

## 挖潜零售禀赋，乘风乡村振兴

2024年02月01日

➤ **零售禀赋的价值正在持续兑现。**邮储银行拥有自营+代理共计约 4 万个网点，为邮储银行奠定了深厚的零售客群基础，23H1 末零售客户达 6.56 亿户、零售 AUM 达 14.5 万亿元。在财富管理转型升级背景下，零售客群潜力有望进一步释放。财富管理发展已有较好的客群基础，同时结构上仍有较多发力的空间，一是网点平均 AUM 仅有 3.7 亿元/个网点，二是当前零售 AUM 结构上仍以存款为主，两方面相比同业均有改善空间。而公司当前管理层零售业务经验深厚，2023 年公司还通过重整零售客户分层体系、建设私行线下服务站等方式深化财富管理转型，未来有望支撑中收贡献度持续提升。

➤ **涉农贷款支撑下，扩表能力突出。**涉农贷款领域，一是政策有支持，“三农”工作长期作为中央一号文件主题，乡村振兴大背景之下，涉农贷款市场需求空间广阔；二是邮储有能力，邮储银行网点广布且下沉县域，同时，在三农金融事业部的引领下，信用体系建设和数字化转型使得邮储银行“三农”金融服务能力得到根本性提升。当前，涉农贷款已成为邮储银行信贷重要增长极，2023 年上半年，邮储银行贷款总增量中，涉农贷款贡献度达 37.6%；而在零售贷款增量中，个人小额贷款贡献度达到 71%。

➤ **净息差相对优势有望延续。**与同业相比，邮储银行净息差表现更为坚挺，后续资负两端仍有利好因素。1) **资产端：**一是贷款在生息资产中占比不断提升，结构上优化资产端收益率；二是贷款重要增量来源——个人小额贷款，更具有相对定价优势。2) **负债端：**邮储银行较早开始压降高期限存款占比，使得其负债端成本率逐步下行；而 2022-2023 年四次存款挂牌利率的下调，也为压降负债成本带来了一定利好。

➤ **资产质量优异，业绩释放空间充足。**一方面，邮储银行当前不良率、信用成本率均较低，即考虑信用成本后的贷款综合收益率不差。另一方面，邮储银行当前的不良生成率水平也较低，后续信用成本压力不大，因而利润释放的空间较为充足，从而可提升内生资本补充能力。

➤ **投资建议：零售特色大行，资产质量优异**

邮储银行作为零售特色鲜明的国有大行，多年来坚守零售银行战略，且近年来财富管理升级成果显著，中收增长潜力充足；当前乘乡村振兴之东风，涉农贷款驱动信贷扩张，贷存比有望进一步提升；且风控能力较强，资产质量与价值创造能力均较为优异。预计邮储银行 23-25 年 EPS 分别为 0.89 元、0.96 元、1.05 元，2024 年 2 月 1 日收盘价对应 0.6 倍 24 年 PB，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济波动超预期；转型进度不及预期；地产行业改善不及预期。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 334,956 | 344,796 | 361,562 | 385,212 |
| 增长率 (%)          | 5.1     | 2.9     | 4.9     | 6.5     |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 85,224  | 88,558  | 95,159  | 104,542 |
| 增长率 (%)          | 11.9    | 3.9     | 7.5     | 9.9     |
| 每股收益 (元)         | 0.92    | 0.89    | 0.96    | 1.05    |
| PE               | 5       | 5       | 5       | 4       |
| PB               | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.5     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 2 月 1 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

4.69 元



分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

研究助理 马月

执业证书：S0100123070037

邮箱：mayue@mszq.com

## 相关研究

1. 邮储银行 (601658.SH) 2023 年三季报点评：业绩稳健、信贷高增、质量优异-2023/10/28
2. 邮储银行 (601658.SH) 2023 年中报点评：息差坚挺、中收靓丽、业绩稳健-2023/08/31
3. 邮储银行 (601658.SH) 2022 年年报点评：业绩经营稳健，定增助力发展-2023/03/31
4. 邮储银行 (601658.SH) 2022 年三季报点评：零售优势不断夯实，溢价定增彰显信心-2022/10/27
5. 邮储银行 (601658.SH) 代理费率调整点评：“短升长降”，助力财富转型-2022/10/03

# 目录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>1 为何说邮储最具零售禀赋？</b>         | <b>3</b>  |
| 1.1 前身专营储蓄存款吸收，对公起步晚          | 3         |
| 1.2 拥有独特的“自营+代理”运营模式          | 5         |
| <b>2 零售业务的禀赋，正在逐步兑现</b>       | <b>9</b>  |
| 2.1 零售定位明确，业务特征偏向股份行          | 9         |
| 2.2 零售业务基础扎实，但仍有结构优化空间        | 11        |
| 2.3 为落地增长空间做了哪些努力？            | 14        |
| <b>3 借力乡村振兴，涉农贷款成为扩张主力</b>    | <b>16</b> |
| 3.1 服务乡村振兴，县域金融市场广阔           | 16        |
| 3.2 兼具多重优势，邮储银行服务“三农”能力突出     | 18        |
| 3.3 涉农贷款表现突出，已成信贷重要增长极        | 19        |
| <b>4 业绩拆解：息差表现坚挺，中收仍有向上空间</b> | <b>22</b> |
| 4.1 横纵向对比寻找优化空间               | 22        |
| 4.2 息差稳定，资负两端均有支撑             | 23        |
| 4.3 中收贡献不断提升，但仍有进步空间          | 26        |
| <b>5 资产质量优异，利润释放空间充裕</b>      | <b>28</b> |
| 5.1 对公起步晚，不良包袱轻               | 28        |
| 5.2 利润释放空间充足，资本内生补充能力较优       | 32        |
| <b>6 盈利预测与投资建议</b>            | <b>34</b> |
| 6.1 盈利预测假设与业务拆分               | 34        |
| 6.2 估值分析                      | 34        |
| 6.3 投资建议                      | 35        |
| <b>7 风险提示</b>                 | <b>36</b> |
| <b>插图目录</b>                   | <b>38</b> |
| <b>表格目录</b>                   | <b>39</b> |

# 1 为何说邮储最具零售禀赋？

## 1.1 前身专营储蓄存款吸收，对公起步晚

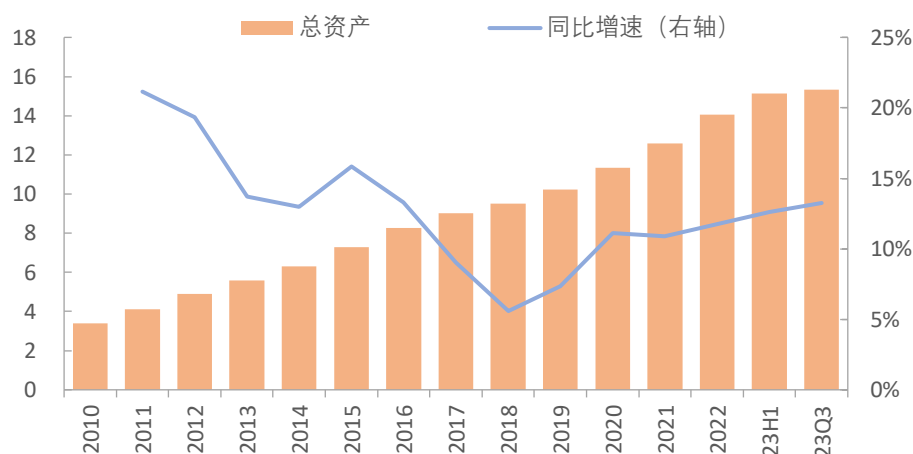
2007 年挂牌成立，最年轻的国有大行。2007 年邮储银行正式挂牌成立，此后邮政集团曾多次对邮储银行增资，在资本金支撑下，邮储银行资产规模也得以高速扩张。而后，按照“股改-引战-上市”三步走计划，邮储银行于 2012 年完成股份制改造，于 2015 年成功引入 10 家战略投资者，实现了股权多元化，并于 2016、2019 年先后实现香港联交所、上交所两地上市。

图1：邮储银行发展大事记



资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院绘制

图2：邮储银行截至 23Q3 末总资产规模（万亿元）及同比增速



资料来源：公司财报，民生证券研究院

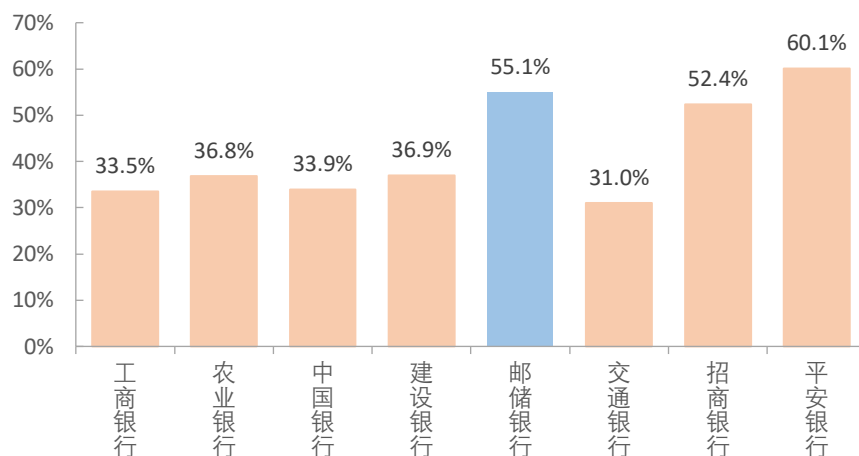
**零售特色最鲜明的国有大行。**2019 年初，邮储银行正式被划分为“国有大型商业银行”，而与其他 5 家国有大行不同的是，从历史上来看，邮储银行前身专营存款吸收业务、对公业务起步相对较晚，零售基因更深厚。而当前邮储银行零售贷款占比也明显高于其他五家国有大行。

