

高 ROE，高性价比

摘要：

一、基本面数据亮眼

高规模增速。2019 年，长沙银行营收增速达 22.07%，较 2018 年增速提升 7.11 个百分点，较 2019 年已公布业绩快报的城商行营收平均增速显著高出 2.77 个百分点。归母净利润增速为 13.43%，从历年数据来看，长沙银行营业收入和归母净利润增速绝大多数情况下持续高于城商行平均水平。

从与城商行平均营收结构来看，长沙银行营收结构中利息净收入占比高于均值，主要得益于长沙银行较高的净息差，在不增加贷款占比的情况下，拉高了利息净收入。

强盈利能力。长沙银行的强盈利能力体现在其较高的净资产回报率和净息差。从历史数据来看，过去几年长沙银行 ROE 基本维持在 17% 以上的高位，且持续领先城商行平均水平。

从净息差来看，长沙银行 19Q3 期初期末口径净息差为 2.13%，在城商行净息差仅次于贵阳银行和西安银行，从历史净息差数据来看，长沙银行净息差在过去几年也持续高于城商行均值水平，整体盈利能力突出。

稳资产质量。自 18Q4 以来，季度不良率稳中有降，19Q3 不良率为 1.24%，在同业中排第 5 位。2019 年末不良率环比 3 季度继续下降 2bp 至 1.22%，因部分城市行未发布业绩快报，长沙银行不良率预计仍保持城商行低位水平。

二、重点解析之一：高 ROE 的来源

高权益倍数。19Q2 长沙银行权益倍数为 17.02，在全部上市行中居第 2 位，长沙银行权益倍数较高得益于其风险加权资产占总资产的比重在同业中较低，使得长沙银行在满足资本充足度监管条件的同时，其资本占资产的比例可以更低。

高净息差。长沙银行净息差较同业均值高出 28bp。高息差叠加资产的高速扩张，带来利息收入的快速增长。

低拨备压力。长沙银行因为贷款投放占比较低，叠加稳定低于城商行平均水平的不良率和核销转出率，促使长沙银行不需要较高占比的新增拨备，利好 ROE。

长沙银行 (601577)

维持

增持

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

执业证书编号：S1440511080003

研究助理：陈翔

chenxiangbj@csc.com.cn

010-85130978

发布日期：2020 年 03 月 19 日

当前股价：8.06 元

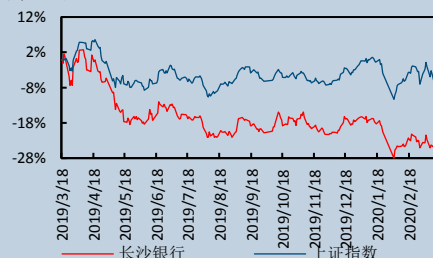
目标价格 6 个月：11.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-4.62/2.22	-11.53/-3.49	-23.31/-15.3
12 月最高/最低价 (元)			11.92/7.78
总股本 (万股)			342,155.38
流通 A 股 (万股)			99,533.27
总市值 (亿元)			275.78
流通市值 (亿元)			80.22
近 3 月日均成交量 (万)			1,458.01
主要股东			
长沙市财政局			19.26%

股价表现



相关研究报告

19.03.25	【中信建投银行 II】长沙银行(601577): 零售转型效果显著, 资产质量明显恶化
19.01.10	【中信建投银行 II】长沙银行(601577): 政务小微双特色, 零售转型新引擎

三、重点解析之二：高收益低成本的原因

高收益主要来自高收益率的贷款和同业资产以及超配同业资产。19Q2 长沙银行生息资产收益率为 4.93%，较城商行均值显著超过 36bp，其中贷款、存放央行、同业资产和投资资产收益率分别为 5.93%、1.54%、5.29% 和 3.92%，贷款收益率和同业资产收益率显著高于同业。从生息资产结构占比来看，长沙银行的同业资产占比高达 21.35%，较同业均值高出 13.42 个百分点，也位于全部上市银行的首位。

低成本主要来自低成本存款。19Q2 长沙银行计息负债成本率为 2.42%，较城商行均值低 18bp，其中存款成本率显著低于同业。长沙银行的存款负债占比 68.53%，较同业均值高出 5.31 个百分点。

四、重点解析之三：稳不良的原因

长沙银行近几年来不良率波动较小，且持续低于城商行平均不良率。长沙银行自 18Q4 以来季度不良率稳中有降，19Q3 不良率为 1.24%，在同业中排第 5 位，19Q4 又环比下降 2bp 至 1.22%。

长沙银行不良持续低于同业的主要原因是其对公贷款不良率较低。主要原因有 3 点：其一、低不良行业贷款总额占比高；其二、多数公司贷款有充分的抵质押和担保手段；其三、单户贷款规模较大，企业资信好。

五、稳定股价方案和大额解禁时间

考虑到下一次大额解禁日和稳定股价方案失效日均远在一年半之后，且大额解禁对银行股影响轻微，我们认为长沙银行的稳定股价方案会对今年股价盘面产生有效支撑。

六、投资建议

从基本面来看，长沙银行 ROE 和净息差均位于同行前列，不良率持续低于同行平均水平，拨备覆盖率显著超出监管要求，未来计提压力较低。业务上，积极拓展零售业务，零售贷款占比位于城商行首位；且零售结构均衡，风险较为分散。我们看好长沙银行的长期业务发展前景。

预测长沙银行 2020-2022 年营收增速 17.53%/18.87%/20.15%，净利润增速 11.76%/12.98%/15.87%，EPS 和 BVPS 分别为 1.70/1.92/2.22 和 11.48/12.86/14.78，PB 为 0.70/0.63/0.55。考虑到当前环境下的疫情和全球金融市场动荡对银行运营和对市场整体估值的影响，维持增持评级，6 个月目标价下调至 11.5 元，对应 1 倍 20 年 PB。

盈利预测

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
主营收入（百万）	12128	13941	17018	20002	23777	28567
主营收入增长率	20.79%	14.95%	22.07%	17.53%	18.87%	20.15%
净利润（百万）	3985	4578	5193	5804	6557	7597
净利润增长率	22.55%	14.87%	13.44%	11.76%	12.98%	15.87%
EPS（元）	1.29	1.34	1.52	1.70	1.92	2.22
BVPS	7.56	9.06	10.01	11.48	12.86	14.78
PE	6.23	6.02	5.31	4.75	4.21	3.63
PB	1.07	0.89	0.80	0.70	0.63	0.55

资料来源：wind 资讯、中信建投证券研究发展部

目录

基本面数据亮眼	1
大规模增速	1
强盈利能力	2
稳资产质量	4
重点解析之一：高 ROE 的来源	6
高权益倍数	7
高净息差	8
低拨备压力	8
重点解析之二：高收益低成本的原因	8
高收益主要来自高收益率的贷款和同业资产以及超配同业资产	8
高贷款收益率	9
高同业资产收益率和占比	11
低成本主要来自低成本存款	11
重点解析之三：稳不良的原因	13
稳定股价方案和大额解禁时间	14
投资建议	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：长沙银行和城商行平均营收增速（%）	1
图表 2：长沙银行和城商行平均归母净利润增速（%）	1
图表 3：长沙银行历年营收结构（%）	2
图表 4：19Q3 长沙银行和城商行平均营收结构（%）	2
图表 5：长沙银行 19Q3 归母净利润归因分析	2
图表 6：长沙银行和城商行历史 ROE（%）	3
图表 7：19Q3 城商行期初期末口径净息差（%）	3
图表 8：长沙银行和城商行历史净息差（%）	3
图表 9：长沙银行和城商行生息资产收益率（%）	4
图表 10：长沙银行和城商行计息负债成本率（%）	4
图表 11：长沙银行历年不良余额（亿）	4
图表 12：长沙银行和城商行平均不良率（%）	4
图表 13：长沙银行关注类占比（%）	5
图表 14：长沙银行逾期 90 天以上贷款占不良贷款比例（%）	5
图表 15：城商行不良贷款净生成率(%)	6
图表 16：城商行核销转出率(%)	6
图表 17：长沙银行拨备覆盖率(%)	6
图表 18：长沙银行拨贷比(%)	6

图表 19: 19Q2 长沙银行 ROE 归因分析.....	7
图表 20: 长沙银行和城商行平均核心一级资本充足率 (%) 与权益倍数	7
图表 21: 城商行 19Q3 风险加权资产和投资类资产占总资产比 (%)	8
图表 22: 长沙银行 19Q2 债权投资结构 (%)	8
图表 23: 19Q2 长沙银行各类生息资产收益率 (%)	9
图表 24: 19Q2 长沙银行各类生息资产占比 (%)	9
图表 25: 长沙银行生息资产收益率归因分析 (BP)	9
图表 26: 长沙银行公司贷款分行业占比 (19Q2) 和收益率 (18Q1)	10
图表 27: 19Q2 城商行公司和零售贷款收益率 (%)	10
图表 28: 长沙银行和城商行平均贷款到期日结构 (%)	11
图表 29: 城商行加权平均贷款到期日 (年)	11
图表 30: 19Q2 长沙银行各类生息资产收益率 (%)	11
图表 31: 19Q2 长沙银行各类生息资产占比 (%)	11
图表 32: 长沙银行生息资产收益率归因分析 (BP)	12
图表 33: 长沙银行各类型存款成本率和占比	12
图表 34: 长沙银行活期存款占比 (%)	13
图表 35: 长沙银行对公贷款和零售贷款不良率 (%)	13
图表 36: 长沙银行对公贷款占比 (%)	13
图表 37: 长沙银行前 5 大行业贷款占比、不良率和信用贷款占比.....	14
图表 38: 公司贷款按单户贷款规模情况 (18Q1)	14
图表 39: 近期银行股大额解禁期股价相对于沪深 300 指数的相对涨跌幅 (%)	15
图表 40: 盈利预测	16

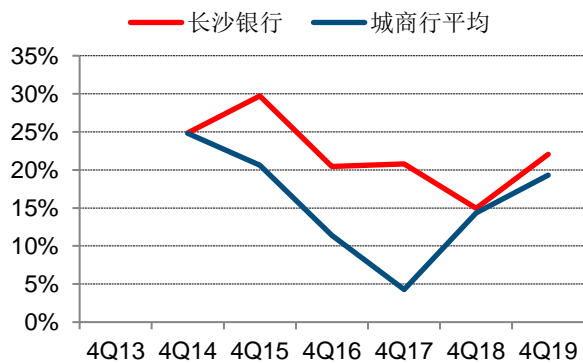
基本面数据亮眼

高规模增速

2019 年全年，长沙银行营收增速达 22.07%，较 2018 年增速提升 7.11 个百分点，较 2019 年已公布业绩快报的城商行营收平均增速也显著高出 2.77 个百分点。从历年数据来看，长沙银行营业收入增速持续高于城商行平均水平，在 2018 年营收增速有所下滑后，2019 年增速再度企稳回暖，达到 4 年来最高水平。

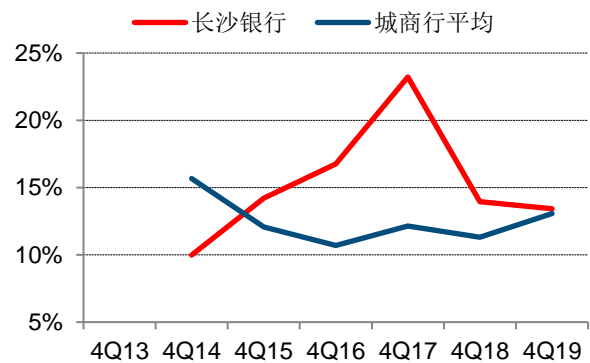
从归母净利润增速来看，2019 年长沙银行增速为 13.43%，较 2018 年下滑 0.51 个百分点，但依然较 2019 年城商行归母净利润平均增速高出 0.36 个百分点，从历史数据来看，长沙银行除了 14 年增速低于均值外，归母净利润增速也一直高出城商行均值水平。

图表1：长沙银行和城商行平均营收增速（%）



资料来源：wind 资讯、中信建投证券研究发展部

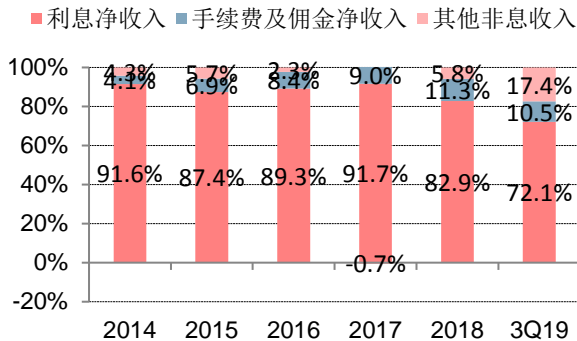
图表2：长沙银行和城商行平均归母净利润增速（%）



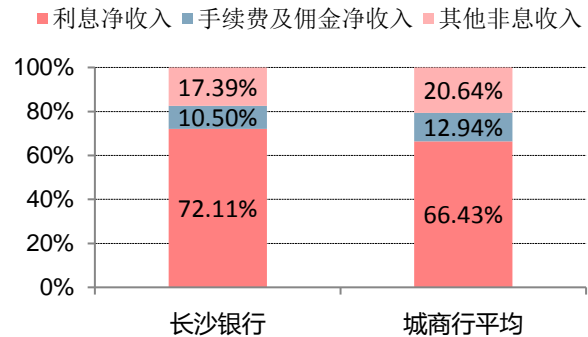
资料来源：wind 资讯、中信建投证券研究发展部

从营收结构来看，长沙银行主要以利息收入为主，19Q3 利息净收入占比为 72.1%，最近 2 年利息净收入占比有所下降，主要也是因为会计政策变更导致一部分利息收入转为非息收入所致，而长沙银行中收占比保持相对稳定，19Q3 中收占比为 10.5%。

从与城商行平均营收结构来看，长沙银行营收结构中利息净收入占比高于均值，而中收收入小于均值，我们认为利息净收入占比高主要得益于长沙银行较高的净息差，在不增加贷款占比的情况下，拉高了利息净收入。

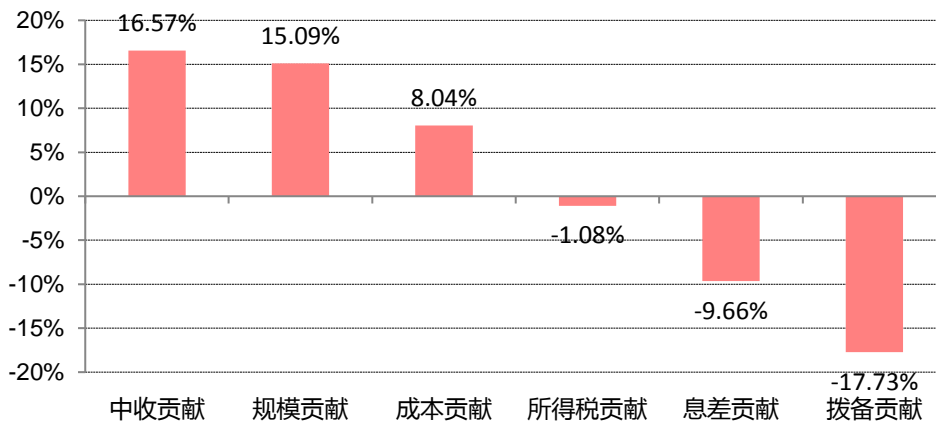
图表3：长沙银行历年营收结构（%）


资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表4：19Q3 长沙银行和城商行平均营收结构（%）


资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

我们按照规模、息差、中收、成本、拨备、所得税等六个因素对长沙银行 19Q3 归母净利润进行归因分析。长沙银行各因子中规模、中收和成本对净利润增速的贡献为正，分别为 15.09%、16.57% 和 8.04%，而息差和拨备对净利润增速造成 9.66% 和 17.73% 的负面影响，所得税的影响较小，仅为 -1.08%。

