

长沙银行 (601577.SH) 厚植政金、深耕县域，湘土蕴良机

2023年08月09日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（联系人）

liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790123060009

日期	2023/8/9
当前股价(元)	8.32
一年最高最低(元)	8.93/6.23
总市值(亿元)	334.59
流通市值(亿元)	172.02
总股本(亿股)	40.22
流通股本(亿股)	20.68
近3个月换手率(%)	33.49

● 为湖南省最大本土银行，网点实现省内地州市和县域全覆盖。

长沙银行为湖南省最大的本土银行，2023Q1 营收 60.81 亿元 (YoY+12.88%)，增速为上市行第四。网点分别于 2017 年、2022 年实现省内地州市、县域全覆盖，长沙市内、市外营收占比约 7:3。受“强省会”战略加持，长沙市政信贷款有望扩面增量；市外贷款占比升至 45%，开拓空间大。我们预计其 2023-2025 年归母净利润分别为 75.27/84.75/95.98 亿元，分别同比+10.51%/+12.59%/+13.26%；EPS 为 1.70/1.74/1.79 元，ROE 分别为 12.49%/12.38%/12.27%，当前股价(2023-08-09)对应 2023 年 PB 为 0.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 量价双优，存贷市占率比肩国有行，净息差为上市城商行第一。

贷款、存款余额市占率位于本土展业银行的第一梯队，存贷增量比肩国有行，得益于政务金融背景深厚，2020-2022 年公贷实现近 20% 的高增，有效筑牢基本盘。2022 年净息差较 2021 年逆势上行 1BP 至 2.41%，维持上市城商行第一的高位，拆解来看，生息资产收益率登顶上市城商行、计息负债收益率持续低于同业平均。

● 负债端：存款高增，且占比高于城商行平均，负债端稳定性较强。

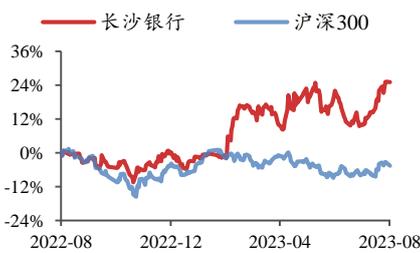
(1) 政金：政金业务有助于沉淀低成本活期存款，且活期存款比例位居披露数据的上市城商行第一。(2) 零售：2022 年末零售客群省内人口覆盖率升至 25%，零售存款贡献全行的半壁江山；财富管理打开新局，零售 AUM 同比增长近 20%。(3) 县域金融：2022 年县域支行已实现 100% 县域覆盖率，约贡献全行 1/3 存、贷款。县域金融模式高效打通资负两端，且费用端无明显拖累。

● 资产端：向下挖潜，高收益资产占比高，零售贷款占比为上市城商行第一。

资产端收益率较高，主要由于：(1) 中部地区金融资源分布不均衡，贷款利率定价能力较强；(2) 长沙银行业务深度下沉，贷款和同业资产收益率均较高。2022 年零售贷款占比蝉联上市城商行第一，消费贷已探索出母行+消金的双支撑模式，实现量价双优。资产质量则已进入不良下降、拨备增厚的双向优化中。

● 风险提示：经济增速不及预期；政策落地不及预期；业务转型的风险等。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,868	22,868	25,723	29,026	33,028
YOY(%)	15.8	9.6	12.5	12.8	13.8
归母净利润(百万元)	6,304	6,811	7,527	8,475	9,598
YOY(%)	18.1	8.0	10.5	12.6	13.3
拨备前利润(百万元)	14,720	16,142	18,129	20,364	23,256
YOY(%)	17.9	9.7	12.3	12.3	14.2
ROE(%)	13.3	12.6	12.5	12.4	12.3
EPS(摊薄/元)	1.55	1.61	1.70	1.74	1.79
P/E(倍)	5.4	5.2	4.9	4.8	4.6
P/B(倍)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 深耕湖湘的中部优质城商行	4
1.1、 历史：湖南省最大本土银行	4
1.2、 区位：网点实现省内地州市全覆盖	5
1.3、 竞争：量增价优，独占鳌头	7
1.3.1、 量：存贷市占率比肩国有行	7
1.3.2、 价：净息差居上市城商行第一	9
2、 负债端：存款占比大且活期比例高	9
2.1、 力争成为政务主办行，沉淀低成本存款	10
2.2、 零售存款占半壁江山，财富管理打开新局	11
2.3、 县域金融成效显著，以负债端打通资产端	12
3、 资产端：向下挖潜，高收益资产占比高	13
3.1、 区域因素：中部贷款收益率高于东部	13
3.2、 结构因素：高收益资产占比高	14
3.2.1、 贷款、同业资产收益率较高	14
3.2.2、 零售贷款占比上市城商行第一	15
3.2.3、 消费贷以母行+长银五八为双支撑	16
3.3、 资产质量：不良下降、拨备增厚的双向优化	18
4、 估值分析与投资建议	19
4.1、 盈利预测	19
4.2、 相对估值	20
5、 风险提示	21
附：财务预测摘要	22

图表目录

图 1： 长沙银行 1997 年成立、2018 年上市，为湖南首家上市银行	4
图 2： 长沙银行总资产突破 9000 亿元（截至 2022 年末）	4
图 3： 长沙银行营收和归母净利润增速改善（2023Q1）	4
图 4： 长沙银行 2023Q1 营收增速为上市银行第四	5
图 5： 长沙银行的营业网点已基本实现省内全覆盖（截至 2022 年末）	5
图 6： 长沙市工业 GDP 及增速稳中有进	6
图 7： 长沙市规模工业增加值增速一度赶超全国平均	6
图 8： 2022 年末，长沙市内贷款余额占 53%	7
图 9： 2022 年末，长沙市内营收占比 69%	7
图 10： 长沙银行增量存贷款市占率比肩国有行（亿元）	7
图 11： 长沙银行营收远超本土银行（2022，亿元）	8
图 12： 长沙银行存贷款余额均高增（2022 年末，亿元）	8
图 13： 长沙银行轻型化特征明显（2022）	8
图 14： 长沙银行资产质量更优（2022 年末）	8
图 15： 长沙银行公贷增速边际上行（截至 2022 年末）	9
图 16： 长沙银行对公贷款结构不断优化	9
图 17： 2022 年长沙银行净息差仍位居上市城商行第一	9

图 18: 长沙银行存款占总负债的比例略高于上市城商行平均.....	10
图 19: 2022 年末长沙银行活期存款比例位列披露数据的上市城商行第一（平均余额口径）.....	10
图 20: 长沙银行公司活期存款成本率较低.....	11
图 21: 湖南省其余地州市展业银行多为农商行（家，截至 2023/07/26）.....	11
图 22: 长沙银行存款结构不断优化.....	12
图 23: 2022 年个人存款实现高增.....	12
图 24: 长沙银行财富客户数不断增长.....	12
图 25: 非保本理财产品手续费收入贡献边际回落（2022）.....	12
图 26: 长沙银行的市外支行数量稳步增长.....	13
图 27: 长沙银行农金站基本实现县域全覆盖.....	13
图 28: 长沙银行县域存贷款贡献度上升.....	13
图 29: 2018 年后长沙银行成本收入比逐年降低.....	13
图 30: 2021-12 我国中部地区贷款平均利率高于东部.....	14
图 31: 湖南省各市金融资源较不平衡（截至 2022 年末）.....	14
图 32: 长沙银行贷款收益率为上市城商行最高（%）.....	14
图 33: 长沙银行同业资产收益率较高（%）.....	15
图 34: 长沙银行零售贷款占贷款 40%（截至 2022 年末）.....	15
图 35: 长沙银行零售贷款占比保持上市城商行第一.....	15
图 36: 长沙银行零售转型进程顺利.....	16
图 37: 长沙银行对公、零售贷款收益率均较有优势.....	16
图 38: 长沙银行零售贷款近半为消费贷与经营贷.....	17
图 39: 长沙银行个人消费贷增速持续较高.....	17
图 40: 长沙市房价收入比为 50 个大中城市中最低（2020 年）.....	17
图 41: 长银五八对集团营收贡献大幅上升（亿元）.....	18
图 42: 长银五八不良率较低.....	18
图 43: 2022 年长沙银行不良贷款余额增速回落.....	18
图 44: 2022 年长沙银行不良率改善明显.....	18
图 45: 2020 年以来长沙银行不良净生成率持续下降.....	19
图 46: 长沙银行不良认定趋严.....	19
图 47: 长沙银行资本充足指标保持稳定.....	19
图 48: 核心一级资本充足率位列上市城商行中游.....	19
表 1: “强省会”战略下政信类项目资源丰富.....	6
表 2: 前十大股东以国资为主（截至 2023Q1 末）.....	11
表 3: 长沙银行消费贷产品多元.....	18
表 4: 长沙银行主要预测指标.....	20
表 5: 预计长沙银行 2023 年 PB 为 0.5 倍.....	20

1、深耕湖湘的中部优质城商行

1.1、历史：湖南省最大本土银行

长沙银行成立于1997年，为湖南省最大的本土银行、首家上市银行。长沙银行在原长沙市14家城市信用社基础上组建成立，前身为成立于1997年的长沙城市合作银行，2008年正式更名为“长沙银行”；2017年参股成立湖南省首家持牌消费金融公司——湖南长银五八金融消费公司；经过二十载风雨砥砺，2018年于上交所上市，成为湖南首家上市银行，成长为湖南省最大的本土银行，当地品牌影响力较大。

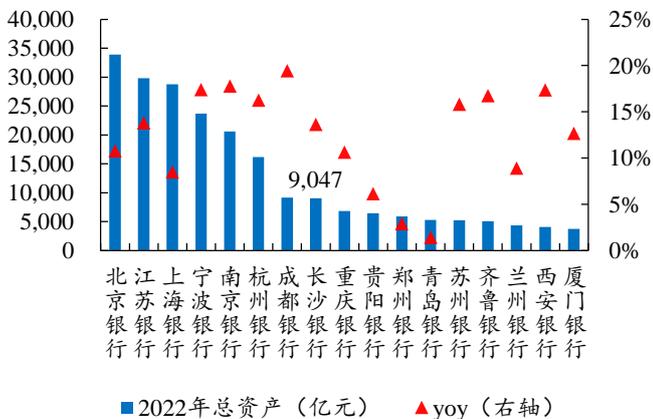
图1：长沙银行1997年成立、2018年上市，为湖南首家上市银行



资料来源：长沙银行年报、招股说明书、长沙银行官方公众号、湖南省人民政府、湖南省金监局、开源证券研究所

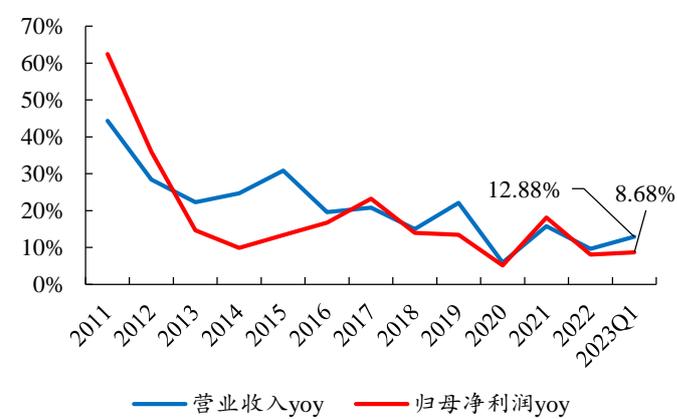
2023Q1 营收增速为上市行第四高，盈利能力边际改善。2023Q1末长沙银行总资产超9500亿元，在中西部上市城商行中仅次于成都银行；Q1实现营收60.81亿元，同比增速12.88%，增速为上市银行第四；归母净利润近20亿元，同比增长8.68%。受宏观经济和疫情扰动的影响，业绩增速曾进入阶段性低点，但2023年初以来边际改善信号明显，预计业绩将持续回暖。