图3：邮政储蓄业务变迁历程

| 时间    | 业务模式                                                    | 存款归结                        |
|-------|---------------------------------------------------------|-----------------------------|
| 仅代理储蓄 | 1950-1953 人民银行1950年委托邮政部门代理储蓄业务，至1953年结束                | 全部吸储转存至人民银行                 |
|       | 1986-1989 邮政储蓄恢复开办，为人民银行代办储蓄业务                          | 存款全额缴存至人民银行，人民银行向邮储支付本息+手续费 |
|       | 1990-2003 储蓄代办转为自办模式                                    | 存款转存至人民银行，人民银行向邮储支付存款利息     |
|       | 2003-2005 人民银行于2003年决定对邮储资金实行“新老划断”                     | 旧有资金仍转存至央行，增量资金可自主运用        |
| 业务拓展  | 2004 《邮政储蓄机构业务管理暂行办法》发布，除吸收存款，邮政储蓄机构还可开展银行卡（借记卡）及代理类业务。 |                             |
|       | 2006 允许邮政储蓄机构逐步开展小额质押贷款试点业务，邮储告别“只存不贷”历史，逐渐建立起商业银行雏形。   |                             |

资料来源：邮储银行官网，央行，国家金融监督管理总局，民生证券研究院绘制

图4：截至 23H1 末邮储银行零售贷款在总贷款中占比及同业对比



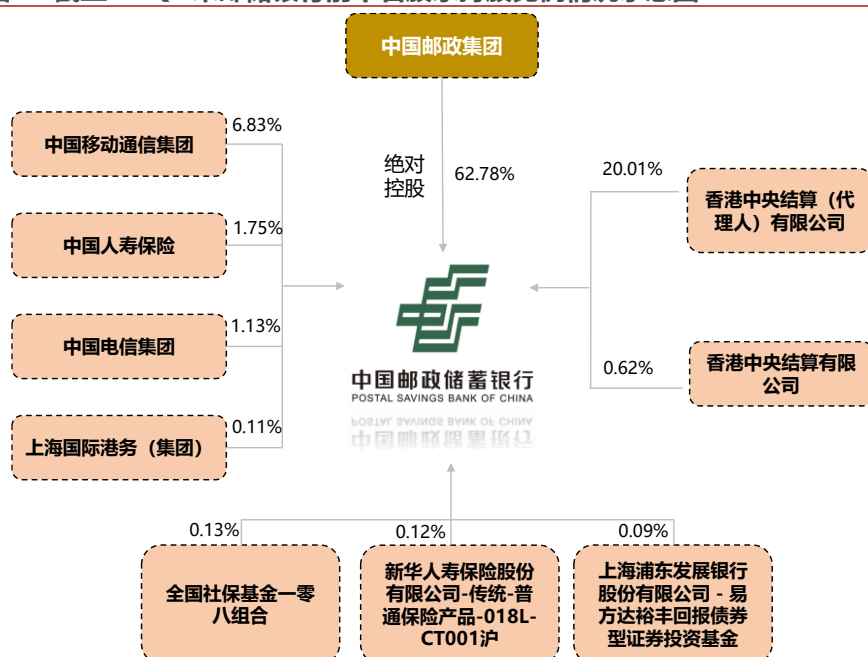
资料来源：各公司财报，民生证券研究院；注：对邮储银行的同业对比，主要以另外 5 家国有大行为可比公司，但考虑到邮储银行零售业务更为突出，因而涉及零售业务的同业对比，本文还额外选择了招商银行、平安银行两家注重发展零售业务的全国性股份制银行为可比公司，后文同。

## 1.2 拥有独特的“自营+代理”运营模式

邮储银行自 2007 年成立起便确立了银行同业中唯一的“自营+代理”经营模式，即邮储银行可在邮政企业的大量营业场所基础上设立代理网点。

**代理模式形成背景：**邮政集团一直为邮储银行控股股东。邮储银行成立之初由邮政集团完全控股，此后又历经几轮邮政集团增资、引入战略投资者、香港及内地两地上市，近两年邮政集团、中国移动集团进行定增。截至 23Q3 末，邮政集团持股比例为 62.78%。

图5：截至 23Q3 末邮储银行前十名股东持股比例情况示意图

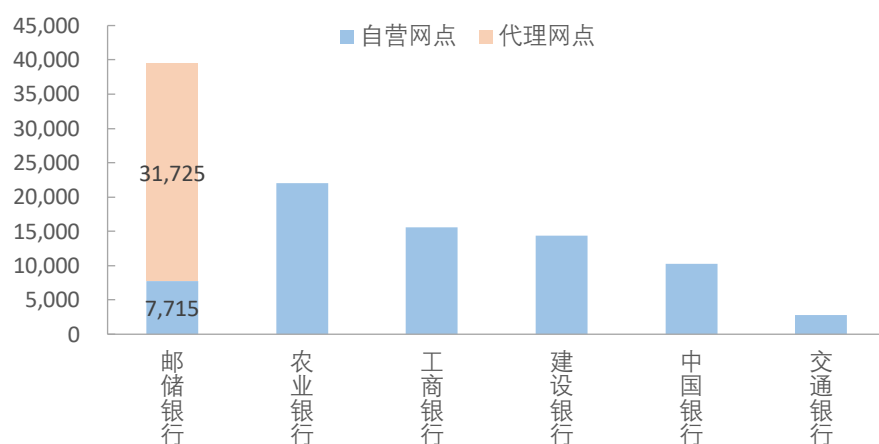


资料来源：公司财报，民生证券研究院绘制

**代理模式可延续到何时？——委托代理协议有效期无限期，邮银双方无权终止。**邮储银行与邮政集团订立的委托代理协议有效期为无限期，且邮储银行与邮政集团双方均无权终止邮银代理关系。

**代理模式有何优势？——优势一：形成覆盖面广阔的服务网络。**截至 23H1 末，邮储银行总网点数达到 39440 个，其中代理网点占比为 80%。而据邮储银行 A 股招股书披露，邮储银行营业网点覆盖中国 99% 的县（市），这也离不开数量众多的代理网点的加成。

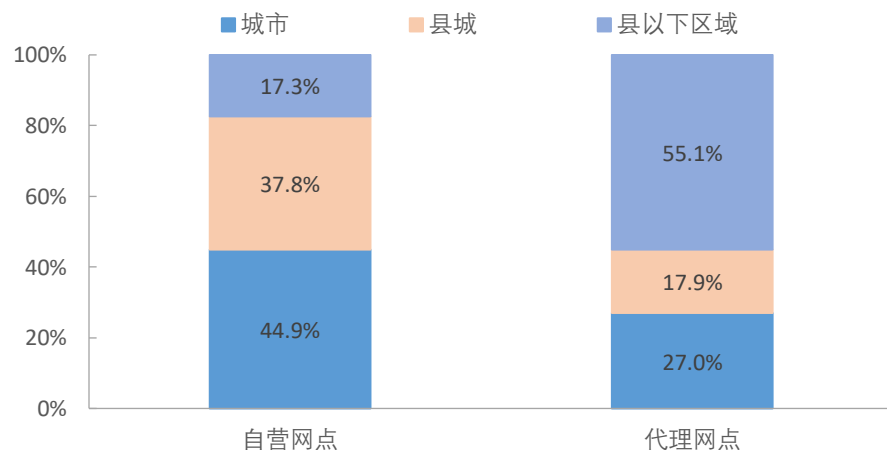
**图6：截至 23H1 末邮储银行网点数量及同业对比（个）**



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**优势二：代理网点成本低、下沉力度大。**与单独自设网点相比，代理网点可以以较低的成本、更短的时间拓展业务覆盖范围。而且，代理网点更加下沉，2020 年末，代理网点中县城及县以下区域网点合计占比 73%。

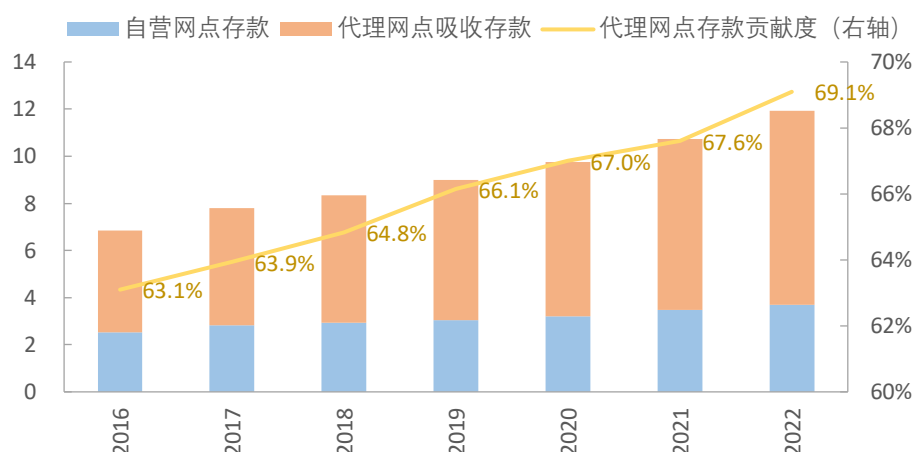
**图7：邮储银行 2020 年末自营及代理网点分布情况**



资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：此数据仅披露至 2020 年末

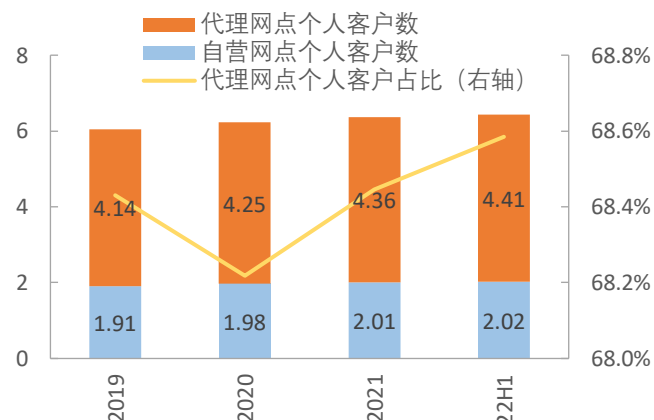
**优势三：沉淀稳定的零售存款，助推深化零售战略。**代理网点覆盖区域面更广、下沉力度更强，且大行品牌在县域及以下地区更加稀缺，代理网点为邮储银行贡献了近七成的存款，且促进了邮储银行个人客户数量以及零售 AUM 规模的不断增长，为其零售战略推进做出重要贡献。

**图8：邮储银行代理网点存款贡献度（平均余额口径；单位：万亿元，%）**



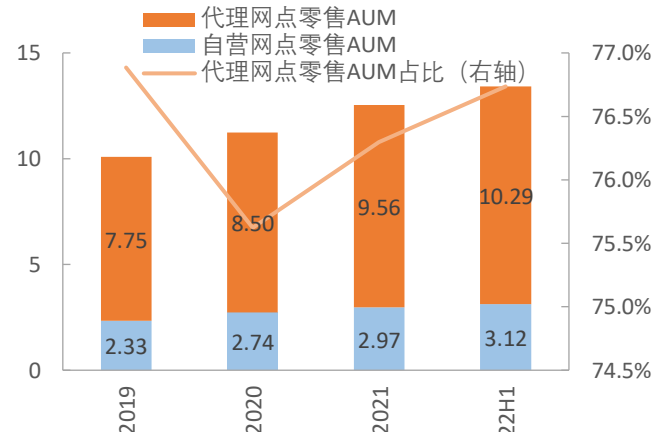
资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图9：邮储银行自营及代理网点个人客户数（亿户）**



资料来源：公司公告，民生证券研究院；注：该数据仅披露至 22H1

**图10：邮储银行自营及代理网点零售 AUM（万亿元）**



资料来源：公司公告，民生证券研究院；注：该数据仅披露至 22H1

**优势四：获取综合收益，**虽然代理网点开展中间业务的收益并不归属于邮储银行，但是在相关业务开展过程中，银行亦可获得存款沉淀、客户粘性提升等益处。

**代理网点曾试点小额贷款业务，未来业务范围若可提升，仍有较大发展空间。**

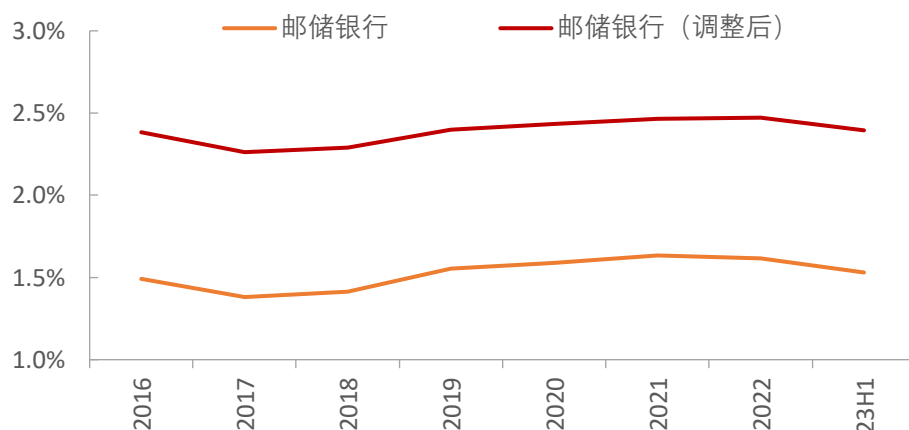
代理网点和自营网点最大的差异在于展业范围，最初按照委托代理银行业务框架协定，代理网点仅可开展中间业务及个人存款业务。而 2019 年，邮储银行代理营业机构开展了小额贷款辅贷款试点工作，初步涉足资产业务。未来随着代理网点建设的进一步发展，业务范围若可再有所拓宽，有望为全行发展带来更强的动能。

### 代理网点有何劣势？——主要是实际费率较高。

代理手续费与代理网点业务相对应,主要分为两大类:1) **对于个人存款业务**,一方面,邮储银行根据代理网点吸收存款的期限、规模,向邮政集团支付“储蓄代理费”;另一方面,邮储银行还会与邮政集团分担一部分存款利率上浮利息成本,以及支付一定存款激励安排。2) **对于中间业务**,则按照“谁办理谁受益”原则,将代理网点实现的中收全部转移给邮政企业。

**将储蓄代理费回调至利息支出后,实际存款成本率提升约 0.9pct。**而对于个人存款业务发生的相关代理费用,在邮储银行利润表内体现为业务及管理费科目下的“储蓄代理费及其他”。将“储蓄代理费及其他”回调至“利息支出”科目,重新计算邮储银行的付息负债成本率后发现,存款成本率会提升约 0.9pct。

**图11: 截至 23H1 邮储银行代理手续费回调后的存款成本对比**



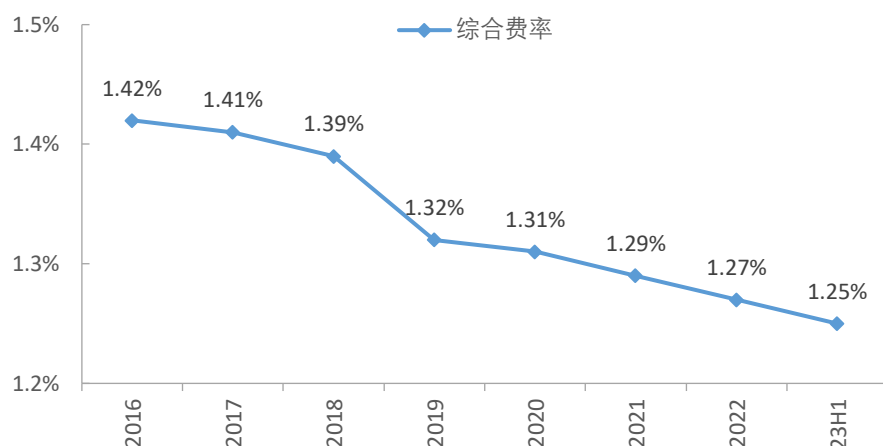
资料来源: 公司财报, 民生证券研究院测算

**储蓄代理费率亦有调整机制, 最新变化“短升长降”。**如 2022 年 11 月 1 日起, 邮储银行开始使用新的储蓄代理费率标准, 与旧标准相比, 新标准调高了活期、一年期存款代理费率, 大幅调低了 2 年、3 年及 5 年存款代理费率。“短升”可进一步提升代理网点短期揽储动力, 而“长期大幅下降”则有利于综合费率下行。

**表1: 2022 年邮储银行各类存款分档储蓄代理费率调整情况**

| 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, 民生证券研究院

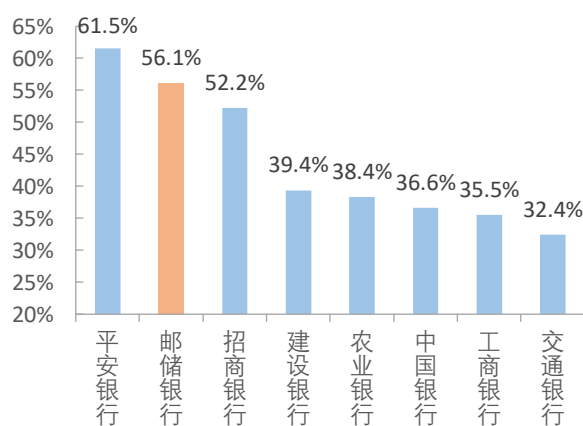
**图12：邮储银行 2016 年以来综合储蓄代理费率**


资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：综合储蓄代理费率=储蓄代理费/储蓄存款日均余额

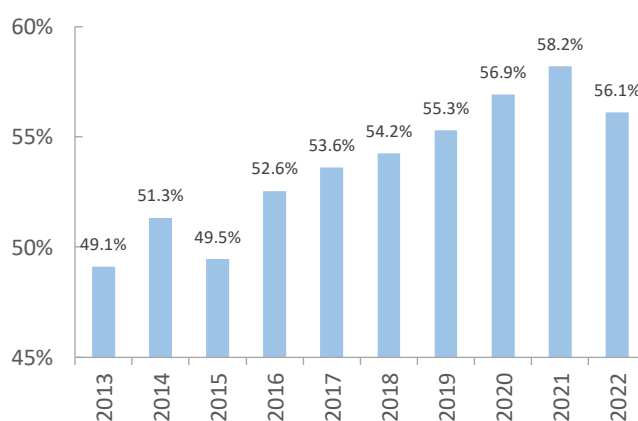
## 2 零售业务的禀赋，正在逐步兑现

### 2.1 零售定位明确，业务特征偏向股份行

**邮储银行信贷结构更偏向零售。**与另外五家国有大行相比，邮储银行零售贷款占比更高，信贷结构更接近着重发展零售业务的招商银行和平安银行。

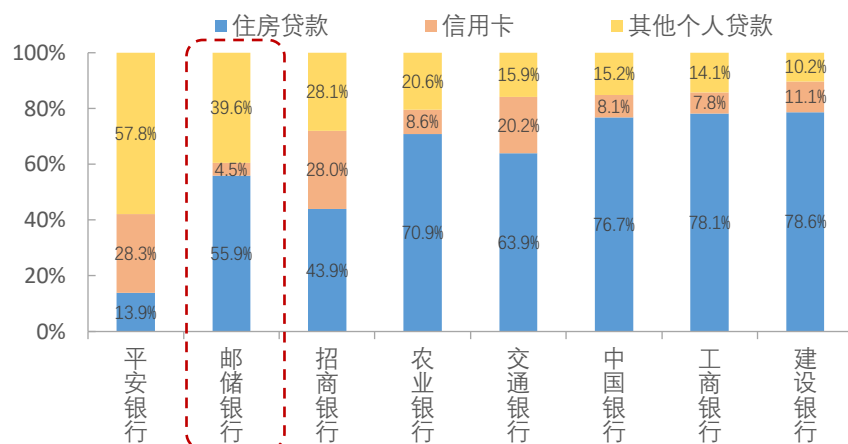
**图13：2022 年末邮储银行零售贷款占比及同业对比**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**图14：截至 2022 年邮储银行零售贷款占比走势**


