百分点。

图39：浙商银行贷款规模及结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

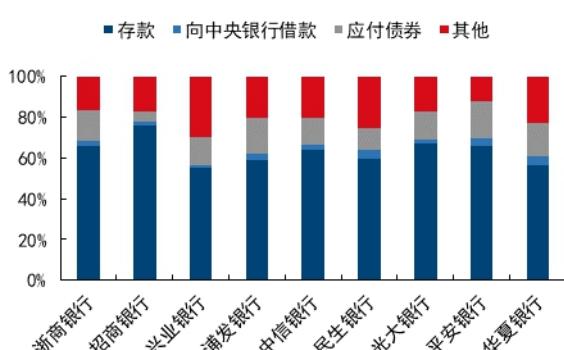
图40：2021年末浙商银行及对标行贷款结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从负债端看，浙商银行计息负债结构与大多上市国股行相近，资金来源稳定依赖于存款业务。2021年底，浙商银行存款占计息负债的67%，在上市国股行中排名第三。纵向来看，浙商银行各项计息负债规模在2017至2021年间保持稳定增长，2021年底达2.12万亿元，其间复合年增速为10.0%；2017-2021年间计息负债结构稳定，始终以存款为主要资金来源，2021年底存款规模达1.40万亿元，其间复合年增速达12.9%。

图41：浙商银行计息负债规模及结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

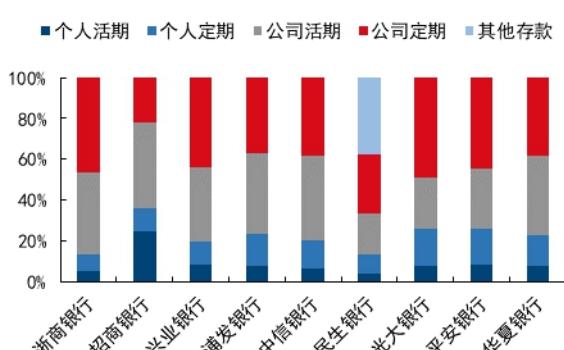
图42：2021年末浙商银行及对标行计息负债结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

对存款结构进行进一步拆解，浙商银行存款结构同样偏向公司业务，对公定期存款占比最高。2021年底，浙商银行对公定期存款占存款总额的46%，对公司存款总额占存款总额的87%，在上市国股行中位居榜首；个人定期存款和个人活期存款分别占8%和5%；公司存贷结构较为匹配，存款结构同样偏向对公业务，体现了浙商银行在经营区域扎实的客户基础。纵向来看，浙商银行存款规模在2017至2021年间保持持续增长，2021年底，浙商银行存款规模为1.40万亿元，其中公司存款规模和个人存款规模分别为12115亿元和1855亿元，其间复合年增速分别为10.9%和35.1%，个人存款增长迅速；2017-2021年间存款结构未发生明显变化，始终以对公存款为主，个人存款规模及占比虽在去年有所下滑但近年来总体呈上升趋势，在浙商银行五大板块齐头并进的战略转型下，存款结构有望进一步改善。

图43：浙商银行存款规模及结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元）

图44：2021年末浙商银行及对标行存款结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产质量保持稳定，处上市国股行中间水平

浙商银行资产质量保持稳定，在上市国股行中处于中位。浙商银行近年来逾期率与不良率之间差距逐步缩小，贷款信用风险在不良率指标中充分体现；2017-2021年间不良贷款率小幅提升、关注率波动上浮，2021年底数值分别为1.53%、2.22%，在全行业上市公司中处于中等偏下水平，资产质量存在一定压力，存量不良资产也在持续处置消化过程中。与对标行相比，2021年底，浙商银行逾期率及关注率处于上市国股行中上水平，不良率指标处于上市国股行下游水平，资产质量整体

