新时代证券-研究所晨报（20200804）

● 公司研究

浙商银行：依托平台优势，提升综合金融服务能力

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，无实际控股股东。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。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。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。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。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。

青农商行：精准定位“三农”，发展势头持续向好

精准定位服务“三农”，发展势头持续向好：青岛农商银行以“服务‘三农’主办银行、城乡统筹主力银行、中小企业伙伴银行、城乡居民贴心银行”为市场定位。深耕青岛，辐射华东六省。围绕地方经济热点，培育发展动能。全国首创互联网小微云支付系统，充分满足农民、农村、农业现代化的金融服务需求。专业高效的中小微金融服务优势。公司股权结构分散，同时控股 8 家蓝海村镇银行并参股山东省联社和中国银联。 资产端：注重规模化，个人房贷占比稳步提升。负债端：活期存款贡献低成本率，同业负债占比低。不良率稳步降低，资本有望持续补充。非息收入占比提升，投资收益飙涨。成本收入比下降迅速，人均创收及创利处农商行中位。净息差及 ROE 颇具竞争优势。。

盈利预测评级：我们采用两阶段 DDM 和相对估值法，对青农商行进行估值。在 DDM 的方法下，我们得出公司估值水平为 5.9-6.2 元；在相对估值法下，我们得出的股价为 6-6.2 元。综合上述两种方法，得出的目标价为 5.9-6.2 元，对应 PB 为 1.3 倍左右，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
国防军工	7.79%	休闲服务	-0.6%
汽车	3.22%	食品饮料	0.46%
计算机	3.18%	银行	0.77%
电子	3.07%	轻工制造	1.69%
农林牧渔	2.91%	建筑材料	1.78%

相关报告

《依托平台优势，提升综合金融服务能力》2020-08-03

《精准定位“三农”，发展势头持续向好》2020-08-03

内容目录

1、 公司研究 3
1.1、 浙商银行：依托平台优势，提升综合金融服务能力 3
1.2、 青农商行：精准定位“三农”，发展势头持续向好 3

1、 公司研究

1.1、 浙商银行：依托平台优势，提升综合金融服务能力

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，无实际控股股东。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。

1.2、 青农商行：精准定位“三农”，发展势头持续向好

精准定位服务“三农”，发展势头持续向好：青岛农商银行以“服务‘三农’主办银行、城乡统筹主力银行、中小企业伙伴银行、城乡居民贴心银行”为市场定位。深耕青岛，辐射华东六省。围绕地方经济热点，培育发展动能。全国首创互联网小微云支付系统，充分满足农民、农村、农业现代化的金融服务需求。专业高效的中小微金融服务优势。公司股权结构分散，同时控股 8 家蓝海村镇银行并参股山东省联社和中国银联。

资产端：注重规模化，个人房贷占比稳步提升。生息资产规模扩大，收益率居区域性银行前列；结构不断改善，金融投资占比剧增。受银行业监管的影响，存放

同业的比例不断降低，进一步体现了公司不断优化的生息资产结构。贷款结构不断完善。从行业结构来看，企业贷款中批发零售业、房地产业以及建筑业的占比最高。个人贷款保持良好增长态势，聚焦个人住房贷款。

负债端：活期存款贡献低成本率，同业负债占比低。计息负债成本率较低。虽然存款占计息负债的比例有所降低，但低成本活期存款占比逐年稳步提升，计息负债成本率较农商行偏低，成本端优势有望继续维持。零售存款使得个人存款增速创新高，活期占比超 40%，居同业前列，存款成本可控。同业负债占比一直较低，2019 负债结构有所调整，同业存单是主要组成部分。

不良率稳步降低，资本有望持续补充。资产质量符合各项监管指标，核心一级资本充足率高于农商行平均。不良率呈小幅波动下降趋势，个贷不良率降幅较大，拨备覆盖率高于农商行均值。

非息收入占比提升，投资收益飙涨。个贷收益率回升，居农商行前列。 非息收入占比快速提升，上市以来大力投入金融投资，投资收益剧增。成本收入比下降迅速，人均创收及创利处农商行中位。净息差及 ROE 颇具竞争优势。

盈利预测、估值与评级：我们采用两阶段 DDM 和相对估值法，对青农商行进行估值。在 DDM 的方法下，我们得出公司估值水平为 5.9-6.2 元；在相对估值法下，我们得出的股价为 6-6.2 元。综合上述两种方法，得出的目标价为 5.9-6.2 元，对应 PB 为 1.3 倍左右，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。

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

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

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	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@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/