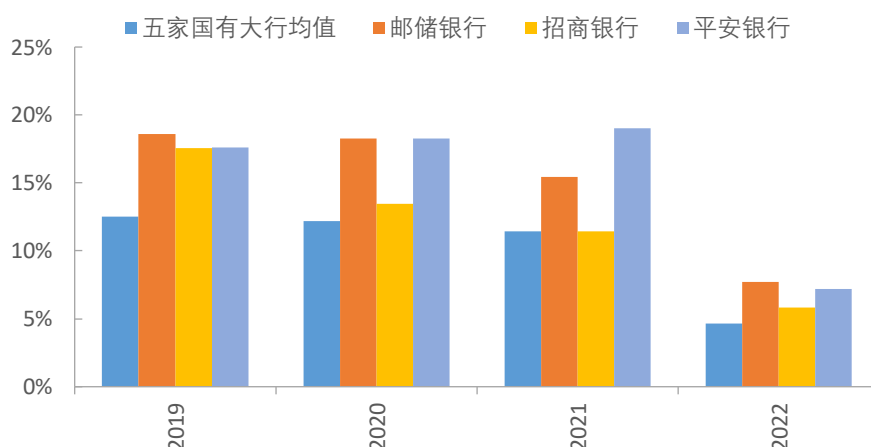
资料来源：公司财报，民生证券研究院

**零售信贷结构兼具股份行、大行特征。**从邮储银行零售信贷的内部结构来看，一方面邮储银行有着和其他五家国有大行相同的信用卡占比低的特征，另一方面，邮储银行又有着低于国有大行、偏向股份行的按揭贷款占比。

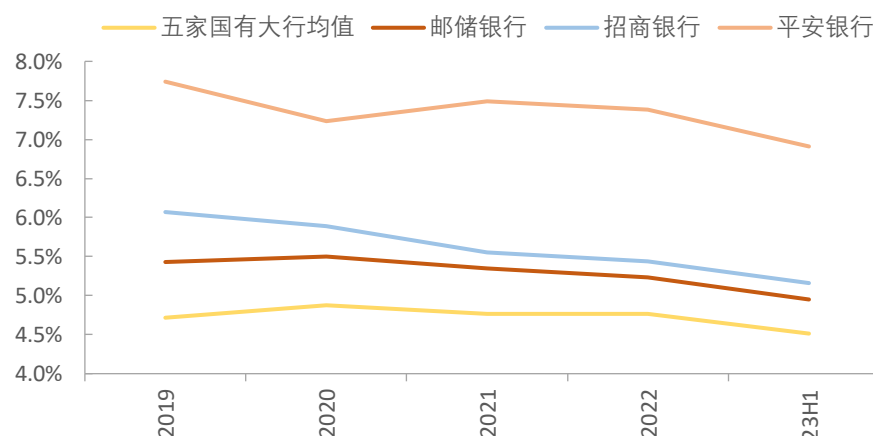
**图15：2022 年末邮储银行零售贷款结构及同业对比**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**零售贷款增势不弱，且定价较优。**从近几年的情况来看，2019 年以来邮储银行零售贷款同比增速高于其他五家国有大行均值及招商银行。定价方面，邮储银行零售贷款收益率表现优于其他五家国有大行平均水平，但是和两家股份行相比，邮储银行按揭占比稍高、而信用卡占比稍低，因而个贷整体收益率在平安银行及招商银行之下。

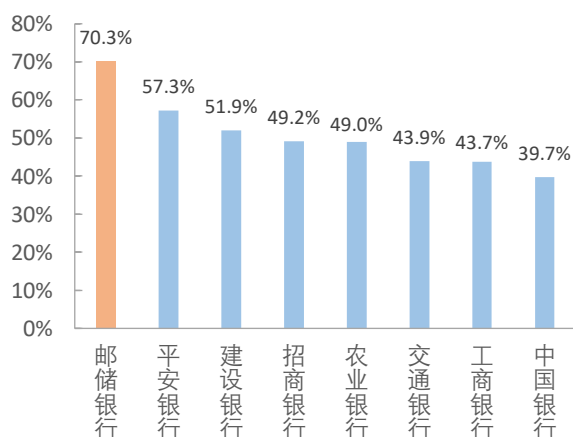
**图16：截至 2022 年邮储银行零售贷款增速及同业对比**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院；注：“五家国有大行”是指除邮储银行外的其他五家国有大行，均值为按照对应指标计算方式进行加权计算，后文同

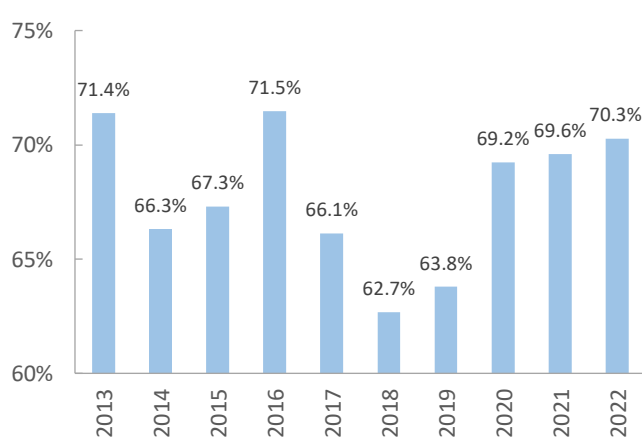
**图17：截至 2022 年邮储银行零售贷款定价及同业对比**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**零售业务收入贡献度高。**业务结构偏向零售、广泛的代理网点协助触达零售客户并提升客户粘性，映射在业绩维度上则是邮储银行自 2013 年以来，零售业务营收贡献度一直保持在 60%以上水平。

**图18：2022 年邮储银行零售业务营收占比与同业对比**


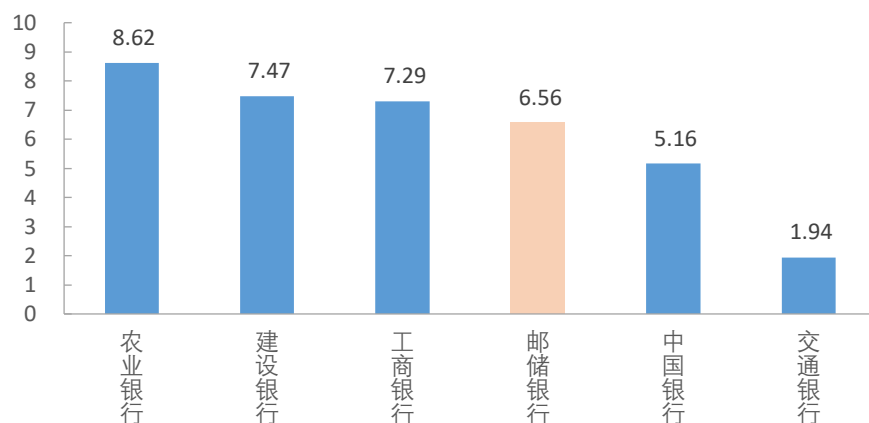
资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**图19：截至 2022 年邮储银行零售业务营收占比走势**


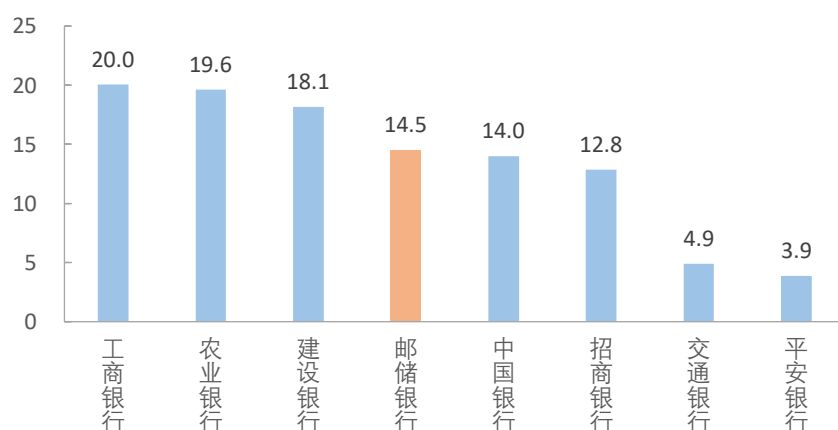
资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 2.2 零售业务基础扎实，但仍有结构优化空间

**财富管理转型的基础较好，结构尚有优化空间。**代理网点为邮储银行带来了较高的零售客户数量、零售 AUM，为发展财富管理业务奠定了深厚基础。但客户数、零售 AUM 总量高的背后，仍各自有结构上的不足之处，如零售存款在 AUM 中占比偏高、户均贡献度偏低等问题，不过以上问题也构成了邮储银行财富管理未来的增长空间。

**图20：23H1 末邮储银行与同业零售客户数对比（亿户）**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

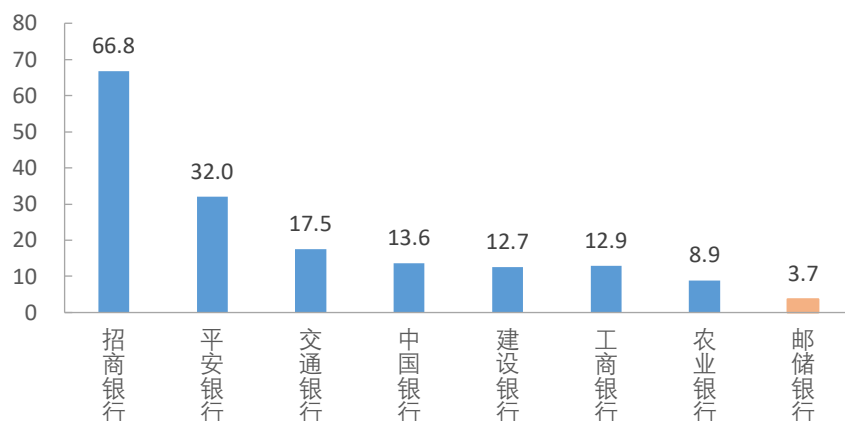
**图21：23H1 末邮储银行零售 AUM 规模及同业对比（万亿元）**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

