

邮储银行 (601658.SH)

中国领先的大型零售银行

买入

核心观点

邮储银行是中国领先的大型零售银行。邮储银行是在邮政集团储蓄业务的基础上改组而来，设立于 2007 年，目前是国有六大行之一。背靠邮政集团的庞大网络，邮储银行通过近 4 万个网点深入县域，客户数占全国人口的 45%，拥有广大的零售客群。公司长期坚持零售银行战略，近年来进一步以 AUM 为纲升级财富管理业务，深挖客群价值。公司现任代董事长、行长刘建军长期任职招行，拥有丰富的零售银行管理经验。在稳定的零售战略、庞大的零售客群基础和优秀的管理下，邮储银行零售优势有望进一步突出。

邮储银行背靠邮政集团，网点深入布局广袤城乡，客户群体庞大。邮政集团为邮储银行控股股东，邮储银行与邮政集团建立了业务委托代理关系，邮政企业的代理网点为邮储银行提供吸收存款等服务，拓展了银行的业务覆盖范围。依托广泛的代理网点，邮储银行县域网点占比多年稳定在 70%，中部和西部地区网点合计占比高达 55%，位于大行首位。牢固县域和中西部市场的差异化定位为邮储银行带来庞大的客户群体，邮储银行个人客户数覆盖超过中国人口总量的 45%。未来随着乡村振兴战略的进一步落地，居民收入持续提升，下沉市场各类金融需求有望被激发，为邮储银行零售业务带来源源不断的发展动力。

坚定差异化零售银行战略，持续提升客群价值贡献度。邮储银充分发挥专业优势，做强零售贷款，并将个人小额、涉农等领域贷款作为邮储银行特色化经营、可持续发展的重要力量。邮储银行通过客户分层和深度经营，以及人才队伍、产品体系等方面的不断完善，大财富管理收入占营收比重由 2020 年的 3.2% 提升至 2022H 的 10.9%，财富管理体系建设成效显著。

资产质量优异，盈利空间有望随着资产结构优化释放。邮储银行不良资产历史包袱轻，资产质量指标持续领跑国有大行，2022Q3 末不良贷款率为 0.83%，比上市国有大行平均不良率低 55bps，期末拨备覆盖率高达 405%，位列国有行首位。近年来，邮储银行加大信贷类资产配置，重点投向按揭、个人消费贷款、基建等领域，资产结构优化，为业绩增长提供空间。

盈利预测与估值：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 870/989/1114 亿元，同比增长 14.3%/13.6%/12.7%，EPS 为 0.88/1.01/1.15 元。综合考虑绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价 5.4-6.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、财务风险、市场风险等。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	286,202	318,762	341,886	370,245	402,700
(+/-%)	3.4%	11.4%	7.3%	8.3%	8.8%
净利润(百万元)	64,199	76,170	87,032	98,893	111,429
(+/-%)	5.4%	18.6%	14.3%	13.6%	12.7%
摊薄每股收益(元)	0.67	0.77	0.88	1.01	1.15
总资产收益率	0.59%	0.63%	0.66%	0.69%	0.71%
净资产收益率	12.3%	12.8%	13.2%	13.6%	14.0%
市盈率 (PE)	7.0	6.1	5.3	4.6	4.1
股息率	4.5%	5.3%	6.0%	6.9%	7.7%
市净率 (PB)	0.79	0.68	0.62	0.57	0.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

银行·国有大型银行 II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	5.40 - 6.40 元
收盘价	4.68 元
总市值/流通市值	432357/145691 百万元
52 周最高价/最低价	6.09/3.84 元
近 3 个月日均成交额	517.86 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《邮储银行 (601658.SH) - 业绩增长平稳，中收表现亮眼》——2022-10-27
- 《邮储银行 (601658.SH) - 储蓄代理费率调整：降低综合费率，优化存款结构》——2022-09-30
- 《邮储银行 (601658.SH) - 资产稳步扩张，存款增长较好》——2022-08-23
- 《邮储银行 (601658.SH) - “线上+线下”，普惠千万家》——2022-07-04
- 《邮储银行 (601658.SH) —— 2022 年一季报点评 - 中收大幅增长，拨备依然充实》——2022-05-01

内容目录

公司概况	6
历史沿革：百年历史，十年转型	6
股东背景：邮政集团为控股股东	6
人才建设：强调“人才强行”战略	8
独特优势：依托“自营+代理”模式，触达庞大客户群体	10
“自营+代理”模式优势鲜明	10
模式效能仍有提升空间	13
网点转型有望进一步提升渠道优势	15
增长亮点：强化差异化零售银行战略，持续提升客群价值贡献度	17
加强顶层设计，推动零售战略有效落地	17
发挥专业优势，做强零售贷款	18
积极推进财富管理体系建设	24
财务分析：盈利空间有待释放，资产质量优势延续	28
资产端：贷款占比提升，资产结构优化	28
负债端：存款优势突出，资金来源稳定	28
净息差：下行压力有望缓解	30
资产质量：基础优异，各指标持续领先同业	31
盈利预测	32
假设前提	32
未来三年业绩预测简表	32
盈利预测的敏感性分析	33
估值与投资建议	33
绝对估值	33
相对估值	34
投资建议	35
风险提示	35
财务预测与估值	36

图表目录

图 1: 邮储银行历史沿革	6
图 2: 邮储银行对集团营收贡献度高且稳定	7
图 3: 近年来邮储银行对集团净利润贡献稳定在 110%以上	7
图 4: 邮储银行与集团高度协同	7
图 5: 战略投资者的引入为邮储银行的全方位发展赋能	8
图 6: 邮储银行 31-40 岁年龄员工占比持续提升	9
图 7: 2021 年末, 邮储银行员工队伍较可比大行呈现年轻化特色	9
图 8: 邮储银行本科及以上学历员工持续提升	10
图 9: 2021 年末, 邮储银行本科及以上学历员工占比较高	10
图 10: 2018 年至 2021 年, 邮储银行薪酬增速高于大行均值	10
图 11: 2019 年至 2021 年, 邮储银行科技人员占比持续提升	10
图 12: 邮储银行代理网点占比稳定在 80%	11
图 13: 邮储银行网点数量居于六大行首位 (1H22 末)	11
图 14: 邮储银行县域网点占比高达 70%	11
图 15: 邮储银行代理网点县域地区占比远高于自营网点	11
图 16: 中国城镇化率水平较低	12
图 17: 中国中西部地区人口占比高达 53%	12
图 18: 邮储银行个人客户群体庞大 (2021 年末)	12
图 19: 邮储银行个人存款近 5 年 CAGR 位于大行前列	12
图 20: 乡村振兴战略支持政策频出	13
图 21: 农村居民人均可支配收入增速较高, 与城镇差距逐步缩小	13
图 22: 共同富裕背景下, 贫困地区农村居民人均可支配收入持续提升	13
图 23: 考虑代理费后邮储银行付息负债成本率较高	14
图 24: 考虑管理费用后, 邮储银行综合负债成本率较高	14
图 25: 管理费用剔除代理费后, 邮储银行成本收入比仍高于五大行均值, 但差距收窄	14
图 26: 2021 年末, 邮储银行客均零售 AUM 低于可比银行	15
图 27: 2021 年末, 邮储银行零售 AUM 中存款占比高于同业, AUM 结构有待优化	15
图 28: 邮储银行推进网点向“营销服务中心”和“客户体验中心”转型	16
图 29: 2022 年 6 月末邮储银行网均存款增速居大行首位	16
图 30: 邮储银行网均手续费及佣金净收入增速提升显著	16
图 31: 邮储银行打造“场景+”的开放银行模式, 线上线下网络融合发展, 渠道优势突显	17
图 32: 邮储银行通过优化管理架构和加强内部协同推动零售银行战略落地	18
图 33: 邮储银行零售贷款占比高于可比大行 (3Q22 末)	19
图 34: 邮储银行零售贷款占比呈上升趋势	19
图 35: 邮储银行零售贷款中按揭贷款占比低于可比大行 (1H22 末)	19
图 36: 邮储银行个人小额贷款占比呈现上升趋势	19
图 37: 2018 年以来邮储银行零售贷款增速高于大行平均	19

图 38: 自 2021 年以来, 邮储银行零售贷款中个人小额贷款贡献最高增速	19
图 39: 2017 年至 2022H, 邮储银行零售贷款收益率高于五大行	20
图 40: 2017 年至 2022H, 邮储银行个人小额贷款保持高增	21
图 41: 2019 年来, 极速贷产品余额占个人小额贷款比重逐步提升	21
图 42: 邮储银行个人小额不良贷款率呈下降趋势	21
图 43: 邮储银行个人小额贷款不良生成率低于个人消费贷和信用卡	21
图 44: 邮储银行普惠小微贷款余额及增速	22
图 45: 商业银行普惠小微贷款余额及增速	22
图 46: 邮储银行涉农贷款余额及增速	22
图 47: 金融机构涉农贷款余额及增速	22
图 48: 邮储银行信用村预授信模式	23
图 49: 邮储银行信息化技术	23
图 50: 商业银行普惠小微贷款	23
图 51: 邮储银行普惠小微贷款	24
图 52: 商业银行普惠小微贷款	24
图 53: 邮储银行信用卡增速高于可比同业	24
图 54: 邮储银行信用卡不良率抬升	24
图 55: 邮储银行个人客户分层	25
图 56: 邮储银行高净值客户门槛较低 (1H22 末)	25
图 57: 邮储银行高净值客群持续扩充	25
图 58: 近年来邮储银行财富客户增速较快	25
图 59: 理财经理队伍持续扩充	26
图 60: 理财经理人均产能提升	26
图 61: 邮储银行代销基金规模及增速	26
图 62: 邮储银行代销资产管理计划 (含信托计划) 规模及增速	26
图 63: 邮储银行存款外金融资产占比呈提升趋势	27
图 64: 邮储银行存款外金融资产 AUM 增速高于工商银行	27
图 65: 邮储银行理财及代理手续费收入增速领先	27
图 66: 邮储银行理财及代理手续费收入占比呈提升趋势	27
图 67: 邮储银行大财富管理收入增速	27
图 68: 邮储银行大财富管理收入占营收比重	27
图 69: 邮储银行加大信贷类资产和金融投资, 整体结构优化	28
图 70: 邮储银行信贷类资产占比与五大行均值差距缩窄	28
图 71: 邮储银行目前的信贷结构	28
图 72: 邮储银行 2013-2022H 信贷结构变化	28
图 73: 2013 年以来, 邮储银行存款占负债比重高达 90% 以上	29
图 74: 邮储银行存款占比远高于可比银行	29
图 75: 邮储银行个人定期存款占比远高于可比银行 (1H22 末)	29
图 76: 邮储银行个人定期存款占比持续提升	29
图 77: 2016 年以来, 邮储银行代理网点存款日均余额比重高于 60%	30
图 78: 邮储银行代理网点存款成本相对稳定	30

图 79: 邮储银行净息差下行幅度较大, 调整后低于可比银行	30
图 80: 邮储银行存贷比持续提升	30
图 81: 邮储银行不良贷款率自上市起始终保持在 1%以下	31
图 82: 邮储银行自上市起关注率低于大行均值	31
图 83: 2022 年上半年, 邮储银行不良生成率为 0.77%	31
图 84: 邮储银行拨备计提充足	31
图 85: 邮储银行逾期贷款率处于低位	32
图 86: 邮储银行逾期 90 天以上贷款与不良贷款余额的偏离度较高, 不良认定标准严格	32
图 87: 上市银行估值情况	34
表 1: 邮储银行股权结构 (2022Q3)	7
表 2: 邮储银行现任管理层履历	9
表 3: 邮储银行中西部地区网点占比位于大行首位 (1H22 末)	12
表 4: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)	33
表 5: 归母净利润增速对净息差的敏感性分析	33
表 6: 一、二阶段假设 (百万元)	33
表 7: 折现率假设	34
表 8: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	34

公司概况

历史沿革：百年历史，十年转型

自 1919 年邮政储金业务开办以来，中国邮政储蓄至今已有百年历史。邮政储金局成立之初即提出“人嫌细微，我宁繁琐；不争大利，但求稳妥”的经营方针。1930 年邮政储金汇业总局成立，一时有“大众银行”之誉。1950 年邮政储蓄改为代理业务，代银行收储个人存款和非经营性质的群众团体存款。2007 年 3 月，中国邮政储蓄银行有限责任公司正式成立，差异化定位为零售大行，服务“三农”、城乡居民和中小企业。

自 2012 年开始，邮储银行迈向转型发展之路。邮储银行分别于 2012 年 1 月、2015 年 12 月、2016 年 9 月和 2019 年 12 月完成股份制改革、引入境内外战略投资者、H 股和 A 股上市的跨越式改革目标。2019 年初，银保监会将邮储银行调整至“国有大型商业银行”，位列六大国有行之一。

图1：邮储银行历史沿革



资料来源：公司财报，公司官网，国信证券经济研究所整理

股东背景：邮政集团为控股股东

邮政集团控股。邮储银行成立时即由邮政集团全资出资设立，并进行了多次增资。当前邮政集团为邮储银行第一大股东兼为控股股东，截至 2022 年 3 季度末，邮政集团持股比例达 67%。

邮储银行为邮政集团主要盈利来源。在邮政集团母公司和众多子公司中，邮储银行对集团贡献度最高，近 4 年邮储银行营收贡献稳定在 45%左右，净利润贡献稳定在 110%以上，2021 年净利润贡献度较 2019 年小幅下降 6 个百分点。

表1: 邮储银行股权结构 (2022Q3)

股东名称	持股比例 (%)	股东性质
中国邮政集团有限公司	67.38	大型综合性国有独资企业
香港中央结算(代理人)有限公司	21.48	境外法人
中国人寿保险股份有限公司	2.36	大型国有险企
中国电信集团有限公司	1.21	大型国有通信企业
香港中央结算有限公司	0.92	境外法人
新智达成成长一号基金	0.16	其他
上海国际港务(集团)股份有限公司	0.12	大型国有港口企业
大家人寿保险股份有限公司-万能产品	0.11	其他
前海人寿保险股份有限公司-自有资金	0.11	全国性金融保险机构
社保基金 1104 组合	0.10	其他

资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理和预测

图2: 邮储银行对集团营收贡献度高且稳定



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图3: 近年来邮储银行对集团净利润贡献稳定在 110% 以上



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

邮储银行与邮政集团业务高度协同。邮政集团以邮政、快递物流、金融、电子商务等为主业，实行多元化经营，具有资金流、物流、信息流、商流“四位一体”的先天优势。邮储银行借助邮政集团丰富的线上及线下资源服务客户，为拓展零售金融保驾护航；与此同时，邮政集团旗下的保险、证券、物流、电商等业务与银行业务一同增强了内部聚合力的同时，也产生了新效益，为客户提供综合金融服务解决方案，开创了金融生态圈服务新模式。

图4: 邮储银行与集团高度协同



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

引入战略投资者，有效推动邮储银行转型发展。2015年12月，邮储银行以“引资金、引机制、引资源、引技术、引智力”为目标，成功引入十家战略投资者，

包括瑞银集团、摩根大通、星展银行、加拿大养老基金投资公司、FMPL、国际金融公司 6 家国际知名金融机构；中国人寿、中国电信两家大型国有企业；蚂蚁集团、腾讯两家互联网企业。并于 2018 年与摩根大通、星展银行、FMPL、腾讯等签署深化战略合作协议。引战后，邮储银行在战略投资者的协助下，有利于推进零售业务的转型升级和在互联网金融和普惠金融领域的战略布局，朝着稳健经营、风控良好的百年银行目标迈进。

图5：战略投资者的引入为邮储银行的全方位发展赋能



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

人才建设：强调“人才强行”战略

邮储银行管理层战略视野卓越、行业经验丰富。行长刘建军曾于招商银行任职 20 年，先后担任 10 年招行零售银行部总经理、首任私人银行部总经理、6 年主管零售的副行长，是招行零售金融转型的具体实施者之一，未来也将持续助力邮储银行深耕庞大的零售资产、加速零售业务的转型。首席风险官兼邮惠万家董事长梁世栋和首席信息官牛新庄分别曾于蚂蚁集团和民生银行任职，均为国内相关领域的专家。邮储银行专业且经验丰富的管理团队为零售银行战略实施的连贯性及业务发展的持续性提供了有效的保障。

表2: 邮储银行现任管理层履历

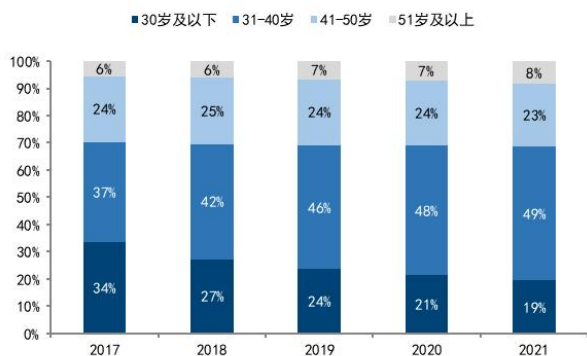
名称	职务	履历
刘建军	代董事长及行长	2021年8月起任邮储银行执行董事及行长；曾任建设银行山东省分行潍坊分行副行长、济南分行副行长、德州分行行长，招商银行济南分行副行长，招商银行总行零售银行部总经理（2004年起）、零售综合管理部总经理、总行业务总监兼零售金融总部常务副总裁、信用卡中心理事长，招商银行执行董事、副行长、董事会秘书等职务
梁世栋	首席风险官、中邮邮惠万家银行有限责任公司董事长	2020年1月起任邮储银行风险管理部总经理，2020年2月起任邮储银行首席风险官，2021年12月起任中邮邮惠万家银行有限责任公司董事长；曾任中国建设银行风险管理部副处长、处长，中国人民银行金融稳定局副局长，中国银行间市场交易商协会党委委员等；曾兼任巴塞尔委员会（BCBS）政策制定委员会委员，金融稳定理事会（FSB）指导委员会委员，中华全国青年联合会第十二届委员会委员
牛新庄	首席信息官	2020年4月起任邮储银行金融科技创新部总经理，2020年7月起任邮储银行首席信息官。曾任中国民生银行总行科技开发部总经理助理、副总经理、总经理，信息科技部总经理，民生科技有限公司执行董事、总经理等职务。目前兼任国务院第二届“互联网+”行动专家咨询委员会委员、工业和信息化部人工智能专家、中央企业网络安全与信息化服务共享联盟首批专家，浙江大学等多家高校客座教授

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

邮储银行员工队伍年轻化、素质优良。截至2021年末，邮储银行40岁以下员工占比达到68%，高于其他可比大行；员工本科及以上学历占比81%，仅次于交行和招行，较2017年末提升15个百分点；科技人才队伍建设方面，邮储银行科技人员数量和占比持续提升，2019年至2021年科技人员占比由1.53%提升至2.76%。邮储银行年轻、高素质的员工队伍充分体现作为最年轻的大行的特点，有助于邮储银行加快创新步伐、释放转型红利。

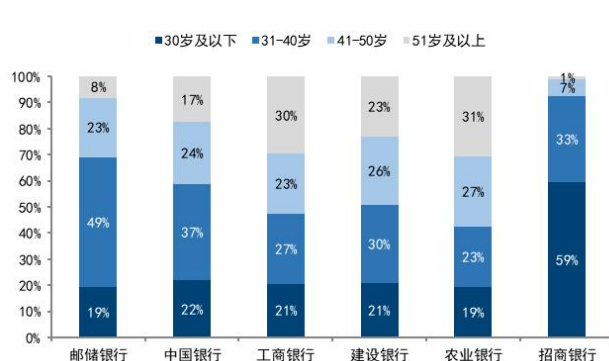
邮储银行员工队伍激励充分，潜力十足。薪酬方面，邮储银行不断完善具有市场竞争力的激励体系，2021年末薪酬增速达到15.3%，近三年薪酬增速高于五大行均值和招商银行。邮储银行优化选人用人机制，“人员能进能出，职务能上能下，薪酬能高能低”，充分激发组织活力。

图6: 邮储银行31-40岁年龄员工占比持续提升



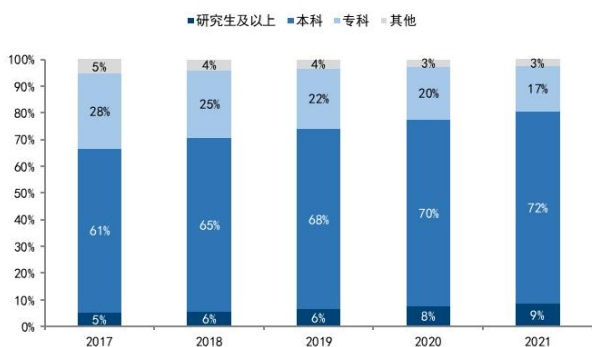
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图7: 2021年末，邮储银行员工队伍较可比大行呈现年轻化特色



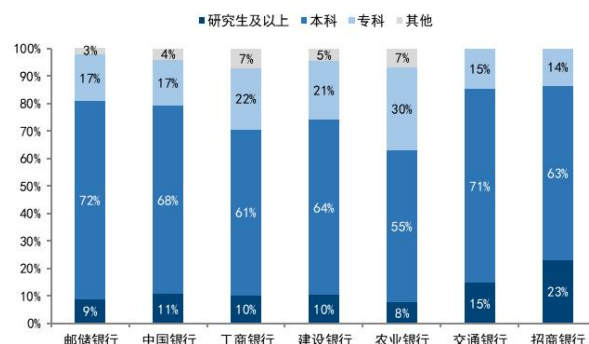
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图8: 邮储银行本科及以上学历员工持续提升



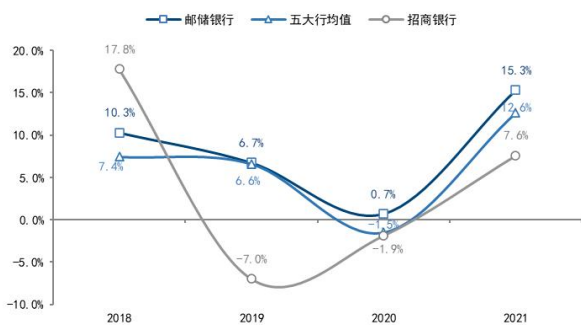
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图9: 2021 年末，邮储银行本科及以上学历员工占比较高



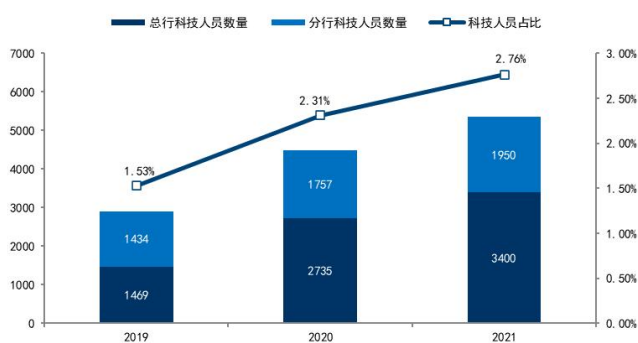
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图10: 2018 年至 2021 年，邮储银行薪酬增速高于大行均值



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图11: 2019 年至 2021 年，邮储银行科技人员占比持续提升



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

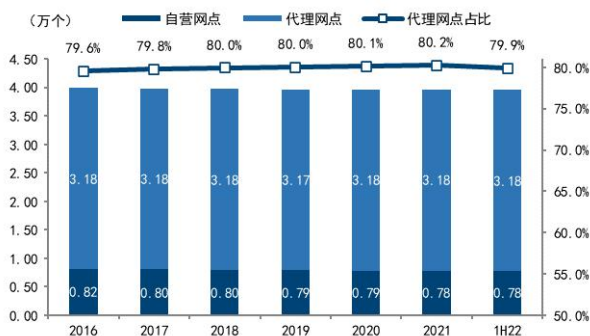
独特优势：依托“自营+代理”模式，触达庞大客户群体

“自营+代理”模式优势鲜明

邮银协同稳定可持续。经国务院同意并经中国银保监会核准，邮储银行自 2007 年成立以来确立了“自营+代理”的运营模式，委托邮政企业在代理网点提供吸收本外币储蓄存款服务、结算类金融服务、代理类金融服务及其他服务。该模式具备如下特点：（1）独特性：邮储银行是中国唯一一家采取“自营+代理”模式的银行，银行和邮政集团双方的行为均受到委托代理协议的约束；（2）可持续性：邮政集团均须遵循无限期的“自营+代理”运营模式，邮储银行与邮政集团无权终止邮银代理关系；（3）独立自主性：邮储银行和邮政集团在人员、财务管理、信息技术上完全独立，资产占有按市场化价格进行结算；在业务管理上，邮储银行发挥主导作用。在该运营模式下，邮储银行与邮政集团建立了稳定、透明、公平、互惠的业务委托代理关系，充分发挥集团资源优势，深化邮银在客户、渠道和产品等方面多维度、多层次的业务协同。

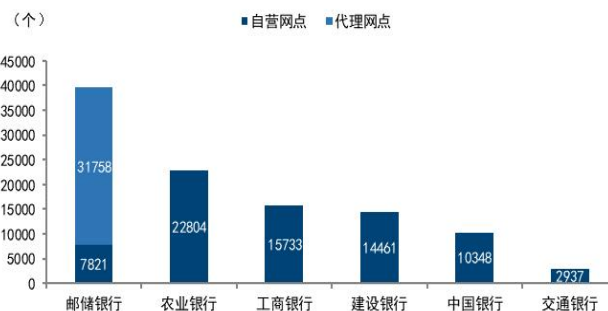
四万网点总量居同业首位，代理网点贡献八成。依托独特的“自营+代理”运营模式，截至 2022 年 6 月末，邮储银行拥有接近 39,589 个营业网点，其中，自 2016 年以来，代理网点稳定贡献近八成网点数量。凭借代理网点的优势，邮储银行网点数量在大型商业银行居于首位，有利于在更短的时间拓展现有业务的覆盖范围。

图12: 邮储银行代理网点占比稳定在 80%



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

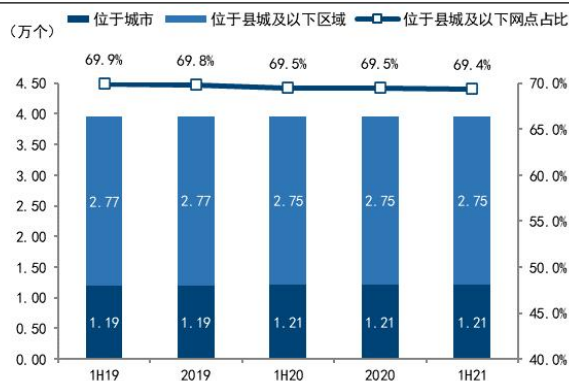
图13: 邮储银行网点数量居于六大行首位（1H22 末）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

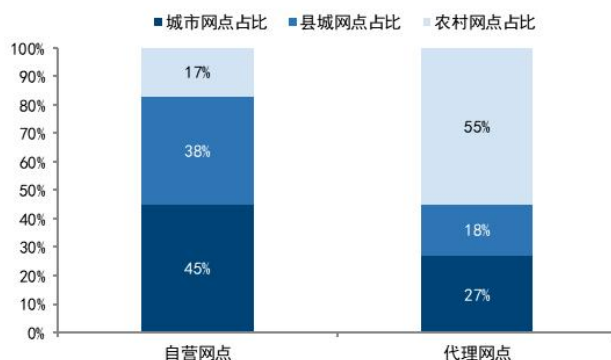
网点筑牢县域和中西部市场，贡献差异化竞争优势。由于占比更高的代理网点分布更为下沉，邮储银行县域网点占比多年稳定在 70%，深入布局广袤城乡。从区域布局来看，邮储银行深耕中西部地区，中部和西部地区网点合计占比高达 55%，位于大行首位。由于当前中国城镇化率水平较低，截至 2021 年仅为 65%左右，与日本、美国等国家仍有较大差距；另外，2020 年末中西部地区人口占比 53%，占据全国近一半人口。因此，牢筑县域和中西部市场的差异化定位也为邮储带来极为庞大的客户群体以及丰富的资金来源。2021 年末，邮储银行个人客户数高达 6.37 亿户，覆盖超过中国人口总量的 45%，远高于交行和建行，与工行和农行数量接近；2016 年至 2021 年，个人存款 5 年 CAGR 达 10.1%，在六大行中位于第二位（仅次于交行的 10.2%）。

图14: 邮储银行县域网点占比高达 70%



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理 注：2021 年年报开始未披露城市和县城网点数据

图15: 邮储银行代理网点县域地区占比远高于自营网点

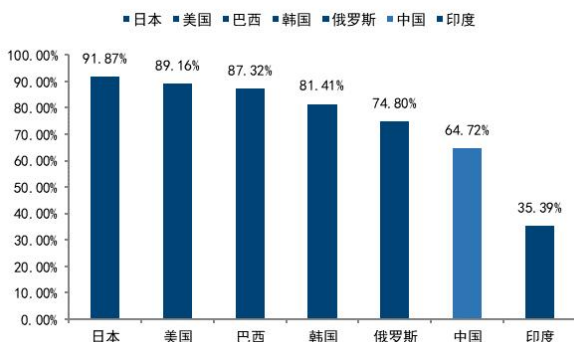


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2020 年末，其他年份未披露该数据

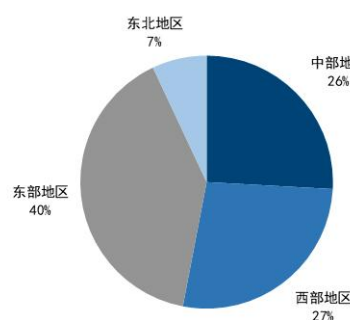
表3：邮储银行中西部地区网点占比位于大行首位（1H22 末）

	邮储银行	农业银行	建设银行	工商银行	交通银行
长江三角洲地区	12%	13%	16%	15%	24%
珠江三角洲地区	9%	11%	13%	12%	11%
环渤海地区	14%	14%	17%	16%	17%
东北地区	10%	10%	10%	10%	12%
中部地区	29%	23%	24%	21%	18%
西部地区	26%	30%	21%	22%	16%

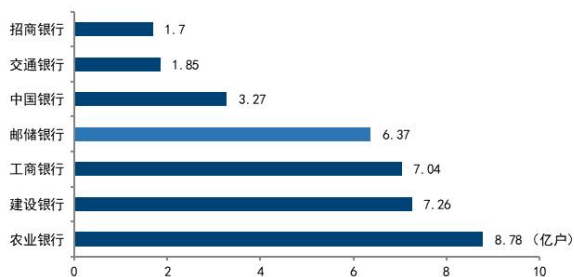
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理 注：地区划分未包括总部和境外地区；中国银行区域划分方式不同，因此未涵盖。

图16：中国城镇化率水平较低


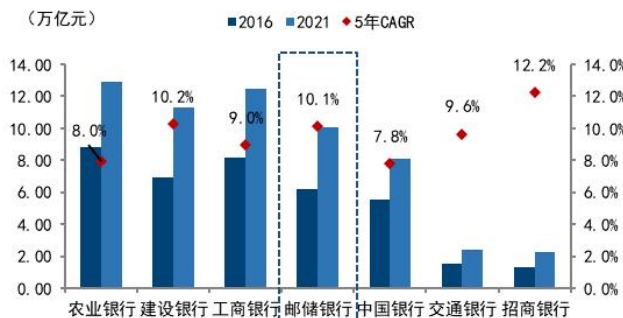
资料来源：世界银行，Wind，国信证券经济研究所整理

图17：中国中西部地区人口占比高达 53%


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图18：邮储银行个人客户群体庞大（2021 年末）


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

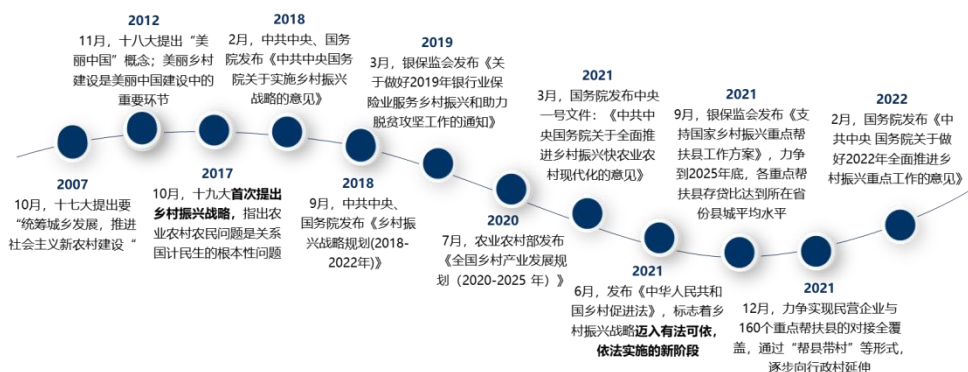
图19：邮储银行个人存款近 5 年 CAGR 位于大行前列


资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

深度把握下沉市场崛起潜力，未来将持续受益于乡村振兴战略。乡村振兴战略于党的十九大报告首次提出，报告指明三农问题是关系国计民生的根本性问题。近年来，一系列政策文件出台，从战略规划、法律层面、具体行动方案等层面推动乡村振兴战略的贯彻落实。随着乡村振兴、共同富裕战略的实施，我国农村居民人均可支配收入与城镇居民人均可支配收入差距逐步缩小，两者比值由 2014 年的 36% 提升至 2021 年的 40%；贫困地区农村居民人均可支配收入近年来持续上升，2014 年至 2020 年 CAGR 达 12.5%。2022 年 5 月，《乡村建设行动实施方案》指出，确保到 2025 年乡村建设取得实质性进展。邮储银行深度下沉的网点以及服务“三农”、城乡居民和中小企业的定位未来也将持续受益于乡村振兴战略的进一步落地，随着更多居民步入富裕群体，下沉市场各类金融需求有望被激发，带来巨大

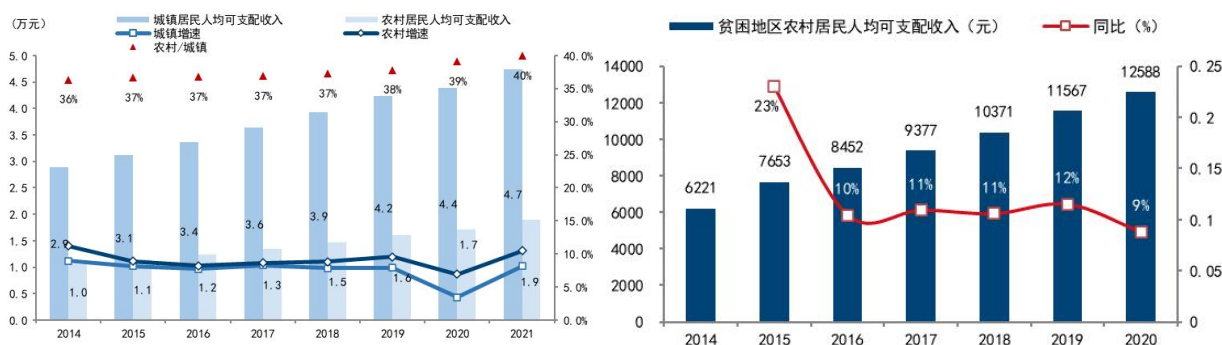
的个人消费、融资、投资市场，为邮储银行零售业务带来源源不断的发展动力。

图20: 乡村振兴战略支持政策频出



资料来源: 国务院, 财政部, 银保监会, 乡村振兴局, 国信证券经济研究所整理

图21: 农村居民人均可支配收入增速较高, 与城镇差距逐步缩小 图22: 共同富裕背景下, 贫困地区农村居民人均可支配收入持续提升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

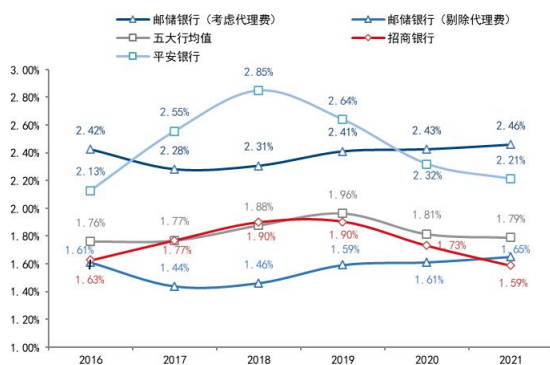
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

模式效能仍有提升空间

邮储银行向邮政企业支付代理手续费。根据委托代理协议, 代理手续费包括储蓄代理费、代理结算类业务支出、代理销售支出及与中间业务相关的其他佣金支出等。具体看, (1) 代理吸收人民币存款业务: 邮储银行按照“固定费率、分档计费”计算并支付给邮政集团储蓄代理费; (2) 代理办理中间业务: 取得的收入先由邮储银行确认, 再按照“谁办理、谁受益”的原则, 向邮政企业支付手续费及佣金。

考虑代理费后负债成本较高。由于储蓄代理费用计入邮储银行的“业务及管理费用”科目当中, 并不直接反映在利息支出。因此将代理费用还原后, 不考虑吸储时付出的房屋设备、员工等费用, 2021 年邮储银行付息负债成本率由还原前的 1.65% 提至为 2.46%, 远高于五大行均值的 1.79%; 考虑揽储相关的管理费用后, 2021 年邮储银行综合负债成本率为 3.35%, 仍高于五大行均值 76bps, 且较 2020 年上升 10bps, 这与自营网点员工费用增加、银行增加科技支出等有关。

图23: 考虑代理费后邮储银行付息负债成本率较高



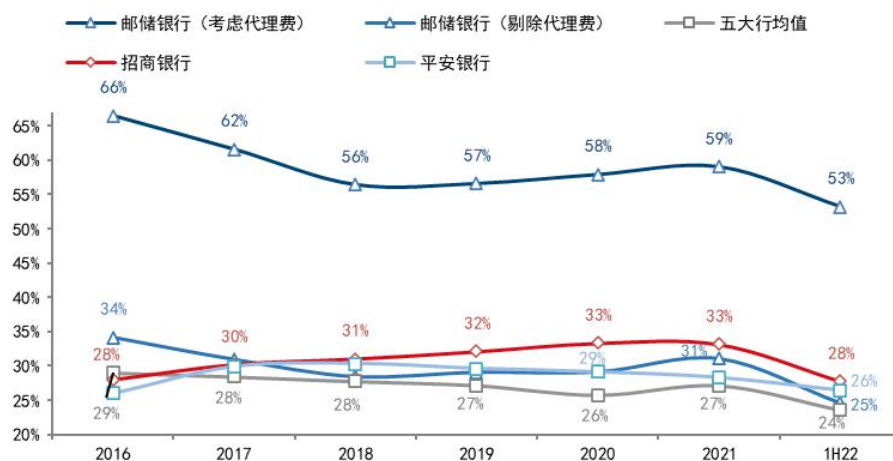
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图24: 考虑管理费用后, 邮储银行综合负债成本率较高



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理 注: 综合付息负债成本率= (管理费用+利息支出)/付息负债平均余额

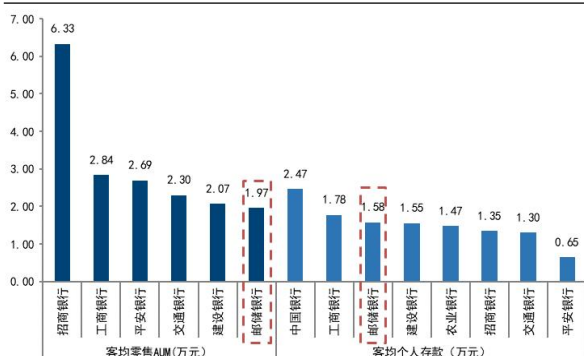
图25: 管理费用剔除代理费后, 邮储银行成本收入比仍高于五大行均值, 但差距收窄



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

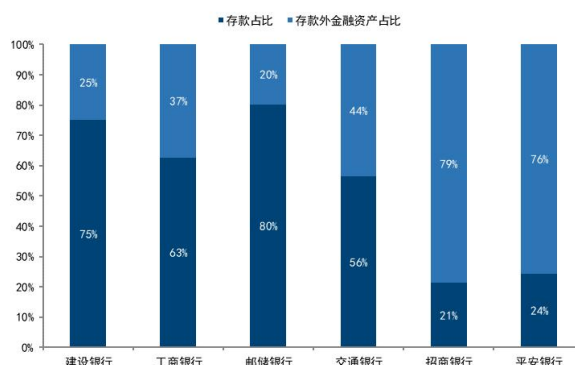
客户价值仍有挖掘空间。从客均指标来看, 2021 年末, 邮储银行客均零售 AUM 为 1.97 万元, 低于招商银行 (6.33 万元)、工商银行 (2.84 万元)、平安银行 (2.69 万元)、交通银行 (2.30 万元) 和建设银行 (2.07 万元); 客均个人存款为 1.58 万元, 六大行中仅低于中国银行 (2.47 万元) 和工商银行 (1.78 万元)。从零售 AUM 结构来看, 邮储银行客户金融资产中存款仍占绝对主导地位, 2021 年末存款占比达到 80%, 而存款外如理财、基金等金融资产占比仅为 20%, 远低于招商银行的 79% 和平安银行的 76%, AUM 结构仍有改善空间。