图2：长沙银行总资产突破9000亿元（截至2022年末）



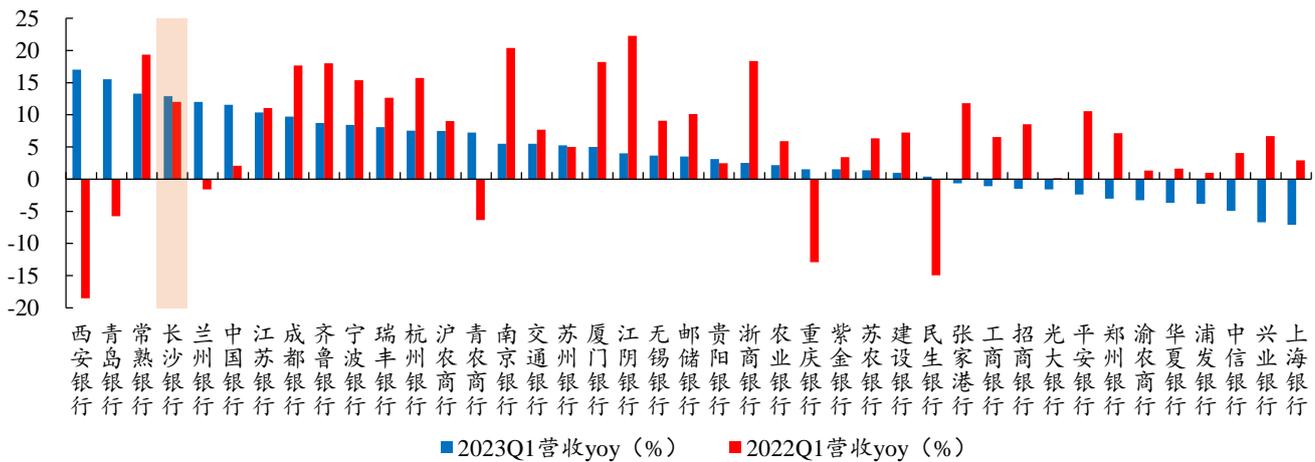
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：长沙银行营收和归母净利润增速改善（2023Q1）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：长沙银行 2023Q1 营收增速为上市银行第四

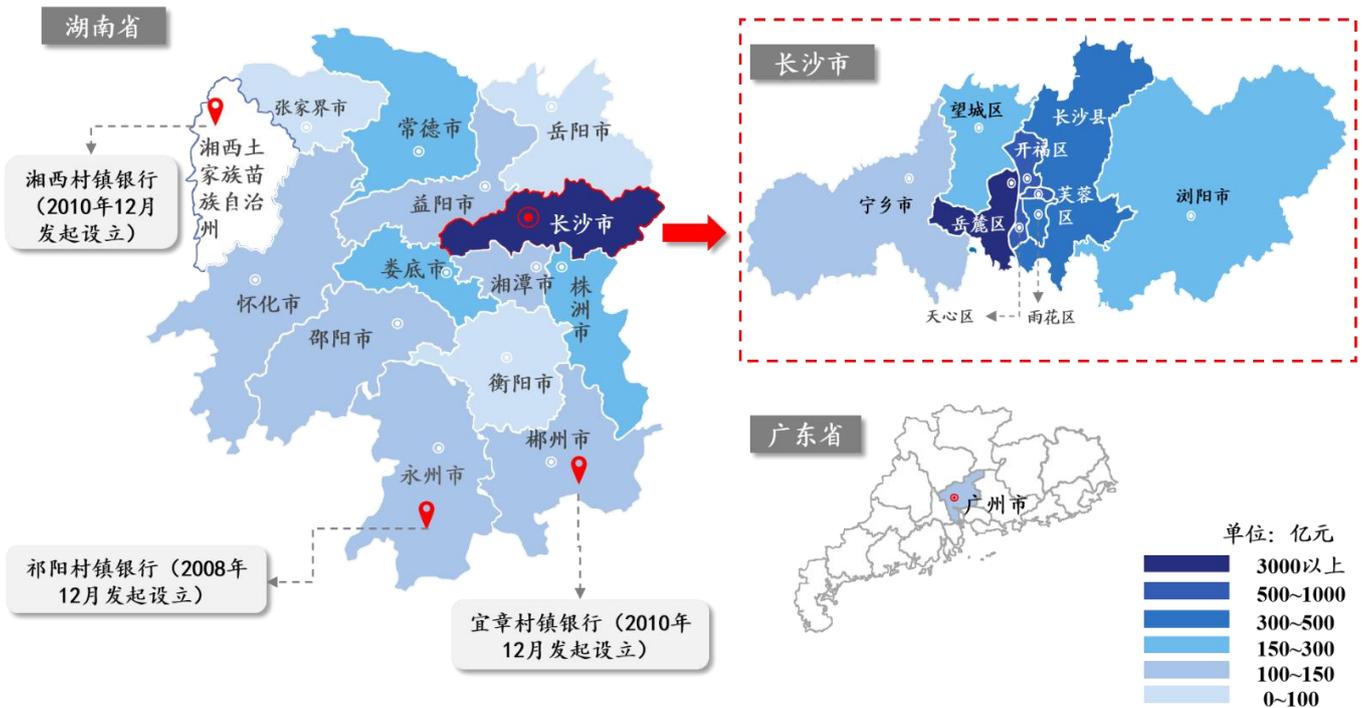


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 区位：网点实现省内地州市全覆盖

网点已实现湖南省 14 个地州市全覆盖，业务开拓空间可观。截至 2022 年末长沙银行共有分支机构 380 家，其中长沙地区约占一半，长沙市以外的株洲、常德等 12 个地州市以及广州各设有 1 家分行（共 13 家分行），在湘西州发起设立了湘西村镇银行，2017 年 3 月岳阳分行正式开业，标志着长沙银行已实现全省 14 个地州市的全覆盖。营收的地区分布来看，长沙市内、长沙市外的占比约 7：3，目前长沙银行在长沙市内龙头地位相对稳固，同时不断拓展其他地州市的业务空间。

图5：长沙银行的营业网点已基本实现省内全覆盖（截至 2022 年末）



资料来源：长沙银行年报、开源证券研究所（注：图中地区颜色深浅，用以刻画长沙银行在该地区的分支行总资产，见右下角图例）

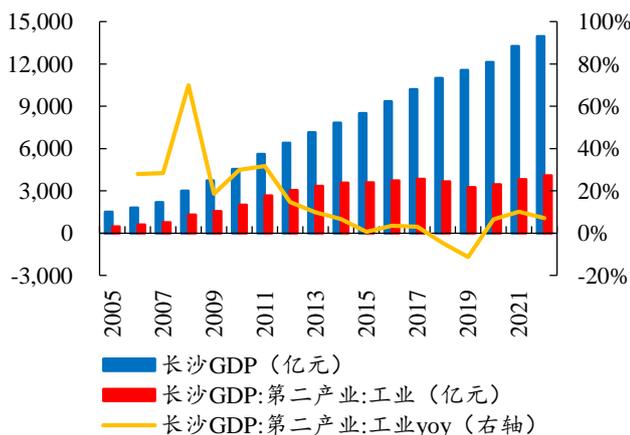
受“强省会”战略加持，长沙市内政信类项目有望扩面增量。湖南省北接长江经济带，东临长三角，向南和向西分别为粤港澳、成渝双城经济圈，具有良好的区位优势。2022年长沙市GDP约为1.4万亿元，在全国省会城市中排名第6，占湖南省GDP比重超30%，符合“强省会”特征。“强省会战略”于2022年1月被写进湖南省政府工作报告，强调要“强企业 and 产业”，政策东风带动下，2022年2月起长沙规模工业增加值增速开始赶超全国平均，以“三高四新”为主导的先进制造业有望迎来历史发展机遇，产业园区等政信类贷款或将扩面增量，长沙银行在长沙市内的信贷增长潜力仍然较大。

表1：“强省会”战略下政信类项目资源丰富

发布日期	发布机构	相关文件或政策	主要内容
2021/11/25	湖南省第十二次党代会	湖南省第十二次党代会	深入实施区域协调发展战略。深入实施区域重大战略和区域协调发展战略，优化“一核两副三带四区”区域经济格局，抓好 长株潭都市圈 建设，推进长株潭一体化发展。 实施强省会战略。
2022/1/17	湖南省政府	湖南省政府工作报告	激发区域发展活力。 深入实施主体功能区战略，建立全省国土空间信息平台和规划“一张图”。 实施强省会战略，引领带动长株潭都市圈发展 ，高标准建设长株潭绿心中央公园等标志性工程，创新长沙火车站与高铁城际多式联运，实现高效率的“零换乘”，打造“轨道上的长株潭”。
2022/4/13	中共湖南省委，湖南省人民政府	《关于实施强省会战略支持长沙市高质量发展的若干意见》	全面落实“三高四新”战略定位和使命任务，完善省会功能、做强现代产业、打造战略平台、激发市场活力、提升城市品质， 持续增强长沙市的全省辐射力、区域引领力、全国竞争力、全球影响力。 到2026年 ，长沙市地区生产总值达到2万亿元左右，高质量发展主要指标在全国省会城市中位居前列，对长株潭一体化和全省各市州协同发展的辐射带动作用显著增强，为全面建设社会主义现代化新湖南作出新的更大贡献； 到2035年 ，经济发展、科技创新、城市治理、生态建设、民生共享等现代化体系更加完善，成为具有国际影响力的现代化城市。
2022/4/18	中共长沙市委	《关于贯彻落实强省会战略的行动方案（2022—2026年）》	以创建国家中心城市、打造“三个高地”引领区、建设宜居宜业宜游的幸福城市、引领长株潭都市圈和全省各市州协同发展为重点， 努力把长沙建设成为更具国际影响力的现代化城市。
2023/1/29	长沙市发改委	《长沙市“双五”工程2023年重点任务清单》	2023年长沙将抢抓经济恢复重要窗口期，紧扣全年“三稳”，打好“发展六仗”，做好“双五”文章，持续提升“五区”承载力、“五个十大”支撑力，奋力开创长沙现代化建设和高质量发展新局面。“双五”工程既是长沙实施“强省会”战略的重要“任务书”之一，也是长沙加快构建现代化产业体系的重要支撑。

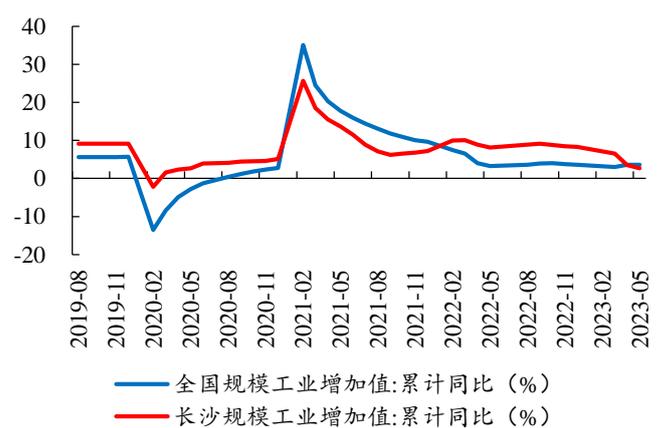
资料来源：湖南省政府、长沙市委、湖南省委、长沙市发改委、开源证券研究所

图6：长沙市工业 GDP 及增速稳中有进



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：长沙市规模工业增加值增速一度赶超全国平均



数据来源：Wind、开源证券研究所

长沙市外的开拓空间较大，贷款和营收贡献度显著增强。由于城商行异地扩张的政策收紧，长沙银行近十年的扩张策略是以深耕湖南省内为主，唯一的省外分行（广州分行）资产占比不大，营收贡献不足1%。湖南省内来看，长沙市外的增长空间仍较大，主要是通过各地州市分行+县域支行+农金站的形式逐级下沉，覆盖各级区县政府和长尾客群。2022年末长沙市外（湖南省内）的贷款余额占比升至45%，

全年营收占比升至 30%。此外，长沙银行还通过控股 3 家省内村镇银行更好触达县域客户，3 家村镇银行合计营收贡献稳定在 2%~3%。

图8：2022 年末，长沙市内贷款余额占 53%

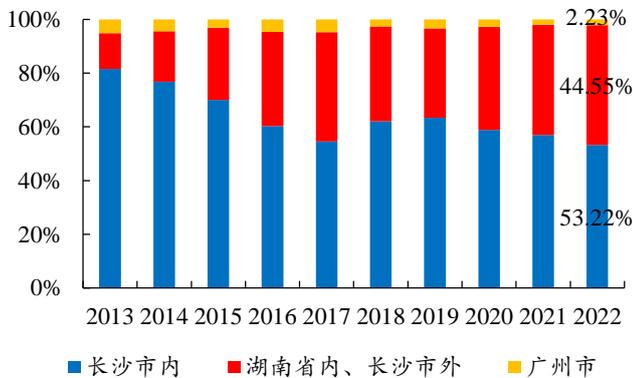
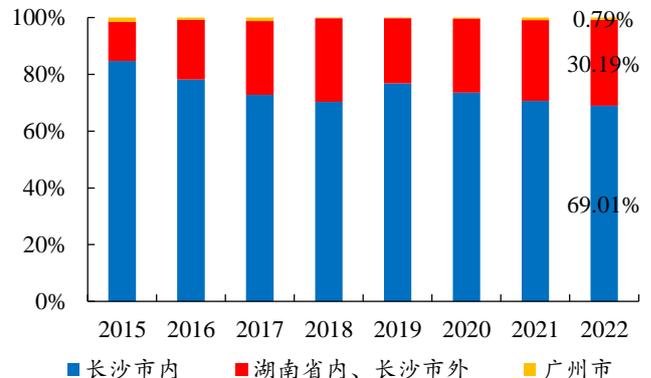


图9：2022 年末，长沙市内营收占比 69%



数据来源：长沙银行年报、开源证券研究所

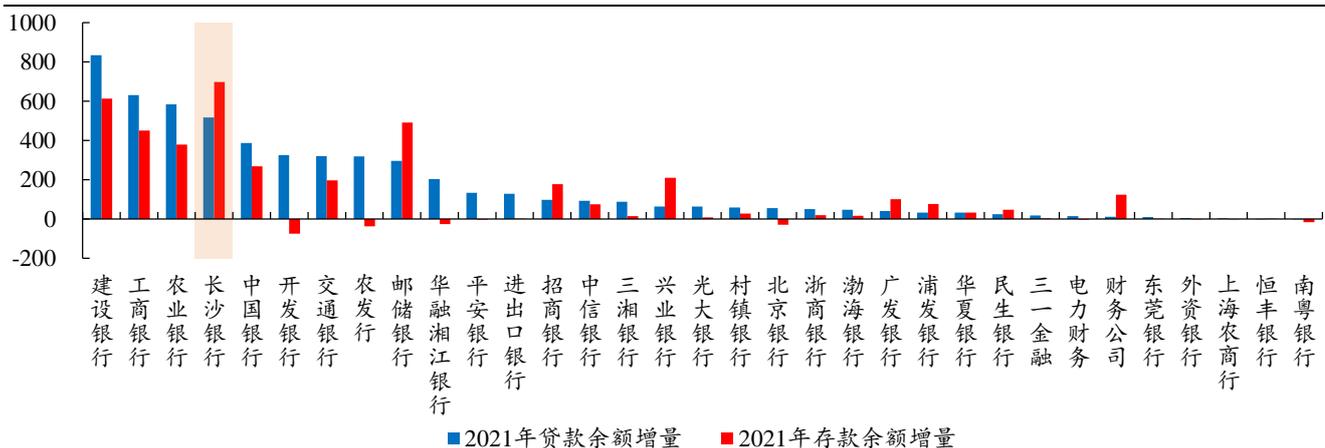
数据来源：长沙银行年报、开源证券研究所

1.3、竞争：量增价优，独占鳌头

1.3.1、量：存贷市占率比肩国有行

存贷款市占率居第一梯队，高于部分国有行，在当地颇具竞争力。2021 年长沙银行在湖南省的贷款、存款余额分别新增 517 亿元、698 亿元，市占率分别为 8%、14%，位于第四、第一，存贷款增量均可比肩国有行，在当地的颇具竞争力。我们认为主要是其政务金融血脉深厚，对公信贷基础夯实，加之零售贷款仍具有较好增长，贷款高增的同时有效沉淀存款。

图10：长沙银行增量存贷款市占率比肩国有行（亿元）



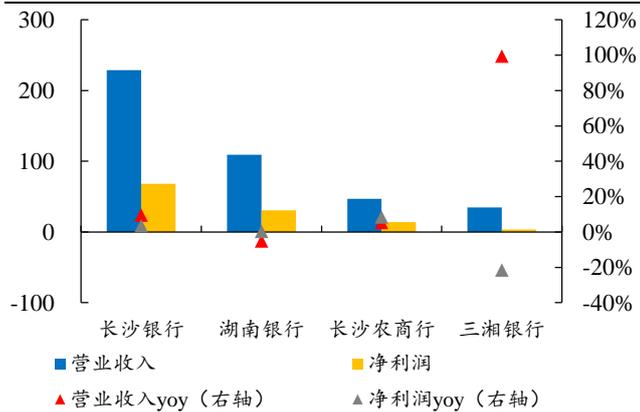
数据来源：湖南省统计局、开源证券研究所（注：该数据最新仅披露至 2021 年末）

竞争环境相对温和，本土的城商行较少，主要以农商行、村镇银行为主。注册地为湖南省的法人银行中，城商行仅 2 家（长沙银行、湖南银行），其余均为农商行、村镇银行，竞争环境相对温和。另一家本土城商行是湖南银行，2022 年 6 月中国华融转让 40.53% 股权后，湖南财信成为其第一大股东，政信背景有所加强，或与长沙银行形成一定的资源竞争。竞争方面，我们把总资产排名前四的本土银行作对比（长沙银行、湖南银行、长沙农商行、三湘银行）：

(1) **成立早、规模大，人熟地熟有优势**：除长沙银行外，其余三家均为 2010 年后成立，发展时间较短，相比之下，成立于 1997 年的长沙银行与当地政府、企业的纽带更深、连接更紧密。长沙银行总资产规模最大，约为湖南银行的 2 倍，且营收、净利润呈现“体量大+增速高”，成长势头亮眼。

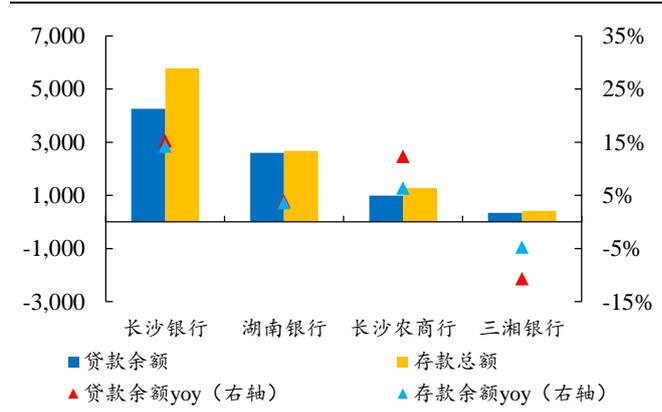
(2) **各项业务均衡发展，不良出清较快**：长沙银行的规模指标均优势明显，净息、非息收入均衡发展；不良率最低、拨备覆盖率最高，资产质量安全边际高。

图11：长沙银行营收远超本土银行（2022，亿元）



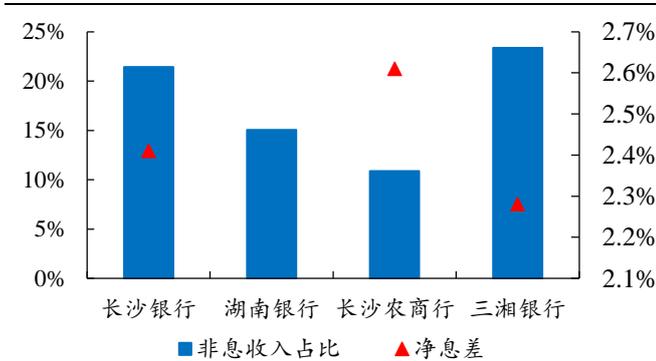
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：长沙银行存贷款余额均高增（2022年末，亿元）



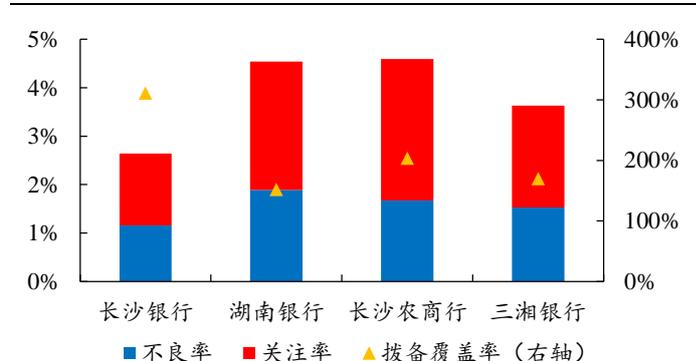
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：长沙银行轻型化特征明显（2022）



数据来源：各银行年报、开源证券研究所

图14：长沙银行资产质量更优（2022年末）



数据来源：各银行年报、开源证券研究所

存贷款市占率持续居前，得益于对公基本盘始终稳固。由于政务金融背景深厚，长沙银行对公贷款 2020-2022 年实现近 20% 的高增，有效筑牢信贷基本盘。对公投向向上，四大基建类贷款合计占 4 成左右（2022 年末），“强省会”战略的催化下，政信类贷款有望持续成为资产获取的有力抓手。此外，房地产类贷款占比较小，房地产贷款集中度两项指标近 10 年来均未超限，信贷投放主要聚焦自身优势领域。