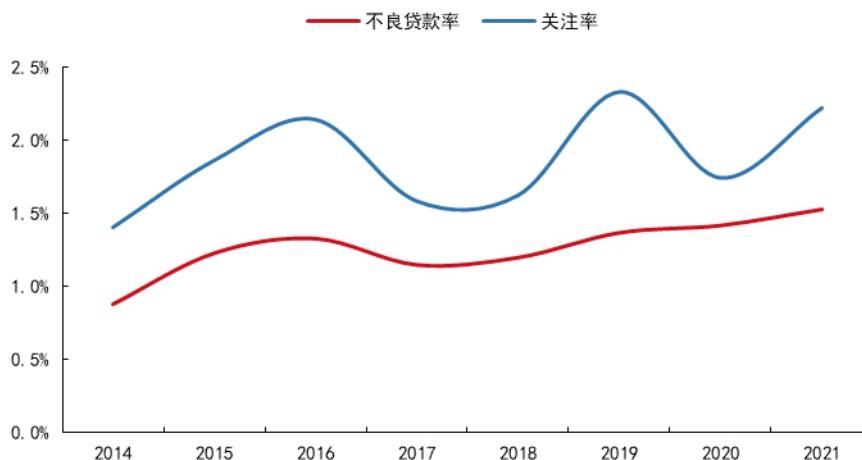
处于上市国股行中等水平；拨备覆盖率为 174.6%，比上年末下降 16.4 个百分点，但仍具有一定缓冲空间。

表5：2021年末浙商银行与对标行资产质量核心指标

	不良贷款率	逾期率	关注率	不良/逾期 90 天以上贷款	拨备覆盖率
浙商银行	1.53%	1.66%	2.22%	119.5%	174.6%
招商银行	0.91%	1.03%	0.84%	144.4%	483.9%
兴业银行	1.10%	1.47%	1.52%	129.5%	268.7%
浦发银行	1.61%	2.08%	2.17%	111.4%	144.0%
中信银行	1.39%	1.86%	1.75%	143.0%	180.1%
民生银行	1.79%	2.17%	2.85%	126.3%	145.3%
光大银行	1.25%	1.99%	1.86%	115.3%	187.0%
平安银行	1.02%	1.88%	1.42%	137.7%	288.4%
华夏银行	1.77%	1.88%	3.10%	125.0%	151.0%

资料来源：Wind，各银行公司财报，国信证券经济研究所整理

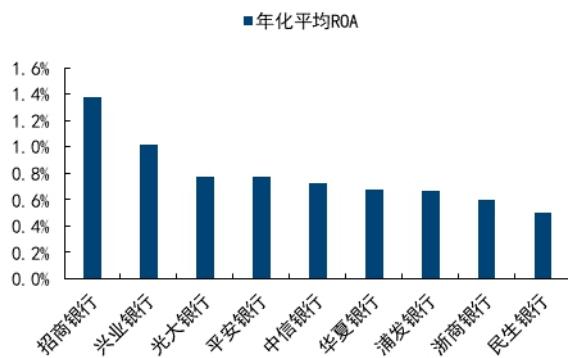
图45：浙商银行不良贷款率及关注率已趋于稳定



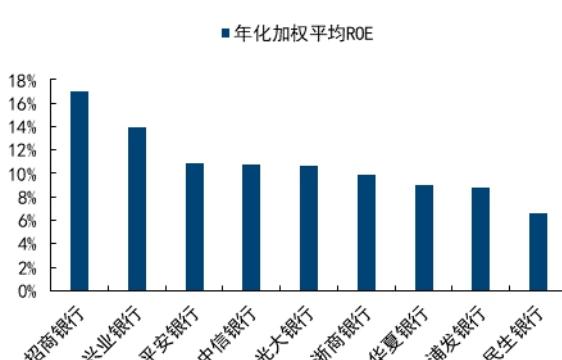
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力处于国股行中位