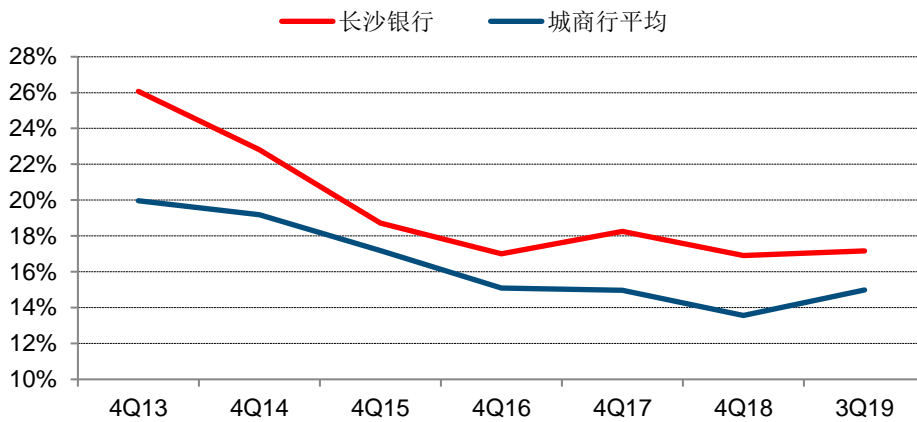
图表5：长沙银行 19Q3 归母净利润归因分析


资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

强盈利能力

长沙银行的强盈利能力体现在其较高的净资产回报率和净息差。19Q3，长沙银行 ROE 达 17.17%，在城商行中位列第四，从历史数据来看，过去几年长沙银行 ROE 基本维持在 17% 以上的高位，且持续领先城商行平均水平。

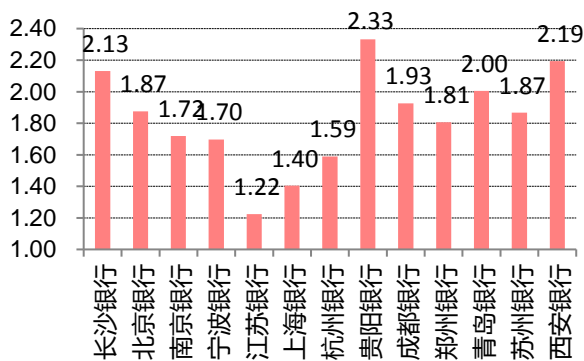
图表6：长沙银行和城商行历史 ROE (%)



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

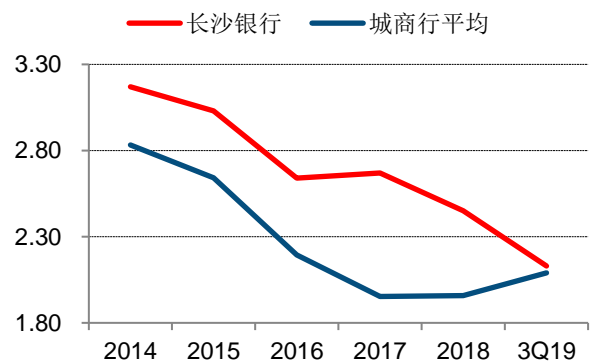
从净息差来看，长沙银行 19Q3 期初期末口径净息差为 2.13%，在城商行净仅次于贵阳银行和西安银行，从历史净息差数据来看，长沙银行净息差在过去几年也持续高于城商行均值水平，整体盈利能力突出。

图表7：19Q3 城商行期初期末口径净息差 (%)



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

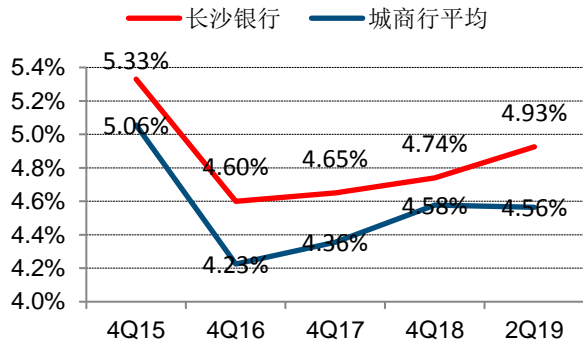
图表8：长沙银行和城商行历史净息差 (%)



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

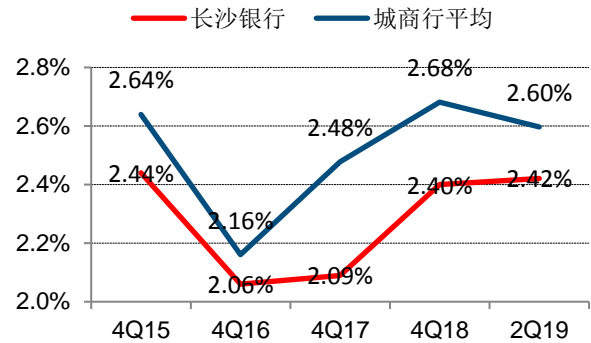
长沙银行良好的净息差得益于其在资产和负债两端相对于城商行的长期显著优势。19Q2，长沙银行生息资产收益率为 4.92%，较城商行均值高 30bp，计息负债成本率为 2.42%，较城商行均值低 15bp。从历史数据来看，长沙银行的生息资产收益率持续高于城商行均值而计息负债成本率持续低于城商行均值。

图表9：长沙银行和城商行生息资产收益率（%）



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表10：长沙银行和城商行计息负债成本率（%）



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

稳资产质量

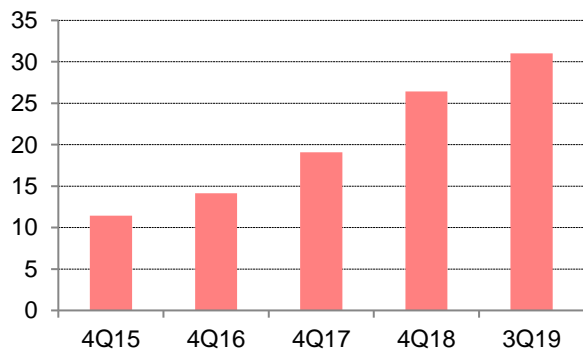
不良率 4 季度环比下降 2bp，同业中不良率较低

19Q3 长沙银行不良贷款余额为 31.03 亿元，较年初增加 17.36%，近年来随着长沙银行贷款总额不断快速增长，不良贷款余额也快速攀升，而从不良率的角度来看，长沙银行风险管控能力较强，近几年来不良率波动较小，且持续低于城商行平均不良率。

从趋势上看，2017 到 2018 年两年间，长沙银行不良率从 1.19% 上升到 1.29%，和同业平均趋势基本相同。主要原因是长沙银行作为中部地区的银行，自 2017 年开始，整体市场的风险暴露逐步由沿海向中西部蔓延，尤其是中小企业贷款方面不良有增长趋势。而长沙银行的不不良贷款中，同样很大占比集中在批零和制造等传统小微领域，这些领域受去产能和结构化升级影响较大。

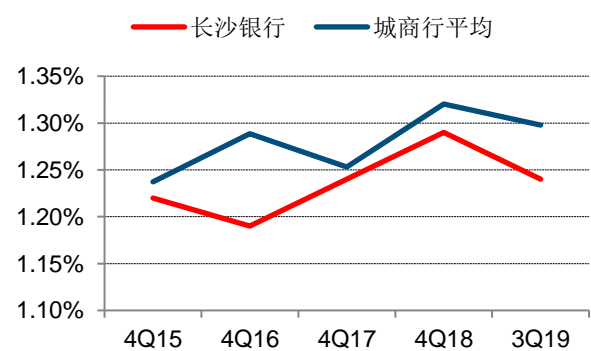
自 18Q4 以来，季度不良率稳中有降，19Q3 不良率为 1.24%，在同业中排第 5 位。2019 年末不良率环比 3 季度继续下降 2bp 至 1.22%，因部分城市行未发布业绩快报，长沙银行不良率预计仍保持城商行低位水平。

图表11：长沙银行历年不良余额（亿）



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表12：长沙银行和城商行平均不良率（%）



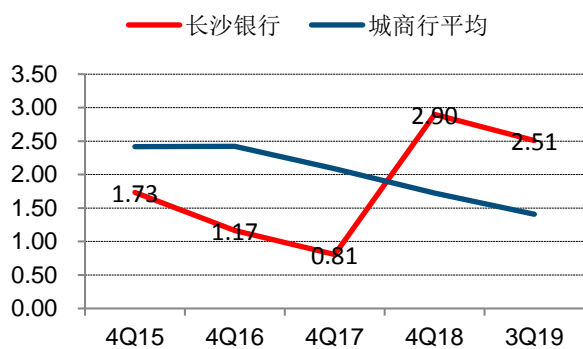
资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

关注类占比 2018 年显著增加，19 年有所改善

长沙银行关注类贷款占比在 2018 年显著增加，从 2017 年底的 0.81% 快速攀升到 2.90%，显著增加了 2.09 个百分点。主要因为长沙银行在 2018 年监管贷款五级分类管理强化后，长沙银行主动调整了关注类贷款的标准，逾期的和可能出现逾期的均放到了关注类，夯实了关注类贷款，也导致了关注占比的显著增加。随着长沙银行关注贷款压实后，2019 年上半年，关注类占比有所下降，由 2.90% 下降 39bp 至 2.51%。

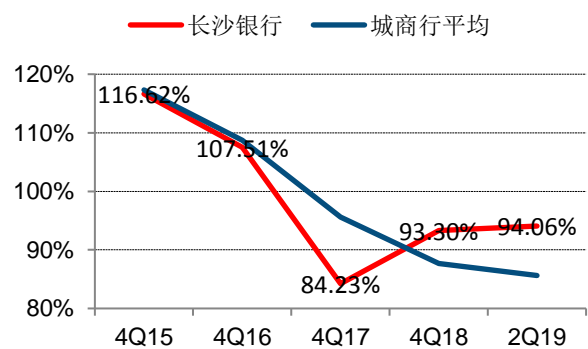
长沙银行不良认定标准在 15-17 年小于城商行均值，而到了 2018 年，随着关注类贷款的快速攀升，剪刀差也由 84.23% 上升到 93.30%，超过城商行均值。而 2019 年上半年末，剪刀差继续小幅上升到 94.06%，但仍低于监管要求的 100% 红线。

图表13：长沙银行关注类占比（%）



资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表14：长沙银行逾期 90 天以上贷款占不良贷款比例(%)



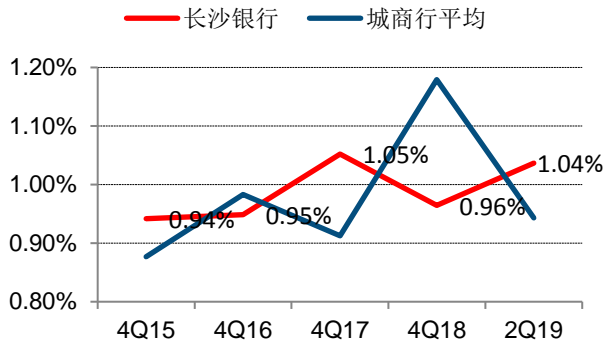
资料来源:Wind 资讯、中信建投证券研究发展部

不良贷款净生成率和核销转出率

19Q2 长沙银行不良贷款净生成率为 1.04%，较 2018 年末同比上涨 8bp，净生成率波动较小，且与同业均值差额也较小。

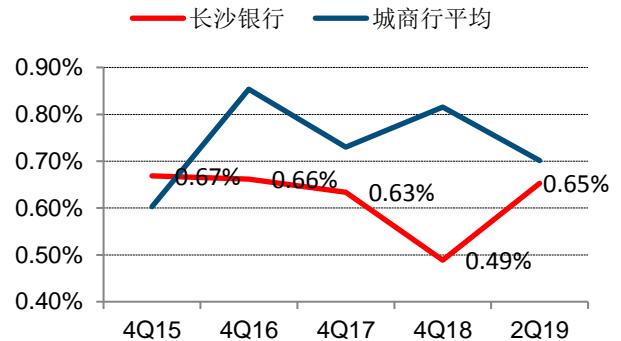
从核销转出率来看，长沙银行 19Q2 年化核销转出率为 0.65%，较 2018 年末同比上涨 16bp，从历史数据来看，除了 2018 年核销有所下滑外，一直保持在 0.65% 左右的水平。过去几年，长沙银行的核销转出率持续低于城商行均值，说明长沙银行较低的不良率主要来自于良好的风险管理体系而不是通过大额核销转出不良资产来控制不良率。

图表15: 城商行不良贷款净生成率(%)



资料来源: wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表16: 城商行核销转出率(%)



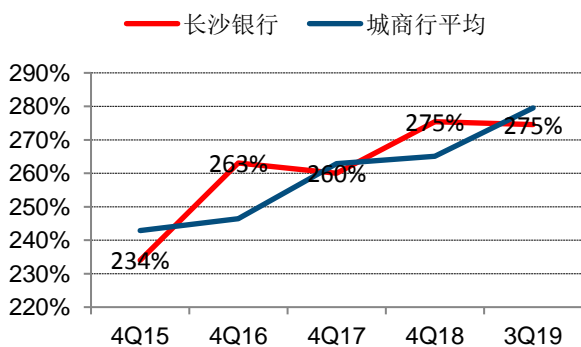
资料来源: wind 资讯、中信建投证券研究发展部

拨备计提力度稳定在同业均值左右

拨备覆盖率持续上升。19Q3 长沙银行拨备覆盖率 274.55%，较年初下降 0.85 个百分点，较同业均值低 4.98 个百分点；拨贷比 3.39%，较年初下降 0.17 个百分点，较同业均值低 0.15 个百分点。从历史数据来看，长沙银行拨备覆盖率和拨贷比与城商行均值走势较为接近。

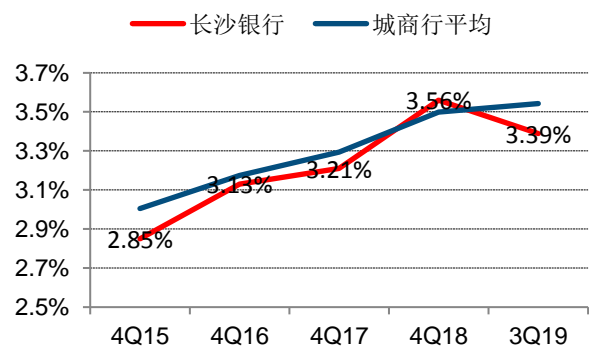
虽然长沙银行最新一期拨备覆盖率略低于同业，但 274.55% 的拨备覆盖率远超监管要求，并已经接近 300% 监管红线，拨备计提较为充分。同时由于长沙银行不良率较低且 4 季度不良率出现改善，所以贷款减值准备对于整体贷款的计提较低，在贷款总额保持高增速的情况下，导致拨贷比低于同业均值。

图表17: 长沙银行拨备覆盖率(%)



资料来源: wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表18: 长沙银行拨贷比(%)



资料来源: wind 资讯、中信建投证券研究发展部

重点解析之一：高 ROE 的来源

为了分析长沙银行长期高 ROE 的原因，我们对长沙银行和同业 ROE 进行归因分析，我们发现虽然长沙银行非息收入占比和成本收入比与同业相比不占优势，但因为以下 3 点原因，使得长沙银行 ROE 长期高于同业均值水平。

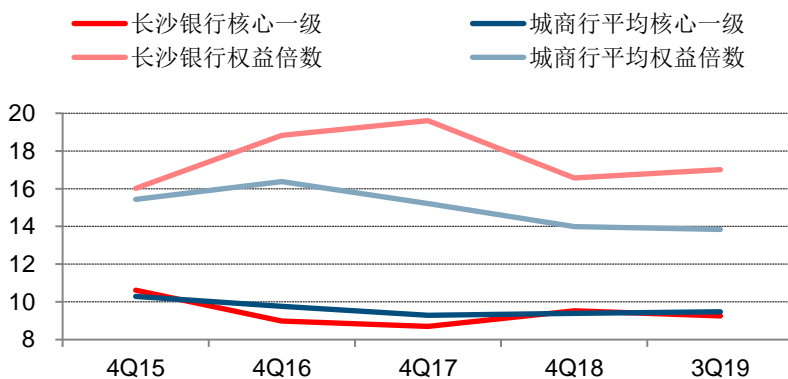
图表19： 19Q2 长沙银行 ROE 归因分析

	长沙银行	同业	长沙较同业均值
权益倍数	17.02	13.84	3.18
净息差	2.14%	1.86%	0.28%
生息资产占比	92.11%	89.66%	2.45%
非息收入占比	27.89%	31.18%	-3.29%
成本收入比	28.44%	25.48%	2.96%
新增拨备占比	28.15%	29.89%	-1.74%
模型 ROE	22.01%	15.57%	6.44%
误差项	-4.83%	-0.58%	-4.25%
实际 ROE	17.17%	14.99%	2.18%

资料来源: wind 资讯、中信建投证券研究发展部

高权益倍数

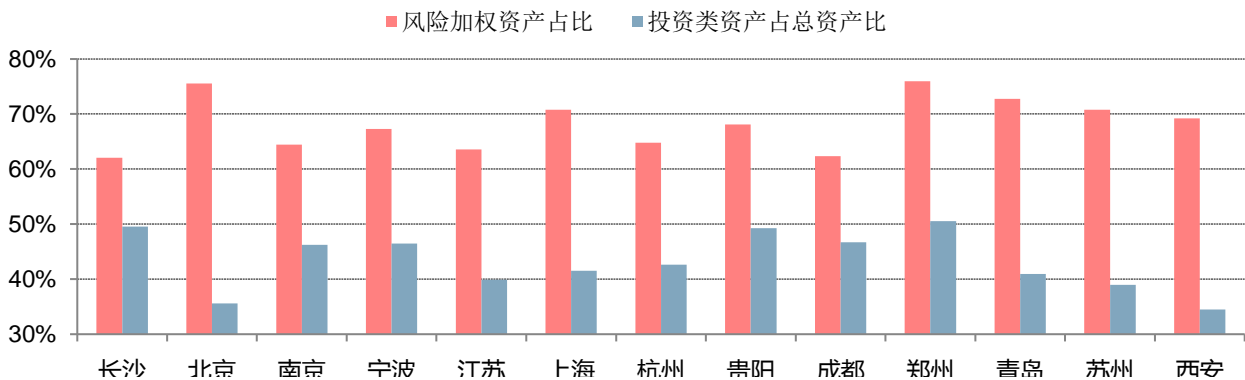
19Q2 长沙银行权益倍数为 17.02，在全部上市行中居第 2 位，而城商行同业均值为 13.84。长沙银行权益倍数较高得益于其风险加权资产占总资产的比重在同业中较低，使得长沙银行在满足资本充足度监管条件的同时，其资本占资产的比例可以更低，使得长沙银行在拥有和城商行平均近似的核心一级资本充足率的情况下权益倍数持续显著超过城商行平均。

图表20： 长沙银行和城商行平均核心一级资本充足率（%）与权益倍数


资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

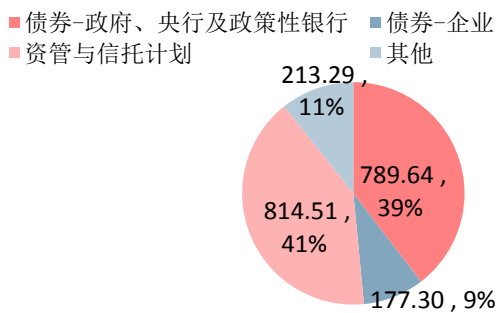
而通过扩大杠杠倍数带来显著的 ROE 提升。长沙银行风险加权资产的低占比，主要因为其风险权重相对较低的投资类资产占比较高，19Q3 投资类资产占比达 49.56%，全部上市行中仅次于郑州银行。其次是投资类占比中低风险权重资产多，债券投资中有一半为权重为 0 的政府、央行和政策性银行债券。

图表21：城商行 19Q3 风险加权资产和投资类资产占总资产比（%）



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表22：长沙银行 19Q2 债权投资结构（%）



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

高净息差

如上文所述，长沙银行净息差较高，长沙银行 19Q2 净息差为 2.14%，较同业均值 1.86% 高出 28bp。高息差叠加资产的高速扩张，带来利息收入的快速增长。

低拨备压力

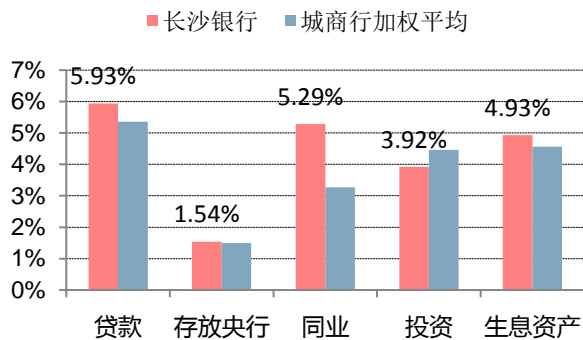
新增拨备占比低，长沙银行因为贷款投放占比较低，叠加稳定低于城商行平均水平的不良率和核销转出率，促使长沙银行不需要较高占比的新增拨备，利好 ROE。

展望未来，在稳健的投资资产、零售转型和优质的资产质量的支持下，我们认为长沙银行高 ROE 的优势将继续保持，与同业均值的领先地位也将持续。

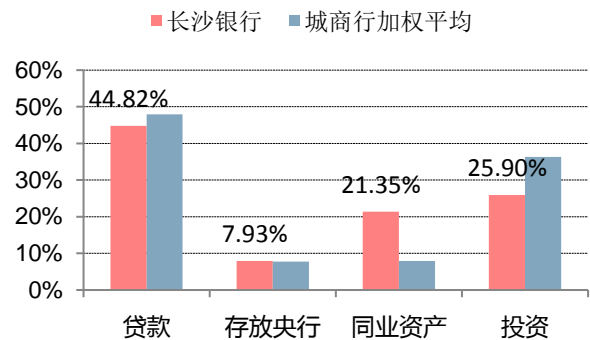
重点解析之二：高收益低成本的原因

高收益主要来自高收益率的贷款和同业资产以及超配同业资产

19Q2 长沙银行生息资产收益率为 4.93%，较城商行均值显著超过 36bp，其中贷款、存放央行、同业资产和投资资产收益率分别为 5.93%、1.54%、5.29%和 3.92%，贷款收益率和同业资产收益率显著高于同业。从生息资产结构占比来看，长沙银行的同业资产占比高达 21.35%，较同业均值高出 13.42 个百分点，也位于全部上市银行的首位。

图表23： 19Q2 长沙银行各类生息资产收益率（%）


资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表24： 19Q2 长沙银行各类生息资产占比（%）


资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

通过对长沙银行生息资产收益率进行归因分析，我们发现长沙银行生息资产收益率高出同业均值 36bp 的主要原因有 3 点：一是贷款收益率的贡献，二是同业收益率的贡献，三是在同业资产上超额配置的贡献。而生息资产收益率主要的负面影响因素是长沙银行投资类资产收益率低于同业。

图表25： 长沙银行生息资产收益率归因分析（BP）

	贷款	央行	同业	投资
资产收益率的贡献	28	0	16	-20
资产配置的贡献	-2	-0	-17	1
交互作用	-2	0	27	6
各类资产合计贡献	23	-0	26	-13
资产收益率总贡献	36			

资料来源: wind 资讯、中信建投证券研究发展部

高贷款收益率

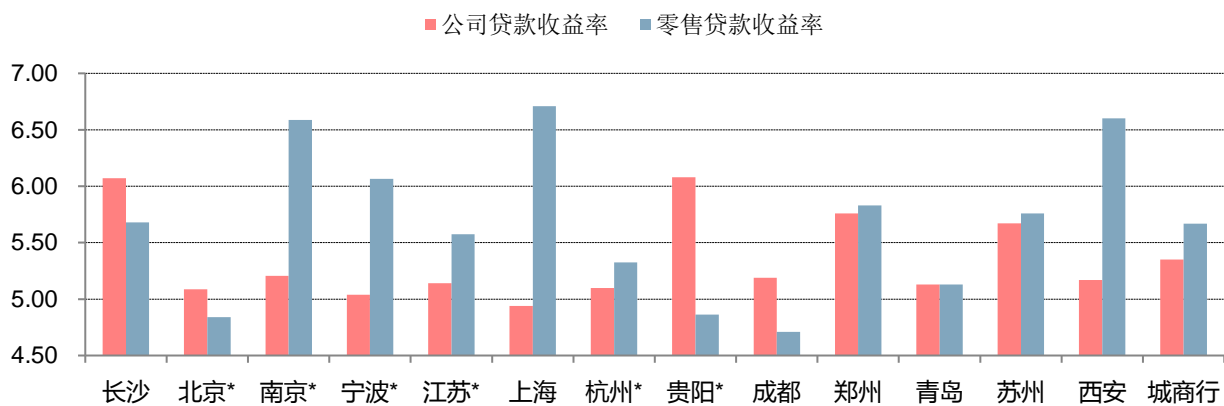
从贷款收益率来看，我们认为长沙银行同业第 2 的贷款收益率主要来自于 2 个方面：

其一、长沙银行对公贷款收益率显著高于同业。19Q2 长沙银行公司贷款收益率达 6.07%，仅次于贵阳银行（6.08%）。长沙银行公司贷款高收益率的主要原因是其高收益的行业占比也较高，尤其是水利、环境和公共设施管理业，19Q2 公司存款中占比达到 27.21%，显著超出一般行业的贷款占比，同时其收益率也达到 6.54%，显著高出一般行业的贷款收益率（因没有更新数据，采用招股说明书 18Q1 数据）。

图表26：长沙银行公司贷款分行业占比（19Q2）和收益率（18Q1）

行业	19Q2 占比	18Q1 收益率
水利、环境和公共设施管理业	27.21%	6.54%
建筑业	17.31%	5.60%
批发和零售业	13.09%	5.81%
制造业	11.89%	6.18%
房地产业	7.98%	6.45%

资料来源：wind 资讯、中信建投证券研究发展部

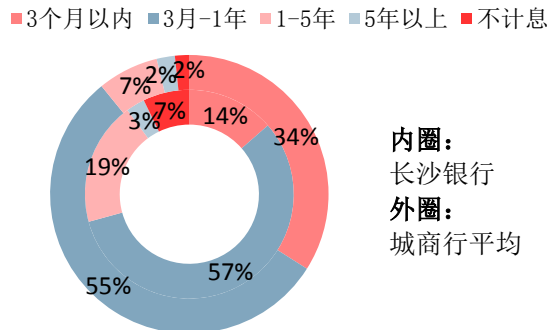
图表27：19Q2 城商行公司和零售贷款收益率（%）


资料来源：wind 资讯、中信建投证券研究发展部

其二、长沙银行整体贷款期限较长。从贷款到期日结构来看，长沙银行与城商行平均水平相比，其短期限贷款占比低而长期限的贷款占比显著高于同业均值，其中 19Q2 长沙银行 3 个月以内到期贷款占比仅为 14%，而城商行均值高达 34%，而长沙银行 1-5 年的长期限贷款占比为 19%，城商行均值仅为 7%。经计算，长沙银行加权平均贷款到期日为 1.17 年，在城商行中仅次于贵阳和苏州银行，贵阳和苏州银行的贷款收益率也分别高出同业均值 30bp 和 20bp。相比之下，城商行的加权平均贷款到期日仅为 0.76 年。

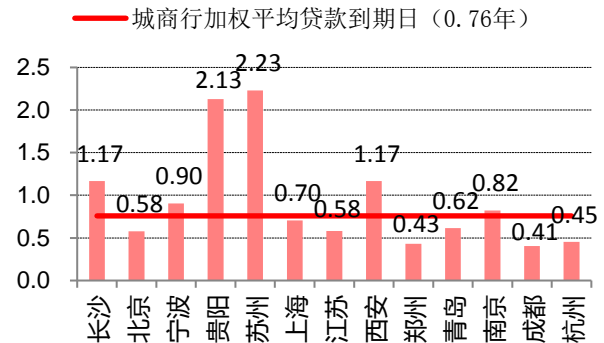
通过拉长贷款期限，长沙银行的贷款可以要求更高的风险溢价，从而获得显著高于同业的贷款收益率。

图表28：长沙银行和城商行平均贷款到期日结构（%）



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表29：城商行加权平均贷款到期日（年）



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

高同业资产收益率和占比

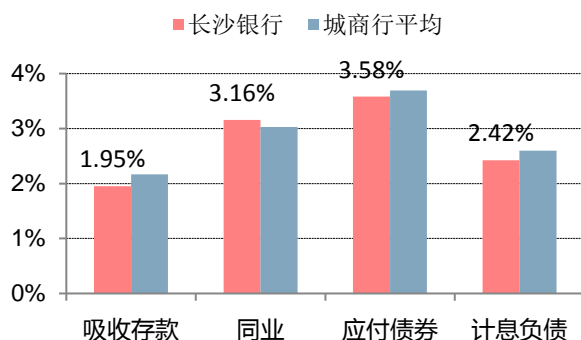
19年上半年长沙银行同业资产收益率为5.29%，较同业均值高出2.02个百分点。长沙银行同业收益率较高的原因主要因为长沙银行拥有一支稳定高水平的交易团队，其金融市场部门在投资能力上有较强实力。在2012和2015年等特殊时点，长沙银行的金融市场业务依然保持盈利。同时，同业资产业务中类信贷产品占比较高，而类信贷业务又是同业业务中收益率较高的资产类型，因此在强业务能力和高资产收益的双重支撑下，同业资产收益率远超同业均值。

因为长沙银行具有突出业务优势的同业业务，其在外资产配置上也加大配置。19年上半年长沙银行同业资产日均余额占生息资产的利率为21.35%，较同业均值高出13.42个百分点。

低成本主要来自低成本存款

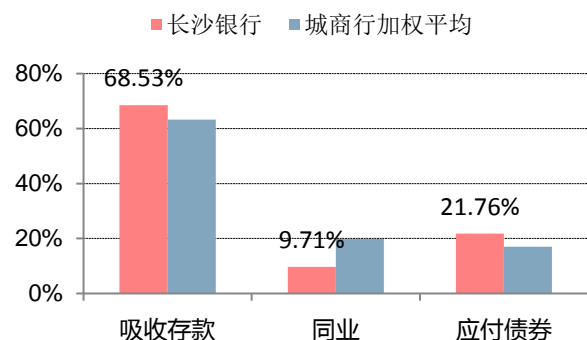
19Q2长沙银行计息负债成本率为2.42%，较城商行均值低18bp，其中存款、同业负债（含央行）和应付债券成本率分别为1.95%、3.16%和3.58%，存款成本率显著低于同业。从计息负债结构占比来看，长沙银行的存款占比68.53%，较同业均值高出5.31个百分点。

图表30：19Q2长沙银行各类生息资产收益率（%）



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表31：19Q2长沙银行各类生息资产占比（%）



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

通过对长沙银行计息负债成本率进行归因分析，我们发现长沙银行计息负债成本率低于同业均值 18bp 的主要原因在于长沙银行存款成本率显著低于同业均值，较低的存款成本率使长沙银行计息负债率下降 14bp。

图表32：长沙银行生息资产收益率归因分析（BP）

	吸收存款	同业负债（含央行）	应付债券
成本率贡献	-14	2	-2
占比贡献	-2	-4	5
交互作用	-1	-1	-1
各类负债合计贡献	-17	-3	3
负债成本率总贡献	-18		

资料来源：wind 资讯、中信建投证券研究发展部

从长沙银行的存款成本和存款结构来看，长沙银行存款成本较低的主要原因在于其公司活期存款成本率较低以及个人活期存款占比较高。我们认为，长沙银行在湖南地区具有显著的地域优势和政商资源，与当地大量政府和企业具有长期紧密合作关系，因此通过大量综合化金融服务，积累了大量低息的公司金融服务沉淀资金以及个人活期存款，从而在存款成本上具有显著优势。

图表33：长沙银行各类型存款成本率和占比

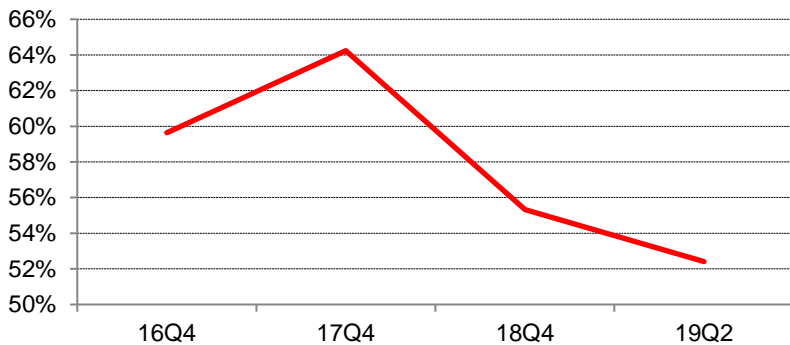
	各类型存款成本率（%）			各类型存款占比（%）		
	长沙银行	城商行均值	差异（BP）	长沙银行	城商行均值	差异（个百分点）
公司活期	0.59	0.78	-19	38.03%	37.49%	0.55%
公司定期	3.38	3.06	32	29.11%	36.54%	-7.43%
个人活期	0.99	0.53	46	14.37%	7.32%	7.05%
个人定期	3.33	3.29	4	18.48%	18.65%	-0.17%

资料来源：wind 资讯、中信建投证券研究发展部

从活期存款占比来看，长沙银行在 2018 年来活期存款占比下降较快，主要因为从 2018 年期，长沙银行顺应市场的大趋势，在企业和个人对存款的议价能力逐步上升的情况下，推出了结构化存款、对公智能存款和大量存单等高息产品进行吸储。

针对活期存款占比下降的趋势，长沙银行主要采取了 2 点措施。一是在公司层面成立了交易银行中心，以全方面服务来增加沉淀资金来源；二是在线上推出适合中小企业的储蓄产品，增加存款来源。

图表34：长沙银行活期存款占比(%)



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

重点解析之三：稳不良的原因

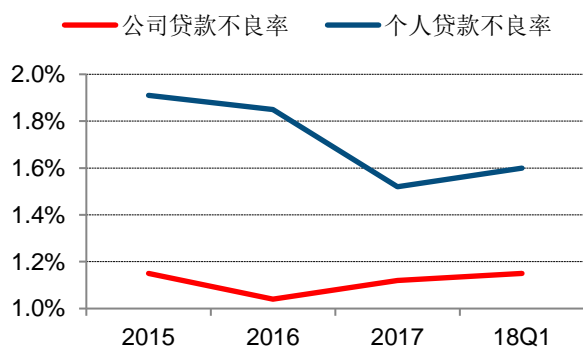
长沙银行近几年来不良率波动较小，且持续低于城商行平均不良率。长沙银行自 18Q4 以来季度不良率稳中有降，19Q3 不良率为 1.24%，在同业中排第 5 位，19Q4 又环比下降 2bp 至 1.22%。

长沙银行不良持续低于同业的主要原因是其对公贷款不良率较低。

因长沙银行定期报表未公布公司贷款和零售贷款不良率，我们从其上市招股说明书中发现，长沙银行公司贷款不良率在 2015 到 2018 年一直处于较低的水平，18Q1 公司贷款不良率仅为 1.15%，而自 18 年以来长沙银行整体不良率变动较小的情况下，我们预计长沙银行的公司贷款不良率也继续保持在 1.2% 左右的较低水平。

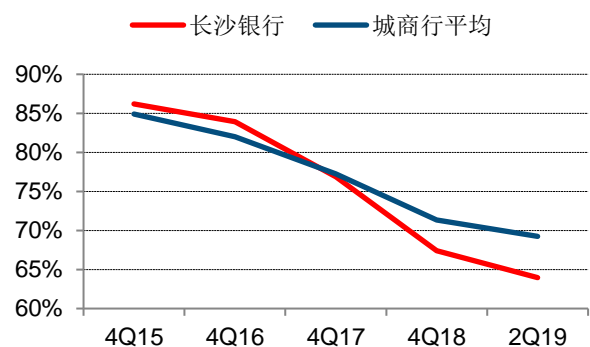
从公司贷款占比来看，长沙银行 19Q2 公司贷款占比为 63.96%，较 2018 年末下降 3.43 个百分点，较城商行平均水平低 5.28 个百分点。主要因为近年来长沙银行加大了消费贷等零售贷款的投放，导致对公贷款占比有所下滑。

图表35：长沙银行对公贷款和零售贷款不良率 (%)



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

图表36：长沙银行对公贷款占比 (%)