图15：长沙银行公贷增速边际上行（截至2022年末）

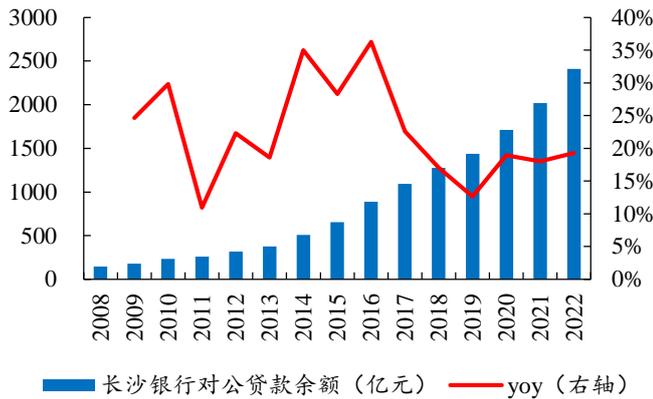
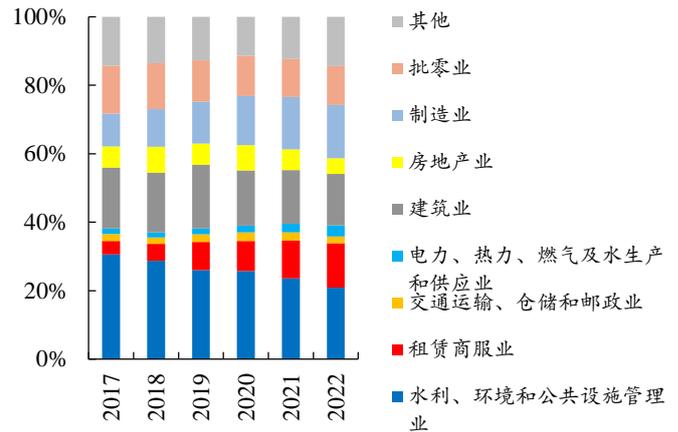


图16：长沙银行对公贷款结构不断优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：基建类贷款包括水利、交通、电力、租赁商服；房地产类贷款包括房地产业、建筑业）

1.3.2、价：净息差居上市城商行第一

净息差维持上市城商行第一，资产端定价能力强。2022年，长沙银行净息差为2.41%，近四年维持上市城商行第一的高位。净息差较2021年、2022H1分别逆势上行1BP、6BP，或由于2022年下半年大力投放高收益的零售贷款。总的来看，长沙银行的高息差是其资产端量增价优、负债端揽储优势强劲共同作用的结果，表现在定价上——生息资产收益率排名上市城商行第一（2022年4.80%）、计息负债成本率（2022年2.28%）长期低于上市城商行平均水平。

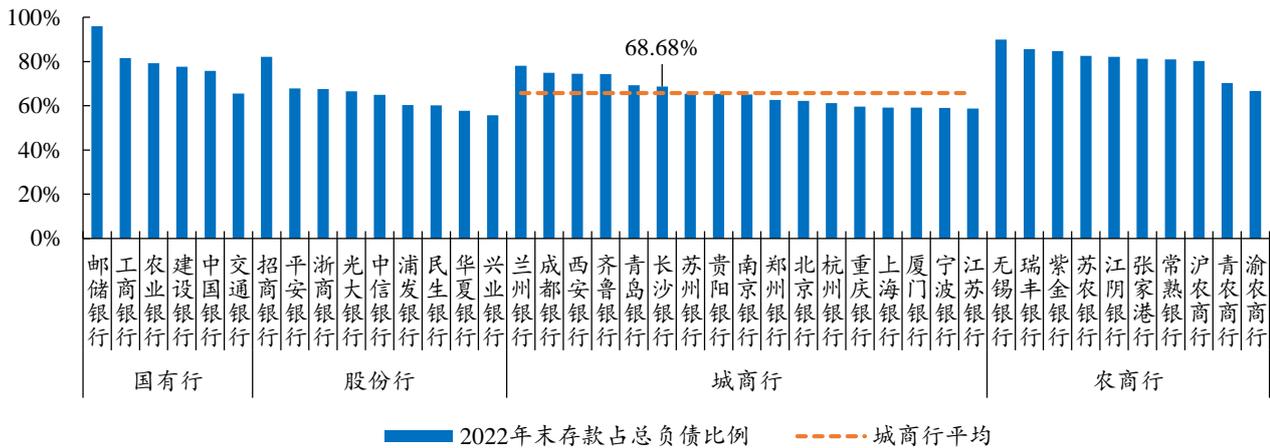
图17：2022年长沙银行净息差仍位居上市城商行第一



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、负债端：存款占比大且活期比例高

负债端稳定性较强，存款高增且占比高于城商行平均。2022年末长沙银行存款占负债总额的比例为68.68%，略高于城商行平均水平（65.71%）。存款兼具高稳定性、低成本的特点，受市场资金利率波动的影响较小，高存款占比反映长沙银行客群基础深厚，沉淀资金的能力较强，存款得以保持高增（2023Q1末超16%）。

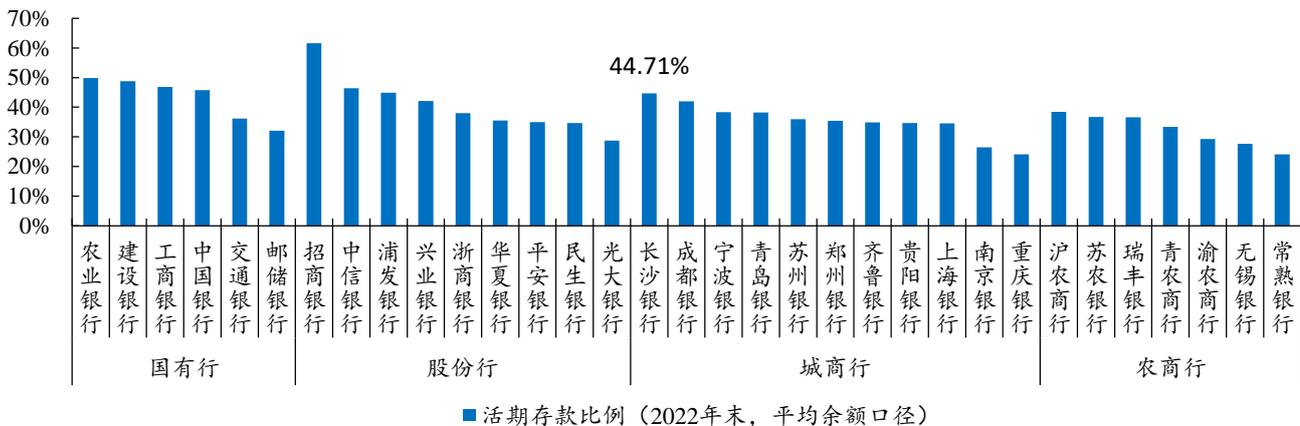
图18：长沙银行存款占总负债的比例略高于上市城商行平均


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、力争成为政务主办行，沉淀低成本存款

政务金融业务有助于沉淀低成本对公活期存款，同时打通 B、C 端。截至上市前的 2018Q1 末，政务存款已占比接近 3 成，与零售存款规模相当。政金业务可有效沉淀大量低成本活期存款，得益于此，长沙银行计息负债成本率从 2015 年至今始终低于上市城商行成本率，负债端优势显著，具体表现在活期存款占比高，且对公活期存款成本率低：

(1) 活期存款率约 45%，为披露数据的上市城商行第一。由于平均余额口径的存款季节性波动更小，更能反映银行实际的存款沉淀能力。横向对比来看，2022 年末长沙银行平均余额口径的活期存款比例为 44.71%，位居披露数据的上市城商行第一，其中公司活期、个人活期存款比例均较高，主要由于其政务金融血脉深厚，结算、代发等业务沉淀较多活期存款。

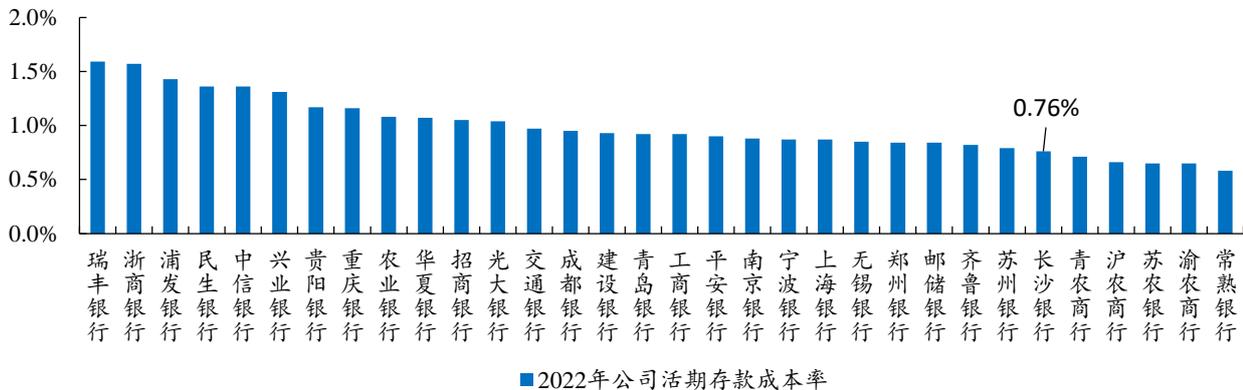
图19：2022 年末长沙银行活期存款比例位列披露数据的上市城商行第一（平均余额口径）


数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所（注：其余 9 家银行未披露活期存款平均余额，故剔除）

(2) 对公活期存款成本率低，且低于部分国有大行。2022 年长沙银行公司活期存款成本率为 0.76%，处于同业较低水平，低于工商银行、建设银行等国有行，同样受益其政务金融的长期优势。综合来看，长沙银行兼具资产端与负债端优势，

随着县域金融、零售战略的推进，预计未来中长期仍将保持净息差高于同业平均。

图20：长沙银行公司活期存款成本率较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

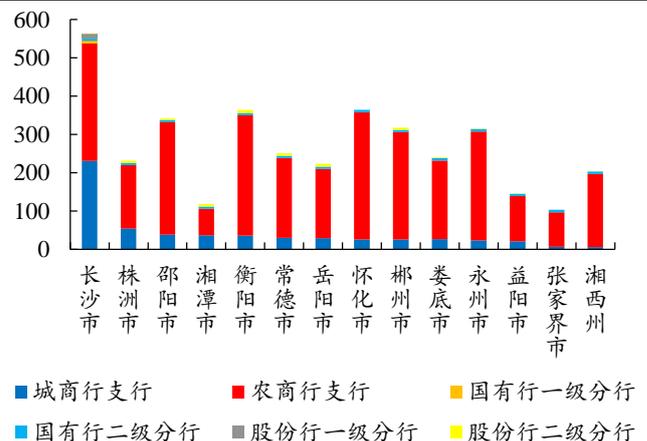
政金优势缘何而起？得益于国资持股、重视开发各级政务资源。长沙银行前身为长沙市、开福区、芙蓉区、天心区等市级和区级财政局发起设立，国资背景深厚，截至2023Q1末，长沙市财政局仍为第一大股东，使得长沙银行在争取优质对公客户方面具有得天独厚的优势。同时重视政务金融资源，已实现对长沙市级主要政务部门的对接。根据招股书，长沙银行已与市财政局、市人社局、市国土局等建立了深度合作关系，是区域内政务金融业务的主导银行。此外，考核体系上对政务资源十分重视，已建立以市级政务资源为主导，以省、区县级政务资源为突破目标的三级政务营销体系。同时，长沙市外其他地州市展业的银行以农商行居多，长沙银行在政务金融等综合金融服务方面具有较强优势。

表2：前十大股东以国资为主（截至2023Q1末）

前十大股东	持股比例 (%)
长沙市财政局	16.82
湖南省通信产业服务有限公司	6.56
湖南友谊阿波罗商业股份有限公司	5.69
湖南兴业投资有限公司	4.92
湖南三力信息技术有限公司	4.38
长沙房产（集团）有限公司	4.23
长沙通程实业（集团）有限公司	3.83
长沙市投资控股有限公司	3.69
湖南钢铁集团有限公司	3.14
长沙通程控股股份有限公司	3.07

资料来源：Wind、开源证券研究所

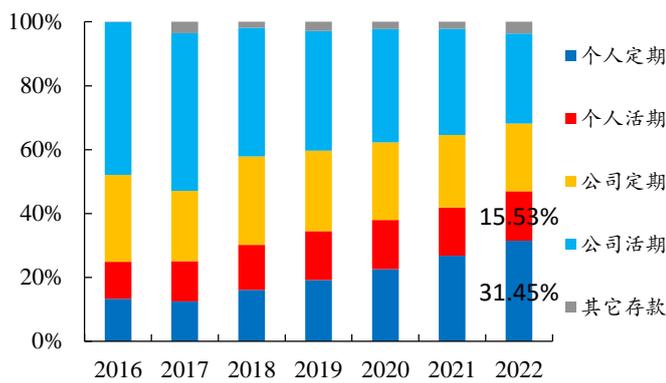
图21：湖南省其余地州市展业银行多为农商行（家，截至2023/07/26）



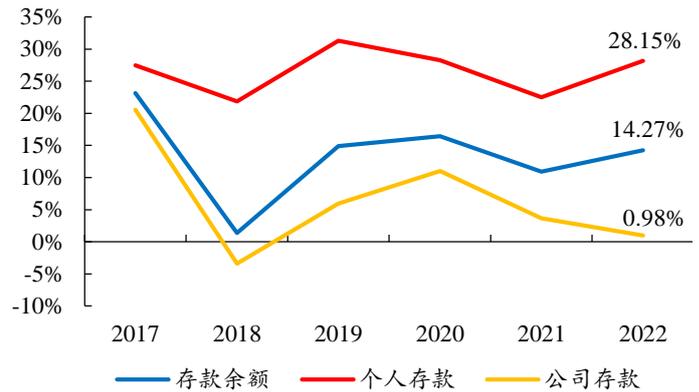
数据来源：国家金融监管总局、开源证券研究所

2.2、零售存款占半壁江山，财富管理打开新局

零售客群覆盖率显著提升，零售存款也成为一大稳定的负债来源。2022年末长沙银行零售客户1656.87万户，人口覆盖率（零售客户数除以湖南省常住人口数）从2017年的13%升至2022年末的25%，零售转型成效显著，其中零售存款余额高增28%，贡献全行存款的半壁江山。

图22：长沙银行存款结构不断优化


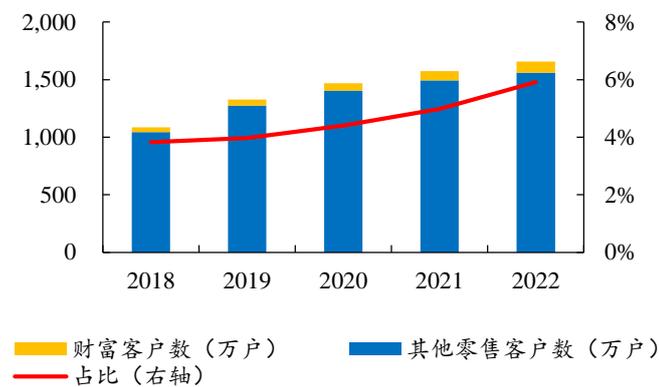
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2022年个人存款实现高增


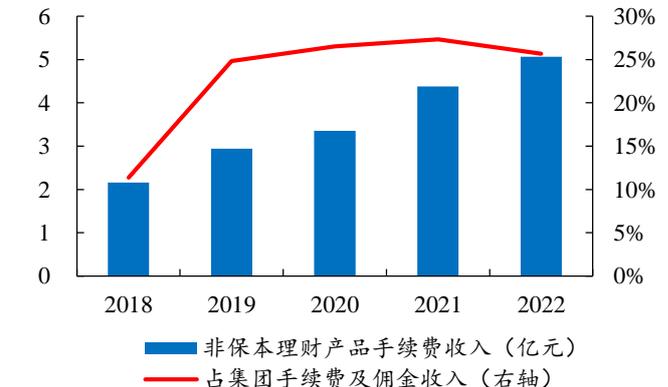
数据来源：Wind、开源证券研究所

零售客群的高效沉淀，为财富管理打开新局，理财业务贡献 1/4 手续费收入。

2021年为财富管理新局开创之年，转型两年多以来财富客户占比确有显著提升，2022年末零售AUM高增19.14%。财富客户的沉淀，有助于中间业务的发展壮大，推进轻型化转型，以避免传统存贷业务模式下，银行对于资本和拨备的依赖。2022年长沙银行理财业务贡献集团手续费收入的1/4，占比较2018年翻了一倍多，成为营收的有力支撑。

图24：长沙银行财富客户数不断增长


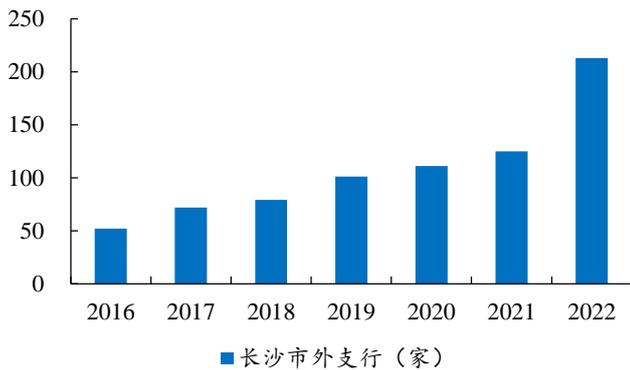
数据来源：长沙银行年报、开源证券研究所

图25：非保本理财产品手续费收入贡献边际回落(2022)


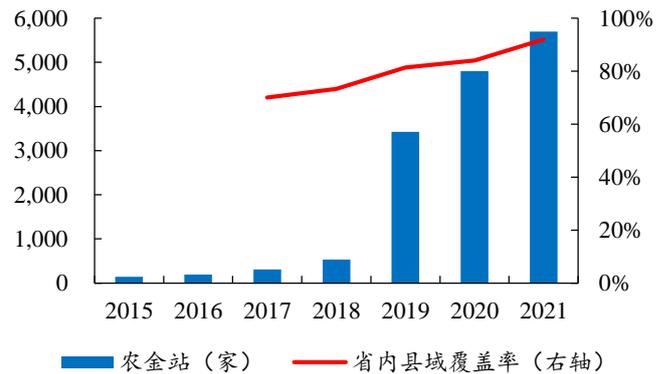
数据来源：长沙银行年报、开源证券研究所

2.3、县域金融成效显著，以负债端打通资产端

县域金融方面，长沙银行兼具政策优势和先发优势，县域网点快速铺开。2010年左右财政部、央行和银保监会对县域法人金融机构给予贷款政策优惠，2015年左右湖南省政府提出支持区域性银行实施县域全覆盖。其实早在2014年之前，长沙银行便已集中于地州市分行的建设，2018年将“助农取款点”升级为“农金站”，2019年形成了“县域支行+乡镇支行+农金站”三位一体的模式，为开展县域金融业务提供扎实的网点基础。2022年末县域支行已设86家，实现100%县域覆盖率，成为湖南首家县域全覆盖的地方法人金融机构。

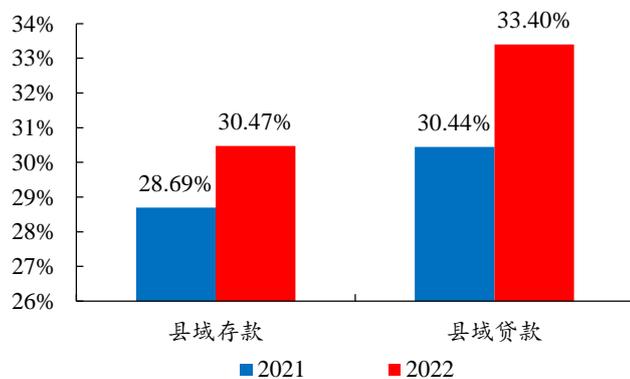
图26：长沙银行的市外支行数量稳步增长


数据来源：长沙银行年报、开源证券研究所

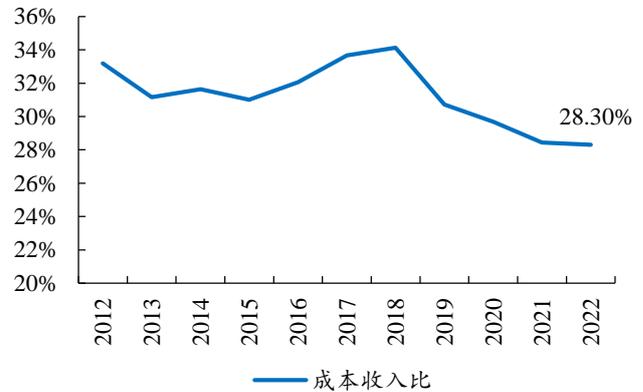
图27：长沙银行农金站基本实现县域全覆盖


数据来源：长沙银行年报、开源证券研究所（注：2018 年以前农金站数量采用助农取款点数量，2022 年农金站数量未披露；省内县域覆盖率指全省设有长沙银行营业机构（分支行、农金站）的县域数量占比）

打通资负两端，低成本获客、留客，县域存贷款贡献度显著上升。县域网点的快速铺开已初见成效，通过负债端属性较强的农金站沉淀县域客户，并引流到县域分支行的资产端业务，有效实现资负两端的联动。2022 年末，县域存款、贷款分别占集团的 30.47%、33.40%，较 2021 年末贡献度均有显著提升。由于县域分支行、农金站的差异化定位，分工较为明确，下沉的业务并未带来成本端的明显拖累，成本收入比自 2019 年回落，2022 年末降至 28.3%，县域金融已探索出较为高效的获客和留客模式。

图28：长沙银行县域存贷款贡献度上升


数据来源：长沙银行年报、开源证券研究所

图29：2018 年后长沙银行成本收入比逐年降低


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、资产端：向下挖潜，高收益资产占比高

3.1、区域因素：中部贷款收益率高于东部

中部地区贷款利率普遍高于东部沿海，长沙银行享区位优势。根据中国人民银行发布的《中国区域金融运行报告（2022）》统计，2021 年 12 月份我国中部地区人民币一般贷款加权平均利率为 5.40%，远高于东部地区（5.05%），企业贷款加权平均利率为 4.82%，为四大区域中最高。长沙银行深耕湖南省，具有区位上的利率优势。

再加上湖南省金融资源分布不平衡，银行下沉业务的定价能力较强。长沙市的存贷款余额分别为 2.8 万亿和 3.0 万亿，分别是第二名衡阳市的 5 倍和 8 倍之多，远远领先于其他 13 个地州市，金融资源的分布不平衡使得长沙银行在下沉业务上的定价能力较强，预计随着县域金融的持续推进，资产收益率有望保持同业较高水平。