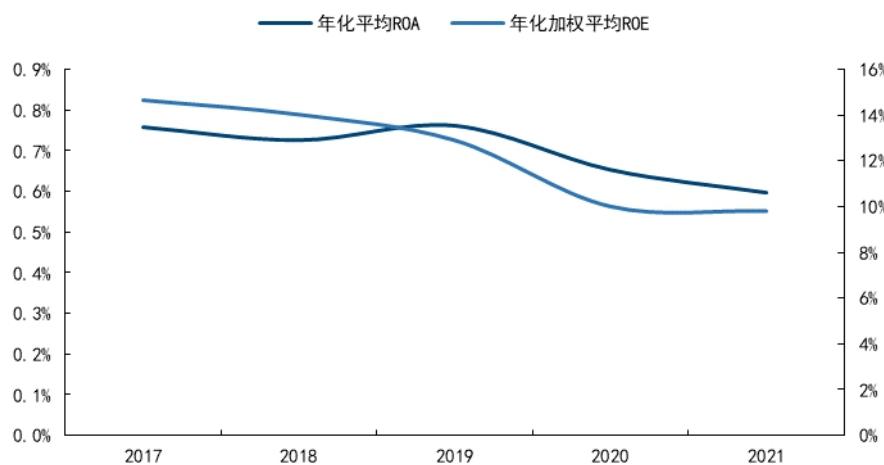
从 ROE 和 ROA 来看，浙商银行在上市国股行中 ROE 水平相对较高、ROA 水平相对较低。2021 年底，浙商银行 ROE 和 ROA 分别为 9.83%、0.60%，财务杠杆对 ROE 的贡献较大，自身总资产盈利能力承压。纵向来看，2017-2021 年间浙商银行 ROE 逐年递减、ROA 小幅降低并伴随振荡，ROE 和 ROA 变化趋势表现不佳，主要拖累于存量不良资产处置消化。伴随着存量问题处置接近尾声，以及公司新的战略转型，全力推动深耕浙江和五大板块协同，盈利能力有望实现进一步优化。

图46: 2021年浙商银行及对标行年化平均ROA


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

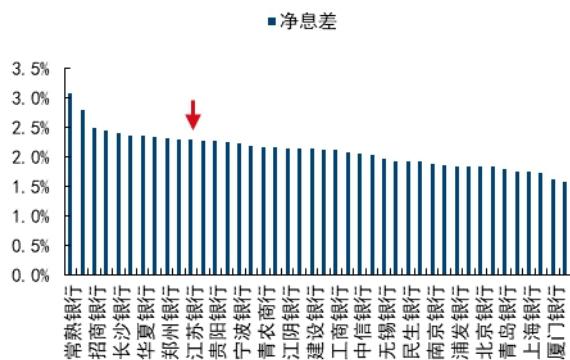
图47: 2021年浙商银行及对标行年化加权平均ROE


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

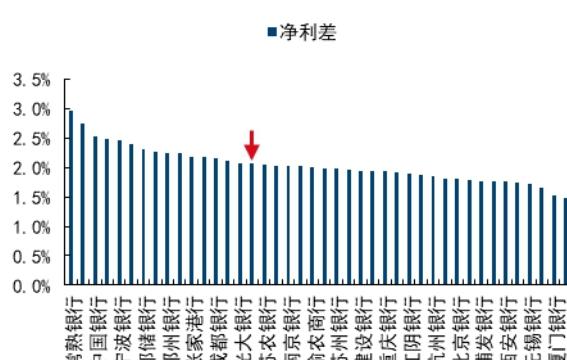
图48: 2017-2021年浙商银行年化平均ROA和年化加权平均ROE(右轴)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

