

表内经营效率企稳，多渠道资本补充助力

齐鲁银行(601665)

► 优质地方银行，规模增长快、盈利表现佳

齐鲁银行前身是在济南市 16 家城市信用社和 1 家城信社联社基础上组建的济南城市合作银行，2004 年引入股东澳洲联邦银行，目前持股 16.09% 为第一大股东，同时股东以地方国资为主，总体持股相对均衡，股权结构多元化。

齐鲁银行基本面表现稳健：1) 横向：三季度末资产规模 4166 亿元，在上市城商行中处于尾部梯队，在省内 14 家城商行中居第二位，仅次于青岛银行；近年来受益于不良生成改善和信用成本企稳，利润规模 2017 年起超过青岛银行居山东省城商行首位；2020 年 ROE 收录 11.43%，居上市城商行中游。**2) 纵向：**目前处于稳步扩增阶段，陆续在省内其他地市开设分行，资产规模同比增速大幅超过城商行整体。公司一方面加快资本补充进度，另一方面着力推进零售转型，2013 年确立“大零售转型”战略目标，目前个人存款总量居省内城商行首位，同时营收结构稳步改善，委托代理和结算清算佣金贡献非息收入占比趋势提升，代理收入快增得益于理财业务发展。

► 省会加速崛起，区域经济发力

山东省是我国北方经济最发达省份，GDP 规模全国第三，增幅长期高于全国。“强省会”战略引导下，济南 2020 年 GDP 规模迈入万亿行列，与青岛差距收窄。未来济南作为山东新旧动能转换综合试验区，定位建设国家中心城市，发展前景广阔。

基于区域经济发展红利，齐鲁银行提出“深耕市内，扩疆县域，做大山东，对接全国”战略。一方面，加大外拓步伐，济南以外地区贷款投放比例持续提升，今年中期首次超过济南当地贷款投放规模，其中天津及聊城投放比例压降，主要提高青岛等省内地区投放比例。另一方面，省内金融机构竞争较为充分且大行为主，但齐鲁银行市场份额领跑省内城商行，2020 年存款余额在省内（不含青岛）位列商业银行第 6，低于四大行和邮政储蓄银行，贷款位列第 8，均位列省内城商行第 1。此外，公司注重拓展县域经济，加快设立助农服务点，延伸服务半径，目前县域支行存贷款余额占比 22% 和 23%，下辖 16 家村镇银行已经从前期亏损状态转入稳健创收。

► 优化资产配置结构，化解存量不良风险

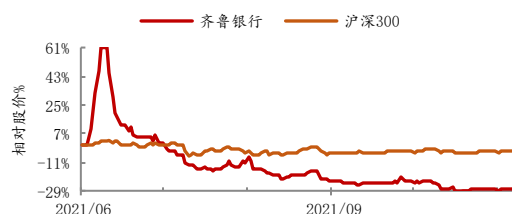
公司近年来持续优化资负结构、出清表内风险。一方面，通过提升资产端贷款占比、贷款中个贷占比，以及个贷中非按揭类贷款占比，提升资产端创收能力。资产端贷款占比由 2016 年的 40.3% 持续提升至 2021Q3 的 49.6%，零售贷款占比整体提升至接近 30% 水平，同时负债端存款占比稳定（2021Q3 高达 74.7%），整体贡献净息差保持可比同业中游。另一方面持续压降高风险领域贷款投放，包括区域上压降天津、聊城等地贷款投放，以及高不良率的制造业和批发零售业贷款占比，目前不良率水平处于山东省 14 家城商行头部，整体优于全国城商行平均水平，同时逾期 90+ 不良的偏离度在 2021 年中期已降至仅 56.2%，逾期贷款/不良贷款

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖

最新收盘价：5.57

股票代码：601665
52 周最高价/最低价：12.43/5.34
总市值(亿)：255.15
自由流通市值(亿)：25.52
自由流通股数(百万)：458.08



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

的比例仅 69%，均处上市城商行首位，认定极度审慎的情况下，不良生成率 2019 年以来拐点向下，驱动信用成本稳中有降。2021Q3 拨备覆盖率和拨贷比分别为 249.2%、3.28%，虽然仍低于可比城商行，但环比均已经企稳回升。

► 投资建议

总体来看齐鲁银行基本面稳健，受益于区域经济发展红利，规模和业绩增速处于上行通道，资产负债结构也在持续调整优化，历史不良包袱持续出清，未来将轻装上阵。公司 IPO 后资本相对充裕，资本的补充将进一步提升资产扩表的能力。同时，齐鲁银行分红率处于可比同业前列，2020 年高达 32.7%仅次于青岛银行，能够提供长期稳定的股息回报。

盈利预测方面，我们主要假设：1) 息差：仍有行业趋势下行压力，但受益于资产负债结构的调整，后续将小幅回升；2) 生息资产规模：区域经济发展驱动，资产规模年增幅 15%左右；3) 信用成本：存量不良持续出清，信用成本下行。

我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 87.35/100.51/114 亿元，同比增长 10.1%/15.1%/13.4%；归母净利润分别为 27.9/32.04/37.24 亿元，同比增长 10.8%/14.8%/16.2%；EPS 分别为 0.61/0.7/0.81 元；对应 2021 年 11 月 24 日 5.57 元/股收盘价，PB 分别为 1.05/0.97/0.89 倍。目前静态 PB 高于上市城商行平均水平，考虑到公司盈利向好、资产质量稳固，首次覆盖我们给予公司“增持”评级。

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；
- 2) 结构性风险暴露，公司信用成本继续大幅提升的风险；
- 3) 行业监管趋严超预期。

盈利预测与估值

(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,407	7,936	8,735	10,051	11,400
(+/-)	15.7%	7.1%	10.1%	15.1%	13.4%
归母净利润	2,338	2,519	2,790	3,204	3,724
(+/-)	8.6%	7.7%	10.8%	14.8%	16.2%
每股收益(元)	0.51	0.55	0.61	0.70	0.81
每股净资产(元)	4.47	4.82	5.30	5.74	6.26
P/E	10.9	10.1	9.1	8.0	6.9
P/B	1.25	1.16	1.05	0.97	0.89

资料来源：公司公告、华西证券研究所

正文目录

1. 优质地方银行，规模增长快、盈利表现佳	5
1.1. 规模扩增提速，营收结构改善	5
1.2. 股东以地方国资为主，澳联邦银行第一大股东	9
2. 省会加速崛起，区域经济发力	10
2.1. 国家战略引领，做强省会加持	10
2.2. 深耕济南、展业县域，成长空间可期	10
3. 优化资产配置结构，化解存量不良风险	12
3.1. 资产配置倾斜传统存贷，零售转型提升个人存贷占比	12
3.2. 存量不良持续消化，不良认定非常严格	16
4. 投资建议	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1 齐鲁银行资产规模居上市城商行下游 (21Q3)	5
图 2 齐鲁银行营收规模上市城商行排名靠后 (21Q3)	5
图 3 山东省 14 家城商行对比：齐鲁银行利润规模居首	5
图 4 齐鲁银行 ROE 趋势下行	6
图 5 盈利能力处于上市城商行中游	6
图 6 齐鲁银行资本充足率基本平稳	6
图 7 资本充足率处于上市城商行中游 (2021Q3)	6
图 8 齐鲁银行资产规模同比增速高于城商行	7
图 9 归母净利润增速近年来基本平稳	7
图 10 营收增速与上市城商行趋势一致	7
图 11 资产分部：以公司业务和资金业务为主	7
图 12 营收分部：公司业务贡献过半营收	7
图 13 利润分部：公司业务贡献度提升，资金业务回落	7
图 14 2021Q1-3 手续费收入占比 9.5%	8
图 15 营收中手续费收入占比小幅提升	8
图 16 手续费收入结构以传统委托代理和结算清算业务为主	8
图 17 齐鲁银行前十大股东概况 (2021Q3)	9
图 18 山东和济南 GDP 增幅长期高于全国水平	10
图 19 济南市 2020 年 GDP 首破万亿	10
图 20 济南本地机构资产占七成 2021H1	11
图 21 其他地区贷款占比逐步提升	11
图 22 齐鲁银行下辖村镇银行业绩表现 (15 家村镇银行)	11
图 23 2016 年后资产端贷款占比触底回升	12
图 24 资产端贷款净值占比居可比同业中游 (2021Q3)	12
图 25 贷款中零售贷款占比提升至接近 30% 水平	13
图 26 零售贷款占比在上市城商行中居后 (2021H1)	13
图 27 个人贷款 63% 投放住房贷款，但占比逐年压降	13
图 28 对公贷款制造业和批零行业投放比例压降，基建贷款投放占比提升	13
图 29 负债端存款占比七成以上	14
图 30 负债端存款占比高于同业 (2021Q3)	14
图 31 齐鲁银行个人存款占比大幅提升	14
图 32 对公存款占比低于其他上市城商行 (2021H1)	14

图 33	齐鲁银行定期存款占比整体有所提升.....	14
图 34	活期存款占比居中游（2021H1）.....	14
图 35	齐鲁银行净息差趋势收窄.....	15
图 36	齐鲁银行净息差居上市城商行中游（2021H1）.....	15
图 37	上市城商行净息差、资产收益和付息水平.....	15
图 38	山东省不良率现拐点，济南区域质量较优.....	16
图 39	齐鲁银行不良率回归至区域较优水平.....	16
图 40	齐鲁银行资产质量持续改善.....	17
图 41	齐鲁银行不良+关注占比处于可比同业偏高水平.....	17
图 42	逾期贷款占比已逐步降至低位.....	17
图 43	对公不良改善，零售贷款不良上行但仍处低位.....	17
图 44	对公贷款不良率的行业分布.....	17
图 45	不良主要来自济南以外地区.....	17
图 46	逾期 90+/不良：不良认定非常严格.....	18
图 47	逾期 90+/不良及逾期/不良均优于可比同业.....	18
图 48	拨备覆盖率和拨贷比稳步回升.....	18
图 49	拨覆盖率有待进一步提升.....	18
图 50	齐鲁银行不良生成率拐点向下.....	19
图 51	齐鲁银行分红率整体在 30%左右.....	20
图 52	齐鲁银行 2020 年分红率整体处于可比同业前列.....	20
图 53	齐鲁银行 PB-Bands：上市以来 PB 整体回调至低位.....	20
图 54	上市城商行 PB（LF）对比：齐鲁银行 PB 高于行业平均水平（截至 11 月 24 日）.....	20

