

“短升长降”，助力财富转型

事件: 9 月 29 日, 邮储银行与邮储集团签署《委托代理协议之补充协议 (2022 年) 》, 对储蓄代理费率进行调整。

➤ **市场利差下行, 首次触发代理费率被动调整。** 根据邮储银行与集团 2016 年 9 月签署的《委托代理协议》, 储蓄代理费率被动调整情形为: 以四大国有行 (工、农、中、建) 平均净利差计量的市场利率水平, 低于/高于基准值 24%, 触发上下限为 3.05%、1.87%。截至 22Q1, 四大行平均利差 1.86%, 首次低于调整下限, 触发被动调整。接下来, 触发幅度不变, 下一轮被动调整触发上下限为 2.68%、1.64%。

➤ **根据调整方案, 静态测算综合费率下降 2BP。** 根据本次调整方案, 2、3、5 年期代理储蓄存款费率分别下调 15BP、20BP、20BP, 同时活期、1 年期代理储蓄存款费率分别小幅提升 3BP、2BP。以 2021 年代理储蓄存款为基础, 静态测算综合代理费率较调整前-2BP 至 1.27%。

➤ **“短升长降”有望优化存款结构, 进而降低负债成本。** 活期、1 年期存款费率调增, 或提升基层网点短期限存款吸收动力, 缓解存款定期化趋势带来的负债成本压力。结合邮储银行最新的存款挂牌利率, 我们做了基于存款结构变动的敏感性测算, 假设活期、1 年期日均存款余额占比分别增加 1pct、2pct, 2 年、3 年期占比分别降低 1pct、2pct 时, 存款成本率-4BP, 同时随活期存款占比提升, 存款成本率下降幅度呈边际递增趋势。此外, 本轮费率调整后, 静态测算邮储银行成本收入比将下降 0.3pct。

➤ **长远来看, 或利好“财富管理银行”转型。** 在“自营+代理”模式下, 邮储银行拥有近 4 万网点、6.4 亿零售客户, 带来了广泛且下沉的存款来源, 其中代理网点吸收存款占比超 70%, 奠定了财富管理转型的重要基础。

此次费率调整, 有望引导代理网点活期存款占比提升, 而这部分存款相比长期限存款更有可能流入理财、基金等财富管理领域, 进而助力邮储从“储蓄银行”向“财富管理银行”加速转型。

➤ **投资建议: 代理费率“短升长降”, 负债成本缩减释放网点优势**

邮储银行代理费率迎来首次被动调整, 长期限存款费率大幅调降, 短期存款费率则小幅调增, 整体压降了代理费率。进一步来看, 有望推动基层网点加大活期存款吸收, 进而优化存款结构, 降低负债成本, 长远看或助力加快财富管理转型。预计 22-24 年 EPS 分别为 0.96 元、1.19 元和 1.48 元, 2022 年 9 月 30 日收盘价对应 0.6 倍 22 年 PB, 维持“推荐”评级。

风险提示: 宏观经济增速下行; 疫情风险频发; 信用风险暴露。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	318,762	359,513	399,401	444,089
增长率 (%)	11.4	12.8	11.1	11.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	76,170	88,843	109,637	136,768
增长率 (%)	18.6	16.6	23.4	24.7
每股收益 (元)	0.82	0.96	1.19	1.48
PE	5	5	4	3
PB	0.6	0.6	0.5	0.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 09 月 30 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

4.46 元



分析师 余金鑫

执业证书: S0100521120003

邮箱: yujinxin@mszq.com

研究助理 于博文

执业证书: S0100122020008

邮箱: yubowen@mszq.com

相关研究

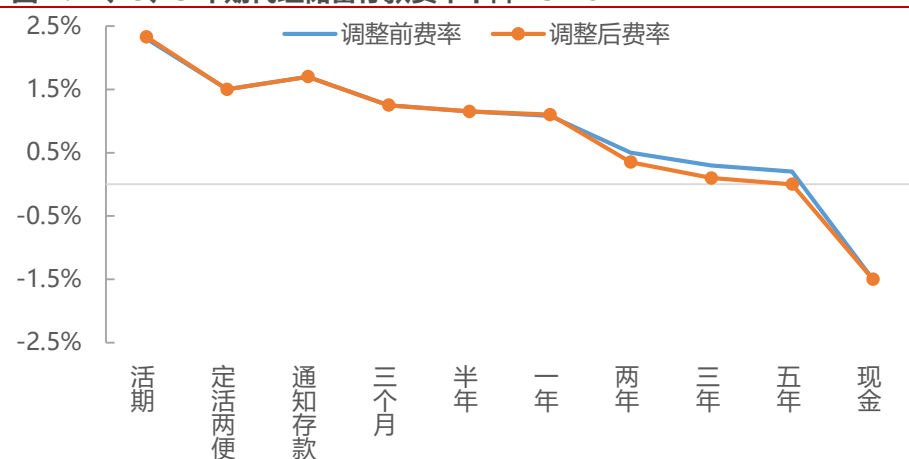
1. 邮储银行 (601658.SH) 2022 年中报点评: 中收强势增长, 财富转型成效显著-2022/08/23
2. 邮储银行 (601658.SH) 2022 年一季报详解: 高扩张、高业绩, 中收逆势崛起-2022/04/29
3. 邮储银行 (601658.SH) 2021 年报详解: 代销收入接近翻倍, “零售新王”正崛起-2022/03/31
4. 邮储银行(601658): 业绩增速显著改善, 拨备覆盖率再创新高-2020/11/01

表1：代理储蓄存款费率长期端大幅调降 15-20BP

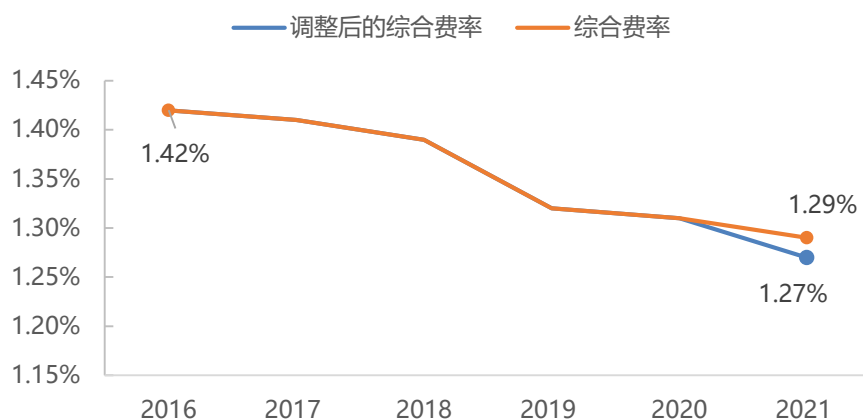
期限	调整前费率	调整后费率	调整幅度	日均余额 (亿元) (2021)	日均余额 占比 (2021)	储蓄代理费 (亿元) (2021)	
						调整前	调整后
活期	2.30%	2.33%	+3BP	19347.03	26.69%	444.98	450.79
定活两便	1.50%	1.50%	-	141.33	0.19%	2.12	2.12
通知存款	1.70%	1.70%	-	443.00	0.61%	7.53	7.53
三个月	1.25%	1.25%	-	1407.64	1.94%	17.60	17.60
半年	1.15%	1.15%	-	1903.45	2.63%	21.89	21.89
一年	1.08%	1.10%	+2BP	36404.95	50.21%	393.17	400.45
两年	0.50%	0.35%	-15BP	5108.53	7.05%	25.54	17.88
三年	0.30%	0.10%	-20BP	7693.41	10.61%	23.08	7.69
五年	0.20%	0.00%	-20BP	48.95	0.07%	0.10	0.00
每日储蓄现金 (含在途)余额	-1.50%	-1.50%	-	149.95	0.21%	-2.25	-2.25
合计				72498.29	100%	933.76	923.70
综合代理费率	1.29%	1.27%					

资料来源：公司公告，民生证券研究院

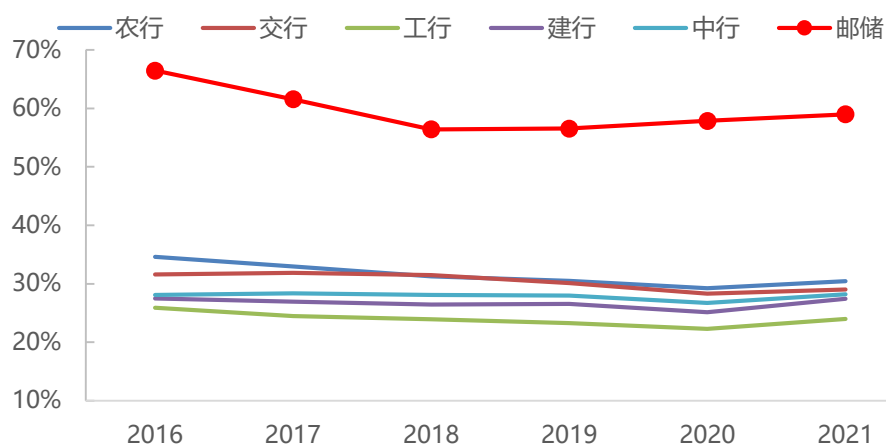
图 1：2、3、5 年期代理储蓄存款费率下降 15-20BP



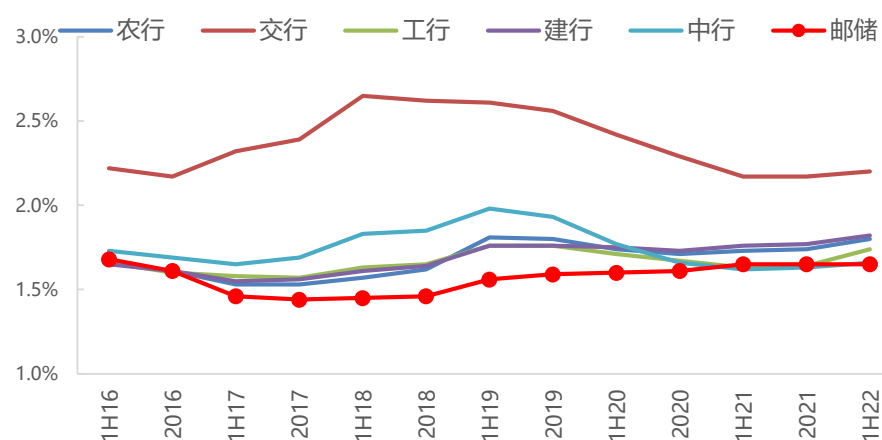
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：综合代理费率自 2016 年至今大幅下降


资料来源：公司公告，民生证券研究院

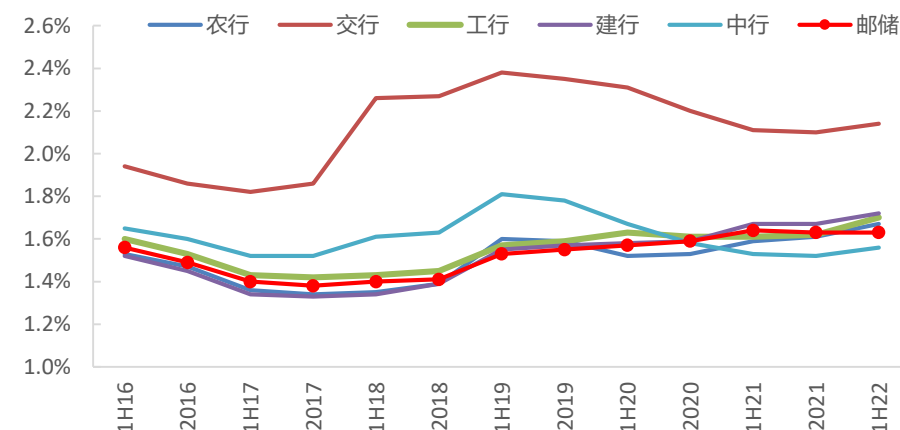
图 3：邮储银行调整前成本收入比与同行差距较大


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：计息负债成本率处于同行中较低水平


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：储蓄存款成本率处于大行中较低水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

表2：存款成本率边际递减，且对期限更短的活期存款增加更敏感

期限	代理费率 调整幅度	日均余额 占比	挂牌利率	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5
活期	+3BP	26.69%	0.25%	1%	3%	5%	1%	1%
定活两便	-	0.19%	1.00%	0	0	0	0	0
通知存款	-	0.61%	1.01%	0	0	0	0	0
三个月	-	1.94%	1.25%	0	0	0	0	0
半年	-	2.63%	1.46%	0	0	0	0	0
一年	+2BP	50.21%	1.68%	2%	2%	2%	4%	6%
两年	-15BP	7.05%	2.15%	-1%	-2%	-3%	-2%	-3%
三年	-20BP	10.61%	2.60%	-2%	-3%	-4%	-3%	-4%
五年	-20BP	0.07%	2.65%	0%	0%	0%	0%	0%
现金	-	0.21%	0.00%	0%	0%	0%	0%	0%
合计	-2BP	100%	1.41%	1.37%	1.33%	1.29%	1.36%	1.35%
存款成本变化				-4BP	-8BP	-12BP	-5BP	-7BP

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：（1）由于定活两便、通知存款、三月期、半年期、五年期存款及现金占比日均余额比重较小，且代理费率未提升，在敏感性分析中假设其结构占比变化忽略不计。（2）情景 1、2、3 为活期存款占比边际递增测算，情景 1、4、5 为一年期存款占比边际递增测算。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	5,780	6,120	6,603	7,202
手续费及佣金	803	847	911	993
其他收入	616	707	814	939
营业收入	7,199	7,674	8,328	9,134
营业税及附加	-66	-69	-75	-82
业务管理费	-2,193	-2,412	-2,654	-2,919
拨备前利润	4,618	4,837	5,206	5,701
计提拨备	-1,660	-1,533	-1,683	-1,849
税前利润	2,959	3,305	3,524	3,853
所得税	-539	-697	-744	-813
归母净利润	2,412	2,598	2,769	3,025

资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	171,358	193,634	218,806	242,875
同业资产	15,031	15,782	16,571	17,400
证券投资	80,930	84,977	89,225	93,687
生息资产	289,786	316,187	345,743	374,468
非生息资产	8,272	5,257	1,579	1,406
总资产	290,692	314,583	340,744	369,471
客户存款	215,955	233,231	251,889	272,041
其他计息负债	34,572	37,782	41,597	46,138
非计息负债	15,952	17,547	19,302	21,232
总负债	266,478	288,559	312,788	339,410
股东权益	24,213	26,023	27,955.6	30,060

每股指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净利润(元)	0.69	0.74	0.79	0.86
每股拨备前利润(元)	1.32	1.38	1.49	1.63
每股净资产(元)	5.87	6.39	6.94	7.54
每股总资产(元)	83.06	89.89	97.36	105.57
P/E	4	4	4	3
P/PPOP	2	2	2	2
P/B	0.5	0.4	0.4	0.4
P/A	0.03	0.03	0.03	0.03

利率指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净息差(NIM)	2.12%	2.02%	2.00%	2.00%
净利差(Spread)	1.96%	1.97%	1.99%	2.00%
贷款利率	4.23%	4.21%	4.21%	4.21%
存款利率	1.61%	1.59%	1.58%	1.58%
生息资产收益率	3.70%	3.67%	3.67%	3.67%
计息负债成本率	1.74%	1.70%	1.68%	1.67%

盈利能力	2021A	2022E	2023E	2024E
ROAA	0.86%	0.86%	0.85%	0.86%
ROAE	12.24%	12.11%	11.87%	11.94%

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

收入增长	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润增速	11.7%	7.7%	6.6%	9.3%
拨备前利润增速	7.2%	4.7%	7.6%	9.5%
税前利润增速	11.6%	11.7%	6.6%	9.3%
营业收入增速	9.4%	6.6%	8.5%	9.7%
净利息收入增速	6.0%	5.9%	7.9%	9.1%
手续费及佣金增速	7.8%	5.5%	7.5%	9.0%
营业费用增速	14.0%	10.0%	10.0%	10.0%

规模增长	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产增速	7.4%	9.1%	9.3%	8.3%
贷款增速	13.2%	13.0%	13.0%	11.0%
同业资产增速	-16.4%	5.0%	5.0%	5.0%
证券投资增速	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
其他资产增速	-2.1%	-36.4%	-70.0%	-11.0%
计息负债增速	7.2%	8.2%	8.3%	8.4%
存款增速	7.4%	8.0%	8.0%	8.0%
同业负债增速	2.9%	1.0%	1.0%	1.0%
股东权益增速	9.5%	7.5%	7.4%	7.5%

存款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
活期	52.4%	52.9%	53.4%	53.9%
定期	45.2%	44.7%	44.2%	43.7%
其他	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%

贷款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
企业贷款(不含贴现)	53.5%	55.99%	55.99%	55.99%
个人贷款	41.5%	41.53%	41.53%	41.53%
票据贴现	2.5%	2.48%	2.48%	2.48%

资产质量	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.43%	1.22%	1.17%	1.10%
正常	97.09%	97.34%	97.43%	97.52%
关注	1.48%	1.44%	1.41%	1.38%
次级	0.28%	0.24%	0.20%	0.16%
可疑	1.00%	0.97%	0.95%	0.92%
损失	0.15%	0.01%	0.02%	0.02%
拨备覆盖率	299.73%	289.6%	257.8%	238.9%

资本状况	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	17.13%	17.27%	17.43%	17.61%
核心资本充足率	11.44%	11.86%	12.27%	12.70%
资产负债率	91.67%	91.73%	91.80%	91.86%

其他数据	2021A	2022E	2023E	2024E
总股本(亿元)	3499.8	3499.8	3499.8	3499.8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026