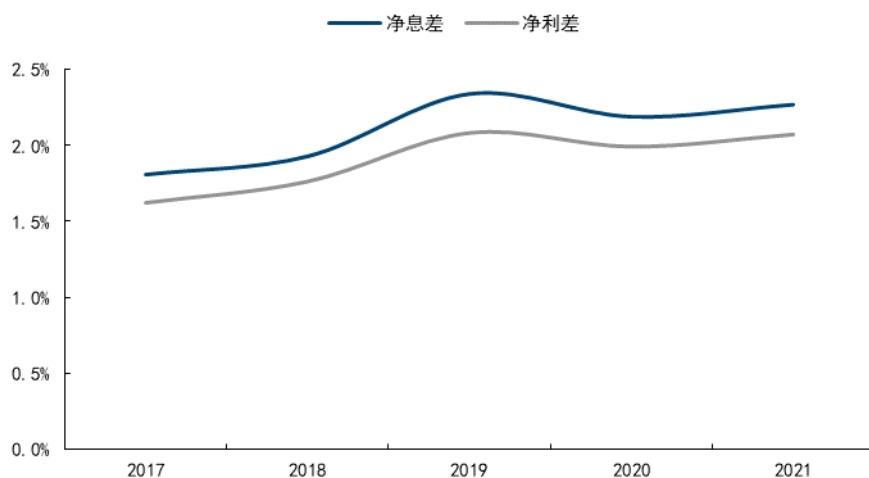
从净息差来看，近五年呈波动上升趋势，处于全行业中上水平。2021年底，浙商银行净息差和净利差分别达2.27%、2.07%，均较上年上升0.08个百分点，位列全行业中上水平，展现出较为优秀的营收能力。纵向来看，2017-2021年浙商银行净息差呈波动上升趋势，营收能力持续向好。

图49：2021年浙商银行及全行业上市银行净息差


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

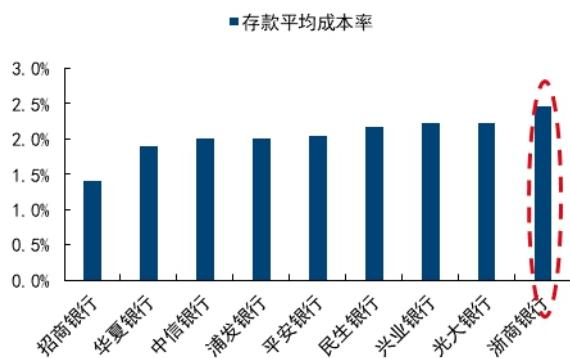
图50：2021年浙商银行及全行业上市银行净利差


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

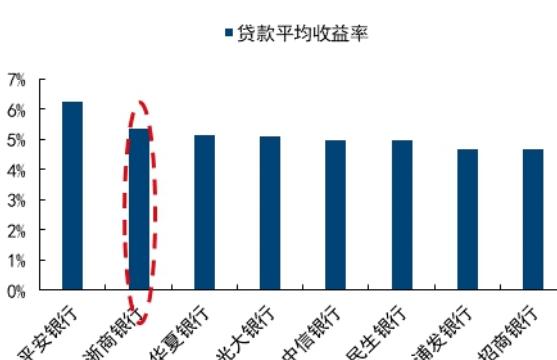
图51：2017-2021年浙商银行净息差及净利差


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

浙商银行存款平均成本率水平相对较高，优秀的净息差表现主要得益于高贷款平均收益率。2021年底，浙商银行存款平均成本率2.47%，在上市国股行中数值最高，这与浙商银行公司定期存款占比较高的存款结构密不可分。而2021年底，浙商银行贷款平均收益率达5.36%，在上市国股行中名列前茅，得益于其深耕浙江战略下优秀的客源获取能力，贷款收益表现较好，驱动公司净息差表现不断走高。纵向来看，近年来浙商银行存款平均成本率及贷款平均收益率在一定幅度内先升后降，净息差承受一定压力但基本可控。

图52: 2021年浙商银行及对标行存款平均成本率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图53: 2021年浙商银行及对标行贷款平均收益率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 2014-2021年浙商银行存款平均成本率和贷款平均收益率(右轴)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下:

(1) 总资产增长率: 浙商银行深耕浙江区域且以长三角向外辐射实现全国性经营, 当前推动五大板块协同发展的战略下, 重点发力小微业务模式和财富管理, 且当地各级政府对其支持力度较大, 预计规模将实现较快增长, 假设 2022-2024 年总资产同比增速分别为 16.0%/14.5%/13.0%;

(2) 净息差: 2021 年起浙商银行持续优化存贷款结构, 公司净息差稳中有升。但去年底到今年初一年期 LPR 和五年期 LPR 分别合计下调 15 个基点和 35 个基点, 政策进一步引导金融机构加大让利实体经济, 因此我们假设 2022 年按照期初期末