1. 优质地方银行，规模增长快、盈利表现佳

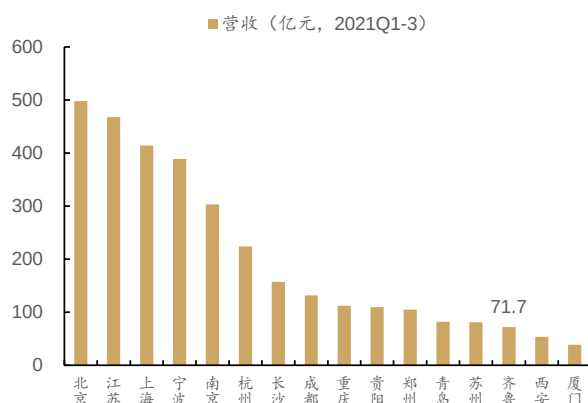
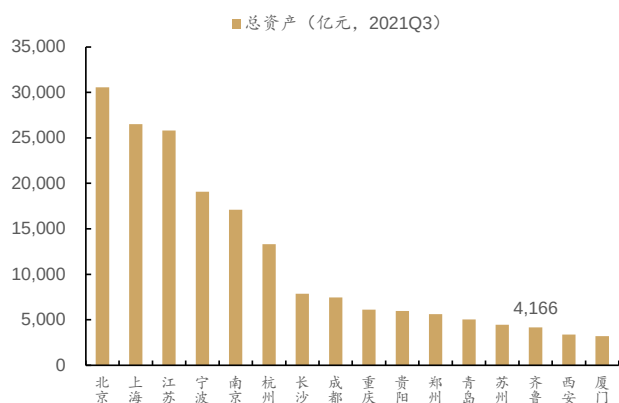
1.1. 规模扩增提速，营收结构改善

齐鲁银行成立于1996年，前身是在济南市16家城市信用社和1家城信社联社基础上组建的济南城市合作银行，于2004年引入股东澳洲联邦银行，是全国第四家、山东省首家设立并引进境外战投的城商行。

目前体量来看，齐鲁银行资产规模在上市城商行中靠后，在省内排名居前。2021年三季度末齐鲁银行资产规模4166亿元，在16家上市城商行中处于尾部梯队，在山东省内14家城商行中资产规模居第二位，仅次于青岛银行。并且近年来受益于不良生成改善和信用成本的企稳，公司利润规模2017年起超过青岛银行居山东省城商行首位。2020年ROE收录11.43%，居可比上市城商行中游。

图1 齐鲁银行资产规模居上市城商行下游（21Q3）

图2 齐鲁银行营收规模上市城商行排名靠后（21Q3）



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

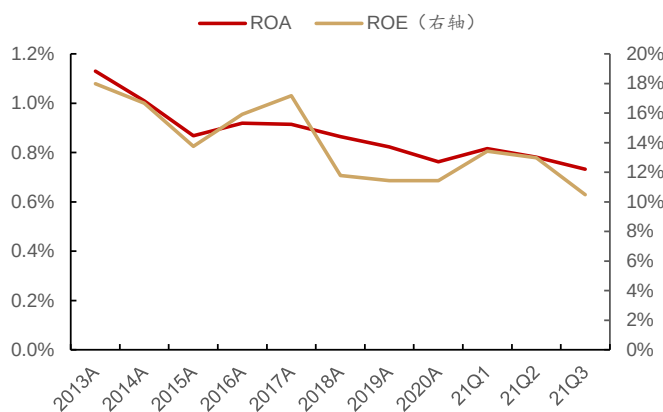
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图3 山东省14家城商行对比：齐鲁银行利润规模居首

银行	成立时间	员工数 (人)	规模 (2020A, 亿元)			盈利 (2020A, 亿元, %)			资产质量 (2020A, %)	
			资产↓	贷款	存款	营业收入[1]	归母净利润[2]	净息差 (公布)	不良贷款率[3]	拨备覆盖率[4]
青岛银行	1996-11	4,329	4,598	2,067	2,722	105.41	23.94	2.13	1.51	169.62
齐鲁银行	1996-06	4,152	3,602	1,718	2,448	79.36	25.19	2.15	1.43	214.60
威海银行	1997-07	2,945	2,676	1,203	1,775	60.34	15.10	1.99	1.47	173.39
日照银行	2001-01	2,216	2,102	1,079	1,587	58.44	8.99	2.84	1.63	199.90
潍坊银行	1997-08	2,452	1,756	829	1,311	43.14	8.00	-	1.23	171.08
莱商银行	2005-07	333	1,541	894	1,127	40.84	5.99	-	1.90	166.15
齐商银行	1997-08	-	1,501	952	1,221	26.22	5.60	-	1.48	133.09
东营银行	2005-08	364	1,277	648	992	24.24	4.48	-	1.63	-
济宁银行	2001-07	394	1,239	704	950	31.40	5.97	-	1.61	177.16
烟台银行	1997-11	1,837	1,164	517	838	21.59	2.16	-	2.41	178.53
临商银行	1998-03	2,200	1,079	706	897	28.62	4.52	-	1.69	213.35
泰安银行	2001-07	1,049	817	410	582	19.27	4.02	-	1.49	137.78
德州银行	2004-12	1,315	604	328	524	9.89	1.66	-	2.40	127.74
枣庄银行	2002-01	623	323	158	208	6.64	0.75	-	1.70	289.23

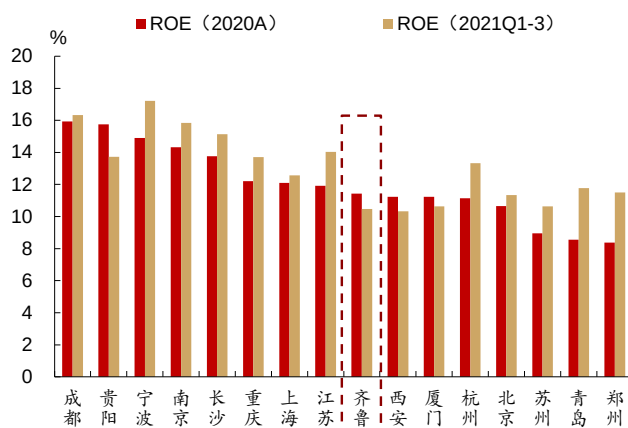
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 4 齐鲁银行 ROE 趋势下行



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 5 盈利能力处于上市城商行中游



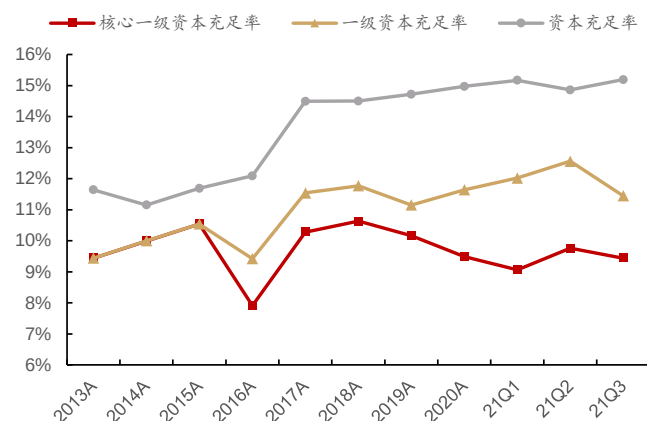
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

发展趋势来看，齐鲁银行目前处于稳步扩增阶段，近年来陆续在省内其他地市开设分行，业务回归快速扩张轨道，资产规模同比增速大幅超过城商行整体，2021Q3 收录 22.8%，远超国内城商行 9.8% 的整体增速水平。

一方面，较快的扩表增速对资本提出更高要求，公司加快资本补充的进度。公司截至今年三季度资本和核心一级资本充足率分别为 15.19%、9.44%，处于可比同业中游，去年发行 30 亿元永续债、今年上市募集 24.55 亿元、并完成第一期 40 亿元二级资本债发行，均对资本进行补充，近期又公布 80 亿元可转债发行计划。

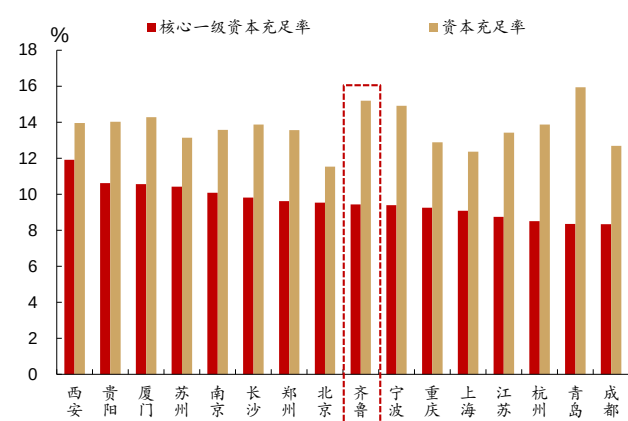
另一方面，业务形式上仍以传统对公业务为主，同时着力推进零售转型。齐鲁银行近年来主要压降资金业务，对公业务贡献公司四成资产和过半营收。齐鲁银行目前已获得 2020 年公开市场业务一级交易商、北金所债融主承销商、山东省本级财政国库集中支付代理行等资格，全方位拓展对公业务展业空间。同时公司 2013 年确立了“大零售转型”的战略目标，以“打造具有竞争力的精品区域银行，成为中小企业、城乡居民和驱动本地经济的首选银行”为愿景，以“您身边的好邻居”为定位，完成政府、医疗、电商等平台对接，贡献个人存款总量居省内城商行首位。

图 6 齐鲁银行资本充足率基本平稳



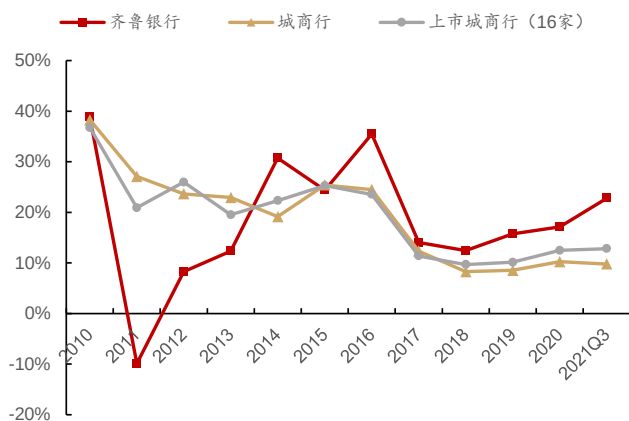
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 7 资本充足率处于上市城商行中游 (2021Q3)



