

发挥指挥棒作用,助力降成本、优结构、促转型

事件

9月29日,邮储银行公告储蓄代理费分档费率新方案。

简评

1. 新方案“小升大降”,静态来看,储蓄代理费综合费率下降2bps。

根据委托代理银行业务框架协议,由于2021年四大行平均净利差低于1.87%,因此触发储蓄代理费的被动调整。根据新方案,整体呈现“小升大降”的特征,其中活期、一年期代理费率分别小幅上升3bps和2bps至2.33%和1.10%,两年期、三年期、五年期分别大幅下降15bps、20bps和20bps至0.35%、0.10%和0%。

根据2021年数据静态测算(图表1),新方案下储蓄代理费综合费率下降2bps至1.27%,代理费减少10亿,成本收入比下降0.3pct至58.7%。

2. 新方案有利于优化存款结构,降低负债成本,形成长期持续性利好。

新方案调整充分发挥管理层的指挥棒作用,有利于总行经营策略更好地传达至基层并有力执行。长期动态来看,代理费率调整更重要的意义在于,督促营销人员注重吸收活期、1年及以内的低久期存款,从而促进改善存款结构,降低负债成本,从而形成更扎实的负债基础和更黏性的客户关系。

我们以挂牌利率作为各久期存款成本假设(图表2),基础情景下,即假设2年期、3年期日均存款占比分别下降5pct和10pct,同时3个月、半年期和1年期日均存款占比均分别提升5pct,邮储银行代理费率将提高13.4bps至1.42%,但存款成本(挂牌利率测算值)将降低14.8bps至1.26%,代理费率+存款成本合计下降1.4bps至2.68%。

在假设2年期、3年期日均存款占比分别下降5pct和10pct基础上,我们对各档期短期存款占比提升幅度进行多种情景假设(图表3): 1) 三个月占比提升15pct; 2) 活期、三个月、半年分别占比提升5pct; 3) 活期占比提升15pct; 4) 半年占比提升15pct,代理费率+存款成本分别变动-3.4bps、-2.4bps、-2.2bps、

邮储银行(601658)

维持

买入

马鲲鹏

SAC 执证编号: S1440521060001

SFC 中央编号: BIZ759

杨荣

SAC 执证编号: S1440511080003

SFC 中央编号: BEM206

李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 执证编号: S1440521060002

SFC 中央编号: BSJ178

陈翔

SAC 执证编号: S1440520120002

发布日期: 2022年09月29日

当前股价: 4.50元

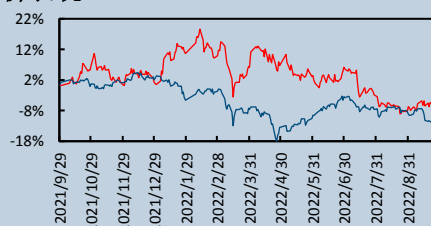
目标价格6个月: 9.1元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
2.26/6.66	-9.95/-0.7	-6.03/8.08
12月最高/最低价(元)		6.09/4.37
总股本(万股)		9,238,396.76
流通A股(万股)		1,127,446.14
总市值(亿元)		4,184.99
流通市值(亿元)		510.73
近3月日均成交量(万股)		11,199.5
主要股东		
中国邮政集团有限公司		67.38%

股价表现



— 邮储银行 — 上证指数

-1.7bps。由此可见，长久期存款压降至一年期以内（不含一年期）对邮储银行整体成本下降更为有利。我们建议邮储银行进一步丰富短久期存款产品，促进存款结构进一步向好，降低负债成本。

3. 长远来看，新方案是促进邮储银行从储蓄银行向财富管理银行转型的有效手段，展现了管理层主动作为的决心。

在“乡村振兴”和“共同富裕”的政策目标下，更多的客户将步入富裕群体，财富管理需求提升，邮储银行面向广大二三线及县域地区等下沉市场的财富管理业务市场空间广阔。邮储银行拥有 6.4 亿零售客户和 4 万个网点，在服务下沉市场财富管理需求方面具备独特的资源禀赋。截至 2Q22，管理个人客户资产 13.41 万亿，但其中个人存款超过 10 万亿，AUM 结构优化空间巨大。

新方案“小升大降”的巧妙设计，从机制上进一步促进代理网点向财富管理银行转型，充分发挥网点和客群的优势。提高活期和短久期存款代理费率的同时降低长久期存款代理费率，将督促基层更好地落地执行财富管理转型，通过财富管理业务更好地维护客户关系，从而沉淀活期资金。

4、投资建议及盈利预测：

邮储银行代理费率调整方案公布，静态来看将直接降低代理费率与成本收入比，动态来看将助力优化存款结构、降低负债成本，长远来看是管理层发挥指挥棒的作用，从机制上促进邮储银行发挥网点优势、推动财富管理转型。

我们重申邮储银行买入评级与首推组合。预计邮储银行 2022-2024 年归母净利润增速为 15.0%、16.6%和 17.3%，当前估值对应 0.60 倍 2022 年 PB，目标价 9.1 元/股，对应 1.2 倍 22 年 PB。

5、风险提示：宏观经济大幅下滑，引发银行不良风险。

图表1： 邮储银行代理费下调静态测算

各档次 (单位: 百万元, %)	存款结构	日均余额	分档费率	储蓄代理费	新分档费率	新储蓄代理费
活期	27%	1,934,703	2.30	44,498	2.33	45,079
定活两便	0%	14,133	1.50	212	1.50	212
通知存款	1%	44,300	1.70	753	1.70	753
三个月	2%	140,764	1.25	1,760	1.25	1,760
半年	3%	190,345	1.15	2,189	1.15	2,189
一年	50%	3,640,495	1.08	39,317	1.10	40,045
两年	7%	510,853	0.50	2,554	0.35	1,788
三年	11%	769,341	0.30	2,308	0.10	769
五年	0%	4,895	0.20	10	0.00	0
每日储蓄现金 (含在途) 余额		14,995	1.50	-225	1.50	-225
合计	100%	7,249,829	1.29	93,376	1.27	92,370

资料来源: 公司公告, 公司年报, 中信建投

图表2： 基础情景下, 邮储银行代理费率+存款成本合计下降 1.4bps 至 2.68%。

各档次	存款结构	日均余额	分档费率	挂牌利率	基础情景	日均余额	新分档费率	代理费	存款成本	利息支出
活期	27%	1,934,703	2.30	0.25	27%	1,934,703	2.33	45,079	0.25	4,837
定活两便	0%	14,133	1.50	1.01	0%	14,133	1.50	212	1.00	142
通知存款	1%	44,300	1.70	1.00	1%	44,300	1.70	753	1.01	443
三个月	2%	140,764	1.25	1.25	7%	503,255	1.25	6,291	1.25	6,291
半年	3%	190,345	1.15	1.46	8%	552,836	1.15	6,358	1.46	8,071
一年	50%	3,640,495	1.08	1.68	55%	4,002,986	1.10	44,033	1.68	67,250
两年	7%	510,853	0.50	2.15	2%	148,362	0.35	519	2.15	3,190
三年	11%	769,341	0.30	2.60	1%	44,358	0.10	44	2.60	1,153
五年	0%	4,895	0.20	2.65	0%	4,895	0.00	0	2.65	130
每日储蓄现金 (含在途) 余额		14,995	1.50			14,995	1.50	-225		
合计	100%	7,249,829	1.29	1.41	100%	7,249,829	1.42	103,064	1.26	91,507

资料来源: 公司公告, 中信建投

备注: 定活两便挂牌利率为按1年以内定期整存整取同档次利率打6折, 此处选用1年期挂牌利率的6折, 即1.01%; 通知存款挂牌利率为0.45% (1天) 和1% (7天), 此处选用1%。

计算方法: 储蓄代理费综合费率=各档次代理费合计/日均存款余额; 存款成本=各档次利息支出合计/日均存款余额

图表3： 假设 2 年期、3 年期日均存款占比分别下降 5pct、10pct，活期及一年期以内（含）日均存款占比提升幅度不同假设下，代理费率+存款成本降低 1-3bps

	基础情景	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4
单位：bps	活期不变	活期不变	活期+5pct	活期+15pct	活期不变
	三个月+5pct	三个月+15pct	三个月+5pct	三个月不变	三个月不变
	半年+5pct	半年不变	半年+5pct	半年不变	半年+15pct
	一年期+5pct	一年期不变	一年期不变	一年期不变	一年期不变
代理费率变化	13.4	14.6	19.5	30.8	13.1
存款成本变化	-14.8	-18.0	-22.0	-33.0	-14.9
总成本变化	-1.4	-3.4	-2.4	-2.2	-1.7

资料来源：公司财报，中信建投

图表4： 邮储银行盈利预测简表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	286,202	318,762	353,261	392,667	441,614
营业收入增长率	3.4%	11.4%	10.8%	11.2%	12.5%
归母净利润（百万元）	64,199	76,170	87,561	102,109	119,769
归母净利润增长率	5.4%	18.6%	15.0%	16.6%	17.3%
EPS（元）	0.71	0.77	0.88	1.03	1.22
BVPS（元）	6.25	6.89	7.55	8.38	9.31
PE	6.37	5.53	4.85	4.36	3.68
PB	0.72	0.65	0.60	0.54	0.48

资料来源：Wind，公司财报，中信建投

分析师介绍

马鲲鹏：中信建投研究所董事总经理、研委会副主任、金融行业负责人、银行业首席分析师。十余年金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，新财富、水晶球等最佳分析师评选第一名。英国杜伦大学金融与投资学硕士。

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者。银行业联席首席分析师。深入研究银行资产管理业务、银行金融科技发展。2014 年以来，多次获得“金牛分析师”奖，“最佳分析师量化排名”银行业第一名，“wind 金牌分析师”银行业第一名，《金融市场研究》十佳“优秀青年作者”荣誉。

李晨：中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，2017-2020 年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

陈翔：美国波士顿学院金融学硕士，CFA。2019 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名；2020 年获得最佳行业“金牛分析师”奖，“wind 金牌分析师”银行业第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk