

齐鲁银行(601665)

报告日期: 2026年01月29日

## 具有成长性的省会城商行

### ——齐鲁银行首次覆盖

#### 投资要点

- 齐鲁银行是具有成长性的山东省会城商行，省内规模扩张和较优不良生成有望继续支撑齐鲁银行盈利保持高增。
- 公司画像：深耕山东的成长性城商行
  - (1) 发展：齐鲁银行是在原济南市 17 家城信社基础上组建而成。发展至今，齐鲁银行资产规模与盈利能力位于上市城商行中位，规模位居山东城商行第一。
  - (2) 区位：齐鲁银行经营根植济南，立足山东，辐射天津、河北、河南。山东省经济体量大，济南经济位于山东前列，是齐鲁银行发展的良好基础。
  - (3) 治理：①齐鲁银行股权结构均衡，兼有国资和外资股东，其中国资占主导地位，外资引入国际经营理念赋能公司发展。②齐鲁银行管理团队金融经验丰富，董事长具有大行工作经验，行长熟悉行内情况，两者强强联合，有望提升齐鲁银行战略规划和执行落地能力。
- 财务分析：真实 ROE 位居行业前列
 

2025H1 齐鲁银行账面 ROE 为 12.8%，处于上市城商行中游水平。剔除债市投资收入及还原真实不良生成后，2025H1 齐鲁银行真实 ROE 为 15.7%，位列上市城商行第一。齐鲁银行真实 ROE 高，主要得益于杠杆高、真实不良生成低。齐鲁银行杠杆高，主要是低风险权重的金融资产配置高，带来较低的平均风险权重系数；真实不良生成低，主要得益于对公资产风险改善。

  - (1) 净息差韧性较强。齐鲁银行息差较城商行同业有优势，主要源自存款占比高以及定期存款价格低。25H1 齐鲁银行息差为 1.53%，较城商行平均高 4bp，其中资产收益率为 3.28%，较城商行平均低 13bp；负债成本率为 1.80%，较城商行平均低 8bp。展望 2026 年，齐鲁银行息差或将呈现小幅下降态势，主要考虑资产端仍有一定下降压力，存款端改善幅度预计较 2025 年收窄。
  - (2) 真实不良改善。2021 年上市以来，齐鲁银行不良生成大幅改善，拨备持续增厚。①从主要指标来看，25Q3 末齐鲁银行不良率为 1.09%，较 2021 年末下降 26bp；25H1 齐鲁银行真实不良 TTM 生成率为 0.28%，较 2022 年下降 85bp；25Q3 末齐鲁银行拨备覆盖率为 351%，较 2021 年末提升 97pc。②分板块来看，齐鲁银行对公不良持续改善，个人贷款不良有所上升，与行业趋势相同。展望未来，预计齐鲁银行不良生成有望继续维持低位，主要得益于对公不良改善。
- 投资逻辑：扩表和减值支撑盈利高增
  - (1) 贷款有望继续高增。主要得益于：①山东省内扩张潜力大。25H1 末齐鲁银行贷款余额占山东省贷款余额的比例为 2.3%，而上市城商行占省内贷款余额比重平均在 6.7%，齐鲁银行在省内的市场份额有较大提升空间。②齐鲁银行网点持续加密。齐鲁银行机构数从 2021 年末的 171 家增加到 25H1 末的 200 家，网点扩张带来的产能提升有望在未来释放。③转债转股补充资本。2025 年 8 月 80 亿转债成功转股，截至 25Q3 末齐鲁银行 CET1 达到 11.49%，较监管底线高 4pc，资本比较充裕，能够支撑未来规模增长。
  - (2) 不良生成有望维持低位，将支撑未来盈利保持高增。主要考虑：①存量风险不断出清。齐鲁银行对公制造业、批零板块存量风险不断处置，对公不良率持续改善带动整体不良回落。②增量贷款大头投向低风险基建城投类资产。测算 25H1 齐鲁银行新增基建城投类贷款占增量贷款的比重为 57%，占比较 2022 年提升 17pc。③化债有望改善区域内城投资产质量。2024 年以来，在全国和地方逐步推进化债的导向下，山东城投平台融资成本显著下降，区域信用环境改善。
- 盈利预测与估值
 

齐鲁银行是山东省会城商行，省内扩张有望支撑齐鲁银行贷款保持高增，较优不良生成支撑齐鲁银行利润保持高增。预计齐鲁银行 2025-2027 年归母净利润增速为 14.47%/12.06%/11.69%，对应 BPS 为 8.05/8.79/9.63 元。根据头部城商行估

#### 投资评级：买入(首次)

分析师：杜秦川  
执业证书号：S1230525120002  
duqinchuan@stocke.com.cn

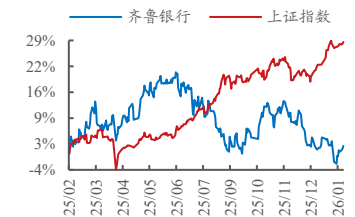
分析师：徐安妮  
执业证书号：S1230523060006  
xuanni@stocke.com.cn

研究助理：张一宁  
zhangyining01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 5.62
总市值(百万元)	34,584.59
总股本(百万股)	6,153.84

#### 股票走势图



#### 相关报告

值水平，给予齐鲁银行 2026 年目标 PB 估值 0.85x，对应 A 股目标价 7.47 元/股，现价空间 33%，给予“买入”评级。

#### □ 风险提示

经济失速下行，不良大幅爆发；齐鲁银行经营改善不及预期；山东城投风险超预期暴露。

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,496	13,019	13,652	14,494
(+/-) (%)	4.55%	4.18%	4.86%	6.17%
归母净利润	4,986	5,708	6,396	7,144
(+/-) (%)	17.77%	14.47%	12.06%	11.69%
每股净资产(元)	8.40	8.05	8.79	9.63
P/B	0.67	0.70	0.64	0.58

资料来源：wind，浙商证券研究所。

## 正文目录

<b>1 公司画像：深耕山东的成长性城商行</b> .....	<b>5</b>
1.1 历史沿革 .....	5
1.2 经营布局 .....	5
1.3 治理层面 .....	6
<b>2 财务分析：真实 ROE 位居行业前列</b> .....	<b>7</b>
2.1 真实 ROE 较高 .....	7
2.2 净息差韧性较强 .....	9
2.3 真实不良改善 .....	10
<b>3 投资逻辑：扩表和减值支撑盈利高增</b> .....	<b>12</b>
3.1 贷款有望继续高增 .....	12
3.2 不良改善支撑盈利 .....	13
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>15</b>
4.1 核心假设 .....	15
4.2 相对估值 .....	15
4.3 投资建议 .....	15
<b>5 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

图 1: 齐鲁银行贷款投向地区分布 .....	6
图 2: 2025 年前三季度山东各城市 GDP 及增速 .....	6
图 3: 2025 年前三季度 GDP TOP10 省份 .....	6
图 4: 2025 年 11 月末贷款规模 TOP10 省份贷款余额及同比增速 .....	6
图 5: 齐鲁银行不含债真实 ROE 高 .....	8
图 6: 齐鲁银行息差韧性较强 .....	9
图 7: 上市以来齐鲁银行不良率持续下降 .....	11
图 8: 上市以来齐鲁银行关注率持续下降 .....	11
图 9: 25H1 齐鲁银行逾期率波动 .....	11
图 10: 上市以来齐鲁银行真实不良生成率 (TTM) 持续下降 .....	11
图 11: 上市以来齐鲁银行拨备覆盖率持续上升 .....	11
图 12: 齐鲁银行逾期 90+ 偏离度低于城商行平均 .....	11
图 13: 城商行市场份额情况 .....	13
图 14: 山东省城投债信用利差显著收窄 .....	14
图 15: 上市城商行 PB (LF) 估值对比 .....	15
表 1: 上市城商行核心指标一览: 齐鲁银行资产规模及盈利能力位于城商行中位 .....	5
表 2: 25Q3 末齐鲁银行股权结构 .....	7
表 3: 齐鲁银行主要高管情况 .....	7
表 4: 齐鲁银行杜邦分解 .....	8
表 5: 齐鲁银行资产收益率及资产结构情况 .....	9
表 6: 齐鲁银行负债成本率及负债结构情况 .....	10
表 7: 齐鲁银行各板块不良率变化 .....	12
表 8: 齐鲁银行网点分布变化 .....	13
表 9: 齐鲁银行增量贷款结构 .....	14
表附录: 报表预测值 .....	17