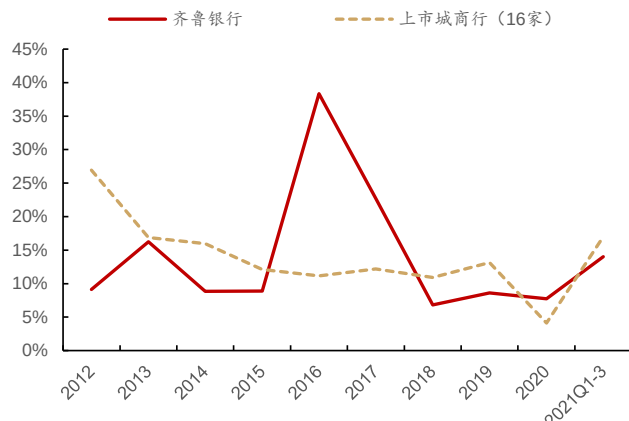
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图8 齐鲁银行资产规模同比增速高于城商行



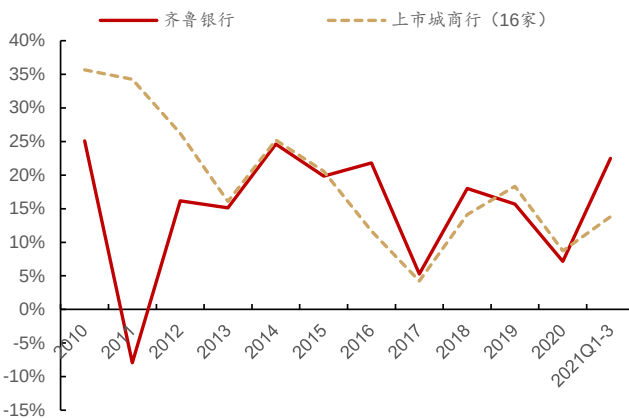
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图9 归母净利润增速近年来基本平稳



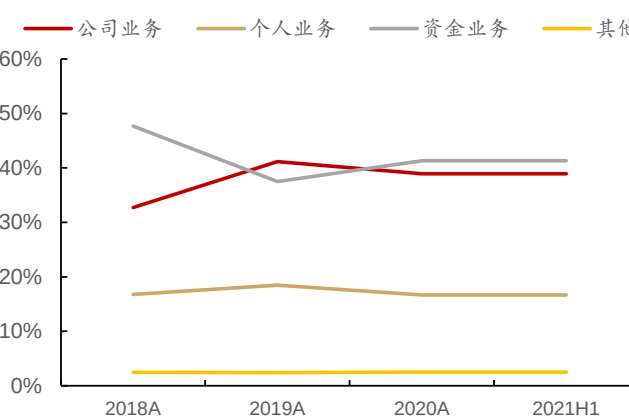
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图10 营收增速与上市城商行趋势一致



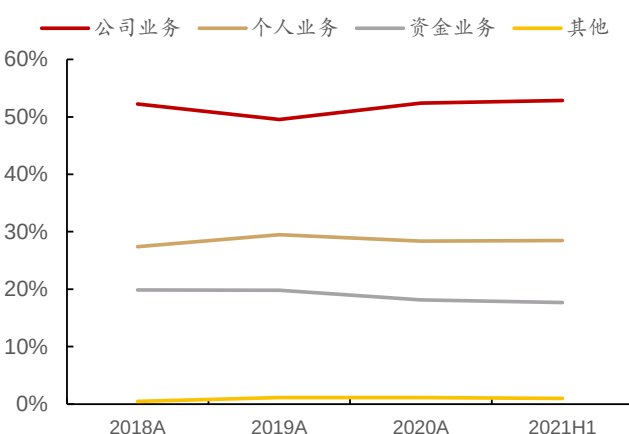
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图11 资产分部：以公司业务和资金业务为主



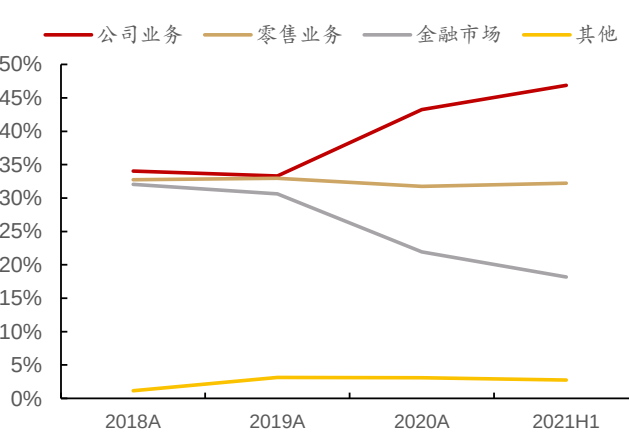
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图12 营收分部：公司业务贡献过半营收



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

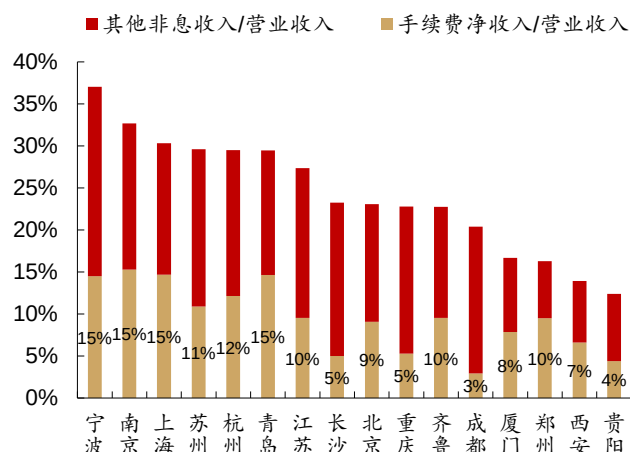
图13 利润分部：公司业务贡献度提升，资金业务回落



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：为计提资产减值准备后利润

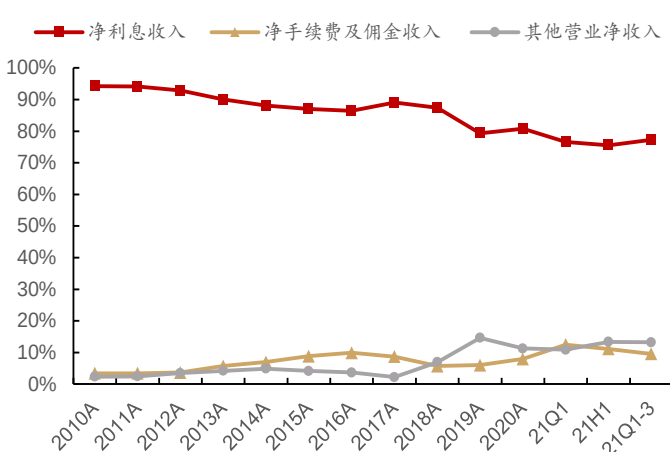
受益于零售转型战略的推进，公司营收结构稳步改善。齐鲁银行营收仍以传统利息收入为主，占比八成左右，非息收入贡献度在上市城商行中居中下游，但非息收入占比趋势提升，其中 2021Q1-3 手续费收入/营收达 9.5%，较 2010 年 3.4% 的水平有明显改善。手续费净收入 2019 年和 2020 年均实现了 40% 左右的较快增速，主要由委托代理和结算清算手续费收入贡献，2021 年上半年分别占比达到 47.2% 和 33.2%。代理类中收的快速增长主要得益于齐鲁银行理财业务的发展，截至 2020 年末，公司非保本理财产品余额 601 亿元，同比增长 26.37%，贡献 2020 年理财手续费收入 2.93 亿元，同比增长 34.4%。占总营收和手续费收入的比例分别为 3.7%、40.1%。

图 14 2021Q1-3 手续费收入占比 9.5%



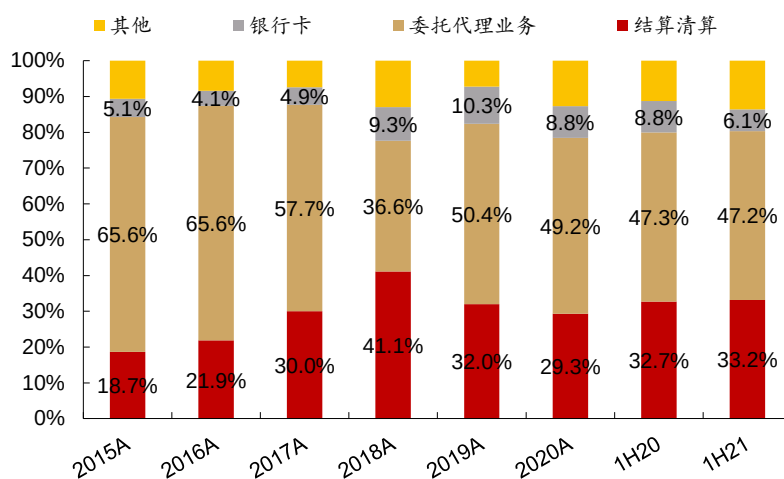
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 15 营收中手续费收入占比小幅提升



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 16 手续费收入结构以传统委托代理和结算清算业务为主



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：2018 年后托管手续费和银行卡手续费科目合并

1.2. 股东以地方国资为主，澳联邦银行第一大股东

齐鲁银行股东涵盖外资银行、地方国资、优质民企和国企。公司目前无控股股东，截至 2021Q3，澳洲联邦银行（成立于 1911 年）持股 16.09%，为公司第一大股东，济南市国资、兖州煤业、济南城建和重庆华宇持股居前，分别持股 9.22%、7.8%、5.67%、5.56%。公司股东以地方国资为主，包括济南市国资和济南城建、西城置业和西城投资的实控人均均为济南市国资委，兖州煤业、济钢集团和中国重型汽车集团实控人为省国资委。同时 2004 年引入澳洲联邦银行入股后，成为山东省首家、全国第四家与外资银行实现战略合作的城商行。总体持股相对均衡，股权结构多元化。