而展望邮储银行后续在财富管理业务上的发展空间，可从以下几个维度进行探索。

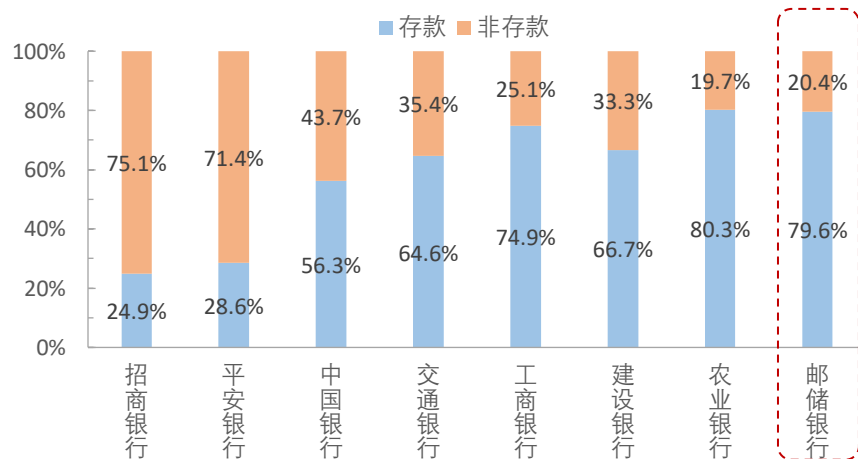
**1) 差异化经营，在县域竞争优势更大。**和其他全国展业的银行相比，邮储银行网点更下沉，可形成错位竞争；而且网点更深入地触及县域地区，可更好地把握乡村振兴战略机遇。若与下沉经营县域的城农商行相比，邮储银行更具大行品牌效应，且有理财子公司牌照加持。

**2) 网均 AUM 提升空间大。**或因代理网点县域及以下布局比例较高，当前邮储银行单个网点平均 AUM 贡献度偏低。供给端，邮储银行网点服务能力尚未得到充分挖掘；需求端，随着县域居民财富逐渐积累，财富管理需求有望提升。作为县域供给端更具竞争优势的银行机构，邮储银行网均 AUM 提升空间较大。

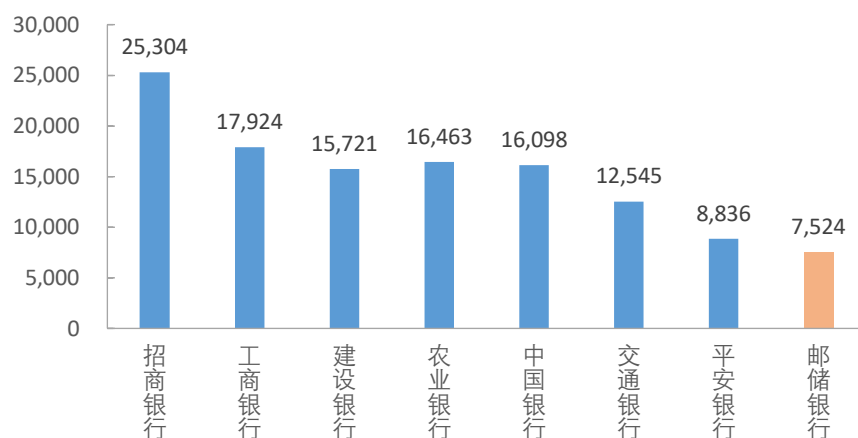
**图22：23H1 末邮储银行网均 AUM 及同业对比（亿元/个网点）**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**3) AUM 结构优化空间大。**与同业相比，邮储银行零售 AUM 中存款占比偏高，非保本理财规模偏低，而当前市场存款利率下探，居民在财富保值增值需求下，存款有逐渐向理财等产品迁移的趋势。在此趋势之下，邮储银行零售 AUM 结构优化有空间也有动力。

**图23：23H1 末邮储银行 AUM 结构及同业对比（平均余额口径）**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**图24：23H1 末邮储银行非保本理财与同业对比（亿元）**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

## 2.3 为落地增长空间做了哪些努力？

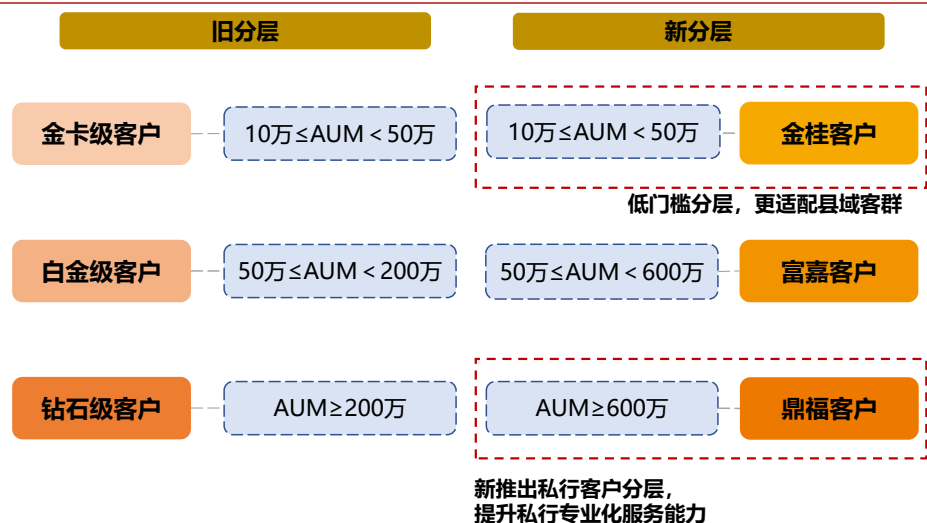
**一是引入专业高管。**现任行长刘建军先生曾经深度参与招行银行零售业务转型发展，从战略角度来看，零售管理经验深厚的行长，或可为邮储银行的大零售转型战略深化推进提供有力支撑。四位副行长则或长期任职邮储、邮政体系，或专业背景深厚。

**表2：邮储银行高管简介**

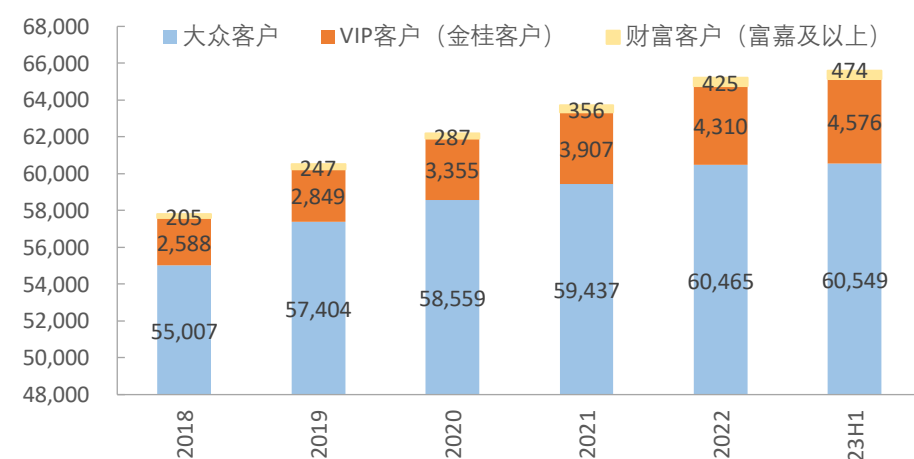
| 姓名  | 职位     | 简介                                                                                 |
|-----|--------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 刘建军 | 行长     | <b>零售业务背景深厚，曾长期任职于招商银行。</b> 曾任建设银行德州分行行长，招商银行总行零售银行部总经理、零售综合管理部总经理、零售金融总部常务副总裁等职位。 |
| 姚红  | 副行长    | <b>首席风险官，长期任职于邮储系统。</b> 1987年进入邮电部邮政储汇局工作，2007年起担任邮储银行副行长。                         |
| 徐学明 | 副行长    | <b>主管财务工作，长期任职于邮储系统。</b> 曾任职于北京市邮政公司（下辖邮政储汇局），2007年起任邮储银行北京分行行长。                   |
| 杜春野 | 副行长，董秘 | <b>邮政集团出身。</b> 曾任职于邮政集团，2011年起历任邮储银行北京分行副行长、深圳分行行长。                                |
| 牛新庄 | 副行长    | <b>首席信息官，信息科技领域经验丰富。</b> 曾任职于民生银行总行科技开发部及信息科技部、民生科技有限公司，2020年起任邮储银行金融科技创新部总经理。     |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**二是客群分层向下契合行内零售客户特征，向上破局私人银行。**一方面，邮储银行VIP客户门槛为10万元，10-50万元的客群分层，能更好对接其县域长尾客群。二是2022年11月邮储银行对客群分层进一步细化，正式推出600万元以上的私行分层——鼎福客户，对私行客户的经营更上层楼。差异化、精细化服务零售客户能力的提升，是将其增长空间落地的重要途径。

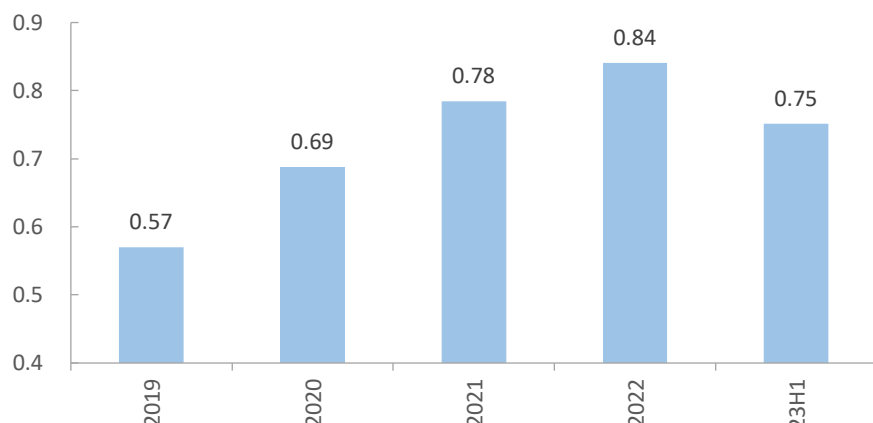
**图25：邮储银行客群分层变化示意图**


资料来源：公司财报，公司公告，民生证券研究院绘制

**图26：截至 23H1 末邮储银行各类客群数量（万户）**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

**三是强化渠道建设：线下网点系统化转型，线上 APP 升级 8.0。**邮储银行 2019 年提出，要加快推进其网点向维护客户关系、提供财富管理、满足客户综合金融需求的方向转型，网点平均非存款 AUM 规模随之有明显提升。2023 年，武汉、杭州、广州、南昌四地开设私行中心，进一步提升对零售客户的服务能力。线上渠道，2022 年邮储银行手机银行推出 8.0 版本，可为客户更加便捷地制定资产配置方案。

