

证券研究报告—深度报告

金融

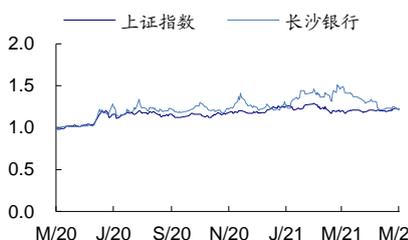
银行

长沙银行(601577)
买入

合理估值: 12~16 元 昨收盘: 9.03 元 (首次评级)

2021年05月24日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	4,022/995
总市值/流通(百万元)	36,315/8,988
上证综指/深圳成指	3,487/14,417
12个月最高/最低(元)	11.34/7.58

证券分析师: 田维韦

 电话: 021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030002

证券分析师: 王剑

 电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

 电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

高成长高息差的优质城商行

● 区域经济增长强劲, 长沙银行份额持续提升

省市两级经济良好发展前景为长沙银行提供广阔的市场空间。2020年湖南省GDP总量居全国第9位, 长沙市GDP居全国大中城市第15位, 湖南省和长沙市GDP增速、固定资产投资增速多年来持续高于全国水平。同时, 长沙银行持续提升经营能力, 在湖南省的存贷款市场份额持续提升, 公司规模持续高增, 2020年末总资产规模在中西部上市城商行中位列第一。

● 政务金融优势维持, 大零售转型成效明显

公司政务金融业务优势明显, 带来了大量的低成本存款和优质政府项目。公司基建类贷款持续高增, 2020年末占比贷总额比重达39%。近年来公司积极拓展大零售业务, 依托长沙市经济消费活力、公司客群和品牌优势, 大零售转型成效明显。2020年末零售贷款占贷款总额的41%, 个人存款占存款总额的38%, 大零售已成为增长新动能。

● 财务分析: 高成长高盈利

公司ROE位列上市城商行前列, 主要受益于较高的权益乘数以及净利息收入的贡献。公司2016年以来总资产和贷款总额年均复合增速位列上市城商行首位, 多举措补充资本, 资本充足率当前处在较高水平。公司深耕本地中小微企业, 零售贷款比重近年来持续提升, 贷款收益率位列上市城商行首位, 同时受益于高比例的低成本存款, 净息差处在高位。公司资产质量管控严格, 不良率稳定且表现较好, 关注率由于认定口径趋严处在较高水平, 但整体风险可控。公司拨备计提充足, 2021年3月末拨备覆盖率为292%。

● 投资建议

公司高盈利高成长属性明确, 根据绝对估值和相对估值法, 公司合理估值区间为12~16元, 对应2021年PB为1.0~1.3x, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

经济复苏不及预期会对净息差和资产质量带来较大冲击, 详见正文。

盈利预测和财务指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,590	12,725	14,815	17,122	19,446
(+/-%)	20.1%	9.8%	16.4%	15.6%	13.6%
净利润(百万元)	4,654	5,556	5,721	6,540	7,419
(+/-%)	18.9%	19.4%	3.0%	14.3%	13.4%
摊薄每股收益(元)	1.29	1.54	1.58	1.81	2.05
EBIT Margin	0.99%	1.05%	0.93%	0.90%	0.89%
净资产收益率(ROE)	16.23%	16.7%	15.2%	15.5%	15.6%
市盈率(PE)	8.3	6.9	6.7	5.9	5.2
P/PPoP	4.5	4.2	3.6	3.1	2.7
市净率(PB)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

估值与投资建议.....	5
绝对估值.....	5
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值.....	6
投资建议.....	7
长沙银行基本情况.....	8
长沙市经济强劲，公司份额持续提升.....	9
省市两级经济增长强劲，公司发展空间广阔.....	9
长沙银行在湖南省份额持续提升，竞争优势明显.....	11
业务特色和发展战略.....	13
政务金融优势明显，沉淀大量低成本存款.....	13
大零售转型大有可为.....	15
财务分析：高成长高息差成就高盈利.....	18
盈利能力位列上市城商行前列.....	18
净息差高位，资产负债优势都比较明显.....	19
规模保持较快扩张，多举措补充资本.....	21
资产质量管控严格，拨备充足.....	22
盈利预测.....	24
假设前提.....	24
未来三年盈利预测.....	25
盈利预测的敏感性分析.....	25
风险提示.....	25
附表：财务预测与估值.....	28
国信证券投资评级.....	29
分析师承诺.....	29
风险提示.....	29
证券投资咨询业务的说明.....	29

图表目录

图 1: 长沙银行资产规模位列中西部上市城商行首位.....	8
图 2: 长沙银行信贷区域结构	8
图 3: 湖南省 GDP 总量居全国第 9.....	10
图 4: 长沙市 GDP 位列全国大中城市第 15 位.....	10
图 5: 长沙市固定资产投资增速持续高于全国	11
图 6: 湖南省贷款增速高于全国贷款增速	11
图 7: 长沙银行总资产是华融湘江银行的 1.7 倍	12
图 8: 长沙银行存贷款在湖南省的份额持续提升	12
图 9: 长沙银行贷款余额在湖南省仅低于部分大行	13
图 10: 长沙银行存款余额在湖南省仅低于部分大行	13
图 11: 长沙存款占负债比重处在较高水平.....	13
图 12: 长沙银行低存款成本优势明显	14
图 13: 长沙银行公司活期存款比重在高位.....	14
图 14: 2020 年末对公贷款投向	15
图 15: 长沙银行基建类贷款增速高于对公贷款增速	15
图 16: 长沙银行个人贷款占贷款总额比重持续提升	16
图 17: 长沙银行个人存款占存款总额比重持续提升	16
图 18: 长沙银行零售客户 AUM 持续增长.....	16
图 19: 长沙银行县域覆盖率及农村金融服务站情况	17
图 20: 长沙市城镇居民可支配收入增速较高	17
图 21: 长沙市居民消费支出结构.....	17
图 22: 长沙银行 ROE 稳定在较高水平	18
图 23: 长沙银行 ROE 稳定在较高水平	19
图 24: 长沙银行净息差水平	20
图 25: 长沙银行净息差在上市银行中处于高位.....	20
图 26: 2020 年长沙银行贷款收益率位列上市城商行首位.....	21
图 27: 长沙银行信贷投向小微企业比重较高.....	21
图 28: 长沙银行过去五年持续高增长	22
图 29: 长沙银行资本充足率	22
图 30: 公司不良率稳定, 关注率较高.....	23
图 31: 长沙银行关注率在上市城商行中处于较高水平.....	23
图 32: 长沙银行“不良余额/逾期 90 天以上贷款”比值处于高位	24
图 33: 长沙银行拨备覆盖率在上市城商行中处于中位.....	24
表 1: DDM 模型相关参数 (单位: 百万元)	6
表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	6
表 3: 上市银行估值比较.....	7
表 4: 长沙银行 2020 年末披露前十大股东	9
表 5: 长沙银行管理层情况.....	9
表 6: 上市银行 2019 年 ROE 杜邦分析	19

表 7: 盈利预测结果	25
表 8: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析	25
表 9: 估值表.....	27

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

- 区域经济优势明显，为长沙银行发展提供广阔的市场空间。长沙银行作为湖南省本土最大的法人机构，受益于省市两级经济的深厚发展根基和良好发展前景，近年来保持了持续高增。2020年湖南省GDP总量居全国第9位，长沙市GDP居全国大中城市第15位，湖南省和长沙市GDP增速、固定资产投资增速多年来持续高于全国水平。
- 长沙市消费活力强，公司大零售转型大有可为。长沙居民人均可支配收入增速持续高于全国水平，同时长沙房价收入比居于省会城市低位，文娱业发达，当地消费活力强，为银行零售转型带来机遇。长沙银行始终坚持大零售战略转型，依托在湖南市场的网络、客群和品牌优势，公司大零售业务转型效果显著。2020年末公司个人贷款规模为1294亿元，占贷款总额41.1%，较2016年末提升了18.8个百分点，个人存款规模为1732亿元，占存款总额的比重为38.0%，较2016年末提升了13.7个百分点。2020年末长沙银行个人业务存贷比为74.7%，反映了长沙银行零售业务在资产负债两端同时发力，且成效都较为显著。零售业务逐步成为长沙银行新的增长引擎，公司业绩和成长性都将更加稳定。
- 长沙银行实现了高盈利高成长。2016年以来公司总资产和贷款总额年均复合增速位列上市城商行首位，2020年末总资产规模在中西部上市城商行中位列第一。公司深耕本地中小微企业，零售贷款比重近年来持续提升，贷款收益率位列上市城商行首位，同时受益于高比例的低成本存款，净息差处在高位。公司资产质量管控严格，不良率稳定且表现较好，关注率由于认定口径趋严处在较高水平，但整体风险可控。公司拨备计提充足，2021年3月末拨备覆盖率为292%。

我们使用三阶段DDM估值，以未来三年作为短期（第一阶段，具体盈利预测请见下表及后文），接下来10年作为中期（第二阶段），之后作为永续期（第三阶段）。在前述分析的基础上来设定估值假设：

- 我们假设折现率为10%，主要是考虑到全市场长期回报率可能维持在这一水平附近。比如美国标普500指数1927年以来的长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为10.7%，道琼斯工业指数平均为10.6%；国内上证综指长期回报率（假设分红再投资于该指数）平均为6.0%，深证综指平均为11.2%，这两个数字平均为8.6%；
- 假设银行业长期平均ROE亦为10%，长期利润增长率为5%。对于ROE的假设主要是考虑到银行业作为竞争较为充分的行业，在准入退出机制有效运作的情况下，供需平衡将导致行业投资回报率向全市场平均水平收敛；长期利润增长率则假设与名义GDP增速近似，我们进一步假设长期名义GDP增速在5%左右（作为一个参考，美国1929-2017年的名义GDP复合增长率是6.1%，1999-2017是3.9%）；
- 长沙银行多年深耕当地，对公业务发展较好，近年来大零售转型成效明显，有望提升其长期ROE。但考虑到当前长沙银行所具备的优势在较大程度上依赖于当地经济发展与股东平台资源，其盈利能力将较大程度上受到政策冲击影响，我们审慎估计长沙银行第二、三阶段ROE将略高于行业平均

水平，分别假设为 11.9%、11.0%。其中第二和第三阶段 ROE 下降主要是长远来看，伴随我国经济周期，我国利率中枢也降下台阶，我国银行净息差将有所下降。

按以上主要假设条件，得到公司的合理价值区间为 12.1~16.1 元。

表 1: DDM 模型相关参数 (单位: 百万元)

	第一阶段				第二阶段	永续期
	2020A	2021E	2022E	2023E	(2024-2033)	
净息差	2.32%	2.31%	2.34%	2.37%	2.18%	1.98%
非息收入占比	17%	15%	14%	13%	15%	20%
营业成本/营业收入	31%	31%	31%	31%	31%	31%
资产减值损失/总资产	0.81%	0.77%	0.79%	0.81%	0.82%	0.83%
所得税率	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%	17.8%
生息资产/总资产	99%	99%	99%	99%	99%	99%
权益乘数	14.8	15.3	16.7	17.3	15.5	15.5
股利支付率	24.1%	24%	24%	24%	24%	35%
ROA	0.85%	0.85%	0.84%	0.83%	0.77%	0.71%
ROE	11.9%	14.0%	15.1%	15.4%	11.9%	11.0%
净利润增速	5.1%	16.6%	15.8%	14.2%	9.0%	7.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 2: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

	折现率	折现率								
		9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%
永续增 长率	9.0%	58.8	30.3	20.8	16.0	13.1	11.2	9.8	8.7	7.9
	8.5%	38.8	26.2	19.8	16.0	13.5	11.7	10.3	9.2	8.4
	8.0%	32.1	24.1	19.3	16.1	13.8	12.1	10.7	9.7	8.8
	7.5%	28.8	22.8	18.9	16.1	14.0	12.3	11.1	10.0	9.1
	7.0%	26.8	22.0	18.6	16.1	14.1	12.6	11.3	10.3	9.4
	6.5%	25.4	21.4	18.4	16.1	14.3	12.8	11.5	10.5	9.6
	6.0%	24.5	21.0	18.3	16.1	14.4	12.9	11.7	10.7	9.8

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值

我们将全部上市银行放在一起，综合比较各公司当前 PB 以及 ROE，我们认为长沙银行高成长优势尚未充分反映在估值中，我们认为给予其 1.0~1.2x 动态 PB 是合理的，对应 2021 年的合理价格区间为 12.6~15.1 元。

表 3: 上市银行估值比较

收盘日:	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
601398.SH	工商银行	5.17	11.8%	11.7%	11.8%	1.2%	7.2%	10.3%	0.69	0.64	0.58	6.1	5.7	5.1
601939.SH	建设银行	6.87	12.1%	12.0%	12.0%	1.6%	6.6%	9.2%	0.76	0.70	0.64	6.5	6.1	5.5
601288.SH	农业银行	3.24	11.3%	11.2%	11.4%	1.8%	6.3%	9.7%	0.60	0.56	0.51	5.5	5.2	4.7
601988.SH	中国银行	3.28	10.5%	10.9%	11.2%	2.9%	9.9%	10.8%	0.55	0.51	0.47	5.3	4.8	4.3
601328.SH	交通银行	4.87	10.4%	10.8%	10.9%	1.3%	10.5%	9.3%	0.49	0.46	0.42	4.9	4.4	4.0
601658.SH	邮储银行	5.16	11.8%	11.8%	12.1%	5.4%	11.4%	13.5%	0.88	0.76	0.70	7.7	6.9	6.1
600036.SH	招商银行	54.11	15.7%	16.3%	16.6%	4.8%	15.8%	14.5%	2.13	1.90	1.68	14.3	12.3	10.7
601166.SH	兴业银行	21.41	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.84	0.76	0.69	6.9	6.4	5.7
600000.SH	浦发银行	10.09	10.8%	10.7%	10.7%	-1.0%	6.0%	8.4%	0.56	0.52	0.48	5.4	5.0	4.6
601998.SH	中信银行	5.26	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.55	0.51	0.47	5.7	5.3	4.9
000001.SZ	平安银行	23.49	9.6%	10.3%	10.9%	2.6%	14.6%	16.3%	1.55	1.42	1.28	16.7	14.5	12.4
601818.SH	光大银行	3.82	10.9%	10.9%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.59	0.55	0.51	5.8	5.3	4.7
600015.SH	华夏银行	6.44	12.7%	12.6%	12.2%	-2.9%	9.7%	10.2%	0.45	0.40	0.36	3.7	3.4	3.1
601169.SH	北京银行	4.89	10.4%	10.6%	11.4%	7.2%	0.2%	14.5%	0.55	0.51	0.47	5.4	5.0	4.3
601009.SH	南京银行	9.85	14.3%	13.9%	13.9%	5.2%	11.4%	10.7%	1.02	0.92	0.83	7.8	7.0	6.3
002142.SZ	宁波银行	42.30	14.6%	15.0%	15.8%	9.7%	15.6%	19.0%	2.45	2.17	1.91	18.0	15.4	12.9
600919.SH	江苏银行	7.38	13.1%	13.3%	14.3%	3.1%	22.1%	20.2%	0.81	0.73	0.66	7.0	5.8	4.8
600926.SH	杭州银行	16.46	11.2%	12.0%	13.2%	8.1%	19.6%	19.4%	1.53	1.40	1.27	14.8	12.2	10.1
601838.SH	成都银行	12.68	15.5%	16.9%	17.7%	8.5%	19.5%	20.1%	1.14	1.01	0.88	7.6	6.4	5.3
601577.SH	长沙银行	9.03	11.9%	14.0%	15.1%	5.1%	16.6%	15.8%	0.81	0.72	0.64	6.2	5.2	4.5
603323.SH	苏农银行	4.50	8.1%	8.4%	8.7%	4.2%	8.5%	10.7%	0.68	0.64	0.60	8.5	7.9	7.1
002839.SZ	张家港行	5.55	8.5%	9.3%	10.1%	4.9%	14.1%	14.6%	0.93	0.87	0.81	11.0	9.5	8.2
601128.SH	常熟银行	7.14	10.5%	11.5%	12.8%	1.0%	18.8%	23.1%	1.09	1.00	0.91	10.8	9.1	7.4
平均			11.7%	12.0%	12.5%	3.4%	11.6%	13.6%	0.96	0.87	0.78	8.4	7.4	6.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

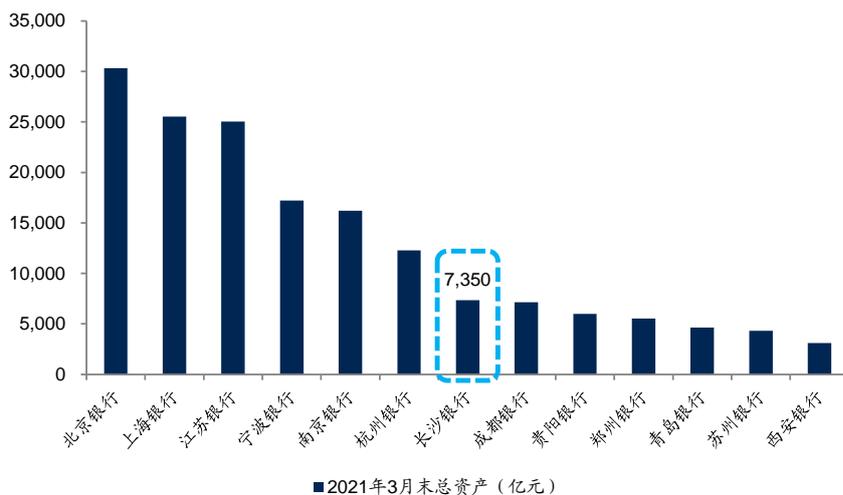
投资建议

综合上述绝对估值和相对估值法, 公司股票合理价值在 12.1~16.1 元之间, 对应 2021 年动态 PB 为 1.0~1.3x。我们认为依托于湖南省和长沙市经济的强劲增长及消费活力, 公司未来规模仍能保持较高增长。同时, 公司大零售业务贡献持续提升, 成为新的增长点, 业绩稳定性和成长性都将有所增强。考虑到当前公司估值处于较低水平, 首次覆盖给予“买入”评级。

长沙银行基本情况

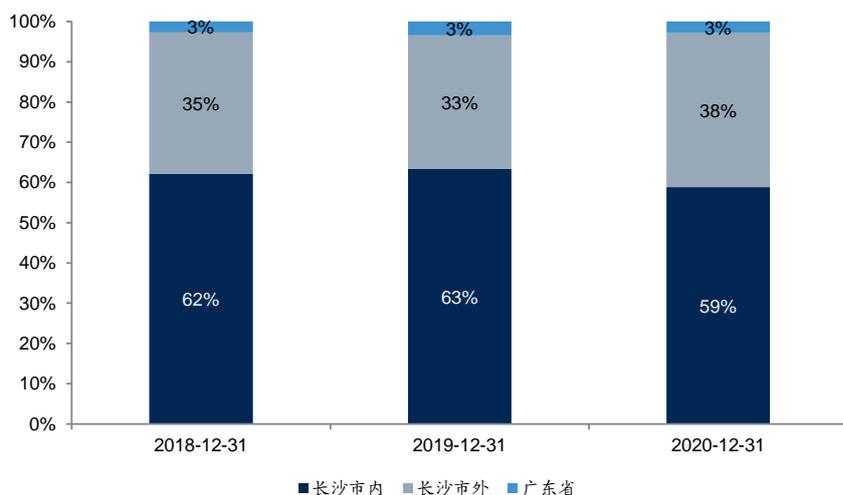
长沙银行成立于 1997 年 5 月，是湖南最大的法人金融企业。近年来长沙银行资产规模持续高速增长高增，2021 年 3 月末长沙银行总资产达 7350 亿元，规模位列中西部上市城商行首位，但不及东部上市城商行。公司深耕湖南区域，尤其注重长沙区域，2020 年末信贷余额中长沙区域占 58.9%，长沙市外湖南区域占 38.3%，广东省占 2.8%。

图 1：长沙银行资产规模位列中西部上市城商行首位



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理。注明：上市城商行不包括 2020 年新上市的厦门银行，下同。

图 2：长沙银行信贷区域结构



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

长沙银行股权结构以国有资本为主导，2020 年末长沙银行的最大股东为长沙市财政局（19.77%）。长沙银行管理层稳定，现任董事长朱玉国之前曾担任长沙银行行长，有利于实现业务的连贯性，且战略执行能力较强，熟悉公司情况，能够更好地根据自身调整公司策略。

表 4: 长沙银行 2020 年末披露前十大股东

股东名称	期末持股数量 (万股)	持股比例	股东性质
长沙市财政局	67,641	19.77%	国家
湖南新华联建设工程有限公司	28,943	8.46%	境内非国有法人
湖南省通信产业服务有限公司	26,381	7.71%	国有法人
湖南友谊阿波罗商业股份有限公司	22,864	6.68%	境内非国有法人
湖南兴业投资有限公司	22,000	6.43%	境内非国有法人
湖南三力信息技术有限公司	17,626	5.15%	国有法人
长沙房产 (集团) 有限公司	16,994	4.97%	国有法人
长沙通程实业 (集团) 有限公司	15,411	4.50%	境内非国有法人
长沙通程控股股份有限公司	12,332	3.60%	境内非国有法人
湖南兴湘投资控股集团有限公司	6,218	1.82%	国有法人

资料来源: 长沙银行年报, 国信证券经济研究所整理

表 5: 长沙银行管理层情况

姓名	职务	主要工作经历
朱玉国	董事长	曾供职于工商银行司门口支行、长沙市分行, 曾任长沙银行副行长、行长。
赵小中	行长	曾任长沙市华夏城市信用社法定代表人, 长沙银行华夏支行行长, 长沙银行华龙支行行长、长沙银行副行长。
伍杰平	副行长	曾任中国人民银行长沙分行科长, 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兼党支部书记。
王铸铭	副行长	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, 长沙银行市场营销部总经理、行长助理、副行长。
胡燕军	副行长	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兼董事会办公室主任、董事。
张曼	副行长	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, 湖南长银五八消费金融股份有限公司筹备办公室主任。
杨敏佳	董事会秘书	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、长沙银行东城支行行长

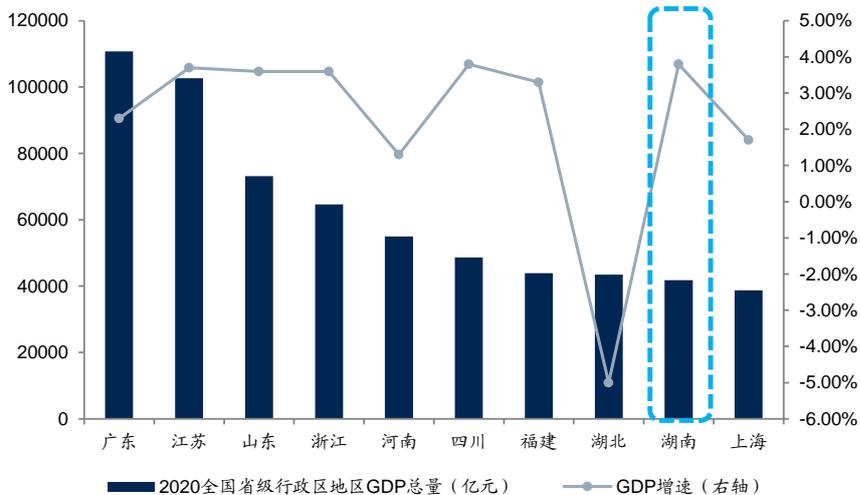
资料来源: 长沙银行年报, 国信证券经济研究所整理

长沙市经济强劲, 公司份额持续提升

省市两级经济增长强劲, 公司发展空间广阔

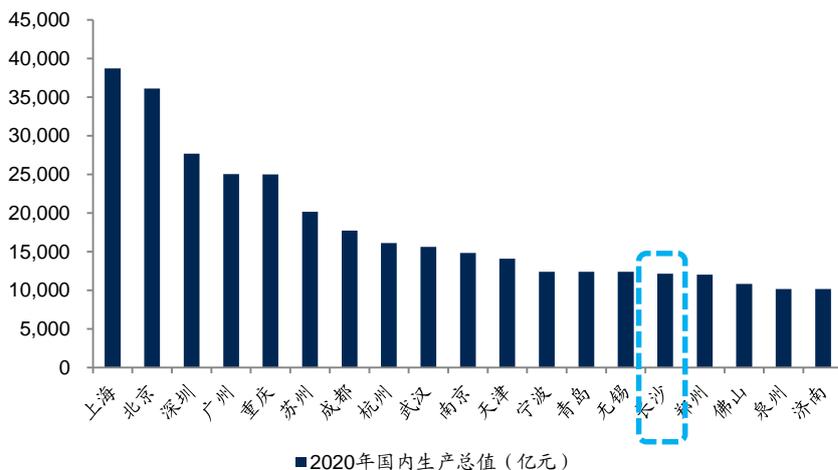
省市两级经济的深厚发展根基和良好发展前景, 为长沙银行发展提供广阔的市场空间。2020 年湖南省实现生产总值 4.2 万亿元, 同比增长 3.8%, 经济总量居全国第九, 居民人均可支配收入达 2.94 万元, 同比增长 6.1%, 常住人口 6918 万人。长沙银行总部所在地长沙市主要经济指标总量和增速继续走在全国大中城市前列, 2020 年长沙市实现地区生产总值 1.2 万亿元, 同比增长 4.0%, 总量居全国大中城市第 15 位, 增速高于全国平均水平 1.7 个百分点。

图 3：湖南省 GDP 总量居全国第 9



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

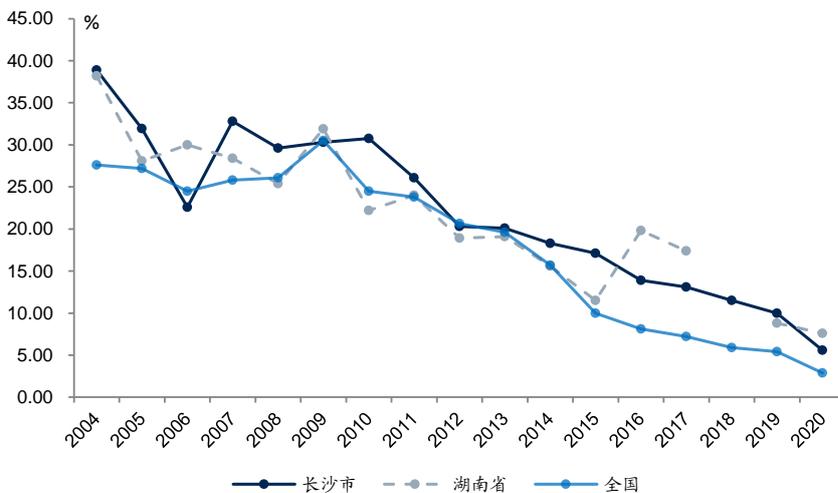
图 4：长沙市 GDP 位列全国大中城市第 15 位



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

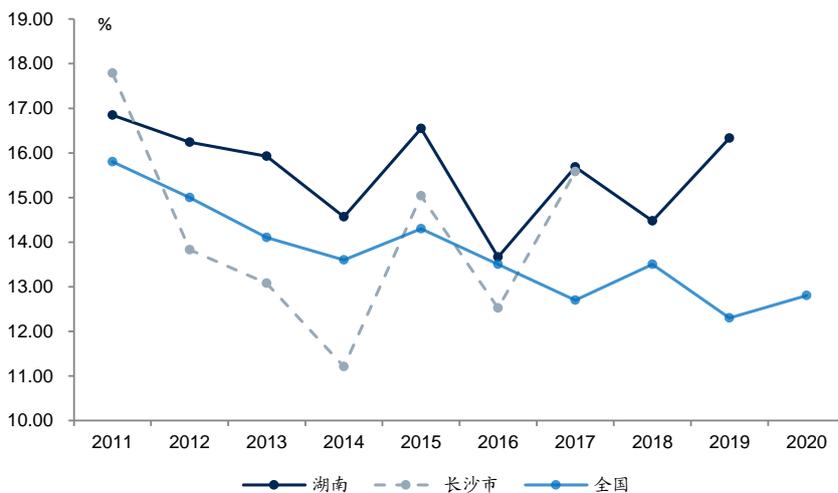
湖南省和长沙市固定资产投资增速长期以来持续高于全国水平，湖南省贷款增速也持续高于全国水平。长沙银行作为本土最大的城商行，和省市政府都建立了深度合作关系，充分受益于当地固定资产投资的较快增长，这也体现了公司基建类信贷比重较高且维持了较快增长。

图 5: 长沙市固定资产投资增速持续高于全国



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 6: 湖南省贷款增速高于全国贷款增速

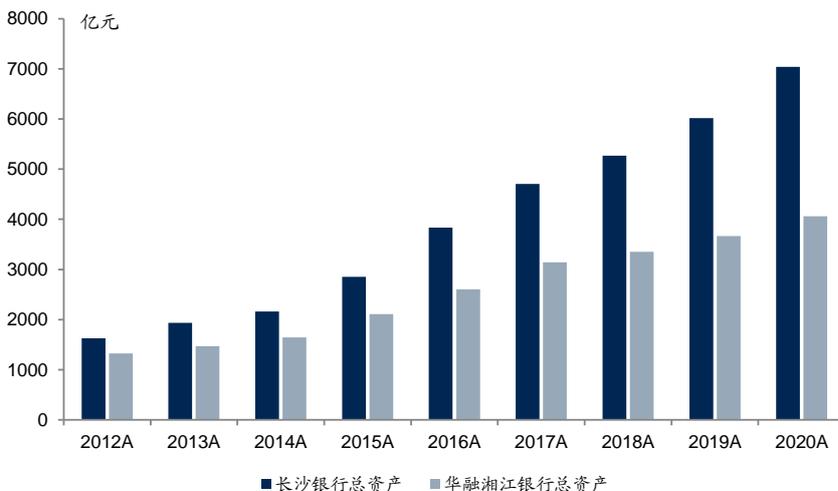


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

长沙银行在湖南省份额持续提升，竞争优势明显

目前湖南省本土城商行主要有长沙银行和华融湘江银行，另外 2016 年成立了民营银行湖南三湘银行。华融湘江银行成立于 2010 年，是原衡阳市商业银行、株洲市商业银行、湘潭市商业银行、岳阳市商业银行和邵阳市城市信用社改革重组建立起来的。综合来看，长沙银行在省内具备更好的发展资源和经营能力，2012 年以来长沙银行发展势头明显好于华融湘江银行，2020 年末长沙银行总资产为 7042 亿元，是华融湘江银行的 1.7 倍，两者体量存在较大差距。

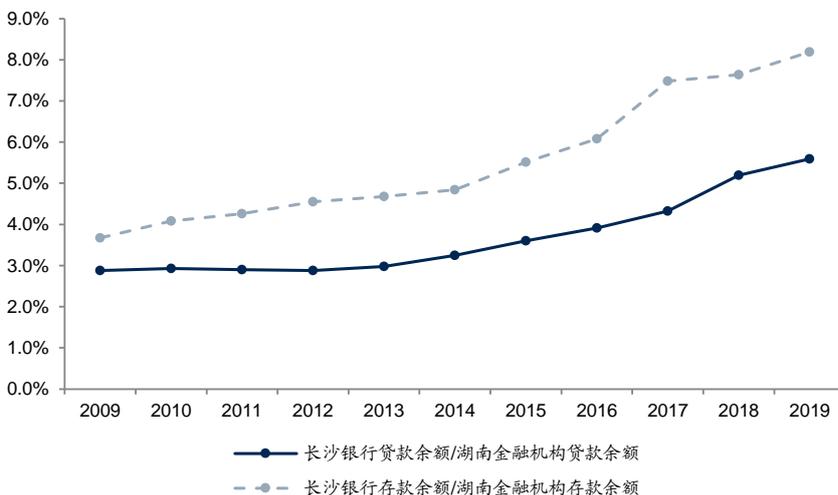
图 7：长沙银行总资产是华融湘江银行的 1.7 倍



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

近年来长沙银行在湖南省的存贷款市场份额持续提升，2019 年末长沙银行贷款占湖南省贷款余额的比重为 5.6%，存款余额占湖南省存款余额的比重为 8.2%，较 2009 年末分别提升了 2.7 个和 4.5 个百分点。2019 年末长沙银行在湖南省内贷款余额为 2371 亿元，仅低于四大行和开发银行，存款余额为 4311 亿元，仅低于建设银行、农业银行、邮储银行和工商银行。这反应了长沙银行一方面充分受益于省市两级经济的强劲增长，另一方面公司持续提升自身的经营能力抢占更高的市场份额，公司竞争优势明显。

图 8：长沙银行存贷款在湖南省的份额持续提升



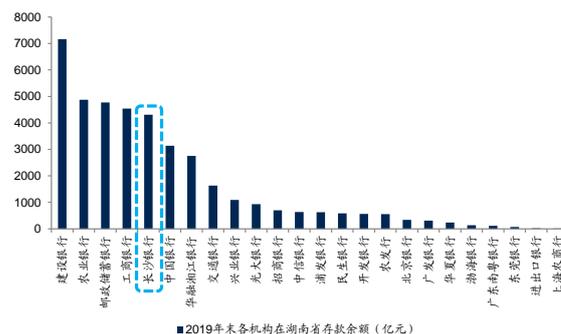
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 9：长沙银行贷款余额在湖南省仅低于部分大行



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 10：长沙银行存款余额在湖南省仅低于部分大行



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

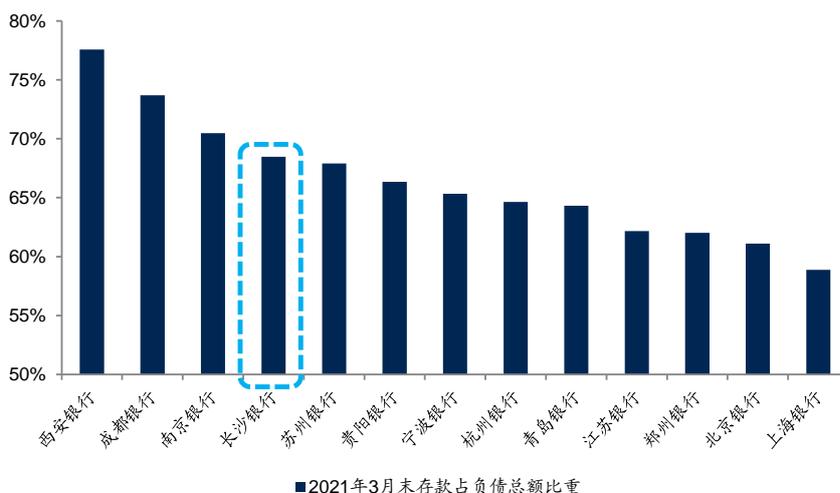
业务特色和发展战略

政务金融优势明显，沉淀大量低成本存款

公司是长沙地区政务代理合作银行，政务金融业务是公司的优势之一。公司与湖南省政府机构及公共事业机构建立了深度合作关系，已建立了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体政务营销体系。根据公司招股说明书披露，截至 2018 年 3 月末，公司向湖南省内 8055 个（账户数）政府机构及公共事业客户提供存款服务，上述政府及公共事业客户的存款总额为 973 亿元，占公司客户存款总额的 28.25%。公司向湖南省内 126 家省级预算单位、194 家市级预算单位和 426 家区县级预算单位提供国库授权支付业务。

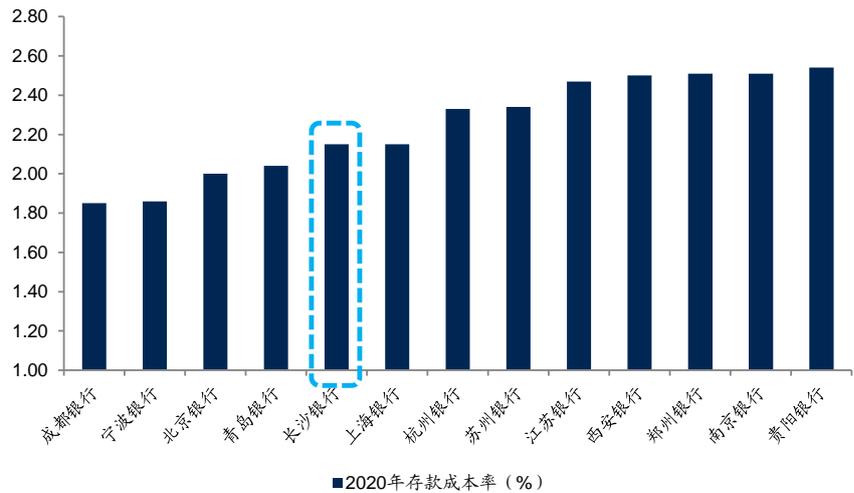
政务金融优势给长沙银行带来了大量的低成本存款和优质的政府项目。2020 年末长沙银行对公活期存款占存款总额的比重为 35.5%，近年来随着个人业务的快速发展，对公活期存款占比有所下降但仍维持在较高水平。2020 年长沙银行存款成本率为 2.15%，在上市城商行中处于较低水平。

图 11：长沙存款占负债比重处在较高水平



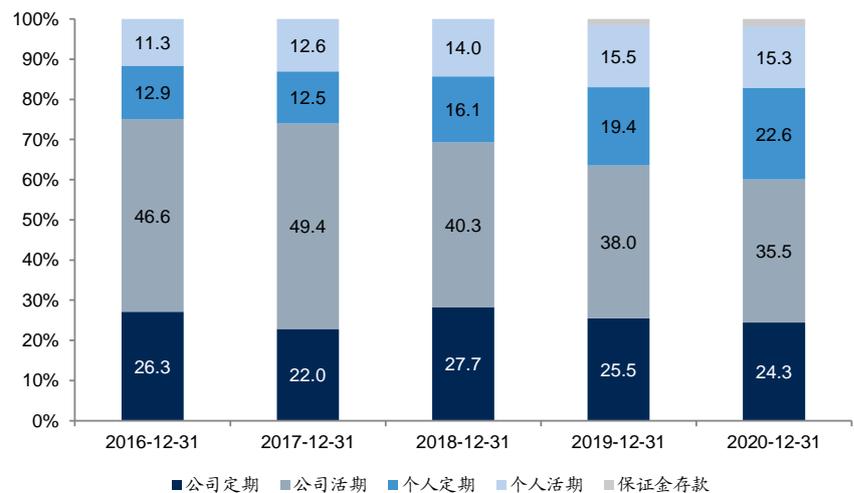
资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

图 12: 长沙银行低存款成本优势明显



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

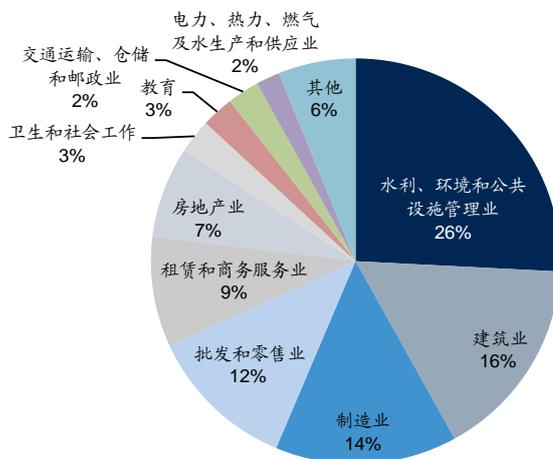
图 13: 长沙银行公司活期存款比重在高位



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

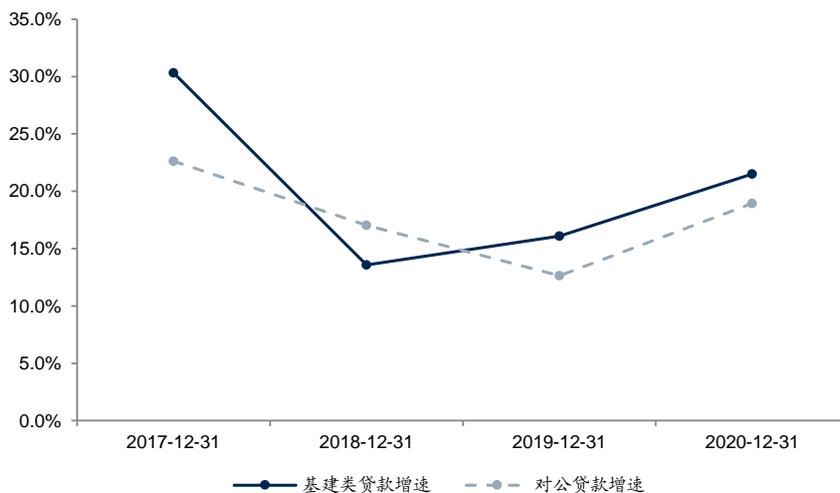
长沙银行充分受益于湖南省固定资产投资增速的较快增长, 基建类贷款增速持续高于对公贷款整体增速。公司信贷投向基建类贷款的比例一直处在较高水平, 2020 年末公司投向基建类贷款的比重约为 39%, 其中水利环境和公共设施管理业信贷比重为 25.8%, 是公司最大的信贷投向。

图 14: 2020 年末对公贷款投向



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 长沙银行基建类贷款增速高于对公贷款增速



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理。注: (1) 不包括应计利息。(2) 基建类贷款包括水利环境和公共设施管理业、租赁和商务服务业、交通运输仓储和邮政业和电力热力燃气及水生产和供应业。

大零售转型大有可为

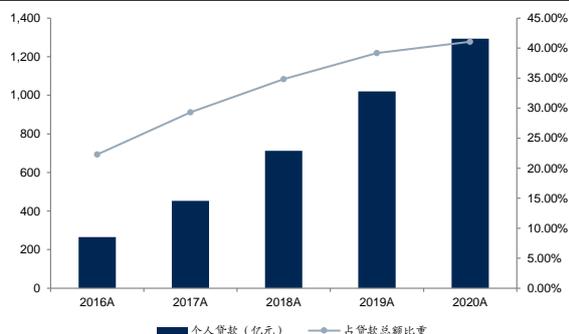
■ 大零售转型成效显著

长沙银行几年来始终坚持大零售战略转型, 依托在湖南市场的网络、客群和品牌优势, 大零售业务转型效果显著。2020 年末公司个人贷款规模为 1294 亿元, 占贷款总额 41.1%, 较 2016 年末提升了 18.8 个百分点, 个人存款规模为 1732 亿元, 占存款总额的比重为 38.0%, 较 2016 年末提升了 13.7 个百分点。2020 年末长沙银行个人业务存贷比为 74.7%, 反映了长沙银行零售业务在资产负债两端同时发力, 且成效都较为显著。

近年来长沙银行积极发力财富管理业务, 2020 年末长沙银行零售客户资产管理规模 (AUM) 2217 亿元, 较上年末新增 395 亿元, 增长 21.67%, 与零售存款

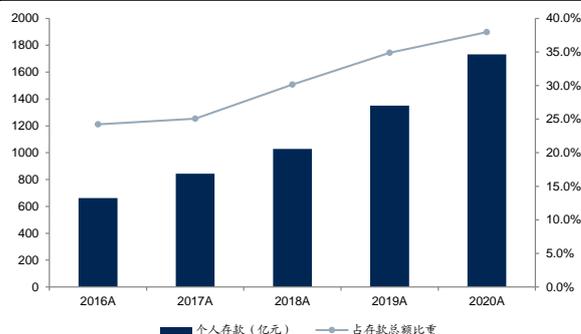
总额的比重为 128%。期末财富客户数达 64.70 万户，较上年末新增 12 万户，增长 22.72%。

图 16: 长沙银行个人贷款占贷款总额比重持续提升



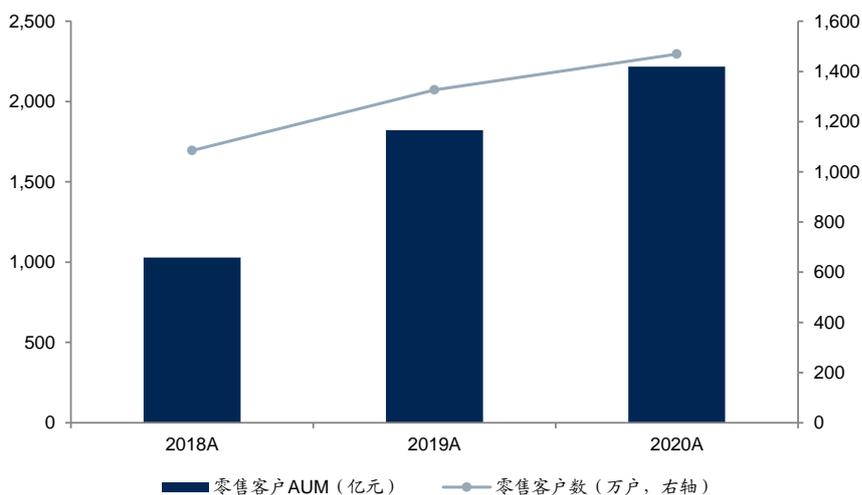
资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 长沙银行个人存款占存款总额比重持续提升



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

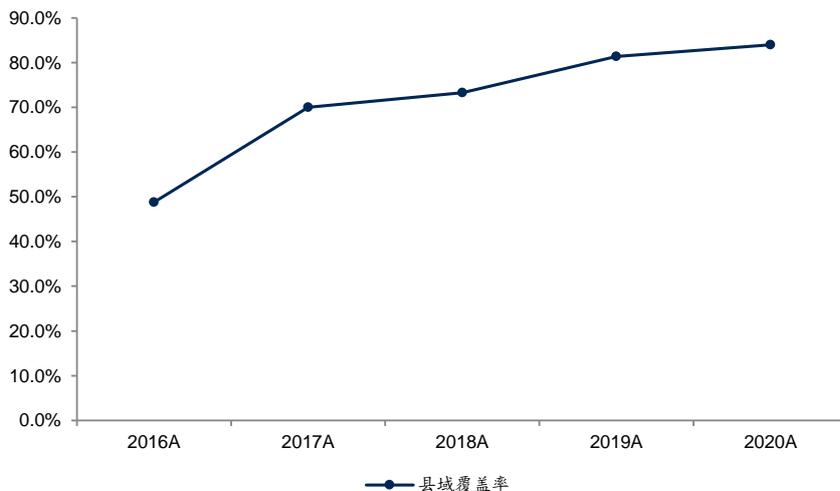
图 18: 长沙银行零售客户 AUM 持续增长



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

持续深耕社区县域，县域金融成效明显。长沙银行已实现湖南省市州全覆盖，自 2019 年坚定实行机构下沉战略，推广“县域金融+社区支行+助农取款点”模式。2020 年末公司县域覆盖率达到 84%，根据公司战略目标和农金站增长情况，预计 2021 年长沙银行实现县域全覆盖。

图 19: 长沙银行县域覆盖率及农村金融服务站情况

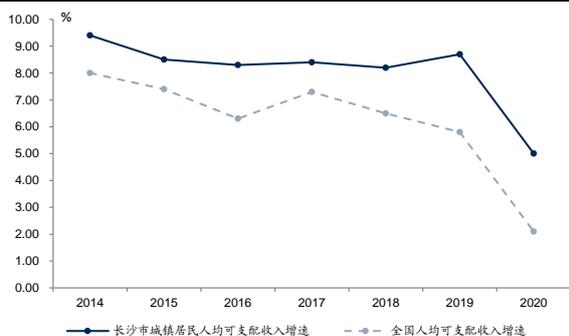


资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

■ 长沙消费活力强, 大零售发展基础好

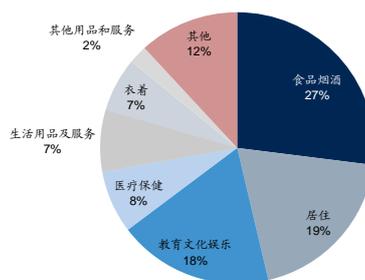
长沙居民人均可支配收入增速持续高于全国水平, 同时长沙房价收入比居于省会城市低位, 当地文娱业发达, 消费活力强, 为银行零售转型带来机遇。2020年长沙房价收入比仅为 6.2, 远低于 2020 年全国 50 城房价收入比均值 13.3, 位于全国 50 城的末位。长沙的房价收入比较低, 体现了长沙市居民负担购房的能力较强, 居民可以有较多富余资金用来进行消费、理财等活动, 为银行零售转型带来动力和机遇。2020 年长沙城镇居民消费分类中, 居住仅占 19%, 食品烟酒占 27%, 教育文化娱乐占 18%。

图 20: 长沙市城镇居民可支配人均收入增速较高



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 21: 长沙市居民消费支出结构



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

表 3: 2020 年全国 50 个典型城市房价收入比排名

城市	房价收入比	城市	房价收入比	城市	房价收入比
深圳	39.8	南宁	12.9	日照	10.2
三亚	27.1	太原	12.9	昆明	10.2
上海	26.2	天津	12.8	成都	10.1
北京	23.8	大连	12.7	哈尔滨	10
厦门	23.1	郑州	12.4	兰州	9.7
福州	19.5	温州	12.4	重庆	9.6
杭州	18.5	扬州	12.3	青岛	9.4
东莞	17.3	芜湖	11.9	宜昌	9.3
广州	16.7	武汉	11.7	惠州	9.2
珠海	16.1	莆田	11.7	沈阳	9.2
南京	15.4	佛山	11.5	洛阳	9.0
石家庄	15.0	徐州	11.5	乌鲁木齐	7.8
苏州	14.5	西安	10.7	贵阳	7.6
宁波	14.3	济南	10.5	烟台	7.5
海口	14	无锡	10.5	韶关	7.3
南通	13.9	金华	10.3	长沙	6.2
合肥	13.5	南昌	10.3		

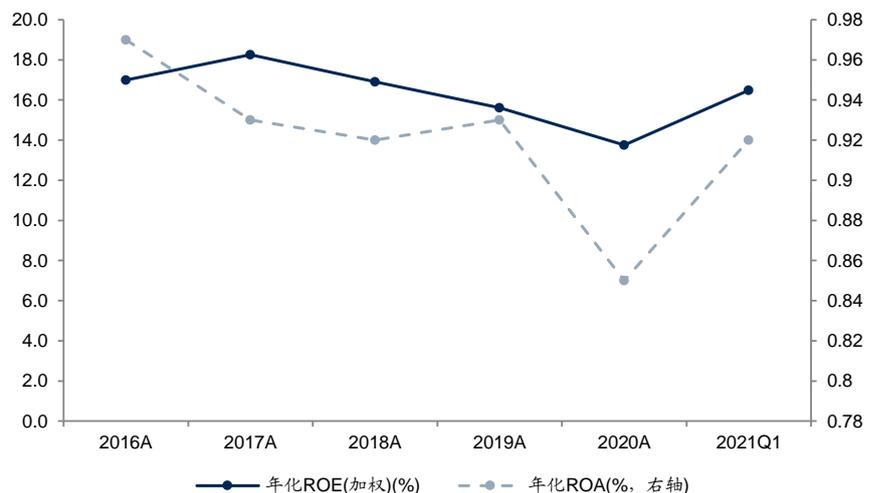
资料来源: 易居研究院, 国信证券经济研究所整理

财务分析: 高成长高息差成就高盈利

盈利能力位列上市城商行前列

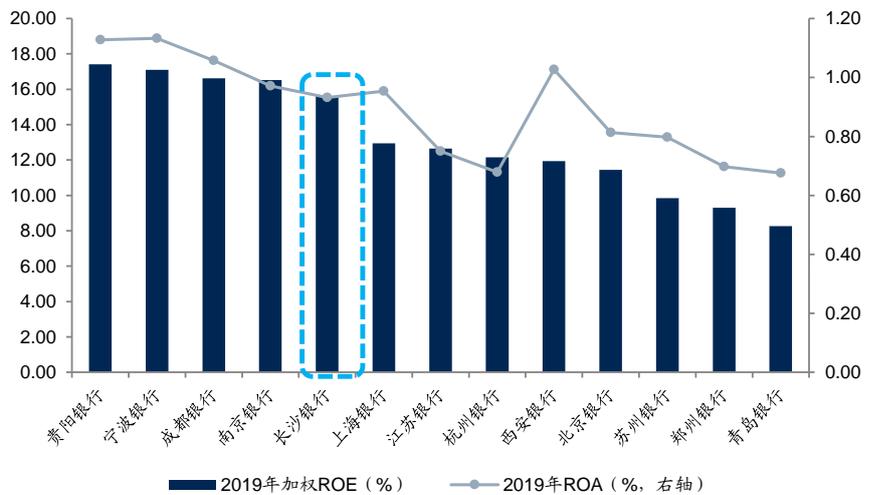
长沙银行 ROE 稳定在较高水平, 2019 年和 2020 年 ROE(加权)分别为 15.6% 和 13.8%, 在 13 家上市城商行中排名第五位, 仅低于贵阳银行、宁波银行、成都银行和南京银行。

图 22: 长沙银行 ROE 稳定在较高水平



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 23: 长沙银行 ROE 稳定在较高水平



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

接下来主要通过杜邦分析解释长沙银行 ROE 为什么维持在较高水平。考虑到 2020 年疫情冲击之下采取的非常规政策、各区域产业受冲击不同、以及各城商行面临的地方银监局的指导等都可能存在差别, 因此主要采用 2019 年数据进行分析。根据杜邦分析, 长沙银行 ROE 处在高位主要受益于其较高的权益乘数以及净利息收入的贡献, 公司成本管控和资产减值损失计提对 ROE 拖累大于其他上市城商行。

表 6: 上市银行 2019 年 ROE 杜邦分析

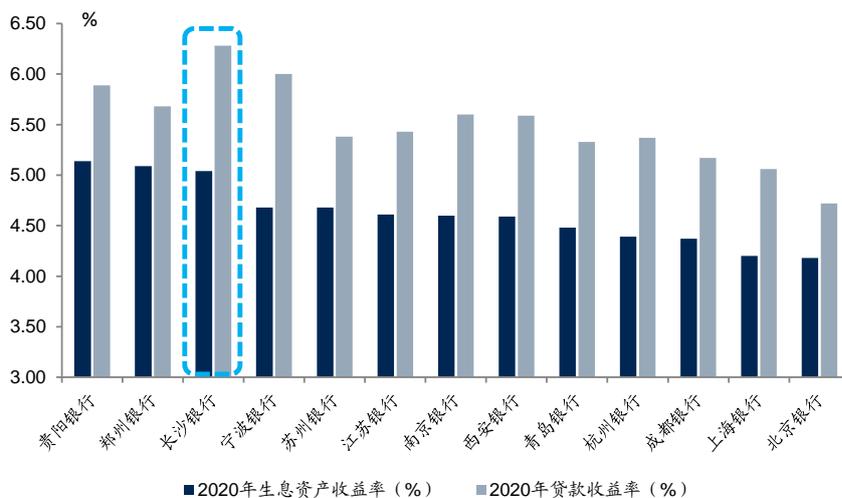
单位: %	ROE(平均)	权益乘数	ROA (平均)	净利息收入/A	手续费及佣金净收入/A	业务及管理费/A	资产减值损失/A	所得税/A	其他/A
长沙银行	14.18	15.76	0.90	2.18	0.31	-0.93	-0.92	-0.21	0.47
北京银行	10.73	13.29	0.81	1.87	0.28	-0.55	-0.85	-0.13	0.20
上海银行	12.01	12.62	0.95	1.42	0.31	-0.47	-0.80	-0.10	0.59
江苏银行	11.45	15.62	0.73	1.28	0.30	-0.58	-0.86	-0.03	0.62
宁波银行	15.14	13.43	1.13	1.61	0.64	-0.99	-0.61	-0.12	0.60
南京银行	15.12	15.71	0.96	1.65	0.31	-0.69	-0.63	-0.18	0.49
杭州银行	11.03	16.25	0.68	1.61	0.17	-0.63	-0.80	-0.07	0.41
成都银行	16.63	15.74	1.06	1.96	0.08	-0.64	-0.57	-0.13	0.35
贵阳银行	15.71	14.40	1.09	2.27	0.18	-0.73	-0.81	-0.07	0.24
郑州银行	8.73	12.85	0.68	1.86	0.33	-0.74	-1.20	-0.13	0.56
青岛银行	8.03	12.15	0.66	1.98	0.35	-0.89	-1.05	-0.14	0.41
苏州银行	9.63	12.74	0.76	1.85	0.33	-0.90	-0.93	-0.21	0.61
西安银行	12.28	11.97	1.03	2.15	0.22	-0.67	-0.70	-0.20	0.21
排名	5	2	7	2	5	12	10	13	7

资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理。注: (1) A 代表期初期末平均总资产。(2) 排名越靠前越好。

净息差高位, 资产负债优势都比较明显

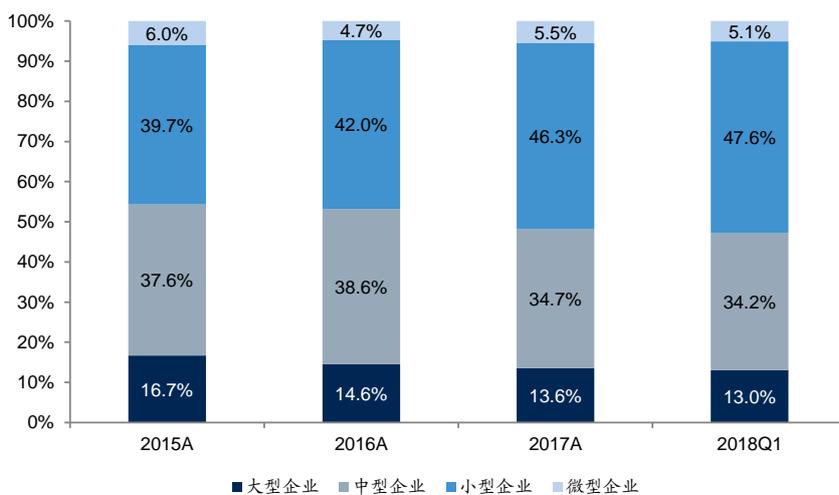
公司 ROE 位于前列很重要的一个因素是公司净息差处在高位。根据最新口径, 2020 年公司净息差为 2.58%, 在 13 家上市城商行中排名第一, 在 36 家 A 股上市公司中长期来看仅低于常熟银行和张家港行。公司净息差处在高位主要受益于资产收益率处在较高水平, 同时负债端低成本存款也是重要贡献因素。

图 26: 2020 年长沙银行贷款收益率位列上市城商行首位



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 长沙银行信贷投向小微企业比重较高

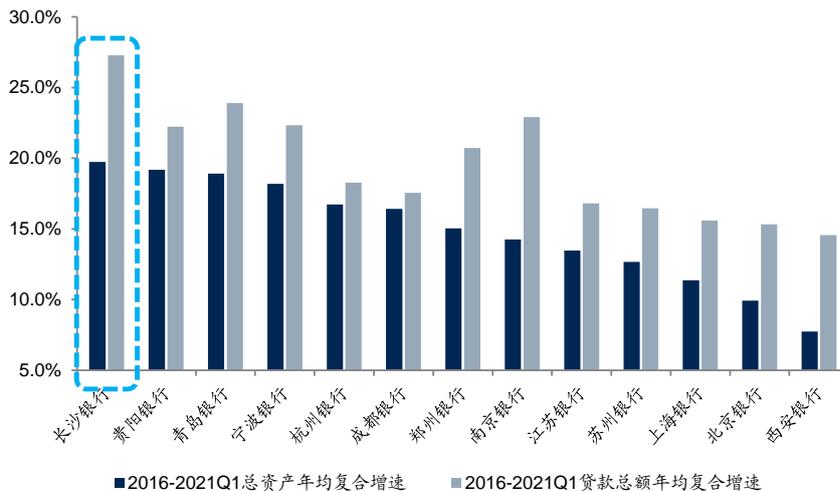


资料来源: 长沙银行招股说明书, 国信证券经济研究所整理

规模保持较快扩张, 多举措补充资本

2016-2021Q1 公司总资产和贷款总额年均复合增速分别为 19.7%和 27.3%, 在 13 家上市城商行中排名第一。这主要得益于湖南省经济增长强劲, 同时公司持续提升经营能力, 在湖南市场的份额持续提升。

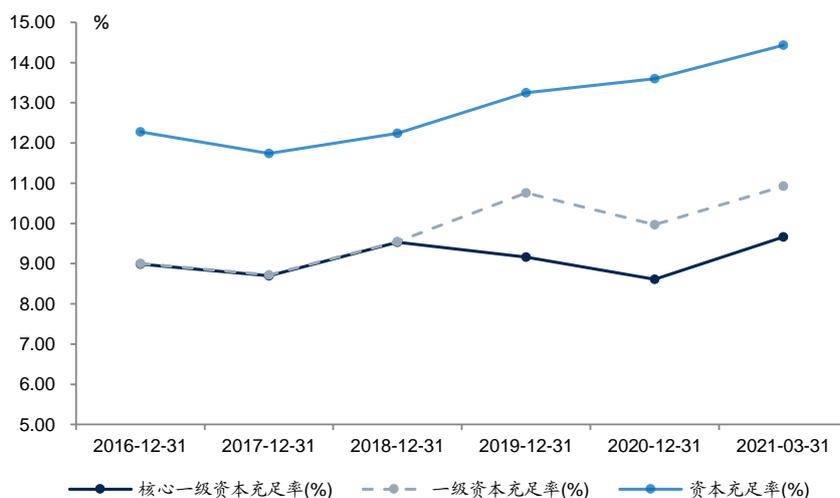
图 28: 长沙银行过去五年持续高增长



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

2019 年长沙银行成功募集 60 亿元优先股补充资本，2021 年一季度公司非公开发行 6 亿股普通股，募集资金净额为 58.8 亿元。截止 2021 年末公司核心一级资本充足率为 9.66%，资本充足率为 14.43%，均处在较高水平。

图 29: 长沙银行资本充足率

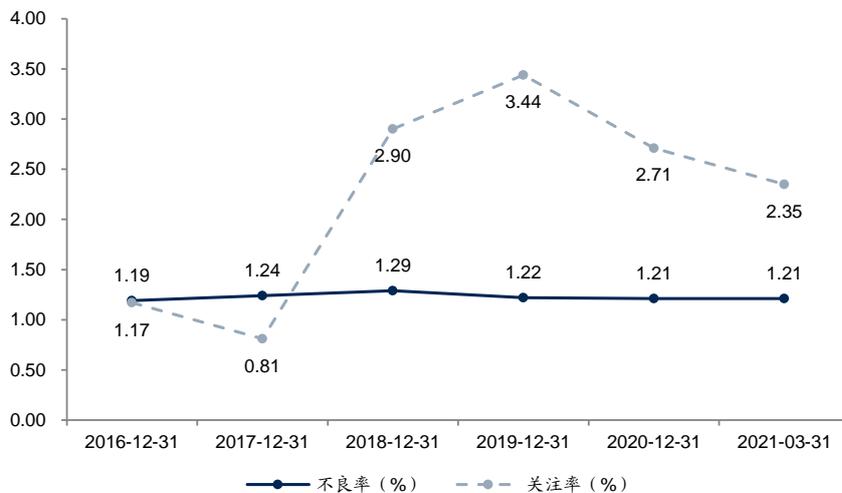


资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

资产质量管控严格，拨备充足

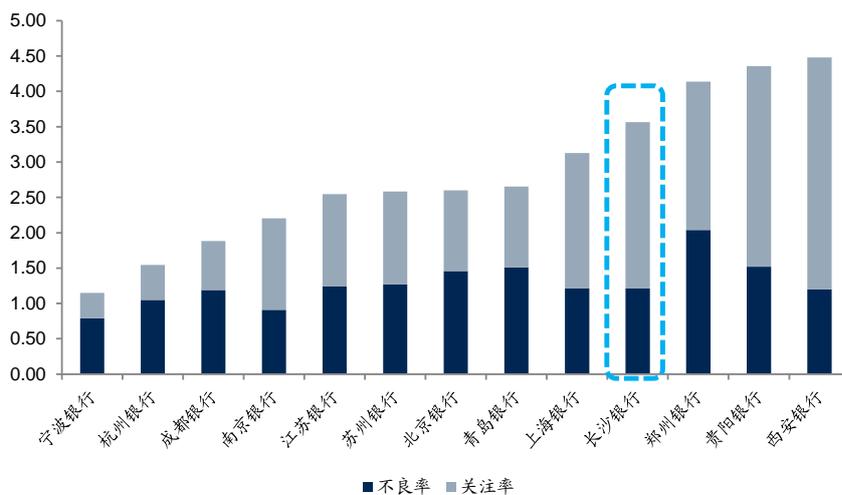
公司不良率在上市城商行中处在中间水平，但关注率在较高水平。近年来公司不良率基本稳定，2021 年 3 月末不良率为 1.21%，关注率 2.35%，不良率在上市城商行中排名第六，关注率排名第十一（排名越靠前越优质）。关注率在 2018 年提升到较高水平主要是公司基于审慎原则，将经营出现波动的贷款、发现风险信号但暂未逾期的贷款、因周转困难暂时出现本金利息逾期的贷款纳入关注类贷款监测管理。2020 年公司进一步加强不良的确认和处置，关注率大幅下行，不良率维持稳定。2020 年末公司“不良贷款余额/期末逾期 90 天以上贷款余额”比值为 141%，不良认定严格。

图 30: 公司不良率稳定, 关注率较高



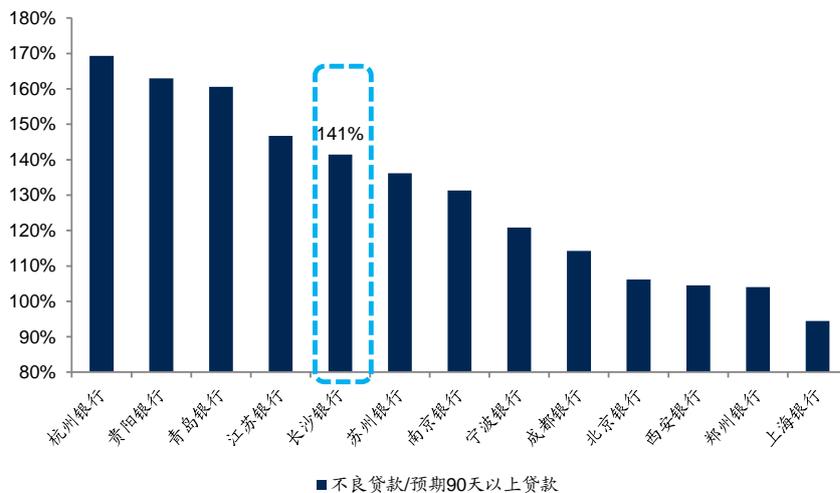
资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

图 31: 长沙银行关注率在上市城商行中处于较高水平



资料来源: 上市银行定期报告, 国信证券经济研究所整理

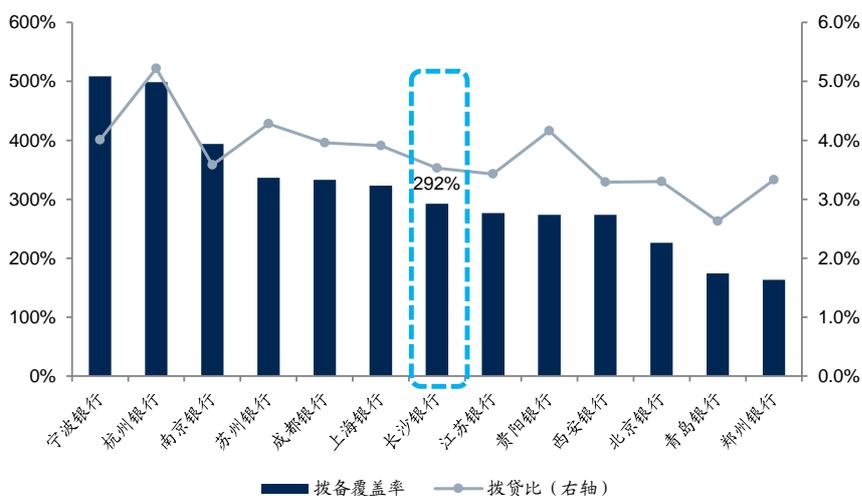
图 32: 长沙银行“不良余额/逾期 90 天以上贷款”比值处于高位



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

2020 年末长沙银行拨备覆盖率为 292%，在 13 家上市城商行中位列第七，中西部上市城商行中仅低于成都银行（333%）。公司拨备覆盖率处在高位，为未来业绩增长提供安全垫。

图 33: 长沙银行拨备覆盖率在上市城商行中处于中位



资料来源：上市银行定期报告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对长沙银行盈利增长的关键驱动因素假设如下：

- ✓ 总资产增长率：考虑到央行货币政策回归正常化，且力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配，我们预计未来三年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动。考虑到湖南省经济增长强劲，固定资产投资仍实现了较好增长，我们认为长沙银行有望凭借其政府资源和零售战略实

现总资产的较快增长。我们假设 2021-2023 年长沙银行总资产同比增速分别为 16.6%/15.7%/14.8%，反映未来三年的快速发展；

- ✓ **净息差:** 考虑到实体经济流动性边际收紧,新发放贷款利率企稳小幅回升,但主动负债成本提升对净息差带来一定拖累。我们预计长沙银行 2021-2023 年净息差为 2.31%/2.34%/2.37% (按照期初期末余额测算)。考虑到未来利率变动存在较大不确定性,以及重定价未考虑新投放资产收益率及新增负债付息率情况,可能存在较大误差,我们在下表中对净息差做了敏感性分析;
- ✓ **资产质量:** 考虑到长沙银行近年来相对稳健的经营战略、下降的风险偏好,同时前期不良资产已基本出清,我们认为其银行资产质量能保持在行业中上水平。我们假设公司 2021-2023 年不良生成率为 1.30%/1.28%/1.28%,不良贷款率稳定在 1.20%,公司拨备覆盖率分别为 298%、300%、300%;
- ✓ **分红率:** 假设未来分红率维持在 2020 年水平,即 24%。

未来三年盈利预测

在上述关键假设下,我们预计公司 2021-2023 年净利润同比增长 15.9%/15.3%/13.8%,归母净利润同比增长 16.6%/15.8%/14.2%。

表 7: 盈利预测结果

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,022	20,563	23,887	27,665
(+/-%)	5.9%	14.1%	16.2%	15.8%
净利润	5,561	6,446	7,429	8,451
(+/-%)	5.7%	15.9%	15.3%	13.8%
摊薄每股收益(元)	1.47	1.73	2.01	2.31
总资产收益率(ROA)	0.85%	0.85%	0.84%	0.83%
净资产收益率(ROE)	12.7%	13.0%	14.0%	14.4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁,因此净息差对预测影响不确定性最大,我们进行如下敏感性分析:

表 8: 净利润增速及 ROE 对净息差的敏感性分析

	净利润同比			ROE		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
净息差 (+5bps)	21.5%	20.8%	19.3%	14.0%	14.6%	15.0%
基准情形	15.9%	15.3%	13.8%	13.4%	14.0%	14.4%
净息差 (-5bps)	10.3%	9.7%	8.2%	12.8%	13.4%	13.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 12~16 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司折现率的

假设和永续期 ROE、永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

(1) 我们尽可能拉取了较长时间的回报率，以此作为我们所认为的大盘长期投资收益率合理假设值。但市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

(2) 我们直接假定公司在第二阶段、第三阶段的 ROE 相对行业的差值，从而判断公司的 ROE。该假设所基于的前提，是全行业长期 ROE 在 10% 左右，而这一假设又进一步基于行业竞争充分，存在高效的准入和退出机制。但现实情况是，目前行业准入难度较高，退出壁垒也很高。虽然监管当局推动民营银行成立、研究银行业破产相关法律法规等有助于增强行业准入退出效率，但未来行业能否实现高效的准入和退出机制在时间上存在不确定性。较高的退出壁垒可能导致行业竞争过度，从而拉低估值水平；

(3) 我们假设公司永续增长率将收敛于长期名义 GDP 增速，但对名义 GDP 增速的假设比较主观。虽然有美国长达 90 年的名义 GDP 增速作为参考，但依然存在不确定性。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(4) 相对估值时我们选取了全部上市银行进行比较，选取了可比公司平均动态 PB 作为相对估值的参考，可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。此外，由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。

对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响，正面和负面影响都有可能。

经营风险

伴随公司规模扩大，可能会加大管理难度，同时同城竞争将加剧，从而有可能会对业绩产生影响。

财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。

宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

表 9: 估值表

收盘日:	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
601398.SH	工商银行	5.17	11.8%	11.7%	11.8%	1.2%	7.2%	10.3%	0.69	0.64	0.58	6.1	5.7	5.1
601939.SH	建设银行	6.87	12.1%	12.0%	12.0%	1.6%	6.6%	9.2%	0.76	0.70	0.64	6.5	6.1	5.5
601288.SH	农业银行	3.24	11.3%	11.2%	11.4%	1.8%	6.3%	9.7%	0.60	0.56	0.51	5.5	5.2	4.7
601988.SH	中国银行	3.28	10.5%	10.9%	11.2%	2.9%	9.9%	10.8%	0.55	0.51	0.47	5.3	4.8	4.3
601328.SH	交通银行	4.87	10.4%	10.8%	10.9%	1.3%	10.5%	9.3%	0.49	0.46	0.42	4.9	4.4	4.0
601658.SH	邮储银行	5.16	11.8%	11.8%	12.1%	5.4%	11.4%	13.5%	0.88	0.76	0.70	7.7	6.9	6.1
600036.SH	招商银行	54.11	15.7%	16.3%	16.6%	4.8%	15.8%	14.5%	2.13	1.90	1.68	14.3	12.3	10.7
601166.SH	兴业银行	21.41	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.84	0.76	0.69	6.9	6.4	5.7
600000.SH	浦发银行	10.09	10.8%	10.7%	10.7%	-1.0%	6.0%	8.4%	0.56	0.52	0.48	5.4	5.0	4.6
601998.SH	中信银行	5.26	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.55	0.51	0.47	5.7	5.3	4.9
000001.SZ	平安银行	23.49	9.6%	10.3%	10.9%	2.6%	14.6%	16.3%	1.55	1.42	1.28	16.7	14.5	12.4
601818.SH	光大银行	3.82	10.9%	10.9%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.59	0.55	0.51	5.8	5.3	4.7
600015.SH	华夏银行	6.44	12.7%	12.6%	12.2%	-2.9%	9.7%	10.2%	0.45	0.40	0.36	3.7	3.4	3.1
601169.SH	北京银行	4.89	10.4%	10.6%	11.4%	7.2%	0.2%	14.5%	0.55	0.51	0.47	5.4	5.0	4.3
601009.SH	南京银行	9.85	14.3%	13.9%	13.9%	5.2%	11.4%	10.7%	1.02	0.92	0.83	7.8	7.0	6.3
002142.SZ	宁波银行	42.30	14.6%	15.0%	15.8%	9.7%	15.6%	19.0%	2.45	2.17	1.91	18.0	15.4	12.9
600919.SH	江苏银行	7.38	13.1%	13.3%	14.3%	3.1%	22.1%	20.2%	0.81	0.73	0.66	7.0	5.8	4.8
600926.SH	杭州银行	16.46	11.2%	12.0%	13.2%	8.1%	19.6%	19.4%	1.53	1.40	1.27	14.8	12.2	10.1
601838.SH	成都银行	12.68	15.5%	16.9%	17.7%	8.5%	19.5%	20.1%	1.14	1.01	0.88	7.6	6.4	5.3
601577.SH	长沙银行	9.03	11.9%	14.0%	15.1%	5.1%	16.6%	15.8%	0.81	0.72	0.64	6.2	5.2	4.5
603323.SH	苏农银行	4.50	8.1%	8.4%	8.7%	4.2%	8.5%	10.7%	0.68	0.64	0.60	8.5	7.9	7.1
002839.SZ	张家港行	5.55	8.5%	9.3%	10.1%	4.9%	14.1%	14.6%	0.93	0.87	0.81	11.0	9.5	8.2
601128.SH	常熟银行	7.14	10.5%	11.5%	12.8%	1.0%	18.8%	23.1%	1.09	1.00	0.91	10.8	9.1	7.4
平均			11.7%	12.0%	12.5%	3.4%	11.6%	13.6%	0.96	0.87	0.78	8.4	7.4	6.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	6.2	5.2	4.5	3.9	净利息收入	14,961	17,454	20,488	23,942
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6	利息收入	29,220	34,734	40,613	47,178
P/PPoP	2.5	2.2	1.9	1.6	利息支出	14,259	17,280	20,125	23,237
市值/总资产(A股)	5.2%	4.4%	3.8%	3.3%	资产准备支出	5,719	6,360	7,457	8,817
股息收益率(税后)	4.2%	4.9%	5.6%	6.4%	拨备后净利息收入	9,242	11,094	13,031	15,125
					手续费净收入	797	619	660	710
					其他经营净收益	2,264	2,490	2,739	3,013
每股指标 (元)	2020A	2021E	2022E	2023E	营业净收入	18,022	20,563	23,887	27,665
EPS	1.47	1.73	2.01	2.31	营业费用	5,508	6,331	7,362	8,536
BVPS	11.21	12.56	14.13	15.94	营业外净收入	-30	-30	-30	-30
PPoPPS	3.66	4.16	4.83	5.59	拨备前利润	12,514	14,232	16,525	19,129
DPS	0.38	0.44	0.51	0.58	总利润	6,765	7,842	9,038	10,282
盈利驱动	2020A	2021E	2022E	2023E	所得税	1,204	1,396	1,609	1,830
存款增长	18.3%	17.0%	16.0%	15.0%	少数股东利润	222	222	222	222
贷款增长	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%	净利润	5,561	6,446	7,429	8,451
存贷比	68%	70%	72%	75%	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利资产增长	16.9%	16.6%	15.7%	14.8%	现金及存放同业	10,503	3,705	-9,990	-32,201
贷款收益率	6.26%	6.26%	6.26%	6.26%	央行准备金	54,546	63,819	74,030	85,135
债券收益率	3.26%	3.38%	3.38%	3.38%	拆放金融企业	1,167	412	-1,110	-3,578
资产生息率	4.53%	4.60%	4.64%	4.68%	贷款	304,790	364,479	437,266	524,720
存款成本率	2.10%	2.12%	2.12%	2.12%	贷款拨备	-10,207	-13,517	-16,329	-19,595
负债付息率	2.90%	3.30%	3.30%	3.30%	债券投资	325,859	379,796	439,330	504,218
净息差(NIM)	2.32%	2.31%	2.34%	2.37%	固定资产	1,801	1,944	2,021	2,061
净利率(SPREAD)	2.16%	2.16%	2.20%	2.24%	递延税款净额	2,562	2,562	2,562	2,562
非利息收入比重	17%	15%	14%	13%	其他资产	3,007	4,084	5,354	6,781
费用收入比(含税金及附加)	30.6%	30.8%	30.8%	30.9%	盈利资产	696,865	812,211	939,526	1,078,293
拨备支出/平均贷款	2.05%	1.90%	1.86%	1.83%	总资产	704,235	820,801	949,463	1,089,697
有效所得税率	18%	18%	18%	18%	金融企业存放	58,589	68,549	79,517	91,444
					存款	463,646	542,466	629,260	723,649
收入盈利增长	2020A	2021E	2022E	2023E	应付款项	5,476	6,407	7,432	8,546
净利息收入增长	21.9%	16.7%	17.4%	16.9%	发行债券	130,802	153,038	177,524	204,153
手续费收入增长	-55.0%	-22.3%	6.5%	7.7%	付息负债	653,037	764,053	886,301	1,019,246
营业净收入增长	5.9%	14.1%	16.2%	15.8%	总负债	658,512	770,459	893,733	1,027,793
拨备前利润增长	7.4%	13.7%	16.1%	15.8%	实收资本	3,422	3,422	3,422	3,422
净利润增长	5.7%	15.9%	15.3%	13.8%	公积金	5,901	5,901	5,901	5,901
资产盈利能力	2020A	2021E	2022E	2023E	一般准备	8,229	8,821	9,506	10,288
RoAE	12.7%	13.0%	14.0%	14.4%	未分配利润	18,696	22,724	27,428	32,819
RoAA	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	少数股东权益	1,389	1,389	1,389	1,389
RoAA(拨备前)	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	所有者权益	45,723	50,341	55,730	61,904
RoRWA	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	贷款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
资产质量	2020A	2021E	2022E	2023E	企业贷款	54%			
不良资产率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	票据贴现	5%			
拨备覆盖率	293%	298%	300%	300%	个人贷款	41%			
拨备余额/全部贷款	3.2%	3.6%	3.6%	3.6%	存款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
资本	2020A	2021E	2022E	2023E	企业活期	38%			
资本充足率	14%	12%	11%	11%	企业定期	25%			
一级资本充足率	10%	9%	9%	9%	储蓄活期	15%			
财务杠杆(倍)	15.4	16.3	17.0	17.6	储蓄定期	19%			
风险加权资产比重	64%	65%	65%	65%	其他存款	3%			
核心一级资本充足率	8.6%	8.2%	8.0%	7.8%					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032