

邮储银行 (601658)

证券研究报告
2022年09月30日

动态调低代理储蓄费率，减负增效迈向零售财富管理

被动触发费率调整，进一步优化成本

9月29日，公司披露调整与邮政集团代理吸收个人存款储蓄费率的议案。2021年四大行平均净利差下降至1.86%，首次低于被动调整的下限1.87%，触发了公司与邮政集团关于个人储蓄存款代理费率调整协议。以四大行平均净利差为观测值，代理费率动态跟进调整，有利于在商业银行净息差下行背景下，缓解邮储银行盈利压力。

以2021年数据静态测算，此次邮储银行对储蓄代理费率的调整将带动公司综合费率下降2bp，与2021年下调幅度持平（2017-2021年分别下调1bp、2bp、7bp、1bp、2bp）。公司2021年的储蓄代理费将由933.76亿元降至923.70亿元，减少成本支出10.06亿元，优化成本收入比0.32pct，提升业绩增速1.32pct，提升ROE16bp。参考最近5年四大行资产收益率扣除邮储银行代理储蓄存款付息率后的均值（1.32%），较最近5年综合费率平均值（1.34%）的2bp差异处于同一水平，充分体现出调整的合理性。

激活低息揽储主动性、缓解息差下行压力

此次储蓄代理费率调整方案为：活期与1年期存款费率分别适当提升3bp、2bp，2/3/5年定期存款分别大幅下调15bp、20bp、20bp。在当前存款逐渐定期化的趋势下，下调定期存款代理费率不仅有助于降低邮储银行付息成本压力，为邮储银行减压，同时抬升活期存款费率还有助于激活基层网点吸收活期存款的主动性，可谓一举两得。

2022H1邮储银行净息差为2.27%，较2022Q1下滑5bp，近年来受资产端定价下滑影响，公司净息差有所承压。此次在公司提升1年期及以下活期存款、压缩2/3/5年定期存款储蓄代理费率的情况下，公司负债端成本压力有望减轻，净息差下行压力有望缓解。经我们测算，假设邮储银行个人活期存款占比提升2pct，定期存款占比下滑2pct，有助于提振公司净息差3bp。

助力“储蓄银行”向“财富管理银行”的转变

邮储银行此次“小升大降”的做法巧妙地加快了公司从“储蓄银行”向“财富管理银行”的转变，激活了基层做大做强零售财富管理的积极性。2022H1公司个人客户数量6.43亿户、个人客户资产规模13.41亿元，个人存款规模达10.69万亿，AUM结构优化空间大。此次代理储蓄费率的调整有利于公司优化存款结构，财富管理银行的转型有助于进一步沉淀活期存款，优化成本结构，推动公司进一步向轻型银行迈进。

投资建议：坚定财富管理转型，零售大行标签鲜明

公司坚守大型零售银行的战略定位，深耕广阔县乡地区，在吸收零售存款方面的优势得天独厚。受益于乡村振兴与共同富裕政策，在加速向财富管理转型的过程中，公司高成长性愈发凸显。当前公司PB(MRQ)仅为0.64x，维持2022年目标PB0.9x，对应目标价6.79元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济疲弱，信贷需求降低，信用风险波动，AUM增长放缓

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2862	3188	3499	3841	4198
增长率(%)	3.39	11.38	9.76	9.77	9.31
归属母公司股东净利润(亿元)	642	762	863	991	1141
增长率(%)	5.36	18.65	13.28	14.84	15.18
每股收益(元)	0.74	0.82	0.93	1.07	1.24
市盈率(P/E)	6.10	5.46	4.82	4.20	3.64
市净率(P/B)	0.76	0.65	0.60	0.54	0.49

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/国有大型银行 II
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	4.5元
目标价格	6.79元

基本数据

A股总股本(百万股)	72,527.80
流通A股股本(百万股)	11,274.46
A股总市值(百万元)	326,375.10
流通A股市值(百万元)	50,735.08
每股净资产(元)	7.06
资产负债率(%)	93.73
一年内最高/最低(元)	6.09/4.37

作者

郭其伟 分析师
SAC执业证书编号：S1110521030001

刘斐然 分析师
SAC执业证书编号：S1110521120002
liufeiran@tfzq.com

范清林 分析师
SAC执业证书编号：S1110521080004
fanqinglin@tfzq.com

股价走势

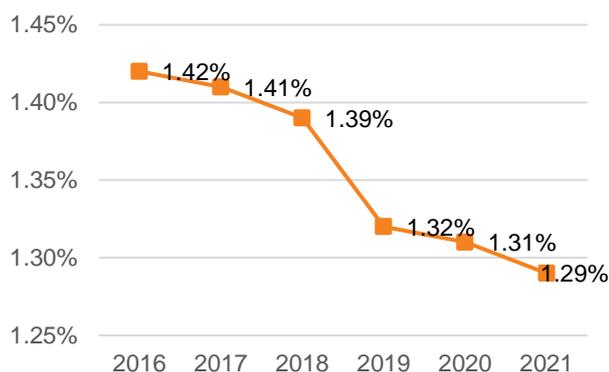


资料来源：聚源数据

相关报告

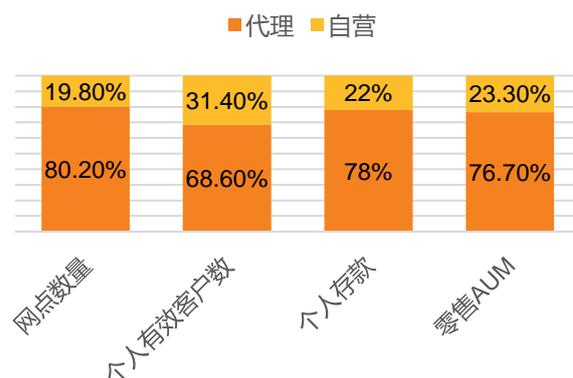
- 《邮储银行-半年报点评:零售大行成长性特色鲜明，中收延续高增》 2022-08-23
- 《邮储银行-季报点评:中收增长强劲，零售大行特征鲜明》 2022-05-03
- 《邮储银行-年报点评报告:高成长性的零售大行，加速财富管理升级》 2022-03-31

图 1：邮储银行综合费率



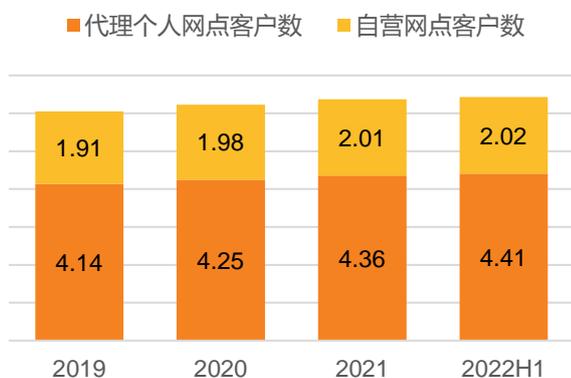
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：邮储银行代理与自营结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：邮储银行个人客户数量（亿户）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：邮储银行 AUM（万亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：储蓄代理费各类存款分档费率具体调整方案

档次	调整前	调整后	差异
活期	2.30%	2.33%	上升 3bp
定活两便	1.50%	1.50%	-
通知存款	1.70%	1.70%	-
三个月	1.25%	1.25%	-
半年	1.15%	1.15%	-
一年	1.08%	1.10%	上升 2bp
两年	0.50%	0.35%	下降 15bp
三年	0.30%	0.10%	下降 20bp
五年	0.20%	0.00%	下降 20bp
每日储蓄现金(含在途)余额	-1.50%	-1.50%	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表						收入增长					
净利息收入	2534	2694	2925	3181	3452	净利润增速	5.4%	18.6%	13.28%	14.84%	15.18%
手续费及佣金	165	220	286	358	429	拨备前利润增速	-0.5%	8.1%	9.8%	9.8%	9.3%
其他收入	163	274	287	302	317	税前利润增速	6.9%	19.5%	13.3%	14.8%	15.2%
营业收入	2862	3188	3499	3841	4198	营业收入增速	3.4%	11.4%	9.8%	9.8%	9.3%
营业税及附加	22	25	26	27	29	净利息收入增速	5.5%	6.3%	8.6%	8.8%	8.5%
业务管理费	1658	1882	2067	2270	2483	手续费及佣金增速	-3.5%	33.4%	30.0%	25.0%	20.0%
拨备前利润	1186	1281	1406	1543	1687	营业费用增速	5.7%	13.5%	9.8%	9.8%	9.3%
计提拨备	504	467	483	484	467	规模增长					
税前利润	681	815	923	1060	1221	生息资产增速	11.1%	10.8%	9.5%	9.0%	9.0%
所得税	38	49	56	64	74	贷款增速	14.6%	13.1%	10.0%	9.6%	9.4%
净利润	642	762	863	991	1141	同业资产增速	24.0%	15.2%	9.0%	15.4%	7.0%
资产负债表						证券投资增速	6.5%	11.1%	9.4%	8.4%	9.3%
贷款总额	57163	64541	71052	77867	85121	其他资产增速	15.7%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
同业资产	5520	6361	6931	7999	8558	计息负债增速	10.4%	10.4%	9.8%	9.2%	9.1%
证券投资	39147	43486	47567	51551	56352	存款增速	11.2%	9.6%	10.0%	9.5%	9.3%
生息资产	111989	124114	135905	148136	161468	同业负债增速	-2.7%	49.2%	2.9%	9.2%	9.1%
非生息资产	1544	1765	2018	2307	2638	股东权益增速	23.5%	18.2%	7.7%	8.6%	9.1%
总资产	113533	125879	137923	150443	164107	存款结构					
客户存款	103580	113541	124871	136681	149328	活期	36.4%	34.4%	34.41%	34.41%	34.41%
其他计息负债	2251	3308	3399	3361	3515	定期	63.6%	65.6%	65.56%	65.56%	65.56%
非计息负债	973	1075	1086	1097	1107	其他	0.0%	0.0%	0.03%	0.03%	0.03%
总负债	106803	117923	129355	141139	153951	贷款结构					
股东权益	6729	7955	8567	9305	10156	企业贷款(不含贴现)	33.4%	34.9%	34.92%	34.92%	34.92%
每股指标						个人贷款	52.7%	58.2%	58.20%	58.20%	58.20%
每股净利润(元)	0.74	0.82	0.93	1.07	1.24	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.28	1.39	1.52	1.67	1.83	不良贷款率	0.88%	0.82%	0.81%	0.81%	0.80%
每股净资产(元)	5.89	6.89	7.54	8.34	9.25	正常	98.26%				
每股总资产(元)	122.89	136.26	149.29	162.85	177.64	关注	0.53%				
P/E	6.10	5.46	4.82	4.20	3.64	次级	0.25%				
P/PPOP	3.51	3.25	2.96	2.69	2.46	可疑	0.24%				
P/B	0.76	0.65	0.60	0.54	0.49	损失	0.39%				
P/A	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03	拨备覆盖率	408.06%	418.61%	435.30%	428.74%	420.77%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.42%	2.36%	2.33%	2.32%	2.31%	资本充足率	13.88%	14.78%	14.58%	14.52%	14.52%
净利差(Spread)	2.36%	2.30%	2.27%	2.26%	2.25%	核心资本充足率	9.60%	9.92%	9.94%	10.07%	10.24%
贷款利率	4.75%	4.68%	4.66%	4.65%	4.64%	资产负债率	94.07%	93.68%	93.79%	93.82%	93.81%
存款利率	1.59%	1.63%	1.63%	1.62%	1.61%	其他数据					
生息资产收益率	3.97%	3.95%	3.94%	3.93%	3.92%	总股本(亿)	869.79	923.84	923.84	923.84	923.84
计息负债成本率	1.61%	1.65%	1.68%	1.68%	1.67%						
盈利能力											
ROAA	0.60%	0.64%	0.65%	0.69%	0.73%						
ROAE	12.35%	12.91%	12.94%	13.51%	14.05%						
拨备前利润率	1.10%	1.07%	1.07%	1.07%	1.07%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com