图26: 2021 年末, 邮储银行客均零售 AUM 低于可比银行



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图27: 2021 年末, 邮储银行零售 AUM 中存款占比高于同业, AUM 结构有待优化



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理 注: 中国银行和农业银行未披露零售 AUM

网点转型有望进一步提升渠道优势

线下网点仍具有重要价值。随着电子渠道的兴起, 银行与客户互动的方式朝着多样化发展, 但线下网点仍是连接银行和客户的最重要桥梁, 通过网点提供相对复杂的金融服务, 与客户面对面建立信任, 并提供专业咨询服务及个性化解决方案。在下沉市场居民财富增长带来的机遇下, 持续提升网点价值、充分发挥网点财富管理的优势至关重要。

网点转型升级成效显著。自 2019 年开始, 邮储银行以“智能化”、“轻型化”和“综合化”为转型方向, 提升线上线下一体化的全渠道服务能力, 加快推进网点向“营销服务中心”和“客户体验中心”转型。通过网点功能综合化、营销资源统筹化、业绩评价科学化为客户提供一揽子金融服务, 提高网点效能、激发网点活力, 将线下网点打造成为客户创造价值平台。2022 年 6 月末, 邮储银行以 11% 的网均存款同比增速位居六大行首位; 2021 年和 2022 年上半年, 邮储银行网均手续费及佣金净收入同比增速提升显著, 分别达到 34% 和 57%, 远高于五大行增速。

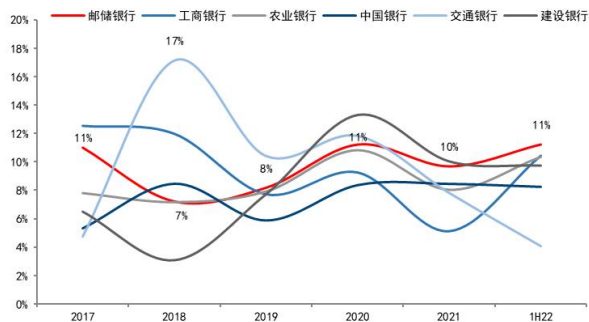
线上线下两张网融合发展将进一步突显渠道网络优势。邮储银行致力于打造“场景+”的开放银行模式, 线下近 4 万个网点和线上渠道交织互补, 形成线上线下互联共通、融合并进的金融服务体系。通过客户线上服务体验的提升、网点转型的全面推广、以及场景建设和商圈拓展的加强, 邮储银行实现渠道全面整合与场景化获客活客, 进一步激发下沉市场的客户潜力, 渠道网络优势将进一步凸显。

图28: 邮储银行推进网点向“营销服务中心”和“客户体验中心”转型

营销服务中心		客户体验中心	
增强服务营销的精准性和综合化 - 持续持续推广CRM平台、综合营销绩效管理系统 - 上线客户管理数据集市、个人财富管理系统 - 推进客户关系数据整合，为客户提供精准的方案 提升差异化专业服务能力 - 组建专业的理财经理服务队伍 - 提供更为丰富的投资理财产品及供给量 - 搭建客户分层差异化服务模式 - 启动财富中心建设工作 提升网点综合金融服务能力 - 提高网点零售信贷服务覆盖率 - 扩大网点对公服务半径 - 满足客户“一站式”金融服务需求 推动网点服务“生态化” - 落实“收单+商圈运营”策略，以网点周边商圈为阵地，建设服务商贸客群、活跃C端用户的营销服务体系，提升收单交易流量和增量，助力商户综合金融资产持续较快增长	提升网点服务效率 - 统一柜面业务系统入口，完成公司、理财、现金管理等8个业务板块接入 - 拓展自助设备业务受理范围，重点加强对公业务受理能力 - 加快移动展业渠道建设，为客户提供结算、电子银行、信用卡等多种产品服务，扩大网点服务半径 提升网点服务“温度” - 加强大堂经理队伍建设，提升大堂服务人员配备率 - 提高大堂经理引导分流、解答咨询等专业能力 - 增强人员服务意识，强化网点服务质量闭环管理 加强网点智能运营建设力度 - 研发并试点“智能柜台”和营业主管“移动授权” - 试点上线网点智能排队应用，增强到店客户服务精准性，提升网点智慧化水平		
2019	2020	2021	2022
夯实基础	智能化突破	产能提升	客户旅程优化

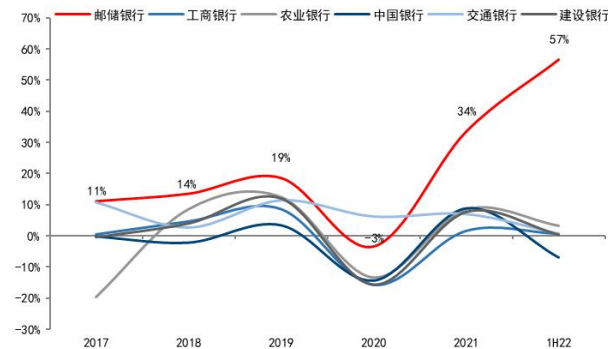
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图29: 2022年6月末邮储银行网均存款增速居大行首位



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图30: 邮储银行网均手续费及佣金净收入增速提升显著



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图31：邮储银行打造“场景+”的开放银行模式，线上线网融合发展，渠道优势突显



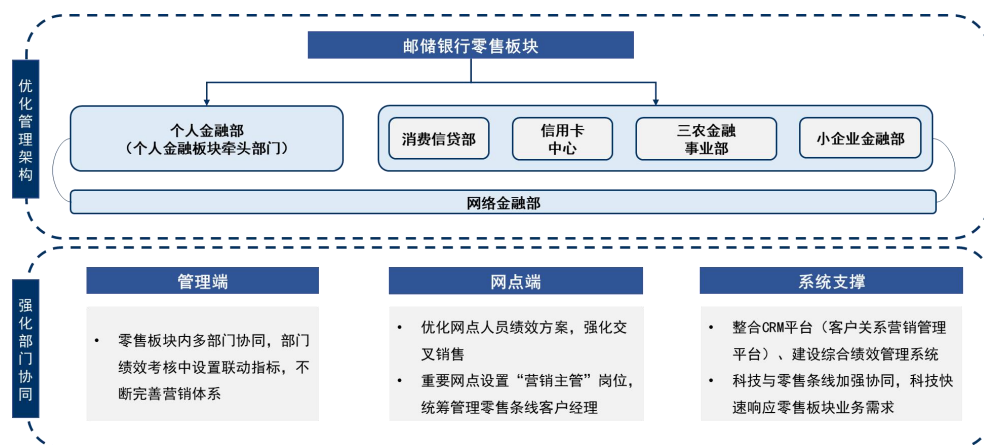
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

增长亮点：强化差异化零售银行战略，持续提升客群价值贡献度

加强顶层设计，推动零售战略有效落地

优化管理架构，强化部门协同，提升零售业务运营效能。邮储银行自成立以来始终坚守零售银行战略，致力于建设成为“客户信赖、特色鲜明、稳健安全、创新驱动、价值卓越的一流大型零售银行”。为推动战略有效落地，公司在管理架构上设置统管零售板块资产、负债和线上渠道部门领导，并明确个人金融部牵头个人金融板块、网络金融部打造线上平台，以为客户提供便捷服务。在部门协同上，公司从管理端、网点端和系统支撑方面，通过设置绩效考核联动指标、强化交叉销售、建立综合绩效系统等方式加强零售板块内部多部门协同，有助于加速向数据驱动、渠道协同、批零联动、运营高效的新零售银行转型。

图32: 邮储银行通过优化管理架构和加强内部协同推动零售银行战略落地



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

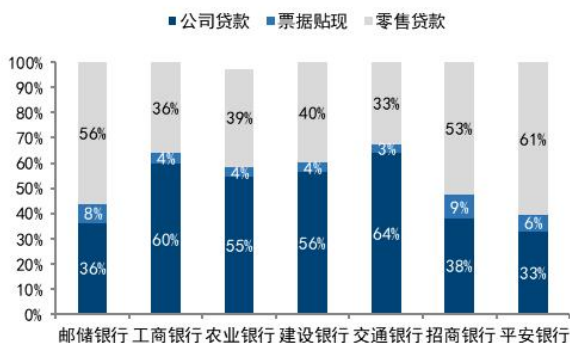
构建“三位一体”发展模式，推进零售业务高质量发展。构建“用户引流、客户深耕、价值挖掘”三位一体发展模式，通过构建泛生活服务生态圈、线上线下融合，引发用户金融需求，实现用户引流；凭借公司品牌优势、网络优势、集团协同优势等构筑零售金融护城河，实现客户深耕；最后深挖零售客户高端需求，在信贷产品升级、投资品类丰富、财富管理加强等方面挖掘客户价值。“三位一体”发展模式以客户为中心，围绕场景搭建、渠道协同、客户价值提升等方面形成有机生态圈，为持续推进零售业务高质量发展助力。

发挥专业优势，做强零售贷款

零售贷款主导，按揭贷款占比较低。从贷款结构来看，截至2022年3季度末，邮储银行零售贷款占比为56%，高于可比大行和招商银行（53%），略低于平安银行（61%），且自2017年开始，该占比呈现提升趋势，零售特色鲜明。从零售贷款内部结构来看，截至2022年6月末，邮储银行按揭贷款占比为56%，显著低于五大行平均（75%），但高于招商银行（45%）和平安银行（35%），且自2019年开始，该占比呈现下降趋势，由2019年的62%下降至2022年6月末的56%。

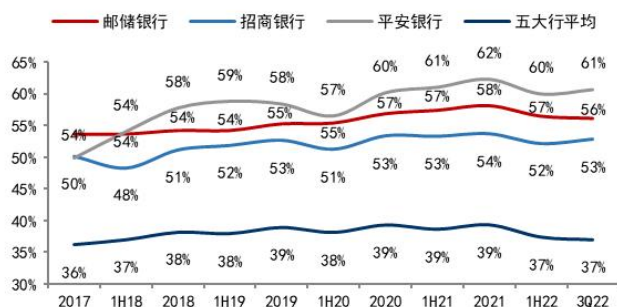
零售贷款优势强劲。从增速来看，2018年以来邮储银行零售贷款增速均高于大行均值，其中信用卡、个人消费贷款和个人小额贷款轮番贡献零售贷款最高增速，2021年和2022年上半年个人小额贷款同比增速均达到23%。从收益率来看，2017年至2022年上半年，邮储银行零售贷款收益率高于五大行，其中，2022年上半年收益率为5.34%，高于五大行均值的4.86%，略低于招商银行的5.54%和平安银行的7.54%。

图33: 邮储银行零售贷款占比高于可比大行 (3Q22 末)



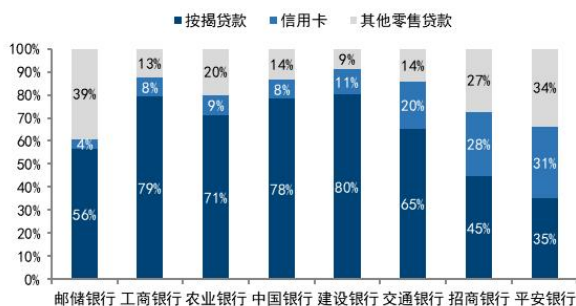
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理 注: 中国银行 3Q22 未披露该数据

图34: 邮储银行零售贷款占比呈上升趋势



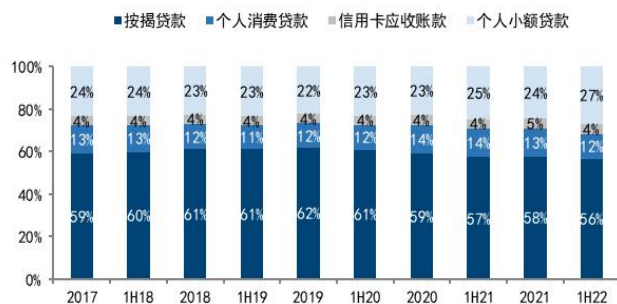
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图35: 邮储银行零售贷款中按揭贷款占比低于可比大行 (1H22 末)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图36: 邮储银行个人小额贷款占比呈现上升趋势



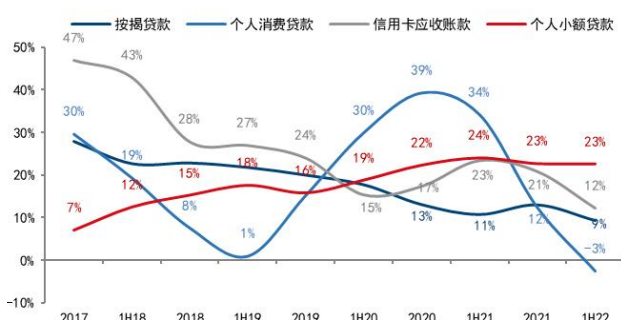
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图37: 2018 年以来邮储银行零售贷款增速高于大行平均



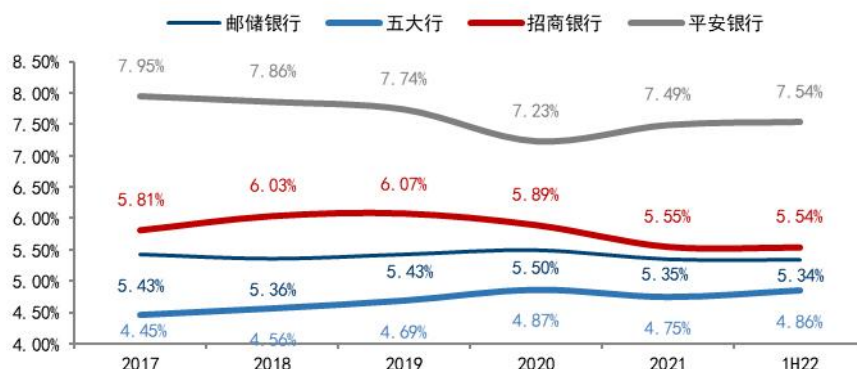
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图38: 自 2021 年以来, 邮储银行零售贷款中个人小额贷款贡献最高增速



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图39: 2017年至2022H, 邮储银行零售贷款收益率高于五大行



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

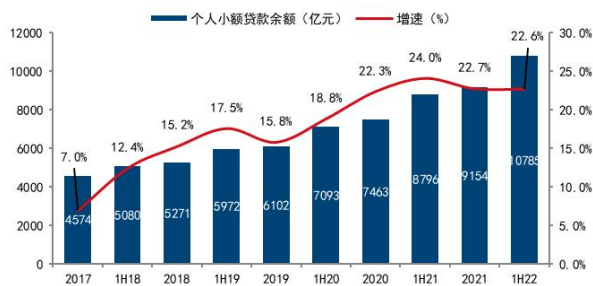
(1) 发力个人小额贷款, 引领普惠金融发展

近年来个人小额贷款保持高增。2019年之前, 个人小额贷款主要面向农户、涉农商户等, 2019年起个人商务贷款(面向城乡地区从事生产经营的小微企业主、个体工商户及其他符合条件的农村及城镇生产经营者)也被纳入个人小额贷款。邮储银行持续加大对个体工商户、小微企业主、普通农户等小微群体金融支持力度, 小额贷款实现较快增长。2017年至2022年上半年, 个人小微贷款余额由4,574亿元增长至10,785亿元, 且同比增速呈提升趋势, 2022年上半年同比增速达到22.6%。

数字化转型助推个人小额贷款递进式发展。邮储银行以科技赋能小额贷款发展模式转型升级, 推动实现场景获客、数字授信、线上营销、移动作业及智能贷后, 打造数据赋能线上驱动新模式。公司自2017年以来研发推广全流程线上贷款, 推出“极速贷”等特色全线上贷款产品, 并持续优化产品功能, 推进极速贷特色白名单模式, 扩大线上产品客户服务覆盖面。2019年至2022年上半年, “极速贷”产品余额由287亿元增长至4,177亿元, 占个人小额贷款比重由5%提升至47%; 截至2021年末, 小额贷款线上放款占比近95%, 数字化转型成效显著。

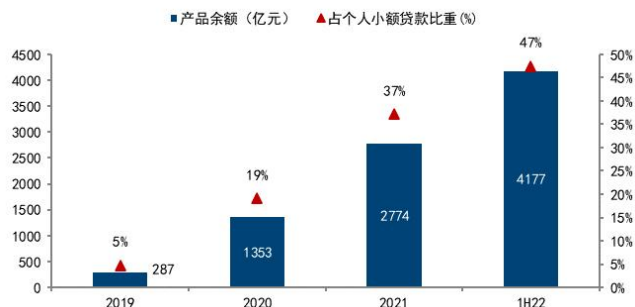
完善智能风控建设, 个人小额贷款风险防控良好。凭借贷前自动化审批决策应用的推进、贷后智能化风险预警模型的不断丰富、重点产品风控策略的完善以及数字化风控体系的建立, 邮储银行个人小额不良贷款率呈下降趋势, 2018年至2022年上半年不良贷款率由3.01%下降至1.70%, 且2021年和2022年上半年, 个人小额贷款不良生成率分别为1.55%和1.74%, 低于个人消费贷和信用卡。

图40: 2017年至2022H, 邮储银行个人小额贷款保持高增



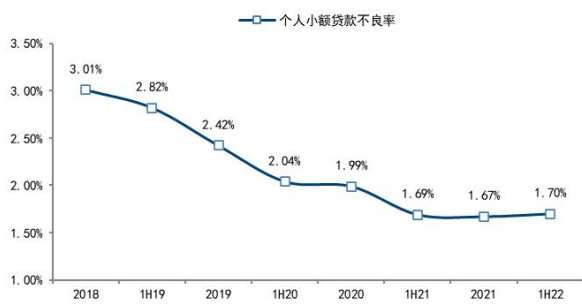
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图41: 2019年来, 极速贷产品余额占个人小额贷款比重逐步提升



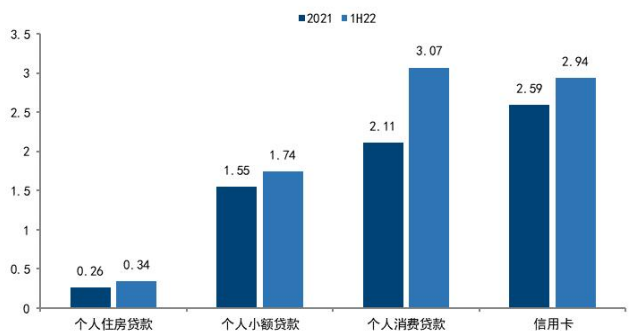
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图42: 邮储银行个人小额不良贷款率呈下降趋势



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图43: 邮储银行个人小额贷款不良生成率低于个人消费贷和信用卡



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

(2) 领军“三农”金融, 做强普惠小微贷款

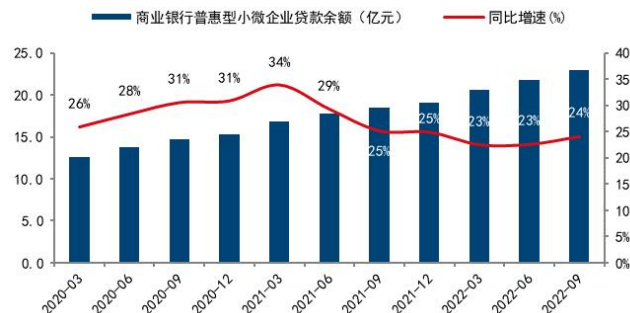
涉农贷款和普惠小微是邮储银行特色化经营、可持续发展的重要力量。受益于国家发展普惠金融、全面推进乡村振兴、加快建设农业强国的政策红利, 金融机构普惠小微和涉农贷款余额保持高增, 2020年以来, 商业银行普惠小微贷款余额增速保持20%以上, 金融机构涉农贷款增速于2022年3月末开始超过总贷款增速。邮储银行普惠基因深厚, 始终践行服务“三农”、城乡居民和中小企业的初心, 深入贯彻落实乡村振兴战略, 不断健全专业化为农服务体系和线上线下有机融合的服务模式, 打造服务乡村振兴数字生态银行。2018年至2021年, 邮储银行普惠型小微贷款余额3年CAGR为20%, 高于同期总贷款CAGR的15%; 2016年至2021年末邮储银行涉农贷款余额5年CAGR为12%, 2022年6月末涉农贷款余额达到1.61万亿元, 占总贷款比例达到25%, 居于大行首位(农业银行未披露除外), 成为邮储银行特色化经营和可持续发展的重要力量。

图44: 邮储银行普惠小微贷款余额及增速



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图45: 商业银行普惠小微贷款余额及增速



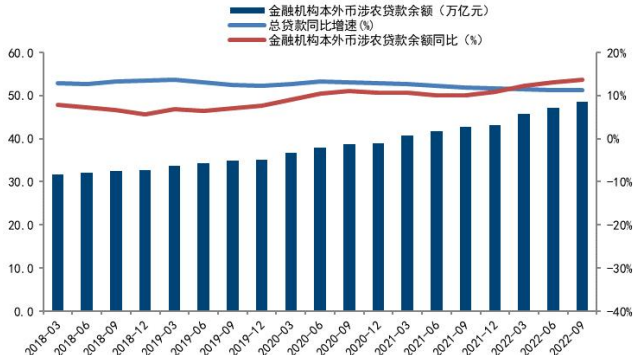
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图46: 邮储银行涉农贷款余额及增速



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

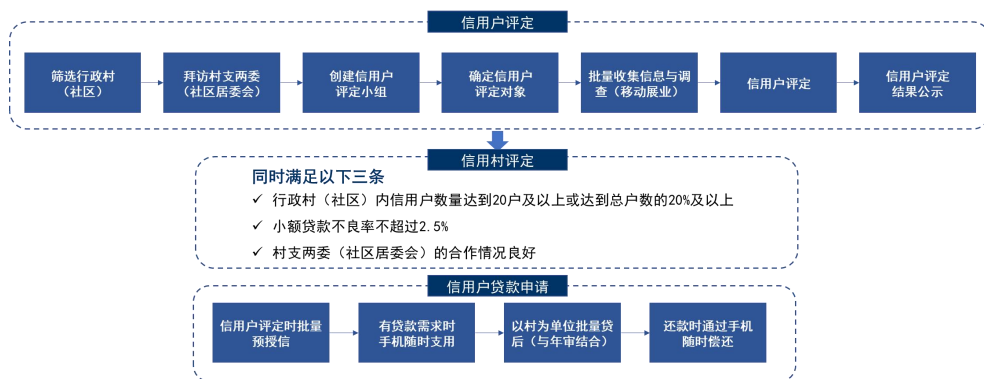
图47: 金融机构涉农贷款余额及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

以“信用村”建设为抓手，提升三农金融服务覆盖面。邮储银行全面开展信用村、信用户评定，持续推进信用村普遍授信；通过与政府、数据公司等第三方的合作，建立高质量的农业、农村大数据和精准的主动授信机制，进一步推广高质量的三农金融服务；配备专职客户经理团队进行精细的网格化管理，努力接近“村村有人管，户户有信用”的状态。截至2022年6月末，公司建成信用村30.4万个，评定信用户486.2万户，以“信用村”为抓手的农村信用体系建设成效显著。

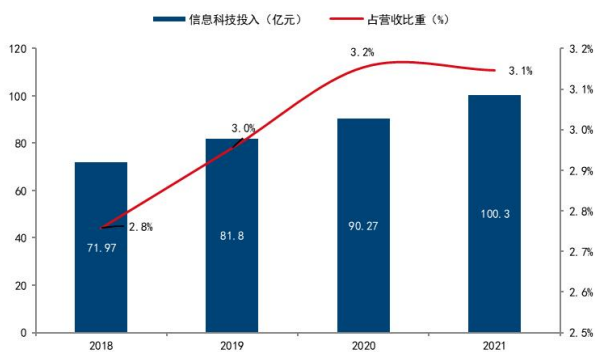
图48: 邮储银行信用村预授信模式



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

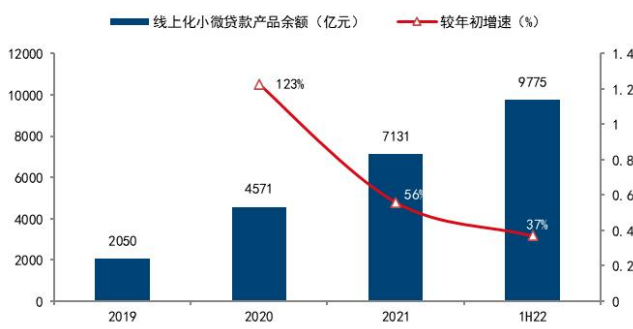
构建“5D”体系，深入推进小微金融数字化转型。邮储银行重视金融科技在普惠金融中的应用，近年来持续增加信息科技投入，构建包括数字化营销体系、数字化产品体系、数字化风控体系、数字化运营模式、数字化服务方式在内的“5D(Digital)”体系。渠道上，推出“邮储经营”手机银行APP，为小微企业提供“金融+场景”一站式服务；产品上，推出“小微易贷”线上贷款产品，2022年6月末，线上化小微贷款产品余额为9,775亿元，2019年至2021年3年CAGR达到51.5%；风控上，依托大数据技术，构建贷前客户精准精准营销模型以及风险量化评估模型，支撑客户精准识别及自动化决策审批；运营上，落地小微企业数字化信贷工厂模式；服务上，向小微企业提供全流程线上化、自助式贷款支用服务。科技赋能有助于邮储银行解决普惠金融在运营成本高、风险成本高、管理难度高上的难题，建立起能贷、会贷、敢贷、愿贷的长效机制。

图49: 邮储银行信息化技术



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

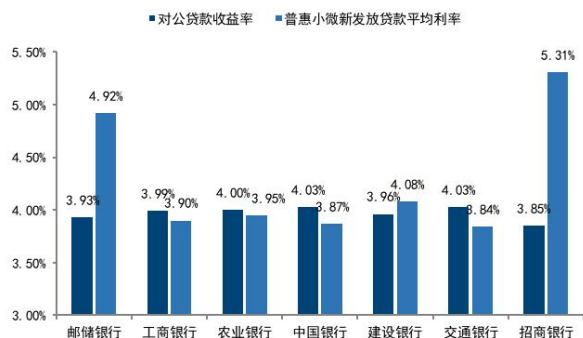
图50: 商业银行普惠小微贷款



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

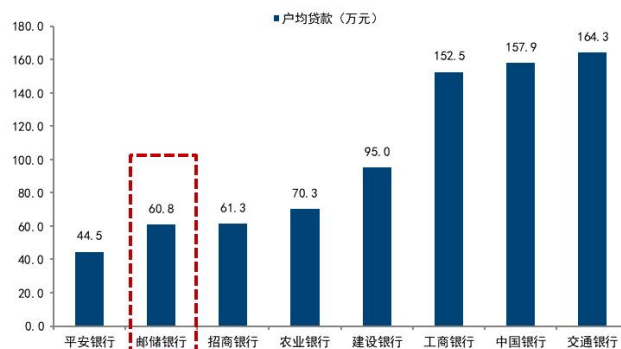
普惠小微企业深度下沉，贷款定价较高。2022年6月末，邮储银行普惠型小微企业户均贷款为60.8万元，仅高于平安银行，低于招商银行和五大行；与此同时，2022年上半年邮储银行普惠小微新发放贷款平均利率为4.92%，高于对公贷款收益率近100个bp，普惠小微新发放贷款平均利率及较对公贷款溢价均高于五大行，显示出邮储银行客群下沉上及差异化定价上的优势，有利于改善净息差。

图51: 邮储银行普惠小微贷款



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图52: 商业银行普惠小微贷款

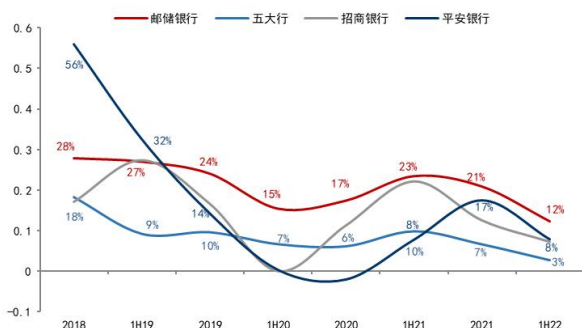


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

(3) 信用卡体制机制改革成效显著

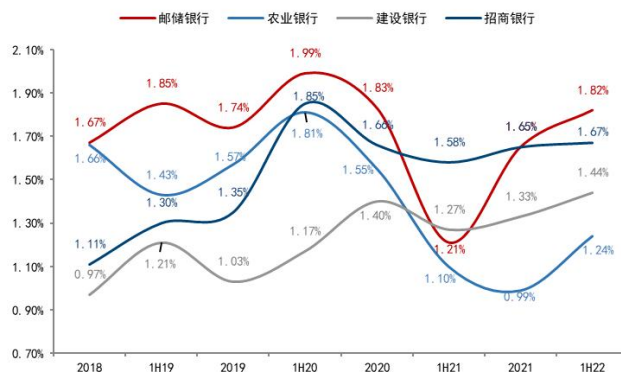
邮储银行于2021年5月注册成立信用卡中心专营机构,并全面深化信用卡业务体制机制改革,以交叉销售为核心,深化场景建设和精细化管理,持续提升获客规模,并加强专营机构内部管理、决策机制、人才队伍等方面建设。2018年至2022年上半年,邮储银行信用卡贷款增速保持在15%以上,且近三年增速高于五大行平均、招商银行和平安银行,改革成效显著。但2021年和2022年上半年,信用卡不良率有所抬升,发展质量有待进一步加强。

图53: 邮储银行信用卡增速高于可比同业



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图54: 邮储银行信用卡不良率抬升

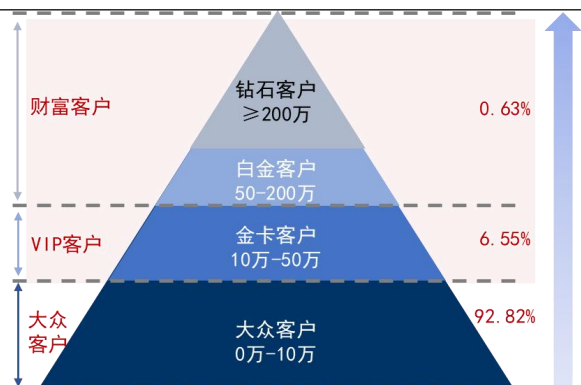


资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

积极推进财富管理体系建设

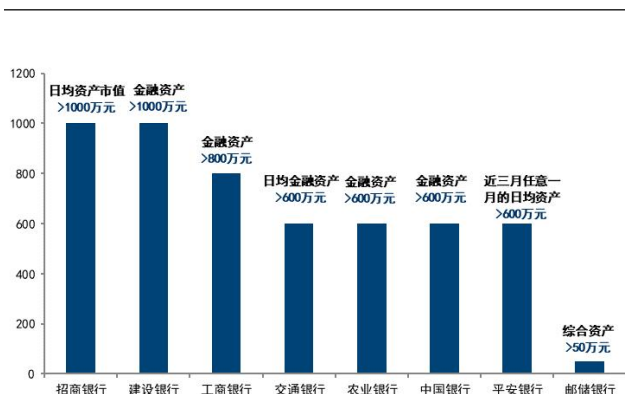
打造客户分层差异化服务体系, 财富客户实现高增长。邮储银行强化客户分层经营, 针对大众客户(综合资产0-10万元客户)和VIP客户(综合资产10-50万元客户)通过系统赋能提升精准服务能力, 并面向财富客户(综合资产50万元以上客户)推出理财经理紧密服务模式, 为客户建立专属产品体系、提供个性化资产配置。邮储银行设置了较同业更低的高净值客户门槛, 通过资产提升、新客转介、合格投资者认证活动积极促进客户层级向上迁移。2018年至2022年上半年, 财富客户占比由0.35%提升至0.63%; 2022年上半年, 财富客户新增资产规模占本行全部个人客户新增资产的比重超40%, 成为拉动全行客户AUM增长的强力引擎。

图55: 邮储银行个人客户分层



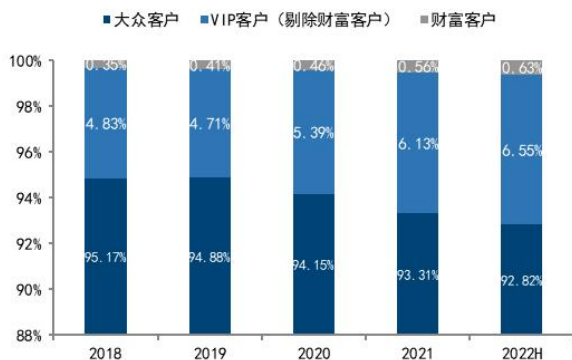
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理 注：客户占比数据截至2022年6月末

图56: 邮储银行高净值客户门槛较低（1H22末）



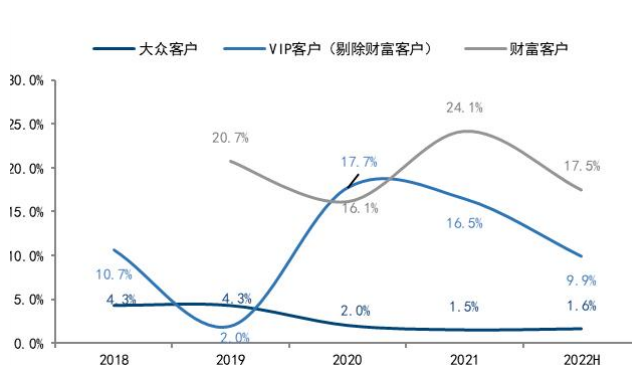
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：以上达标门槛除邮储银行为财富客户门槛外，其余为私人银行

图57: 邮储银行高净值客群持续扩充



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

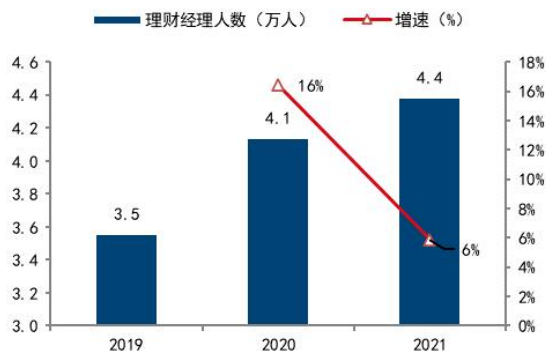
图58: 近年来邮储银行财富客户增速较快



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

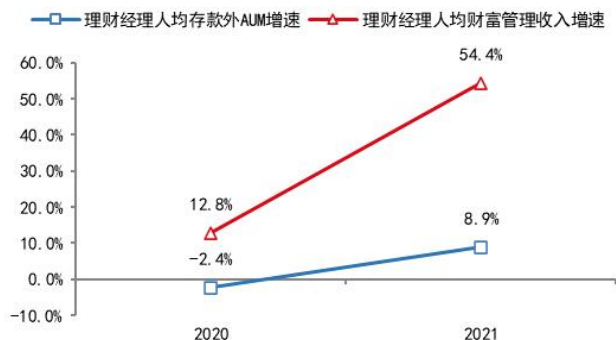
加强专业人才培养。一方面，邮储银行持续扩充理财队伍，2019年至2021年理财经理人数由3.5万人增长至4.4万人，年均复合增长率达11%；另一方面，邮储银行搭建分岗位阶梯式培训体系，系统化锻造队伍复杂型产品销售能力，并启动“强中台提产能”计划，配备财富顾问增强财富管理中台支撑能力，以最大化提升一线专业能力和产能。2021年，理财经理人均存款外AUM增速和人均财富管理收入增速分别达到8.9%和54.4%，人才队伍人均产能得到有效提升。

图59: 理财经理队伍持续扩充



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

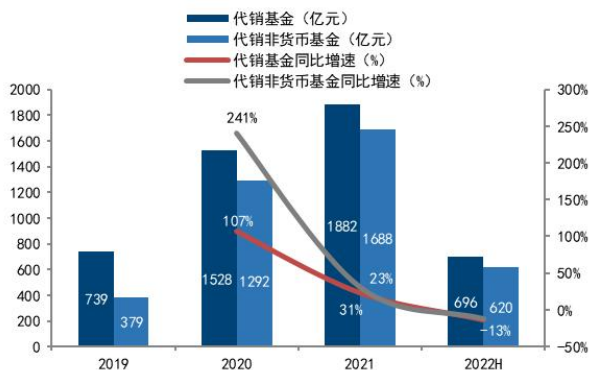
图60: 理财经理人均产能提升



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

搭建多元化财富管理产品体系。邮储银行持续丰富财富管理产品货架, 为客户资产配置提供多元工具。积极布局非货币基金, 打造“安享固收+”“优享权益”品牌, 并持续从全市场引进新策略资管信托产品, 为中高端客户打造丰富优质的私募产品线, 务实高净值客户服务能力。2019年至2021年, 邮储银行代销非货币基金规模由379亿元增长至1,688亿元, 年均复合增长率达111%; 代销资产管理计划(含信托计划)规模由270亿元增长至880亿元, 年均复合增长率达81%, 通过提供多元化、多策略的产品以及专业的资产配置服务, 助力客户资产增值。

图61: 邮储银行代销基金规模及增速



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图62: 邮储银行代销资产管理计划(含信托计划)规模及增速



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

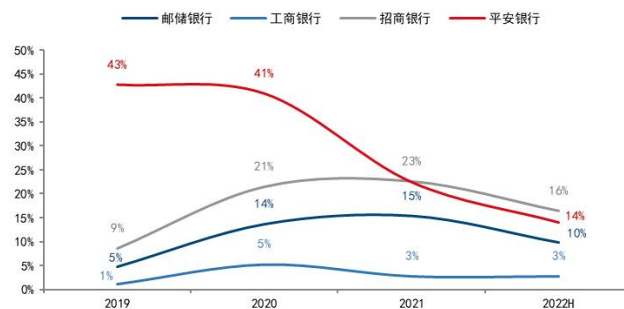
零售 AUM 结构优化, 财富管理收入增长亮眼。通过客户的分层和深度经营, 以及人才队伍、产品体系等方面的不断完善, 邮储银行客户经营取得实效, 零售 AUM 中存款外金融资产贡献度呈提升趋势, 由2019年的18.8%增长至2022年上半年的20.3%, 且2019年到2022年上半年存款外金融资产同比增速高于工商银行, 但较招商银行和平安银行相比仍有提升空间。从收入角度来看, 2021年来, 理财及代理业务手续费及佣金收入增速领先, 对营收贡献度提升, 推动大财富管理收入高增。2020至2022年上半年, 邮储银行大财富管理收入增速高于五大行均值、招商银行和平安银行, 且占营收比重由3.2%提升至10.9%, 2022年上半年占比反超五大行均值, 财富管理体系建设及中收增长战略成效显著。

图63: 邮储银行存款外金融资产占比呈提升趋势



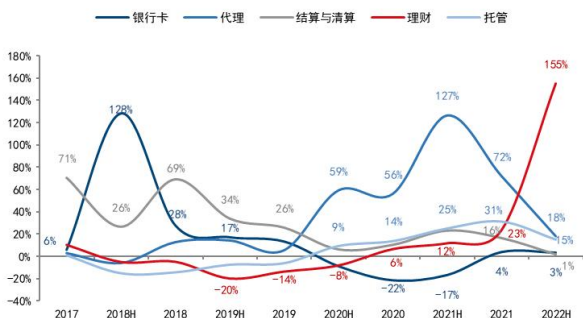
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图64: 邮储银行存款外金融资产 AUM 增速高于工商银行



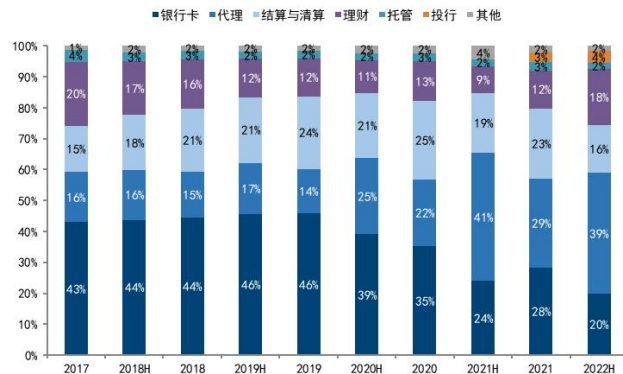
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图65: 邮储银行理财及代理手续费收入增速领先



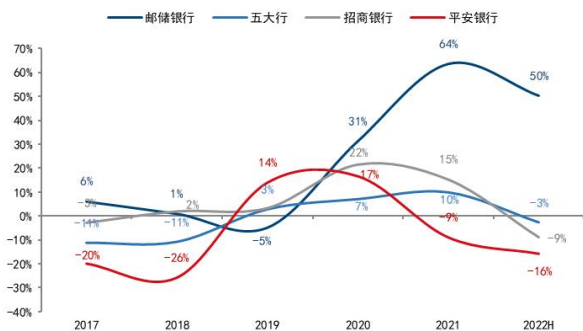
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图66: 邮储银行理财及代理手续费收入占比呈提升趋势



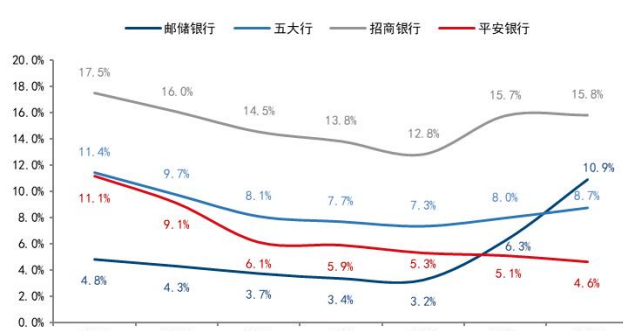
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图67: 邮储银行大财富管理收入增速



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理 注: 大财富管理收入为扣除银行卡手续费、结算与清算手续费及其他业务手续费(如有)后的手续费及佣金收入, 后同

图68: 邮储银行大财富管理收入占营收比重



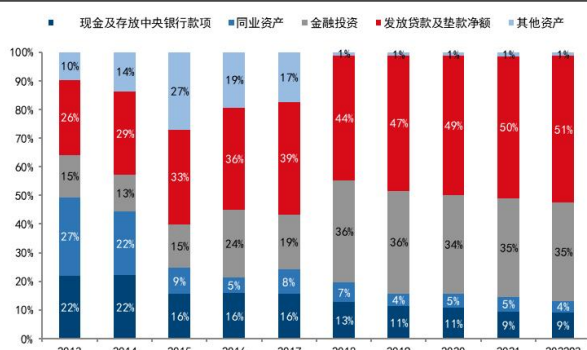
资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

财务分析：盈利空间有待释放，资产质量优势延续

资产端：贷款占比提升，资产结构优化

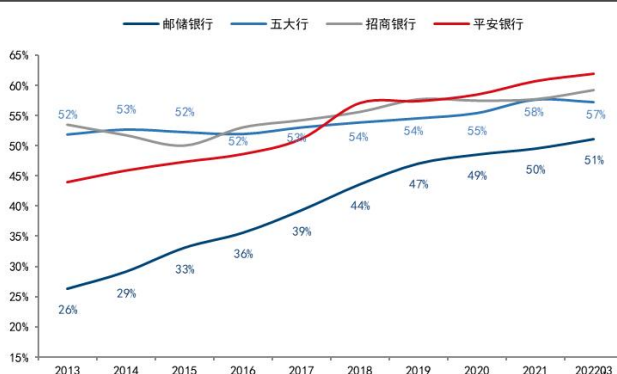
邮储银行贷款业务起步晚，2008 年开始办理信用卡和个人消费贷款业务，2009 年开始办理公司贷款业务，因此公司成立初期信贷类资产占比明显较同业偏低。近年来，邮储银行加大信贷类资产配置，重点投向按揭、个人消费贷款、基建等领域，贷款及垫款占比由 2013 年末的 26% 提升至 2022 年 3 季度末的 51%，与五大行均值差距逐步缩窄，且邮储银行信贷投放以低风险的基建与金融企业、个人按揭等贷款为主，尤其是个人按揭贷款占比提升较快。同时，邮储银行加大了政策性金融债券等金融资产投资力度，并逐步压降同业资产，金融投资占总资产的比例由 2013 年的 15% 提升至 2022 年 3 季度末的 35%。

图 69：邮储银行加大信贷类资产和金融投资，整体结构优化



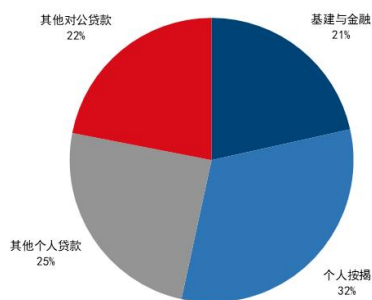
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 70：邮储银行信贷类资产占比与五大行均值差距缩窄



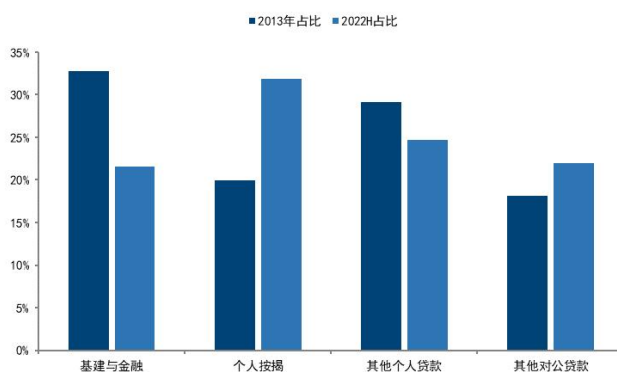
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 71：邮储银行目前的信贷结构



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 72：邮储银行 2013-2022H 信贷结构变化



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

负债端：存款优势突出，资金来源稳定

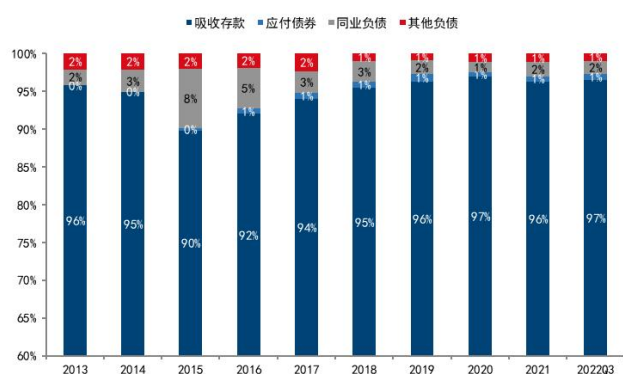
邮储银行存款占负债比重极高。2013 年以来，邮储银行存款占负债比重均高达 90% 以上，占比相对稳定。截至 2022 年 3 季度末，邮储银行存款占负债比重达到 97%，

远高于五大行均值（76%）、招商银行（81%）和平安银行（68%）。

邮储银行个人定期存款占比高，比重持续提升。2022 年 6 月末，邮储银行个人存款占比为 88%，高于五大行平均（48%）、招商银行（37%）和平安银行（27%）；个人定期存款占比 64%，占比远高于可比银行，比重为建设银行的两倍（31%），招商银行的五倍（13%），这主要与县域及农村客群储蓄习惯有关。2013 年至 2022 年 6 月末，邮储银行个人定期存款占比由 53%提升至 64%，比重稳定提升。

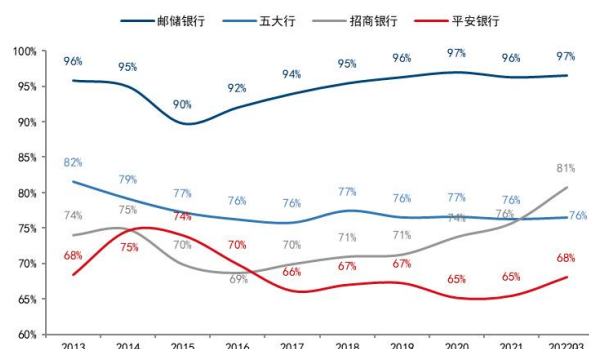
代理网点贡献超六成存款，资金来源和揽储成本相对稳定。2016 年以来，代理网点存款日均余额占全部网点存款平均余额比重均高达 60%，且代理网点贡献度逐步提升，由 2016 年的 63%提升至 2021 年的 68%，为邮储银行贡献稳定资金来源。从负债获取成本来看，2016 年以来，邮储银行代理网点存款成本率在 2.80%-3.05% 区间，该成本较国有行通过发行同业存单的方式从同业市场获取资金更加稳定。

图73：2013 年以来，邮储银行存款占负债比重高达 90%以上



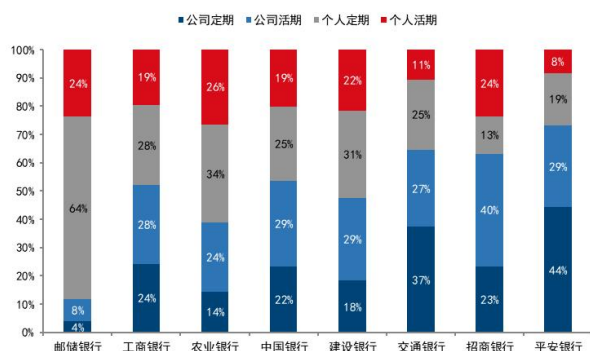
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图74：邮储银行存款占比远高于可比银行



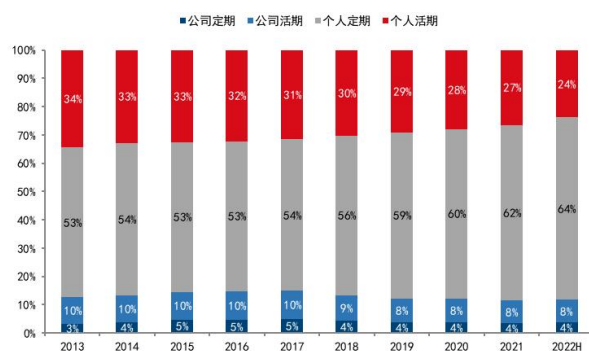
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图75：邮储银行个人定期存款占比远高于可比银行（1H22 末）



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图76：邮储银行个人定期存款占比持续提升



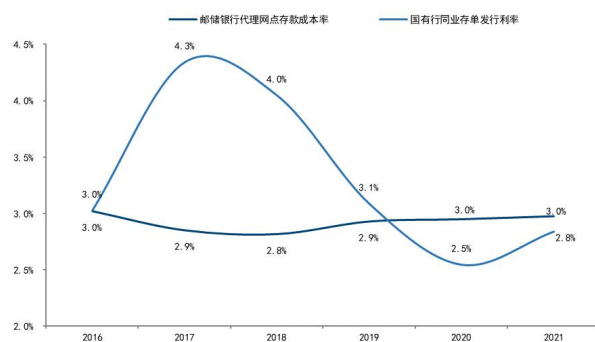
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图77：2016年以来，邮储银行代理网点存款日均余额比重高于60%



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图78：邮储银行代理网点存款成本相对稳定



资料来源：公司财报，Wind、国信证券经济研究所整理 注：代理网点存款成本率=（储蓄代理费+其他管理费+代理网点利息支出）/代理网点日均存款余额

净息差：下行压力有望缓解

邮储银行净息差下行幅度较大，调整后低于可比银行。2020年以来银行业进入新一轮贷款利率下行、净息差收窄的周期，邮储银行净息差由2020年2.42%下降15bp至2022年6月末的2.27%，下降幅度高于五大行均值。将储蓄代理费计入负债成本后，2022年6月末，经调整后的净息差由调整前的2.27%收窄至1.43%，调整后净息差低于五大行均值。

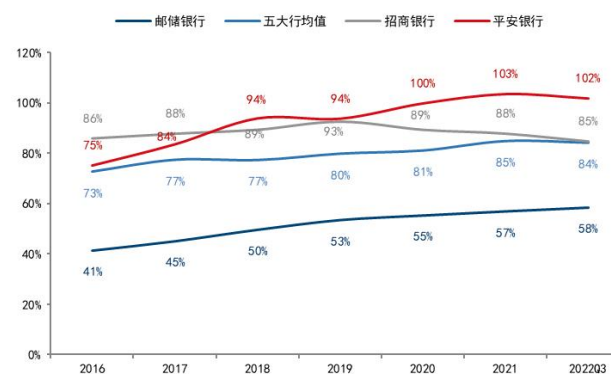
存贷比提升有望对冲邮储银行净息差下行。随着部分房贷重定价，银行净息差预计仍将小幅收窄。在此环境下，邮储银行存贷比提升的优势有利于稳固净息差。但对于邮储银行而言，由于近年来持续提高存贷比（即贷款增速高于总资产及总负债增速、贷款占比不断提升），信贷资产收益率高于金融投资资产，因此结构调整的红利有助于稳定净息差。2022年9月末，邮储银行的存贷比已经由2016年的41%提升至58%，但仍明显低于五大行均值（84%）。未来随着存贷比提升，有望对冲市场贷款利率下行的负面影响。

图79：邮储银行净息差下行幅度较大，调整后低于可比银行



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理 注：调整后净息差=（生息资产利息收入-付息负债利息支出-储蓄代理费）/生息资产平均余额

图80：邮储银行存贷比持续提升



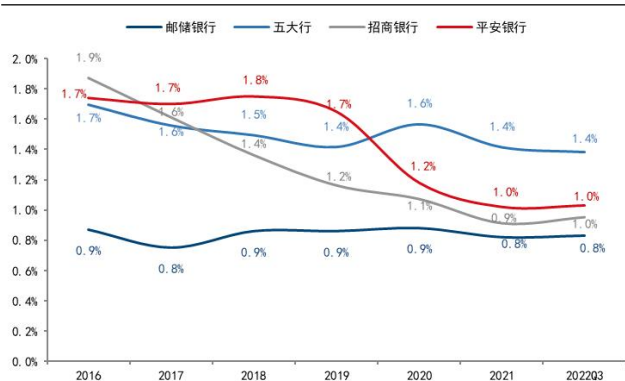
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

资产质量：基础优异，各指标持续领先同业

邮储银行成立时间晚，不良资产历史包袱轻。邮储银行成立于 2007 年，对公贷款始于 2009 年，2014 年后才开始加大信贷投放力度，避开 90 年代末 20 世纪初中国银行业不良资产问题较为严重的时期，上市以来便轻装上阵。

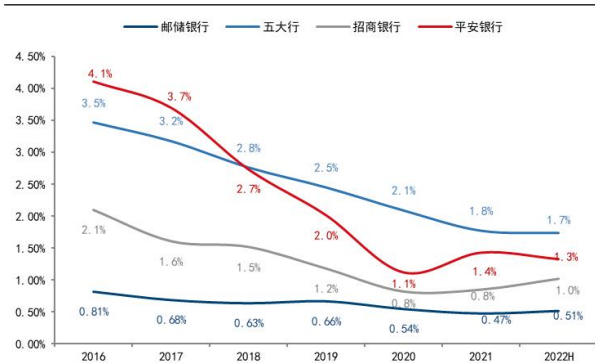
邮储银行资产质量指标领跑国有大行。2016 年至今，不良率及关注率始终低于五大行均值。不良贷款率自上市起始终保持在 1% 以下，2022 年 3 季度末仅为 0.83%，低于上市国有大行平均不良率 55bp。关注率 2021 年末低至 0.47%，6 月末上行 4BP 至 0.51%；2022 年上半年不良生成率 0.77%，六大行中仅高于工商银行的 0.72%；截至 2022 年 6 月末，邮储银行逾期贷款率 0.9%，普遍低于可比银行；不良贷款认定上，逾期 90 天以上贷款与不良贷款余额的偏离度为 73.1%，认定标准严格。在资产质量良好前提下，2022 年 3 季度末，邮储银行拨备覆盖率达 404.5%，在国有行中居于首位。

图81：邮储银行不良贷款率自上市起始终保持在 1% 以下



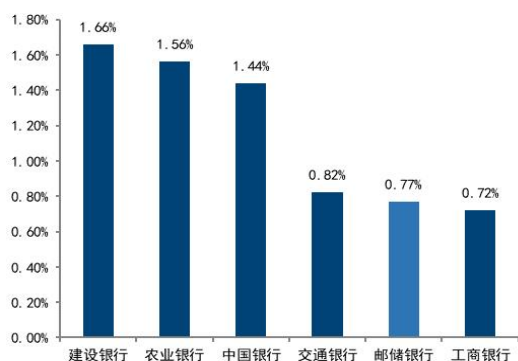
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图82：邮储银行自上市起关注率低于大行均值



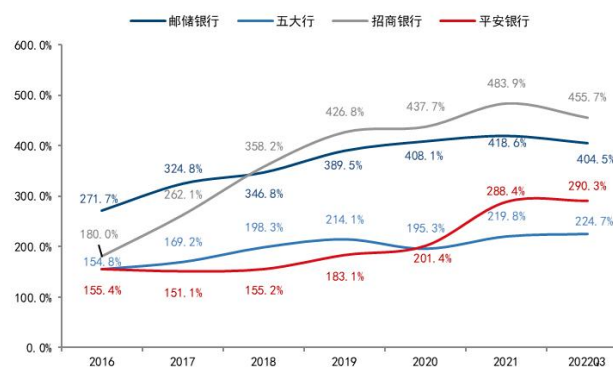
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图83：2022 年上半年，邮储银行不良生成率为 0.77%



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图84：邮储银行拨备计提充足



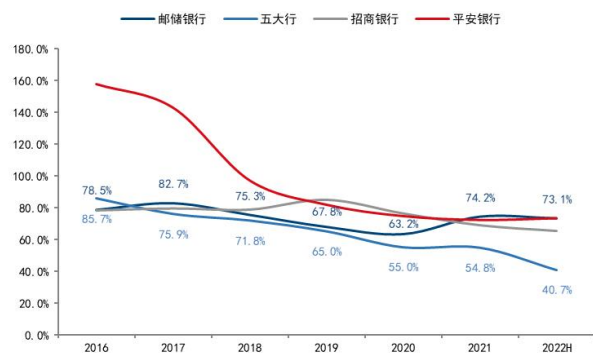
资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图85: 邮储银行逾期贷款率处于低位



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图86: 邮储银行逾期 90 天以上贷款与不良贷款余额的偏离度较高, 不良认定标准严格



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下:

(1) 总资产增长率: 考虑到央行力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配, 我们预计未来三年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动, 而公司未来资产增速大致持平于行业, 假设 2022-2024 年总资产同比增长 10.0%/9.0%/8.0%;

(2) 净息差: 在前期 LPR 下降后重定价以及信贷需求疲弱的影响下, 目前银行整体净息差仍有下降压力。我们假设公司 2022-2024 年加回 FVPL 投资收益后的广义净息差为 2.27%/2.22%/2.22%, 小幅下行。考虑到未来利率变动存在较大不确定性, 可能存在较大误差, 我们在后文中对净息差做了敏感性分析;

(3) 资产质量: 考虑到随着疫情政策优化以及宏观经济有望迎来一定程度的复苏, 我们假设公司 2022-2024 年信用成本逐步下降至 0.71%/0.61%/0.54%;

(4) 其他: 假设未来分红率保持稳定, 不考虑可能存在的外源融资因素。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件, 我们得到公司 2022-2024 年归属母公司净利润 870/989/1114 亿元, 利润年增速分别为 14.3%/13.6%/12.7%。每股收益分别为 0.88/1.01/1.15 元。

表4: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	318762	341886	370245	402700
其中: 利息净收入	269382	281286	301166	326700
手续费净收入	22007	29709	37137	42707
其他非息收入	27373	30891	31942	33292
营业支出	237357	248817	264491	283541
其中: 资产减值损失	46658	44284	42993	42627
利润总额	81454	93069	105753	119158
归属于母公司净利润	76170	87032	98893	111429
EPS (元)	0.77	0.88	1.01	1.15

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁, 因此净息差对预测影响不确定性很大, 我们进行如下敏感性分析:

表5: 归母净利润增速对净息差的敏感性分析

	2021	2022E	2023E	2024E
净息差 (+5bps)	18.6%	14.3%	16.7%	15.4%
基准情形	18.6%	14.3%	13.6%	12.7%
净息差 (-5bps)	18.6%	14.3%	10.5%	9.8%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 2022 年不确定性较低, 因此未做敏感性假设。

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值, 相关假设如下:

表6: 一、二阶段假设 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
净资产	795549	854862	922834	999842	1082291	1156455	1233584	1313799	1397222	1483982	1574213	1668053	1765647	1867144
摊薄 ROE	9.6%	10.2%	10.7%	11.1%	10.7%	10.4%	10.2%	9.9%	9.7%	9.5%	9.3%	9.1%	9.0%	8.8%
归母净利润	76170	87032	98893	111429	115886	120521	125342	130356	135570	140993	146632	152498	158598	164941
同比	18.6%	14.3%	13.6%	12.7%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
分红率	30%	30%	30%	30%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
股利	22856	26115	29674	33436	46358	48212	50141	52147	54232	56402	58658	61004	63444	65982

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表7：折现率假设

无风险收益率	3.0%	第二阶段增长率	4%
风险溢价率	7.0%	第二阶段分红率	40%
β	1.20	永续增长率	3%
COE	11%	永续分红率	50%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件，采用三阶段 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 5.8-6.9 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

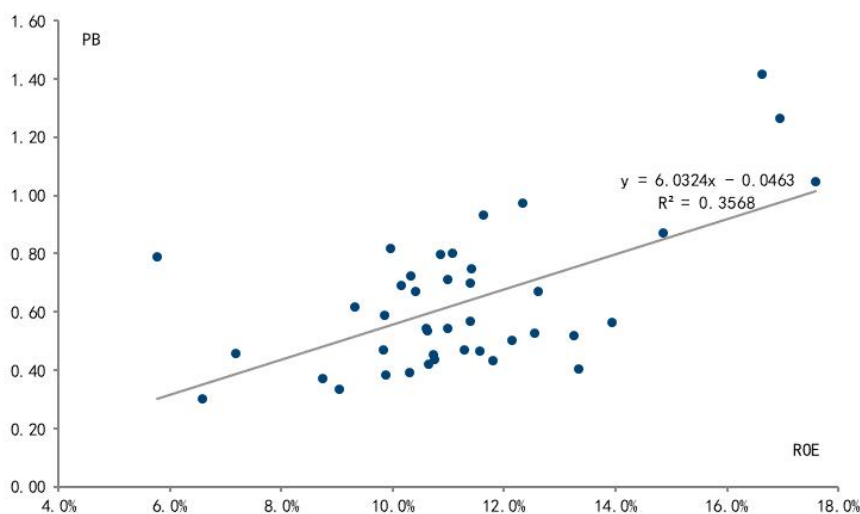
		折现率变化				
		10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续 增长 率变 化	2.0%	6.7	6.3	6.0	5.6	5.3
	2.5%	6.9	6.5	6.1	5.8	5.4
	3.0%	7.2	6.7	6.3	5.9	5.6
	3.5%	7.5	6.9	6.5	6.1	5.7
	4.0%	7.8	7.2	6.7	6.2	5.9

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

我们将公司与全部上市银行放在一起横向比较，同时考虑到公司优异的资产质量以及当前银行业整体面临较高的资产质量压力，给予其估值水平 0.1x 的溢价，按照 PB(MRQ) 以及 2021 年 ROE，公司静态 ROE 对应 0.7-0.8 倍 PB(MRQ)，对应价值为 5.1-5.9 元。

图87：上市银行估值情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：按 2023 年 2 月 2 日收盘价计算。

投资建议

综合考虑估值测算，绝对估值在 5.8-6.9 元，相对估值在 5.1-5.9 元，取平均值，我们认为公司合理股价在 5.4-6.4 元，相较于当前股价 4.68 元（2023 年 2 月 3 日收盘价）有大约 15%-37%溢价空间，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

（1）市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

（2）我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

（3）相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

财务预测与估值

每股指标（元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表（十亿元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.71	0.77	0.88	1.01	1.15	营业收入	286	319	342	370	403
BVPS	6.25	6.89	7.52	8.26	9.08	其中：利息净收入	253	269	281	301	327
DPS	0.22	0.25	0.28	0.32	0.36	手续费净收入	16	22	30	37	43
						其他非息收入	16	27	31	32	33
资产负债表（十亿元）	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	营业支出	218	237	249	264	284
总资产	11,353	12,588	13,847	15,093	16,300	其中：业务及管理费	166	188	202	218	238
其中：贷款	5,512	6,237	7,048	7,894	8,762	资产减值损失	50	47	44	43	43
非信贷资产	5,841	6,351	6,799	7,199	7,538	其他支出	2	3	3	3	3
总负债	10,680	11,792	12,992	14,170	598	营业利润	68	81	93	106	119
其中：存款	10,358	11,354	12,489	13,614	14,703	其中：拨备前利润	118	128	137	149	162
非存款负债	322	438	502	556	598	营业外净收入	0	0	0	0	0
所有者权益	673	796	855	923	1,000	利润总额	68	81	93	106	119
其中：总股本	87	92	92	92	92	减：所得税	4	5	6	6	7
普通股东净资产	544	636	695	763	839	净利润	64	77	87	99	112
						归母净利润	64	76	87	99	111
总资产同比	11.1%	10.9%	10.0%	9.0%	8.0%	其中：普通股东净利润	62	71	82	94	106
贷款同比	14.6%	13.1%	13.0%	12.0%	11.0%	分红总额	19	23	26	30	33
存款同比	11.2%	9.6%	10.0%	9.0%	8.0%						
贷存比	53%	55%	56%	58%	60%	营业收入同比	3.4%	11.4%	7.3%	8.3%	8.8%
非存款负债/负债	3%	4%	4%	4%	4%	其中：利息净收入同比	3.4%	7.6%	4.4%	7.1%	8.5%
权益乘数	16.9	15.8	16.2	16.4	16.3	手续费净收入同比	12.8%	33.4%	35.0%	25.0%	15.0%
						归母净利润同比	5.4%	18.6%	14.3%	13.6%	12.7%
资产质量指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	业绩增长归因	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	0.88%	0.82%	0.82%	0.82%	0.82%	生息资产规模	8.7%	10.7%	10.5%	8.5%	8.5%
信用成本率	1.05%	0.85%	0.71%	0.61%	0.54%	净息差（广义）	-5.3%	-3.1%	-6.1%	-1.4%	0.0%
拨备覆盖率	408%	419%	386%	357%	333%	手续费净收入	0.5%	1.5%	2.2%	1.6%	0.7%
						其他非息收入	-0.5%	2.3%	0.6%	-0.4%	-0.4%
资本与盈利指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	业务及管理费	-3.1%	-3.0%	0.0%	-0.0%	0.0%
ROA	0.59%	0.63%	0.66%	0.69%	0.71%	资产减值损失	7.9%	11.4%	6.9%	5.2%	3.8%
ROE	12.3%	12.8%	13.2%	13.6%	14.0%	其他因素	-2.9%	-1.1%	0.1%	0.2%	0.1%
核心一级资本充足率	9.60%	9.92%	9.85%	9.92%	10.10%	归母净利润同比	5.4%	18.6%	14.3%	13.6%	12.7%
一级资本充足率	11.86%	12.39%	12.32%	12.39%	12.57%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032