

银行业专题

浙江农信系统的改革和实践成效

优于大市

核心观点

浙江全农商系统坚守支农支小定位，经营策略成效明显。从1952年浙江省第一家农信社成立，到2022年浙江农商联合银行成立，浙江农信系统改革一直走在前沿。浙江农商银行系统存贷款规模、增量、增速多年来均居全省银行业第一，坚守支农支小定位。2024年末，全系统（含村镇银行、温州银行）存贷款余额分别为4.78万亿元和3.78万亿元，存贷款市场份额分别为20.88%和15.92%；其中，农户贷款余额1.36万亿元，约占全省1/2，小微企业贷款余额2.55万亿元，约占全省1/4。同时，资产质量平稳，拨备计提充足，2024年末不良贷款率0.85%，拨备覆盖率484.57%。

基于杜邦分析，浙江全农商系统高ROE优势来源。选取63家样本行代表浙江全农商系统，与42家A股上市银行对比，浙江全农商系统ROE水平持续高于上市银行，近几年两者ROE都持续下降，但差距反而略有扩大，这表明浙江全农商系统的抗周期能力好于行业。根据杜邦分析，（1）浙江全农商系统净息差（净利息收入/A）高于行业是主要贡献因素，不过近年来优势在缩小。主要是大行等强势入局小微市场，且经济不断下行，小微企业信贷需求疲软，导致小微市场竞争非常激烈；羊群效应下小微信贷利率降幅较大。（2）面临净息差收窄压力，在存款增长态势较好背景下，浙江全农商系统加大了金融投资配置力度，受益于债市利率下行，投资收益等其他非息收入贡献有所提升，与上市银行差距缩小。这也带来浙江全农商系统权益乘数提升幅度较大。（3）业务成本（业务费用/A）和信用成本（资产减值损失/A）两者差距不大，并且近年来都呈现持续下降态势。浙江全农商系统聚焦中小微客群，但凭借其独特的商业模式管控住了风险，实现了“高息差+低不良”的完美组合。

浙江全农商系统成长性较强。浙江全农商系统2022-2023年净利润同比增长了12.5%和10.0%。从业绩归因来看，规模维持较快扩张是业绩继续高增的主要因素，非息收入贡献有所提升。净息差则形成了较大拖累，尤其是2023年拖累幅度进一步扩大。另外，拨备计提力度有所下降，不过拨备覆盖率仍处在486.7%的高位。

投资建议：高股息主线：低利率环境下，高股息依然是中长期配置主线，持续推荐招商银行、江苏银行等。主线二：布局高赔率成长主线，静待经济复苏，重点推荐宁波银行、招商银行、苏州银行和瑞丰银行等。

风险提示：若宏观经济大幅下行，会冲击银行资产质量和净息差。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600036.SH	招商银行	优于大市	41.80	10,542	5.66	5.91	7.4	7.1
002142.SZ	宁波银行	优于大市	24.51	1,619	4.03	4.35	6.1	5.6
601128.SH	常熟银行	优于大市	6.90	208	1.42	1.67	4.8	4.1
601528.SH	瑞丰银行	优于大市	5.22	102	0.99	1.11	5.3	4.7
601288.SH	农业银行	优于大市	5.08	17,779	0.80	0.84	6.4	6.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

银行

优于大市 · 维持

证券分析师：田维韦 021-60875161
tianweiwei@guosen.com.cn
S0980520030002

证券分析师：王剑 021-60875165
cnwangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

证券分析师：陈俊良 021-60933163
chenjunliang@guosen.com.cn
S0980519010001

联系人：刘睿玲 021-60375484
liurailing@guosen.com.cn

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

《收益率曲线上移对银行的影响-银行利率风险情况分析》——2025-02-16

《海外银行借鉴系列-后房地产时代，海外银行资产配置演变》——2025-02-10

《银行理财2025年2月月报-节后理财如何迎接红包行情》——2025-02-06

《如果特朗普再度放松金融监管？-特朗普1.0金融监管政策复盘与2.0展望》——2025-01-20

《固收类新高，现金类收缩，多资产堵点待打通——2024年银行理财年报点评》——2025-01-19

内容目录

浙江农信系统改革历程和经营成效	4
盈利能力：基于杜邦分析优势来源	6
成长能力：规模持续高增，资产质量优异	10
规模和结构：专注存贷，规模持续高增	11
资产质量：资产质量优异，拨备覆盖率高位	12
总结	13
投资建议	14
风险提示	14

图表目录

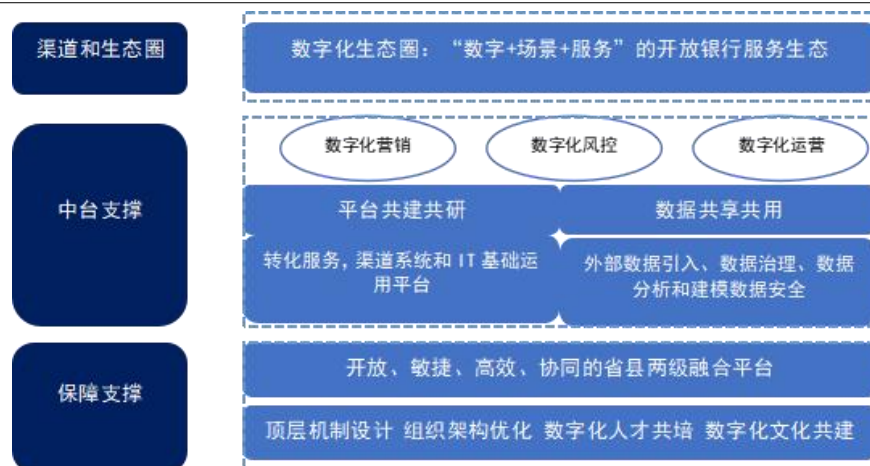
图 1: 联合银行模式下省县统分结合的架构图	4
图 2: 浙江省农村信用社改革历程	5
图 3: 浙江全农商系统盈利能力好于上市银行整体	7
图 4: 63 家样本行存款和贷款增量	9
图 5: 63 家样本行贷款净额占资产总额比重	9
图 6: 普惠小微市场大行份额快速提升	10
图 7: 农商行普惠小微贷款增速回落	10
图 8: 浙江全农商系统净利润增速归因分析	10
图 9: 营业收入同比增速	11
图 10: 净利润同比增速	11
图 11: 浙江全农商系统总资产增速明显高于全国	11
图 12: 浙江区域银行贷款保持较好增长	11
图 13: 浙江全农商系统贷款占总资产比重提升至 60%以上	12
图 14: 浙江全农商系统负债中存款占比超过 85%	12
图 15: 浙江全农商系统不良率降至低位	12
图 16: 浙江全农商系统信用成本	13
图 17: 浙江全农商系统拨备覆盖率处在高位	13
表 1: 浙江 82 家农商行和信用联社规模和盈利水平	6
表 2: 浙江全农商系统杜邦分析	8
表 3: 42 家上市银行杜邦分析	9

浙江农信系统改革历程和经营成效

2022年4月18日，浙江农商联合银行正式挂牌成立，成为全国深化农信社改革的“第一单”。浙江农商联合银行的改制采用“下参上”农商联合银行模式，下辖82家县（市、区）农商银行、农信联社。这一改革模式秉承“省县两级、统分结合”的原则，构建“小法人、大平台”的管理服务体系。浙江农商联合银行履行对成员机构的管理、指导、协调和服务职能，围绕管方向、管风险、管队伍、强服务“三管一服务”原则，充分发挥专业化规模化集约化优势，主要在“总对总”合作、信息科技、产品创新、资金清算、理财资管、教育培训等方面为成员机构提供服务，尊重成员机构的法人地位和经营管理自主权，不直接干预成员机构的日常经营管理活动。

在数字化赋能成员机构方面，浙江农商联合银行充分发挥人才、技术、规模优势，通过做好顶层设计和整体规划，牵头建设标准化服务、渠道系统和IT基础应用平台；成员机构则充分发挥贴近市场、客户需求响应能力强的优势，第一时间捕捉市场需求和热点，提出开发需求，并立足自身发展需要，依托省行大平台，开发个性化系统。浙江农商联合银行科技部门还会根据部分成员行个性化需求提供平台支持，在其取得成功后，融入全省平台系统，为全省其他成员行共享。

图1：联合银行模式下省县统分结合的架构图



资料来源：《联合银行改革模式下的浙江农信数字化转型探索-以瑞丰农商银行为例》，张向荣，2022，国信证券经济研究所整理

浙江农信系统改革历史可以追溯到1952年浙江省第一家农信社成立，经历了多个阶段，最终在2022年完成了省联社改制为浙江农商联合银行的重要一步，浙江农信系统改革一直走在前沿。

■ 初创阶段（1952年-1996年）：划归农业银行领导，走上官办之路

农信社经历了由人民公社管理到中国农业银行托管，走上了官办的道路。1952年10月，浙江省建国后的第一家农信社——慈溪县南山乡农信社成立，从此拉开了浙江农村信用社创建的大幕。农信社最初由人民公社管理，1979年2月，国务院在《关于恢复中国农业银行的通知》（国发〔1979〕56号）中明确，“农村信用社是集体所有制的金融组织，又是农业银行的基层机构，信用社一律划归农业银行领导”。至此，农信社与农业银行之间形成了行政隶属关系，使信用社失去了自主权，走上了官办的道路。

■ 脱钩与管理体制改革（1996 年-2001 年）：走上独立发展之路

1996 年，浙江农信与农业银行脱钩，进入人民银行管理的时期。这一阶段标志着浙江农信开始独立运营，逐步摆脱了行政附属的身份。1996 年 8 月，国务院印发《关于农村金融体制改革的决定》（国发〔1996〕33 号），明确“农村信用社与农业银行脱离行政隶属关系”，将农信社交由人民银行监管。1995 年 9 月，余杭、临安、平湖等 9 家县联社已与当地县农行脱钩，至 1996 年 10 月，浙江省农村信用社与中国农业银行全面脱离行政隶属关系。

■ 深化改革（2001 年-2022 年）：省联社成立，且全面转型农村商业银行

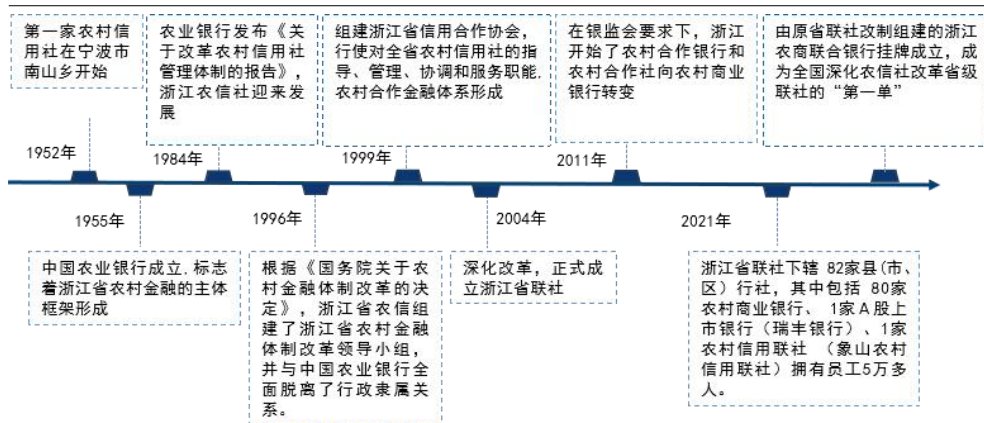
由于经营机制和内控制度不健全等，2000 年左右全国银行业出现了资产质量差、历史包袱沉重、潜在风险较大等问题，农信社也不例外，部分农信社甚至已经资不抵债，基本生存难以维持。根据《浙江农商银行系统管理标准体系》（浙江农商银行联合银行编委会著）中的数据，2002 年末，浙江省全省农信社不良贷款率为 13.62%，资本充足率为 3.68%。2002 年，全省 1011 家信用社和 81 家联社营业部，当年经营亏损的有 138 家，占总数的 12.6%；资不抵债的有 640 家，占比为 58.6%。

建立省联社管理体系，并开始探索农信社改制为农村商业银行的路径。2003 年，国务院发布《深化农村信用社改革试点方案》（国发〔2003〕15 号），全面启动深化农信社改革试点，为农信社改革发展提供了根本遵循。浙江省是第一批改革试点八省(市)之一，于 2004 年成立了浙江省农村信用社联合社（简称“省联社”），负责全省农信社的管理、指导、协调和服务。不过浙江农信系统的改革始于 2001 年，当时宁波鄞州农村信用联社作为农村合作银行的改革试点单位挂牌开业；2003 年 4 月，鄞州农村合作银行正式成立，成为全国首家农村合作银行。2011 年监管方面宣布不再组建农合银行，并要求将原有农合银行改制为农商银行，当年浙江省第一家农村商业银行——南浔农村商业银行成立。此后，浙江农信开始向股份制、商业化方向改革，2024 年末已完成组建 81 家农村商业银行，同时还有宁波象山 1 家农村信用联社。

■ 深化改革与创新（2022 年-）：浙江农商银行联合银行成立

2022 年 4 月 18 日，浙江农商银行联合银行正式挂牌成立，标志着全国深化农信社改革的“第一单”在浙江落地。这一改革以“联合银行”模式为核心，旨在通过产权清晰、管理规范的方式，进一步提升浙江农信的服务能力和市场竞争力。

图2：浙江省农村信用社改革历程



资料来源：浙江农村商业联合银行官网，国信证券经济研究所整理

目前，浙江农商银行联合银行下辖 82 家县（市、区）农商银行（社），拥有网点 4000 余个，丰收驿站 1 万余家，员工 5 万余人。2024 年末，全系统（含村镇银行、温州银行）各项存款余额 4.78 万亿元，各项贷款余额 3.78 万亿元，存贷款市场份额分别为 20.88% 和 15.92%。其中，涉农贷款余额 1.94 万亿元，约占全省 1/4，农户贷款余额 1.36 万亿元，约占全省 1/2，小微企业贷款余额 2.55 万亿元，约占全省 1/4。期末不良贷款率 0.85%，拨备覆盖率 484.57%，资产质量稳健。

表1：浙江 82 家农商行和信用联社规模和盈利水平

城市	名称	总资产 (亿元)	ROE (平均)	城市	名称	总资产 (亿元)	ROE (平均)	城市	名称	总资产 (亿元)	ROE (平均)
杭州市	杭州联合农商行	5021	13.2%	湖州市	吴兴农商行	613	13.9%	衢州市	柯城农商行	367	12.5%
	萧山农商行	3523	12.6%		南浔农商行	908	10.8%		衢江农商行	319	9.7%
	余杭农商行	2443	11.0%		德清农商行	908	12.1%		龙游农商行	307	11.4%
	富阳农商行	941	10.4%		长兴农商行	631	9.8%		江山农商行	448	10.7%
	临安农商行	551	13.0%		安吉农商行	657	11.7%		常山农商行	223	13.4%
	桐庐农商行	487	11.9%		禾城农商行	885	10.7%		开化农商行	216	9.9%
	淳安农商行	262	12.2%		嘉善农商行	672	12.2%		定海海洋农商行	341	8.5%
	建德农商行	378	13.5%		平湖农商行	577	9.0%		普陀农商行	330	10.4%
	甬城农商行	576	11.8%		海盐农商行	406	12.6%		岱山农商行	185	12.6%
	镇海农商行	395	12.1%	绍兴市	海宁农商行	945	10.5%	舟山市	嵊泗农商行	56	7.6%
宁波市	北仑农商行	538	11.0%		桐乡农商行	833	11.0%		椒江农商行	394	12.3%
	鄞州农商行	2635	8.4%		恒信农商行	485	7.2%		黄岩农商行	454	11.2%
	奉化农商行	352	9.0%		瑞丰农商行	1969	11.0%		路桥农商行	627	10.6%
	余姚农商行	977	10.4%		上虞农商行	1033	8.4%		临海农商行	763	12.7%
	慈溪农商行	1514	10.0%		诸暨农商行	840	10.7%	台州市	温岭农商行	819	10.8%
	宁海农商行	339	12.6%		嵊州农商行	590	9.6%		玉环农商行	362	11.6%
	象山农信联社	281	10.7%		新昌农商行	344	9.2%		天台农商行	330	13.6%
	鹿城农商行	1464	13.4%		成泰农商行	549	9.8%		仙居农商行	322	12.5%
	龙湾农商行	923	14.5%		兰溪农商行	393	13.6%		三门农商行	204	13.2%
温州市	瓯海农商行	985	9.7%	金华市	东阳农商行	858	11.8%		莲都农商行	369	10.2%
	洞头农商行	99	6.6%		义乌农商行	1230	9.0%		龙泉农商行	175	12.1%
	乐清农商行	1106	12.7%		永康农商行	715	14.8%		青田农商行	399	12.0%
	瑞安农商行	791	14.0%		浦江农商行	256	14.3%		云和农商行	67	10.5%
	永嘉农商行	565	13.4%		武义农商行	365	12.7%	丽水市	庆元农商行	114	7.3%
	文成农商行	255	14.0%		磐安农商行	212	12.1%		缙云农商行	215	9.9%
	平阳农商行	530	11.8%						遂昌农商行	167	8.9%
	泰顺农商行	242	14.5%						松阳农商行	142	11.2%
	苍南农商行	556	14.2%						景宁农商行	55	10.3%
	龙港农商行	146	14.1%								

