

齐鲁银行 (601665.SH)

资产质量有望持续改善, 驱动利润释放、ROE 提升

山东“省会银行”，近年基建带动资产快速扩张，未来将发力普惠+县域。齐鲁银行是山东省及济南国资委旗下（三季报前十大股东中，二者合计持股37%）、济南市最大的城商行。其网点覆盖面全，在全省16个市中的12个+天津设有机构。2021年以来齐鲁银行业绩持续高增（2022营收、利润增速分别为8.8%、18.2%），主要得益于基建+县域齐发力，其规模正处在快速扩张期，2021、2022年总资产增速分别达20%、17%，拆分来看：

- 1) 基建类业务发力：**基建类贷款自2019年以来年均高增35.6%至756亿，占总贷款比重提升至31.3%，且政府债(含国债、地方债等)投资规模年均高增37.3%至1000亿，占总资产比重21%，均高于城商行平均。
- 2) 异地扩张加速：**济南市外贷款占比2019年以来提升了10.7pc至54.8%（上市城商行平均异地占比48.0%），主要是潍坊、青岛等分行扩张较快。
- 3) 县域业务扩张：**山东省县域经济较强（百强县就有13个），齐鲁银行抓住机会，近年来加速扩张，当前县域贷款规模已占全行25.8%。

山东经济与信用环境：有加固杠杆的空间，有望保持稳健、较快的增长态势。

1) 经济总量大+杠杆不高+区域风险正逐步减轻，未来有空间。山东省人口超1亿人，GDP超8.7万亿，均列全国前三，且近3年GDP平均增速5.2%，高于全国平均水平。相比同体量的江浙、广东等，山东省金融杠杆水平并不高：A、财政：2021年末其财政自给率62%，处于全国中上游水平，但地方债+城投债合计不到3万亿，占GDP比重仅36%，全国排23位；B、信贷：按照贷款/区域GDP测算的杠杆率水平来看，山东省2021年末仅139%，居全国第27位，明显低于GDP体量相当的广东、浙江、江苏（均在166%以上）。随着产业转型、监管引导加快处置不良资产，山东不良包袱已明显减轻，2019年以来全省不良率持续下降到2022年末的1.3%，已低于全国平均水平（1.63%）。

2) 当地金融竞争激烈，且区域、主体分化大，大多金融机构风格偏稳健。全省有14家法人城商行（全国最多）、112家农商行（全国第4多），共有银行网点1.56万个，全国第二，分布也较为密集。全省企业贷款利率仅4.55%（浙江、江苏均在4.6%以上），定期存款占比高达70%。与此同时，山东省内部分化较大，济南、青岛、烟台等地经济较好，GDP体量在8000亿元以上，人均GDP在12万元以上。但其他很多地区人均水平不足6万，分化大、竞争激烈，加上本地中小行省、市国资均有持股，经营风格都相对稳健。

2019年来，随着资产质量的改善+新旧动能推进转化，山东省存贷款增速逐步提升，近3年年均增速为11.8%、13.2%，赶超了全国平均增速（10.3%、11.8%）。齐鲁银行作为济南市最大法人城商行，经营质效相对较优，在济南及省会城市群中具有较强的竞争优势，当前总资产5059亿，山东省全国前三的经济+人口的土壤上，济南本地的贷款市占率稳步提升至4.31%，异地机构存款市占率持续提升至1.08%，未来本异地均还有较大的空间，有望继续快速扩张。

未来：资产质量持续改善的情况下，规模扩张+中收有望驱动业绩高增长

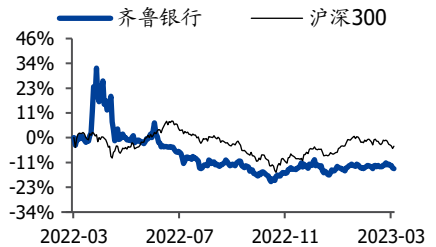
1) 资产质量：2019年开始各项指标进入改善期。2019-2022年不良率下降了0.35pc至1.29%，逾期率到2022H1下降0.42pc至仅0.93%，改善幅度均高于同业，且不良贷款/逾期贷款比例超过100%。与此同时，其加大拨备计提力度，测算信用成本近3年提升了36bps至1.98%，明显高于城商行平均的1.56%，拨备覆盖率提升至281%，拨贷比提升至3.63%。展望未来，齐鲁银行资产质量有望延续改善趋势，从目前市场较为关注的两方面来看：A、基建类业务：当前不良率在1%以内；齐鲁银行一贯经营谨慎，且主要合作主体资质较好，全国对比来看，山东省整体财政压力也不算大，再加上2022财政部137号文为代表的的一系列政策支持，这部分贷款资产质量有望继续保持稳定较优。B、异地：齐鲁银行上一轮风险暴露主要集中在异地的天津、聊城分行，而济南本地的不良率

买入（首次）

股票信息

行业	城商行
3月13日收盘价(元)	4.21
总市值(百万元)	19,285.31
总股本(百万股)	4,580.83
其中自由流通股(%)	50.64
30日日均成交量(百万股)	17.61

股价走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 蒋江松

执业证书编号：S0680519090001

邮箱：jiangjiangsongyuan@gszq.com

相关研究



最高不超过1.3%。经过几年积极处置、计提，当前已出现一些积极信号，2021年、2022H1天津市不良贷款与占比连续“双降”，不良率已至6.75%，近几年天津区域经营策略已明显优化，2022H1天津贷款5年来的首次“止降转增”，主要投向风险分散的零售、小微。聊城地区不良率近年来也呈下行趋势，从最高5.88%降至2022H1的2.89%，未来有望继续下降至全行平均水平。2022H1其他地区异地贷款不良率有所上升，主要是疫情影响中小企业经营压力加大，但展望2023年，随着经济逐步企稳恢复，这部分资产质量压力或有望边际缓解。

2) 业绩展望：拨备有望释放利润，驱动 ROE 回升。 预计2023年收入增速有望继续保持10%左右，拆分来看：

A、规模有望继续快速扩张。 作为山东省的“省会银行”，网点覆盖面全，当前规模、市占率均不大，未来或具有较大的扩张空间。近3年齐鲁银行加大了异地拓展的投入力度，济南本地网点人员数量基本稳定的情况下，异地网点增加到76个，异地员工数增长30%至1362人，未来这些新增网点人员将持续贡献产能，助力齐鲁银行加快异地扩张。我们预计2023年贷款有望继续保持2022年的增长态势（增速18%左右）。

B、息差或将下行，与行业趋势基本一致。 过去几年加大低风险基建类贷款+政府债投资力度，再加上负债端竞争激烈，其息差有所下降至1.94%。综合考虑LPR重定价、定期存款定价下调、行业竞争加剧等一系列因素，我们预计其息差2023年或将继续收窄5bps左右，2024年降幅将收窄。

C、手续费及佣金净收入有望保持快速增长。 近3年增速均在40%以上，其中2020年至今理财规模复合增速12%，理财收入2020H1-2022H1年均高增100.2%至5.53亿元，占手续费收入的比重达到60%。山东省高净值客户资源丰富（2021年总财富600万人民币的“富裕家庭”有15.20万户，大陆排名第7），当前AUM中69.7%为零售存款，未来转化空间较大，且当前正积极筹建理财子公司，未来理财、财富管理等业务有望保持快速发展的态势，支持中收，预计未来2年手续费及佣金净收入将继续保持20%左右的增长。

D、其他非息收入占比较小，预计受市场利率波动的影响也将较小。 其近两年公允价值变动损益、投资收益平均占营收比重仅1.89%、9.23%。从投资资产的计量方式来看，2022Q3其交易性金融资产（FV-PL）仅296亿，占总资产比重约6%，投资结构有利于降低债市波动对其收入的影响，且预计2023年投资收入有望保持稳定增长。

E、资产质量稳定较优的情况下，拨备具有释放利润的空间。 其当前综合信用成本约1.98%（高于城商行平均的1.56%），在拨备覆盖率已经达到280%+的情况下，假设2023年其信用成本降至城商行平均水平，测算可以支撑利润增速保持在18%-20%左右。

综合以上假设，测算2023年齐鲁银行有望实现10.7%左右的营收增长，假设信用成本下降到与城商行平均水平基本相当（1.54%左右），即可实现18.2%左右的利润增长，粗略线性计算，不考虑外部再融资的情况下驱动ROE（加权）提升至12.72%。

投资建议：齐鲁银行近几年正处于资产质量改善+业绩快速增长的时期，2022年实现了8.8%、18.2%的较快增长。我们预计2023年其资产质量有望继续保持改善趋势，规模快速扩张+中收快速发展，拨备有望释放利润，不考虑外部再融资扰动的情况下，驱动ROE提升。目前股价对应2022PB、2023PB分别为0.66x、0.59x，预计2022-2024年归母净利润分别为35.9/42.5/50.5亿，建议关注ROE提升驱动估值修复的机会，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示： 疫情反复经济下滑，金融竞争超预期，再融资不及预期，降息超预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,936	10,167	11,064	12,255	13,842
增长率 yoy (%)	7.14%	28.11%	8.82%	10.76%	12.95%
拨备前利润（百万元）	5,626	7,422	8,084	9,007	10,237
增长率 yoy (%)	8.79%	32.32%	8.92%	11.43%	13.65%
归母净利润（百万元）	2,519	3,036	3,587	4,252	5,047
增长率 yoy (%)	7.74%	20.52%	18.16%	18.53%	18.72%
每股净收益（元）	0.61	0.66	0.78	0.93	1.10
每股净资产（元）	5.36	5.86	6.46	7.17	8.02

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年3月13日收盘价

财务报表和主要财务比率

每股指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.61	0.66	0.78	0.93	1.10	净利息收入	6,414	7,485	8,430	9,574	11,097
BVPS	5.36	5.86	6.46	7.17	8.02	净手续费收入	630	947	1,242	1,428	1,642
每股股利	0.20	0.18	0.22	0.26	0.31	其他非息收入	893	1,735	1,392	1,253	1,102
P/E	6.89	6.35	5.38	4.54	3.82	营业收入	7,936	10,167	11,064	12,255	13,842
P/B	0.79	0.72	0.65	0.59	0.53	税金及附加	(68)	(105)	(125)	(146)	(171)
业绩增长率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	业务及管理费	(2,277)	(2,660)	(2,877)	(3,125)	(3,460)
净利息收入	9.12%	16.71%	12.62%	13.57%	15.91%	营业外净收入	34	20	22	24	27
净手续费收入	41.47%	50.37%	31.10%	15.00%	15.00%	拨备前利润	5,626	7,422	8,084	9,007	10,237
营业收入	7.14%	28.11%	8.82%	10.76%	12.95%	资产减值损失	(2,743)	(4,082)	(4,141)	(4,340)	(4,701)
拨备前利润	8.79%	32.32%	8.92%	11.43%	13.65%	税前利润	2,883	3,340	3,942	4,668	5,535
归母净利润	7.74%	20.52%	18.16%	18.53%	18.72%	所得税	(338)	(268)	(312)	(365)	(427)
盈利能力	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	税后利润	2,545	3,072	3,630	4,303	5,108
净息差(测算)	1.93%	1.89%	1.80%	1.75%	1.74%	归母净利润	2,519	3,036	3,587	4,252	5,047
生息资产收益率	4.02%	4.02%	3.91%	3.87%	3.87%	资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
计息负债成本率	2.33%	2.44%	2.45%	2.44%	2.44%	存放央行	34,588	36,909	44,043	51,971	61,326
ROAA	0.75%	0.76%	0.76%	0.78%	0.79%	同业资产	6,000	6,419	7,061	7,767	8,544
ROAE	10.17%	10.21%	10.63%	11.58%	12.53%	贷款总额	171,824	216,622	257,261	303,568	358,210
成本收入比	28.69%	26.16%	26.00%	25.50%	25.00%	贷款减值准备	(5,258)	(7,424)	(9,022)	(11,126)	(13,664)
资产质量	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	贷款净额	167,496	210,221	248,239	292,441	344,546
不良贷款余额	2,450	2,923	3,210	3,676	4,279	证券投资	145,967	172,233	197,733	225,299	257,474
不良贷款净生成率	0.98%	0.95%	0.78%	0.78%	0.78%	其他资产	6,181	7,632	8,910	10,351	12,043
不良贷款率	1.43%	1.35%	1.25%	1.21%	1.19%	资产合计	360,232	433,414	505,986	587,829	683,933
拨备覆盖率	214.60%	253.95%	281.06%	302.69%	319.30%	存款余额	249,018	298,458	356,150	420,257	495,903
拨贷比	3.06%	3.43%	3.51%	3.67%	3.81%	同业负债	31,814	32,181	33,898	36,487	39,311
资本状况	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	38,159	39,654	47,319	55,836	65,886
资本充足率	14.97%	15.31%	13.97%	12.90%	11.98%	负债合计	332,934	400,809	470,594	549,130	641,306
核心资本充足率	11.64%	11.63%	10.82%	10.18%	9.64%	股东权益合计	27,299	32,605	35,392	38,699	42,627
核心一级资本充足率	9.49%	9.65%	9.12%	8.73%	8.39%	负债及股东权益合计	360,232	433,414	505,986	587,829	683,933

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 3 月 13 日收盘价

内容目录

一、山东“省会银行”，发力基建+县域，有成长空间	5
二、未来：资产质量或持续改善，驱动利润释放、ROE 提升	11
2.1 资产质量：正值改善期，未来有望持续	12
2.2 规模、中收快速增长，拨备有望释放利润，驱动 ROE 持续提升	15
2.2.1 规模：有望继续快速扩张	15
2.2.2 息差：有一定重定价压力，未来结构优化有望带来一定支撑	16
2.2.3 非息收入：受市场利率波动影响较小，理财等中间业务还有较大的增长空间	19
2.2.4 业绩展望与盈利预测：拨备有望释放利润，驱动 ROE 提升	20
三、投资建议	20
3.1 个股投资建议	20
3.2 可转债：补充资本打开扩张空间，或形成有效催化	20
风险提示	21

图表目录

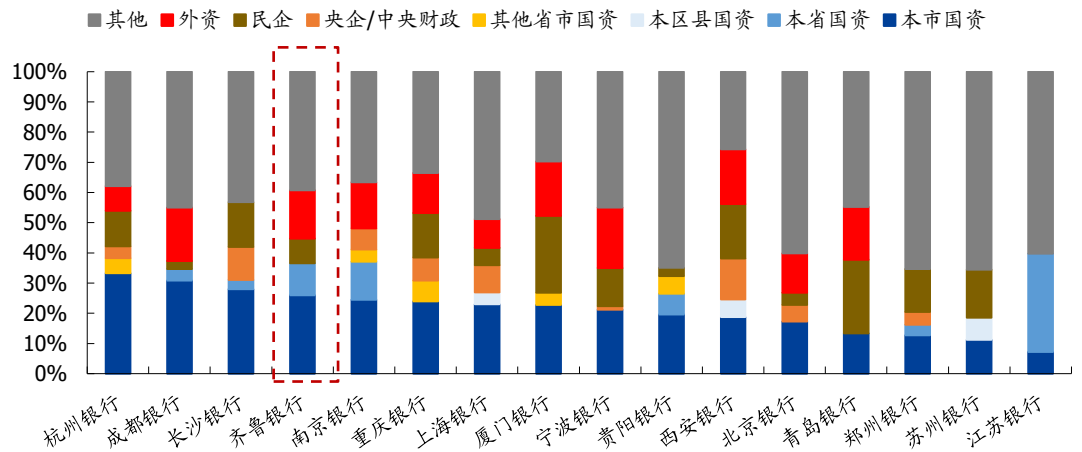
图表 1: 齐鲁银行本地国资持股比例在城商行中相对较高 (2022Q3)	5
图表 2: 齐鲁银行主要异地分行资产规模及占比情况：潍坊、青岛等分行发展较快 (亿元)	5
图表 3: 齐鲁银行银行近 5 年贷款按地域分布 (%)	6
图表 4: 齐鲁银行资产规模增速高于城商行和上市银行平均水平 (%)	6
图表 5: 2022H1 上市城商行贷款分布及本地市占率情况 (亿元, %)	6
图表 6: 齐鲁银行贷款结构及与上市银行的比较 (2022H1): 租赁业、水利业贷款占比有较大提升 (%)	7
图表 7: 山东省百强县数量位列全国第 3 (个)	7
图表 8: 2020 年以来山东省存贷款增速高于全国 (%)	8
图表 9: 2019 年以来山东省不良率持续下降 (%)	8
图表 10: 相比全国其他省份, 山东省经济总量大 (未特殊标注为 2022 年数据)	9
图表 11: 山东省主要城市经济指标对比 (2021): 各地分化较大 (有分行的地区标字体蓝色)	9
图表 12: 山东省杠杆率水平明显低于其他东部发达省份 (亿元, %)	10
图表 13: 山东省主要城商行、农商行指标对比 (2022H1)	10
图表 14: 山东省主要城商行、农商行股东结构及贷款主要投向 (2022H1)	11
图表 15: 齐鲁银行主要业绩指标 VS 上市城商行整体 (%)	11
图表 16: 齐鲁银行资产质量主要指标与上市城商行之间的横向对比 (2022Q3&2022H1)	12
图表 17: 近几年齐鲁银行资产质量主要指标的变化趋势 (%)	13
图表 18: 齐鲁银行分行业不良额及不良率走势 (亿元, %)	14
图表 19: 齐鲁银行各地区不良率走势 (%)	14
图表 20: 2021 年天津市不良贷款额首次下降 (亿元)	14
图表 21: 2023 年山东、天津城投债到期规模均较多 (亿元)	15
图表 22: 齐鲁银行综合信用成本仍高于同业, 未来有下降空间 (%)	15
图表 23: 齐鲁银行异地网点、人员快速扩张 (个)	16
图表 24: 测算齐鲁银行异地分行存款市占率持续提升 (%)	16
图表 25: 齐鲁银行净息差拆分及与同业对比 (2022H1)	17
图表 26: LPR 重定价对各家银行息差的影响测算 (基于 2022H1 数据)	17
图表 27: 齐鲁银行净息差拆分及与同业对比 (2015-2022H1)	18
图表 28: 主要上市城商行其他非息收入对比: 齐鲁银行占比相对较小 (%)	19
图表 29: 银行板块部分个股估值情况	21

一、山东“省会银行”，发力基建+县域，有成长空间

扎根济南，辐射山东+天津，国资旗下的“省会银行”。

- ✓ 成立于1996年，是山东省首家城商行，也是济南市本地唯一一家上市城商行。
- ✓ 截至2022Q3，第一大股东济南市国资委及旗下子公司合计持股比例达26%（前十大股东数据）。此外，澳洲联邦银行持股比例为16.09%，山东省国资委旗下采矿能源+中国重汽合计持股10.62%。
- ✓ 共有分支机构177家，除了大本营济南外，其还覆盖了山东省其他15个地级市中的11个+省外的天津市。
- ✓ 截止2022年6月，济南市贷款占全行比重为45.25%，其他异地贷款占比54.75%。
- ✓ 过去3年半异地贷款占比明显呈上升态势，其占总贷款比重3年半提升了10.67pc。主要是潍坊、青岛处于快速扩张中（基建类+普惠为主），过去3年半资产占比提升了5.12pc、1.24pc至5.12%、3.19%，天津分行的资产2019-2021压降了63亿（-35%），当前天津分行的经营策略已明显优化，不新增风险敞口，且加大零售、普惠小微的投放力度，2022H1资产质量有所好转的情况下，再度恢复正增长。

图表1：齐鲁银行本地国资持股比例在城商行中相对较高（2022Q3）



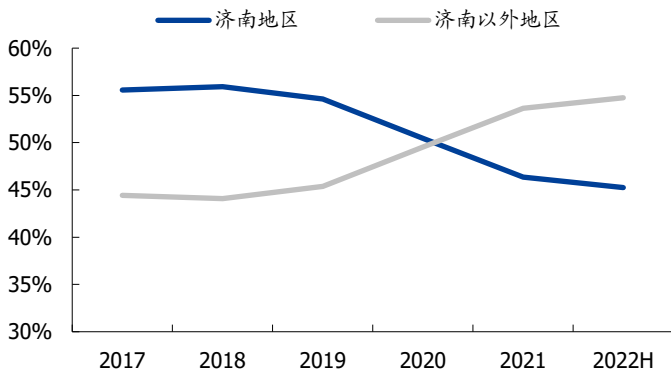
资料来源：公司公告，Wind 资讯，国盛证券研究所

图表2：齐鲁银行主要异地分行资产规模及占比情况：潍坊、青岛等分行发展较快（亿元）

	资产规模					资产占比					近3.5年规模CAGR	近3.5年占比变化
	2018	2019	2020	2021	2022H	2018	2019	2020	2021	2022H		
潍坊	-	80	125	201	242	0.00%	2.60%	3.46%	4.64%	5.12%	--	+5.12%
青岛	52	68	98	126	150	1.95%	2.20%	2.73%	2.90%	3.19%	35.6%	+1.24%
聊城	116	119	131	145	148	4.38%	3.88%	3.64%	3.35%	3.13%	7.1%	-1.24%
临沂	85	108	137	155	143	3.18%	3.53%	3.82%	3.59%	3.02%	16.1%	-0.16%
天津	176	167	121	113	141	6.62%	5.43%	3.37%	2.60%	2.98%	-6.1%	-3.63%
德州	47	59	71	110	137	1.78%	1.93%	1.96%	2.54%	2.91%	35.6%	+1.13%
威海	-	0	33	81	97	0.00%	0.00%	0.91%	1.87%	2.06%	--	+2.06%
泰安	45	52	63	91	97	1.68%	1.69%	1.75%	2.10%	2.05%	24.7%	+0.37%
东营	55	19	43	71	76	2.07%	0.62%	1.19%	1.64%	1.60%	9.5%	-0.47%
日照	3	8	21	47	65	0.11%	0.27%	0.58%	1.08%	1.38%	141.3%	+1.27%
烟台	4	17	36	55	65	0.15%	0.54%	1.00%	1.28%	1.37%	123.4%	+1.23%
滨州	7	20	40	54	65	0.27%	0.64%	1.11%	1.25%	1.37%	88.4%	+1.11%
总资产	2,657	3,075	3,602	4,334	4,723							17.9%

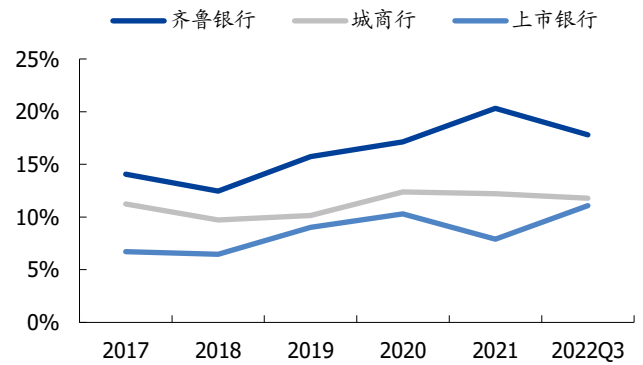
资料来源：公司公告，Wind 资讯，国盛证券研究所

图表3: 齐鲁银行近5年贷款按地域分布(%)



资料来源: 公司公告, Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表4: 齐鲁银行资产规模增速高于城商行和上市银行平均水平(%)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表5: 2022H1上市城商行贷款分布及本地市占率情况(亿元, %)

银行名称	资产总额	贷款总额	第一大贷款城市	当地贷款规模	占全行贷款比重	当地市占率
重庆银行	6,636	3,374	重庆	2,631	77.99%	5.34%
成都银行	8,939	4,557	成都	3,311	72.65%	6.66%
兰州银行	4,331	2,188	兰州	1,500	68.57%	10.16%
苏州银行	5,057	2,383	苏州	1,458	61.20%	3.26%
青岛银行	5,364	2,653	青岛	1,497	56.42%	5.75%
长沙银行	8,600	4,030	长沙	2,196	54.49%	7.56%
北京银行	32,005	17,770	北京	8,183	46.05%	8.48%
贵阳银行	6,295	2,689	贵阳	1,222	45.44%	6.63%
齐鲁银行	4,723	2,418	济南	1,094	45.25%	4.39%
上海银行	28,147	12,775	上海	5,638	44.13%	5.61%
厦门银行	3,517	1,847	厦门	814	44.04%	4.77%
杭州银行	15,329	6,616	杭州	2,860	43.23%	4.77%
宁波银行	22,397	9,895	宁波	4,160	42.04%	13.00%
南京银行	19,124	9,036	南京	2,451	27.12%	5.30%

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

注: 西安银行没有披露地区总贷款, 郑州银行、江苏银行未披露第一大贷款投放城市的规模, 在此暂不列示。

业务结构: 利息净收入为主, 业务上以基建、按揭、县域为主。

- ✓ 收入结构: 2022 前三季度齐鲁银行收入中利息净收入、手续费及佣金净收入、其他非息收入(主要是投资收益、公允价值变动损益等)占比分别为 74%、13%、12%, 利息净收入占比相对城商行平均水平(70%)较高。
- ✓ 资产及业务结构: 基建类+按揭+县域为主。

1) **基建类**: 2022 年上半年其对公贷款占总贷款比重 67.12%, 高于上市银行、上市城商行 11.89pc、6.85pc; 其中基建类贷款¹占总贷款比重达 31.25%, 高于上市银行、上市城商行 5.48pc、4.13pc, 其中, 租赁及商务服务业、水利环境和公共事业管理业近 3 年半分别提升了 5.06pc 和 3.77pc 至 19.8%、8.1%。此外, 其制造业(10.3%)、批发零售业(8.3%)占比也较高。从投资资产角度看, 其近 3 年半加大低风险的政府债券配置力度, 年均高增 37.3%至 1000 亿, 占总资产比重从 12% 提升至 21%, 高出城商行平均水平约 6.4pc, 但非标投资金额基本稳定在 300 亿以

¹ 这里统计的基建类贷款主要包括四大行业: 电力、热力、燃气及水生产和供应业/交通运输、仓储和邮政业/租赁和商务服务业/水利、环境和公共设施管理业

下，占总资产比重从10%下降至5.9%，低于城商行平均水平（7.3%）。

2)按揭：占总贷款比重约18%左右的水平，近3年复合增速23.5%，近两年基本稳定。

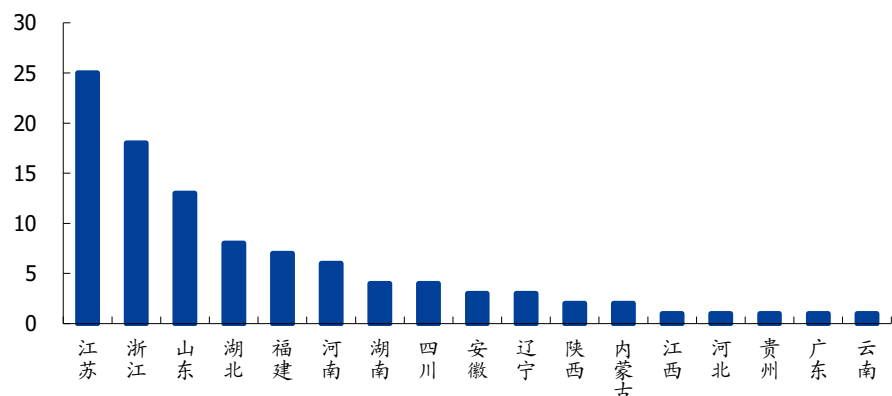
3)县域：齐鲁银行2017年起发力县域金融业务，当前县域贷款规模已占全行25.8%（最新可得数据2021年增速达到41%，其中县域普惠贷款增速高达65%），需求较为旺盛，且齐鲁银行网点基本均已覆盖，目前县域支行达89个，省内县域覆盖率50%左右，未来有望持续快速增长。2022H1其普惠型小微企业贷款规模425.27亿，占一般贷款比重约15.4%，在城商行中仅次于兰州银行、厦门银行。

图表6：齐鲁银行贷款结构及与上市银行的比较（2022H1）：租赁业、水利业贷款占比有较大提升（%）

	2018-12	2019-12	2020-12	2021-12	2022-06	近3年半变化	上市银行	上市城商行	相比城商行
公司贷款余额	69.39%	65.19%	64.37%	65.55%	67.12%	-2.27%	55.23%	60.27%	6.85%
农、林、牧、渔业							0.25%	0.90%	
采矿业	0.79%	0.11%	0.43%	0.41%	0.40%	-0.39%	1.14%	0.50%	0.10%
制造业	15.16%	13.78%	12.28%	10.93%	10.28%	-4.89%	9.66%	9.32%	0.95%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1.37%	1.50%	1.26%	1.18%	1.51%	+0.14%	4.23%	1.54%	0.03%
建筑业	7.27%	7.03%	7.94%	6.67%	8.13%	+0.86%	2.63%	4.84%	3.29%
批发和零售业	11.11%	9.23%	8.64%	7.92%	8.32%	-2.78%	5.56%	6.92%	1.40%
交通运输、仓储和邮政业	1.49%	1.17%	1.88%	1.98%	1.82%	+0.34%	8.84%	1.97%	0.14%
信息传输、计算机服务和软件业	0.97%	0.97%	0.80%	0.96%	0.90%	-0.07%	0.33%	1.24%	0.34%
住宿和餐饮业	0.41%	0.38%	0.33%	0.33%	0.32%	-0.09%	0.08%	0.34%	0.02%
金融业	0.18%	0.45%	1.64%	0.87%	0.78%	+0.60%	1.99%	0.74%	0.03%
房地产业	8.19%	8.43%	5.22%	4.37%	3.35%	-4.85%	5.67%	6.26%	2.91%
租赁和商务服务业	14.71%	14.35%	14.90%	19.69%	19.77%	+5.06%	8.07%	14.99%	4.78%
科学研究和技术服务业							0.10%	0.67%	
水利、环境和公共设施管理业	4.37%	4.38%	5.95%	7.15%	8.14%	+3.77%	4.64%	8.62%	0.48%
居民服务、修理和其他服务业	0.14%	0.19%	0.13%	0.14%	0.13%	-0.01%	0.01%	0.12%	0.01%
教育	1.08%	1.03%	0.88%	0.73%	0.75%	-0.34%	0.10%	0.31%	0.44%
卫生和社会工作	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	+0.01%	0.24%	0.25%	0.25%
文化、体育和娱乐业							0.39%	0.46%	
综合							0.00%	0.00%	
票据贴现	4.81%	5.29%	5.40%	5.19%	4.51%	-0.30%	5.04%	7.60%	3.09%
个人贷款余额	25.80%	29.53%	30.23%	29.26%	28.37%	+2.57%	39.74%	32.13%	3.75%
个人住房贷款	16.10%	18.32%	19.02%	18.91%	18.00%	+1.90%	24.95%	13.90%	4.10%
信用卡应收账款	2.07%	2.78%	2.73%	1.91%	1.70%	-0.36%	5.36%	1.50%	0.20%
其他个人贷款	7.64%	8.42%	8.48%	8.45%	8.67%	+1.03%	9.42%	16.72%	8.05%

资料来源：Wind 资讯，公司公告，国盛证券研究所

图表7：山东省百强县数量位列全国第3（个）



资料来源：《2022中国县域经济百强研究》，国盛证券研究所

山东省经济与信用环境：有加杠杆的空间，但预计节奏也不会太激进。

1) 经济总量大+杠杆不高，未来有空间。山东省人口超1亿人，GDP超8.7万亿，均列全国前三，且近3年GDP平均增速5.2%，高于全国平均水平。且根据胡润财富报告，2021年总财富600万人民币的“富裕家庭”有15.20万户，其中拥有千万人民币可投资资产的“高净值家庭”数量达到2.99万户，排全国第七位，仅次于北京、广东、上海、浙江、江苏、福建。但相比同体量的江浙、广东，山东省金融杠杆水平并不高：

A、财政：2021年末测算其财政自给率62%，处于全国中上游水平（各省第8），而地方债+城投债合计不到3万亿，占GDP比重仅36%，全国排23位。

B、信贷：按照贷款/区域GDP测算的杠杆率水平来看，山东省2021年末仅139%，居全国第27位，明显低于GDP体量相当的广东（186%）、浙江（244%）、江苏（166%）。

2) 当地金融竞争激烈，且区域、主体分化大，金融机构风格偏稳健。

✓ 全省有14家法人城商行（全国第1）、112家农商行（全国第4），共有银行网点1.56万个，全国第二，分布也较为密集。全省企业贷款利率为4.55%（浙江、江苏均在4.6%以上），定期存款占比高达70%。

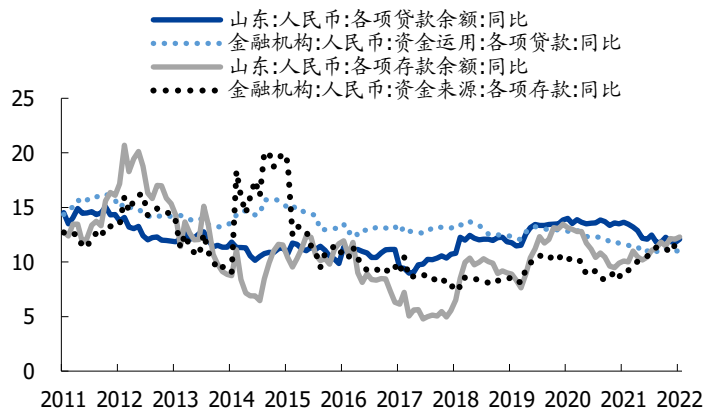
✓ 与此同时，山东省内部分化较大：

A、区域上，济南、青岛、烟台等地经济较好，GDP体量在8000亿以上，人均GDP在12万元以上。但其他很多地区人均水平不足6万。

B、主体上，山东省民营企业众多，但大多从事纺织、化工、食品等传统行业，在过去几年经济下行压力较大、企业互保普遍的情况下，爆发了不少风险事件。根据Wind统计，2015年以来全省共有22家发债企业出现债券违约，全部都是民企或中外合资企业，主要是化工、建材、食品等行业，主要集中在东营、济宁、淄博等地。上一轮民企风险爆发，一方面是所处行业转型压力加大，另一方面也源于当时企业互保较为普遍，引发连环风险。随着产业转型、监管引导加快处置不良资产，这部分不良包袱已明显减轻，2019年以来全省不良率从3%以上持续下降到2022年末的1.3%，已低于全国平均水平（1.63%）。

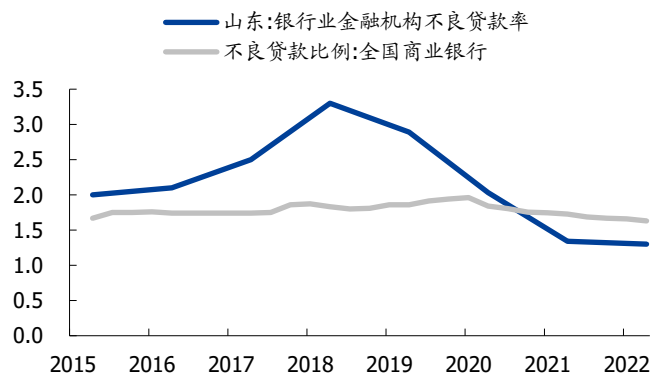
分化大、竞争激烈，本地中小行多为省、市国资作为主要股东，因此过去风格都相对稳健。特别在2012-2018年经济转型、风险暴露期，山东省贷款增速整体呈下行趋势，且明显低于全国贷款增速水平，但2019年以来随着资产质量的稳步改善，经济转型不断推进，全省存贷款增速快速提升，年均增速为11.8%、13.2%，赶起了全国平均增速（10.3%、11.8%），且2020H1以来增速稳定高于全国水平。展望未来，在资产质量整体改善、杠杆率水平不高、经济转型持续推进的情况下，山东省存贷款有望继续保持稳健、较快的增长速度。

图表8：2020年以来山东省存贷款增速高于全国（%）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表9：2019年以来山东省不良率持续下降（%）



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 10: 相比全国其他省份, 山东省经济总量大 (未特殊标注为 2022 年数据)