图 17 齐鲁银行前十大股东概况（2021Q3）

股东名称	持股数(亿股)	占总股本比例(%)	股东及业务概况
澳洲联邦银行	7.37	16.09%	澳大利亚四大银行之一，总部位于悉尼
济南市国有资产运营有限公司	4.23	9.22%	管理政府项目投融资，控股股东为济南城投集团，实控人为济南市国资委
兖州煤业	3.57	7.80%	经营煤炭、煤化工、电力等，控股股东为兖矿集团，实控人为山东省国资委
济南城市建设投资集团	2.60	5.67%	经营城市基建及配套项目，控股股东为济南城投集团，实控人为济南市国资委
重庆华宇集团	2.55	5.56%	经营房地产开发、物业管理，控股股东为重庆远业实业
济南西城置业	1.83	4.00%	控股股东为济南西城投资集团，实控人为济南市国资委
济钢集团	1.70	3.71%	控股股东为山东钢铁集团，实控人为山东省国资委
济南西城投资发展有限公司	1.54	3.35%	控股股东为济南西城投资集团，实控人为济南市国资委，与西城置业为一致行动人
山东三庆置业	1.44	3.14%	控股股东为山东三庆城市置业有限公司
中国重型汽车集团	1.29	2.82%	控股股东为山东重工集团，实控人为山东省国资委
合计	28.11	61.36%	-

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

2. 省会加速崛起，区域经济发力

2.1. 国家战略引领，做强省会加持

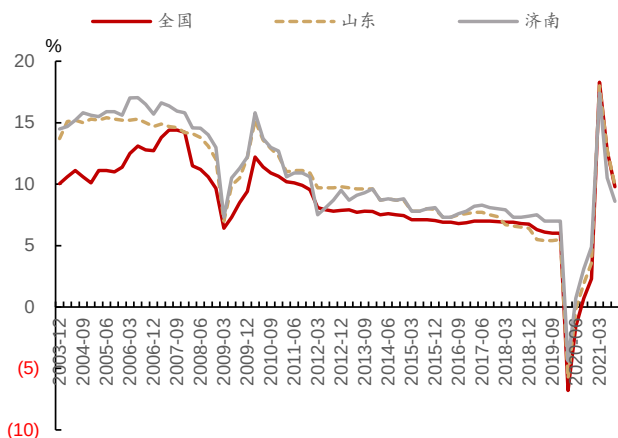
城商行的发展往往与区域经济绑定。山东省是我国北方经济最发达的省份，GDP 规模仅次于广东和江苏，位居全国第三，GDP 增幅长期高于全国水平。产业结构上，山东是我国重要的工业基地，经济支柱产业集中在农业与工业两大传统领域，制造业和外贸行业也较为发达，近年来持续推进产业转型。

济南作为山东省省会，有着悠久的发展历史，是环渤海地区南翼中心城市，地理位置优越，也是众多省属国企总部所在地。虽然总体经济体量不及青岛，但近年来有加大省会投资建设政策加持，合并莱芜市，2020 年济南 GDP 规模也首次迈入万亿行列，与青岛的差距在逐年收窄，GDP 在全国省会城市中排名第八位。在 GDP 实现突破的同时，明确“打造区域性经济中心、金融中心、物流中心、科创中心”的发展路径，外贸快增、工业实现强势增长，常住人口和一般公共预算收入也均实现向上突破，济南的城市规模效应、集聚效应逐步显现。

未来济南区域经济发展的看点：一方面，济南作为山东新旧动能转换综合试验区，以及自由贸易试验区的“三核”之一，有国家战略层面赋予的时代发展定位。另一方面，山东“十四五”规划建议中明确提出济南实施“强省会”战略，支持济南打造“大强美富通”现代化国际大都市，加快建设国家中心城市。

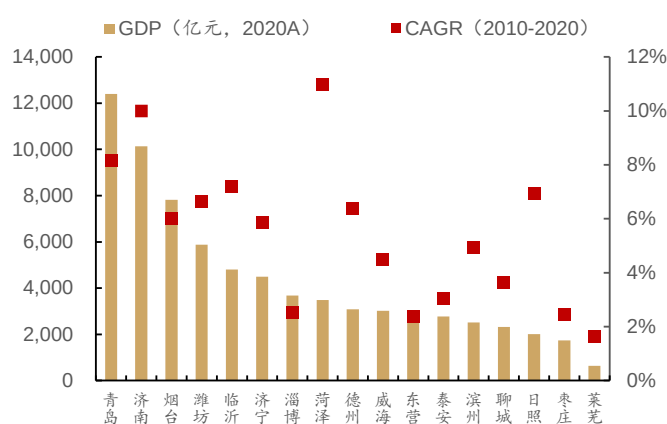
因此从山东省到济南市经济的快速发展，都为齐鲁银行业务的开展提供了良好的外部环境和机遇。

图 18 山东和济南 GDP 增幅长期高于全国水平



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 19 济南市 2020 年 GDP 首破万亿



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

2.2. 深耕济南、展业县域，成长空间可期

基于区域经济发展红利，齐鲁银行进一步提出“深耕市内，扩疆县域，做大山东，对接全国”战略。公司目前下辖 162 家分支机构，经营区域覆盖济南、青岛等山东省内十二地市，同时于天津设立分行，战略投资济宁银行（参股 13.1%）、德州银行（参股 2.64%）。截至 2021H1，济南地区总行加分支机构资产占齐鲁银行总资产

的 69%，天津地区资产占比 3.4%。贷款投放方面，公司加大业务外拓的步伐，济南以外地区贷款投放比例持续提升，今年中期首次超过济南当地贷款投放规模，占公司贷款总额的 53.6%，其中天津及省内聊城投放比例整体压降，主要提高了青岛等省内地区贷款投放比例。

从省内竞争格局来看，由于山东地区金融机构竞争较为充分且大行为主，但齐鲁银行市场份额整体领跑省内城商行，根据招股书，截至 2020 年，公司存款余额在山东省内（不含青岛）位列商业银行第 6 名，低于四大行和邮政储蓄银行；贷款余额在山东省内（不含青岛）位列商业银行第 8 名；存贷款余额位列山东省内（不含青岛）城商行第 1 名。相较于省内其他地市级城商行，齐鲁银行利润规模居首位，不良率和拨备覆盖率也均处于省内次低和次高水平，基本面相对稳健。

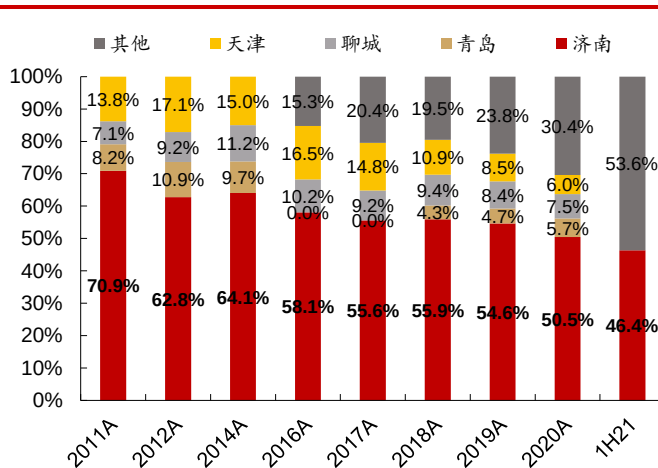
此外，公司注重拓展县域经济，发起成立章丘齐鲁村镇银行（持股 41%），并在河南、河北控股 15 家村镇银行。村镇银行主要是在 2017 年的定增中，由澳洲联邦银行作为股权对价转让给齐鲁银行，近年来已经从前期亏损状态转入稳健创收。除村镇银行外，公司按照“县域全覆盖”原则，加快在县域、乡镇等设立助农服务点，2021 年中期已设立 54 家县域支行和 106 家助农服务点，以延伸服务半径，在县域支行又成立 37 家普惠金融中心。目前县域支行存贷款余额分别达到 604 和 456 亿元，占全行存贷款规模的 22%和 23%。

图 20 济南本地机构资产占七成 2021H1

地区	异地分行 开业时间	总资产 (亿元)	分支行 数(个)	资产占比 (%)
济南	-	2,732	101	69.2%
聊城	2008-03	145	13	3.7%
天津	2008-11	135	7	3.4%
青岛	2010-08	123	8	3.1%
泰安	2014-11	113	6	2.9%
德州	2014-11	105	8	2.7%
临沂	2016-05	161	7	4.1%
滨州	2017-05	48	4	1.2%
东营	2017-06	65	3	1.6%
日照	2018-05	37	2	0.9%
烟台	2018-06	52	2	1.3%
潍坊	2019-11	166	2	4.2%
威海	2019-12	64	1	1.6%

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：济南地区包含总行及总行营业部。

图 21 其他地区贷款占比逐步提升



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 22 齐鲁银行下辖村镇银行业绩表现 (15 家村镇银行)

	2018A	2019A	2020A
总资产 (百万元)	2,851	3,869	5,672
YoY (%)		35.7%	46.6%
净资产 (百万元)	719	740	818
营收 (百万元)	130	173	249
YoY (%)		33.4%	43.5%
净利润 (百万元)	-2	16	79

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

3. 优化资产配置结构，化解存量不良风险

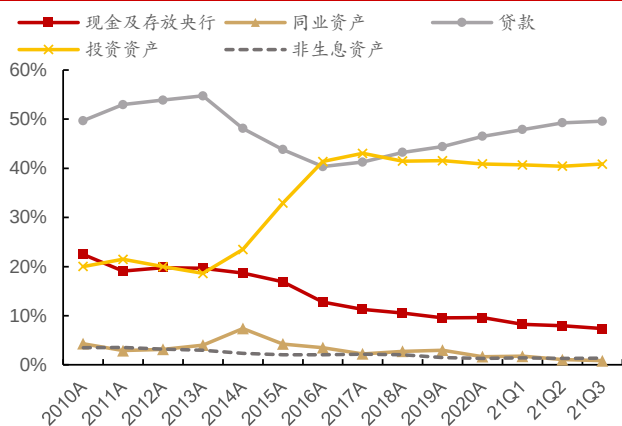
齐鲁银行近年来持续优化资负结构、出清表内风险。一方面通过提升资产端贷款占比、贷款中个贷占比，以及个贷中非按揭类贷款占比，从而提升资产端创收能力，以对冲息差下行压力；另一方面持续压降高风险领域贷款投放，包括区域上压降天津、聊城等地贷款投放，以及高不良率的制造业和批发零售业贷款占比，从而促进不良生成率下行，带动信用成本稳中有降。

3.1. 资产配置倾斜传统存贷，零售转型提升个人存贷占比

齐鲁银行经历投资资产快速扩增驱动扩表的阶段，2016年后在监管引导下逐步回归传统信贷，信贷投放放量带动资产端贷款占比整体由2016年的40.3%持续提升至2021Q3的49.6%。