图30：2021-12 我国中部地区贷款平均利率高于东部

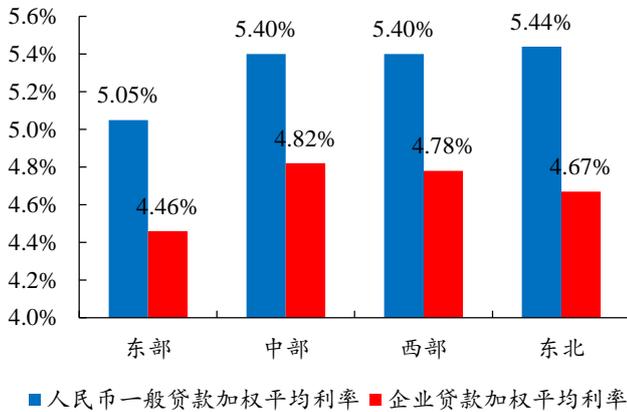
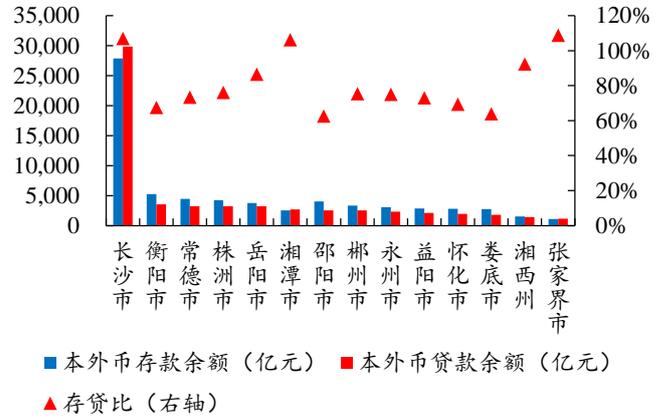


图31：湖南省各市金融资源较不平衡（截至 2022 年末）



数据来源：中国人民银行、开源证券研究所（注：最新仅披露至 2021-12）

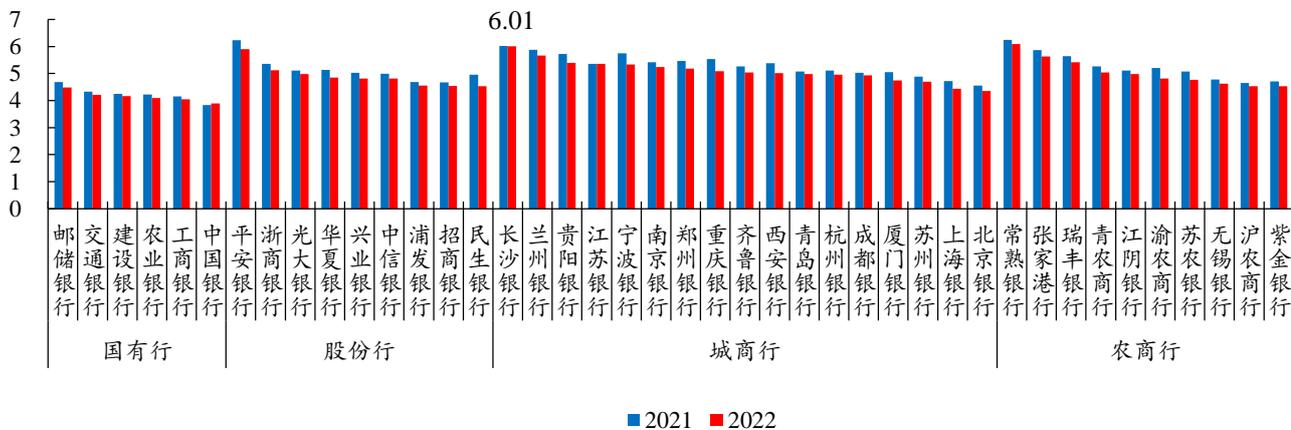
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、结构因素：高收益资产占比高

3.2.1、贷款、同业资产收益率较高

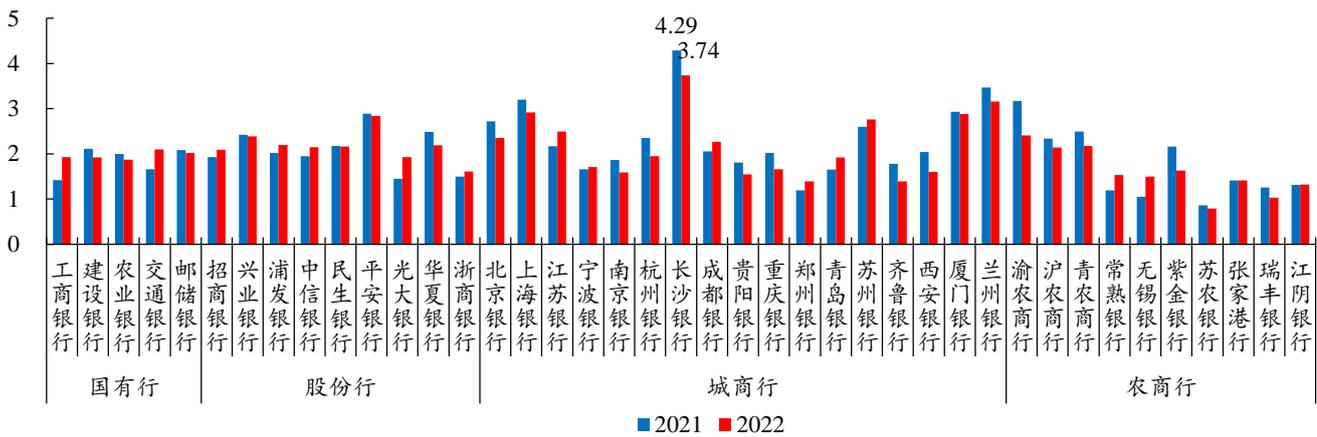
生息资产收益率为上市城商行第一，其中贷款和同业资产收益率优势明显。长沙银行应收款项类投资（属于同业资产）占总资产的比例一度较高，2015-2017 年均 在 30% 左右。定价上，2022 年同业资产收益率（同业资产三项加权平均）以 3.74% 排名上市银行第一、贷款收益率以 6.01% 位居上市城商行第一。高收益资产获取能力强，进而生息资产整体收益率（2022 年 4.80%）登顶上市城商行，收益率优势在银行业资产利率整体承压的当下弥足可贵。

图32：长沙银行贷款收益率为上市城商行最高（%）



数据来源：各银行年报、开源证券研究所

图33：长沙银行同业资产收益率较高（%）

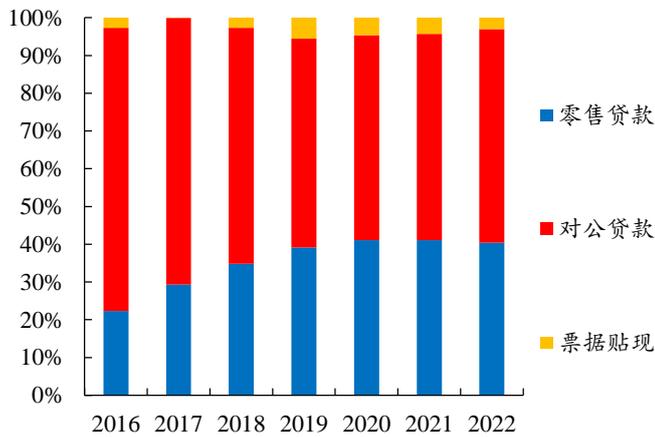


数据来源：各银行年报、开源证券研究所（注：同业资产包括存放同业、拆放同业和买入返售三项，以三项平均余额占比为权重对三项利率做加权平均，得到同业资产收益率；中国银行同业资产三项未单独披露，故剔除）

3.2.2、零售贷款占比上市城商行第一

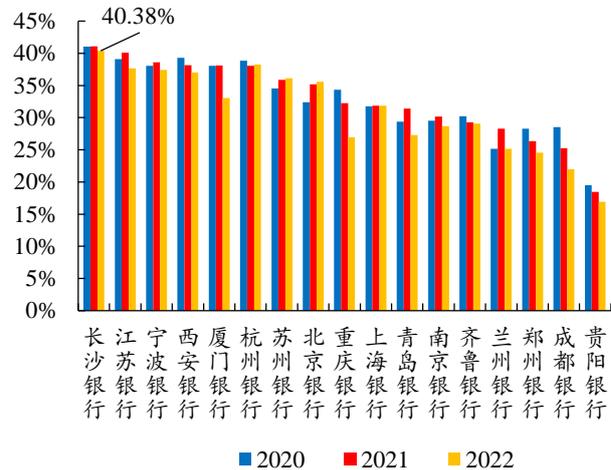
零售贷款占比蝉联上市城商行第一。2016年是长沙银行零售转型的关键一年，当年末零售贷款占比仅22%，低于上市城商行平均。通过坚定推进零售转型，2017年零售贷款占比跃升7pct至29.31%，开始反超上市城商行平均水平。近4年零售底色渐浓，零售贷款占比蝉联上市城商行第一，贷款结构更加优化，从而为净息差保持高位奠定良好基础。

图34：长沙银行零售贷款占贷款40%（截至2022年末）



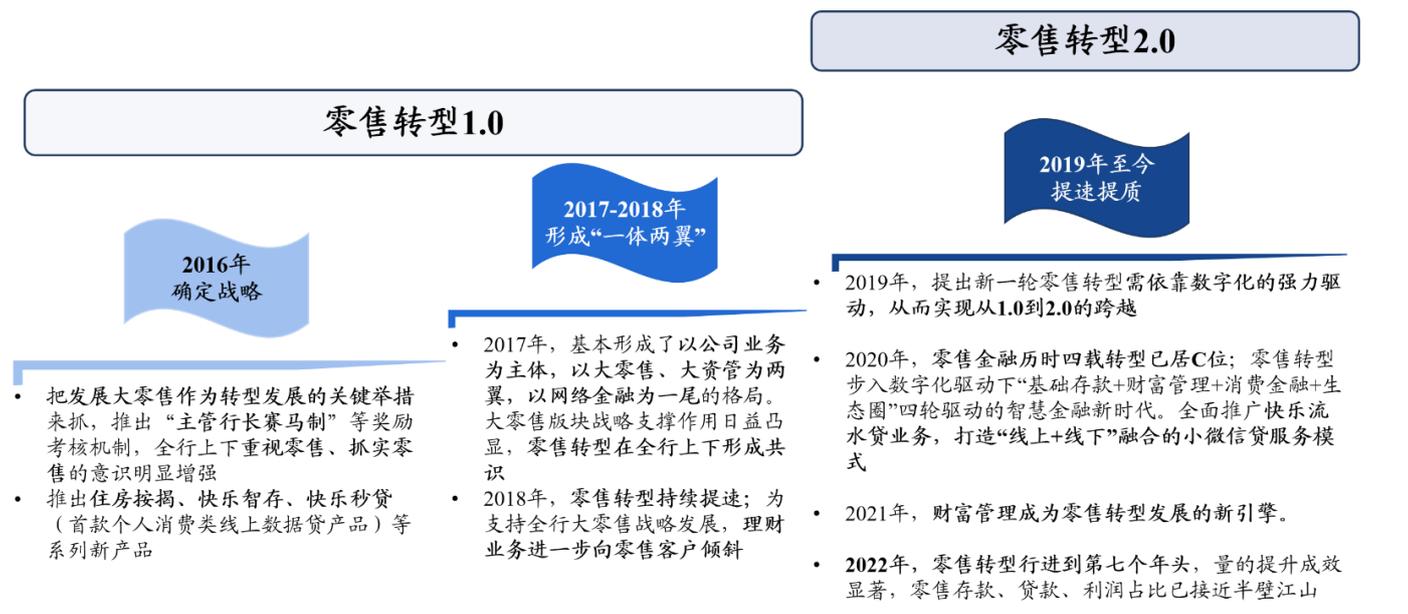
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：长沙银行零售贷款占比保持上市城商行第一