余额测算的净息差为 2.20%，同比收窄 2bps。受重定价因素冲击，预计 2023 年净息差小幅下行至 2.15%。随着“深耕浙江”首要战略和“五大板块协同并进”战略的推动落实，预计 2024 年净息差维持在 2.15% 的水平。考虑到未来利率变动存在较大不确定性，可能存在较大误差，我们在下表中对净息差做了敏感性分析；

(3) 资产质量：近年来公司加大不良确认和处置的力度，存量不良包袱有所减轻，我们假设 2022-2024 年不良率为 1.45%/1.45%/1.45%。我们认为公司未来 1-2 年仍会进一步加大不良的处置力度，因此预计资产减值损失计提仍会保持比较高的增速，预计 2022-2024 年资产减值损失同比分别增长 18.3%/12.9%/11.5%。

(4) 其他：假设未来分红率维持在 28%；不考虑可能存在的外源融资因素。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件，我们得到公司 2022~2024 年营业收入分别为 622/695/778 亿元，对应同比增速分别是 14.2%/11.7%/11.9%。2022~2024 归属母公司净利润分别为 137/150/169 亿元，对应同比增速分别为 8.0%/9.5%/12.8%。对应每股收益分别为 0.60/0.66/0.75 元。

表6: 未来三年业绩预测简表（单位: 百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	47,703	54,471	62,196	69,503	77,791
其中：利息净收入	37,095	41,952	47,524	53,501	60,830
手续费净收入	4,250	4,050	5,468	6,014	6,315
其他非息收入	6,358	8,469	9,204	9,988	10,646
营业支出	33,232	39,539	46,058	51,821	57,846
其中：业务及管理费	12,385	13,784	15,739	17,588	19,685
资产减值损失	20,166	24,831	29,386	33,191	36,994
利润总额	14,363	14,981	16,187	17,731	19,994
减：所得税	1,804	2,065	2,231	2,444	2,756
净利润	12,559	12,916	13,956	15,287	17,238
归母净利润	12,309	12,648	13,666	14,970	16,880
摊薄每股收益(元)	0.53	0.55	0.60	0.66	0.75
总资产收益率	0.65%	0.60%	0.56%	0.54%	0.53%
净资产收益率	11.0%	10.8%	10.7%	10.8%	11.2%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁，因此净息差对预测影响不确定性很大，我们进行如下敏感性分析：

表7: 归母净利润增速对净息差的敏感性分析

	2022E	2023E	2024E
净息差 (+5bps)	13.8%	9.8%	12.8%
基准情形	8.0%	9.5%	12.8%
净息差 (-5bps)	2.3%	9.2%	12.7%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测见表 9），接下来 10 年作为中期（第二阶段），之后作为永续期（第三阶段）。在前述分析的基础上来设定估值假设：

- 我们假设折现率约为 11.5%。主要是考虑到以十年期国债收益率为代表的无风险收益率中枢约为 2.7%，而全市场风险溢价率约 7.2%，即全市场长期回报率估计在 10% 左右（比如标普 500 全收益指数 1927 年以来的长期回报率约为 11%，沪深 300 指数近十年收益率约为 8%）。公司近 24 个月贝塔约为 1.23，据此计算的折现率为 11.5%。折现率的不同会导致公司内在价值的变动，我们对此也进行了敏感性分析。
- 浙商银行深化深耕浙江战略，推动五大板块协同并进，大零售启航，对公持续占优，有望实现业绩的高增长。同时，考虑浙江区域经济好，公司经营能力良好，因此我们假设公司第二阶段增长率为 7.0%。但作为一家股份行，我们认为长期来看仍将于经济增速基本保持一致，假设公司永续期增长率为 3.0%。长期增长前景对公司估值影响很大，我们对此也进行了敏感性分析。

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 3.5~3.9 元。

表8：一二阶段的核心假设（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
净资产	166,883	179,981	190,608	202,824	216,190	230,097	244,978	260,901	277,938	296,168	315,674	336,545	358,878	382,773
摊薄 ROE	7.6%	7.6%	7.9%	8.3%	8.4%	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.7%
归母净利润	12,648	13,666	14,970	16,880	18,062	19,326	20,679	22,126	23,675	25,332	27,106	29,003	31,033	33,206
同比	2.8%	8.0%	9.5%	12.8%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
分红率	0%	28%	28%	28%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
股利	0	3802	4164	4696	5,419	5,798	6,204	6,638	7,103	7,600	8,132	8,701	9,310	9,962

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

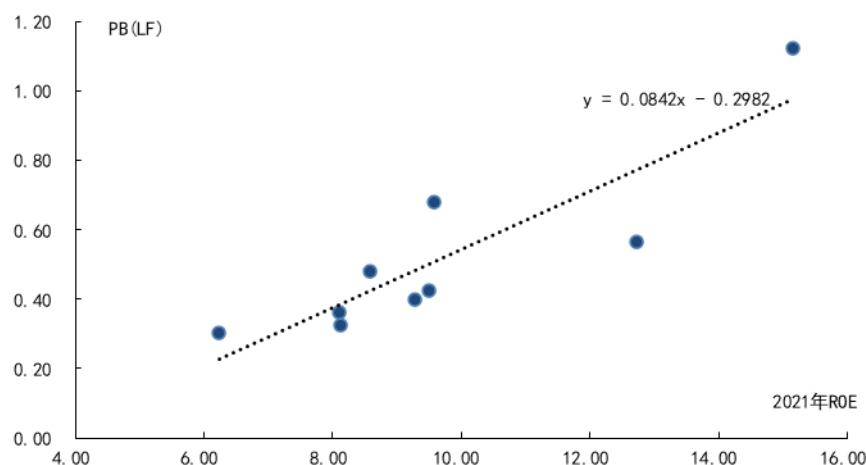
	折现率									
	10.00%	10.30%	10.50%	11.00%	11.50%	11.70%	12.00%	12.50%	13.00%	
永 续 增 长 率	2.0%	4.1	4.0	3.9	3.6	3.4	3.4	3.2	3.1	2.9
	2.3%	4.2	4.0	3.9	3.7	3.5	3.4	3.3	3.1	3.0
	2.5%	4.3	4.1	4.0	3.7	3.5	3.4	3.3	3.1	3.0
	2.8%	4.4	4.2	4.1	3.8	3.6	3.5	3.4	3.2	3.0
	3.0%	4.4	4.2	4.1	3.8	3.6	3.5	3.4	3.2	3.0
	3.2%	4.5	4.3	4.2	3.9	3.6	3.6	3.4	3.2	3.1
	3.5%	4.6	4.4	4.3	4.0	3.7	3.6	3.5	3.3	3.1
	3.8%	4.7	4.5	4.4	4.0	3.8	3.7	3.5	3.3	3.1
	4.0%	4.8	4.6	4.4	4.1	3.8	3.7	3.6	3.4	3.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

相对估值

我们将全部上市国股行放在一起进行横向比较，考虑到受疫情和房地产景气度下行等因素冲击，当前国股行估值处在低位。随着疫情得到控制以及稳增长政策效果逐步显现，我们预计压制国股行估值的因素将有所缓解，国股行估值中枢将小幅抬升。浙商银行地处经济极为发达的浙江省，深耕浙江战略进一步坚定深化，未来公司五大板块协同并进的战略转型有望带来业绩高增。但公司战略转型成效需要逐步显现，且存量不良包袱仍有待进一步出清，因此当前公司竞争力在国股行中仍不明显。按照上市国股行 PB(LF) 以及 2021 年 ROE 线性回归情况来看，我们认为浙商银行 2022 年合理估值约为 0.6x，据此计算对应的 2022 年末合理价值约为 3.86 元。

图 55: A 股上市国股行估值情况



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 估值按照 2022 年 9 月 26 日收盘价计算。

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 3.5~3.9 元之间，对应 2022 年 PB 值为 0.54~0.62x，相对于公司目前股价上涨空间为 22%~40%。综合考虑公司估值以及公司区域经济情况和战略定位，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

(1) 市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

(2) 我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真

实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(3) 相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司的财务数据产生不利影响。

附表：财务预测与估值

每股指标（元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.53	0.55	0.60	0.66	0.75	营业收入	47,703	54,471	62,196	69,503	77,791
BVPS	5.43	5.84	6.44	6.93	7.48	其中：利息净收入	37,095	41,952	47,524	53,501	60,830
DPS	0.16	0.00	0.18	0.20	0.22	手续费净收入	4,250	4,050	5,468	6,014	6,315
资产负债表（百万元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	其他非息收入	6,358	8,469	9,204	9,988	10,646
总资产	2,048,22	2,286,72	2,652,59	3,037,22	3,432,06	营业支出	33,232	39,539	46,058	51,821	57,846
其中：贷款	5	3	9	5	5	其中：业务及管理费	12,385	13,784	15,739	17,588	19,685
非信贷资产	1,165,87	1,311,88	1,508,67	1,704,80	1,892,32	资产减值损失	20,166	24,831	29,386	33,191	36,994
总负债	1,435,63	1,415,70	1,727,16	1,986,23	2,244,44	其他支出	681	924	933	1,043	1,167
其中：存款	6	5	0	4	5	营业利润	14,471	14,932	16,138	17,682	19,945
非存款负债	580,046	704,135	745,458	860,384	984,797	其中：拨备前利润	34,637	39,763	45,524	50,873	56,939
所有者权益	132,543	166,883	179,981	190,608	202,824	营业外净收入	(108)	49	49	49	49
其中：总股本	21,269	21,269	21,269	21,269	21,269	利润总额	14,363	14,981	16,187	17,731	19,994
普通股东净资产	115,554	124,216	137,024	147,334	159,192	减：所得税	1,804	2,065	2,231	2,444	2,756
总资产同比	13.7%	11.6%	16.0%	14.5%	13.0%	净利润	12,559	12,916	13,956	15,287	17,238
贷款同比	16.7%	12.5%	15.0%	13.0%	11.0%	归母净利润	12,309	12,648	13,666	14,970	16,880
存款同比	16.8%	6.0%	22.0%	15.0%	13.0%	其中：普通股东净利润	11,377	11,790	12,808	14,112	16,022
贷存比	87%	93%	87%	86%	84%	分红总额	3,424	0	3,802	4,164	4,696
非存款负债/负债	30%	33%	30%	30%	30%	营业收入同比	2.9%	14.2%	14.2%	11.7%	11.9%
权益乘数	15.5	13.7	14.7	15.9	16.9	其中：利息净收入同比	0.0%	7.8%	13.3%	12.6%	13.7%
资产质量指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	手续费净收入同比	-7.2%	-4.7%	35.0%	10.0%	5.0%
不良贷款率	1.43%	1.54%	1.45%	1.45%	1.45%	归母净利润同比	-4.8%	2.8%	8.0%	9.5%	12.8%
信用成本率	2.02%	2.13%	2.24%	2.20%	2.17%	业绩增长归因	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
拨备覆盖率	191%	175%	177%	186%	207%	生息资产规模	12.3%	10.6%	16.5%	14.0%	13.7%
资本与盈利指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	净息差（广义）	12.9%	-2.8%	-3.2%	-1.4%	0.0%
ROA	0.65%	0.60%	0.56%	0.54%	0.53%	手续费净收入	-3.9%	-1.1%	1.8%	-0.2%	-0.8%
ROE	11.0%	10.8%	10.7%	10.8%	11.2%	其他非息收入	-18.5%	7.6%	-0.9%	-0.6%	-1.0%
核心一级资本充足率	8.75%	8.13%	7.73%	7.26%	6.94%	业务及管理费	0.4%	1.0%	-0.0%	0.0%	-0.0%
一级资本充足率	9.88%	10.80%	10.40%	9.93%	9.61%	资产减值损失	-4.2%	-10.6%	-6.5%	-2.1%	0.8%
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测						其他因素	-3.8%	-1.9%	0.4%	-0.1%	0.0%
						归母净利润同比	-4.8%	2.8%	8.0%	9.5%	12.8%

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032