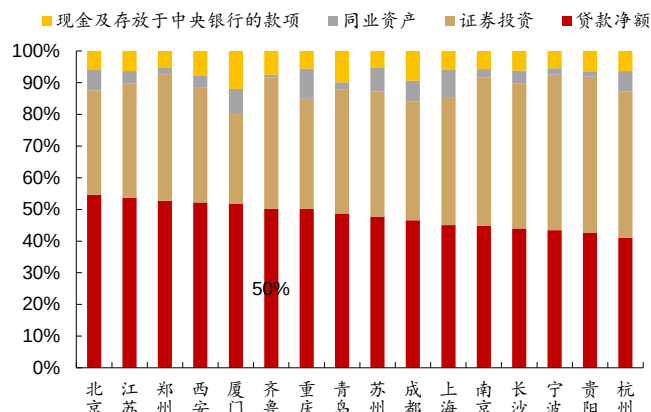
信贷投向上，公司贷款投放仍以对公领域为主，截至三季度贷款的66.7%投向公司类贷款；随着零售战略的推进，票据占比压降的同时，零售贷款占比整体提升至接近30%水平。其中，对公贷款投放主要集中在租赁和商务服务业、制造业、批发零售业、房地产业、建筑业及水利环卫，截至今今年中期，这六个行业贷款合计占公司贷款总额的88.8%。趋势上公司持续压降高风险的制造业和批发零售业贷款占比，提升了水利、租赁等大类基建贷款投放比例，截至2021H1，基建大类贷款占对公贷款投放总额的46%，制造业和批发零售业投放比例分别压降至17.6%、12.8%。零售贷款投放呈现低风险偏好特征，个人按揭贷款是主要抓手，2020年投放规模占总零售贷款的63%，但占比逐年压降，近三年披露的信用卡贷款占比9%左右。

图 23 2016 年后资产端贷款占比触底回升



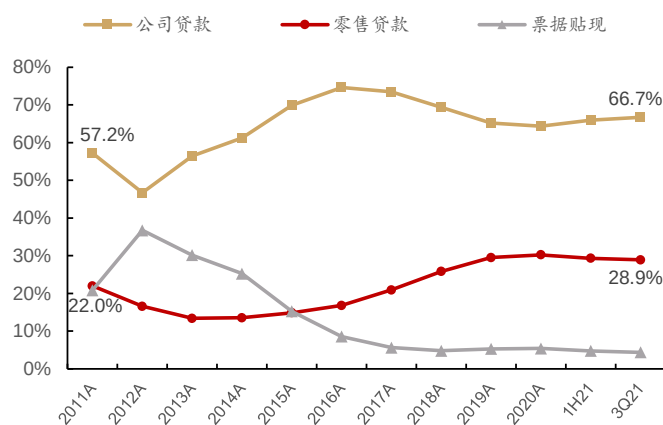
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 24 资产端贷款净值占比居可比同业中游 (2021Q3)



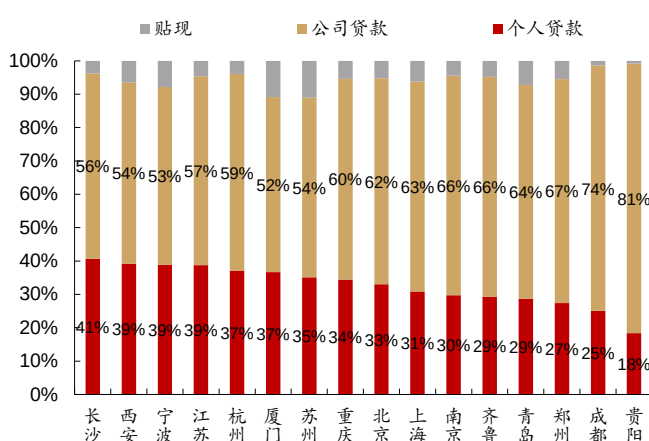
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：均为占生息资产比例

图 25 贷款中零售贷款占比提升至接近 30% 水平



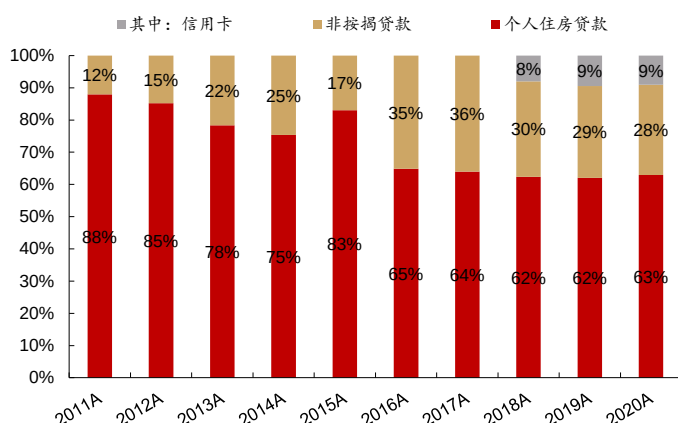
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 26 零售贷款占比在上市城商行中居后（2021H1）



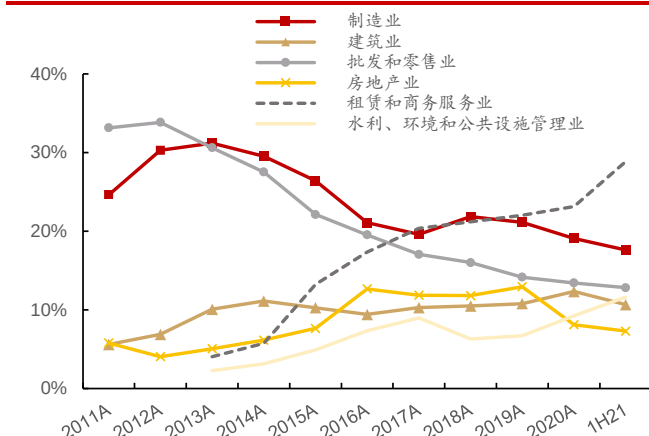
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 27 个人贷款 63% 投放住房贷款，但占比逐年压降



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

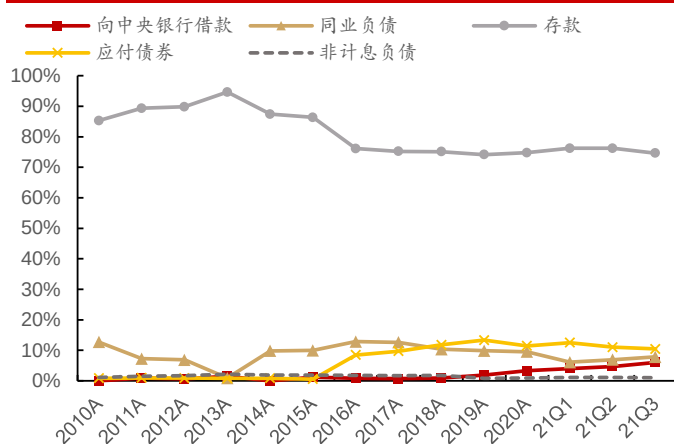
图 28 对公贷款制造业和批零行业投放比例压降，基建贷款投放占比提升



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：1）对公贷款总量包含票据贴现；2）基建类包含水利环境和公共设施、电热燃气、交运仓储、以及租赁和商务服务行业。

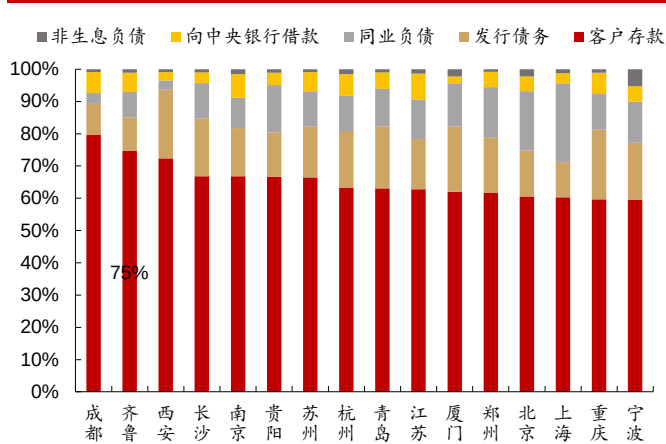
负债端结构来看，齐鲁银行客户基础扎实，负债端存款占比近年来较为稳定，2021Q3 达 74.7% 的较高水平。其中，受益于零售战略的推进，个人存款占比持续提升，今年中期已经达到 42% 的水平，同时存款呈现定期化的行业趋势，活存率今年中期回落至 42%，在可比上市城商行中居中游水平。

图 29 负债端存款占比七成以上



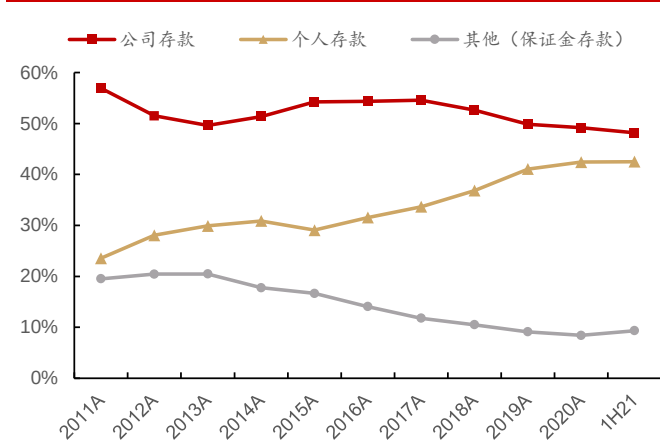
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 30 负债端存款占比高于同业（2021Q3）



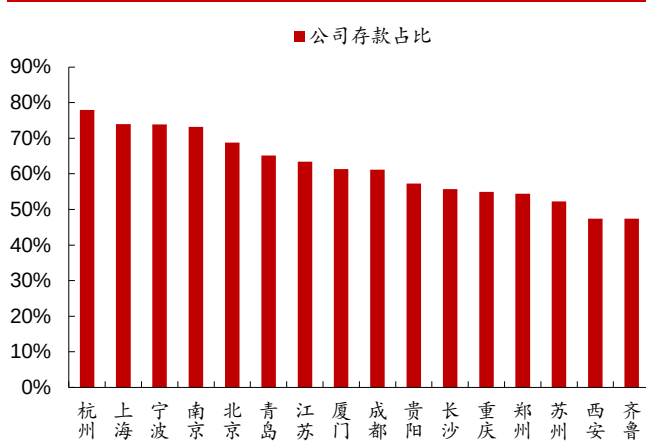
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 31 齐鲁银行个人存款占比大幅提升



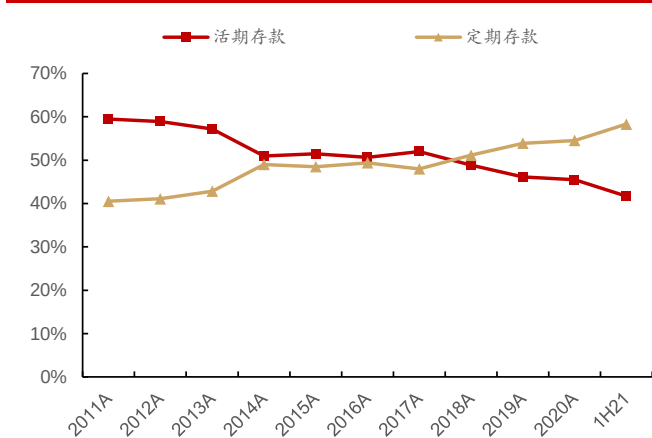
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 32 对公存款占比低于其他上市城商行（2021H1）



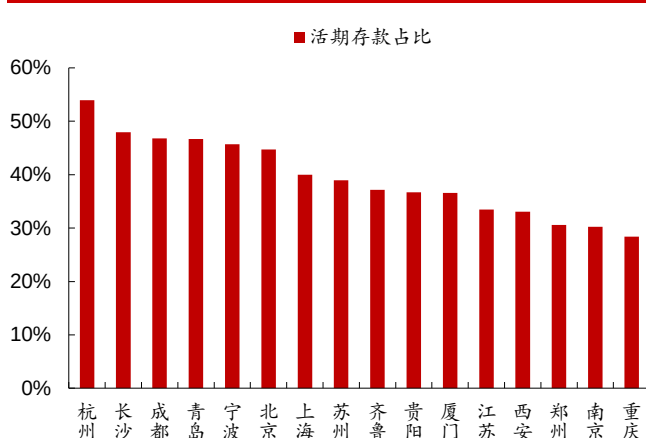
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 33 齐鲁银行定期存款占比整体有所提升



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

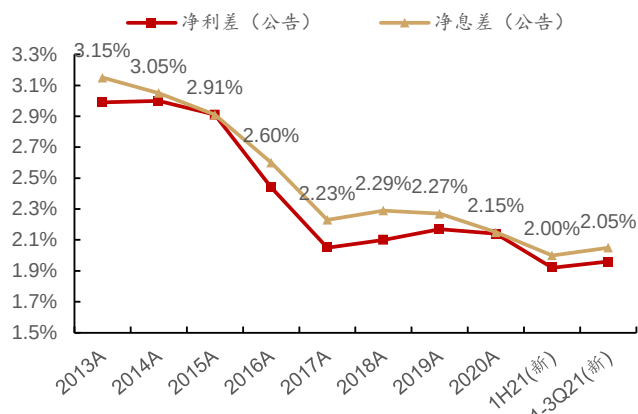
图 34 活期存款占比居中游（2021H1）



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

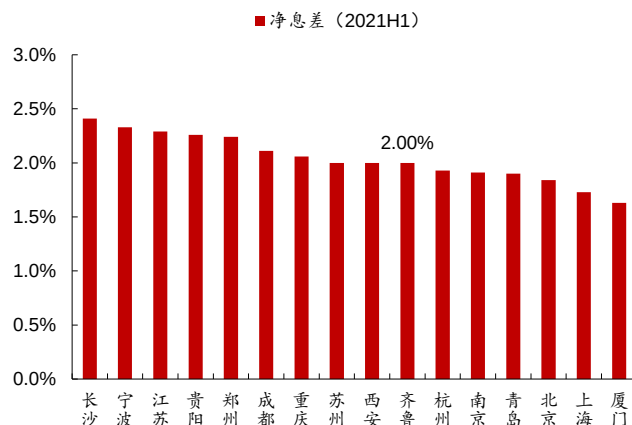
因此总体来看，齐鲁银行受益于资产端增配贷款资产以及结构性高收益的贷款、以及负债端较高的存款占比，净息差仍能保持在可比同业中游水平，虽然面临行业性的趋势下行压力，但今年三季报净息差已环比企稳回升 5BP 至 2.05%。

图 35 齐鲁银行净息差趋势收窄



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 36 齐鲁银行净息差居上市城商行中游 (2021H1)



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 37 上市城商行净息差、资产收益和付息水平

2021H1, %	净息差↓	生息资产收益率	计息负债成本率	贷款收益率	——对公	——零售	存款付息率
长沙	2.41	4.86	2.36	6.03	5.70	6.52	2.09
宁波	2.33	4.69	2.10	5.86	4.93	7.32	1.82
江苏	2.29	4.57	2.52	5.40	—	—	2.31
贵阳	2.26	5.01	2.86	5.84	5.98	5.20	2.69
郑州	2.24	4.90	2.70	5.45	5.78	5.14	2.51
成都	2.11	4.34	2.17	5.06	5.09	4.99	1.98
重庆	2.06	4.89	2.95	5.59	5.47	6.24	2.87
苏州	2.00	4.40	2.34	4.93	4.49	5.74	2.21
齐鲁	2.00	4.31	2.39	5.30	—	—	2.25
西安	2.00	4.45	2.62	5.44	4.91	6.60	2.60
杭州	1.93	4.31	2.37	5.19	—	—	2.18
南京	1.91	4.43	2.42	5.43	4.92	6.65	2.32
青岛	1.90	4.32	2.36	5.17	5.17	5.65	2.06
北京	1.84	4.08	2.25	4.54	4.26	5.09	1.95
上海	1.73	4.04	2.23	4.75	4.36	5.97	2.02
厦门	1.63	4.19	2.65	5.10	—	—	2.60

资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

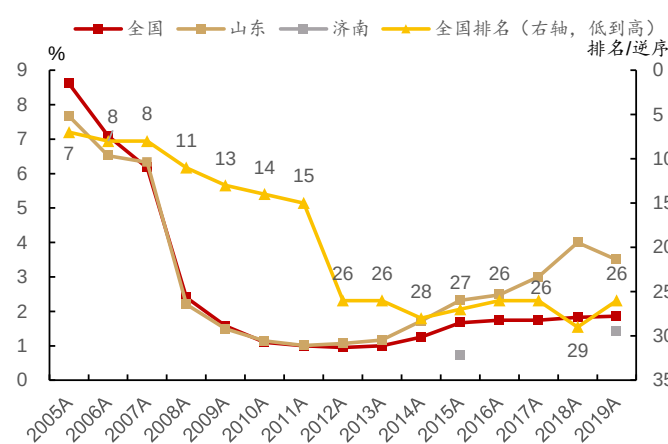
3.2. 存量不良持续消化，不良认定非常严格

齐鲁银行存量不良资产包袱较重，主要是受济南 2010 年伪造金融票证案等影响，近年来经过持续核销和集中处置，资产质量已经有较大改善。2018 年以来不良率和关注类贷款占比整体回落，且今年三季度不良和关注类贷款均环比中期实现双降，规模分别环比降 1.5% 和 5.2%，占比分别较中期降 7BP 和 19BP 至 1.32% 和 1.96%，虽然仍处于可比同业偏高水平，但较此前已经有明显改善。

资产质量优于当地。齐鲁银行投向济南本地贷款资产质量较优，济南以外地区贷款不良率偏高。2020 年，天津和聊城地区不良贷款规模占全行的 47% 和 19%，天津地区不良率受经济环境影响，个别借款人违约下迁，影响不良率大幅走高，2020 年达到 11.33%；聊城地区县域经济特征明显，主要是受中小企业风险暴露影响，不良率 3.61% 高于全行。值得注意的是，在 2015-2018 年山东省内不良率显著上行的阶段，齐鲁银行不良率仍能保持稳定，目前不良率水平处于山东省 14 家法人城商行头部，整体优于全国以及山东城商行平均水平。

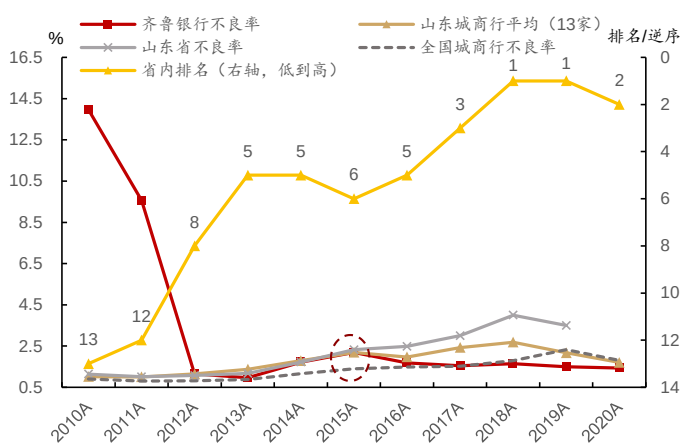
对公业务不良率整体改善。客群来看，由于加大信用卡等非按揭个贷的投放，齐鲁银行零售贷款不良率有小幅上行，但 2021 年中期仅 0.6% 仍处于相对低位；对公贷款不良率近年来也企稳回落，2021H1 收录 1.68%，票据不良率 3.06% 相对偏高，对公贷款中农林牧渔、批发零售以及制造业贷款不良率较高。

图 38 山东省不良率现拐点，济南区域质量较优



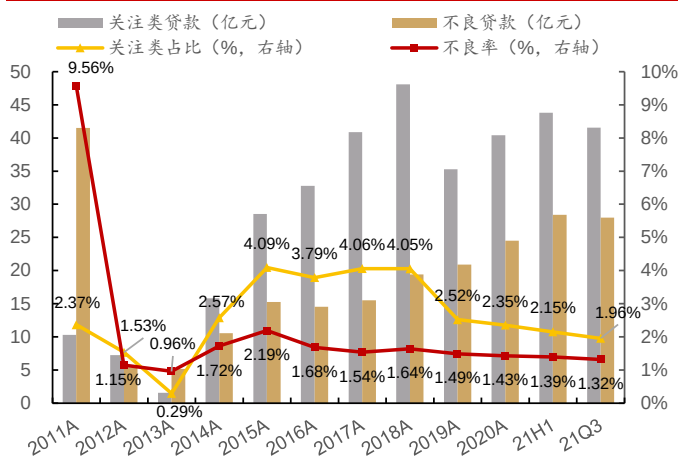
资料来源：万得资讯、华西证券研究所；注：排名为省级区划

图 39 齐鲁银行不良率回归至区域较优水平



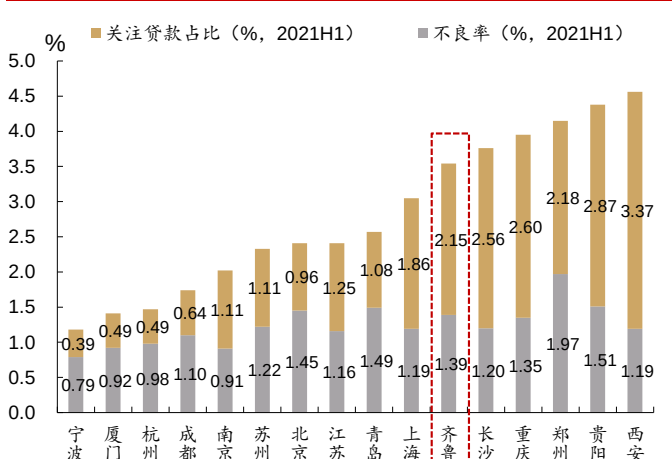
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 40 齐鲁银行资产质量持续改善



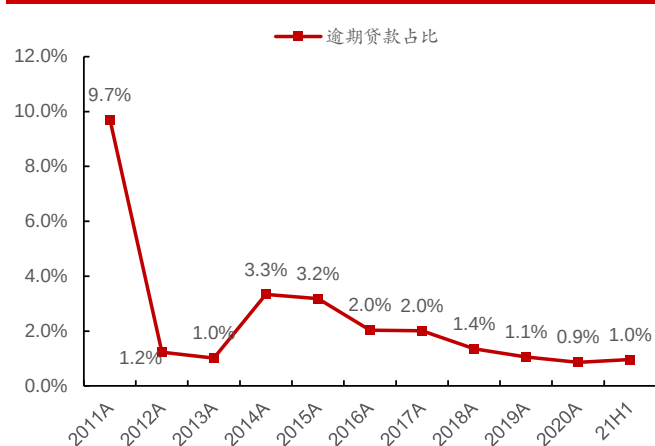
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 41 齐鲁银行不良+关注占比处于可比同业偏高水平



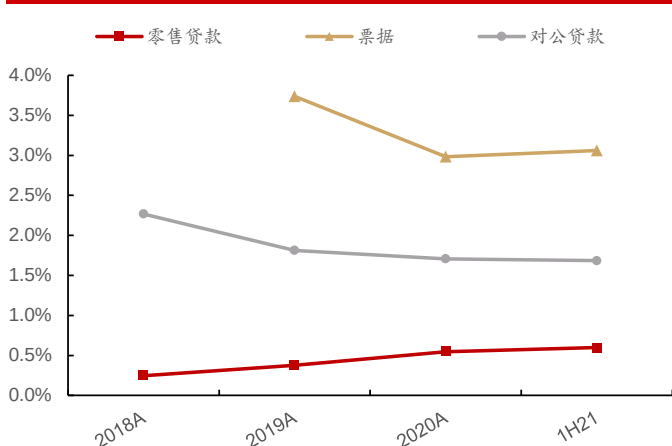
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 42 逾期贷款占比已逐步降至低位



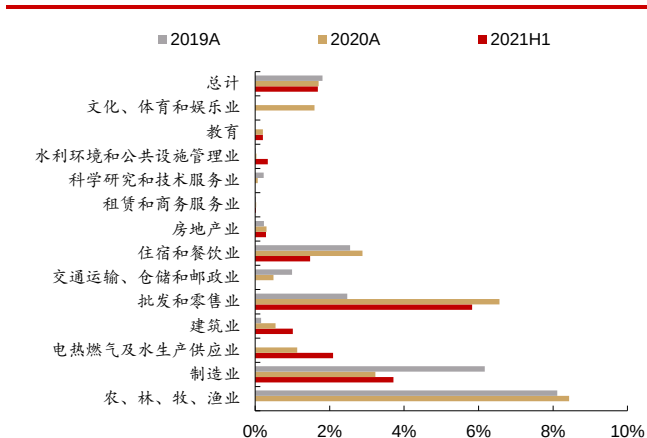
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 43 对公不良改善，零售贷款不良上行但仍处低位



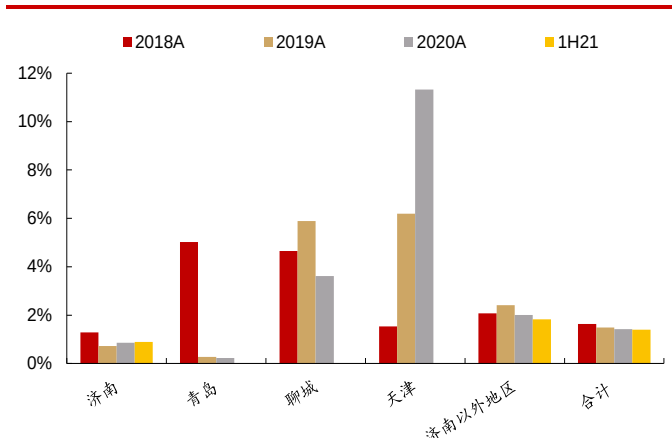
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所；注：这里对公贷款不良已剔除票据测算。

图 44 对公贷款不良率的行业分布



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 45 不良主要来自济南以外地区

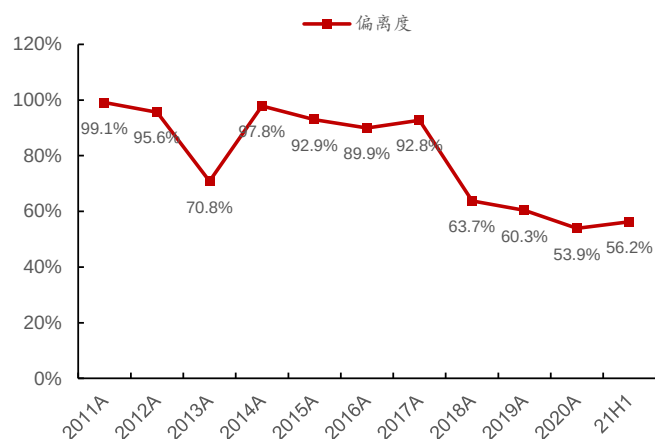


资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

我们认为公司未来资产质量整体可控，除了区域经济和信用环境的修复，也来自公司自身资产质量的调整：

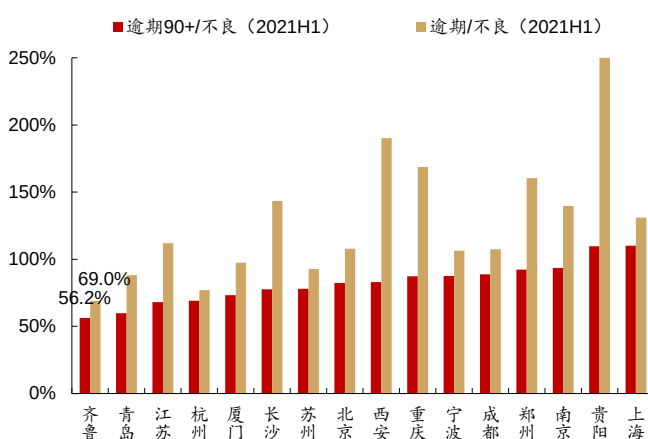
一方面，公司主动调控贷款投向，虽然济南以外地区贷款占比提升，但相对高风险的天津和聊城地区贷款投放比例持续降低，2018 年以来天津地区贷款规模逐年压降，2020 年较 2017 年规模降幅 31%；并且随着零售转型战略的推进，低风险零售贷款投放比例持续提升，同时高风险的制造业和批发零售业贷款占比回落。另一方面，公司不良认定更加审慎，逾期 90+/不良的偏离度在 2021 年中期已降至仅 56.2%，逾期贷款/不良贷款的比例仅 69%，均处于上市城商行首位，大力做实资产质量。在认定极度审慎的情况下，公司不良生成率 2019 年以来拐点向下，驱动信用成本稳中有降，增益未来利润释放空间。此外，齐鲁银行在风险事件后改进风险管理制度体系、强化集中控制，目前实行风险总监派驻制，搭建“三内三外”、“一防一控”的立体风控体系。公司 2021Q3 拨备覆盖率和拨贷比分别为 249.2%、3.28%，虽然仍低于可比城商行，但环比均已经企稳回升。

图 46 逾期 90+/不良：不良认定非常严格



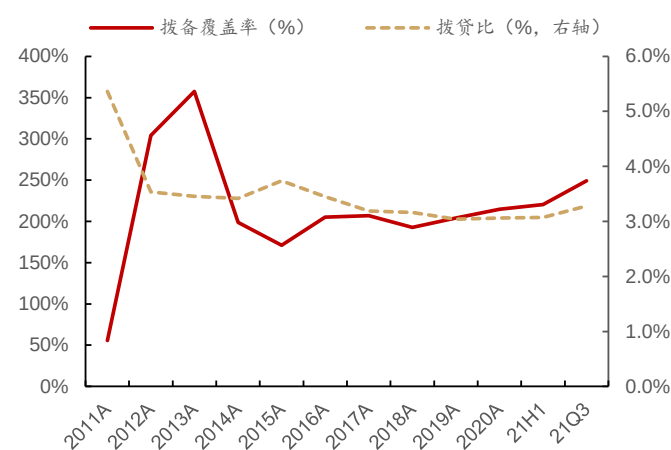
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 47 逾期 90+/不良及逾期/不良均优于可比同业



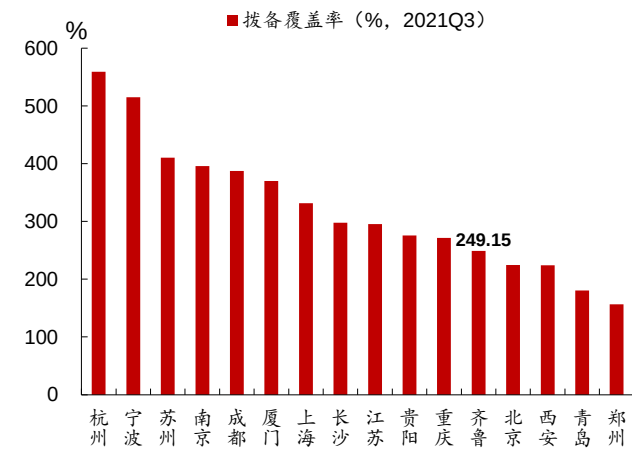
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 48 拨备覆盖率和拨贷比稳步回升