数据来源：Wind、开源证券研究所

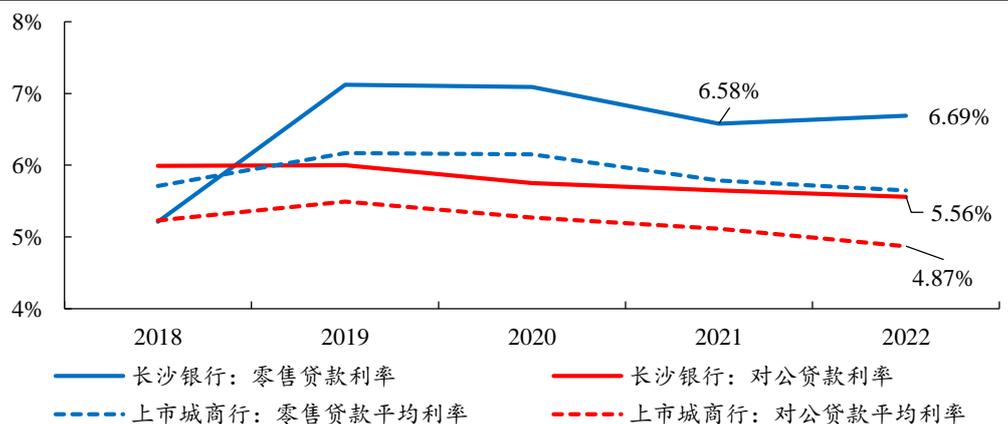
图36：长沙银行零售转型进程顺利



资料来源：长沙银行年报、开源证券研究所

2022年零售收益率逆势上行、同业领先。由于2019年起信用卡分期收入进行重分类，零售贷款平均收益率在2019年跃升至7.12%（重述前为6.03%），开始高于对公贷款收益率。2022年零售贷款平均利率（6.69%）同比逆势上行11BP，为上市城商行第三高（仅次于宁波银行、南京银行）。受益于零售转型的深入推进，预计资产端定价仍将保持较大优势。

图37：长沙银行对公、零售贷款收益率均较有优势

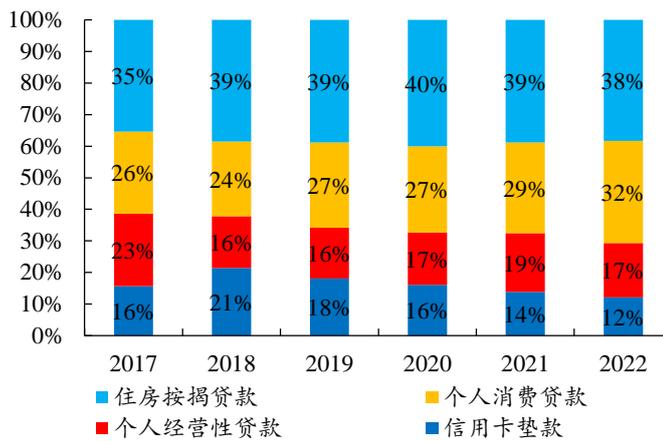


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.3、消费贷以母行+长银五八为双支撑

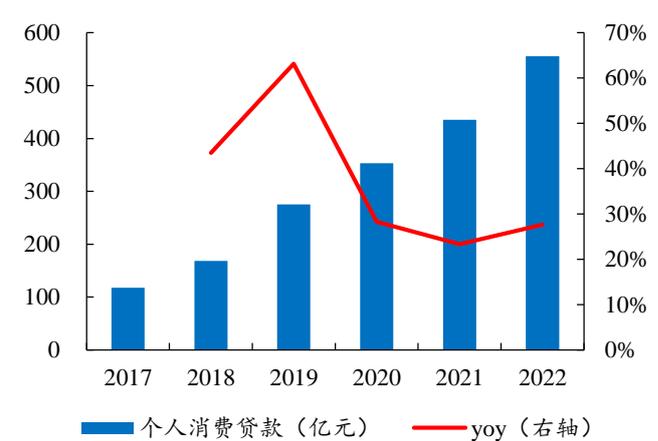
消费贷占比逐年上升，疫情扰动下仍实现20%以上高增。零售贷款结构上，2022年末住房按揭占比最大（38%），其次为消费贷（32%）和经营贷（17%）。消费贷增速最高，2022年末同比增长近28%，且疫情扰动下近三年仍实现20%以上高增，已成为零售贷款的主要增长极。我们认为主要受两方面因素影响：长沙市房价洼地效应下居民消费力旺盛，以及长沙银行消费贷品类齐全+拥有消金牌照。

图38：长沙银行零售贷款近半为消费贷与经营贷



数据来源：长沙银行年报、开源证券研究所

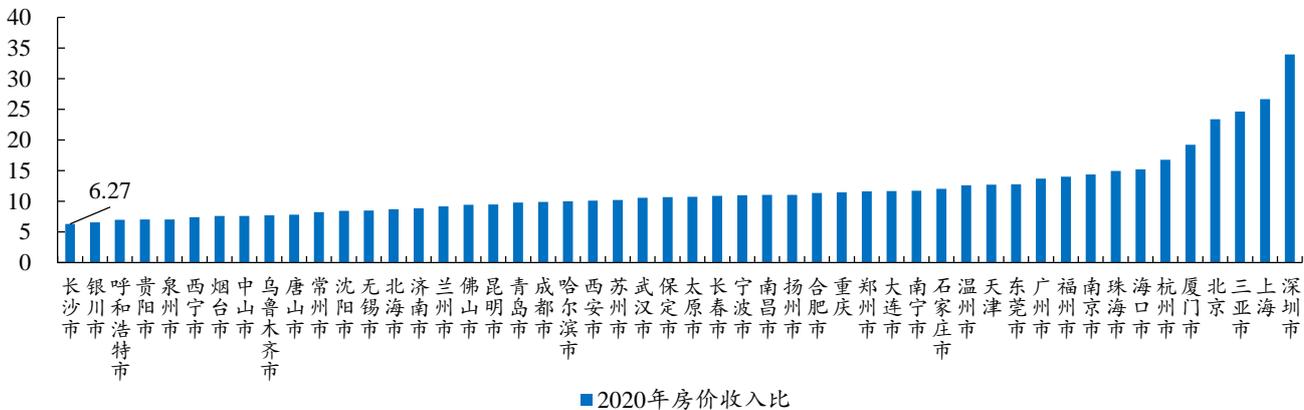
图39：长沙银行个人消费贷增速持续较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 因素一：房价洼地效应持续外延，推动消费贷持续增长。长沙市是少数几个人口“千万级”的省会城市，截至2022年末，长沙市常住人口为1024万人；城镇人均可支配收入超6万元，在省会城市中仅次于杭州、广州和南京，在中西部省会中领先较多，较高的收入水平带来较高的消费需求，但房价洼地效应明显（房价收入比为50个大中城市中最底），给予了居民更多的收入支配空间，也带动了居民消费需求，本土银行的消费贷业务将大有可为。

图40：长沙市房价收入比为50个大中城市中最底（2020年）



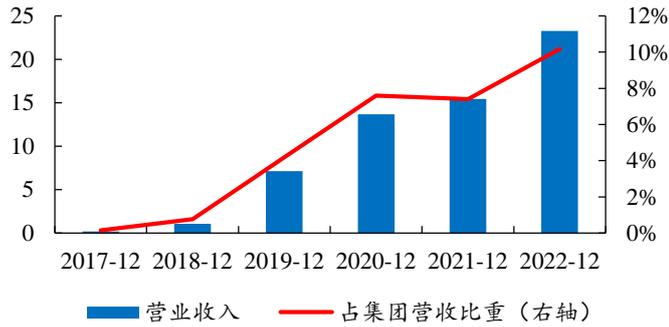
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：房价收入比=平均每户住房总价÷平均每户家庭年总收入，最新仅披露至2020年）

(2) 因素二：拥有全品类产品+消金牌照。长沙银行的消费贷产品面向多元客户，首先是“快乐秒贷”针对白领等优质白名单客户，信用风险较小但利率相对较低。随着居民消费需求“弱复苏”，向下挖潜成为有力拓展，“易得贷”定位非白名单但资质较优的人群（毕业大学生等），利率相对较高，且扩面增量空间大。此外，长沙银行还拥有长银五八消金牌照，客户更为下沉，但由于风控机制较为精细，营收稳增的同时保持了资产质量的稳定。长银五八消金公司2022年营收超23亿元，占集团营收比重超10%，不良率维持低位（2022-09末为1.43%），成为长沙银行做大做强消费贷业务的有力抓手。

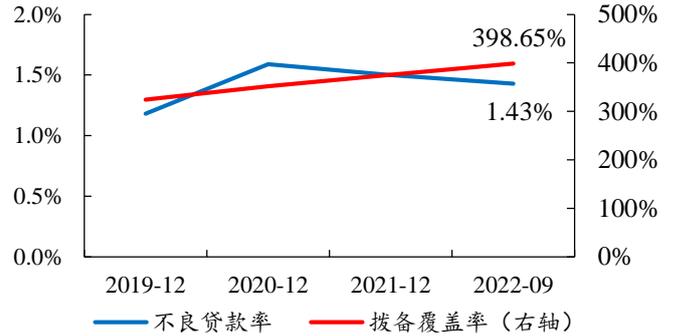
表3：长沙银行消费贷产品多元

产品名	额度(万元)	面向人群	年利率(单利)
快乐秒贷	80	湖南、广州区域范围内有稳定工作(白领等)	5.4%左右
易得贷	20	湖南、广州区域范围内、年龄在22-60周岁	6%左右
长银五八消费贷	20	信用记录良好、有稳定收入来源	等额本金：10.8%-21.6% 先息后本：10.8%-21.6%

资料来源：长沙银行官网、长银五八官网、开源证券研究所

图41：长银五八对集团营收贡献大幅上升(亿元)


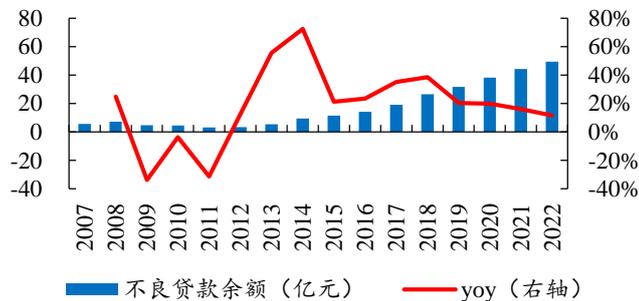
数据来源：长沙银行年报、开源证券研究所

图42：长银五八不良率较低


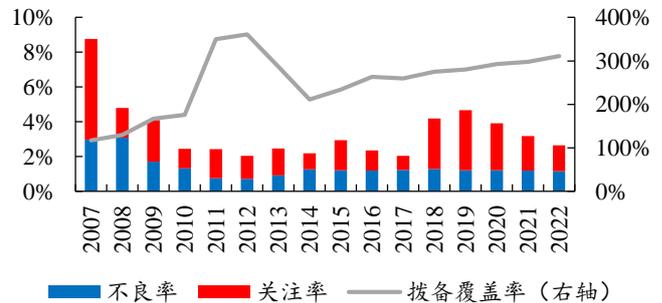
数据来源：中国货币网、开源证券研究所(注：最新仅披露至2022-09)

3.3、资产质量：不良下降、拨备增厚的双向优化

2022年末不良率下降，拨备覆盖率稳增，风险出清进入尾声。长沙银行在2012年前后加大不良处置力度，历史包袱大幅减轻，2013-2017年不良率和关注率均保持历史低位。2018年随着不良认定趋严，关注率有所抬升，但随着核销等处置力度加大，2023Q1末不良率已降至历史较低水平(1.16%)，拨备覆盖率升至300%以上，我们认为其资产质量已进入不良下降、拨备增厚的良性循环之中。

图43：2022年长沙银行不良贷款余额增速回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2022年长沙银行不良率改善明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

正常类迁徙率改善、关注类贷款迁徙率上行，不良认定趋严。时间维度看，2018年以后正常类迁徙率下行明显，近年保持低位稳定，资产质量较之前有大幅改善。关注类迁徙率边际小幅抬升，主要受不良认定严格的影响。随着存量风险逐步出清，

增速超 19%，财富管理增长空间较大。我们预计 2023-2025 年手续费及佣金净收入分别占营收的 5.78%/5.84%/ 5.87%。

基于以上假设，我们预测 2023-2025 年营业收入分别为 257.23 亿元/ 290.26 亿元/ 330.28 亿元，增速分别为 12.49%/12.84%/13.79%。2023-2025 年归母净利润分别为 75.27 亿元/84.75 亿元/95.98 亿元，增速分别为 10.51%/12.59%/13.26%；摊薄 EPS 为 1.70 元/ 1.74 元/ 1.79 元。

表4：长沙银行主要预测指标

单位：百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
贷款余额	369,615	426,038	492,074	565,885	647,939
yoy	17.34%	15.27%	15.50%	15.00%	14.50%
存款余额	516,186	589,413	680,183	779,489	888,618
yoy	11.33%	14.19%	15.40%	14.60%	14.00%
营业收入	20,868	22,868	25,723	29,026	33,028
yoy	15.79%	9.58%	12.49%	12.84%	13.79%
净息差	2.40%	2.41%	2.35%	2.34%	2.32%
净利息收入	16,112	17,967	20,241	23,215	25,947
yoy	7.69%	11.52%	12.65%	14.70%	11.77%
手续费及佣金净收入	1,064	1,319	1,488	1,696	1,938
占营业收入	5.10%	5.77%	5.78%	5.84%	5.87%
归母净利润	6,304	6,811	7,527	8,475	9,598
yoy	18.09%	8.04%	10.51%	12.59%	13.26%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、相对估值

长沙银行为湖南省最大本土银行，估值修复潜力较大。我们选取中西部地区规模相当的上市城商行进行对比，包括成都银行、贵阳银行、重庆银行、西安银行，我们预计长沙银行当前股价（2023-08-09）对应 2023 年 PB 为 0.5 倍，略低于可比公司估值，修复空间较大。长沙银行本土客群基础深厚，存贷款量增价优，增量市占率比肩国有行，叠加其网点实现省内地州市全覆盖，信贷放量的成长空间较大，不良资产加速出清，成长空间可期。首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：预计长沙银行 2023 年 PB 为 0.5 倍

代码	银行名称	PB (LF)		ROE (%)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS		
		2023-08-09	2023E		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601838.SH	成都银行	1.0	0.8	4.46	13.14	11.57	14.58	28.24	18.48	17.97	2.50	3.12	3.68
601997.SH	贵阳银行	0.4	0.4	3.06	4.26	5.31	5.41	1.02	5.62	5.67	1.60	1.76	1.86
601963.SH	重庆银行	0.6	0.5	3.25	-7.23	5.34	7.54	4.38	6.37	6.20	1.11	1.49	1.58
600928.SH	西安银行	0.6	0.6	2.22	-8.82	15.28	8.31	-13.55	8.89	9.62	0.55	0.59	0.65
	可比公司平均	0.6	0.6	3.2	0.3	9.4	9.0	5.0	9.8	9.9	1.4	1.7	1.9
601577.SH	长沙银行	0.6	0.5	3.59	9.58	12.49	12.84	8.04	10.51	12.59	1.61	1.70	1.74

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除长沙银行，其余可比公司预测值均选用 Wind 一致预期（180 天），PB (LF) 为 2023-08-09 收盘价；ROE 为末年化的 2023Q1 加权平均净资产收益率）

5、风险提示

政策风险：金融供给侧结构性改革，银行业监管政策趋严；政策落地不及预期，银行信贷的增量扩面不达预期。

市场风险：经济增速不及预期，企业和居民部门贷款需求疲弱，净利息收入增速下滑；资产端利率持续下滑，净息差持续承压等。

经营风险：业务转型带来的风险；下沉市场开拓难度大、风控要求高，可能对资产质量造成扰动。

其他风险：不可抗力带来的风险，日常业务开展受到限制，未来发展的不确定性增加等。

附：财务预测摘要

财务报表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
利息收入	32,581	35,795	40,734	45,697	50,943
利息支出	16,469	17,827	20,493	22,482	24,996
净利息收入	16,112	17,967	20,241	23,215	25,947
手续费及佣金收入	1,603	1,972	2,259	2,622	3,082
手续费及佣金支出	539	653	771	925	1,144
手续费及佣金净收入	1,064	1,319	1,488	1,696	1,938
其他非息收入	3,693	3,581	3,994	4,114	5,143
净非利息收入	4,756	4,900	5,482	5,810	7,081
营业收入	20,868	22,868	25,723	29,026	33,028
税金及附加	176	215	232	260	302
业务及管理费	5,935	6,472	7,329	8,366	9,434
其他业务成本	0	1	0	1	1
营业外净收入	-37	-38	-32	-36	-36
拨备前利润	14,720	16,142	18,129	20,364	23,256
信用减值损失	6,655	7,441	8,453	9,472	10,964
利润总额	8,009	8,686	9,637	10,855	12,262
所得税费用	1,439	1,542	1,718	1,981	2,193
净利润	6,570	7,144	7,919	8,875	10,068
归母净利润	6,304	6,811	7,527	8,475	9,598
贷款总额	369,615	426,038	492,074	565,885	647,939
同业资产	16,215	40,012	46,174	52,915	60,323
总资产	796,150	904,733	1,048,108	1,202,828	1,372,873
吸收存款	516,186	589,413	680,183	779,489	888,618
其他计息负债	217,982	246,851	288,761	331,237	377,521
非计息负债	5,336	6,297	7,556	9,067	10,881
总负债	739,504	842,561	976,500	1,119,794	1,277,020
母公司所有者权益	55,022	60,243	69,287	80,313	92,662

资产负债结构 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
生息资产净额/总资产	98.84	98.79	98.06	98.57	97.46
存放央行/生息资产	6.79	6.27	6.92	6.64	6.65
同业资产/生息资产	2.03	4.41	4.42	4.39	4.43
存放同业/生息资产	0.49	0.82	1.26	1.04	1.05
拆放同业/生息资产	0.89	1.42	1.55	1.63	1.54
买入返售/生息资产	0.65	2.17	1.60	1.72	1.84
贷款总额/生息资产	46.26	46.97	47.06	46.94	47.63
贷款净额/生息资产	44.76	45.50	45.35	45.28	45.98
投资/生息资产	44.92	42.35	41.60	42.03	41.29
计息负债/总负债	99.28	99.25	99.23	99.19	99.15
生息资产净额/计息负债	107.18	106.87	106.07	106.74	105.68
存款/计息负债	70.31	70.48	70.20	70.18	70.18
向央行借款/计息负债	3.12	3.96	3.52	3.55	3.70
同业负债/计息负债	6.69	7.25	8.13	8.87	9.34
同业存放/计息负债	4.05	3.43	5.02	5.37	4.42
拆入资金/计息负债	2.40	2.79	2.65	3.18	3.60
卖出回购/计息负债	0.24	1.03	0.47	0.32	1.32
发行债券/计息负债	19.71	18.15	18.01	17.29	16.68

收入与规模增速 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润增速	18.15	8.74	10.85	12.07	13.45
拨备前利润增速	17.91	9.66	12.31	12.33	14.20
税前利润增速	18.40	8.45	10.95	12.64	12.96
营业收入增速	15.79	9.58	12.49	12.84	13.79
净利息收入增速	7.69	11.52	12.65	14.70	11.77
手续费及佣金收入增速	26.92	23.03	14.53	16.07	17.57
手续费及佣金支出增速	15.77	21.16	18.02	20.05	23.65
手续费及佣金净收入增速	33.44	23.99	12.81	14.01	14.25
其他非息收入增速	63.09	-3.01	11.53	3.00	25.00
净非利息收入增速	55.37	3.03	11.88	5.99	21.86
业务管理费用增速	10.93	9.04	13.24	14.15	12.77
其他业务成本增速	-388.57	713.86	-57.60	51.83	43.48
信用减值损失增速	16.95	11.81	13.60	12.06	15.76
生息资产总额增速	12.99	13.53	15.28	15.29	12.85
贷款总额增速	17.34	15.27	15.50	15.00	14.50
同业资产增速	38.95	146.76	15.40	14.60	14.00
证券投资增速	10.13	7.04	13.26	16.47	10.86
计息负债增速	12.36	13.91	15.87	14.63	13.99
存款增速	11.33	14.19	15.40	14.60	14.00
同业负债增速	32.38	23.44	30.00	25.00	20.00
向央行借款增速	6.54	44.61	2.98	15.59	18.72
归属母公司权益增速	24.11	9.49	15.01	15.91	15.38

主要财务比率 (%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					
ROAA	0.88	0.84	0.81	0.79	0.78
ROAE	13.26	12.57	12.49	12.38	12.27
拨备前利润率	70.54	70.59	70.48	70.16	70.41
利率指标					
净息差(NIM)	2.40	2.41	2.35	2.34	2.32
净利差(SPREAD)	2.49	2.52	2.47	2.44	2.44
生息资产收益率	4.85	4.80	4.74	4.61	4.55
计息负债成本率	2.37	2.28	2.26	2.17	2.11
资产质量					
不良贷款净生成率	0.28	0.21	0.15	0.12	0.08
不良贷款率	1.20	1.16	1.12	1.08	1.02
拨备覆盖率	297.87	311.09	313.59	315.83	317.00
拨贷比	3.56	3.61	3.63	3.53	3.46
资本指标					
核心一级资本充足率	9.69	9.70	9.18	8.90	8.68
一级资本充足率	10.90	10.80	10.11	9.71	9.39
资本充足率	13.66	13.41	12.41	11.71	11.15
每股指标 (元)					
EPS	1.55	1.61	1.70	1.74	1.79
PPOP	3.66	4.01	4.10	4.18	4.34
BVPS	12.19	13.49	15.66	16.50	17.31
估值比率					
P/E	5.37	5.16	4.90	4.78	4.65
P/PPOP	2.28	2.08	2.03	1.99	1.92
P/B	0.68	0.62	0.53	0.50	0.48

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn