

客户资源强大+战略引领，零售生态空间广阔

长沙银行(601577)

主要观点：

▶ 省内最大法人银行，高成长高盈利特征突出

长沙银行是湖南最大法人金融机构，目前实现湖南省内全覆盖、辐射湘粤两地。截至2020年资产规模7042亿元，同比增幅17%，创近三年新高，在15家上市城商行中居前，也高于城商行10.23%的总资产增速，位列中西部上市城商行首位。全年实现营业收入180亿元，同比+5.9%；归母净利润53.4亿元，同比+5.1%；ROA、ROE长期高于可比同业。

外，享本地经济和金融环境优势；内，深耕下沉、战略先行：

1) 长沙财政局是第一大股东，前十大股东中国有资本占比近40%，奠定政务金融优势，多家当地优质民企参股进一步打开获取优质省内项目渠道；管理层稳定保障战略执行一贯性。

2) 湖南经济发展态势好，长沙经济实力突出，对全省GDP贡献度高达30%，且下辖县域经济实力强劲。长沙房价收入比低、消费支出/可支配收入高，为消费金融发展奠定基础。

3) 湖南省金融机构竞争环境温和，省内只有2家本土城商行，华融湘江银行资产、营收等指标体量只有长沙银行一半，且差距逐渐拉大，长沙银行市占率持续提升。

▶ 与地方经济共成长，做强政务金融标签

长沙银行定位“中小企业的品牌银行、湖南零售业务的特色银行、湖南政务业务的主导银行”，建立市级政务资源主导、省级和区县级政务资源为突破目标的三级政务营销体系。一方面直接为公司提供低成本负债和优质资产来源，2018Q1政府机构及公共事业客户存款总额占总存款31.5%，对公贷款投放集中大基建领域，2020年占比39%，也将受益于当地基建投资发力。另一方面伴随2G端新开各类基层机构账户增加，除了增益交易银行业务、增厚资金留存，还有助于触达优质零售客群。

▶ 区域优势赋能高ROE，零售转型构建新成长维度

根据杜邦分析，公司高ROE主要贡献因素来自净利息收入，且高于其他城商行，净息差水平居上市城商行首位，主要得益于：

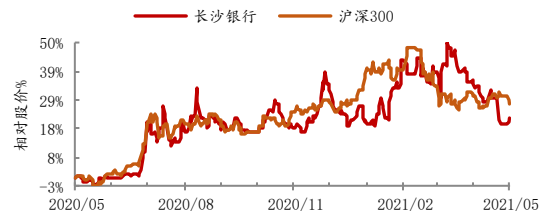
1) 资产端贷款投放比例持续提升，且向高收益零售贷款倾斜，2020年零售贷款/总贷款提升至41.1%，15家上市城商行中居首，且核心资产具备定价优势。2) 存款来源稳定，负债端占比达70.4%，居可比同业前列；存款活期率较高，活存率50%以上，同业中仅次于杭州银行。

公司2015年提出数字化零售转型以来成效显著：1) 持续做大优质基础客群，截至2021Q1零售客户数1505万户，约达到省内人口的1/5-1/4；2) 零售业务贡献度持续提升，2020年零售业务贡献公司总营收的比例首次超过40%，居可比同业首位；手续费收入50%以上来自理财、咨询和受托业务。

未来零售业务成长空间来自财富管理+消费金融+生态银行：1)

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	9.17
股票代码：	601577
52周最高价/最低价：	11.34/7.58
总市值(亿)	368.78
自由流通市值(亿)	91.27
自由流通股数(百万)	995.33



分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

深耕县域金融，加快优化农金站网点布局，构建新零售增长极，2020年省内县域覆盖率已提升至超84%。2) 数字化转型，致力于APP“全渠道协同”。3) 长银五八消金子公司布局长远，将受益于监管规范。

► 不良认定审慎，资产质量持续做实

早期湖南省商业银行不良率偏高、后持续好转，得益于公司较强的风控能力，长沙银行不良率在省内率先迎来拐点，且近年来持续低于区域。2020年公司不良率1.21%，同环比降1BP、2BP；关注类贷款占比较高，但实现双降，2019年预计是高点；逾期90+/不良70.7%，整体不良认定审慎；拨备覆盖率292.68%，较年初增加12.7个百分点，拨备较为充足。

平台贷款风险无忧：1) 政府融资平台贷款规模占比由2016年的27.11%压降至2018Q1的5.47%。2) 从湖南省整体地方平台风险来看，测算的2019年各省地方政府债务/GDP中，湖南省25.6%的比例居中游，并且2016年比例整体下台阶，显性风险逐步化解。3) 公司政府融资平台贷款一直保持零不良，各级政务资源和信息优势保障资金投放安全性。

投资建议

我们认为长沙银行未来仍具高成长性和高盈利性，体现在：1) 区域经济发展较好，且竞争环境温和，公司是绝对区域龙头，享有更大的发展机遇；2) 依托财政部大股东背景和长期深耕区域经济，形成特有的政务金融业务特色，除了贡献优质资产端项目资源，也助力低成本结算资金留存，此外还带来大量优质客群；3) 战略布局因地制宜，启动零售转型、并逐步过渡到生态银行建设，未来深度下沉县域打开获客空间、生态圈经营提升客户粘性和转化率、以及聚焦财富管理+消费金融+生态银行三大领域，为公司未来的发展打造纵横贯通的根基。

总之，未来一方面依托区域优势和业务布局，公司的资产端投放和负债端增长都有较强的支撑；另一方面，零售转型和生态银行的建设对资产价格和表外业务的发展也将有很强支撑。

我们预计2021-2023年公司营收增速分别为7.5%、10.7%、14.8%；归母净利润增速分别为11.4%、14.3%、17.5%；公司目前股价对应PB分别为0.73倍、0.66倍、0.58倍，目前静态PB处于0.8倍左右，考虑到公司区域竞争优势和未来零售转型赋予的较高成长性，首次覆盖我们给予公司“买入”评级。

风险提示

区域经济修复缓慢，信贷投放和资产增速不及预期风险；公司信用成本继续大幅提升风险；行业监管趋严超预期等。

盈利预测与估值

(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	17,017	18,022	19,371	21,438	24,613
(+/-)	22.1%	5.9%	7.5%	10.7%	14.8%
归母净利润	5,080	5,338	5,948	6,797	7,986
(+/-)	13.4%	5.1%	11.4%	14.3%	17.5%
每股收益(元)	1.48	1.56	1.74	1.99	2.33
每股净资产(元)	10.12	11.21	12.49	13.98	15.74
P/E	6.2	5.9	5.3	4.6	3.9
P/B	0.91	0.82	0.73	0.66	0.58

资料来源：公司公告、华西证券研究所

正文目录

1. 领航湖南法人金融机构，抢滩政务金融优质赛道.....	5
1.1. 省内最大法人银行，高成长高盈利特征突出.....	5
1.2. 市财政为公司第一大股东，多次增持彰显信心.....	7
1.3. 区域竞争环境温和，省内市场份额居前且持续提升.....	9
1.4. 与地方经济共成长，做强政务金融标签.....	13
2. 区域优势赋能高 ROE，零售转型构建新成长维度.....	15
2.1. 定位“湖南人的主办行”，政务优质资源赋能高 ROE.....	15
2.2. 零售转型成效显著，消费金融+农金站布局下沉.....	19
2.3. 不良认定审慎，资产质量持续做实.....	22
3. 投资建议.....	26
4. 风险提示.....	27

图表目录

图 1 长沙银行资产规模居上市城商行中游，资产增速居前列.....	5
图 2 营收规模及增速也居上市城商行中游.....	5
图 3 2015 年以来长沙银行资产增速高于行业整体.....	6
图 4 长沙银行营收增速整体高于上市城商行均值.....	6
图 5 长沙银行归母净利润增速经过 2013、2014 年的调整目前高于上市城商行.....	6
图 6 利息净收入贡献长沙银行近 80%的营收.....	6
图 7 长沙银行 ROA 高于上市城商行.....	7
图 8 长沙银行 ROE 高于上市城商行.....	7
图 9 长沙银行 ROE 处上市城商行前列.....	7
图 10 长沙银行净息差处上市城商行首位.....	7
图 11 长沙银行股权结构及参控股子公司（2021-04 定增后）.....	8
图 12 长沙银行主要管理人员工作履历概况.....	8
图 13 长沙银行贷款区域分布：约六成投向长沙本地.....	9
图 14 湖南省 GDP 总量居省级区划第 9，增速居前.....	9
图 15 湖南省 GDP 增速长期高于全国，长沙市高于湖南省.....	10
图 16 湖南地区存贷款保持 15%左右的较高增速.....	10
图 17 湖南工业增加值同比增速高于全国，且近两年趋势向上.....	10
图 18 湖南省固投增速高于全国.....	10
图 19 长沙 GDP 体量远高于其他地市.....	10
图 20 长沙市贡献湖南全省 GDP 近 30%.....	10
图 21 2020 年全国 50 个城市房价收入比排名.....	11
图 22 长沙地区居民消费支出比例高.....	11
图 23 2019 年湖南省银行业金融机构情况.....	12
图 24 长沙银行区域存贷款市占率走势整体上行.....	12
图 25 长沙银行 VS 华融湘江银行：分支机构数.....	12
图 26 长沙银行 VS 华融湘江银行：资产规模.....	12
图 27 长沙银行 VS 华融湘江银行：营业收入.....	12
图 28 长沙银行 VS 华融湘江银行：归母净利润.....	12
图 29 2018Q1 长沙银行涉政类客户存款占比.....	14
图 30 2020A 对公贷款行业分布中基建投放占比 38.7%.....	14
图 31 基建类投放比例整体提升.....	14
图 32 长沙银行杜邦分析：新口径下利息净收入仍是 ROE 主要贡献因素，但贡献度缩减，减值损失拖累增加.....	15
图 33 上市城商行杜邦分析：长沙银行高 ROE 主要得益于较高的利息净收入贡献度（2020A）.....	15
图 34 长沙银行净息差居上市城商行首位（2020A）.....	16
图 35 长沙银行净息差净利差稳于高位.....	16

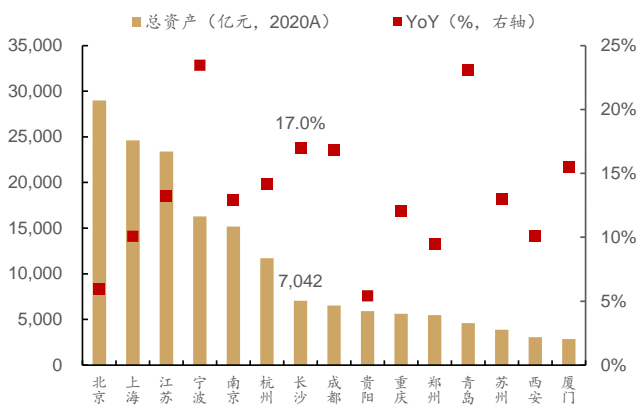
1. 领航湖南法人金融机构，抢滩政务金融优质赛道

1.1. 省内最大法人银行，高成长高盈利特征突出

长沙银行成立于 1997 年，由长沙市财政局、区财政局、湖南省邮电管理局、长沙信达实业、长沙市商业总公司及原长沙市十四家城市信用社和市联社原始股东发起设立，是湖南省首家区域性股份制商业银行，也是湖南最大的法人金融机构。公司目前下辖 342 家分支机构，其中长沙地区 161 家，另在省内其他 12 市和省外广州设立分行，实现湖南省内全覆盖，服务网络辐射湘粤两地，并控股发起湘西长行、祁阳长行和宜章长行三家村镇银行，以及长银五八消金公司。

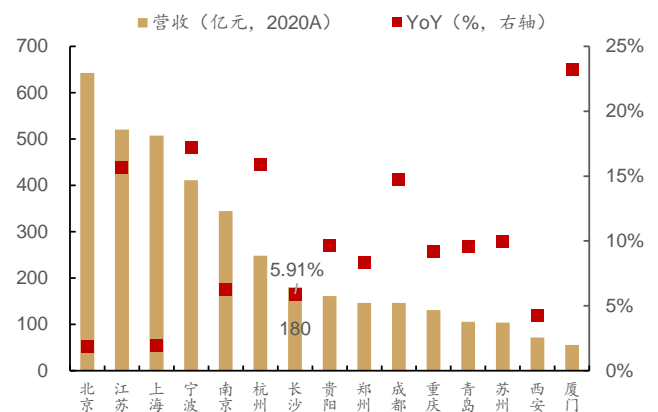
截至 2020 年公司资产规模首次突破 7000 亿元达 7042 亿元，同比增幅 17%，创近三年新高，也高于城商行 10.23% 的总资产规模增速，在 15 家上市城商行中增速居前，并位列中西部上市城商行首位。全年实现营收 180 亿元，同比增长 5.9%；归母净利润 53.4 亿元，同比增长 5.1%，盈利规模和增速居行业中游。

图 1 长沙银行资产规模居上市城商行中游，资产增速居前列



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 2 营收规模及增速也居上市城商行中游



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

长沙银行基本面有高成长性、高盈利性两大特征。第一，公司长期以来资产和业绩规模保持快速扩增。回溯长沙银行的发展轨迹：

1) 2000 年前后主要拓展长沙市内网点，定位做“地方银行、市民银行和长沙人自己的银行”，并在 2009 年董事会报告中首次提出打造区域内“中小企业的品牌银行、湖南零售业务的特色银行、长沙政务业务的主导银行”的战略目标。

2) 公司定位 2011 年为“平台建设年”，继 2010 年常德分行（第一家完全意义上的异地分行）开业，以及 2011 年广州分行开业，发展版图进一步向湖南其他地市和省外拓展，加快长株潭地区覆盖，定位也进一步延伸为“立足长沙，辐射湖南，走向全国”，战略目标由“长沙政务业务的主导银行”提升为“湖南政务业务的主导银行”。2014 年受业务调整转型影响，同业资产规模压降过半以及投资资产增长放缓，致公司总资产增速有所回落，但同期信贷仍保持 25.7% 的高增速。

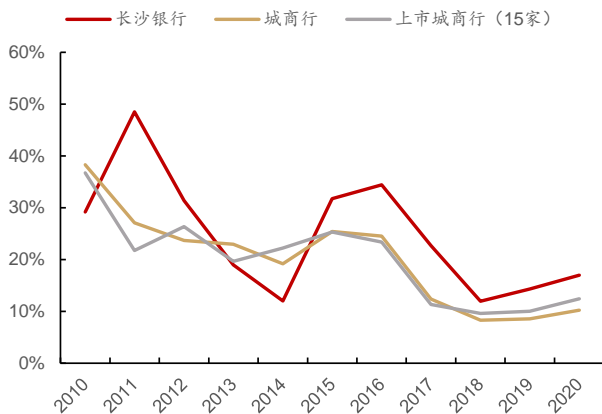
3) 2015 年新领导班子建立，并将 2016 年定位为“战略转型年”，制定新三年（2016-2018）战略规划，发展进一步提速。公司 2016 年完成了全省地市州覆盖，旗下消金公司 2017 年也正式开业；同时明确“智慧金融、县域金融、绿色金融、科技

金融”的品牌战略，并进一步加快机构下沉，推广“**县域金融+社区支行+助农取款点**”模式，计划三年覆盖 90%的县（市）、20%的乡镇和 10%的行政村。战略引领下，公司 2015-2016 年资产增速高达 30%以上，业绩表现优于行业整体。

4) 2019 年公司县域下沉模式进一步升级为“**县域支行+乡镇支行+农金站**”的立体网络。2020 年制定新三年战略规划（2021-2023），提出打造**金融科技+本地生活+产业投行+市场投资**四大生态，首次提出建设“**深耕湘粤的现代生态银行**”的发展导向。

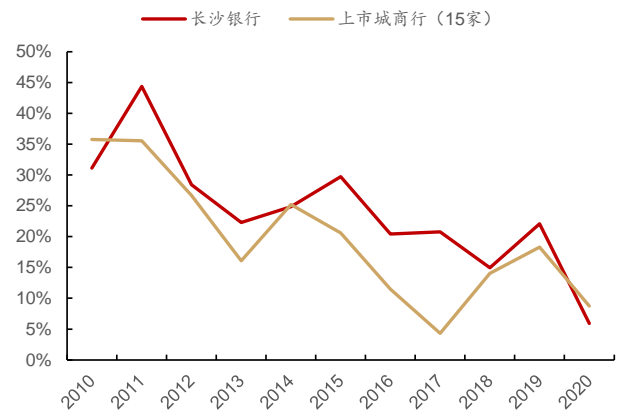
总体来说，长沙银行处于发展快车道，2009-2020 年间资产年均复合增速 24.3%，高于上市城商行平均增速 4.7 个百分点，排名第 4/15，营收和归母净利润规模 CAGR 分别为 23.7%、19.1%，具备较高成长性。

图 3 2015 年以来长沙银行资产增速高于行业整体



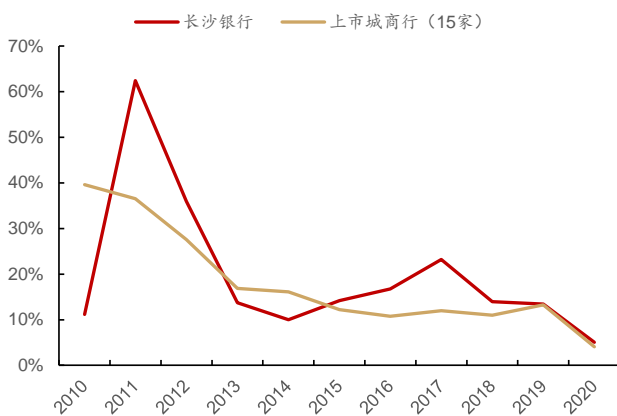
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 4 长沙银行营收增速整体高于上市城商行均值



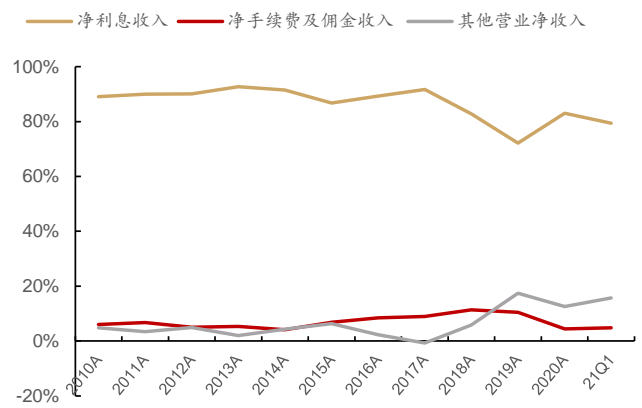
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 5 长沙银行归母净利润增速经过 2013、2014 年的调整目前高于上市城商行



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 6 利息净收入贡献长沙银行近 80%的营收

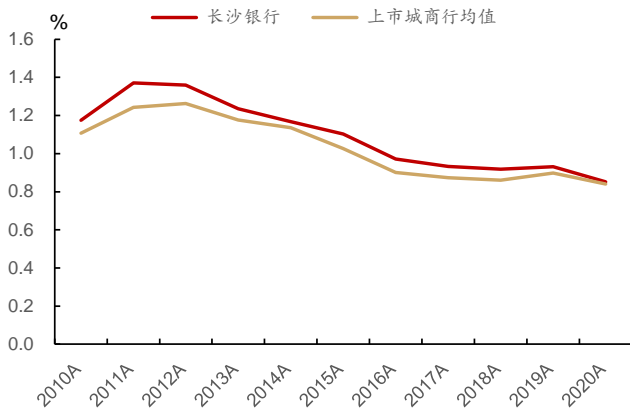


资料来源：公司公告、华西证券研究所；注：2019 年后受新金融工具会计准则影响，部分利息收入计入其他非息收入

第二，长沙银行盈利能力强，高息差优势更为突出。长沙银行一直以来 ROA、ROE 均高于可比同业整体，披露的 2020 年 ROE 高达 13.76%，虽然同比略下滑 1.85 个百分点，但在 15 家上市城商行中仍处于较高水平，仅次于成都、贵阳、宁波和南京银行，反映出公司较强的经营能力。同时，公司净息差 2020 年首次超过贵阳银行居

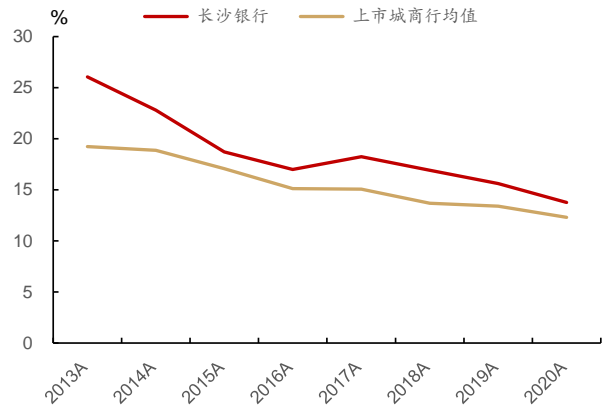
可比同业首位，结合中西部商业银行净息差普遍高于沿海一线城市，高息差往往源于区域竞争环境、银行自身的产品服务能力、业务和客户结构等。

图 7 长沙银行 ROA 高于上市城商行



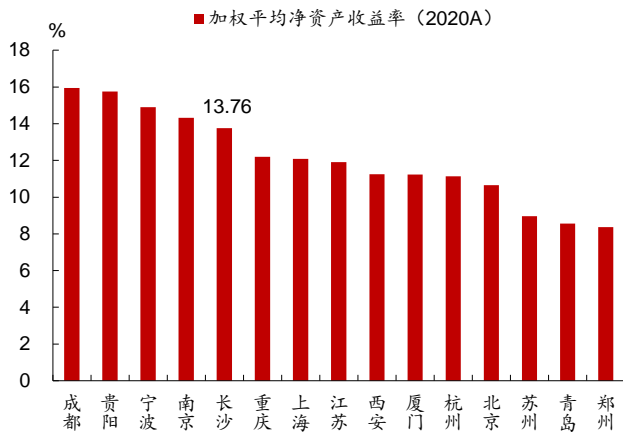
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 8 长沙银行 ROE 高于上市城商行



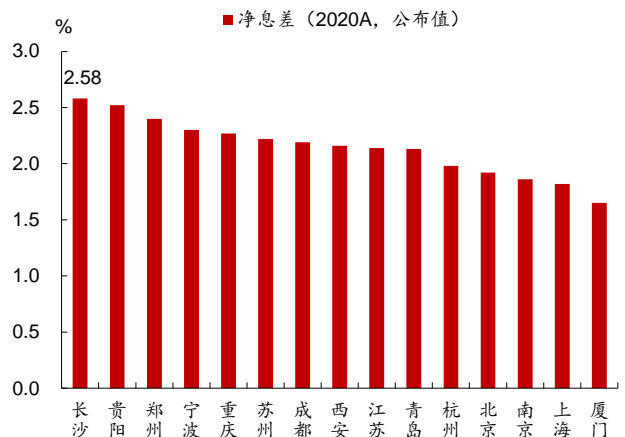
资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 9 长沙银行 ROE 处上市城商行前列



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 10 长沙银行净息差处上市城商行首位



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

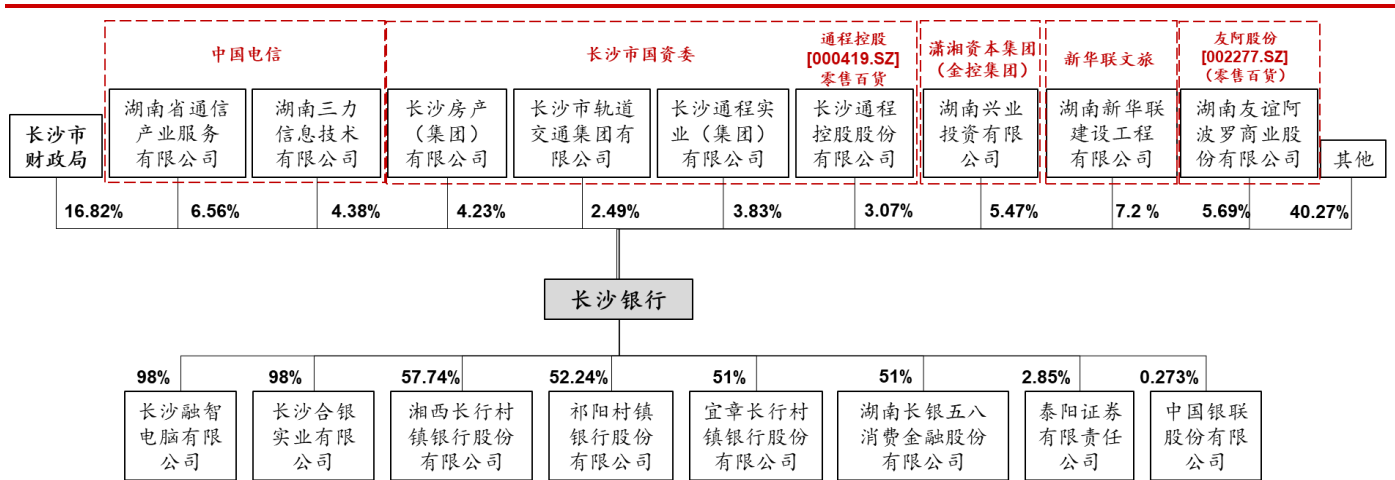
1.2. 市财政为公司第一大股东，多次增持彰显信心

长沙银行的高成长性和盈利性可以从公司治理、区域竞争、和业务定位等层面归因：

国有资本主导的股权结构，是长沙银行获取优质省内资源的基础。长沙财政局是公司第一大股东，且近两年多次以自有资金增资、稳定公司股价，彰显对公司发展的信心；受公司一季度定增募资 58.8 亿元影响，稀释股权比例，截至 2021Q1 长沙财政局持股公司 16.82%。公司股东中的三力信息、通信产业服务公司、天辰建设均为中国电信旗下子公司的全资孙公司，通程实业和通程控股实控人则是长沙国资委。此

外，也有湖南地方民企友阿股份、新华联建工，以及金控集团潇湘资本等持股。总体来看，前十大股东中国有资本合计占比近 40%，占主导地位，也奠定了长沙银行政务金融优势，而多家当地优质民企参股也进一步打开长沙行获取优质省内项目的渠道。

图 11 长沙银行股权结构及参控股子公司（2021-04 定增后）



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

管理层稳定、且均出身金融系统，保障战略执行一贯性。长沙银行管理层均具备大行或央行工作背景，并由公司各分支机构逐步晋升至管理团队，监管部门、大行和一线的工作经验有助于其制定战略因地制宜、公司管理保持审慎。并且长沙银行管理团队长期稳定，董事长、行长等均自 2015 年任职至今，保障战略执行的一贯性。

图 12 长沙银行主要管理人员工作履历概况

姓名	职位	年龄	工作履历	任职年限
朱玉国	董事长	55	曾供职于工商银行司门口支行；长沙银行办公室副主任任、计划筹资处处长、董事、副行长	6
赵小中	行长	56	曾供职于中国人民银行湖南省分行计划处、调统处，任副科长、科长；长沙市华夏城市信用社总经理；长沙银行华夏支行和华龙支行行长	6
伍杰平	副行长	57	曾任中国人民银行长沙分行副科长、科长；长沙市南区城市信用社总经理；长沙银行华龙支行行长兼党支部书记；长沙银行营业部主任	6
王铸铭	副行长	55	曾任湖南银行学校教务科干部、机关团支部书记；湘银城市信用社信贷部主任；长沙银行白沙支行行长	6
胡燕军	副行长	49	曾任中国人民银行长沙中心支行办公室副主任科员；长沙银行办公室副主任、办公室主任；长沙银行董事会秘书	6
张曼	副行长	49	曾任农业银行长沙县支行营业部副主任、客户部主任、副行长；长沙银行星城支行行长	6
杨敏佳	董事会秘书	56	曾任中国人民银行浏阳支行职员，中国银行长沙分行黄花机场分理处主任；长沙市汇丰城市信用社副主任；长沙银行东城支行行长	6

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

1.3. 区域竞争环境温和，省内市场份额居前且持续提升

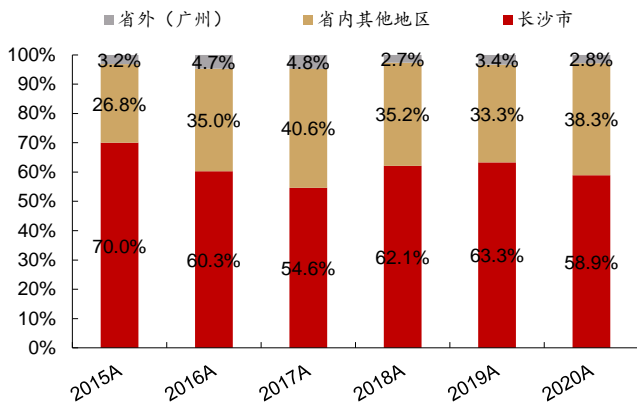
作为地方性城商行，公司贷款集中湖南当地，仅 3%左右投放广州地区，且六成左右投放长沙本地，因此长沙银行的成长性与区域经济发展深度绑定。

湖南经济发展态势良好，为区域银行发展提供沃土。湖南省地处我国中部腹地，2020 年 GDP 总量 4.18 万亿元，同比增长 3.8%，在全国 31 个省级区划中排名第 9，处于靠前水平，全省经济增速长期高于全国平均水平 1 个百分点以上。作为老牌工业发展基地，湖南的大型制造业较为发达，培育了三一集团、中联重科、蓝思科技这样的全国知名企业，全省 2020 年固定资产投资增速 7.6%，高出全国 4.7pct，其中基础设施投资同比增长 4.6%。目前湖南仍处于产业转型阶段，第三产业占比整体提升。根据湖南、长沙发布的五年发展规划，到 2025 年“长株潭地区生产总值达 2.7 万亿，年均增长 8%左右”。

各市州分化程度较高，长沙经济实力突出。从各城市经济情况来看，湖南下辖 13 个地级市、1 个自治州，发展水平梯次分明，长沙作为省会经济实力遥遥领先，是湖南唯一 GDP 规模过万亿元的地级市，对全省的 GDP 贡献度高达 30%。同时，长沙作为长江中游重要的中心城市，伴随中部崛起战略的实施与落地，发展速度也快于全国水平，2019 年 GDP 同比增速达 8.1%，位居全国省会城市第一，2020 年也实现了 4%的增速，居全国一二线城市前列。根据长沙市制定的“十四五”规划目标“建设常住人口突破 1000 万，建成区面积近 1000 平方公里的特大城市，实现地区生产总值 1.7 万亿，年均增长 7%左右”，未来仍将保持较快的发展速度。

并且值得注意的是，周边村镇的经济实力也不弱。长沙下辖 6 区 1 县（长沙县）、代管 2 个县级市（浏阳市、宁乡市），在 2020 年全国百强县排名中，长沙县、浏阳市、宁乡市分列 8、9、28 名，县域经济实力强劲，为三农金融、小微金融服务奠定基础。

图 13 长沙银行贷款区域分布：约六成投向长沙本地



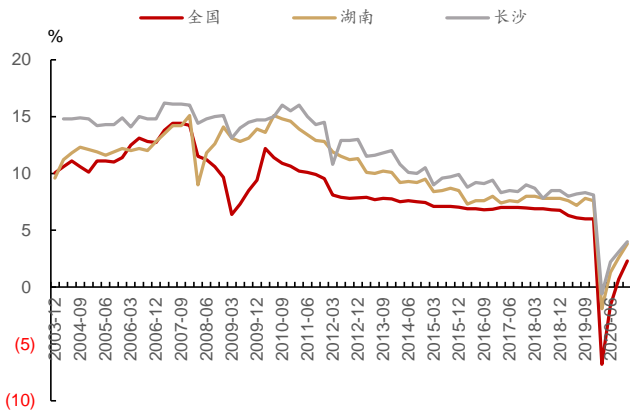
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 14 湖南省 GDP 总量居省级区划第 9，增速居前

地区 / 2020 / 亿元	GDP ↓	GDP: 同比 %	工业企业 利润总额	工业企业 利润总额: 同比 %	社零消费 总额	社零 消费: 同比 %	人民币: 各项存款 余额	人民币: 各项贷款 余额
全国	1,015,986	2.3	64,516	4.1	391,981	-3.9	2,125,721	1,727,452
广东	110,761	2.3	9,287	3.2	40,208	-6.4	257,852	189,802
江苏	102,719	3.7	7,365	10.1	37,086	-1.6	172,580	154,523
山东	73,129	3.6	4,283	19.6	29,248	0.0	116,155	95,412
浙江	64,613	3.6	5,545	14.7	26,630	-2.6	152,234	143,612
河南	54,997	1.3	2,545	-8.4	22,503	-4.1	76,446	62,867
四川	48,599	3.8	3,198	13.4	19,661	-2.4	90,350	69,505
福建	43,904	3.3	3,470	-9.7	18,626	-1.4	55,160	58,589
湖北	43,443	-5.0	2,519	-8.3	17,996	-20.8	66,356	58,479
湖南	41,781	3.8	2,033	8.7	16,250	-2.6	57,912	49,403
上海	38,701	1.7	2,810	-2.0	15,927	0.5	145,300	78,000

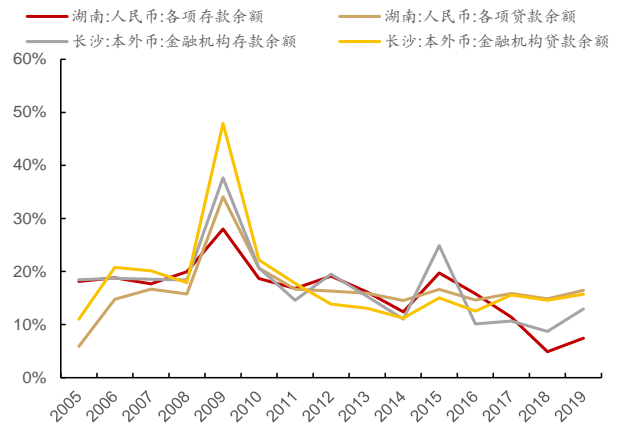
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 15 湖南省 GDP 增速长期高于全国，长沙市高于湖南省



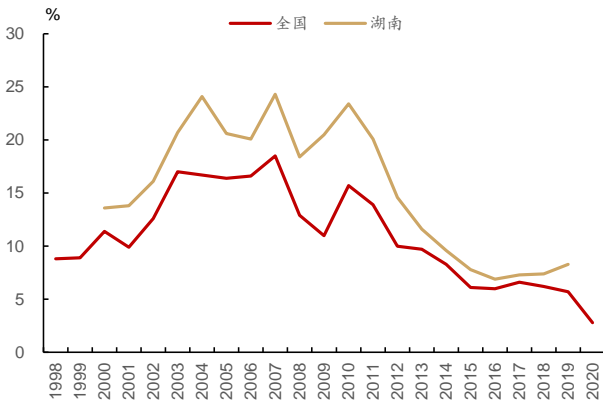
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 16 湖南地区存贷款保持 15%左右的较高增速



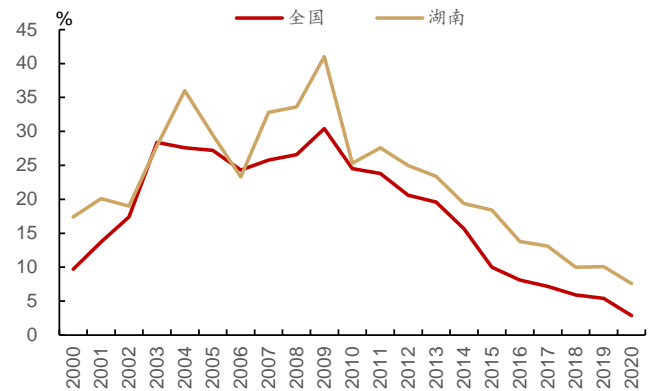
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 17 湖南工业增加值同比增速高于全国，且近两年趋势向上



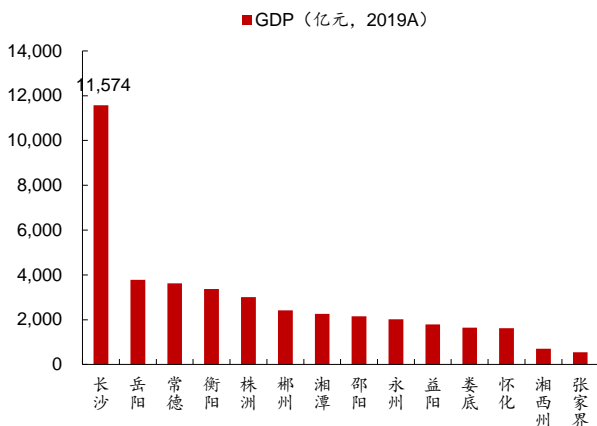
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 18 湖南省固投增速高于全国



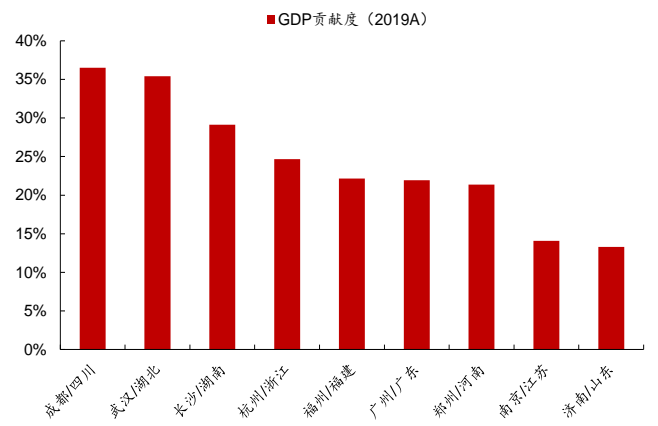
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 19 长沙 GDP 体量远高于其他地市



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 20 长沙市贡献湖南全省 GDP 近 30%

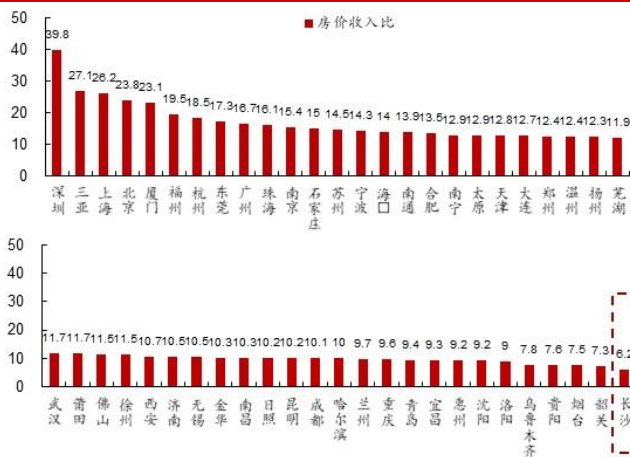


资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

房价压力小、消费能量大，地方经济自成一派。除了经济总量发展快，固投增速高的特征，长沙也是一个因低房价而著称的“网红”旅游城市。从长沙房价来看，由于土地供应较充足、调控政策严厉等原因，长沙房价常年处于省会城市较低水平。根据湖南省住建厅统计数据，2020年长沙市新建商品住宅均价9107元/平方米，在直辖市、省会城市(除拉萨外)中排名第26位，仅高于重庆、兰州、乌鲁木齐和银川。根据易居研究院发布的《2020年全国50城房价收入比报告》，2020年全国50城房价收入比均值为13.3，其中长沙房价收入比为6.2，在50城中居于最末位。

较高的居住性价比和发达的文娱产业也促进了当地的消费，在GDP万亿左右的二线城市里，相比宁波、青岛等地，长沙的城镇居民人均消费支出居前列，而城镇居民人均消费支出/可支配收入的比例稳居第一。因此，特有的经济环境也为区域金融、尤其是消费金融的发展奠定了基础。

图 21 2020 年全国 50 个城市房价收入比排名



资料来源：易居研究院；注：房价收入比是指一个地区一套住房的平均总价与当地居民家庭年度平均可支配收入的比值

图 22 长沙地区居民消费支出比例高

(2020A)	GDP↓ [亿元]	样本住宅平均价格 [元/平方米]	城镇居民人均可支配 收入(元)	城镇居民人均 消费支出(元)	房价/ 收入	消费/ 收入
杭州	16,106	28,302	68,666	41,916	41.2%	61.0%
武汉	15,616	13,122	50,362	31,115	26.1%	61.8%
南京	14,818	23,882	67,553	35,854	35.4%	53.1%
天津	14,084	14,909	47,659	-	31.3%	-
宁波	12,409	18,421	68,008	38,702	27.1%	56.9%
青岛	12,401	13,439	55,905	35,936	24.0%	64.3%
长沙	12,143	8,943	57,971	39,133	15.4%	67.5%
郑州	12,003	12,247	42,887	25,450	28.6%	59.3%
济南	10,141	11,589	53,329	34,391	21.7%	64.5%
合肥	10,046	13,510	48,283	28,002	28.0%	58.0%
西安	10,020	10,868	43,713	25,813	24.9%	59.1%
福州	10,020	16,977	49,300	32,019	34.4%	64.9%

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：二线城市 GDP 前三的重庆、苏州、成都未披露居民收支数据

依托优质省内资源，长沙银行市场份额持续提升。从省内同业发展情况来看，湖南省金融机构竞争环境相对温和。

首先，从《湖南省金融运行报告(2020)》统计数据看，和省内大中型银行分支机构相比，长沙银行总资产规模超过省内股份行资产总和，也超过省内大行平均资产规模以及邮储银行省内资产规模。

其次，湖南省内只有 2 家本土城商行，另一家为华融湘江银行，是中国华融在重组湖南株洲、湘潭、岳阳和衡阳市 4 家城商行和邵阳城信社基础上设立。各指标对比来看，长沙银行在网点布局和员工体量上具备优势，目前华融湘江资产、营收等指标体量只有长沙银行的一半左右，且差距在逐渐拉大。同时，湖南本地还有一家民营银行——三湘银行，由三一集团、汉森制药等 9 家民企 2016 年共同发起设立，2019 年资产规模 515.8 亿元，体量较小。

再者，从更下沉的市场来看，湖南省农村金融机构数量多但规模较小较为分散，与长沙银行的市场定位和客群存在一定差异。

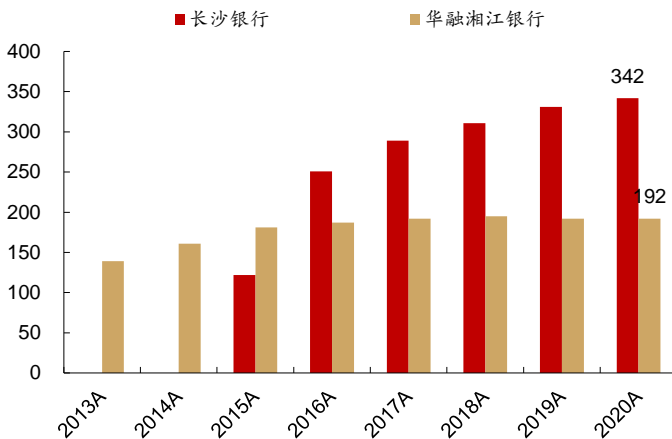
因此在湖南金融机构竞争环境相对温和的背景下，长沙银行背靠市财政、辐射省市县三级，享有较大的竞争优势和较高的市场份额，且近年来市场占有率持续提升。2020 年末长沙市内存款、贷款市占率分别为 12.5% 和 7.6%，较 2013 年整体提升 1 和 2.6 个百分点。(注：长沙银行未披露存款区域分布情况，市内按贷款区域分布比例+5%测算，省内以存款总规模测算。)

图 23 2019 年湖南省银行业金融机构情况

	机构个数 (个)	从业人数 (人)	资产总额 (亿元)	法人机构 (个)
大行	2,463	48,813	22,414	
——五大行平均	493	9,763	4,483	
股份行	382	10,021	4,691	
城商行	564	12,213	10,348	2
——长沙银行	331	7,411	6,020	
小型农村金融机构	4,043	40,127	12,035	103
邮政储蓄	2,081	17,402	5,085	
合计	9,829	135,289	65,062	174

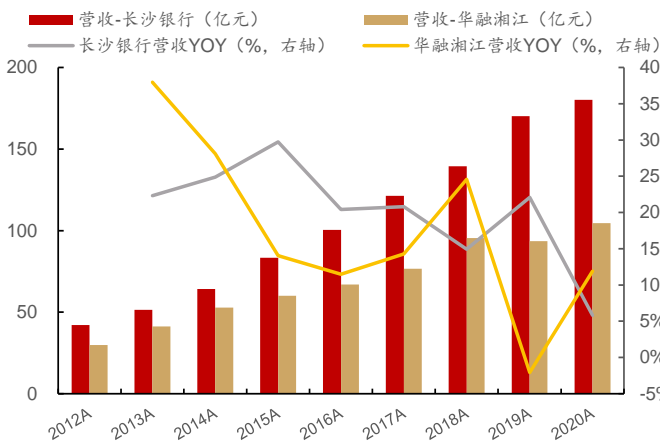
资料来源：《湖南省金融运行报告（2020）》、华西证券研究所

图 25 长沙银行 VS 华融湘江银行：分支机构数



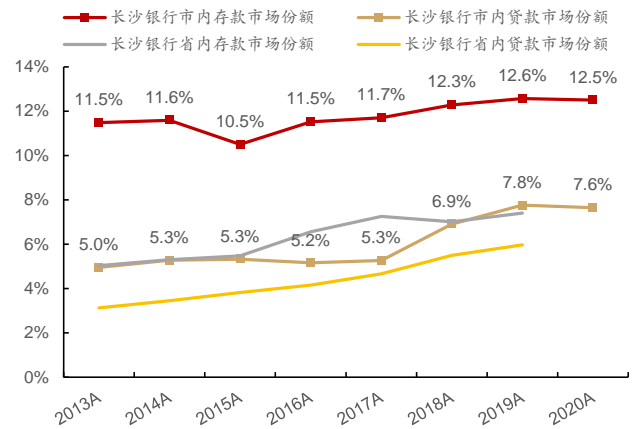
资料来源：公司公告、华西证券研究所；注：含社区支行

图 27 长沙银行 VS 华融湘江银行：营业收入



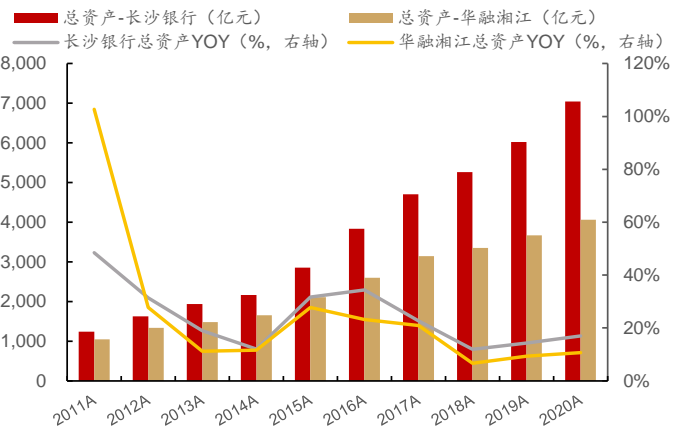
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 24 长沙银行区域存贷款市占率走势整体上行



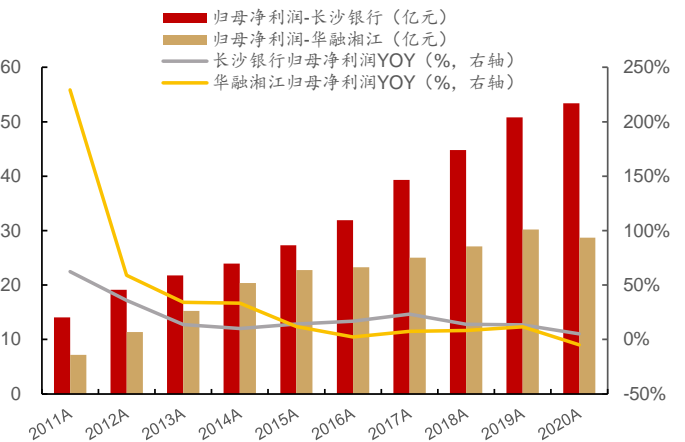
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 26 长沙银行 VS 华融湘江银行：资产规模



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 28 长沙银行 VS 华融湘江银行：归母净利润



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

1.4. 与地方经济共成长，做强政务金融标签

因此，湖南省城市化经济的发展为长沙银行的发展带来契机，在地方经济快速发展、竞争环境相对友善、股东实力支持的背景下，长沙银行逐步明确了其“中小企业的品牌银行、湖南零售业务的特色银行、湖南政务业务的主导银行”的特色定位：

依托优质的政务金融业务资源，长沙银行逐步建立市级政务资源主导、省级和区县级政务资源为突破目标的三级政务营销体系：

1) 结算清算方面，与长沙市级主要政务部门对接，实现对长沙市财政局、市人社局、市国土局、市房产局、市住房公积金管理中心等部门的对接，承办了长沙市的医保、社保、低保发放、养老保险和交通罚没收入缴纳等业务；取得湖南省社保微信缴费唯一清算行资格。

2) 在服务代理上，获得了省、市财政国库集中收付、市非税收入、省新兴产业投资基金母基金及子基金托管、省级财政资金定期存放落地经办、省公共资源医药采购平台、长沙市公共资源中心电子保函和长沙住房公积金缴存托收等业务的代理行资格。

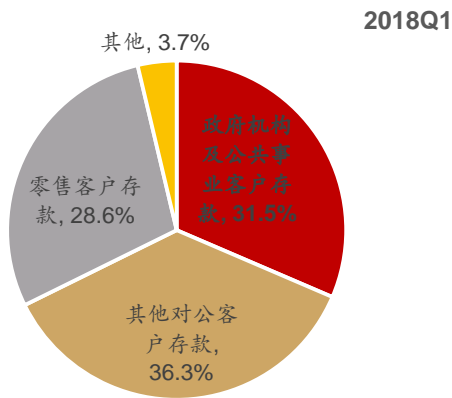
3) 在政务系统开发上，负责了人民银行金融领域安全 IC 卡和密码试点项目、长沙市公积金系统、国土竞拍系统、交警罚没系统、ETC 等多个项目的开发、对接与维护。

长沙银行深入有效对接湖南各级政务系统资源，一方面直接为公司提供低成本负债和优质资产来源，另一方面伴随 2G 端新开各类基层机构账户的增加，除了增益交易银行业务、增厚资金留存，还有助于触达优质客群，为零售银行业务奠定基础。

负债端：政务资金是重要的负债来源之一，G 端也是实现客群拓展的重要接口。一方面，长沙银行基本完成了省内布局，拥有长期耕耘地方的属地优势，从而实现客群的大幅扩增；另一方面，对本地客户的认知和理解更加深入，因此在对当地政府和产业长期跟踪过程中，能够基于客户需求开发出更加有针对性的产品，助力客户资金的留存。截至 2018Q1，就已向湖南省内 8055 个政府机构及公共事业客户提供存款服务，存款总额 973 亿元，占公司当期总存款的 31.5%（招股书披露占该行客户存款总额的 28.25%）。

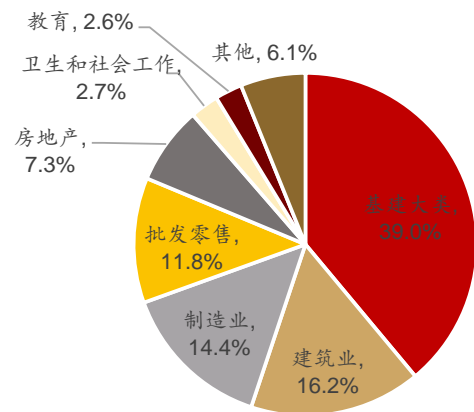
资产端：主要投放基建行业，具备低风险特征，也将受益于当地基建投资的发力。长沙银行对公贷款投放集中在大基建领域，包括水利环境和公共设施、建筑业等在内的大基建行业投放规模占全部对公贷款的比例 2020 年达到 39%，其中水利是第一大投放领域，占对公贷款的 1/4。此外，近年来批发零售行业的贷款投放比例整体压降，制造业和租赁商务占比整体逐渐提升。

图 29 2018Q1 长沙银行涉政类客户存款占比



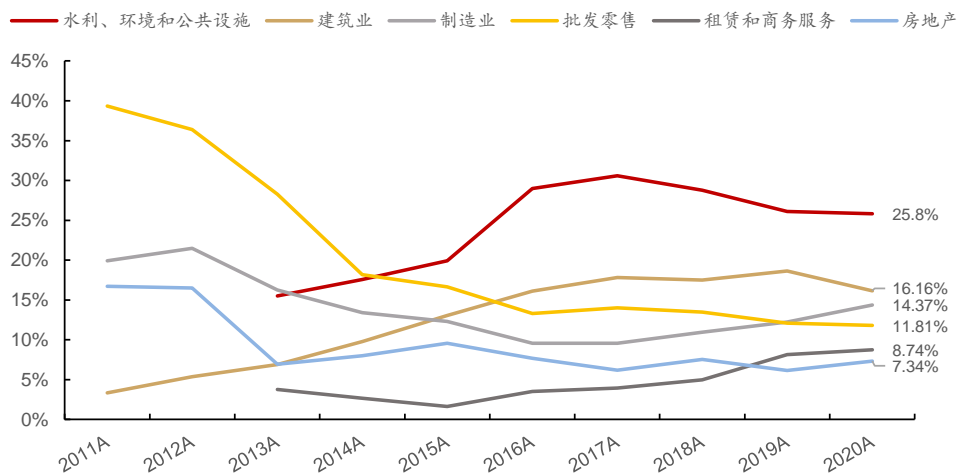
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 30 2020A 对公贷款行业分布中基建投放占比 38.7%



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：基建类包括：1) 水利、环境和公共设施；2) 电、热、燃气和水；3) 交通运输、仓储和邮政业；4) 租赁和商务服务业

图 31 基建类投放比例整体提升



资料来源：招股说明书、华西证券研究所

2. 区域优势赋能高 ROE，零售转型构建新成长维度

区域经济环境+自身资源禀赋+战略定位加持，奠定了长沙银行经营的稳健性，而公司未来的成长性和盈利性的支撑从业务和财务的角度出发，我们认为来源于以下几方面：

2.1. 定位“湖南人的主办行”，政务优质资源赋能高 ROE

在 1.1 节中提到长沙银行有着较高的 ROE 水平，虽然近年来随着行业整体态势呈现下滑趋势，但一直领先可比同业。根据杜邦分析，高 ROE 的主要贡献因素来自净利息收入；而纵向来看，在净息差收窄、减值计提增加的情况下，公司管理效率的提升、以及税收因素都对盈利能力形成支撑。

横向对比，长沙银行的利息净收入贡献度高于其他城商行，而其 2.58% 的净息差水平也居上市城商行首位，主要得益于其资产负债两端的定价和结构优势，以及零售业务转型带动公司净息差上升且持续高于城商行均值水平。

图 32 长沙银行杜邦分析：新口径下利息净收入仍是 ROE 主要贡献因素，但贡献度缩减，减值损失拖累增加

	营收	利息净收入	手续费净收入	其他非息收入	管理费用	资产减值损失	所得税	其他	ROA	权益乘数	ROE
2020A	2.76	2.29	0.12	0.35	-0.82	-0.88	-0.18	0.06	0.82	15.37	12.57
2019A	3.02	2.34	0.15	0.53	-0.93	-0.92	-0.21	0.06	0.90	15.76	14.18
2018A	2.80	2.32	0.32	0.16	-0.95	-0.68	-0.21	0.05	0.90	18.37	16.50
2017A	2.84	2.60	0.26	-0.02	-0.96	-0.68	-0.23	0.05	0.92	19.76	18.19
2016A	3.00	2.68	0.25	0.07	-0.96	-0.66	-0.30	0.12	0.95	17.82	17.00
2015A	3.34	2.90	0.23	0.21	-1.04	-0.60	-0.31	0.31	1.09	16.38	17.83
2014A	3.13	2.86	0.13	0.13	-0.99	-0.34	-0.33	0.29	1.18	18.44	21.68
2013A	2.89	2.68	0.15	0.06	-0.92	-0.13	-0.36	0.25	1.23	21.54	26.54
2012A	2.94	2.65	0.15	0.14	-0.96	-0.17	-0.38	0.09	1.34	21.99	29.38
2011A	3.16	2.85	0.21	0.11	-1.07	-0.23	-0.31	0.20	1.36	20.50	27.85
2010A	3.07	2.74	0.19	0.15	-1.03	-0.31	-0.36	0.20	1.17	21.65	25.37

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：1) 测算 ROA、ROE 与公司披露数据有偏差，总资产和归母所有者权益规模均取期初期末余额均值，仅供参考；2) 2020 年因信用卡分期收入计入利息收入，并回述 2019 年数据，因此 2019、2020 年利息净收入和手续费净收入贡献度略有调整，与历史数据不可比。

图 33 上市城商行杜邦分析：长沙银行高 ROE 主要得益于较高的利息净收入贡献度（2020A）

	营收	利息净收入	手续费净收入	其他非息收入	管理费用	资产减值损失	所得税	其他	ROA	权益乘数	ROE
北京银行	2.28	1.83	0.23	0.22	-0.50	-0.88	-0.10	0.03	0.76	13.22	10.08
上海银行	2.16	1.55	0.24	0.37	-0.41	-0.78	-0.06	0.02	0.89	12.80	11.38
江苏银行	2.36	1.68	0.24	0.44	-0.55	-1.02	-0.05	0.06	0.68	14.17	9.69
宁波银行	2.79	1.89	0.43	0.47	-1.06	-0.59	-0.09	0.03	1.02	13.46	13.76
南京银行	2.41	1.66	0.35	0.41	-0.69	-0.60	-0.16	0.05	0.92	14.76	13.52
杭州银行	2.26	1.76	0.27	0.23	-0.60	-0.91	-0.08	0.02	0.65	15.29	9.95
长沙银行	2.76	2.29	0.12	0.35	-0.82	-0.88	-0.18	0.06	0.82	15.37	12.57
成都银行	2.41	1.95	0.06	0.40	-0.58	-0.68	-0.13	0.03	1.00	14.84	14.77
贵阳银行	2.79	2.38	0.15	0.26	-0.67	-0.93	-0.10	0.07	1.03	14.04	14.45
重庆银行	2.46	2.08	0.20	0.18	-0.51	-0.83	-0.22	0.06	0.83	13.78	11.47
郑州银行	2.79	2.14	0.33	0.31	-0.62	-1.37	-0.13	0.06	0.60	12.62	7.62
青岛银行	2.53	1.95	0.41	0.17	-0.85	-0.99	-0.07	0.04	0.57	13.84	7.95
苏州银行	2.83	2.06	0.26	0.52	-0.83	-1.06	-0.16	0.09	0.70	12.72	8.94
西安银行	2.44	2.12	0.20	0.11	-0.62	-0.74	-0.11	0.04	0.94	11.89	11.21
厦门银行	2.09	1.73	0.12	0.23	-0.60	-0.77	0.01	0.04	0.69	15.35	10.52

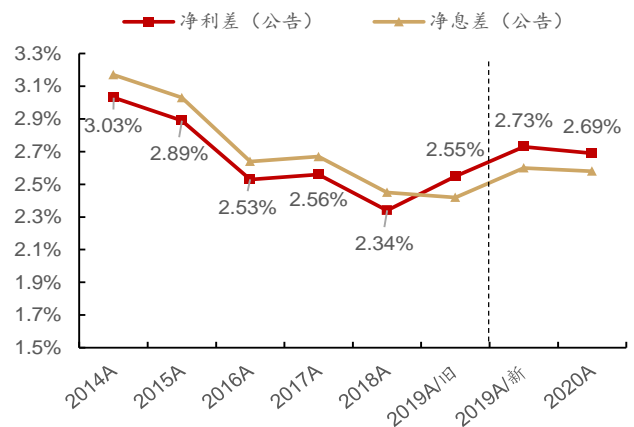
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 34 长沙银行净息差居上市城商行首位 (2020A)

	净息差 (公布值)	生息资产收益率	计息负债成本率
长沙	2.58	5.04	2.35
贵阳	2.52	5.14	2.70
郑州	2.40	5.09	2.63
宁波	2.30	4.68	2.14
重庆	2.27	5.17	2.99
苏州	2.22	4.68	2.40
成都	2.19	4.37	2.06
西安	2.16	4.59	2.58
江苏	2.14	4.61	2.63
青岛	2.13	4.48	2.34
杭州	1.98	4.39	2.43
北京	1.92	4.18	2.33
南京	1.86	4.60	2.61
上海	1.82	4.20	2.26
厦门	1.65	4.23	2.70

资料来源: 万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 35 长沙银行净息差净利差稳于高位



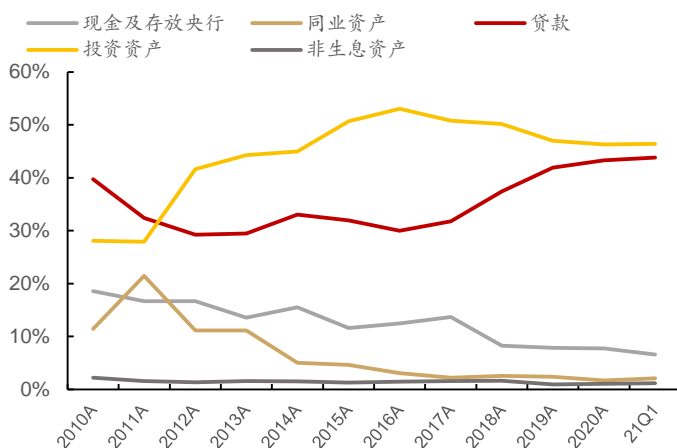
资料来源: 万得资讯、公司公告、华西证券研究所; 注: 会计口径变更, 2019 年前后不可比

资产端较高的收益率来自: 1) 结构上, 2016 年以来资产端贷款投放比例持续提升, 2020 年资产端贷款净额占比 43.3%, 虽然目前比例处于可比同业中游, 但占比持续提升, 并且向高收益零售贷款倾斜, 2020 年零售贷款占总贷款的比例提升至 41.1%, 在 15 家上市城商行中居首。2) 核心资产具备定价优势, 包括政务资源优势助力对公优质资产的获取, 以及高息零售贷款的投放, 两项收益率均优于同业。

负债端较低的付息率来自: 一方面存款来源稳定, 负债端占比达 70.4%, 居可比同业前列; 另一方面, 存款活期率较高, 尽管伴随行业趋势存款定期化程度提升, 但整体活存率保持在 50% 以上, 同业中仅次于杭州银行, 反映了长沙银行具备较强的渠道优势和客户经营能力。

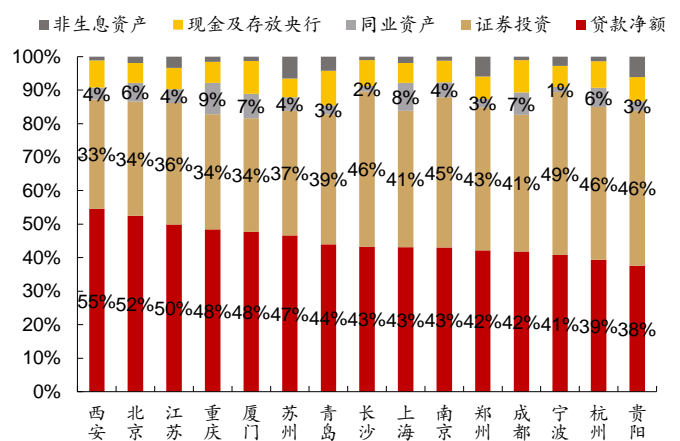
此外, 长沙银行投资资产配置持续增配债权资产, 尤其是国债, 2020 年债权资产合计占投资资产的比例达 54.4%, 较 2019 年提升 8.4pct, 债权资产中 55% 为国债, 2020 年规模同比增速高达 63.4%, 贡献更多可抵扣税额。

图 36 资产端贷款投放比例持续提升



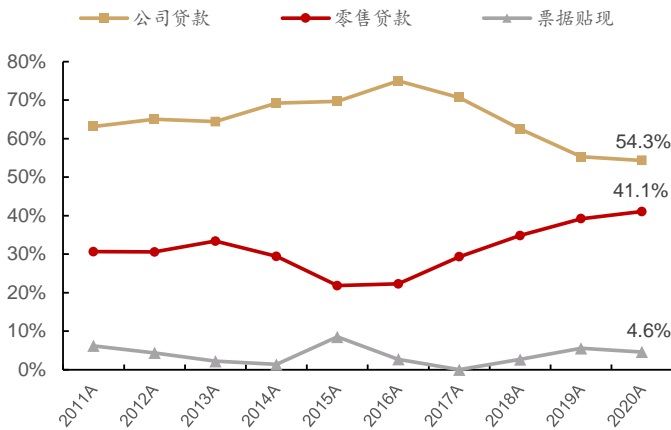
资料来源: 万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 37 资产端贷款投放比例居同业中游 (2020A)



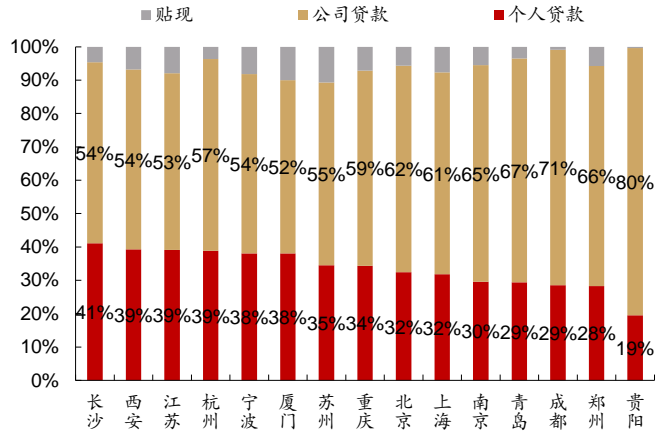
资料来源: 万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 38 长沙银行零售贷款占比整体上行



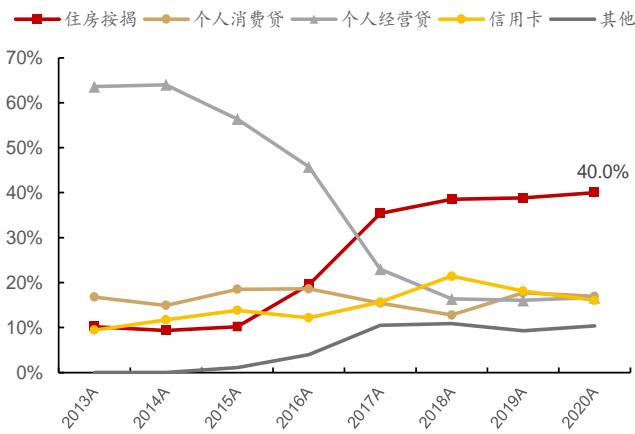
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 39 长沙银行零售贷款投放比例居上市城商行首位 (2020A)



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 40 个贷：按揭占比整体提升，经营性贷款压降



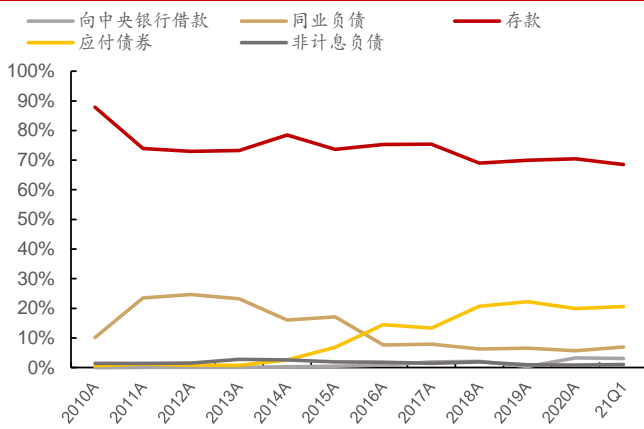
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 41 长沙银行贷款收益率居可比同业首位，存款成本率也相对优于可比同业 (2020A)

	贷款收益率	对公	零售	存款付息率
长沙	6.28%	5.75%	7.09%	2.15%
宁波	6.00%	5.09%	7.79%	1.86%
重庆	5.98%	6.16%	6.55%	2.95%
贵阳	5.89%	6.05%	5.30%	2.54%
郑州	5.68%	5.99%	5.55%	2.51%
南京	5.60%	5.15%	6.69%	2.51%
西安	5.59%	5.25%	6.70%	2.50%
厦门	5.47%	-	-	2.66%
江苏	5.43%	-	-	2.47%
苏州	5.38%	5.01%	6.08%	2.34%
杭州	5.37%	-	-	2.33%
青岛	5.33%	5.34%	5.68%	2.04%
成都	5.17%	5.22%	5.06%	1.85%
上海	5.06%	4.66%	6.44%	2.15%
北京	4.72%	4.46%	5.28%	2.00%

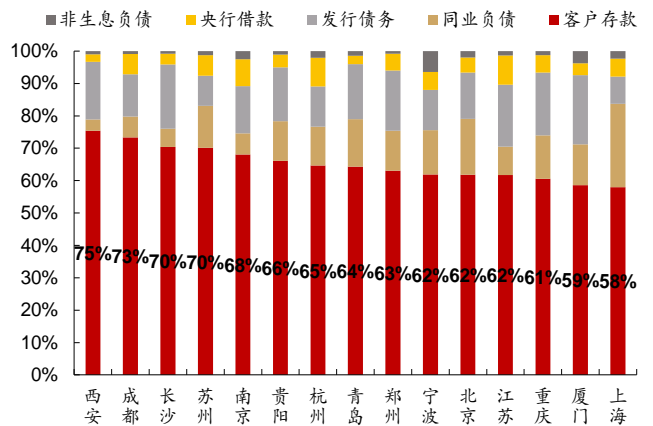
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 42 负债端存款占比整体稳定



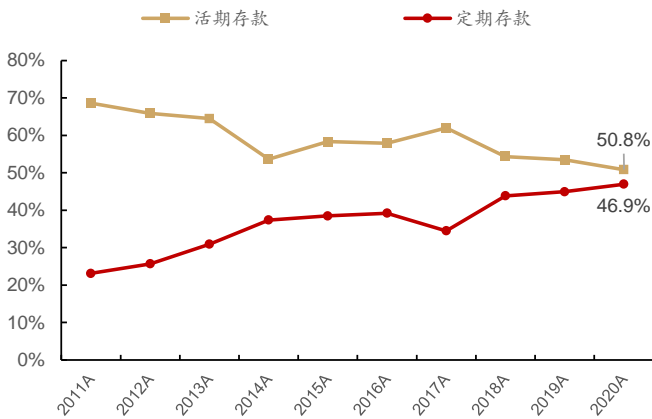
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 43 长沙银行负债端存款占比同业居前 (2020A)



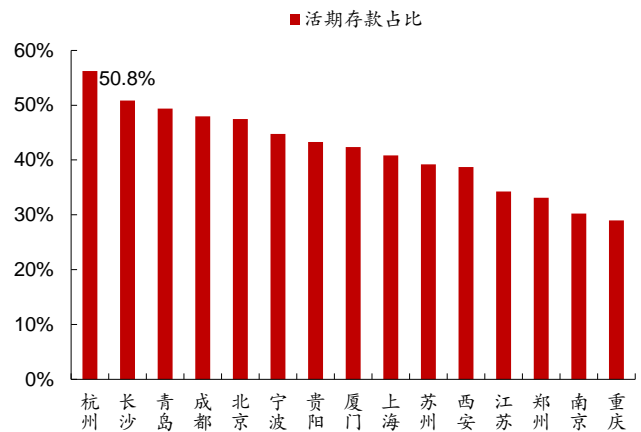
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 44 定期存款占比上升，但活期占比仍在 50%以上



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

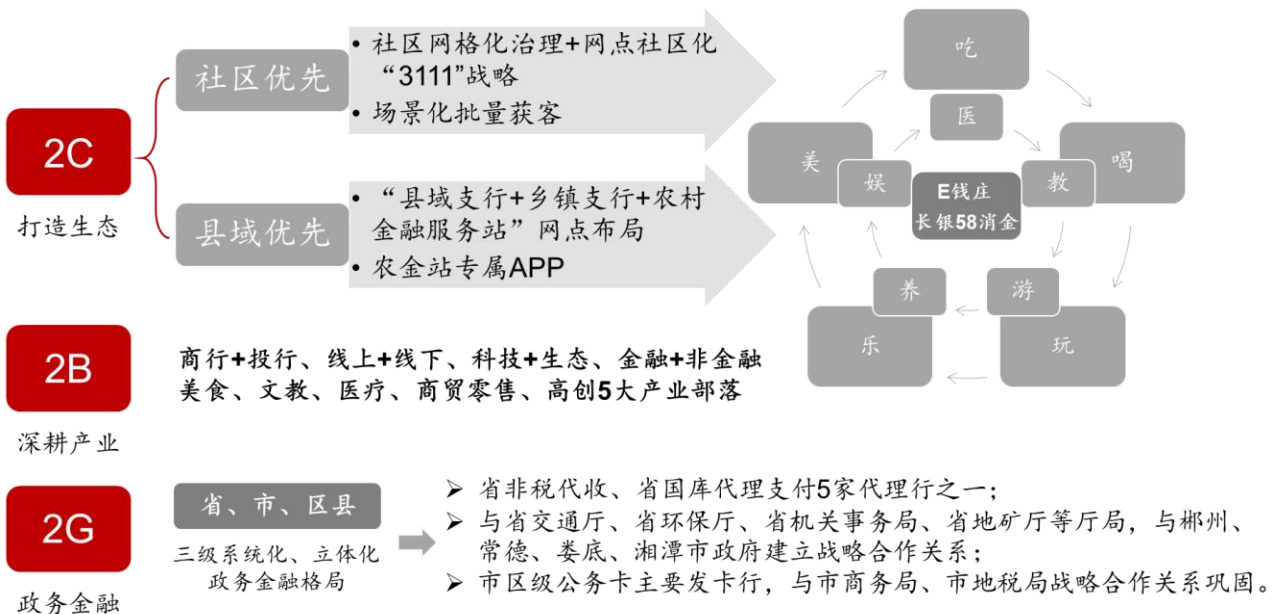
图 45 活存率在上市城商行中仅次于杭州 (2020A)



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

我们认为，长沙银行的资负优势和议价能力的形成，源于其深耕当地的渠道和客群优势，更源于其战略布局因地制宜和坚定执行。长沙银行提出构建批发业务为主体、零售+资管为两翼、网络金融为一尾的“一体两翼一尾”业务格局，在固有的政务金融资源优势下，对公着力五大产业部落，提供投商一体化服务；零售则在前期下沉社区和县域进行批量获客的基础上，在 2020 年报中首次提出打造“深耕湘粤的现代生态银行”，借助手机银行 app “e 钱庄”和“弗兰社”权益平台，聚焦本地消费品牌，提供本地生活线上线下消费，通过生态圈经营加深与客户联系，提升客户粘性和转化率，也为公司未来发展打开成长空间。

图 46 长沙银行战略布局



资料来源：公司公告、华西证券研究所

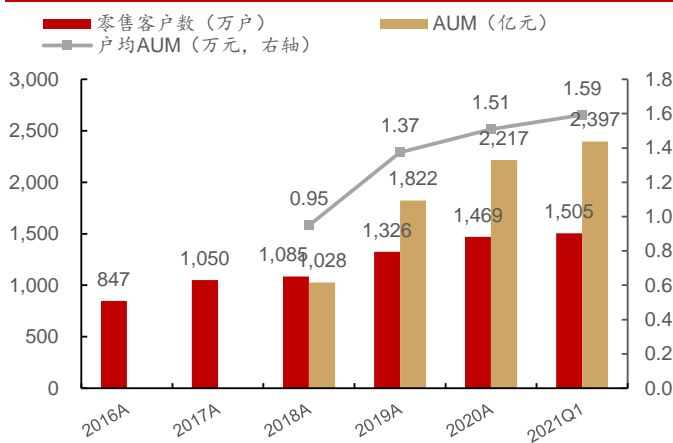
2.2. 零售转型成效显著，消费金融+农金站布局下沉

长沙银行自 2015 年提出数字化零售转型以来成效显著，已经打上特色鲜明的零售标签。

首先，公司持续做大优质基础客群，截至 2021 年一季度零售客户数 1505 万户，较年初新增约 36 万户，约达到省内人口的 1/5-1/4（湖南省常住人口 2019 年为 6918 万人）；零售客户 AUM 达 2217 亿元，同比增长 22%，整体户均 AUM 呈持续上行趋势；其中 2020 年末财富客户数达到 64.7 万户，年增速 22.7%；信用卡累计发卡 229 万张，年增幅高达 45%。

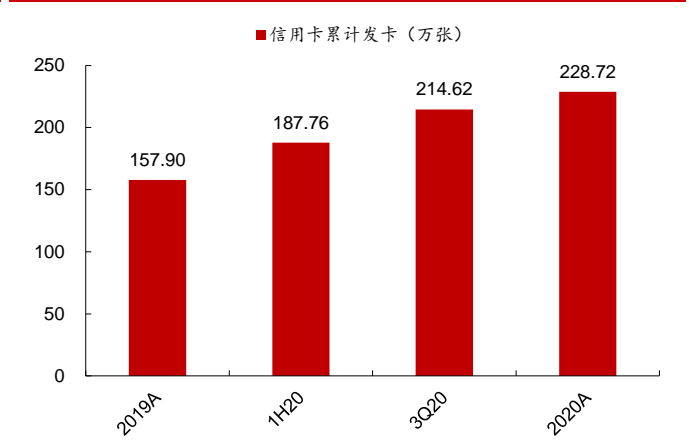
其次，在基础客群做大做深的基础上，各项零售业务贡献度也持续提升。除了前文所说的零售贷款占比持续上行并居上市城商行首位、零售存款占比也持续提升，且 2020 年零售业务贡献公司总营收的比例首次超过 40%，同样居可比同业首位。此外，长沙银行的手续费收入贡献度虽然不高，但结构上 50% 以上来自理财、咨询和受托业务，未来财富管理布局深化下，中收还有较大提升空间。

图 47 零售客户数和户均 AUM 整体提升



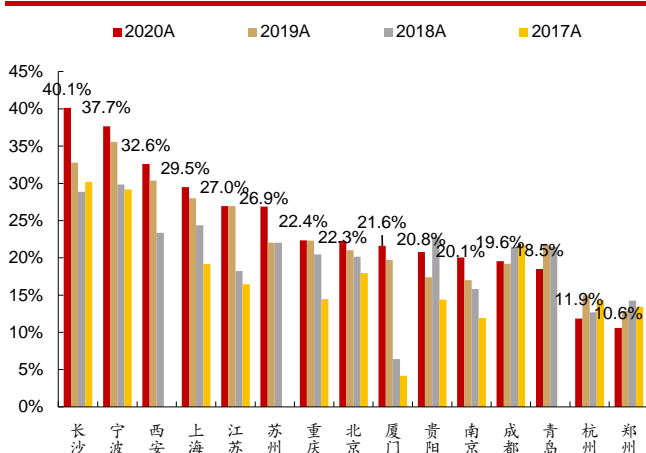
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 48 信用卡累计发卡量突破 200 万张



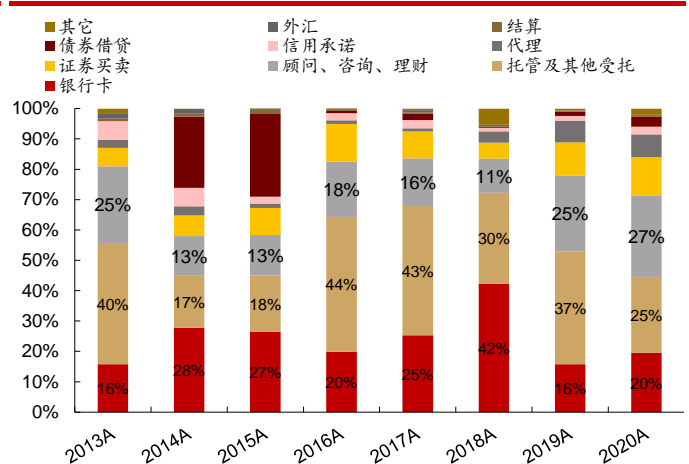
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 49 长沙银行零售业务贡献营收比例可比同业居首



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 50 财富管理业务贡献过半手续费收入



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：2020 年信用卡分期计入利息净收入，同时重述 2019 年数据，故历史数据不可比

展望后续，未来零售业务的成长空间来自财富管理+消费金融+生态银行三方面战略布局。因为长沙作为强省会城市下的低房价特征为财富管理业务提供适宜土壤，而泛娱乐+高消费环境也为培育消费金融提供更多生态场景。在此背景下，长沙银行自身资源禀赋在于：一方面，前期全省布局分支机构、拓渠道，客户覆盖面广、客群优质；另一方面，加大科技投入、提升用户体验；此外，长银五八消金子公司布局长远，提供灵活和市场化个金产品。具体来看：

1) **深耕县域金融，加快优化农金站网点布局，构建新零售增长极。**县域金融作为长沙银行又一业务增长极，是长期深耕下沉的重点领域，一方面，公司持续加大县域网点布局，自 2016 年开办银行卡助农取款业务以来，将银行网点从社区支行进一步延伸至重点乡镇，在全省推广村一级的助农取款服务点。助农取款点后又称农金站，一般挑选农村当地有威望和号召力的商户或家庭，配备基础设备形成一家“微型银行”，依托站点的助农 POS 机进行基础业务操作，涵盖助农取款、汇款转账、代理社保卡、零手续费务工汇款等。农金站启动成本低、经营灵活，为县域客户提供基础金融服务的同时，是公司优质的资金来源渠道，也为公司资产业务培育潜在客群。

截至 2020 年，长沙银行省内县域覆盖率已提升至超 84%，农金站数量已达到 4799 个，相较邮政储蓄在湖南的网点数 2019 年有 2081 个，目前长沙银行的县域金融业务布局更广且深，已经形成稳定而广泛的客群。后续随着网点和人员团队铺设完成，客户转化率和经营效率的提升有助于进一步提振公司利润率。

业务模式上，县域服务主要推行“一县一品，一行一策”的策略，除了传统优势的政务金融外，主要围绕支农支小，针对性地推出“助农贷”“惠农担-油茶贷”“惠农担-生猪贷”“惠农担-特色贷”“茶叶贷”等特色的信贷产品。

图 51 农金站数量大幅提升至 4799 家

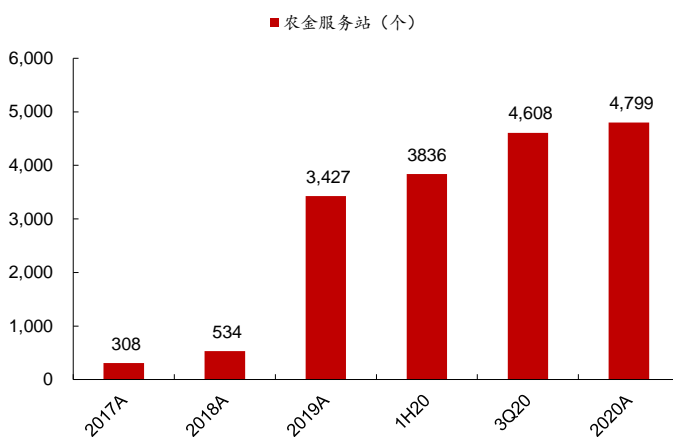
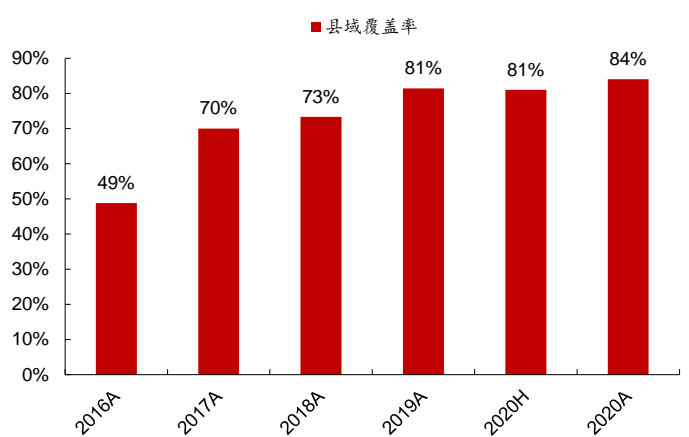


图 52 省内县域覆盖率已达 84%



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：3Q20 为累计签约农金站数量

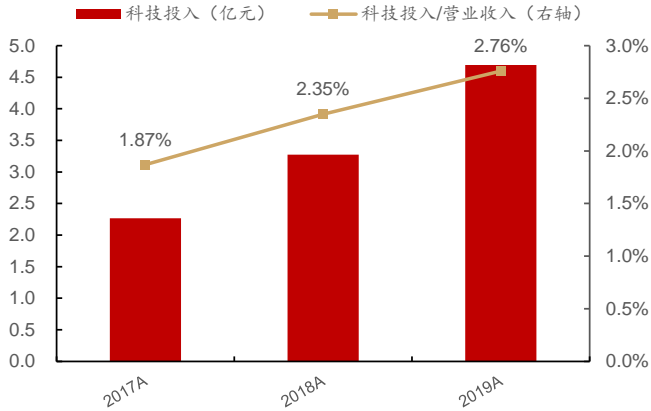
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

2) **数字化转型，打造科技型金融企业。**公司通过加大科技投入推动敏捷转型，科技投入占营收的比例逐年增加，2017-2019 年分别为 1.87%、2.35%、2.76%，且公司信息科技人员占比不断增加。持续资金投入下，公司线上化科技化程度不断提升。2019 年长沙银行致力于 APP “全渠道协同”模式，推动全渠道主要业务功能和客户体验一致化，通过快乐商城+呼啦支付，为用户提供权益、为商户营销赋能。

3) **长银五八消金子公司布局长远。**长银五八消金公司 2017 年成立，由长沙银行联合长沙通程控股、北京城市网邻 (58 同城) 共同发起设立，目前已经实现盈利，且资产规模持续扩增。横向对比来看，长银五八从规模到盈利，均处于消金公司二梯

队的位置。结合今年初发布的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，对互联网贷款业务进行进一步规范，在将所有金融活动纳入统一监管的导向下，未来行业监管趋严，依托银行机构+消费场景的正规持牌消费金融公司受益。

图 53 长沙银行科技投入规模逐年扩增



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 54 长银五八规模快速扩增，同时逐步实现盈利

亿元/%	总资产	净资产	营收	净利润	ROA	ROE
2020A	138.48	12.69	13.68	2.81	2.32%	24.90%
2020H1	123.05	11.08	6.28	1.20	2.11%	22.84%
2019A	103.81	9.88	7.12	2.14	3.18%	35.10%
2019H1	76.13	7.34	2.00	-0.43		
2018A	30.61	2.30	1.07	0.11		
2017A	18.51		0.19	-0.81		

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：ROA、ROE 为期初期末余额均值简单测算，半年度数据已年化

图 55 长银五八消费金融处于消费金融二梯队（最具价值 20 家持牌消费金融公司）

名称	获批筹建	注册地	注册资本 (亿元)	资产规模 (亿元)	品牌价值 (亿元)
1 捷信消费金融	2010-02-12	天津	70	1045.36	74.81
2 招联消费金融	2014-08-28	广东深圳	38.69	926.97	69.41
3 马上消费金融	2014-12-30	重庆	40	548.15	53.62
4 兴业消费金融	2014-10-14	福建泉州	19	373.52	45.46
5 中银消费金融	2010-01-06	上海	15.14	329.02	39.19
6 中邮消费金融	2015-01-06	广东广州	30	306.54	34.04
7 海尔消费金融	2014-12-03	山东青岛	10	102.90	22.46
8 长银消费金融	2016-06-16	陕西西安	10.5	122.62	20.31
9 长银五八消费金融	2016-12-30	湖南长沙	9	103.81	19.20
10 杭银消费金融	2015-07-07	浙江杭州	12.6	156.71	18.70
11 湖北消费金融	2014-12-16	湖北武汉	9.4	88.61	18.29
12 中原消费金融	2016-12-16	河南郑州	20	未披露	17.23
13 锦程消费金融	2010-01-06	四川成都	4.2	73.43	15.72
14 哈银消费金融	2016-11-08	哈尔滨	15	73.88	14.97
15 幸福消费金融	2017-01-18	河北石家庄	6.37	72.28	13.03
16 尚诚消费金融	2016-11-17	上海	10	125.47	12.14
17 北银消费金融	2010-01-06	北京	8.5	63.69	11.05
18 盛银消费金融	2015-11-13	辽宁沈阳	3	33.53	10.49
19 苏宁消费金融	2014-12-11	江苏南京	6	38.50	10.10
20 晋商消费金融	2016-01-04	山西太原	5	65.17	9.34

资料来源：过硬研究院 (<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1682512939955027887&wfr=spider&for=pc>)、华西证券研究所

2.3. 不良认定审慎，资产质量持续做实

较为稳健的资产质量是长沙银行业绩释放的另一保障。

一方面，从湖南省银行业整体资产质量来看，早期湖南省商业银行不良率偏高，在全国省级区划中排名靠后，但是自 2008 年以来经过处置和区域经济好转，整体信贷资产质量持续向好，全省不良率排名回升至中前列，2018 年数据为 1.7%，较 2017 年降 20BP。从宏观角度来看，湖南省工业企业营收和利润在疫情期间保持相对平稳的增速，而工业企业利息保障倍数 2020 年也首次超过全国水平。得益于区域经济向好，以及公司较强的风控能力，长沙银行不良率在省内率先迎来拐点，且近年来持续低于区域。

图 56 湖南省商业银行资产质量整体改善（不良率）

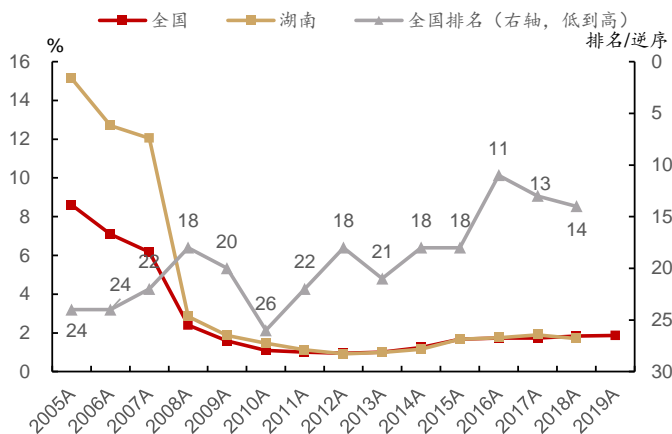
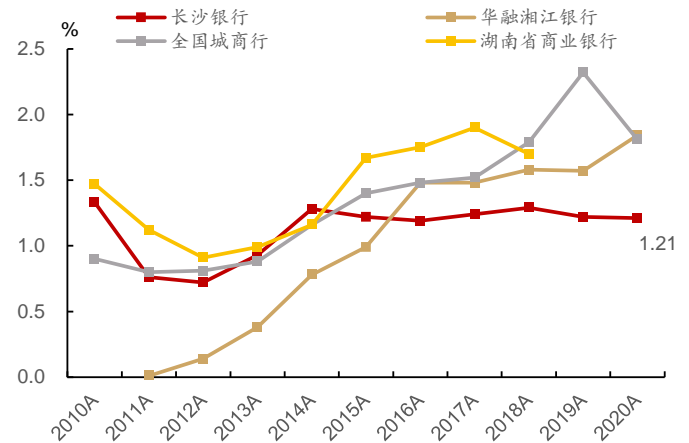


图 57 长沙银行不良率低于区域，整体趋于平稳



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：排名范围为省级区划

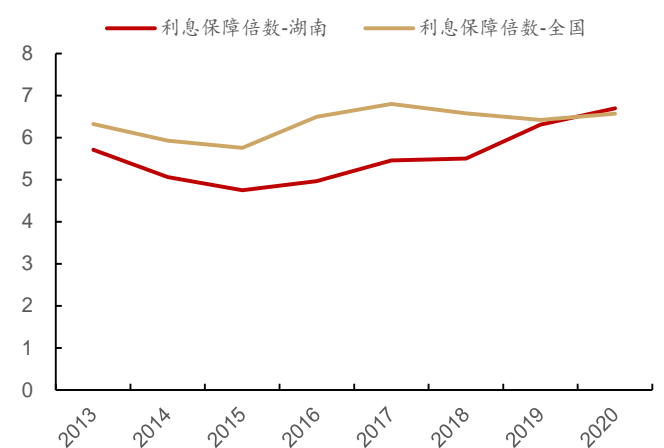
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 58 工业企业营收和利润增速整体平稳



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 59 工业企业利息保障倍数



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：利息保障倍数 = (利润总额 + 财务费用) / 财务费用

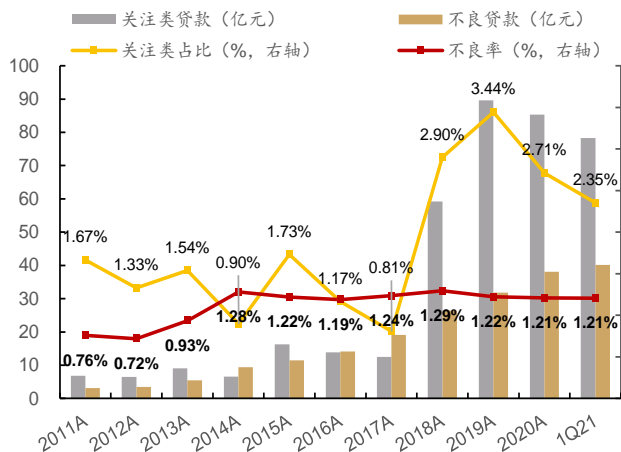
截至 2020 年末，长沙银行不良率 1.21%，同环比分别下降 1BP、2BP，近年来一直保持相对平稳。根据有限的结构数据可以看到，2014 年前后公司不良率的快速上

行主要是零售业务拖累，个人经营贷风险暴露较快是主要原因。但考虑到个人经营性贷款投放比例已经大幅压降，调结构下 2017 年个贷不良率已经降回到对公贷款下方。

先行指标上，2020 年公司关注类贷款实现双降，2020 年占比 2.7%，较年初大幅压降 73BP，但存量相对高于同业，21Q1 进一步压降至 2.4%，2019 年预计是高点；逾期贷款占比 1.65%，较上年末上升 12BP，但是环比中期末高点已经回落 15BP。

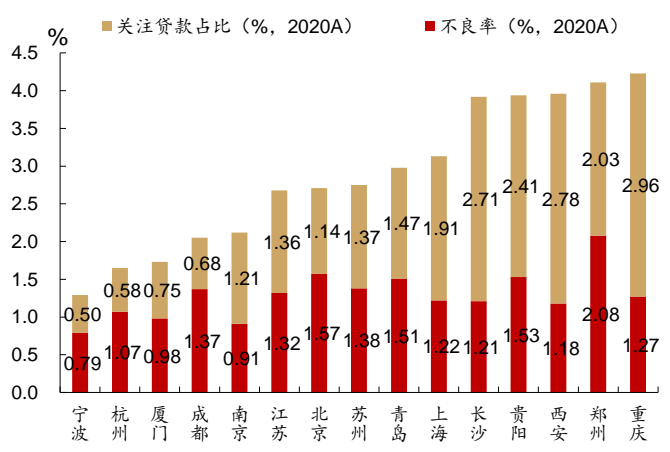
不良认定角度来看，逾期 90+/不良的比例 2020 年为 70.7%，同比有约 8 个百分点的上行，但整体处于同业低位，认定方面比较审慎。同时，公司保持较强的不良处置和拨备计提力度下，拨备覆盖率 292.68%，较年初增加 12.7 个百分点，拨备较为充足。整体公司潜在风险指标向好、不良认定更加审慎、资产质量进一步夯实。

图 60 不良率趋稳，关注类贷款占比高位回落



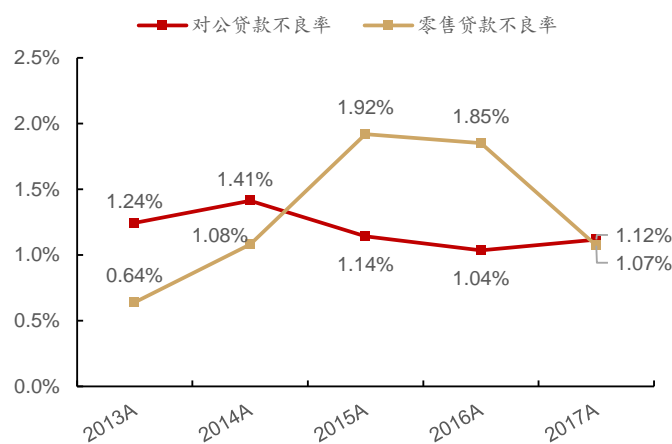
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 61 长沙银行不良率低、关注类贷款占比偏高



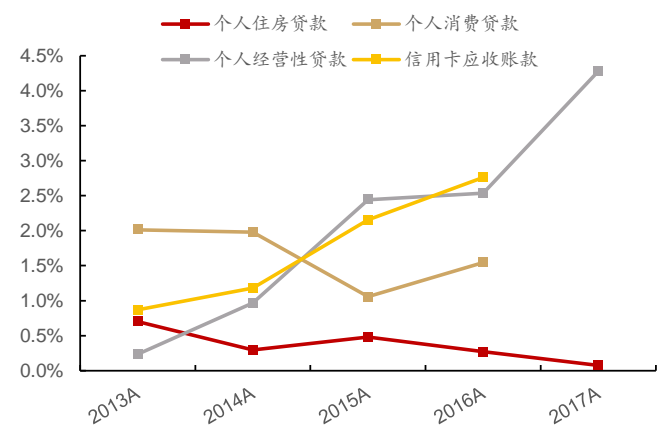
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 62 对公贷款不良率基本平稳，零售贷款不良率 2017 年已有所下行



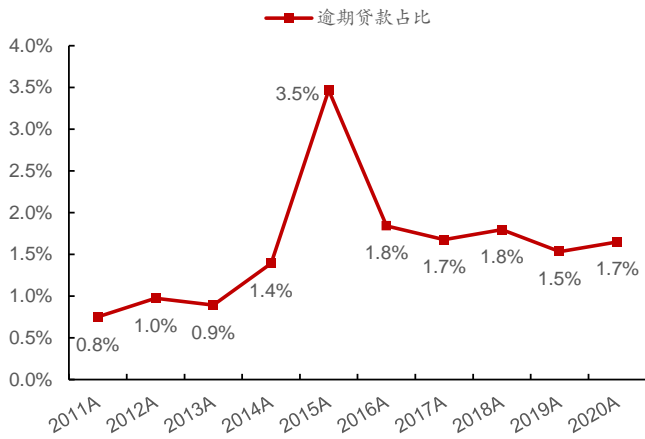
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 63 信用卡和经营贷不良率有所抬升



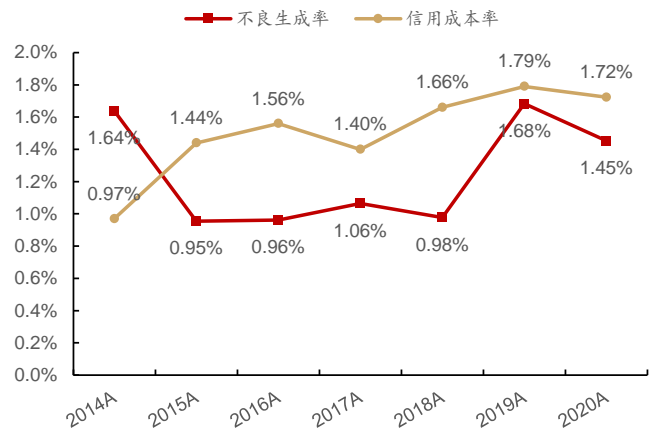
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 64 逾期贷款占比 2016 年触顶后回归常态



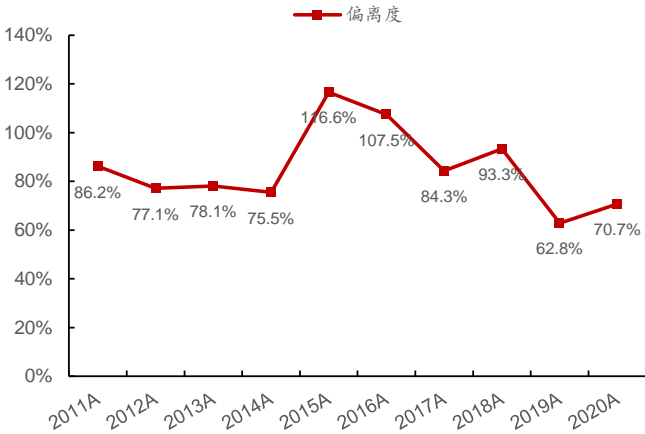
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 65 不良生成率自 2014 年后低于信用成本率，2020 年两者同步下行



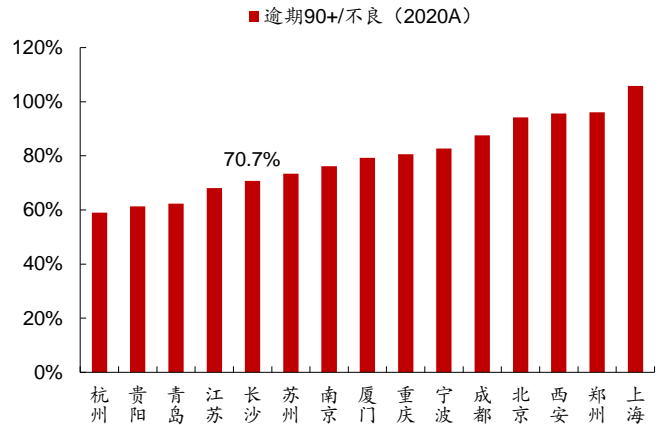
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 66 逾期 90+/不良：不良偏离度回落至相对低位



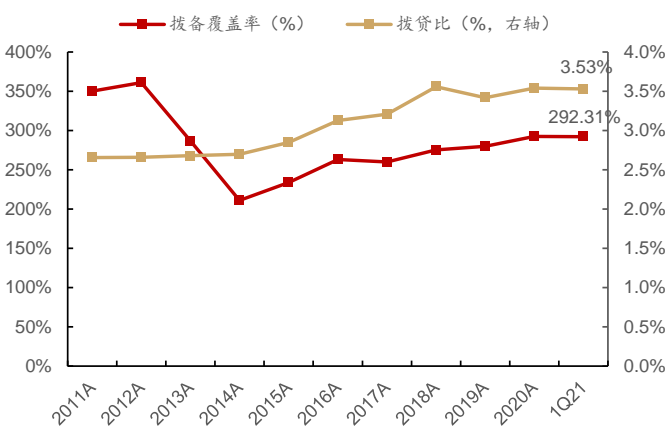
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 67 逾期 90+/不良：认定审慎度居上市城商行前列



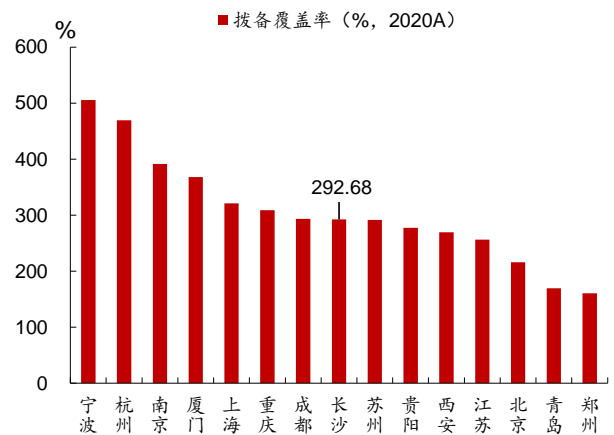
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 68 拨备覆盖率回落后企稳，拨贷比基本保持稳定



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 69 拨覆率居可比同业中游，提供一定安全边际



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

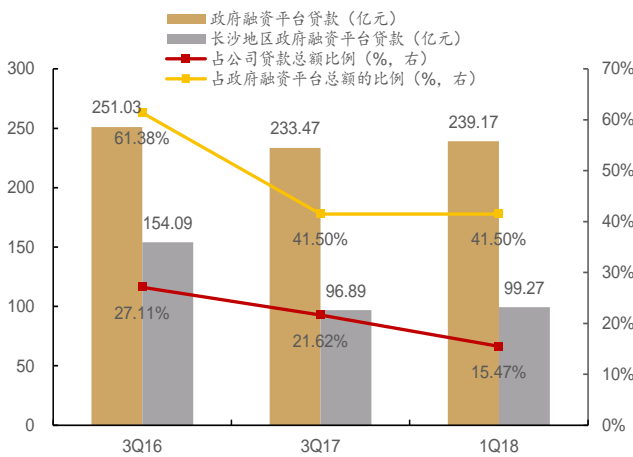
公司资产摆布降低平台债务，重零售和政务类。作为政务金融特色银行，长沙银行的政府融资平台贷款风险是市场关注焦点，但我们认为无须过于担心。

一方面，根据公司《招股说明书》，其政府融资平台贷款规模 2018Q1 已降至 239 亿元，占贷款总额的比例由 2016 年的 27.11% 压降至 15.47%，公司通过资产摆布的调整，重点增配零售和低风险政务类业务。且平台贷款主要用于市政基础设施、土地储备中心和保障性安居工程，占总平台贷款的 83.6%。

另一方面，城投企业作为地方基建的投融资主体，其债务风险与地方政府有很强的相关性。从湖南省整体地方平台风险来看，我们测算的 2019 年各省地方政府债务/GDP 中，湖南省 25.6% 的比例居中游，并且 2016 年这一比例整体下台阶，显性风险逐步化解。同时，公司平台贷款的 41.5% 投放在长沙本地，虽然长株潭地区债务负担明显，但长沙市的财政实力明显优于其他地市，整体湖南省出现大面积平台违约的可能性仍较低。

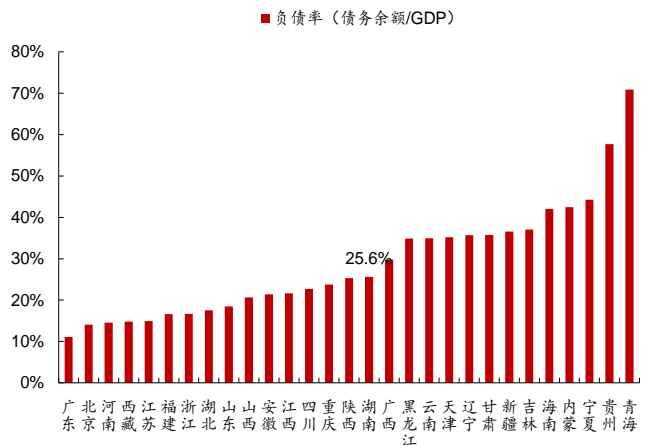
此外，账面来看，公司政府融资平台贷款一直保持零不良，省市县各级政务资源和信息优势保障其资金投放的安全性。

图 70 政府融资平台贷款规模和占比整体压降



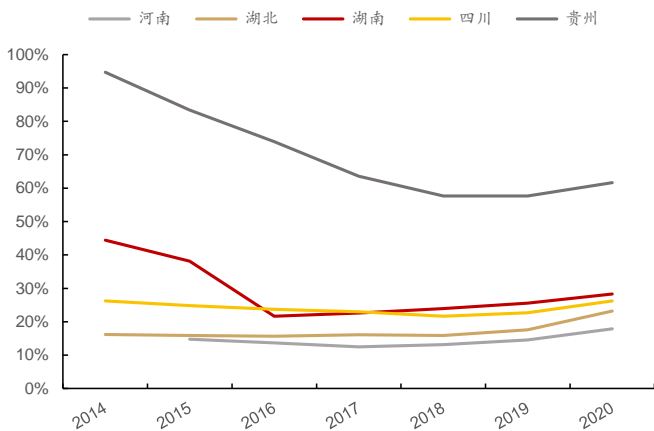
资料来源：招股说明书、华西证券研究所

图 71 湖南政府债务余额/GDP 居各省中游 (2019A)



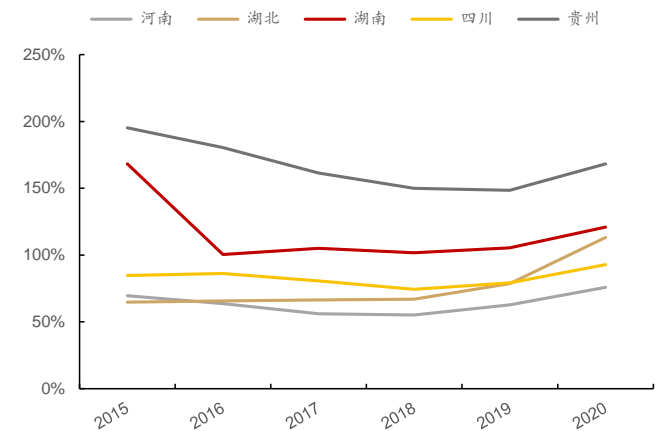
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 72 湖南政府债务余额/GDP 较 2014、2015 年下台阶



资料来源：万得资讯、华西证券研究所

图 73 湖南政府债务余额/综合财力



资料来源：万得资讯、华西证券研究所；注：综合财力=一般公共预算收入+上级转移支付+政府性基金收入

3. 投资建议

综上，长沙银行依托良好的区域经济环境和金融环境，深耕地方资源打下了优秀的根基，各项财务指标也居可比银行前列。在新的公司战略指引下，我们认为长沙银行未来仍具高成长性和高盈利性，主要体现在几个方面：1) 区域经济发展较好，且竞争环境温和，公司是绝对区域龙头，享有更大的发展机遇；2) 依托财政部大股东背景和长期深耕区域经济，形成特有的政务金融业务特色，除了贡献优质资产端项目资源，也助力低成本结算资金留存，此外还带来大量优质客群；3) 战略布局因地制宜，启动零售转型、并逐步过渡到生态银行建设，未来深度下沉县域打开获客空间、生态圈经营提升客户粘性和转化率、以及聚焦财富管理+消费金融+生态银行三大领域，为公司未来的发展打造纵横贯通的根基。

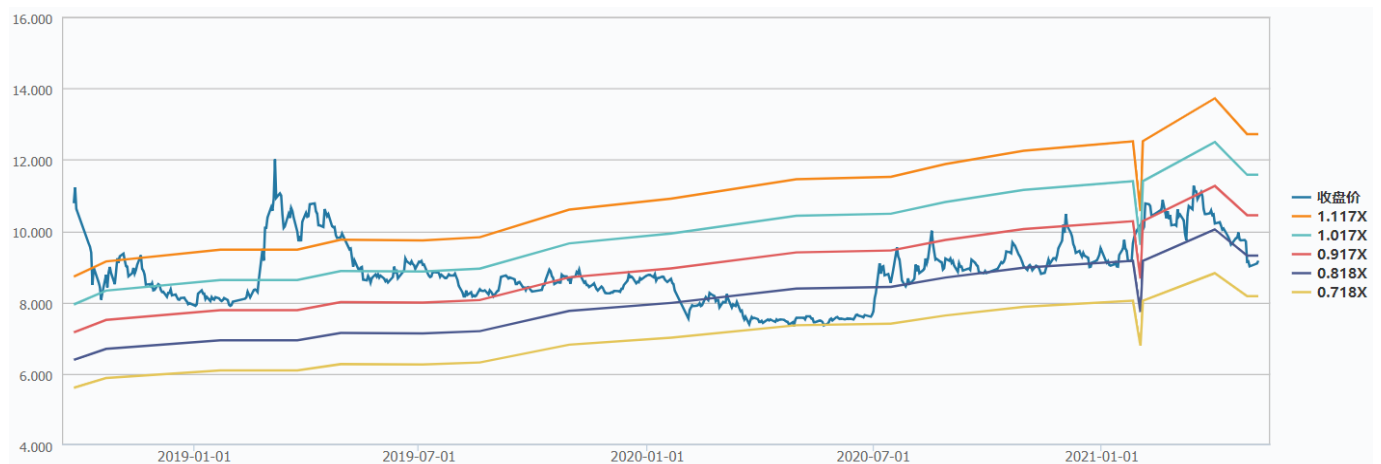
总之，未来一方面依托区域优势和业务布局，公司的资产端投放和负债端增长都有较强的支撑；另一方面，零售转型和生态银行的建设对资产价格和表外业务的发展也将有很强支撑。

盈利预测方面，我们主要假设：

- 1) 息差：2021 年伴随宽货币政策的边际退出以及公司零售转型战略推进，息差有望企稳回升；
- 2) 生息资产规模：2021 年资产规模整体保持 15%左右的增速；
- 3) 信用成本：公司资产质量整体平稳，2020 年减值同比小幅多提但信用成本下行，伴随存量风险持续出清下资产质量向好，后续信用成本将延续下行。

基于上述假设，我们预计 2021-2023 年公司的营业收入分别为 193.71 亿元、214.38 亿元、246.13 亿元，同比增长 7.5%、10.7%、14.8%；归母净利润分别为 59.48 亿元、67.97 亿元、79.86 亿元，同比增长 11.4%、14.3%、17.5%。公司目前股价对应 2021-2023 年 PB 分别为 0.73 倍、0.66 倍、0.58 倍，目前静态 PB 处于 0.8 倍左右，考虑到公司区域竞争优势和未来零售转型赋予的较高成长性，首次覆盖我们给予公司“买入”评级。

图 74 长沙银行 PB-Bands：处于历史相对低位



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 75 上市城商行 PB (LF) 对比：长沙银行 PB 低于行业均值（截至 5 月 9 日）

证券代码	证券简称	市净率PB(LF)
002142.SZ	宁波银行	2.38
600926.SH	杭州银行	1.52
601187.SH	厦门银行	1.20
601838.SH	成都银行	1.11
002948.SZ	青岛银行	0.97
601009.SH	南京银行	0.93
600928.SH	西安银行	0.84
002966.SZ	苏州银行	0.81
601577.SH	长沙银行	0.81
600919.SH	江苏银行	0.75
002936.SZ	郑州银行	0.73
601229.SH	上海银行	0.67
601997.SH	贵阳银行	0.65
601169.SH	北京银行	0.49
城商行PB均值		0.99

资料来源：万得资讯、华西证券研究所

4. 风险提示

1) **区域经济修复缓慢，信贷投放和资产增速不及预期的风险。**城商行与区域经济深度绑定，若湖南省受疫情影响或产业结构调整下，经济增速和社融需求修复不及预期，或影响公司信贷投放和资产扩增。

2) **结构性风险暴露，公司信用成本继续大幅提升的风险。**银行资产质量受到整体宏观经济发展增速和质量的影响，若宏观经济出现超预期下滑或者结构性风险，将影响银行不良资产的处置和回收，从而影响行业利润增速。

3) **行业监管趋严超预期。**近年来，金融监管的广度和深度不断强化，若整体监管趋势或者在某领域监管趋严超预期，可能对行业规模及收入造成不利影响。

4) **市场下跌出现系统性风险。**银行股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关，若市场行情出现系统性风险，可能带动行业股价下跌。

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。