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：显示的是 2023 年数据，但部分银行未披露 2023 年年报，显示数据为最新一年财报。

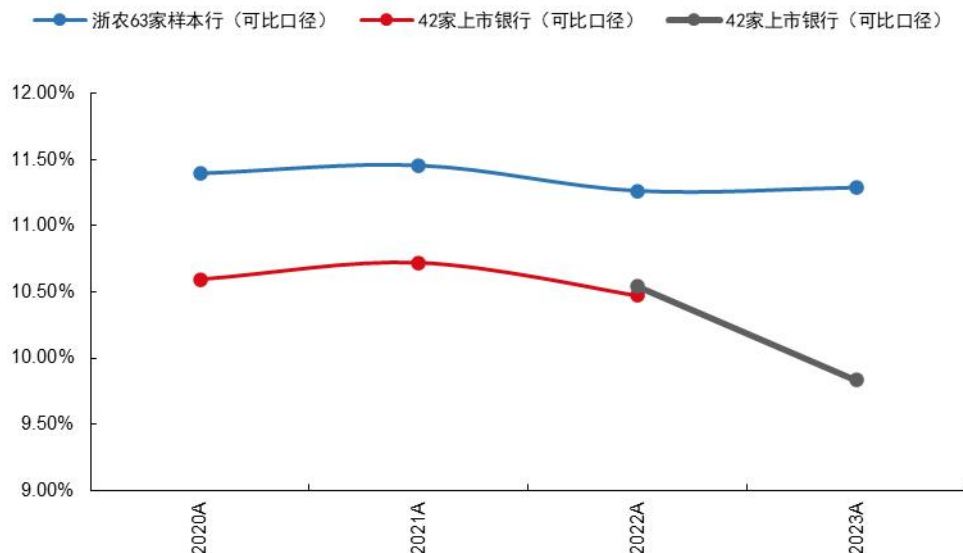
盈利能力：基于杜邦分析优势来源

考虑到数据的可获得性，我们在浙江全农商系统 82 家农商银行（社）中选取了 63 家样本行作为分析对象，2022 年末 63 家样本行总资产 4.15 万亿元，占 82 家农商行和农信联社资产总额的 88.0%，具备代表性。因此，后文数据分析中若无特别说明，浙江全农商系统指的是浙江 63 家样本行。我们使用偏离度分析，即考虑该样本行与行业均值的差异。由于缺乏整个银行业的详细财务数据，因此我们用 42 家 A 股上市银行整体来代表全行业。但事实上，A 股上市银行整体质量要优于全行业水平。

盈利能力上，浙江全农商系统 ROE 水平持续高于 42 家 A 股上市银行整体。近年来浙江全农商系统和上市银行 ROE 均小幅回落，不过 2023 年上市银行 ROE 下降幅度

较大，浙江全农商系统 ROE 企稳，两者差距拉大，浙江全农商系统的抗周期能力好于行业。

图3：浙江全农商系统盈利能力好于上市银行整体



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：2023 年五大国有行采用了财政部颁布的《企业会计准则第 25 号—保险合同》，并对 2022 年数据重述，且假设 2021 年新旧口径下的净资产和总资产的比值与 2022 年比值一样。

根据杜邦分析，浙江全农商系统 ROE 高于上市银行主要来自：（1）浙江全农商系统 ROA 水平略高于上市银行 5~8bps；（2）2021 年以来浙江全农商系统权益乘数持续提升，并且与上市银行差距逐步拉大。2023 年浙江全农商系统和上市银行权益乘数虽然都有所提升，但浙江全农商系统提升更明显，这也是 2023 年两者 ROE 差距扩大的主要原因。

然后对 ROA 贡献因子进一步拆解，具体来看，

- 2021 年以来浙江全农商系统 ROA 略高于上市银行主要是“净利息收入/A”（近似净息差；A 为期初期末总资产平均余额，下同）处在较高水平，但优势在缩小。从趋势来看，浙江全农商系统和上市银行“净利息收入/A”水平近年来都呈现持续下降趋势，不过浙江全农商系统降幅更大。2022-2023 年浙江全农商系统“净利息收入/A”水平分别下降 16bps 和 35bps，同期上市银行分别下降约 12bps 和 23bps。
- 浙江全农商系统“非息收入/A”水平低于上市银行，不过与上市银行差距有所缩小，2021 年两者差 40bps，2023 年缩窄至 12bps，主要是浙江全农商系统“其他非息收入/A”提升比较明显。（1）农商行综合化程度较低，专注存贷业务，因此手续费净收入贡献很小。疫情之后中小银行大力度减除利息之外的的多项费用，降低客户综合融资成本，因此 2021-2023 年浙江全农商系统手续费净收入形成小幅负贡献。不过浙江全农商系统“其他非息收入/A”持续提高，尤其是 2023 年贡献提升明显。2021-2023 年浙江全农商系统其他非息收入分别占营收的 11.9%、13.8%和 17.6%，主要受益于债券市场利率持续下行至低位，投资收益及其他公允价值变动大幅高增。（2）上市银行近年来“手续费净收入/A”降幅较大，主要是大财富业务受到较大冲击，且银行加大降费让利，以进一步降低综合融资成本；“其他非息收入/A”近两年比

较稳定，因大中型银行的投资收益占全行收入比重相对低。

- 业务成本差异都不大，积极加强成本管控，都有所下降。浙江全农商系统“业务费用/A”（业务成本）略高于上市银行 3~4bps，一方面是农商行聚焦中小微客群，小微信贷对人的依赖度更高，属于信贷市场中的“劳动密集型”；另一方面是中小银行科技能力较弱，有些成本投入缺乏规模经济，成本管控能力或不及上市银行。不过中小银行架构相对比较简单，前台人员数量较多，但中后台相对精简，加上浙江农商行市场化程度比较高，因此浙江全农商系统和上市银行业务成本差别不大。
- 信用成本（“资产减值损失/A”）两者差异也不大且有所下降，不过浙江全农商系统降幅小于上市银行，这与其客群以中小微企业为主有关。经济连续几年下行趋势下，中小微企业信贷资产质量压力也更大。2021 年浙江全农商系统低于上市银行约 3bps，2022 年和 2023 年分别高于上市银行约 9bps 和 4bps，且都处于较低水平。表明浙江全农商系统聚焦中小微客群，但通过其独特的经营模式有效管控住了风险，不过在经济下行周期中不良压力较上市银行还是略有提升。2023 年浙江全农商系统信用成本下降了 15bps，降幅相对较大，主要是经济持续疲软下 2023 年净息差降幅较大，预计存在通过降低拨备实现利润较好增长行为。不过系统拨备覆盖率处在高位，计提充足。

通过以上分析，2021 年以来浙江全农商系统 ROE 和 ROA 均有所下降，不过都高于上市银行，并且通过提高权益乘数拉大了与上市银行 ROE 的差距。从 ROA 驱动因子来看，（1）浙江全农商系统“净利息收入/A”持续高于上市银行，这也是其 ROA 高于上市银行的主要因素，但优势有所收敛。（2）受益于债券市场利率不断下降，浙江全农商系统“其他非息收入/A”持续提升，但难以持续。（3）不断加强成本管控，浙江全农商系统和上市银行业务成本和信用成本都有所下降，并且绝对水平与上市银行差异不大，表明浙江全农商系统凭借其独特的商业模式管控住了风险。不过 2023 年信用成本的下降可能也部分反映的是业绩承压环境下，通过降低拨备计提力度来释放利润。

表2: 浙江全农商系统杜邦分析

	2021A	2022A	2023A
ROE	11.46%	11.26%	11.29%
权益乘数	12.12	12.22	12.90
ROA	0.95%	0.92%	0.87%
+ 净利息收入/A	2.45%	2.30%	1.94%
+ 手续费净收入/A	-0.01%	-0.01%	-0.01%
+ 其他非息收入/A	0.33%	0.36%	0.41%
- 业务费用/A	0.81%	0.77%	0.70%
- 资产减值损失/A	0.65%	0.64%	0.49%
+ 其他业务净收入/A	-0.14%	-0.11%	-0.11%
- 所得税/A	0.23%	0.20%	0.16%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

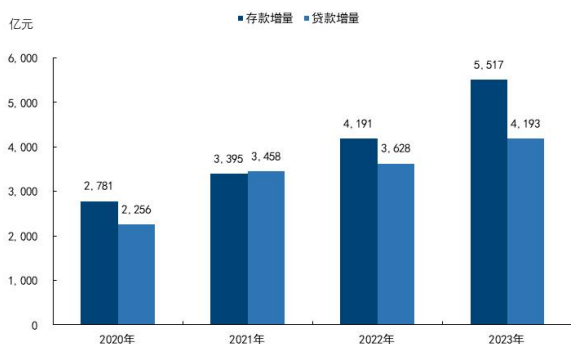
表3: 42 家上市银行杜邦分析

	2021A	2022A	2022A (新口径)	2023A (新口径)
ROE	10.72%	10.47%	10.54%	9.83%
权益乘数	12.05	12.04	12.05	12.37
ROA	0.89%	0.87%	0.87%	0.79%
+ 净利息收入/A	1.95%	1.83%	1.83%	1.59%
+ 手续费净收入/A	0.39%	0.34%	0.34%	0.28%
+ 其他非息收入/A	0.33%	0.27%	0.21%	0.24%
- 业务费用/A	0.78%	0.74%	0.74%	0.68%
- 资产减值损失/A	0.68%	0.55%	0.55%	0.45%
+ 其他业务净收入/A	-0.15%	-0.14%	-0.07%	-0.07%
- 所得税/A	0.17%	0.14%	0.14%	0.12%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

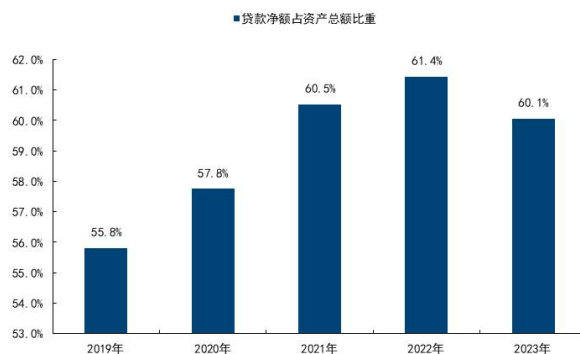
关于 2023 年浙江全农商系统权益乘数提升了 0.68 个百分点, 提升幅度较大, 主要是 2023 年浙江全农商系统存款增量较大, 存差扩大带来金融投资配置比例提升, 因此利润表上也体现为投资收益增长较好。2023 年实体部门信心较弱, 储蓄增长较快, 融资需求不强, 存差扩大使得银行不得不增加同业资产和金融投资配置, 42 家上市银行 2023 年权益乘数也扩大了 0.32 个百分点。但农商行因存款基础更好, 存差扩大趋势更明显, 因此浙江全农商系统权益乘数提升幅度更大。

图4: 63 家样本行存款和贷款增量



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图5: 63 家样本行贷款净额占资产总额比重



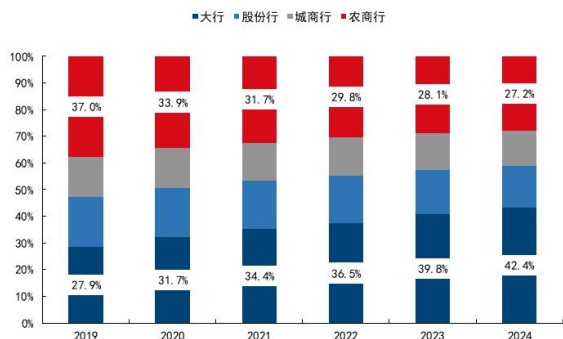
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

整体来看, 浙江全农商系统实现了“高息差+低不良”的理想组合, 盈利能力长期高于上市银行, 虽然疫情以来该优势有所收窄。2019 年以来, 大行在政策引导以及处于自身业务需求强势入局小微市场, 大行凭借较低的资金成本, 以及疫情期间大行内部不对普惠小微业务设置利润考核指标, 低利率成为大行在小微领域最大的竞争“利器”, 全国普惠小微市场大行市场份额从 2019 年末的 27.9% 提升到了 2024 年 9 月末的 42.4%, 农商行市场份额从 37.0% 降到了 27.2%。早期小微市场是一个相对独立的信贷市场, 小微利率中枢处在一个较高的水平, 伴随大中型银行强势入局小微市场, 羊群效应下, 小微信贷市场的整体利率也出现了比较大的回落。加上近两年经济下行压力较大, 中小微企业信贷需求有所下降, 导致小微市场竞争更加激烈, 所以 2023 年浙江全农商系统测算的净息差下降幅度进一步扩大。

面对贷款利率持续下降的压力, 浙江全农商系统资产端进一步深化做小做散战略, 与大行错位竞争; 同时, 通过加大手续费减免力度、为客户提供更多的综合化服务等方式提升客户黏性; 负债端则加强存款成本管控, 通过优化存款结构、提升

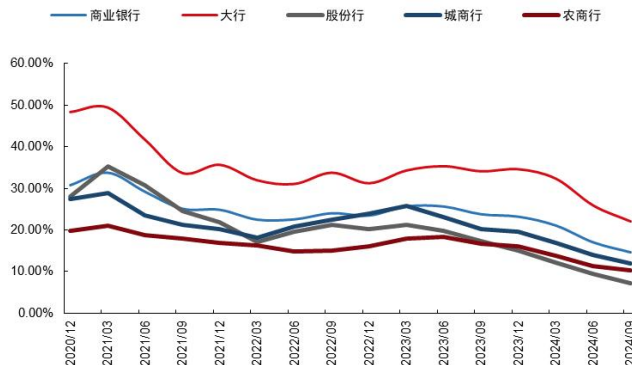
精细化存款定价能力等方式降低负债成本，2023 年浙江全农商系统测算的净息差仍然高于上市银行整体约 35bps。

图6：普惠小微市场大行份额快速提升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：数据截止 2024 年 9 月末。

图7：农商行普惠小微贷款增速回落

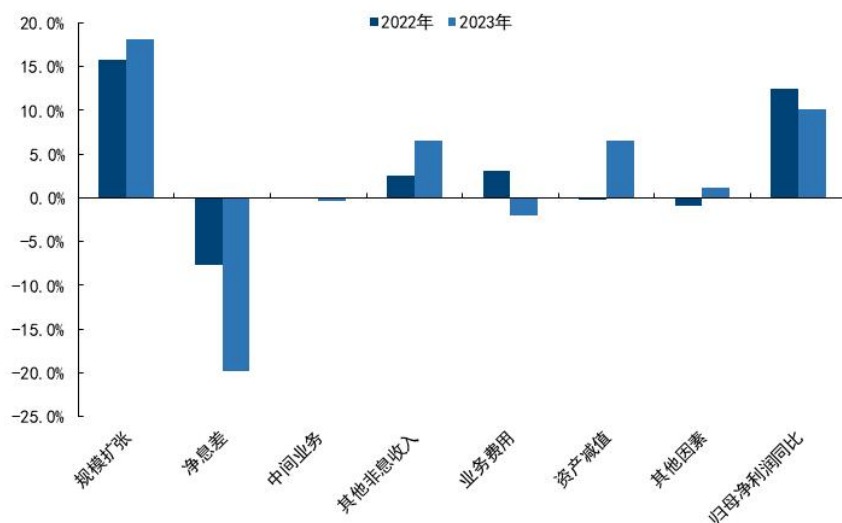


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

成长能力：规模持续高增，资产质量优异

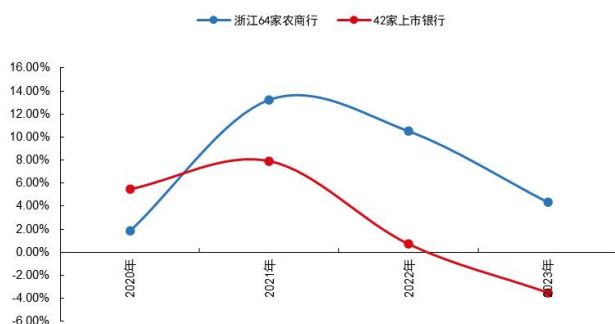
规模扩张是业绩增长主要贡献因子，但净息差形成较大拖累。浙江全农商系统 2022-2023 年净利润同比分别增长 12.5%和 10.0%，在全行业业绩承压的情况下实现了不错增长。从净利润增速贡献因子来看，规模维持较快扩张是业绩继续高增的主要因素，净息差则形成了较大拖累，尤其是 2023 年拖累幅度进一步扩大。受益于债券市场利率持续下降，2023 年投资收益和公允价值变动大增，对业绩形成了不错的正贡献。另外，面临 2023 年净息差大幅收窄后营收承压，浙江全农商系统降低了拨备计提以平衡拨备和利润，因此资产减值损失减少对业绩也形成了比较好的正贡献。

图8：浙江全农商系统净利润增速归因分析



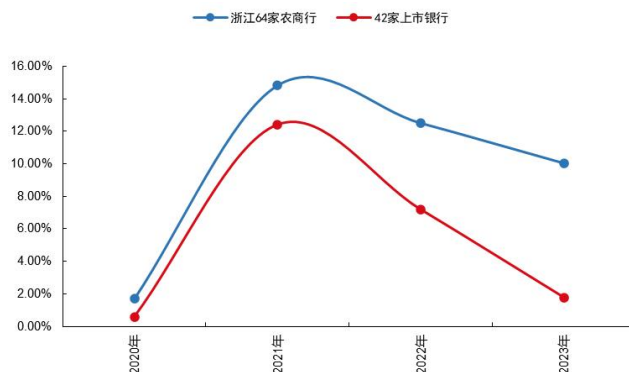
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图9: 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10: 净利润同比增速

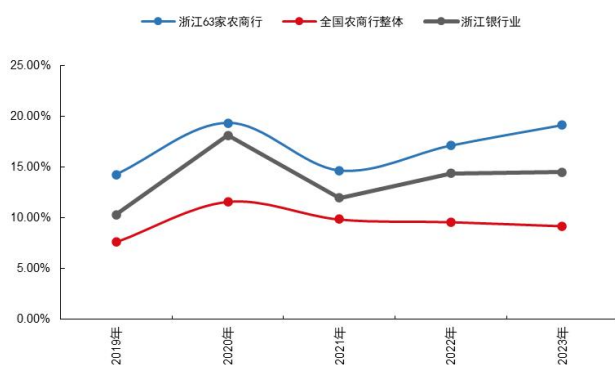


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

规模和结构：专注存贷，规模持续高增

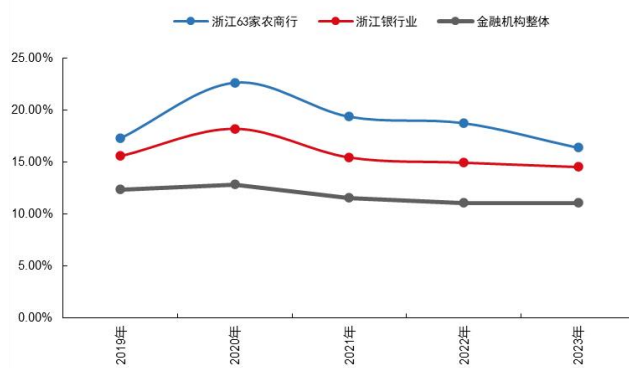
浙江全农商系统贷款增速持续维持在 15%以上，高于浙江银行业和全国金融机构贷款增速。一是浙江区域经济发达，尤其是中小微企业占比较高，中小微信贷需求旺盛；二是浙江农商行市场化程度相对更高，公司经营能力强且持续深耕中小微企业，与中小微企业相辅相成，共同成长。

图11: 浙江全农商系统总资产增速明显高于全国



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

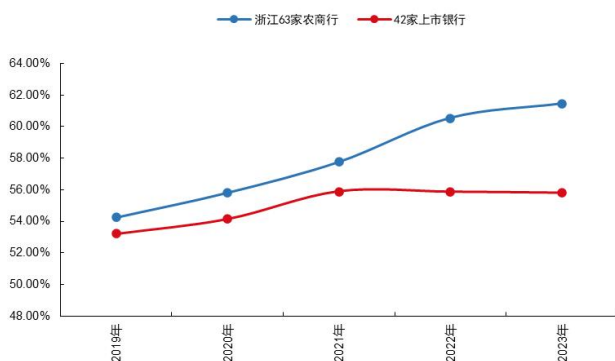
图12: 浙江区域银行贷款保持较好增长



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

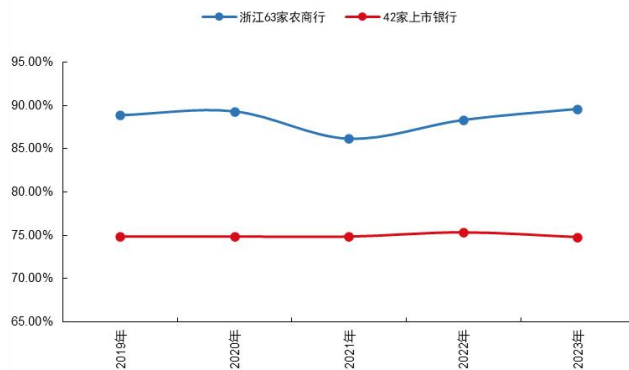
结构上，浙江全农商系统专注传统存贷业务，存款占负债总额的比重持续保持在 85%以上；贷款净额占资产总额比重近年来持续提升，从 2019 年末的 54.3% 提升至 2023 年末的 61.4%，尤其是 2022-2023 年提升幅度明显高于上市银行整体。我们判断主要是浙江全农商系统积极调整资产配置，在净息差持续下降的环境下加大高收益率资产配置。

图13: 浙江全农商系统贷款占总资产比重提升至 60%以上



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 浙江全农商系统负债中存款占比超过 85%

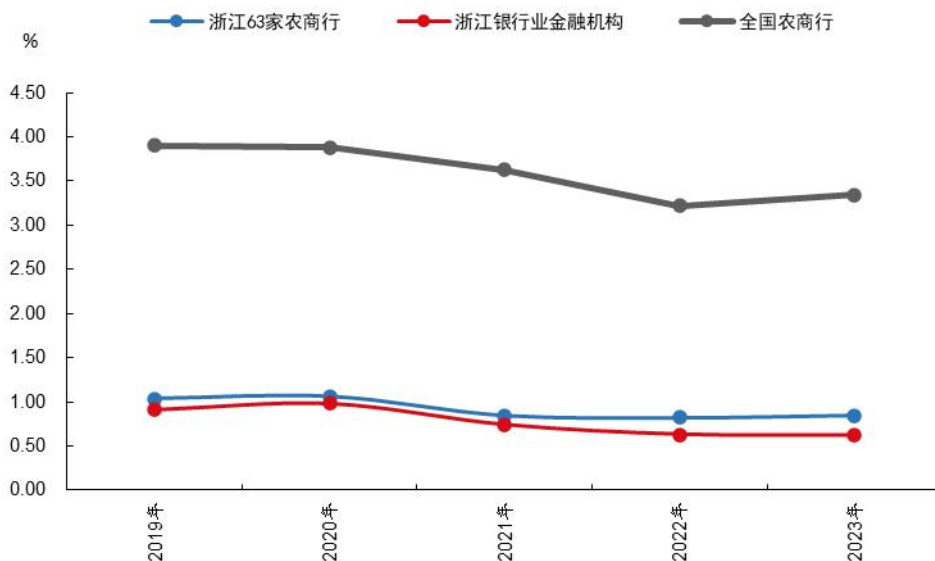


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

资产质量: 资产质量优异, 拨备覆盖率高位

浙江全农商系统不良率近年来维持在 0.8%~1.0%, 资产质量优异。浙江省经济实力雄厚, 民营经济活跃, 产业结构优化, 信用环境良好, 因此浙江全农商系统不良率长期处在低位, 且明显好于全国农商行。与浙江银行业金融机构相比, 浙江全农商系统不良率略高, 主要是农商行客群以中小微企业为主, 客群资质不及中大型企业, 因此农商行不良率高一些属于正常现象。但也可以看到两者差距不大, 这也表明浙江全农商系统风险管控能力较强, 这与 2011 年浙江区域行经历过中小微企业“两链”风险暴露后, 进一步聚焦主业, 加强对客户的筛选, 不断优化小微信贷模式有关。不过 2022-2023 年浙江全农商系统不良率与浙江银行业金融机构差距有所扩大, 主要是疫情之后经济持续低迷, 中小微企业抗风险能力相对较弱, 因此不良有所暴露。

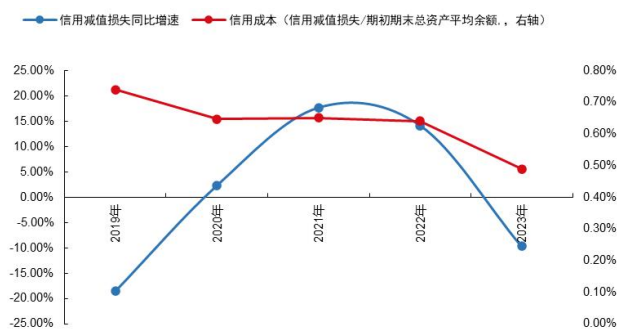
图15: 浙江全农商系统不良率降至低位



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

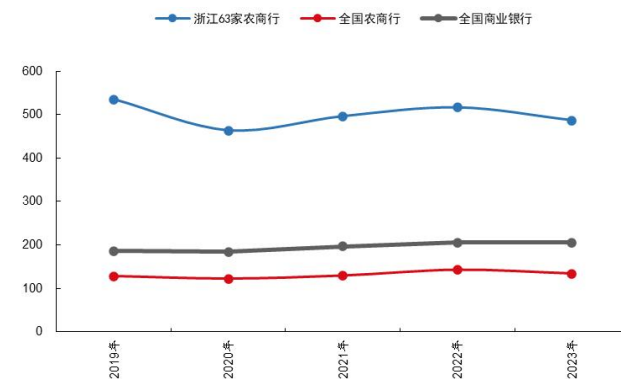
拨备覆盖率处在高位，安全垫充足。2023 年由于净息差下降幅度较大，浙江全农商系统收入承压，因此降低了拨备计提力度，也维持利润实现不错增长。2023 年末浙江全农商系统拨备覆盖率为 486.7%，较 2022 年末下降了约 29.5 个百分点，仍处在高位，且明显高于全国商业银行和全国农商行，为业绩增长提供了充足的安全垫。

图16: 浙江全农商系统信用成本



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图17: 浙江全农商系统拨备覆盖率处在高位



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

总结

从 1952 年浙江省第一家农信社成立，到 2022 年浙江农商联合银行成立，浙江农信系统改革一直走在前沿。浙江农商银行系统存贷款规模、增量、增速多年来均居全省银行业第一，支农支小作用凸显，资产质量平稳，拨备计提充足。

选取 63 家样本行代表浙江全农商系统经营状况，与 42 家 A 股上市银行对比，浙江全农商系统 ROE 水平持续高于上市银行整体，近几年两者 ROE 都呈现持续下降态势，但差距反而略有扩大，这也表明浙江全农商系统的抗周期能力好于行业。根据杜邦分析，（1）浙江全农商系统净息差（净利息收入/A）高于行业是主要贡献因素，不过近年来优势在缩小。主要是大行等强势入局小微市场，且经济不断下行使得小微企业信贷需求疲软，这导致小微市场竞争非常激烈，加上羊群效应，小微信贷利率大幅下降。（2）面临净息差不断收窄的压力，在存款增长态势较好的大环境下，浙江全农商系统加大了金融投资配置力度，受益于近年来债市利率持续下行，投资收益等其他非息收入贡献提升，与上市银行差距缩小。这也带来浙江全农商系统权益乘数提升幅度较大。（3）成本上，业务成本（业务费用/A）和信用成本（资产减值损失/A）两者差距不大，并且近年来都呈现逐步下降态势。浙江全农商系统聚焦中小微客群，凭借其独特的商业模式管控住了风险，实现了“高息差+低不良”的完美组合。

浙江全农商系统 2022-2023 年净利润同比增长了 12.5% 和 10.0%，在全行业业绩承压的情况下实现了不错的增长。从业绩归因来看，规模维持较快扩张是业绩继续高增的主要因素，净息差则形成了较大拖累，尤其是 2023 年拖累幅度进一步扩大。受益于债市利率下行，其他非息收入贡献有所提升。另外，2023 年浙江全农商系统降低拨备计提以平衡拨备和利润，不过系统拨备覆盖率仍处在 486.7% 的高位，安全垫充足。

投资建议

高股息主线：低利率环境下，高股息依然是中长期配置主线，持续推荐招商银行、江苏银行等。主线二：布局高赔率成长主线，静待经济复苏，重点推荐宁波银行、招商银行、苏州银行和瑞丰银行等。

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响、宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对银行资产质量产生不利影响等。

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。本报告仅供我公司客户使用，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