资料来源:wind 资讯、中信建投证券研究发展部

长沙银行较低的对公贷款不良率主要有 3 点原因：

其一、低不良行业贷款总额占比高。从各行业不良率来看，排名前两位的水利、环境和公共设施管理业和建筑业贷款占比合计接近公司贷款的一半，但是其不良率分别仅为 0.23% 和 0.33%，显著的拉低了公司存款不良率水平。

其二、公司贷款中大部分贷款具有充分的抵质押和担保手段，信用贷款占比较低，因此企业的还款意愿较高，同时在出现不良的情况下，长沙银行可回收资金也较高，不良发生时实际受损程度较低。

在各行业中，水利、环境和公共设施管理业是长沙银行对公贷款投放的首要行业。近年来，国家在水利和环境项目上投资较高，而能够承接这类项目的主要为区域内的优质企业，企业资信较好，还款意愿较高，并且这类项目一般有较为稳定、可靠的收入，确保了贷款的第一还款来源；因此，该行业的整体信用风险较低。

图表37：长沙银行前 5 大行业贷款占比、不良率和信用贷款占比

行业	行业占比（18Q4）	行业不良率（18Q4）	信用贷款占比（18Q1）
水利、环境和公共设施管理业	28.77%	0.23%	12.27%
建筑业	17.50%	0.33%	7.37%
批发和零售业	13.47%	4.18%	0.17%
制造业	10.97%	3.91%	
房地产业	7.55%	1.84%	1.32%

资料来源：wind 资讯、中信建投证券研究发展部

其三、单户贷款规模较大，企业资信好。长沙银行公司贷款的户均规模较高，平均户均规模高达 3400 万元，其中单户贷款规模在 1-5 亿的占比高达 40.54%，因此对应的大中型企业具有良好的资信水平，还款意愿和能力较高。

图表38：公司贷款按单户贷款规模情况（18Q1）

单户贷款规模	合计金额（亿元）	占比	客户数	户均规模（万元）
小于 1000 万	79.48	6.91%	2088	400
1000 万-5000 万	252.17	21.93%	904	2800
5000 万-1 亿	111.19	9.67%	142	7800
1-5 亿	466.05	40.54%	191	24400
5-10 亿	204.85	17.82%	29	70600
大于 10 亿	35.99	3.13%	3	120000
公司贷款合计	1149.72	100.00%	3357	3400

资料来源：wind 资讯、中信建投证券研究发展部

稳定股价方案和大额解禁时间

3 月 13 日，长沙银行公布稳定股价方案，其大股东长沙市财政局增持股份数量不低于 1000 万股（按 3 月 13 日收盘价计算合计金额 8310 万元）；18 名管理人员增持股份金额合计不低于 157.47 万元，其中 2 名高管属于主动增持股份。稳定股价方案将在一定程度上对股价产生积极影响，同时长沙银行的稳定股价方案有效期尚有 1 年半时间，未来如果继续出现触发事件，长沙银行将继续采取稳定股价方案。

我们统计了最近 3 次银行股大额解禁期股价相对于沪深 300 指数的相对涨跌幅，可以发现在上海银行、苏

农银行和张家港行在大额解禁期前一周、后一周、后二周和后一个月股价的相对涨跌幅均较小，大额解禁并没有对相对股价造成显著负面影响。长沙银行的上一次解禁时间在 2019 年 9 月 26 日，解禁数量约占总股本的 19%，而从解禁期前后的股价相对涨跌幅来看，长沙银行上一次解禁期均获得了正的相对涨跌幅，大额解禁影响轻微。

我们认为银行股大额解禁期影响较小的原因主要因为次新银行股的主要股东，大部分为当地大型国企和民营企业，对当地银行经营状况较为熟悉，对其长期经营发展具有充分信心；且此类股东持股主要以长期持有为主，鲜有解禁期过后便大幅减持的情况发生，因此对股价冲击相对较小。

图表39： 近期银行股大额解禁期股价相对于沪深 300 指数的相对涨跌幅（%）

	解禁日期	解禁数量占 总股本比例	前一周	后一周	后二周	后一个月
长沙银行上一次解禁	2019/9/26	19.09%	0.63%	1.00%	2.42%	4.07%
长沙银行下一次解禁	2021/9/27	70.22%				
上海银行	2019/11/18	52.46%	-0.28%	1.83%	1.99%	-1.06%
苏农银行	2019/11/29	51.32%	0.77%	0.58%	-0.31%	1.73%
张家港行	2020/1/27	46.23%	-0.39%	-2.16%	-2.91%	

资料来源：wind 资讯、中信建投证券研究发展部

考虑到下一次大额解禁日和稳定股价方案失效日均远在一年半之后，且大额解禁对银行股影响轻微，我们认为长沙银行的稳定股价方案会对今年股价盘面产生有效支撑。

投资建议

从基本面来看，长沙银行 ROE 和净息差均位于同行前列，不良率持续低于同行平均水平，拨备覆盖率显著超出监管要求，未来计提压力较低。业务上，积极拓展零售业务，零售贷款占比位于城商行首位；且零售结构均衡，风险较为分散。我们看好长沙银行的长期业务发展前景，主要因为：

其一、业务增速快速稳定。营收增速除 18 年外均保持在 20% 以上的增速，不良率相对稳定在 1.2% 到 1.3% 的低位，拨备计提充足，拨备覆盖率稳中有升。

其二，对公业务客户基础夯实，特色突出。对公业务已经形成了政务金融和小微金融的双特色业务，这类客户的粘性相对更高，银行在议价上也更有优势。

其三，零售金融业务发展势头也十分迅猛。零售贷款占比增幅大，已位于城商行首位，零售贷款结构持续优化，银行卡和消费贷业务保持高增长态势。

预测长沙银行 2020-2022 年营收增速 17.53%/18.87%/20.15%，净利润增速 11.76%/12.98%/15.87%，EPS 和 BVPS 分别为 1.70/1.92/2.22 和 11.48/12.86/14.78，PB 为 0.70/0.63/0.55。考虑到当前环境下的疫情和全球金融市场动荡对银行运营和对市场整体估值的影响，维持增持评级，6 个月目标价下调至 11.5 元，对应 1 倍 20 年 PB。

图表40： 盈利预测

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F
主营收入（百万）	12128	13941	17018	20002	23777	28567
主营收入增长率	20.79%	14.95%	22.07%	17.53%	18.87%	20.15%
净利润（百万）	3985	4578	5193	5804	6557	7597
净利润增长率	22.55%	14.87%	13.44%	11.76%	12.98%	15.87%
EPS（元）	1.29	1.34	1.52	1.70	1.92	2.22
BVPS	7.56	9.06	10.01	11.48	12.86	14.78
PE	6.23	6.02	5.31	4.75	4.21	3.63
PB	1.07	0.89	0.80	0.70	0.63	0.55

资料来源：wind 资讯、中信建投证券研究发展部

风险提示

公司主要面临以下风险：（1）疫情可能造成停工时间延长，对经济增长可能产生负面影响，造成企业短期盈利下滑和流动性紧张，可能带来资产质量的恶化，不良率上升；（2）利率并轨持续推进下，行业净息差可能会收窄；（3）金融脱媒加剧，存款市场竞争压力加大，负债成本可能会上升。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席，金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。2018 年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“wind 金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续 5 年累计排名银行业第一名；2019 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名。

研究助理

陈翔：美国波士顿学院金融学硕士，CFA。2019 年加入中信建投研究发展部，2019 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名。

010-85130978 chenxiangbj@csc.com.cn

研究服务

北京保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn
刘京昭 - liujingzhao@csc.com.cn

北京公募组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
金婷 jinting@csc.com.cn
夏一然 xiayiran@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
陈基轅 chenjiyuan@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海公募组

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广公募组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859