## 1 公司画像：深耕山东的成长性城商行

### 1.1 历史沿革

①**成立**：齐鲁银行成立于1996年，由原济南市17家城市信用社及联社、济南市财政局等新股东共同发起设立。公司成立时的名称为“济南城市合作银行”；1998年5月，经中国人民银行山东省分行批准，更名为“济南市商业银行股份有限公司”；2009年，经中国银监会批准，更名为“齐鲁银行股份有限公司”。

②**上市**：2015年，齐鲁银行在新三板挂牌上市；2021年，齐鲁银行成功转板A股主板上市，成为全国首家实现“新三板—A股”跨越的银行。

③**发展**：截至25Q3末，齐鲁银行资产规模达到7787亿元，位居上市行城商行中位水平，资产规模为山东城商行中最大的。齐鲁银行坚守“服务城乡居民、服务中小企业、服务地方经济”的初心本源，全行公司客户中小微企业占比达到97%，普惠小微贷款规模位居山东省城商行首位。

表1：上市城商行核心指标一览：齐鲁银行资产规模及盈利能力位于城商行中位

	规模指标				盈利能力							信用风险		资本情况	
	资产	同比	贷款	同比	营收	同比	净利润	同比	净息差	同比	ROE	不良率	拨备覆盖率	核心一级	资本充足率
江苏银行	49,275	27.8	24,127	18.4	672	7.8	306	8.3	1.59	-1bp	12.77	0.84	322.6	8.61	12.47
北京银行	48,922	21.5	23,195	9.5	516	-0.3	211	2.2	1.22	-6bp	7.56	1.29	195.8	8.44	12.82
宁波银行	35,784	16.6	16,730	18.2	550	8.3	224	8.4	1.74	6bp	12.32	0.76	375.9	9.21	14.62
上海银行	33,080	2.5	14,041	2.2	411	4.0	181	2.8	1.17	7bp	9.37	1.18	254.9	10.52	14.33
南京银行	29,623	16.3	13,785	14.4	419	8.8	180	8.1	1.50	19bp	11.99	0.83	313.2	9.54	13.64
杭州银行	22,954	13.8	9,870	12.9	289	1.4	159	14.5	1.34	6bp	14.17	0.76	513.6	9.64	14.43
成都银行	13,853	13.4	8,226	17.8	178	3.0	95	5.0	1.54	-3bp	13.49	0.68	433.1	8.77	14.39
长沙银行	12,437	10.7	5,885	11.6	197	1.3	66	6.0	1.77	4bp	11.01	1.18	311.9	10.24	14.23
重庆银行	10,227	24.1	5,058	20.5	117	10.4	49	10.2	1.40	18bp	10.48	1.14	248.1	8.57	12.60
苏州银行	7,760	14.6	3,562	12.1	95	2.0	45	7.1	1.32	3bp	10.65	0.83	420.6	9.79	13.57
<b>齐鲁银行</b>	<b>7,787</b>	<b>16.5</b>	<b>3,694</b>	<b>15.1</b>	<b>99</b>	<b>4.6</b>	<b>40</b>	<b>15.1</b>	<b>1.53</b>	<b>4bp</b>	<b>10.49</b>	<b>1.09</b>	<b>351.4</b>	<b>11.49</b>	<b>14.70</b>
青岛银行	7,656	14.4	3,656	13.3	110	5.0	40	15.5	1.63	-1bp	11.82	1.10	270.0	8.75	13.14
贵阳银行	7,466	3.8	3,357	0.7	94	-13.7	39	-1.4	1.66	13bp	7.73	1.63	239.6	12.82	15.05
郑州银行	7,436	11.5	3,947	5.8	94	3.9	23	1.6	1.45	-16bp	5.52	1.76	186.2	8.76	12.00
西安银行	5,511	22.5	2,923	36.7	77	39.1	20	5.5	1.89	20bp	7.44	1.53	218.7	8.69	12.85
兰州银行	5,234	8.8	2,605	5.1	59	-2.1	15	0.6	1.35	11bp	5.28	1.80	194.0	8.35	13.16
厦门银行	4,426	9.7	2,293	14.4	43	3.0	19	0.3	1.09	1bp	8.09	0.80	304.4	8.52	13.24
<b>城商行</b>	<b>309,431</b>	<b>16.1</b>	<b>146,954</b>	<b>13.0</b>	<b>4,021</b>	<b>4.8</b>	<b>1,711</b>	<b>6.9</b>	<b>1.48</b>	<b>5bp</b>	<b>10.01</b>	<b>1.13</b>	<b>303.2</b>	<b>9.45</b>	<b>13.60</b>

资料来源：wind，浙商证券研究所。单位：亿元；%。数据截至2025年9月30日。

### 1.2 经营布局

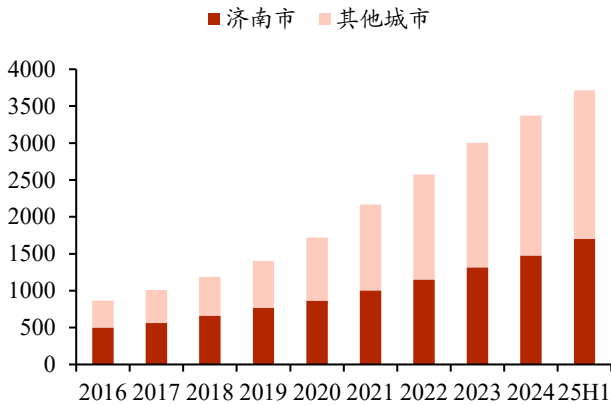
齐鲁银行经营布局根植济南，立足山东，辐射天津、河南、河北。截至25H1末，齐鲁银行有46%贷款投向济南，其余分布在山东其他城市和省外地区。山东经济体量大，而济南经济位于山东前列，是齐鲁银行发展的良好基础。

①**立足山东**：山东省经济体量大，工业门类齐全，工业底蕴和制造能力强，区域信贷增长有韧性。2025年前三季度山东省GDP约7.7万亿，位居全国各省份第三，实际GDP增速为5.6%，高于全国GDP增速（5.2%）；山东工业门类齐全、产业体系完整，是全国重要

的工业基地，拥有全部 41 个工业大类；山东信贷规模位居全国各省份第四，2025 年 11 月末山东省贷款余额达 16.2 万亿，对应信贷增速为 7.9%，高于全国增速（6.4%）。

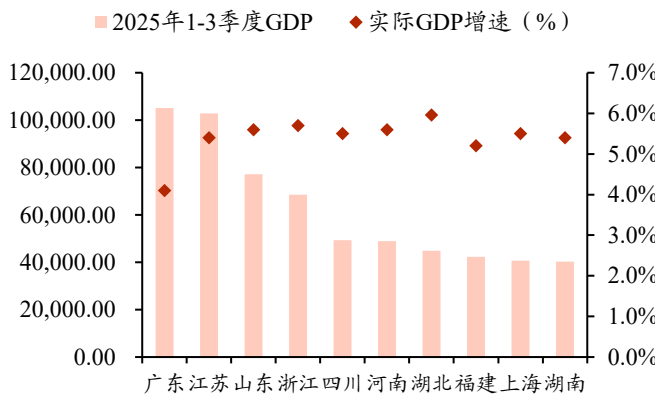
②**辐射省外：**齐鲁银行省外业务以“天津分行+豫冀村镇银行集群”的形式进行服务。天津分行作为首家省外分行，重点服务京津冀协同发展项目。在河南、河北两省，齐鲁银行通过控股 12 家村镇银行构建县域服务网络，复制山东“一县一品”模式。

图1：齐鲁银行贷款投向地区分布



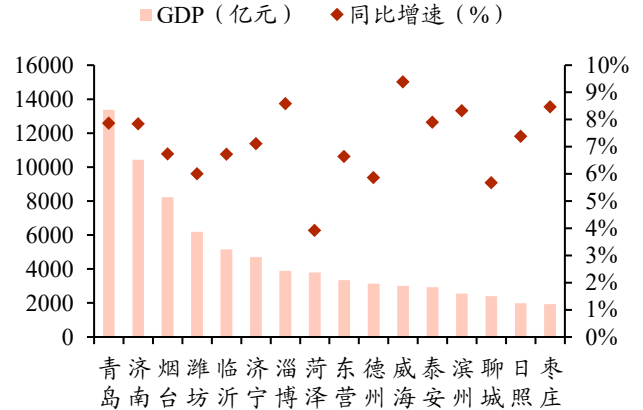
资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。单位：亿元。

图3：2025 年前三季度 GDP TOP10 省份



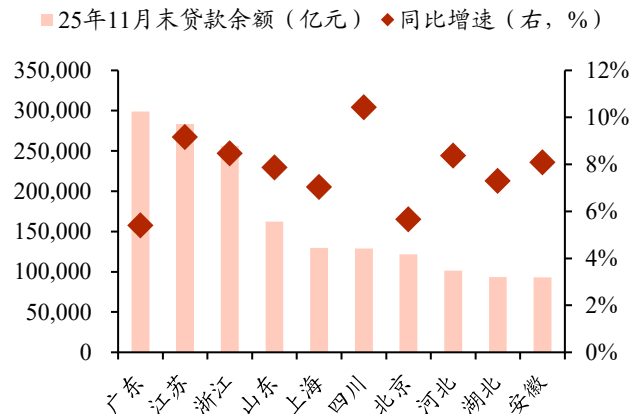
资料来源：wind，各地统计局，浙商证券研究所。单位：亿元。

图2：2025 年前三季度山东各城市 GDP 及增速



资料来源：wind，浙商证券研究所。

图4：2025 年 11 月末贷款规模 TOP10 省份贷款余额及同比增速



资料来源：wind，浙商证券研究所。

### 1.3 治理层面

**齐鲁银行股权结构均衡**，兼有国资和外资股东，地方国资占主导地位。25Q3 末，前十大股东中，济南市属国资合计持股 21%，兖矿能源、济钢集团、中国重汽等省属国企持股超 11%，形成地方国资占主导的格局；外资股东澳洲联邦银行持股 12%，为单一第一大股东，通过提名非执行董事参与战略决策，引入国际经营理念和风控经验，赋能公司发展。

**管理团队金融经验丰富**。以董事长郑祖刚先生、行长张华先生为代表的核心管理团队，银行管理经验丰富，专业能力突出，且大部分高管均为 70 后，年富力强。董事长郑祖刚先生长期任职于中国农业银行，行长张华先生长期任职于齐鲁银行，两者强强联合，有望提升齐鲁银行战略规划和执行落地能力。

表2: 25Q3 末齐鲁银行股权结构

序号	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)	股东类型
1	澳洲联邦银行	7.46	12.12	外资
2	济南市国有资产运营有限公司	5.05	8.21	济南国资
3	兖矿能源集团股份有限公司	3.62	5.88	山东国资
4	济南城市建设投资集团有限公司	3.46	5.62	济南国资
5	济南西城置业有限公司	2.20	3.57	济南国资
6	济南西城投资发展有限公司	2.11	3.43	济南国资
7	济钢集团有限公司	1.85	3.00	山东国资
8	重庆华宇集团有限公司	1.31	2.14	民企
9	中国重型汽车集团有限公司	1.29	2.10	山东国资
10	香港中央结算有限公司	1.28	2.08	
	合计	29.64	48.15	

资料来源: wind, 浙商证券研究所。

表3: 齐鲁银行主要高管情况

职务	姓名	出生年份	简历
董事长	郑祖刚	1972 年	历任中国农业银行山东省分行信贷处办事员、办公室科长, 中国农业银行泰安市分行党委委员、副行长, 中国农业银行山东省分行办公室副主任、主任, 中国农业银行山东省分行党委委员、行长助理, 中国农业银行山东省分行党委书记、行长, 中国农业银行山东省分行党委委员、副行长, 中国农业银行天津市分行党委书记、行长。
行长	张华	1966 年	历任山东银行学校教师、业务教研室副主任, 济南市商业银行开元支行行长、信贷管理部总经理、信贷审批部总经理, 济南市商业银行行长助理, 齐鲁银行行长助理兼聊城分行行长, 齐鲁银行行长助理兼青岛分行行长, 齐鲁银行执行董事、副行长、党委委员, 齐鲁银行副行长、党委委员、挂职任济南市人民政府金融工作办公室(济南市地方金融监督管理局)主任(局长)、党组书记。
副行长, 兼董事会秘书	胡金良	1978 年	历任济南市商业银行燕山支行综合柜员、客户经理, 济南市商业银行办公室业务经办、主办, 齐鲁银行董事会办公室主任助理、副主任, 齐鲁银行董事会办公室主任。
副行长	陶文喆	1972 年	历任空十三师三十九团机务三中队战士, 济南市历城区黄台城市信用社信贷员, 济南城市合作银行洪楼支行信贷副科长, 济南市商业银行洪楼支行信贷副科长、科长, 济南市商业银行信贷一处信贷审批员, 济南市商业银行大桥路支行行长, 济南市商业银行公司业务部副总经理, 齐鲁银行信贷审批部副总经理、执行总经理、总经理, 齐鲁银行公司银行部总经理、副总经理(主持工作), 齐鲁银行天津分行负责人、行长, 齐鲁银行行长助理兼天津分行行长, 齐鲁银行行长助理, 齐鲁银行行长助理、党委委员。

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

## 2 财务分析: 真实 ROE 位居行业前列

2025H1 齐鲁银行账面 ROE 为 12.8%, 处于上市城商行中游水平。剔除债市投资收入及还原真实不良生成后, 2025H1 齐鲁银行真实 ROE 为 15.7%, 位列上市城商行第一。齐鲁银行真实 ROE 高, 主要得益于杠杆高、真实不良生成低。

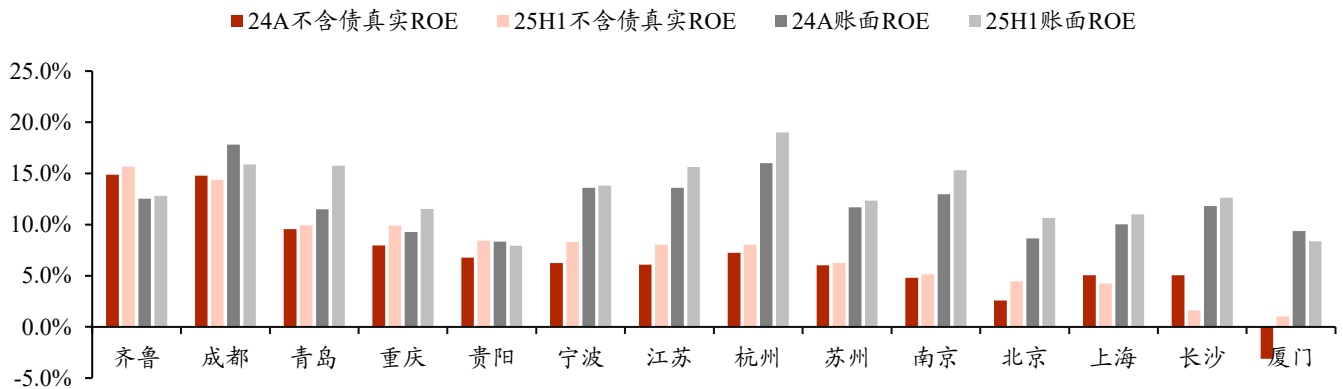
### 2.1 真实 ROE 较高

**齐鲁银行不含债真实 ROE 高。**25H1 齐鲁银行账面 ROE 为 12.8%, 处在上市城商行中位水平。考虑到债券投资收入波动较大, 同时拨备有调剂利润空间, 我们采取剔除债券投资收入和用真实不良生成额替换信用成本的方式测算银行不含债的真实 ROE 情况。25H1

齐鲁银行不含债真实 ROE 为 15.7%，处在城商行首位（未特别说明，第二部分城商行对比口径：齐鲁与不含兰州、郑州、西安的 13 家上市银行进行对比，后同）。

杜邦分解来看，齐鲁银行不含债真实 ROE 高，主要得益于杠杆高、真实不良生成低，同时息差、中收、所得税方面也优于城商行平均。齐鲁银行杠杆高，主要是低风险权重的金融资产特别是政府债配置比例高于城商行平均，带来较低的平均风险权重系数以及较低的实际税率。

图5：齐鲁银行不含债真实 ROE 高



资料来源：wind，浙商证券研究所。不含债真实 ROE=账面 ROE×不含债真实利润÷账面利润。不含债真实利润=归属于母公司普通股股东净利润+75%×（真实不良生成额/近3年平均贷款减值损失占比-资产减值损失）-75%×（公允价值变动损益+汇兑收益+投资收益-TPL 平均余额×负债成本率）。真实不良生成额为不良、关注余额增加值，并加回核销。

表4：齐鲁银行杜邦分解

项目	2021	2022	2023	2024	25H1	2021	2022	2023	2024	25H1
ROE	10.26%	10.65%	11.03%	10.97%	11.04%	-1.1pc	-0.9pc	-0.1pc	0.4pc	-0.3pc
杠杆（倍）	13.25	13.78	14.35	14.36	14.59	0.10	0.75	1.20	1.29	1.32
ROA	0.77%	0.77%	0.77%	0.76%	0.76%	-9bp	-11bp	-8bp	-5bp	-10bp
营业收入	2.56%	2.36%	2.15%	1.93%	1.88%	13bp	8bp	7bp	-5bp	-2bp
利息净收入	1.89%	1.83%	1.60%	1.40%	1.38%	12bp	17bp	12bp	3bp	8bp
利息收入	4.00%	3.83%	3.53%	3.24%	2.97%	4bp	9bp	-7bp	-9bp	-1bp
利息支出	-2.12%	-2.00%	-1.93%	-1.85%	-1.58%	8bp	9bp	19bp	12bp	9bp
中收	0.24%	0.26%	0.20%	0.20%	0.23%	-4bp	3bp	5bp	7bp	8bp
其他非息	0.44%	0.27%	0.35%	0.34%	0.27%	4bp	-13bp	-9bp	-16bp	-18bp
营业支出	-1.72%	-1.53%	-1.34%	-1.11%	-1.12%	-28bp	-26bp	-24bp	-8bp	-20bp
运营成本	-0.70%	-0.65%	-0.59%	-0.55%	-0.49%	-2bp	2bp	5bp	4bp	2bp
信用成本	-1.02%	-0.88%	-0.75%	-0.56%	-0.63%	-26bp	-28bp	-29bp	-12bp	-22bp
所得税	-0.07%	-0.05%	-0.03%	-0.03%	-0.01%	6bp	7bp	11bp	10bp	12bp
真实不良生成	/	-0.61%	-0.40%	-0.22%	-0.17%	/	-5bp	29bp	44bp	32bp
债券投资交易净收入	/	0.12%	0.18%	0.19%	0.14%	/	0bp	2bp	-5bp	-10bp
不含债的真实 ROA	/	0.88%	0.89%	0.88%	0.99%	/	6bp	33bp	41bp	38bp
不含债的真实 ROE	/	12.17%	12.83%	12.61%	14.49%	/	1bp	5bp	7bp	6bp

资料来源：wind，浙商证券研究所。说明此处的 ROE 分母为初期期末平均净资产。颜色越红，指标表现越优。

## 2.2 净息差韧性强

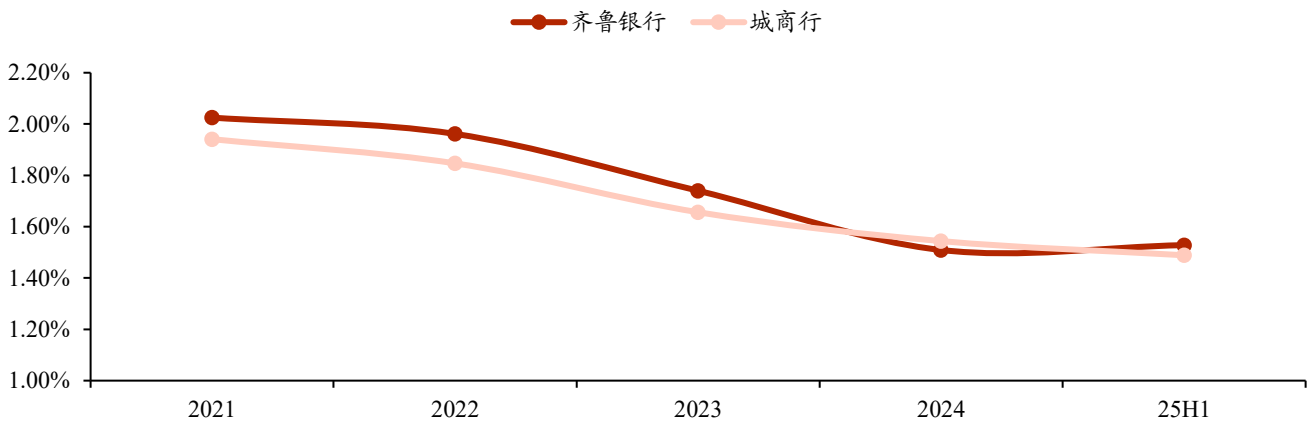
齐鲁银行息差长期高于城商行平均，主要得益于付息负债成本率优于城商行平均。其中 25H1 齐鲁银行息差逆势企稳，主要得益于齐鲁银行 25H1 负债成本率降幅大于资产收益率，齐鲁银行资产收益率降幅好于城商行平均。25H1 齐鲁银行息差为 1.53%，较 2024 年提升 2bp，较城商行平均高 4bp。

从资产端来看：齐鲁银行生息资产收益率低于城商行平均，主要源于齐鲁银行综合收益更高的贷款占比低于城商行平均。25H1 齐鲁银行生息资产收益率为 3.28%，较城商行平均低 13bp。拆分来看：①价格来看，齐鲁银行对公贷款收益率持续高于城商行平均，其他各类资产收益率均低于城商行平均。②从结构来看：齐鲁银行加权收益更高的贷款占比低于城商行平均，加权收益较低的债券投资占比高于城商行平均。

从负债端来看，齐鲁银行计息负债成本率优于城商行平均，主要源于齐鲁银行加权成本更低的存款占比高于城商行平均，同时定期存款定价低于城商行平均。25H1 末齐鲁银行计息负债成本率为 1.80%，较城商行平均低 8bp。拆分来看：①价格来看，齐鲁银行定期存款成本、同业负债成本优于城商行平均；②从结构来看：齐鲁银行存款占比高于城商行平均，主动负债占比低于城商行平均。

展望 2026 年，齐鲁银行息差或将呈现小幅下降态势，主要考虑资产端仍有一定下降压力，存款端改善幅度预计较 2025 年收窄。

图6：齐鲁银行息差韧性强



资料来源：wind，浙商证券研究所。城商行平均取加权平均数。

表5：齐鲁银行资产收益率及资产结构情况

	齐鲁银行各类资产收益率					齐鲁银行-披露数据城商行				
	2021	2022	2023	2024	1H25	2021	2022	2023	2024	1H25
生息资产收益率	4.30%	4.11%	3.84%	3.50%	3.28%	-6bp	-7bp	-18bp	-27bp	-13bp
发放贷款	5.26%	5.04%	4.67%	4.25%	3.99%	12bp	8bp	-9bp	-18bp	-5bp
企业贷款	5.12%	4.87%	4.58%	4.21%	4.03%	45bp	51bp	40bp	25bp	34bp
个人贷款	5.61%	5.46%	4.91%	4.35%	3.84%	-32bp	-49bp	-85bp	-92bp	-75bp
债券投资	3.54%	3.34%	3.14%	2.88%	2.62%	-42bp	-32bp	-27bp	-26bp	-18bp
现金及存放央行	1.48%	1.47%	1.48%	1.45%	1.44%	3bp	6bp	5bp	3bp	3bp
同业资产	1.78%	1.39%	1.77%	1.56%	1.62%	-86bp	-103bp	-86bp	-105bp	-61bp
	齐鲁银行各类资产占比					齐鲁银行-披露数据城商行				
发放贷款	53.97%	54.74%	54.59%	53.43%	53.20%	0.6pc	-0.2pc	-1.4pc	-3.6pc	-2.7pc
企业贷款	38.16%	39.10%	38.95%	39.22%	40.66%	2.2pc	1.6pc	-0.3pc	-1.8pc	-0.7pc
个人贷款	15.80%	15.64%	15.64%	14.21%	12.55%	-1.2pc	-1.5pc	-1.4pc	-2.3pc	-2.9pc

债券投资	37.33%	36.98%	36.88%	39.01%	40.43%	5.9pc	6.2pc	6.2pc	8.3pc	7.9pc
现金及存放央行	7.10%	6.44%	6.08%	5.14%	4.74%	0.7pc	0.8pc	0.8pc	0.3pc	0.3pc
同业资产	1.61%	1.84%	2.46%	2.42%	1.63%	-6.1pc	-5.8pc	-4.7pc	-4.4pc	-4.9pc

资料来源：wind，浙商证券研究所。城商行平均取加权平均数。

表6：齐鲁银行负债成本率及负债结构情况

	齐鲁银行各类负债成本率					齐鲁银行-披露数据城商行				
	2021	2022	2023	2024	25H1	2021	2022	2023	2024	25H1
付息负债成本率	2.37%	2.24%	2.18%	2.06%	1.80%	0bp	-5bp	-12bp	-10bp	-8bp
存款	2.24%	2.17%	2.11%	1.99%	1.74%	7bp	-2bp	-9bp	-6bp	-6bp
活期存款	0.78%	0.73%	0.75%	0.74%	0.78%	-2bp	-5bp	-7bp	4bp	25bp
企业活期	0.71%	0.82%	0.90%	0.93%	0.77%	-18bp	-8bp	-8bp	8bp	12bp
个人活期	1.00%	0.47%	0.30%	0.23%	0.12%	60bp	13bp	4bp	4bp	4bp
定期存款	3.11%	2.94%	2.78%	2.49%	2.17%	5bp	-1bp	-11bp	-20bp	-25bp
企业定期	2.74%	2.54%	2.42%	2.14%	1.81%	-1bp	-16bp	-29bp	-38bp	-42bp
个人定期	3.42%	3.27%	3.04%	2.73%	2.40%	-20bp	-9bp	-10bp	-16bp	-22bp
发行债券	3.36%	3.09%	3.02%	2.58%	2.13%	26bp	35bp	40bp	12bp	5bp
同业负债	2.25%	2.08%	2.06%	1.96%	1.81%	-19bp	-14bp	-31bp	-33bp	-18bp
	齐鲁银行各类负债占比					齐鲁银行-披露数据城商行				
存款	75.93%	76.40%	77.68%	72.20%	71.46%	13.1pc	13.0pc	14.1pc	8.1pc	6.7pc
活期存款	28.39%	26.62%	25.70%	20.41%	19.63%	3.3pc	4.2pc	4.5pc	1.1pc	0.3pc
企业活期	21.19%	19.75%	19.41%	15.03%	14.47%	1.0pc	2.1pc	2.8pc	0.0pc	-0.6pc
个人活期	7.21%	6.88%	6.29%	5.38%	5.16%	2.4pc	2.1pc	1.7pc	1.1pc	0.9pc
定期存款	47.54%	49.78%	51.98%	51.79%	51.83%	8.8pc	8.4pc	7.7pc	6.1pc	5.1pc
企业定期	21.96%	22.68%	21.37%	21.32%	20.57%	-3.0pc	-3.3pc	-3.8pc	-3.5pc	-4.3pc
个人定期	25.58%	27.10%	30.61%	30.48%	31.27%	11.8pc	11.7pc	11.5pc	9.5pc	9.3pc
发行债券	11.43%	9.16%	8.39%	12.69%	14.46%	-3.8pc	-7.1pc	-6.6pc	-2.7pc	-3.0pc
同业负债	12.63%	14.43%	13.94%	15.11%	14.07%	-9.2pc	-5.7pc	-7.3pc	-5.2pc	-3.6pc

资料来源：wind，浙商证券研究所。城商行平均取加权平均数。

### 2.3 真实不良改善

齐鲁银行 2021 年上市以来，不良生成大幅改善，拨备持续增厚。展望未来，预计齐鲁银行不良生成有望继续维持低位，主要得益于对公不良改善。

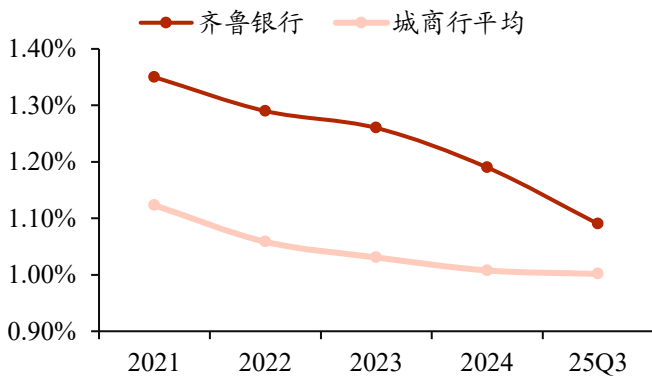
① 上市以来，齐鲁银行不良和关注持续改善，近期逾期率有所波动。25Q3 末齐鲁银行不良率较 2021 年末下降 26bp 至 1.09%；25H1 末齐鲁银行关注率较 2021 年末下降 99bp 至 0.96%；25H1 齐鲁银行逾期率较年初上升 6bp 至 1.03%，与行业趋势类似。

② 分板块来看，齐鲁银行对公不良持续改善，个人贷款不良近年持续上升。齐鲁银行 25H1 末对公贷款（不含票）不良率为 0.77%，较 2021 年末下降 82bp，主要得益于制造业、批零行业不良率下降；齐鲁银行 25H1 零售贷款不良率为 2.31%，较 2021 年末上升 171bp，需关注后续零售不良生成情况。

③ 上市以来，齐鲁银行不良生成大幅改善。25H1 齐鲁银行真实不良 TTM 生成率为 0.28%，较 2022 年末下降 85bp，处在上市城商行较低水平。

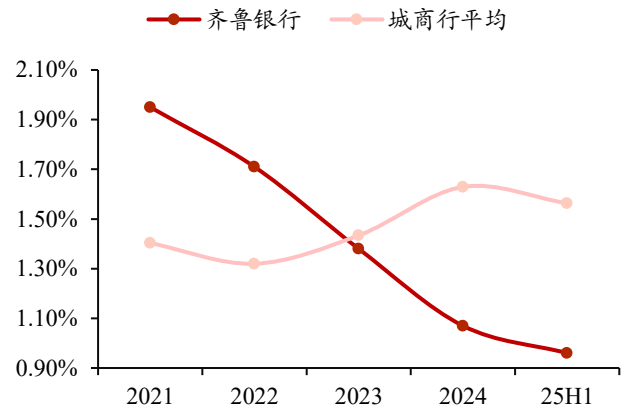
④ 上市以来，齐鲁银行拨备持续增厚，拨备覆盖率从低于行业平均转为高于行业平均。25Q3 末齐鲁银行拨备覆盖率为 351%，较城商行平均高 28pc；2021 年末齐鲁银行拨备覆盖率为 254%，较城商行平均低 96pc。

图7: 上市以来齐鲁银行不良率持续下降



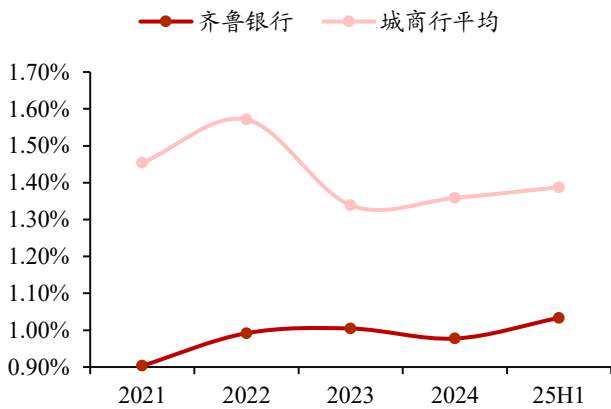
资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图8: 上市以来齐鲁银行关注率持续下降



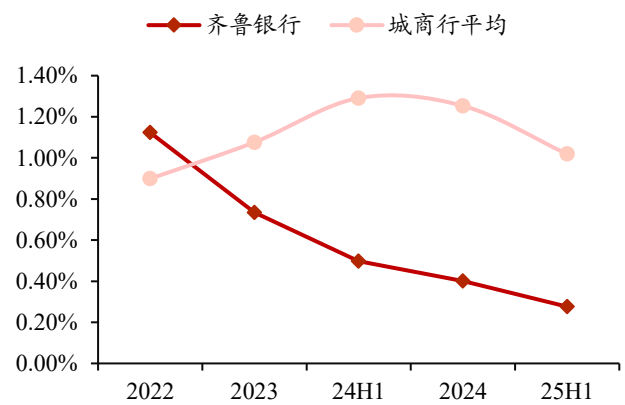
资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图9: 25H1 齐鲁银行逾期率波动



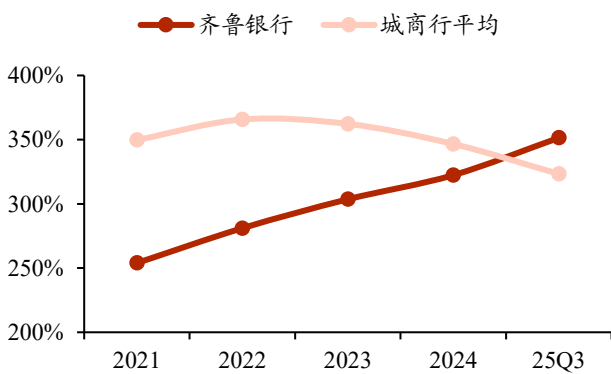
资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图10: 上市以来齐鲁银行真实不良生成率 (TTM) 持续下降



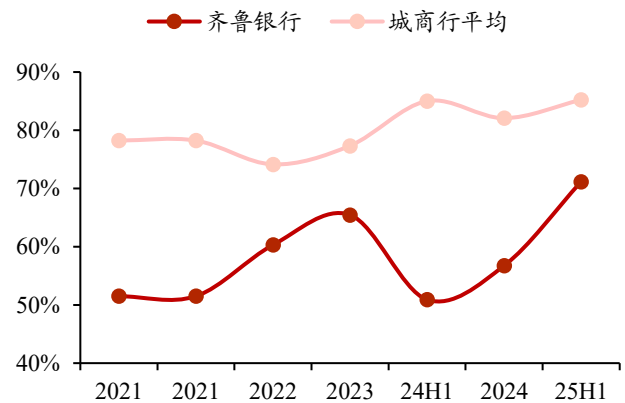
资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图11: 上市以来齐鲁银行拨备覆盖率持续上升



资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图12: 齐鲁银行逾期90+偏离度低于城商行平均



资料来源: wind, 浙商证券研究所。逾期90+偏离度=逾期90天以上贷款余额/不良贷款余额。

表7: 齐鲁银行各板块不良率变化

分类	2021	25H1	2021	25H1	2021	2022	2023	2024	25H1
	贷款余额(亿元)		贷款占比		不良率(%)				
<b>公司贷款</b>	<b>1,420</b>	<b>2,781</b>	<b>66%</b>	<b>75%</b>	<b>1.59</b>	<b>1.51</b>	<b>1.35</b>	<b>0.95</b>	<b>0.77</b>
制造业	237	359	11%	10%	4.44	6.55	5.67	3.76	3.01
电力、热力、燃气及水生产和供应业	26	86	1%	2%	0.58	0.43	0.18	0.42	0.23
建筑业	145	356	7%	10%	1.79	0.31	0.20	0.78	0.41
批发和零售业	172	420	8%	11%	1.79	1.56	1.50	1.07	1.09
交通运输、仓储和邮政业	43	66	2%	2%	0.00	0.00	0.00	0.55	0.45
信息传输、计算机服务和软件业	21		1%	0%	0.06	0.22	0.38		
住宿和餐饮业	7		0%	0%	0.00	1.68	1.40		
房地产业	95		4%	0%	1.45	2.51	1.37	7.21	
租赁和商务服务业	427	887	20%	24%	0.94	0.52	0.13	0.06	0.15
科学研究和技术服务业	0	55	0%	1%				0.12	0.53
水利、环境和公共设施管理业	155	312	7%	8%	0.00	0.00	0.06	0.00	0.00
教育	16	36	1%	1%	0.18	0.00	0.00	0.30	0.31
卫生和社会工作	0	60	0%	2%					0.10
采矿业	9	0	0%	0%					
金融业	18	0	1%	0%					
居民服务、修理和其他服务业	3	0	0%	0%					
其他服务业	48	144	2%	4%	1.81	0.95	5.40	0.56	1.54
<b>票据贴现</b>	<b>112</b>	<b>107</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>2.47</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>个人贷款</b>	<b>634</b>	<b>826</b>	<b>29%</b>	<b>22%</b>	<b>0.61</b>	<b>0.96</b>	<b>1.18</b>	<b>2.00</b>	<b>2.31</b>
<b>合计</b>	<b>2,166</b>	<b>3,714</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>1.35</b>	<b>1.29</b>	<b>1.26</b>	<b>1.19</b>	<b>1.09</b>

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

### 3 投资逻辑: 扩表和减值支撑盈利高增

#### 3.1 贷款有望继续高增

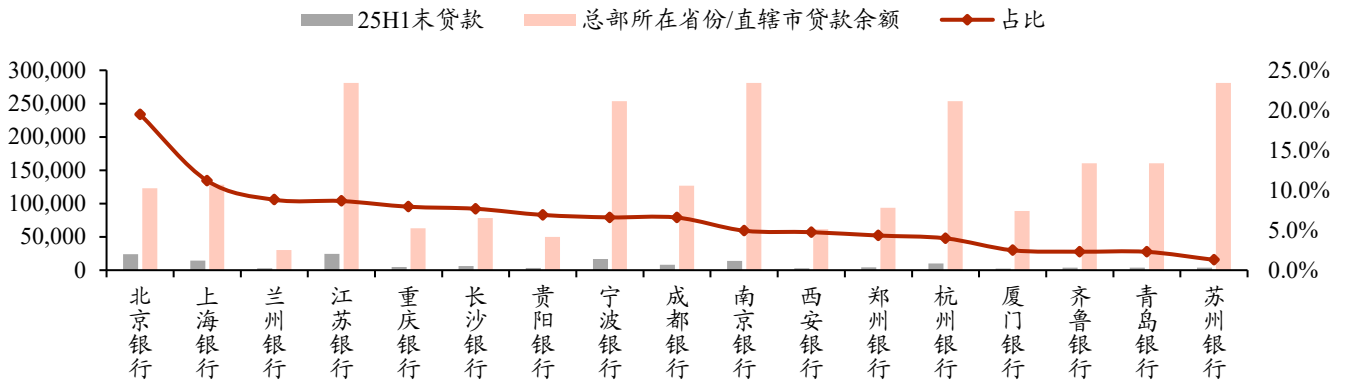
齐鲁银行未来贷款有望继续维持高增, 主要得益于山东省内扩张潜力大, 齐鲁银行网点持续加密和资本补充到位, 未来规模扩张空间大。

(1) **山东省内扩张潜力大。**山东省经济体量和信贷规模大, 齐鲁银行在山东省内还有较大发展空间。对比来看, 25H1末齐鲁银行贷款余额占山东省贷款余额的比例为2.3%, 上市城商行占所在省份贷款余额平均在6.7%, 齐鲁银行在省内的市场份额有较大提升空间。

(2) **银行网点持续加密。**2021年以来齐鲁银行持续增加机构数量, 机构数从2021年末的171家增加到25H1末的200家, 同时加大了济南周边城市如德州、聊城、滨州和青岛的贷款投放。展望未来, 随着新设立的机构产能释放, 支撑齐鲁银行贷款保持高增。

(3) **转债转股补充资本。**2025年8月齐鲁转债实现强赎, 80亿转债成功转股补充核心一级资本。齐鲁银行转债补充资本后, 资本较为充裕, 有力支撑齐鲁银行未来的规模增长。截至25Q3末齐鲁银行核心一级资本充足率达到11.49%, 较监管底线高4pc。

图13: 城商行市场份额情况



资料来源: wind, 浙商证券研究所。

表8: 齐鲁银行网点分布变化

地区	2021 年末 网点分布			地区	25H1 末 网点分布			25H1-2021	
	机构数量 (家)	资产规模 (亿元)	资产占比		机构数量 (家)	资产规模 (亿元)	资产占比	机构数量变化	资产占比变化
济南	102	2,996	70.6%	济南	104	5,187	70.4%	2	-0.1%
聊城	13	145	3.4%	聊城	14	295	4.0%	1	0.6%
天津	7	113	2.7%	天津	6	158	2.1%	-1	-0.5%
青岛	8	126	3.0%	青岛	9	256	3.5%	1	0.5%
泰安	6	91	2.1%	泰安	7	141	1.9%	1	-0.2%
德州	8	110	2.6%	德州	12	291	3.9%	4	1.4%
临沂	9	155	3.7%	临沂	10	154	2.1%	1	-1.6%
滨州	5	54	1.3%	滨州	7	146	2.0%	2	0.7%
东营	3	71	1.7%	东营	5	121	1.6%	2	0.0%
日照	2	47	1.1%	日照	4	104	1.4%	2	0.3%
烟台	3	55	1.3%	烟台	6	113	1.5%	3	0.2%
潍坊	3	201	4.7%	潍坊	9	205	2.8%	6	-2.0%
威海	2	81	1.9%	威海	5	139	1.9%	3	0.0%
				菏泽	1	43	0.6%	1	0.6%
				淄博	1	14	0.2%	1	0.2%
合计	171	4,247	100.0%	合计	200	7,367	100.0%	29	/

资料来源: wind, 浙商证券研究所。

### 3.2 不良改善支撑盈利

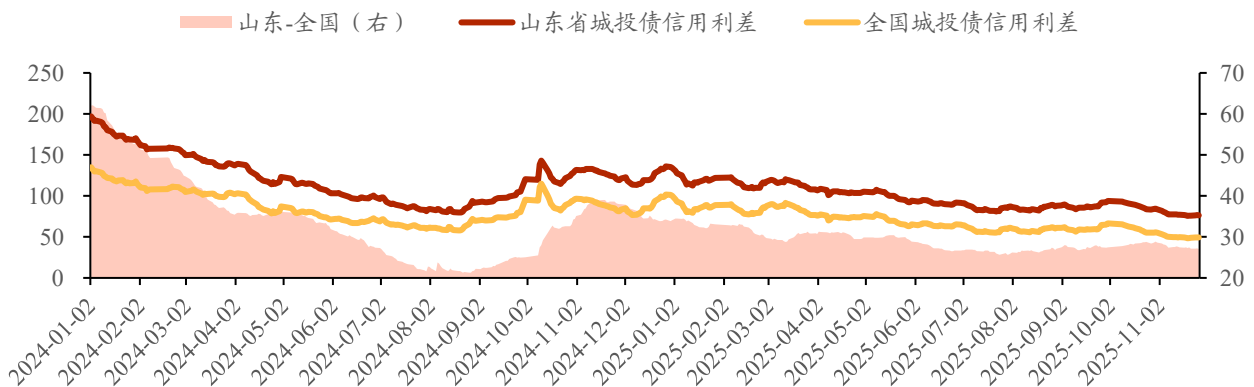
齐鲁银行上市以来不良生成持续改善, 较低的不良生成有望支撑未来盈利保持高增。齐鲁银行不良生成持续改善主要得益于: (1) 存量风险不断出清。齐鲁银行对公制造业、批零板块存量风险不断处置, 对公不良率持续改善带动整体不良回落。(2) 增量贷款大头投向低风险基建城投类资产。2025H1 上半年新增基建城投类贷款占增量贷款的比重为 57%, 占比较 2022 年提升 17pc。(3) 化债有望改善区域内城投资产质量。全国层面于 2024 年 11 月推出 10 万亿化债方案; 山东省作为化债重点区域, 全面落实中央部署, 发行特殊再融资债券置换隐形债务。2024 年以来, 山东省城投平台融资成本显著下降, 债务结构持续优化, 区域信用环境改善, 山东省城投债信用利差显著收窄。

表9: 齐鲁银行增量贷款结构

	2021	2022	2023	2024	25H1
贷款总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
公司贷款总额	70.1%	75.3%	82.6%	87.3%	110.2%
采矿业	0.3%	-0.1%	0.4%	0.0%	0.0%
制造业	5.8%	4.1%	9.4%	5.2%	13.4%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.9%	4.6%	1.7%	3.9%	5.8%
建筑业	1.8%	20.3%	7.8%	15.1%	11.7%
批发和零售业	5.2%	13.0%	18.7%	15.8%	16.6%
交通运输、仓储和邮政业	2.4%	2.2%	1.0%	2.1%	0.7%
信息传输、计算机服务和软件业	1.6%	-0.1%	0.8%		
住宿和餐饮业	0.3%	0.3%	0.3%		
金融业	-2.2%	2.1%	0.7%		
房地产业	1.1%	-6.9%	-5.2%	-2.2%	
租赁和商务服务业	38.1%	19.5%	26.4%	31.5%	44.1%
科学研究和技术服务业				9.6%	5.7%
水利、环境和公共设施管理业	11.8%	13.4%	12.8%	7.3%	6.1%
居民服务、修理和其他服务业	0.2%	0.1%	0.2%		
教育	0.1%	0.8%	1.7%	1.1%	1.5%
卫生和社会工作					17.4%
其他服务业	2.8%	1.8%	5.8%	19.1%	-2.1%
个人贷款总额	25.6%	28.1%	20.8%	7.3%	-11.0%
个人住房贷款	18.5%	13.8%	16.6%	0.5%	-9.1%
信用卡应收账款	-1.3%	0.8%	0.6%	4.2%	5.0%
其他个人贷款	8.3%	13.4%	3.6%	2.7%	-7.0%
增量贷款中城投基建类贷款占比	53.1%	39.8%	41.9%	44.8%	57%

资料来源: wind, 浙商证券研究所。城投类基建类贷款取电力、热力、燃气及水生产和供应业、交通运输、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业以及租赁和商务服务业四类合计数。数据空白部分为齐鲁银行未披露相关数据。

图14: 山东省城投债信用利差显著收窄



资料来源: wind, 浙商证券研究所。单位: BP。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 核心假设

(1) 规模: 山东省内扩张空间大, 齐鲁银行网点持续加密和资本补充到位, 预计未来齐鲁银行规模增速有望维持双位数增长。预计齐鲁银行 2025-2027 年总资产增速分别为 14.9%、13.1%、12.6%。

(2) 息差: 考虑负债成本持续改善和潜在的 LPR 调降, 预计齐鲁银行未来息差有小幅下行压力, 预计 2025-2027 年净息差分别为 1.49%、1.44%、1.41%。

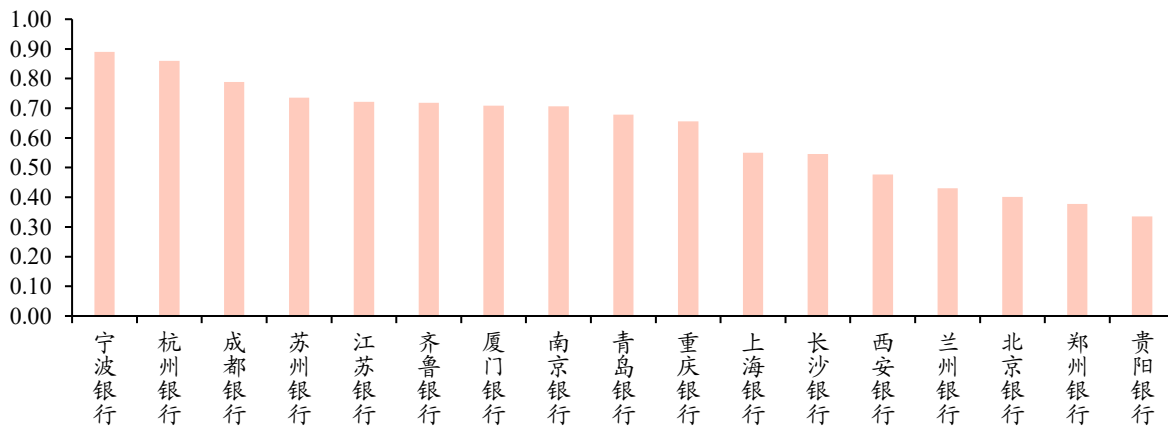
(3) 不良: 随着宏观政策发力和化债推进, 齐鲁银行不良生成有望维持在低位, 预计 2025-2027 年信用成本分别为 0.74%、0.70%、0.61%。

### 4.2 相对估值

运用 PB 估值法对齐鲁银行进行估值, 主要关注可比上市城商行估值水平。截至 2026 年 1 月 28 日, 齐鲁银行 PB (LF) 估值 0.72x, 低于其他优质区域城商行 (如宁波银行 0.89x、杭州银行 0.86x)。

参考可比头部城商行估值水平, 给予齐鲁银行 2026 年目标 PB 估值 0.85x, 对应 A 股目标价 7.47 元/股, 现价空间 33%。

图15: 上市城商行 PB (LF) 估值对比



资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。截至 2026 年 1 月 28 日。

### 4.3 投资建议

齐鲁银行是山东省会城商行, 省内扩张有望支撑齐鲁银行贷款保持高增, 较优不良生成支撑齐鲁银行利润保持高增。预计齐鲁银行 2025-2027 年归母净利润增速为 14.47%/12.06%/11.69%, 对应 BPS 为 8.05/8.79/9.63 元。给予齐鲁银行 2026 年目标 PB 估值 0.85x, 对应 A 股目标价 7.47 元/股, 现价空间 33%, 给予“买入”评级。

## 5 风险提示

**经济失速下行，不良大幅爆发。**银行作为顺周期行业，基本面和经济状态密切相关，若因内外部因素影响，经济出现超预期下行压力，可能导致银行盈利显著承压、不良大幅暴露，影响银行基本面表现。

**经营改善不及预期。**如齐鲁银行新设网点产能贡献不及预期、债市超预期波动，以及零售等资产风险暴露，可能会影响齐鲁银行整体经营业绩表现。

**城投风险超预期暴露。**如齐鲁银行部分城投贷款对应的企业经营情况恶化，现金流恶化，可能会影响齐鲁银行资产质量指标、利润指标表现。

## 表附录：报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
存放央行	39,393	35,445	39,698	44,462
同业资产	15,346	16,114	16,919	17,765
贷款总额	337,142	388,387	442,762	500,321
贷款减值准备	(12,294)	(14,784)	(16,863)	(18,858)
贷款净额	325,539	373,604	425,899	481,463
证券投资	300,801	351,104	395,179	444,558
其他资产	8,460	16,315	18,447	20,771
<b>资产合计</b>	<b>689,539</b>	<b>792,581</b>	<b>896,142</b>	<b>1,009,018</b>
同业负债	99,152	104,109	109,315	114,781
存款余额	439,541	492,286	551,361	617,524
应付债券	87,521	121,907	153,905	187,073
其他负债	14,990	20,009	22,691	25,610
<b>负债合计</b>	<b>641,204</b>	<b>738,312</b>	<b>837,272</b>	<b>944,987</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>48,335</b>	<b>54,269</b>	<b>58,870</b>	<b>64,031</b>

### 利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利息收入	9,031	10,327	11,342	12,494
净手续费收入	1,264	1,239	1,264	1,289
其他非息收入	2,201	1,453	1,046	711
<b>营业收入</b>	<b>12,496</b>	<b>13,019</b>	<b>13,652</b>	<b>14,494</b>
税金及附加	(145)	(148)	(158)	(173)
业务及管理费	(3,413)	(3,556)	(3,729)	(3,959)
营业外净收入	(3)	0	0	0
<b>拨备前利润</b>	<b>8,924</b>	<b>9,303</b>	<b>9,752</b>	<b>10,348</b>
资产减值损失	(3,767)	(3,333)	(3,062)	(2,876)
<b>税前利润</b>	<b>5,157</b>	<b>5,970</b>	<b>6,690</b>	<b>7,472</b>
所得税	(212)	(245)	(275)	(307)
<b>税后利润</b>	<b>4,945</b>	<b>5,725</b>	<b>6,415</b>	<b>7,165</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,986</b>	<b>5,708</b>	<b>6,396</b>	<b>7,144</b>
<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	<b>4,657</b>	<b>5,379</b>	<b>6,067</b>	<b>6,815</b>

### 主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>业绩增长</b>				
利息净收入增速	1.73%	14.36%	9.83%	10.15%
手续费净增速	12.97%	(2.00%)	2.00%	2.00%
非息净收入增速	12.70%	(22.33%)	(14.19%)	(13.40%)
拨备前利润增速	3.05%	4.24%	4.83%	6.11%
归属母公司净利润增速	17.77%	14.47%	12.06%	11.69%
<b>盈利能力</b>				
ROAE	12.70%	12.02%	11.71%	12.02%
ROAA	0.77%	0.77%	0.76%	0.75%
风险加权资产收益率	1.41%	1.43%	1.41%	1.39%
生息率	3.45%	3.08%	2.90%	2.82%
付息率	2.03%	1.68%	1.52%	1.46%
净利差	1.42%	1.40%	1.38%	1.35%
净息差	1.48%	1.49%	1.44%	1.41%
成本收入比	27.31%	27.31%	27.31%	27.31%
<b>资本状况</b>				
资本充足率	15.17%	14.82%	14.20%	13.70%
核心资本充足率	12.93%	12.70%	12.18%	11.77%
风险加权系数	54.07%	53.82%	53.82%	53.82%
股息支付率	27.61%	27.61%	27.61%	27.61%

### 主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>资产质量</b>				
不良贷款余额	4,007	4,150	4,407	4,766
不良贷款净生成率	0.58%	0.28%	0.28%	0.28%
不良贷款率	1.19%	1.07%	1.00%	0.95%
拨备覆盖率	322%	356%	383%	396%
拨贷比	3.83%	3.81%	3.81%	3.77%
<b>流动性</b>				
贷存比	76.70%	78.89%	80.30%	81.02%
贷款/总资产	48.89%	49.00%	49.41%	49.58%
平均生息资产/平均总资产	93.99%	93.46%	93.14%	93.15%
<b>每股指标 (元)</b>				
EPS	0.97	1.00	0.99	1.11
BVPS	8.40	8.05	8.79	9.63
每股股利	0.27	0.24	0.27	0.31
<b>估值指标</b>				
P/E	5.82	5.63	5.70	5.08
P/B	0.67	0.70	0.64	0.58
P/PPOP	3.04	3.72	3.55	3.34
股息收益率	4.73%	4.29%	4.84%	5.44%

数据来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>