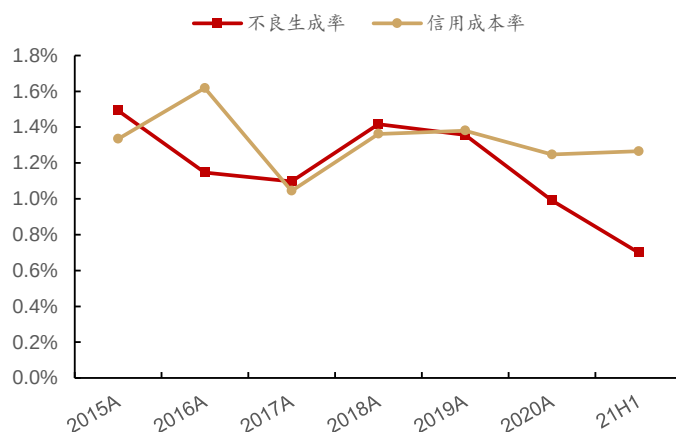
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 49 拨备率有待进一步提升



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 50 齐鲁银行不良生成率拐点向下



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

4. 投资建议

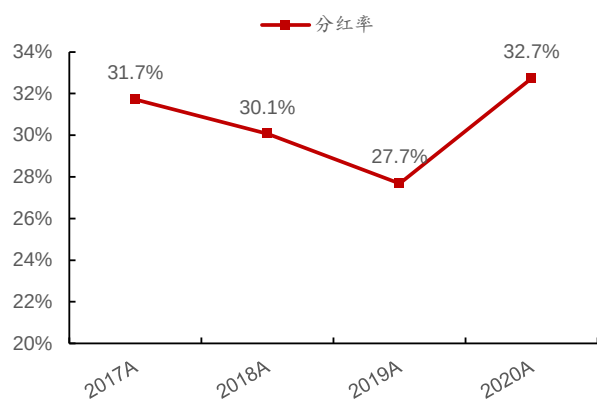
总体来看齐鲁银行基本面稳健，受益于区域经济发展红利，规模和业绩增速处于上行通道，资产负债结构也在持续调整优化，历史不良包袱持续出清，未来将轻装上阵。公司 IPO 后资本相对充裕，资本的补充将进一步提升资产扩表的能力。同时，齐鲁银行分红率处于可比同业前列，2020 年高达 32.7%仅次于青岛银行，能够提供长期稳定的股息回报。

盈利预测方面，我们主要假设：

- 1) 息差：仍有行业趋势下行压力，但受益于资产负债结构的调整，后续将小幅回升；
- 2) 生息资产规模：区域经济发展驱动，资产规模年增幅 15%左右；
- 3) 信用成本：存量不良持续出清，信用成本下行。

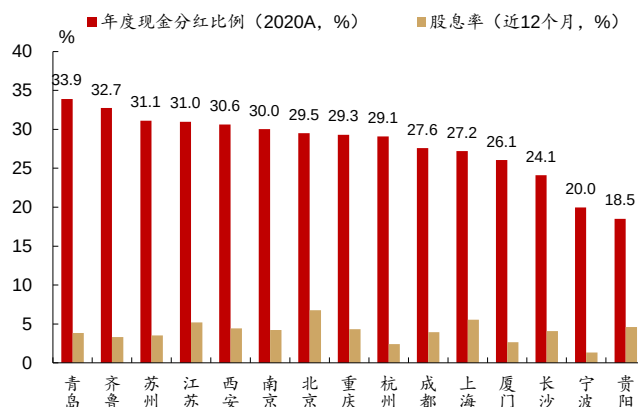
基于上述假设，我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 87.35/100.51/114 亿元，同比增长 10.1%/15.1%/13.4%；归母净利润分别为 27.9/32.04/37.24 亿元，同比增长 10.8%/14.8%/16.2%；EPS 分别为 0.61/0.7/0.81 元；对应 2021 年 11 月 24 日 5.57 元/股收盘价，PB 分别为 1.05/0.97/0.89 倍。目前静态 PB 高于上市城商行平均水平，考虑到公司盈利向好、资产质量稳固，首次覆盖我们给予公司“增持”评级。

图 51 齐鲁银行分红率整体在 30%左右



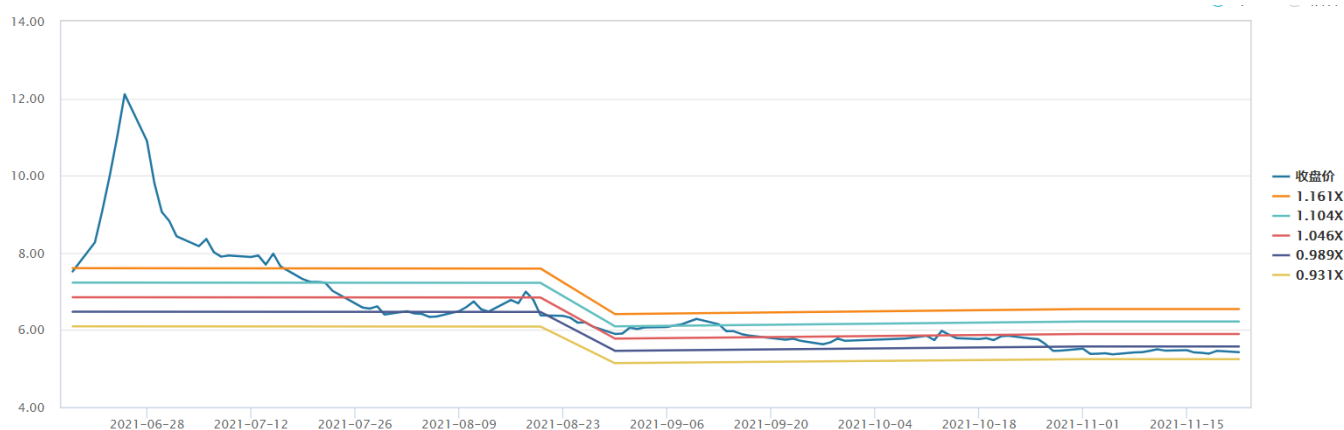
资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 52 齐鲁银行 2020 年分红率整体处于可比同业前列



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 53 齐鲁银行 PB-Bands: 上市以来 PB 整体回调至低位



资料来源：万得资讯、公司公告、华西证券研究所

图 54 上市城商行 PB (LF) 对比：齐鲁银行 PB 高于行业平均水平（截至 11 月 24 日）

证券代码	证券简称	市净率PB(LF)
002142.SZ	宁波银行	1.99
600926.SH	杭州银行	1.21
601665.SH	齐鲁银行	0.99
601838.SH	成都银行	0.96
601187.SH	厦门银行	0.93
002948.SZ	青岛银行	0.88
601009.SH	南京银行	0.87
601963.SH	重庆银行	0.72
002966.SZ	苏州银行	0.72
600928.SH	西安银行	0.71
601577.SH	长沙银行	0.66
600919.SH	江苏银行	0.61
601229.SH	上海银行	0.57
601997.SH	贵阳银行	0.52
002936.SZ	郑州银行	0.52
601169.SH	北京银行	0.44
城商行PB均值		0.83

资料来源：万得资讯、华西证券研究所

5. 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，若山东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。

财务报表和主要财务比率

利润表						指标和估值					
百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	百万元；元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
平均生息资产	283,757	331,464	384,073	440,407	504,180	ROAA (%)	0.82	0.75	0.72	0.72	0.74
净息差	2.27	2.15	2.08	2.09	2.07	ROAE (%)	10.83	10.17	9.90	10.58	11.46
利息收入	11,772	13,346	14,984	17,485	20,209	每股净资产	4.47	4.82	5.30	5.74	6.26
利息支出	5,895	6,933	7,786	9,182	10,766	EPS	0.51	0.55	0.61	0.70	0.81
净利息收入	5,878	6,414	7,198	8,303	9,443	股利	647	825	913	1049	1219
非息收入						DPS	0.16	0.20	0.20	0.23	0.27
手续费和佣金收)	445	630	838	1,047	1,257	股息支付率	28	33	33	33	33
交易性收入	938	885	692	692	692	发行股份	4123	4123	4581	4581	4581
其他收入	16	12	12	12	12						
非息总收入	1,529	1,523	1,538	1,747	1,957						
非息费用						业绩数据					
业务管理费	2,170	2,277	2,343	2,621	3,040	增长率 (%)					
其他费用	10	10	10	10	10	净利息收入	5.1	9.1	12.2	15.4	13.7
营业税金及附加	101	68	80	95	111	非利息收入	89.1	(0.4)	1.0	13.6	12.0
非息总费用	2,281	2,355	2,432	2,726	3,161	非利息费用	9.8	3.2	3.3	12.1	16.0
税前利润	2,716	2,883	3,175	3,688	4,352	归母净利润	8.6	7.7	10.8	14.8	16.2
所得税	359	338	385	484	628	平均生息资产	14.6	16.8	15.9	14.7	14.5
归母净利润	2,338	2,519	2,790	3,204	3,724	总付息负债	17.6	16.8	15.2	15.1	14.5
						风险加权资产	16.1	17.2	9.9	8.2	8.7
资产负债表数据						营业收入分解 (%)					
总资产	307,520	360,232	412,532	472,104	537,854	净利息收入占比	79.4	80.8	82.4	82.6	82.8
贷款总额	140,141	171,824	204,212	241,757	284,529	佣金手续费收入占比	6.0	7.9	9.6	10.4	11.0
客户存款	211,274	249,018	285,164	330,790	380,409	营业效率 (%)					
其他付息负债	71,310	80,956	94,911	106,836	120,598	成本收入比	29.3	28.7	26.8	26.1	26.7
股东权益	22,461	27,082	29,282	31,302	33,672						
资产质量						流动性 (%)					
不良贷款	2,088	2,450	2,648	3,087	3,593	贷款占生息资产比	45.6	47.1	49.0	50.6	52.2
不良率	1.49	1.43	1.30	1.28	1.26	期末存贷比	66.3	69.0	71.6	73.1	74.8
贷款损失拨备	4,262	5,258	6,488	8,180	10,061	资本 (%)					
拨备覆盖率	204	215	245	265	280	核心一级资本充足率	10.2	9.5	9.3	8.8	8.4
拨贷比	3.04	3.06	3.18	3.38	3.54	一级资本充足率	11.2	11.6	11.2	10.5	9.9
信用成本	1,786	1,945	2,662	3,171	3,521	资本充足率	14.7	15.0	14.6	13.8	13.2
信用成本 (%)	1.38	1.25	1.42	1.42	1.34						

资料来源：公司公告，华西证券研究所

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。