	土地面积 (万平方米)	GDP 总量 (22A, 亿元)	近3年平均 增速 (20- 22)	22A增速	常住人口 (万人)	人均GDP (万元)	人均可支 配收入 (22A, 万 元)	近3年平均 人均可支 配收入增 速 (20-22)	财政自给 率	债务负担 率	可投资资产 600万以上家 庭 (户)	可投资资产 1000万以上 家庭 (户)	私营企业法 人数 (万 个, 19A)	私营企业占 企业总数比 重 (19A)	个体经营户 (万户, 19A)	每万人中个 体户 (19A)
山东	15.6	87,435	5.24	3.9	10,170	8.17	3.76	5.93	62.2%	35.8%	55,300	29,900	139.15	89.9%	585.70	581.63
排名	20	3	5	11	2	11	8	20	8	23	6	7	3	4	1	3
北京	1.6	41,611	3.41	0.7	2,189	18.40	7.74	4.54	82.3%	25.9%	273,000	154,100	83.30	87.9%	32.00	148.56
天津	1.2	16,311	3.00	1.0	1,373	11.37	4.90	4.92	68.0%	72.9%	23,200	14,000	21.80	79.8%	38.28	245.09
河北	18.9	42,370	4.73	3.8	7,448	5.42	3.09	6.35	47.1%	35.9%	18,700	10,400	90.49	89.7%	236.21	311.13
山西	15.7	25,643	5.67	4.4	3,480	6.48	2.92	6.99	56.2%	27.9%	18,400	9,100	31.68	86.5%	103.53	277.63
内蒙古	118.3	23,159	3.54	4.2	2,400	8.54	3.59	5.54	44.8%	44.3%	11,500	6,980	16.00	69.0%	117.92	464.24
辽宁	14.8	28,975	2.81	2.1	4,229	6.50	3.61	4.29	46.8%	38.1%	30,300	16,600	42.12	81.6%	212.86	489.11
吉林	18.7	13,070	2.31	-1.9	2,375	5.55	2.80	4.43	30.9%	55.9%	8,700	5,090	9.59	70.2%	78.28	290.90
黑龙江	47.3	15,901	3.25	2.7	3,125	4.73	2.83	5.33	25.5%	45.1%	11,300	6,180	15.04	77.3%	94.40	251.67
上海	0.6	44,653	3.14	-0.2	2,489	17.36	7.96	4.66	92.2%	20.9%	21,000	149,000	31.50	76.8%	33.40	137.56
江苏	10.7	122,876	5.00	2.8	8,505	13.70	4.99	6.40	68.7%	38.9%	108,000	68,100	169.70	91.3%	453.80	562.33
浙江	10.6	77,715	5.04	3.1	6,540	11.30	6.03	6.52	75.0%	46.5%	192,000	106,800	127.20	91.9%	321.50	549.57
安徽	14.0	45,045	5.21	3.5	6,113	7.03	3.27	7.42	46.1%	37.2%	11,700	7,430	--	--	378.82	595.07
福建	12.4	53,110	5.32	4.7	4,187	11.69	4.31	6.58	64.9%	27.5%	55,900	34,700	53.53	88.4%	230.08	579.11
江西	16.7	32,075	5.74	4.7	4,517	6.56	3.24	7.27	41.5%	48.9%	12,400	8,400	28.99	81.7%	160.45	343.87
河南	16.7	61,345	3.55	3.1	9,883	5.94	2.82	5.69	41.7%	26.5%	23,100	14,300	83.28	80.3%	429.36	445.39
湖北	18.6	53,735	3.79	4.3	5,830	8.64	3.29	5.14	41.4%	35.4%	17,100	10,700	54.05	78.5%	324.01	546.67
湖南	21.2	48,670	5.32	4.5	6,622	6.94	3.40	7.13	38.9%	46.0%	21,200	11,300	39.44	85.4%	445.07	643.35
广东	18.0	129,119	4.03	1.9	12,684	9.83	4.71	6.45	77.4%	19.4%	261,000	169,300	236.79	83.5%	517.60	449.27
广西	23.8	26,301	4.68	2.9	5,037	4.92	2.80	6.25	31.0%	42.3%	7,300	4,400	31.72	82.5%	156.53	315.58
海南	3.5	6,818	4.87	0.2	1,020	6.37	3.10	5.08	46.5%	47.6%	4,760	3,700	3.73	43.4%	32.72	346.29
重庆	8.2	29,129	4.91	2.6	3,212	8.69	3.57	7.24	47.3%	51.3%	19,200	10,100	42.03	92.5%	171.74	549.74
四川	48.6	56,750	4.94	2.9	8,372	6.43	3.07	7.49	42.6%	44.0%	34,200	22,000	45.71	80.2%	363.29	433.78
贵州	17.6	20,165	4.56	1.2	3,852	5.08	2.55	7.74	35.2%	75.4%	4,030	2,800	23.64	84.3%	160.81	443.86
云南	39.4	28,954	5.19	4.3	4,690	5.77	2.69	6.85	34.3%	45.1%	8,150	5,800	30.12	83.2%	237.27	488.41
西藏	122.8	2,133	5.16	1.1	366	5.68	2.67	11.01	10.6%	32.5%	580	360	--	--	11.20	319.09
陕西	20.6	32,773	4.32	4.3	3,954	7.54	3.01	6.88	45.7%	37.7%	18,900	10,130	31.94	75.5%	149.91	386.76
甘肃	42.6	11,202	5.09	4.5	2,490	4.10	2.33	6.74	24.9%	55.9%	860	510	10.09	69.2%	78.11	295.09
青海	72.2	3,610	3.15	2.3	594	5.64	2.70	6.08	17.7%	86.3%	820	520	4.25	82.1%	24.72	406.63
宁夏	6.6	5,070	4.86	4.0	725	6.25	2.96	6.63	32.2%	46.2%	1,170	700	4.44	88.2%	21.34	307.04
新疆	166.0	17,741	4.52	3.2	2,589	6.17	2.71	5.41	30.5%	55.2%	3,300	2,200	13.80	78.6%	89.68	355.45

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

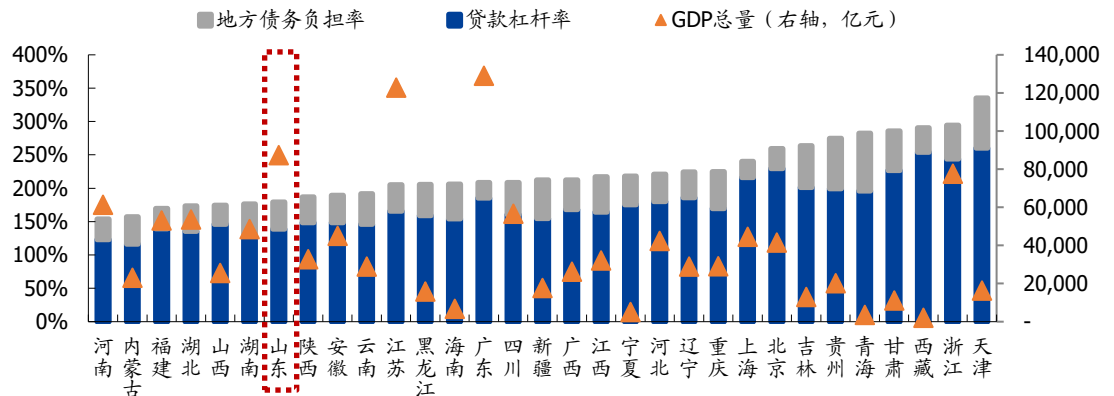
注: 财政自给率=公共财政收入/公共财政支出, 债务负担率=(地方政府债券+城投债)/当地 GDP

图表 11: 山东省主要城市经济指标对比 (2021): 各地分化较大 (有分行的地区标字体蓝色)

	GDP (亿 元)	GDP 增速 (%)	人口(万)	人均GDP (万元)	第一产业	第二产业	第三产业	财政自给 率	地方债务 负担率
济南	11,432	7.20	933.60	12.2	3.6%	34.7%	61.8%	70.30%	18.54%
淄博	4,201	9.40	471	8.9	4.3%	49.4%	46.4%	61.51%	22.53%
东营	3,442	8.50	220	15.7	5.3%	57.8%	36.9%	80.10%	17.89%
省会城市群 泰安	2,997	6.10	543	5.5	10.9%	38.9%	50.1%	52.72%	24.13%
德州	3,489	8.30	560	6.2	10.5%	41.1%	48.4%	43.34%	26.53%
聊城	2,643	8.40	593	4.5	14.2%	36.6%	49.2%	43.34%	45.96%
滨州	2,872	8.30	393	7.3	9.7%	42.2%	48.1%	56.49%	35.16%
青岛	14,136	8.30	1,026	13.8	3.3%	35.9%	60.8%	79.12%	18.10%
烟台	8,712	8.00	708	12.3	7.2%	41.3%	51.5%	72.17%	17.69%
胶东城市群 潍坊	7,011	9.70	940	7.5	9.0%	40.4%	50.7%	72.29%	23.86%
威海	3,464	7.50	291	11.9	10.1%	39.1%	50.8%	72.02%	22.94%
日照	2,212	6.80	297	7.4	8.8%	40.8%	50.4%	61.52%	20.81%
枣庄	1,952	8.30	385	5.1	9.5%	40.8%	49.7%	51.94%	28.80%
鲁南城市群 济宁	5,070	8.50	834	6.1	11.5%	40.1%	48.4%	59.18%	26.53%
临沂	5,466	8.70	1,102	5.0	8.9%	38.7%	52.4%	44.14%	23.01%
菏泽	3,977	8.80	873	4.6	9.8%	41.6%	48.6%	37.72%	29.95%

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所; 注: 由于数据可得性, 财政自给率采用 2020 年的数据

图表 12: 山东省杠杆率水平明显低于其他东部发达省份 (亿元, %)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

相比省内其他中小行, 齐鲁银行基本面相对较优。

- 1) 山东省资产规模在 1000 亿以上的法人银行共 13 家, 此外 1000 亿以下的银行中还有济南农商行等 6 家农商行, 这些银行均可能对齐鲁银行存在竞争关系。
- 2) 根据 2022 年上半年数据, 齐鲁银行总资产规模 4723 亿, 排名第 3, 仅次于恒丰银行 (2021A 为 1.2 万亿)、青岛银行 (2021A 为 5226 亿)。
- 3) 但从基本面的角度来看, 齐鲁银行: A、资产质量好, 逾期贷款占比仅 0.93%, 各银行中最低。B、盈利能力较好, 且较为稳定, 2022 年齐鲁银行的 ROE 为 11.8%, 各银行中名列前茅, 且 2018 年以来 ROE 基本保持在 11% 以上。

自身经营稳健+竞争优势较强, 过去几年齐鲁银行在济南本地、异地分行的市占率均呈现提升态势: 1) 济南市的贷款市占率整体呈提升态势, 从 2017 年的 3.9% 提升至当前的 4.39% 左右; 2) 异地分行的存款的市占率从 2018 年的 0.63% 持续提升至当前 1.08%。

总体来说, 齐鲁银行体量不大, 正处于规模快速扩张期。作为山东省的“省会银行”, 截止 2022 年末其总资产规模突破 5000 亿元, 而山东省经济总量庞大 (2022 年 GDP 总量 8.7 万亿, 信贷总额 10.8 万亿, 分别列全国第 3、4), 有很大的扩张空间。在济南本地, 其贷款市占率也仅 4.39% (2022H1), 还有较大的提升空间。过去几年, 基建类业务快速扩张, 带动本、异地市占率逐步上升, 近 3 年半总资产、总贷款 CAGR 分别高达 17.86%、22.57%, 明显高于上市银行平均的 10.1%、12.35%, 上市城商行平均的 12.24%、16.8%。

图表 13: 山东省主要城商行、农商行指标对比 (2022H1)

银行类别	总部所在城市	网点数 (21A)	员工人数 (21A)	资产规模	贷款余额	存款余额	营业收入	归母净利润	ROE	利润增速	逾期率	不良率	
恒丰银行	股份行	济南市	316	10,684	12,173	6,483	6,774	238.79	63.81	6.2%	20.17%	2.72%	2.12%
青岛银行	城商行	青岛市	166	4,574	5,364	2,653	62.09	20.18	14.0%	12.28%	1.54%	1.33%	
齐鲁银行	城商行	济南市	171	4,490	4,723	2,418	3,345	54.80	17.38	11.8%	18.01%	0.93%	1.33%
青农商行	农商行	青岛市	358	5,226	4,442	2,430	2,883	53.33	17.49	10.7%	5.08%	1.73%	1.72%
威海银行	城商行	威海市	122	3,149	3,327	1,591	2,295	73.77	9.92	8.6%	12.39%	2.32%	1.47%
日照银行	城商行	日照市	118	2,599	2,804	1,571	2,103	31.08	8.28	8.9%	3.40%	-	1.58%
潍坊银行	城商行	潍坊市	122	2,452	2,273	1,198	1,745	26.32	7.49	10.8%	18.22%	-	1.32%
齐商银行	城商行	淄博市	120	-	2,120	1,307	-	17.37	3.95	5.3%	1.40%	-	1.50%
莱商银行	城商行	济南市	112	2,607	1,808	1,158	-	4.06	6.3%	0.10%	2.41%	1.89%	
东营银行	城商行	东营市	116	364	1,643	812	1,314	15.36	3.59	6.3%	22.80%	-	1.33%
济宁银行	城商行	济宁市	90	1,746	1,616	939	1,290	19.47	3.74	7.3%	5.57%	-	1.10%
临商银行	城商行	临沂市	93	2,200	1,427	971	1,141	18.77	2.06	4.1%	-43.62%	1.84%	-
烟台银行	城商行	烟台市	85	1,837	1,171	-	952	12.74	2.19	5.4%	41.43%	-	-
济南农商行	农商行	济南市	-	-	999	-	-	13.93	3.02	-	-	-	-
莱芜农商行	农商行	济南市	71	-	435	-	357	3.07	0.57	3.7%	-18.34%	-	-

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

注: 由于数据可得性, 网点数及员工人数为 2021 年年报数据, 此外其他 4 家济南县市农商行年报不齐全也暂不列示; 恒丰银行未披露 2022 年中报为 21A 数据

图表 14: 山东省主要城商行、农商行股东结构及贷款主要投向 (2022H1)

	主要股东情况	贷款投放分布
恒丰银行	中央汇金公司为第一大股东 (持股54%), 山东省金融资产管理股份有限公司 (持股32.4%, 山东省政府), 烟台市国资委 (持股2.1%)	长三角 (2536亿, 占总贷款比重39%)、环渤海 (1739亿, 27%)
青岛银行	意大利联合圣保罗银行 (持股17.5%), 海尔集团公司 (持股17.28%), 青岛市国资委 (持股13.37%)	青岛市 (1496.54亿, 56.42%), 山东省其他地区 (1156.14亿, 43.58%)
齐鲁银行	第一大股东济南市国资委及旗下子公司 (26%), 澳洲联邦银行 (16.09%), 山东省国资委持股10.6%	济南市 (1094.46亿, 45.25%), 山东省其他地区 (1323.98亿, 54.75%)
青农商行	青岛市国资委 (持股18.13%), 巴龙国际集团有限公司、巴龙国际建设集团有限公司 (合计持股7.20%), 日照钢铁控股集团有限公司 (持股5.43%)	青岛市 (2276.08亿, 93.65%), 其他地区 (154亿, 6.35%)
威海银行	山东高速集团 (持股37.06%), 威海市财政局 (持股15.38%), 山东高速股份 (持股11.6%)	威海市 (486亿, 30.55%), 其他地区 (1105亿, 69.45%)
日照银行	南京银行 (持股20%), 日照市国资委 (13.5%), 山东省国资委 (持股13.2%)	--
潍坊银行	潍坊市国资委 (持股42.17%), 潍坊市政府投融资管理中心 (持股5.41%), 山东桑莎制衣集团有限公司 (持股5.25%)	--
莱商银行	山东省国资委 (持股42.96%), 济南市国资委 (持股17.63), 华创阳安股份有限公司 (持股4.83)	--
济南农商行	山东省财政厅 (持股10%), 济南市财政局 (持股10%), 山东建邦投资管理有限公司 (持股9%), 巴龙国际集团有限公司 (持股9%)	--

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

二、未来: 资产质量或持续改善, 驱动利润释放、ROE 提升

过去几年齐鲁银行的业绩表现较好: 2022 年前三季度齐鲁银行营收、利润增速分别为 17%、20%, 明显高于上市银行整体, 2022 全年继续保持 8.8%、18.2% 的增长 (高于已披露的上市银行平均水平), 简单拆分来看, 主要是规模快速扩张+中收高增长驱动。

我们认为未来齐鲁银行能否持续高增的核心在于, 资产质量能否持续改善, 以及在此基础上规模、业务扩张空间有多少。

图表 15: 齐鲁银行主要业绩指标 VS 上市城商行整体 (%)

	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/6/30	2022/9/30	趋势图
营收增速	5.3%	18.0%	15.7%	7.1%	28.1%	19.1%	17.2%	
相比城商行	+1.0%	+3.8%	-2.7%	-1.6%	+15.0%	+9.6%	+7.4%	
利润增速	22.71%	6.83%	8.61%	7.74%	20.52%	18.01%	19.93%	
相比城商行	+10.7%	-4.3%	-4.6%	+3.7%	+4.4%	+3.3%	+4.7%	
总资产增速	14.06%	12.46%	15.72%	17.14%	20.32%	17.20%	17.81%	
相比城商行	+2.8%	+2.7%	+5.6%	+4.8%	+8.1%	+5.5%	+6.0%	
净息差	2.23%	2.29%	2.27%	2.15%	2.02%	1.94%	1.95%	
相比城商行	+0.4%	+0.4%	+0.3%	+0.1%	+0.0%	-0.0%	--	
手续费及佣金净收入占比	8.70%	4.65%	6.01%	7.94%	9.32%	16.05%	13.62%	
相比城商行	-8.0%	-9.0%	-6.3%	-2.7%	-2.1%	+5.0%	+3.4%	
其他非息收入占比	2.20%	6.94%	14.64%	11.25%	17.06%	10.37%	12.06%	
相比城商行	-3.5%	-4.1%	-4.9%	-2.6%	+1.3%	-8.1%	-7.1%	
成本收入比	31.29%	31.49%	29.43%	28.81%	26.27%	24.86%	25.51%	
相比城商行	+2.4%	+3.7%	+3.1%	+3.1%	-0.5%	+0.8%	+0.3%	
信用成本	1.40%	1.61%	1.90%	1.75%	2.10%	1.93%	1.98%	
相比城商行	-0.1%	-0.1%	+0.1%	-0.1%	+0.5%	+0.5%	+0.4%	
所得税率	14.40%	15.25%	13.22%	11.74%	8.01%	4.82%	5.35%	
相比城商行	-0.2%	+4.2%	+1.4%	+1.1%	-4.4%	-7.5%	-7.1%	
ROE (加权, 年化)	17.18%	11.78%	11.43%	11.43%	11.40%	11.83%	10.95%	
相比城商行	+2.7%	-1.4%	-1.6%	-0.6%	-0.9%	-2.2%	-2.6%	

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

2.1 资产质量：正值改善期，未来有望持续

静态来看，齐鲁银行不良率偏高，但逾期率低，不良认定较严格。

- 2022Q3 齐鲁银行不良率为 1.32%，高于城商行平均水平（1.15%），2022H1 关注类贷款占比为 1.94%，也高于城商行整体的 1.47%的水平。
- 但逾期率很低，只有 0.93%，主要是其不良贷款认定严格，不良/逾期贷款的比例达到 143%，远高于上市城商行平均的 64%。如对于部分企业（特别是民企），若负债率比较高，或偿债能力出现下滑趋势，就可能会提前放入关注或者不良中。其中制造业贷款的不良率为 5.75%，在各类贷款中最高。
- 过去 2-3 年齐鲁银行刚刚进入资产质量改善期，静态看当前拨备覆盖率、拨贷比（2022 分别为 281%、3.63%），尚未明显领先城商行平均水平（2022Q3 为 313%、3.60%）。但趋势上看，2022 年全年提升 27pc，提升幅度在城商行中较好，若未来能继续保持资产质量的改善趋势，拨备垫具有持续上升的潜力。

图表 16：齐鲁银行资产质量主要指标与上市城商行之间的横向对比（2022Q3&2022H1）

	不良率 (22Q3)	关注率	逾期率	不良 生成率	逾期 生成率	不良/ 逾期	不良/逾期 90+	拨备覆盖率 (22Q3)	拨贷比 (22Q3)	非信贷资 产拨备比
北京银行	1.59%	1.97%	2.55%	0.83%	2.21%	64%	104%	200%	3.18%	9.17%
南京银行	0.90%	0.83%	1.18%	1.44%	1.38%	76%	110%	398%	3.57%	1.26%
宁波银行	0.77%	0.48%	0.76%	1.11%	1.12%	101%	136%	520%	4.00%	1.25%
上海银行	1.25%	1.66%	1.86%	0.74%	0.35%	67%	90%	303%	3.78%	4.43%
贵阳银行	1.53%	3.41%	8.83%	1.52%	13.63%	19%	112%	259%	3.96%	2.38%
杭州银行	0.77%	0.46%	0.67%	0.17%	0.36%	119%	161%	584%	4.50%	5.25%
江苏银行	0.96%	1.31%	1.05%	0.85%	0.83%	93%	143%	360%	3.46%	4.88%
成都银行	0.81%	0.50%	0.84%	0.01%	0.07%	99%	125%	498%	4.04%	3.89%
郑州银行	1.76%	2.16%	3.15%	1.42%	2.37%	56%	101%	169%	2.98%	4.12%
长沙银行	1.16%	1.55%	1.63%	1.05%	0.84%	73%	120%	310%	3.60%	3.07%
青岛银行	1.32%	0.86%	1.54%	0.72%	1.58%	87%	140%	206%	2.72%	2.41%
西安银行	1.19%	2.41%	1.72%	1.72%	1.29%	71%	114%	223%	2.64%	3.89%
苏州银行	0.88%	0.80%	0.73%	-0.20%	-0.04%	124%	152%	533%	4.69%	2.01%
厦门银行	0.86%	0.87%	1.17%	0.51%	1.08%	77%	139%	385%	3.31%	1.31%
齐鲁银行	1.32%	1.94%	0.93%	1.26%	1.25%	143%	222%	266%	3.52%	4.93%
重庆银行	1.23%	2.99%	2.58%	1.30%	1.30%	50%	122%	274%	3.37%	0.73%
兰州银行	1.71%	4.60%	6.37%	1.48%	4.67%	27%	127%	198%	3.39%	0.02%
城商行	1.15%	1.47%	1.83%	0.90%	1.55%	64%	116%	313%	3.60%	3.84%
上市银行	1.31%	1.73%	1.31%	0.80%	0.85%	101%	161%	242%	3.18%	4.31%

资料来源：Wind 资讯，公司公告，国盛证券研究所（注：未特殊标注外为 2022H1 数据）

动态来看，2019 年-2022Q3 齐鲁银行资产质量各项指标正进入改善期。

- 其不良率下降 0.31pc，高于城商行的同期下降（0.10pc），逾期率三年半下降 0.43pc 至仅 0.93%，而城商行整体同期提升 0.05pc。
- 加回核销后的不良生成率下降了 14bps，城商行的平均水平约下降 22bps。
- 在资产质量持续改善+收入增速快速提升的同时，齐鲁银行加大了拨备计提力度，测算信用成本近 3 年多提升了 32bps 至 2022Q3 的 1.98%，明显高于城商行平均的 1.56%，这也驱动拨备覆盖率近 3 年多提升了 70.3pc 至 267%，拨贷比提升 0.35pc 至 3.52%，与城商行平均水平的差距正在缩小。

图表 17: 近几年齐鲁银行资产质量主要指标的变化趋势 (%)

不良率								
	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/6/30	2022/9/30	近3年半变化
齐鲁银行	1.54%	1.64%	1.49%	1.43%	1.35%	1.33%	1.32%	-0.31%
城商行	1.26%	1.28%	1.26%	1.21%	1.10%	1.17%	1.15%	-0.10%
上市银行	1.55%	1.50%	1.43%	1.48%	1.34%	1.33%	1.31%	-0.17%
逾期贷款占比								
	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/6/30	2022/9/30	近3年半变化
齐鲁银行	2.01%	1.36%	1.05%	0.86%	0.90%	0.93%	--	-0.43%
城商行	1.87%	1.78%	1.68%	1.51%	1.48%	1.83%	--	+0.05%
上市银行	1.99%	1.81%	1.57%	1.42%	1.29%	1.31%	--	-0.50%
不良生成率								
	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/6/30	2022/9/30	近3年半变化
齐鲁银行	1.08%	1.39%	1.33%	0.98%	0.95%	1.26%	--	-0.14%
城商行	0.87%	1.13%	1.03%	1.16%	0.88%	0.90%	--	-0.22%
上市银行	0.85%	1.02%	0.97%	1.14%	0.75%	0.80%	--	-0.22%
逾期生成率								
	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/6/30	2022/9/30	近3年半变化
齐鲁银行	1.27%	0.59%	1.10%	0.72%	0.95%	1.25%	--	+0.65%
城商行	0.67%	1.16%	1.03%	1.02%	1.02%	1.55%	--	+0.39%
上市银行	0.58%	0.93%	0.82%	0.93%	0.76%	0.85%	--	-0.07%
信用成本								
	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/6/30	2022/9/30	近3年半变化
齐鲁银行	1.40%	1.61%	1.90%	1.75%	2.10%	1.93%	1.98%	+0.32%
城商行	1.53%	1.68%	1.82%	1.82%	1.64%	1.44%	1.56%	-0.24%
上市银行	1.15%	1.30%	1.34%	1.39%	1.20%	1.22%	1.16%	-0.08%
拨备覆盖率								
	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/6/30	2022/9/30	近3年半变化
齐鲁银行	207.08%	192.68%	204.09%	214.60%	253.95%	262.96%	266.27%	+70.28%
城商行	264.95%	275.86%	291.89%	314.06%	341.99%	304.47%	313.32%	+28.61%
上市银行	180.84%	205.79%	221.80%	214.53%	237.24%	240.23%	241.87%	+34.44%
拨贷比								
	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/6/30	2022/9/30	近3年半变化
齐鲁银行	3.19%	3.16%	3.04%	3.06%	3.43%	3.51%	3.52%	+0.35%
城商行	3.28%	3.52%	3.66%	3.80%	3.75%	3.58%	3.60%	+0.05%
上市银行	2.81%	3.09%	3.16%	3.17%	3.18%	3.19%	3.18%	+0.10%

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

注: 信用成本根据信用减值损失/平均贷款余额进行测算。

历史存量包袱正在出清之中, 近年来频现积极信号。齐鲁银行 2013-2015 年经历了一轮风险暴露期, 不良率由 2013 年的 0.96% 提升至 2015 年的 2.19%, 不良生成率由 2013 年的 0.31% 提升至 2014 年的 1.75%, 逾期率也由 2013 年的 1.01% 大幅提升至 2014 年高点 3.33%, 根据公司招股书披露 (行业和地域不良数据最早仅到 2016 年), 上一轮的主要风险集中于批发零售业和制造业, 地区主要位于天津+聊城。

1) 行业角度: 制造业+批发零售业均已计提充分, 批发零售业风险已明显减轻。

A、2016 年齐鲁银行批发零售业不良率为 5.94%, 占全行不良贷款的 51%。主要是经济下行压力加大、外贸低迷情况下, 处于下游的批发零售业经营压力增大, 出现还款困难。近年来齐鲁银行持续压降批发零售业贷款规模, 同时加大处置清收力度, 至 2022 年上半年批发零售业的不良率降至 1.17%, 占全行不良贷款仅 7.3%。此外, 根据公司招股书披露, 齐鲁银行 2020 年末批发零售业拨贷比为 7.49%, 已计提足额拨备。

B、制造业: 不良贷款仍在处置清收中, 已充分计提。2022 年上半年不良率为 5.75%, 占全行不良 44.3%, 不良率过去几年一直处于 3% 以上。主要是山东及天津地区仍在新旧动能转型的过程中, 传统制造业受经济下行、疫情等因素冲击较大, 风险持续暴露。

但齐鲁银行 2020 年末制造业拨贷比达到 8.35%，相对比较充分，随着山东地区产业升级，若未来新增不良能够得到控制，计提压力或将整体减少。

图表 18: 齐鲁银行分行业不良额及不良率走势 (亿元, %)

	不良贷款余额 (亿元)				不良贷款比例			
	2019-12	2020-12	2021-12	2022-06	2019-12	2020-12	2021-12	2022-06
公司不良贷款	16.54	18.89	22.62	26.42	1.81%	1.71%	1.59%	1.63%
制造业	11.91	6.81	10.52	14.29	6.17%	3.23%	4.44%	5.75%
电力、热力、燃气及水生产和供应业		0.25	0.15	0.35		1.13%	0.58%	0.96%
建筑业	0.16	0.75	2.59	2.02	0.16%	0.55%	1.79%	1.03%
批发和零售业	3.21	9.74	3.07	2.35	2.48%	6.56%	1.79%	1.17%
住宿和餐饮业	0.13	0.16			2.55%	2.88%		0.74%
房地产业	0.27	0.28	1.37	1.38	0.23%	0.31%	1.45%	1.71%
租赁和商务服务业	0.04	0.08	4.01	4.54	0.02%	0.03%	0.94%	0.95%
票据贴现			2.77				2.47%	
个人不良贷款	1.56	2.84	3.84	5.81	0.38%	0.55%	0.61%	0.85%
整体不良额	20.88	24.50	29.23	32.24	1.49%	1.43%	1.35%	1.33%

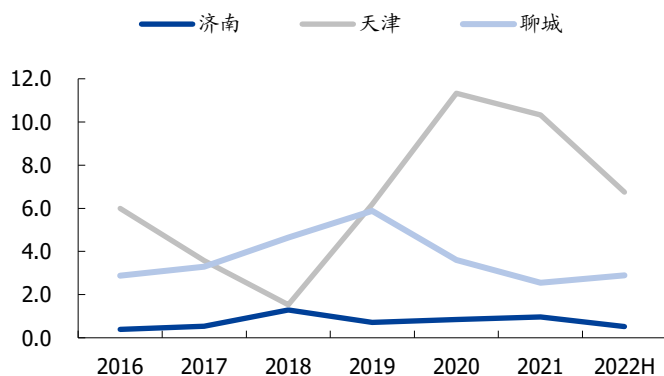
资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

2) 地区角度: 济南本地资产质量一直平稳较优 (不良率最高不超过 1.3%), 存量不良包袱主要来自天津和聊城 (合计贡献总不良的 36%), 近几年正处于逐步化解阶段。

A、天津地区: 过去几年齐鲁银行主动应对潜在风险, 压降存量不良, 严控新增, 近期已出现积极信号, 2021 年、2022H1 天津市不良贷款与占比连续“双降”, 不良率已至 6.75%, 与此同时 2022H1 其天津地区贷款实现了自 2017 年以来的首次正增长。

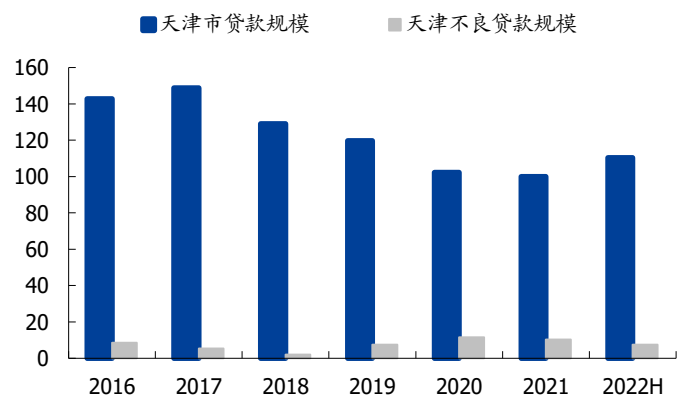
B、聊城地区: 主要是中小企业较多, 且当地信用环境中的普遍性问题下, 大部分企业正常付息, 但齐鲁银行严控地区风险, 认定严格, 把不少展期贷款纳入关注类、不良贷款中。且其加大清收处置力度, 近几年该地区不良率整体呈下降趋势, 到 2022H1 降至 2.89%, 占全行不良 13%。

图表 19: 齐鲁银行各地区不良率走势 (%)



资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 2022 年中报未披露其他地区不良情况)

图表 20: 2021 年天津市不良贷款额首次下降 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

展望未来, 我们预计齐鲁银行资产质量有望持续改善。市场目前或关注两块领域:

1) 基建类贷款: 2020-2022H1 齐鲁银行新投放基建类贷款占新增贷款比重达到 45%, 2021、2022 年在全国各地财政压力加大, 山东地区不少城投债将于 2023 年到期的情况下, 市场或担心这部分的资产质量压力, 我们预计齐鲁银行这部分资产质量有望保持稳定, 主要基于:

A、从报表上看, 齐鲁银行基建类贷款中, 占比最高的租赁及商务服务业贷款不良率仅

0.95%，较 2021 年末基本持平。

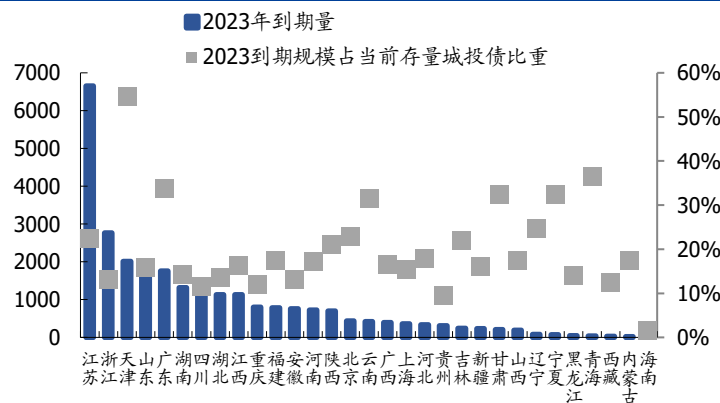
B、作为济南本地最大的法人城商行，主要合作主体预计资质评级均较高。

C、2022 年底，财政部发布《关于贯彻落实国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见的实施意见》（财预 137 号文），明确要“加大中央基建投资对山东新旧动能转换和绿色低碳高质量发展重大项目支持力度”的同时“在分配地区新增地方政府债务限额时统筹予以支持”、“指导山东逐步降低高风险地区债务水平”²。23 年 2 月基于 137 号文，银保监会发布贯彻落实的指导意见³，其中进一步明确了强化风险检测、支持开展中小银行风险资产清收处置、加快推进城商行改革化险和高质量发展、积极配合化解地方政府债务风险等一系列举措。这一系列政策背后，表明中央对山东省资产质量保持稳定的重视，未来中央财政支持有望加大，新增地方债限额或也可能提升，在这种情况下，预计山东省优质城投、基建项目的资产质量能够继续保持稳定。

2) 异地贷款：从 2022H1 边际跟踪来看，济南本地、天津地区不良继续改善，但聊城、其他地区贷款的不良率分别较年初上升 34bps、77bps 至 2.89%、1.39%，根据其可转债募集材料分析，主要是受经济增速放缓和疫情影响，临沂、青岛等地区个别客户经营困难，偿债能力下降，贷款产生逾期下迁至不良。若未来经济逐步企稳、消费逐步复苏，中小企业客户资产质量与偿债能力均有望得到修复，异地资产质量有望保持稳定、较优。

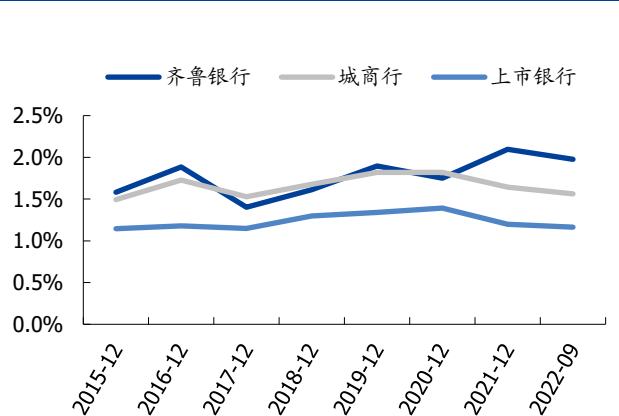
总的来说，过去 2 年齐鲁银行的资产质量已处于较好的改善趋势中，未来资产质量有望继续改善的情况下，其当前综合信用成本约 1.98%（高于城商行平均的 1.56%），在拨备覆盖率已经达到 280%+ 的情况下，或将逐步打开拨备释放利润的空间。

图表 21: 2023 年山东、天津城投债到期规模均较多 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 齐鲁银行综合信用成本仍高于同业, 未来有下降空间 (%)



资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 规模、中收快速增长，拨备有望释放利润，驱动 ROE 持续提升

2.2.1 规模：有望继续快速扩张

规模高增长是过去几年支撑收入快速增长的核心驱动力。齐鲁银行 2022Q3 总资产同比增速为 17.8%，高于城商行整体 6pc。这也驱动着其利息净收入增速高达 13% 左右，高于城商行整体 5-10% 左右的水平（2022 全年资产增速 16.7%）。

² 137 号文链接: http://yss.mof.gov.cn/zhengceguizhang/202211/t20221101_3849193.htm

³ 银行业保险业贯彻落实《国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见》实施意见 <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html?docId=1096677&itemId=861&generaltype=1>

展望未来，齐鲁银行规模扩张还有较大空间。

1) 齐鲁银行作为山东省的“省会银行”，网点覆盖面全，当前规模、市占率均不大，而其相比其他本地中小行具有竞争优势，过去几年本地、异地市占率持续提升，未来或具有较大的扩张空间。

2) 业务上看，对公方面，根据前文的测算山东省不论是地方债务杠杆率还是区域总杠杆率水平平均不高，基建类业务等仍有不错的发展空间，山东正处在新旧动能转化的过程中，全省资产质量正逐步改善，不良率快速下降，齐鲁银行作为济南本地最大的法人城商行，未来有望紧抓全省机遇，继续快速增长。而零售端，山东地区人口庞大，经营户资源丰富，当前齐鲁银行经营贷、消费贷等占比仍低，未来也有较大的提升空间。

3) 从网点、人员投入的角度看，近几年齐鲁银行正加大布局：目前齐鲁银行已覆盖山东省16个地级市中的12个，其网点总数从2019年的149个增加到178个，其中济南本地网点稳定在102个左右，异地网点从49个增加到76个，平均每年增加10个左右；人员总数从2019年的3467人，增加至2022H1的3785人，其中本地员工基本稳定，异地员工累计增长约30%至1362人。未来这些网点、人员将持续贡献产能，支撑齐鲁银行规模、业务继续快速扩张。

4) 从资本金、资金来源的角度看，齐鲁银行2022Q3核心一级、一级、资本充足率分别为9.3%、11.1%、14.3%，高于监管要求标准，且其80亿可转债已发行上市，未来若能成功转股，将直接补充核心一级资本，打开扩张空间。从负债来源的角度看，齐鲁银行存款基础相对较好，存贷比仅76%左右，低于同业，未来也能支持资产快速扩张。

综合齐鲁银行过去几年的规模扩张节奏、本地异地扩张空间、近几年投入布局等因素，我们预计2023年齐鲁银行贷款、资产规模均有望继续实现同比多增，保持2022年快速扩张的节奏（2022年总资产、贷款分别增长16.7%、18.8%）。

图表 23: 齐鲁银行异地网点、人员快速扩张 (个)

单位: 个	2017		2018		2019	
	本地	异地	本地	异地	本地	异地
网点数量	95	36	97	42	100	49
员工数量	2130	839	2473	1107	2410	1057
单位: 个	2020		2021		2022H1	
	本地	异地	本地	异地	本地	异地
网点数量	102	58	102	69	102	76
员工数量	2391	1135	2440	1309	2423	1362

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 测算齐鲁银行异地分行存款市占率持续提升 (%)

	存款市占率				
	2018	2019	2020	2021	2022H1
潍坊	--	0.91%	1.24%	1.79%	1.98%
青岛	0.32%	0.38%	0.48%	0.56%	0.61%
聊城	3.33%	3.07%	3.00%	2.97%	2.74%
临沂	1.33%	1.53%	1.68%	1.73%	1.46%
天津	0.57%	0.53%	0.36%	0.31%	0.37%
德州	1.37%	1.56%	1.65%	2.32%	2.60%
威海	--	0.00%	0.70%	1.55%	1.71%
泰安	1.22%	1.27%	1.38%	1.86%	1.79%
东营	1.48%	0.49%	1.04%	1.54%	1.48%
日照	0.12%	0.30%	0.67%	1.42%	1.78%
烟台	0.05%	0.18%	0.36%	0.50%	0.52%
滨州	0.25%	0.66%	1.17%	1.44%	1.52%
异地分行合计	0.63%	0.72%	0.82%	1.03%	1.08%

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国盛证券研究所

2.2.2 息差: 有一定重定价压力, 未来结构优化有望带来一定支撑

2022H1 齐鲁银行的息差为 1.94%，与城商平均水平基本相当，近 2 年息差下降 21bps，也与城商行平均水平一致（这里用两年比较主要是为了剔除信用卡口径调整因素的影响），主要由于：

- 1) 资产端加大低风险的基建类贷款、地方政府债券等，降低信用风险的同时，资产收益率也有所下降（近 2 年下降 34bps，高于城商行平均的 27bps），从资产收益率拆分的角度看，其投资类资产整体收益率 3.28%，也低于城商行平均水平。
- 2) 负债端齐鲁银行在激烈的竞争环境中，保持了存款成本相对较低（22H1 为 2.21%，低于城商行平均），但趋势上存款成本率上升 3bps（城商行平均下降 1bp）。

展望未来，息差方面可主要关注：

- 1) 资产端结构优化：将加大县域+普惠投放，或有利于支撑资产收益率，缓解息差压力；

2) 负债端, 其定期存款约 63% (低于山东本地, 但高于上市银行平均), 其中 3 个月-1 年、1-5 年存款分别占比 23%、31%, 这部分存款或将受益于存款自律机制改革、行业调降存款利率浮动上限等, 一定程度上也会对息差形成一定支撑。

3) 2023 年或面临一定重定价压力。从贷款期限结构来看, 齐鲁银行 1 年期以上贷款占比约 54%, 2023 年年初或面临一定重定价压力, 我们根据 2022H1 数据测算, 将会负面影响息差 9bps 左右, 与行业趋势基本一致。

综合考虑新发放贷款收益率下降、重定价压力、资产结构优化、存款自律机制下调、行业性存贷款竞争加剧等多因素, 我们预计 2023 年齐鲁银行净息差或下降 5bps 左右。

图表 25: 齐鲁银行净息差拆分及与同业对比 (2022H1)

	利率			结构 (占总资产/负债比重)		
	齐鲁银行	上市城商行	上市银行	齐鲁银行	上市城商行	上市银行
生息资产合计	4.14%	4.25%	3.81%			
客户贷款	5.15%	5.04%	4.44%	49.58%	47.62%	55.71%
企业贷款	4.97%	4.58%	4.08%	35.43%	32.32%	33.57%
个人贷款	5.58%	5.96%	5.28%	14.16%	15.30%	22.14%
证券投资	3.28%	3.80%	3.39%	40.33%	38.58%	28.25%
计息负债合计	2.30%	2.34%	1.94%			
吸收存款	2.21%	2.23%	1.81%	76.18%	65.33%	75.39%
对公存款	1.76%	1.95%	1.77%	42.89%	42.79%	39.22%
零售存款	2.78%	2.83%	1.91%	33.29%	20.15%	34.72%
同业负债	2.05%	2.17%	1.96%	6.65%	12.52%	11.47%
应付债券	3.21%	2.88%	2.99%	8.53%	15.38%	7.48%
净息差	1.94%	1.96%	2.01%			

资料来源: 公司公告, Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 26: LPR 重定价对各家银行息差的影响测算 (基于 2022H1 数据)

	贷款占比				LPR 下降影响					
	1年期以内	1-5年期	5年期以上	贷款增速	对新发放贷款影响	对息差影响	明年重定价部分	对息差影响	贷款整体影响	对息差整体影响
北京银行	47%	25%	28%	7%	-0.09%	-0.05%	-0.08%	-0.05%	-0.17%	-0.10%
南京银行	52%	29%	18%	18%	-0.08%	-0.04%	-0.05%	-0.03%	-0.13%	-0.07%
宁波银行	59%	26%	15%	24%	-0.08%	-0.04%	-0.04%	-0.02%	-0.12%	-0.06%
上海银行	45%	34%	22%	8%	-0.07%	-0.04%	-0.07%	-0.03%	-0.14%	-0.07%
贵阳银行	30%	41%	29%	9%	-0.06%	-0.03%	-0.09%	-0.04%	-0.16%	-0.07%
杭州银行	39%	39%	22%	23%	-0.07%	-0.04%	-0.06%	-0.03%	-0.14%	-0.06%
江苏银行	62%	20%	17%	15%	-0.09%	-0.05%	-0.05%	-0.03%	-0.14%	-0.08%
成都银行	25%	47%	28%	33%	-0.08%	-0.04%	-0.07%	-0.04%	-0.15%	-0.08%
郑州银行	42%	41%	17%	18%	-0.06%	-0.04%	-0.05%	-0.03%	-0.12%	-0.07%
长沙银行	40%	32%	27%	16%	-0.08%	-0.04%	-0.08%	-0.04%	-0.16%	-0.09%
青岛银行	44%	30%	26%	13%	-0.08%	-0.05%	-0.08%	-0.04%	-0.16%	-0.09%
西安银行	52%	37%	12%	5%	-0.06%	-0.03%	-0.04%	-0.02%	-0.10%	-0.05%
苏州银行	59%	20%	20%	16%	-0.09%	-0.05%	-0.06%	-0.03%	-0.15%	-0.08%
厦门银行	45%	29%	26%	14%	-0.09%	-0.05%	-0.07%	-0.04%	-0.16%	-0.09%
齐鲁银行	46%	27%	27%	19%	-0.09%	-0.05%	-0.07%	-0.04%	-0.17%	-0.09%
重庆银行	31%	43%	26%	9%	-0.06%	-0.03%	-0.08%	-0.04%	-0.14%	-0.08%
无锡银行	52%	31%	16%	10%	-0.07%	-0.04%	-0.05%	-0.03%	-0.12%	-0.07%
常熟银行	53%	23%	23%	22%	-0.10%	-0.07%	-0.06%	-0.04%	-0.16%	-0.11%
江阴银行	62%	24%	14%	10%	-0.07%	-0.05%	-0.04%	-0.03%	-0.12%	-0.07%
苏农银行	64%	17%	19%	20%	-0.10%	-0.06%	-0.05%	-0.03%	-0.15%	-0.10%
张家港行	59%	25%	16%	17%	-0.08%	-0.05%	-0.05%	-0.03%	-0.13%	-0.08%
青农商行	50%	29%	21%	4%	-0.08%	-0.05%	-0.07%	-0.04%	-0.14%	-0.09%
渝农商行	39%	30%	30%	10%	-0.08%	-0.04%	-0.09%	-0.04%	-0.17%	-0.08%
上市银行	35%	26%	40%	11%	-0.09%	-0.06%	-0.11%	-0.07%	-0.21%	-0.13%

资料来源: 公司公告, Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 27: 齐鲁银行净息差拆分及与同业对比 (2015-2022H1)

净息差	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/6/30	20A-22H变动
贵阳银行	3.62%	2.88%	2.67%	2.33%	2.40%	2.52%	2.26%	2.36%	-0.16%
江苏银行	1.94%	1.70%	1.58%	1.59%	1.94%	2.14%	2.28%	2.36%	+0.22%
郑州银行	3.12%	2.69%	2.08%	1.70%	2.16%	2.40%	2.31%	2.35%	-0.05%
长沙银行	3.03%	2.64%	2.67%	2.45%	2.42%	2.58%	2.40%	2.35%	-0.23%
南京银行	2.61%	2.16%	1.85%	1.89%	1.86%	2.25%	2.25%	2.21%	-0.04%
成都银行	2.80%	2.45%	2.16%	2.21%	2.16%	2.19%	2.13%	2.07%	-0.12%
宁波银行	2.38%	1.95%	1.94%	1.97%	1.84%	2.30%	2.21%	1.96%	-0.34%
齐鲁银行	2.91%	2.60%	2.23%	2.29%	2.27%	2.15%	2.02%	1.94%	-0.21%
苏州银行	2.75%	2.25%	2.01%	2.11%	2.09%	2.22%	1.91%	1.82%	-0.40%
重庆银行	2.52%	2.38%	2.11%	1.79%	2.11%	2.27%	2.06%	1.78%	-0.49%
北京银行	--	--	--	1.88%	1.96%	1.93%	1.83%	1.77%	-0.16%
青岛银行	2.36%	2.23%	1.72%	1.63%	2.13%	2.13%	1.79%	1.76%	-0.37%
西安银行	2.89%	1.94%	2.01%	2.23%	2.26%	2.16%	1.91%	1.74%	-0.42%
杭州银行	2.50%	1.98%	1.65%	1.71%	1.83%	1.98%	1.83%	1.69%	-0.29%
上海银行	2.02%	1.73%	1.25%	1.76%	1.71%	1.82%	1.74%	1.66%	-0.16%
兰州银行	2.85%	2.50%	2.44%	2.36%	2.12%	1.72%	1.72%	1.54%	-0.18%
厦门银行	3.14%	2.96%	2.83%	2.27%	1.51%	1.65%	1.62%	1.49%	-0.16%
城商行	2.56%	2.18%	1.95%	2.01%	2.05%	2.14%	2.02%	1.93%	-0.21%
上市银行	2.47%	2.19%	2.03%	2.11%	2.21%	2.23%	2.11%	2.03%	-0.21%
贷款收益率	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/6/30	20A-22H变动
长沙银行	7.07%	6.05%	5.85%	5.99%	6.41%	6.28%	6.02%	5.99%	-0.29%
兰州银行	--	--	--	6.17%	6.16%	6.16%	5.88%	5.70%	-0.46%
贵阳银行	7.89%	6.12%	6.07%	6.09%	5.84%	5.89%	5.73%	5.55%	-0.34%
江苏银行	5.69%	4.93%	4.85%	5.08%	5.32%	5.43%	5.36%	5.41%	-0.02%
郑州银行	7.10%	5.93%	5.55%	5.78%	5.78%	5.68%	5.47%	5.41%	-0.27%
宁波银行	6.74%	5.72%	5.43%	5.78%	6.12%	6.00%	5.75%	5.38%	-0.62%
南京银行	6.62%	5.48%	5.08%	5.55%	5.75%	5.60%	5.42%	5.27%	-0.33%
重庆银行	6.52%	5.82%	5.72%	6.09%	6.04%	5.98%	5.54%	5.21%	-0.77%
齐鲁银行	6.39%	5.47%	5.26%	5.52%	5.46%	5.48%	5.26%	5.15%	-0.33%
青岛银行	6.10%	5.21%	4.75%	4.88%	5.13%	5.33%	5.08%	5.08%	-0.25%
杭州银行	6.32%	5.04%	4.74%	5.13%	5.50%	5.37%	5.11%	5.05%	-0.32%
西安银行	6.45%	5.07%	4.80%	5.15%	5.61%	5.59%	5.38%	5.04%	-0.55%
成都银行	6.37%	5.13%	4.85%	4.99%	5.12%	5.17%	5.03%	5.02%	-0.15%
厦门银行	7.08%	5.95%	5.63%	5.93%	6.11%	5.47%	5.05%	4.82%	-0.65%
苏州银行	7.04%	5.72%	5.41%	5.46%	5.64%	5.38%	4.89%	4.76%	-0.62%
上海银行	5.37%	4.44%	4.49%	5.28%	5.40%	5.06%	4.72%	4.57%	-0.49%
北京银行	5.79%	4.63%	4.47%	4.66%	4.82%	4.72%	4.55%	4.35%	-0.37%
城商行	6.15%	5.10%	4.83%	5.48%	5.63%	5.56%	5.31%	5.16%	-0.40%
上市银行	6.02%	5.15%	4.92%	5.32%	5.45%	5.33%	5.11%	4.99%	-0.34%
存款成本率	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/6/30	20A-22H变动
宁波银行	2.05%	1.71%	1.71%	1.80%	1.88%	1.86%	1.83%	1.80%	-0.06%
北京银行	2.11%	1.63%	1.60%	1.76%	1.93%	2.00%	1.97%	2.01%	+0.01%
上海银行	2.51%	1.96%	1.86%	2.01%	2.19%	2.15%	2.07%	2.11%	-0.04%
成都银行	2.05%	1.52%	1.47%	1.52%	1.70%	1.85%	1.98%	2.13%	+0.28%
长沙银行	1.89%	1.61%	1.45%	1.68%	2.00%	2.15%	2.09%	2.15%	--
青岛银行	2.07%	1.75%	1.76%	1.81%	1.83%	2.04%	2.09%	2.19%	+0.15%
齐鲁银行	2.36%	1.84%	1.77%	1.91%	2.15%	2.18%	2.24%	2.21%	+0.03%
苏州银行	2.45%	1.85%	2.12%	2.25%	2.33%	2.34%	2.25%	2.22%	-0.12%
杭州银行	2.45%	1.80%	1.81%	2.11%	2.33%	2.33%	2.21%	2.26%	-0.07%
南京银行	2.44%	2.04%	2.06%	2.38%	2.59%	2.51%	2.35%	2.32%	-0.19%
江苏银行	2.27%	1.93%	2.04%	2.47%	2.55%	2.47%	2.32%	2.34%	-0.13%
郑州银行	2.19%	1.89%	2.02%	2.36%	2.58%	2.51%	2.49%	2.39%	-0.12%
贵阳银行	1.76%	1.38%	1.35%	1.74%	2.20%	2.54%	2.79%	2.59%	+0.05%
西安银行	2.23%	1.86%	1.76%	1.68%	2.10%	2.50%	2.65%	2.62%	+0.12%
厦门银行	2.60%	2.47%	2.37%	2.74%	2.68%	2.66%	2.63%	2.62%	-0.04%
重庆银行	2.75%	2.49%	2.36%	2.60%	2.93%	2.95%	2.85%	2.95%	--
兰州银行	--	--	--	2.85%	3.05%	3.21%	3.21%	3.11%	-0.10%
城商行	2.13%	1.75%	1.70%	2.06%	2.27%	2.37%	2.35%	2.35%	-0.01%
上市银行	2.19%	1.77%	1.70%	1.94%	2.12%	2.16%	2.15%	2.16%	+0.01%

资料来源: 公司公告, Wind 资讯, 国盛证券研究所

2.2.3 非息收入：受市场利率波动影响较小，理财等中间业务还有较大的增长空间

近3年齐鲁银行手续费及佣金净收入增速均在40%以上，至2022Q3占营收比重提升至13.6%。主要得益于理财及贸易金融业务的快速发展（2020年至今理财规模复合增速12%），2020H1-2022H1理财收入年均增长100.2%至5.53亿元，占手续费收入的比重超60%。

山东省高净值客户资源丰富（大陆第7），齐鲁银行未来将全面提质财富管理，打造“泉心财富·全心为您”的财富管理品牌。当前齐鲁银行的AUM中69.7%为零售存款，未来向非存款AUM业务（理财、基金、保险等）转化的空间较大。2022H1其非保本理财规模达到631亿，占总资产、AUM比重分别为13.4%、30.7%，2022年7月29日，其公告拟筹备申请理财子公司（注册资本拟为10亿元），将进一步打开业务拓展空间。综合下来我们预计，其2023年手续费及佣金净收入增速或继续保持20%左右较快增长的状态。

齐鲁银行投资收益等其他非息收入占比较小，预计受市场利率波动的影响也将较小。

- ✓ 2022前三季度齐鲁银行其他非息收入占营收比重仅约12.0%，其中近两年公允价值变动损益、投资收益分别平均占比1.89%、9.23%。
- ✓ 从投资资产的计量方式来看，齐鲁银行2022Q3其以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产仅296亿，占总资产比重约6%，这样的投资结构有利于降低债市波动对其收入的影响，预计2023年其投资收入有望保持稳定增长。

图表 28: 主要上市城商行其他非息收入对比: 齐鲁银行占比相对较小 (%)

	近两年占营收比重			2022Q3 占总资产比重		
	公允价值变动损益	投资收益	合计	交易性金融资产 (FV-PL)	摊余成本法计量的金融资产	以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产 (FV-OCI)
北京银行	0.8%	11.9%	12.8%	8.1%	20.7%	4.1%
南京银行	8.7%	19.6%	28.4%	17.4%	18.3%	7.4%
宁波银行	4.1%	21.9%	26.0%	14.6%	13.0%	17.7%
上海银行	-0.4%	13.8%	13.4%	10.8%	25.4%	2.5%
贵阳银行	0.9%	7.2%	8.1%	5.7%	28.6%	11.4%
杭州银行	2.7%	15.0%	17.6%	10.1%	26.2%	9.7%
江苏银行	2.3%	14.1%	16.4%	11.7%	18.4%	4.7%
成都银行	1.2%	11.6%	12.8%	5.8%	22.7%	2.9%
郑州银行	-0.8%	8.0%	7.2%	8.0%	20.8%	2.3%
长沙银行	3.8%	12.1%	15.9%	13.1%	26.8%	4.2%
青岛银行	1.3%	13.2%	14.5%	8.2%	11.2%	17.3%
西安银行	1.6%	7.0%	8.7%	5.8%	32.1%	1.4%
苏州银行	2.4%	13.6%	16.0%	11.8%	18.1%	6.5%
厦门银行	-1.1%	11.5%	10.4%	5.4%	12.5%	10.4%
齐鲁银行	1.9%	9.2%	11.1%	6.0%	22.7%	11.3%
重庆银行	-0.2%	12.5%	12.3%	3.9%	20.7%	11.2%

资料来源：公司公告，Wind 资讯，国盛证券研究所

2.2.4 业绩展望与盈利预测：拨备有望释放利润，驱动 ROE 提升

我们预计 2023 年-2024 年齐鲁银行还将保持较为稳定的营收增速+继续高增长的利润增速，主要基于：

1) 规模：有望保持稳定、较快的增长。假设其 2023 年、2024 年新增贷款投放增速与 2022 年基本相当，贷款增速为 18% 左右。对应 2022-2024 年生息资产增速分别为 16.7%/16.2%/16.4%。

2) 息差：有一定下降压力。预计 2023 年息差或较 2022 年略降 5bps 左右，节奏上预计 2023Q1 降幅最大，但下半年有望逐步企稳。2024 年重定价因素有望边际缓解，息差降幅或逐步收窄。

3) 中收：有望继续较快增长。理财、贸易金融等业务均有大力发展空间，手续费及佣金净收入增速 2023、2024 有望保持 15% 左右的增长。

综合以上假设，测算 2023 年、2024 年齐鲁银行营收增速将保持 10.76%、12.95% 的较快增长。

4) 资产质量：在存量包袱明显减轻的情况下，预计未来齐鲁银行资产质量有望保持持续改善的态势，2022-2024 年不良生成率预计保持在 0.78% 左右，对应不良率为 1.25%/1.21%/1.19%。

综合测算下 2023 年-2024 年利润增速有望保持 18% 左右，其 ROE 水平 2023-2024 有望提升至 11.6%、12.5% 左右，打开估值修复的空间。

三、投资建议

3.1 个股投资建议

齐鲁银行近几年正处于资产质量改善+业绩快速增长的时期，2022 年实现了 8.8%、18.2% 的较快增长。我们预计 2023 年其资产质量有望继续保持改善趋势，规模快速扩张+中收快速发展，拨备有望释放利润，不考虑外部再融资扰动的情况下，驱动 ROE 提升。目前股价对应 2022PB、2023PB 分别为 0.66x、0.59x，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 35.9/42.5/50.5 亿，建议关注 ROE 提升驱动估值修复的机会，首次覆盖予以“买入”评级。

3.2 可转债：补充资本打开扩张空间，或形成有效催化

齐鲁银行 2022 年底已发行 80 亿可转债，将在 2023 年 6 月 5 日进入转股期。对目前处于快速扩张时期的齐鲁银行而言，转股补充核心一级资本的诉求强烈：

1) 若转股成功可直接帮助齐鲁银行补充核心一级资本，打开未来发展空间：业务角度看，齐鲁银行信贷快速扩张需要资本补充，截至 2022Q3 齐鲁银行总资产、RWA 同比增速分别为 17.8%、10.02%，目前核心一级、一级、资本充足率分别为 9.27%、11.10%、14.26%，假设按照现有 30.12% 的分红比例及 18% 左右的利润增速测算，不考虑外部再融资的情况下，到 2025 年齐鲁银行核心一级资本充足率将触及监管 7.50% 的要求，核心一级资本缺口约 130.9 亿。齐鲁转债已触发下修条款，且在 2023 年 2 月初已执行，

转股价从 5.87 元下修到 5.68 元。

2) 转债发行或也有利于催化齐鲁银行估值修复。齐鲁银行转债转股价为 5.68 元/股, 按 130% 的强制赎回比例算, 强制赎回价约 7.38 元/股, 距离当前股价有 75.4% 的空间。

图表 29: 银行板块部分个股估值情况

银行板块	PB		股息率	AH溢价率	过去3年分位数		距离强制 转股价空间
	22E	23E			22PB	AH溢价率	
工商银行	0.49	0.45	6.67%	20.24%	24.4%	6.5%	
建设银行	0.54	0.49	6.24%	32.82%	28.8%	67.0%	
农业银行	0.47	0.43	6.87%	21.35%	34.8%	15.0%	
中国银行	0.47	0.43	6.66%	27.51%	46.9%	22.6%	
交通银行	0.44	0.41	7.03%	19.61%	69.8%	55.8%	
邮储银行	0.63	0.57	5.15%	9.80%	20.2%	32.7%	
招商银行	1.07	0.92	4.34%	-0.88%	11.8%	40.4%	
中信银行	0.46	0.39	5.86%	58.24%	54.3%	41.6%	62.3%
浦发银行	0.35	0.33	5.81%		4.7%		149.7%
民生银行	0.29	0.27	6.26%	44.77%	2.0%	48.0%	
兴业银行	0.52	0.46	6.25%		4.0%		92.2%
光大银行	0.40	0.37	6.57%	47.41%	25.1%	65.1%	42.3%
华夏银行	0.32	0.30	6.38%		28.0%		
平安银行	0.69	0.61	1.75%		13.7%		
浙商银行	0.44	0.41	5.61%	21.75%	1.9%	31.6%	
北京银行	0.39	0.36	6.98%		28.4%		
南京银行	0.80	0.70	4.80%		16.1%		30.3%
宁波银行	1.19	1.03	1.80%		2.3%		
上海银行	0.42	0.42	6.67%		18.1%		121.7%
贵阳银行	0.39	0.35	5.41%		10.7%		
江苏银行	0.62	0.54	5.68%		43.9%		10.2%
杭州银行	0.85	0.71	3.01%		9.9%		41.2%
成都银行	0.93	0.79	4.59%		38.6%		31.7%
郑州银行	0.46	0.40	4.22%	147.19%	3.1%	97.8%	
长沙银行	0.59	0.53	4.43%		32.2%		
青岛银行	0.66	0.59	4.82%	44.06%	4.0%	91.2%	
西安银行	0.54	0.51	5.32%		24.3%		
苏州银行	0.72	0.65	3.99%		57.7%		31.7%
厦门银行	0.68	0.59	4.46%		13.4%		
齐鲁银行	0.66	0.59	4.37%		11.5%		75.4%
重庆银行	0.52	0.48	5.49%	92.91%	19.2%	8.4%	99.1%
兰州银行	0.64	0.62	2.87%		新低		
常熟银行	0.93	0.86	2.61%		43.3%		37.3%
无锡银行	0.61	0.57	3.27%		14.7%		33.1%
苏农银行	0.60	0.56	3.30%		16.3%		39.6%
江阴银行	0.63	0.58	4.35%		20.3%		30.0%
张家港行	0.74	0.66	3.42%		38.7%		25.8%
紫金银行	0.57	0.53	3.76%		7.2%		93.0%
青农商行	0.51	0.46	3.41%		6.4%		87.2%
渝农商行	0.37	0.35	6.94%	50.48%	23.2%	17.6%	
沪农商行	0.55	0.50	5.12%		22.8%		
瑞丰银行	0.76	0.69	2.39%		33.8%		
银行(申万)	0.49		4.94%		6.0%		

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (以 2022 年 3 月 13 日收盘价计算)

风险提示

- 1、 疫情反复, 拖累宏观经济, 影响齐鲁银行资产质量;
- 2、 区域金融竞争超预期, 影响齐鲁银行未来 3 年业绩扩张弹性;
- 3、 再融资推进不及预期, 影响齐鲁银行业务扩张节奏;
- 4、 贷款利率下降超预期, 对齐鲁银行息差造成负面影响, 从而影响业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com