**图27：截至 23H1 末邮储银行网点平均非存款 AUM（亿元/个网点）**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 3 借力乡村振兴，涉农贷款成为扩张主力

### 3.1 服务乡村振兴，县域金融市场广阔

“三农”工作长期作为“中央一号文件”主题，其重要性不言而喻。首个关于“三农”工作的中央一号文件发布于 1982 年，此后连续四年中央一号文件都围绕“三农”工作展开。2004 年，中央一号文件主题重回“三农”，至今连续 20 年未曾改变。而 2021 年中央一号文件将“全面推进乡村振兴、加快农业农村现代化”作为主题，标志着“三农”工作重心从脱贫攻坚向乡村振兴的全面转移。

**图28：历年中央一号文件主题梳理**

| 2004           | 2005              | 2006               | 2007           | 2008                |
|----------------|-------------------|--------------------|----------------|---------------------|
| 促进农民增加收入       | 提高农业综合生产能力        | 社会主义新农村建设          | 积极发展现代农业       | 加强农业基础设施建设，加大“三农”投入 |
| 2009           | 2010              | 2011               | 2012           | 2013                |
| 促进农业稳定发展农民持续增收 | 在统筹城乡发展中加大强农惠农力度  | 加快水利改革发展           | 加快推进农业科技创新     | 进一步增强农村发展活力         |
| 2014           | 2015              | 2016               | 2017           | 2018                |
| 全面深化农村改革       | 认识新常态，适应新常态，引领新常态 | 用发展新理念破解“三农”新难题    | 深入推进农业供给侧结构性改革 | 对乡村振兴进行战略部署         |
| 2019           | 2020              | 2021               | 2022           | 2023                |
| 优先发展做好“三农”工作   | 如期实现全面小康          | 全面推进乡村振兴，加快农业农村现代化 | 全面推进乡村振兴重点工作   | 全面推进乡村振兴、建设农业强国     |

资料来源：中国政府网，民生证券研究院整理

**金融是“三农”工作推进的重要支撑。**每年中央一号文件发布后，通常都有针

对金融服务“三农”的指导意见出台。例如在“三农”工作重心转向乡村振兴后，央行每年均发布相关指导文件，通常涵盖“三农”领域融资需求满足、金融产品体系创新以及金融服务水平提升等核心内容。

**表3：近年金融支持“三农”工作政策梳理（部分）**

| 时间     | 发布部门   | 相关文件                             |
|--------|--------|----------------------------------|
| 2021 年 | 央行等六部门 | 《关于金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果 全面推进乡村振兴的意见》   |
| 2022 年 | 央行     | 《关于做好 2022 年金融支持全面推进乡村振兴重点工作的意见》 |
| 2023 年 | 央行等五部门 | 《关于金融支持全面推进乡村振兴加快建设农业强国的指导意见》    |

资料来源：央行，民生证券研究院整理

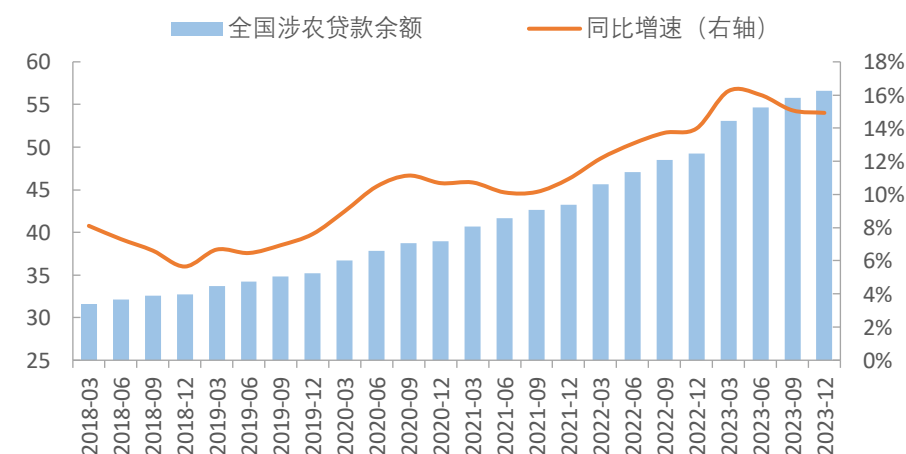
### 从供需关系看“三农”金融广阔发展空间：

1) 从直观的信贷投放量的角度看，“三农”领域信贷市场需求较大。一方面，历史数据来看，2020 年以来国内涉农贷款余额一直维持较高的同比增速。

另一方面，从未来空间来看，农业农村部计划财务司副司长王衍在 2023 清华五道口全球金融论坛上表示，如果要在“十四五”期间完成中央要求的任务，粗略计算需要 48 万亿元投资。假定其中金融资金投入占比 3/4（参考历史资金投入结构），金融资金中银行贷款占比 2/3（参考 2023 年社融增量结构），意味着 2021-2025 年涉农贷款增量需求约为 24 万亿元，平均每年接近 5 万亿元。而与之相比，8 年脱贫攻坚过程中金融资金投入总计约 10 万亿元，“三农”领域信贷需求空间广阔。

2) 从更深层次的供需矛盾角度看，农村金融发展性需求，如扩大再生产、产业链投资等资金需求尚未得到有效满足。伴随金融科技的发展，银行等金融机构的风险定价能力有望不断提升，进而拓宽抵质押物接受范围或降低抵质押物依赖度，通过产品体系的丰富和创新，真正意义上提高服务“三农”的能力，这可能更长远视角的“三农”金融市场空间所在。

**图29：国内涉农贷款规模（万亿元）及同比增速**



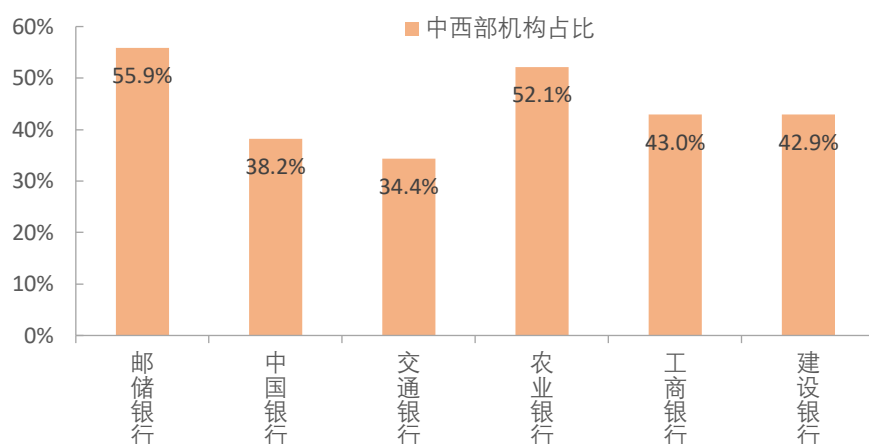
资料来源：央行，民生证券研究院

## 3.2 兼具多重优势，邮储银行服务“三农”能力突出

**邮储银行为“三农”领域金融服务主力军。**国内涉农金融机构主要包括：1) 政策性银行，如农业发展银行；2) 国有行，如农业银行和邮储银行；3) 农信机构（农商行、农村信用社、农村合作银行等）和新型农村金融机构（村镇银行等）。其中国有银行在涉农贷款中发挥了头雁作用，而邮储银行，又凭借其自身的先天优势，以及后天努力，成为“三农”领域金融服务主力军。

**先天优势：网点下沉县域，服务半径更长。**中西部地区是实现乡村振兴的战略重点，截至 23H1 末，邮储银行分支机构（自营机构）中 56% 分布于中西部地区。此外邮储银行网点下沉特点突出，截至 2022 年末，邮储银行接近 4 万个网点中（自营+代理网点），70% 以上分布在县及县以下区域，物理网点的布局特点决定了邮储银行在“三农”金融供给中扮演的重要角色。

图30：六家国有大行截至 23H1 年末中西部分支机构占比



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**后天努力：三农金融事业部改革，躬身“三农”金融的重要机制保障。**2016 年，银保监会同意邮储银行设立三农金融事业部，在不到三年的时间内，邮储银行完成了总行和一级分行三农金融事业部管理架构的搭建。三农金融事业部统筹协调全行的三农金融业务，成为打造专业化农村金融服务体系的重要基础。

图31：邮储银行三农金融事业部成立和改革历程梳理



资料来源：国家农业农村部官网，人民网，《中国农村金融服务报告 2018》，民生证券研究院绘制

**后天努力：信用体系建设+数字化转型，“三农”金融服务能力得到根本性提高。**风险定价能力的不足是农村金融一直以来的发展痛点，同时小而散的特点决定了集约化经营的必要性。

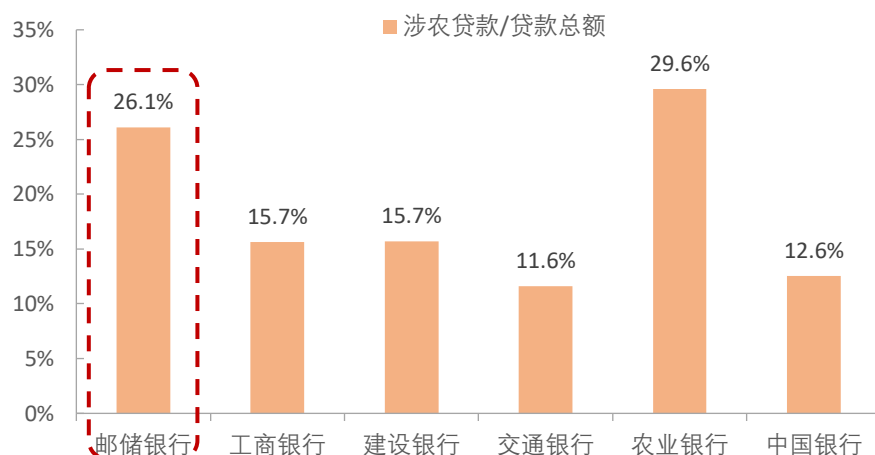
**信用体系建设方面**，邮储银行发挥自身物理网点数量和布局的优势，开展信用村建设，并在 2022 年选取 5 个试点村开展农户普遍授信试点工作，两者有机结合，助推 2022 年末建成信用村 38.35 万个，评定新用户超千万户。在普遍授信试点工作中，主动授信的思路贯穿其中，试点工作开展一个月，用信户数和金额分别增长 150%和近 4300 万元，而随着试点推广复制，或有力支撑邮储银行涉农贷款的持续投放。

**而数字化转型**，使得“三农”金融服务效率以及普惠性提升。一方面，邮储银行通过科技赋能传统线下信用村建设模式，通过大数据技术助力主动授信名单的生成；另一方面，数字化赋能下，邮储银行基本实现小额贷款全流程数字化展业，2022 年内超 95%（笔数）的小额贷款均由线上发放。

### 3.3 涉农贷款表现突出，已成信贷重要增长极

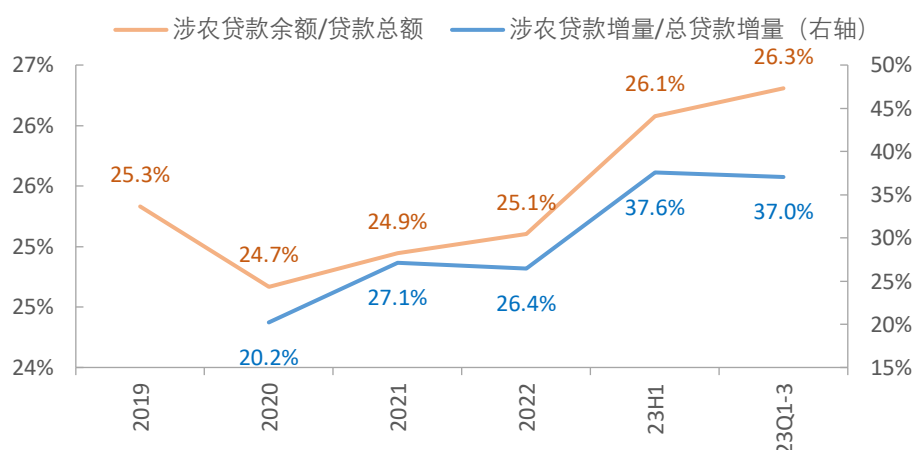
**涉农贷款占比重回 25%，对信贷增量贡献较为突出。**截至 23H1，邮储银行涉农贷款余额在贷款中总额中的占比达 26.1%，在六大行中仅次于农业银行。邮储银行涉农贷款占比自 2020 年以来逐年回升，涉农贷款增量对贷款总额增量贡献度也有明显提升。考虑到“十四五”期间乡村振兴潜在的投资规模，涉农贷款有望持续成为邮储银行扩表的重要驱动力量。

图32：截至 23H1 末六家国有大行涉农贷款占比



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

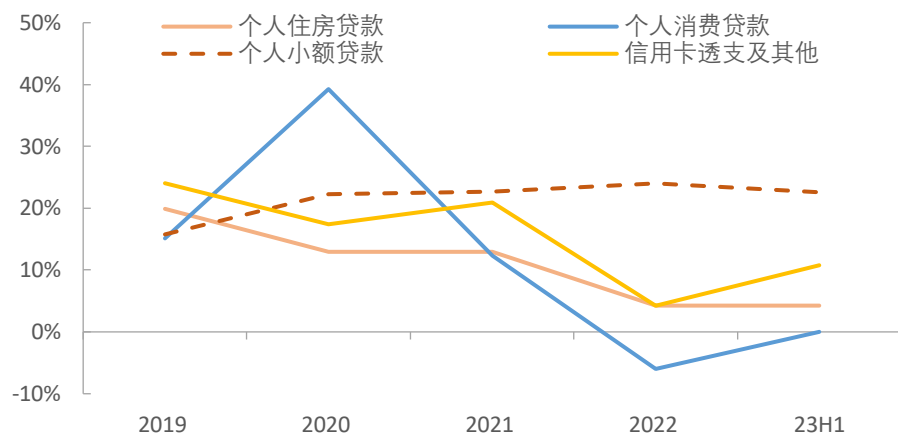
图33：截至 23Q3 邮储银行涉农贷款占比、涉农贷款增量贡献度



资料来源：公司财报，民生证券研究院

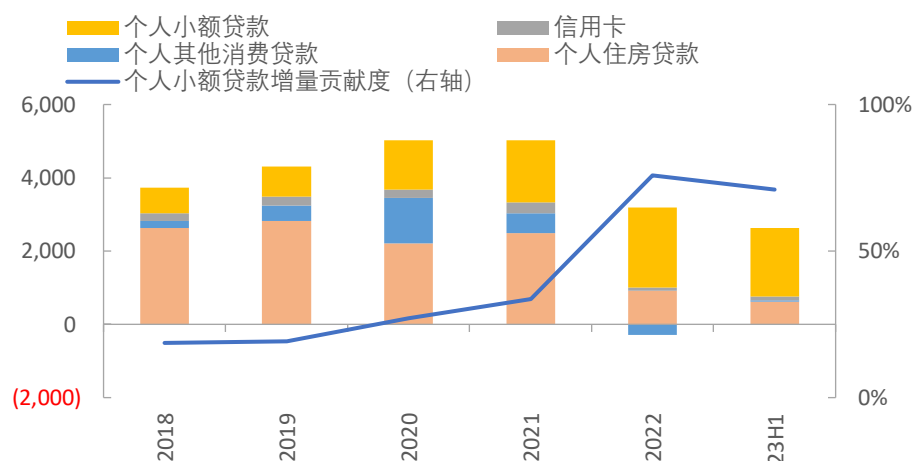
同时，零售贷款端，个人小额贷款成为重要驱动力。从各类零售贷款来看，当前地产销售表现平淡，住房按揭贷款量增放缓，经济复苏进程中，信用卡个人消费贷款增速也整体呈现下行态势。而受益于深耕“三农”领域，邮储银行的个人小额贷款走出相反趋势，余额增速保持较好韧性且明显高于其他品类个人贷款。2022年、2023年上半年，个人小额贷款增量对零售贷款增量贡献度均在70%以上。

图34：截至 23H1 邮储银行各类个人贷款同比增速



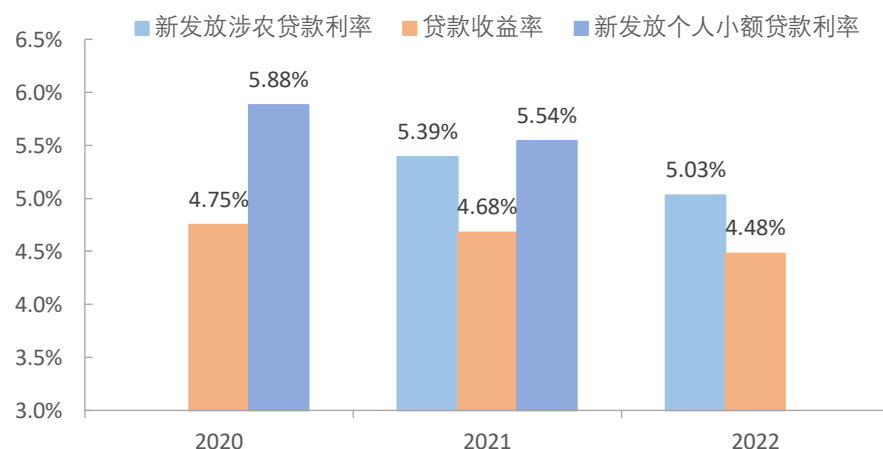
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图35：邮储银行各类个人贷款增量（亿元）及个人小额贷款增量贡献



资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：23H1 为半年度增量，其余为年度增量数据

量增较好的同时，涉农贷款、个人小额贷款的定价也表现较优。虽然纵向来看涉农贷款、个人小额贷款的定价均有所下行，不过均明显高于贷款整体收益率，对资产端收益率起到提振作用。

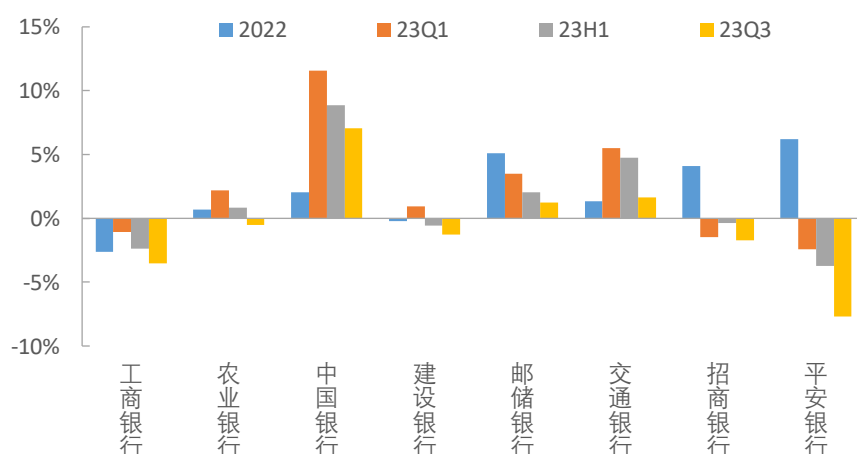
**图36：邮储银行新发涉农贷款利率、新发个人小额贷款利率、总贷款收益率**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 4 业绩拆解：息差表现坚挺，中收仍有向上空间

### 4.1 横纵向对比寻找优化空间

**邮储银行营收增速和同业保持相对优势。**2023 年受到信贷需求偏弱、代销理财和基金规模收缩等因素的影响，银行营收整体承压。而和国有大行同业以及两家注重发展零售业务的股份行相比，2022 年末以来，邮储银行营收增速显现出相对优势。

**图37：邮储银行截至 23Q3 营收（累计）同比增速及同业对比**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**邮储银行主要优势：税负较轻、净利息收入贡献较高、减值损失压力不大。**① 税负较轻或主要得益于具有免税效应的债券投资比重较高、涉农贷款投放较多带来的节税效应。②净利息收入资负两端均有较好贡献，资产端零售信贷占比高，负债端广泛分布的网点带来优异的揽储能力。③减值损失压力较轻则主要来受益于一直表现优异的资产质量。

**主要负担：中收贡献度较低，管理费负担较重。**①对标同业，中收贡献度仍有较大提升空间；②代理模式影响下，管理费的影响明显高于可比同业。

**图38：邮储银行及可比同业 2022 年杜邦分析对比**

|             | 邮储    | 工行    | 中行    | 建行    | 农行    | 交行    | 平安    | 招行    |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 2.51% | 2.46% | 2.22% | 2.54% | 2.30% | 2.21% | 3.51% | 3.56% |
| 利息净收入       | 2.05% | 1.86% | 1.66% | 1.98% | 1.87% | 1.38% | 2.54% | 2.25% |
| 利息收入        | 3.56% | 3.42% | 3.17% | 3.61% | 3.52% | 3.39% | 4.47% | 3.65% |
| 利息支出        | 1.51% | 1.57% | 1.52% | 1.62% | 1.65% | 2.01% | 1.93% | 1.39% |
| 手续费及佣金净收入   | 0.21% | 0.35% | 0.26% | 0.36% | 0.26% | 0.36% | 0.59% | 0.97% |
| 净其他非息收入     | 0.25% | 0.25% | 0.31% | 0.20% | 0.17% | 0.47% | 0.38% | 0.33% |
| 税金及附加       | 0.02% | 0.03% | 0.02% | 0.03% | 0.02% | 0.03% | 0.03% | 0.03% |
| 管理费用        | 1.54% | 0.61% | 0.62% | 0.66% | 0.73% | 0.62% | 0.96% | 1.17% |
| PPOP（拨备前利润） | 0.95% | 1.62% | 1.40% | 1.66% | 1.43% | 1.30% | 2.51% | 2.30% |
| 减值损失        | 0.27% | 0.49% | 0.37% | 0.48% | 0.46% | 0.51% | 1.39% | 0.59% |
| 税前利润        | 0.69% | 1.13% | 1.02% | 1.18% | 0.97% | 0.80% | 1.12% | 1.70% |
| 所得税         | 0.05% | 0.16% | 0.17% | 0.18% | 0.15% | 0.05% | 0.23% | 0.27% |

资料来源：各公司财报，民生证券研究院；注：图中百分比为年末利润表各项目/年初年末总资产均值，标红项目表示邮储银行在该项具有相对优势、蓝色则表示相对劣势

不过从邮储银行发展趋势来看，邮储银行的相对劣势有改善迹象。主要改善点为：①中收贡献度提升，不过 2022 年也存在理财净值化产生一次性中收的影响；②管理费用影响整体呈现下行趋势，且 2022 年代理费率调降也利好管理费用的节约。

**图39：邮储银行杜邦分析**

|             | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 2.43% | 2.60% | 2.82% | 2.81% | 2.65% | 2.66% | 2.51% |
| 利息净收入       | 2.03% | 2.18% | 2.53% | 2.43% | 2.35% | 2.25% | 2.05% |
| 利息收入        | 3.58% | 3.53% | 3.89% | 3.93% | 3.86% | 3.77% | 3.56% |
| 利息支出        | 1.55% | 1.36% | 1.36% | 1.50% | 1.51% | 1.52% | 1.51% |
| 手续费及佣金净收入   | 0.15% | 0.15% | 0.16% | 0.17% | 0.15% | 0.18% | 0.21% |
| 净其他非息收入     | 0.25% | 0.27% | 0.13% | 0.20% | 0.15% | 0.23% | 0.25% |
| 税金及附加       | 0.05% | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.02% |
| 管理费用        | 1.61% | 1.60% | 1.59% | 1.59% | 1.54% | 1.57% | 1.54% |
| PPOP（拨备前利润） | 0.77% | 0.90% | 1.18% | 1.21% | 1.10% | 1.07% | 0.95% |
| 减值损失        | 0.22% | 0.31% | 0.60% | 0.56% | 0.47% | 0.39% | 0.27% |
| 税前利润        | 0.55% | 0.59% | 0.58% | 0.65% | 0.63% | 0.68% | 0.69% |
| 所得税         | 0.04% | 0.04% | 0.01% | 0.03% | 0.04% | 0.04% | 0.05% |

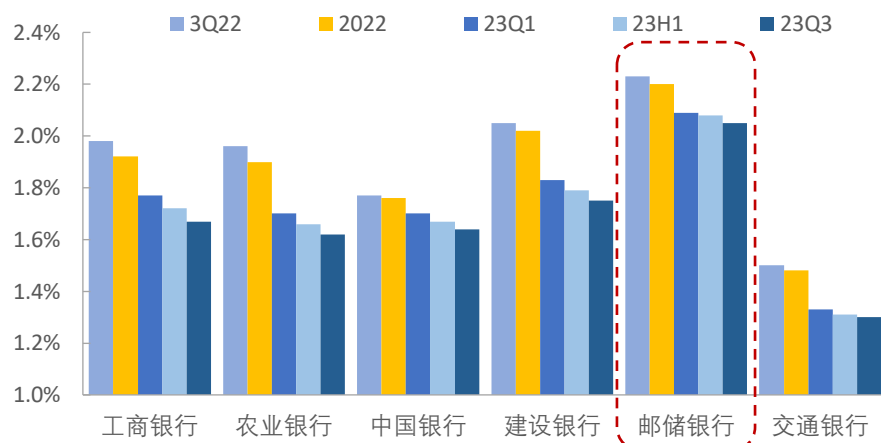
资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：图中百分比为年末利润表各项目/年初年末总资产均值

## 4.2 息差稳定，资产负债两端均有支撑

邮储银行净息差表现较为坚挺，降幅较小。主要受生息资产端收益率下行影响，当前邮储银行净息差逐渐收窄。不过与国有大行同业相比，邮储银行受益于存款成

本低位稳定，且零售业务占比较高，净息差表现较为坚挺。

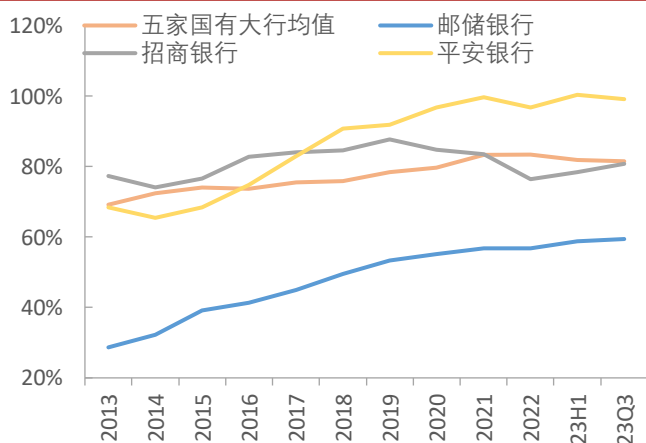
**图40：截至 23Q3 邮储银行净息差同业对比**



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

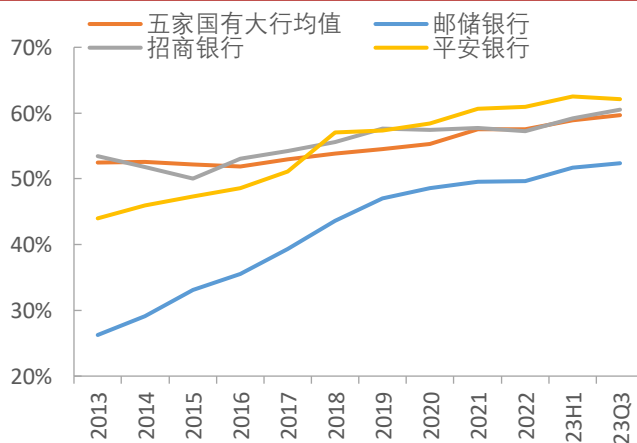
**净息差支撑动力一：银行业贷款定价虽然整体下移，但邮储银行贷款占比较低，结构优化空间较大。**从整体趋势来看，邮储银行贷款在总资产中占比在 2013-2019 年提升较快，2019 年以来增速较为平缓。截至 23Q3 末，邮储银行贷款在总资产中占比为 52.4%，但与可比同业水平相比仍有一定差距。因而随着贷款在资产中占比的进一步提升，生息资产端综合定价仍有向上支撑力。

**图41：邮储银行贷存比及同业对比**



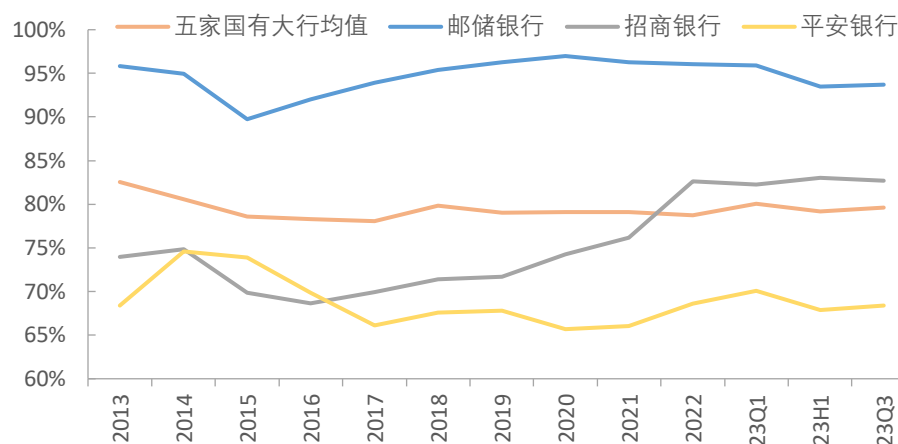
资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**图42：邮储银行贷款在总资产占比及同业对比**



资料来源：各公司财报，民生证券研究院

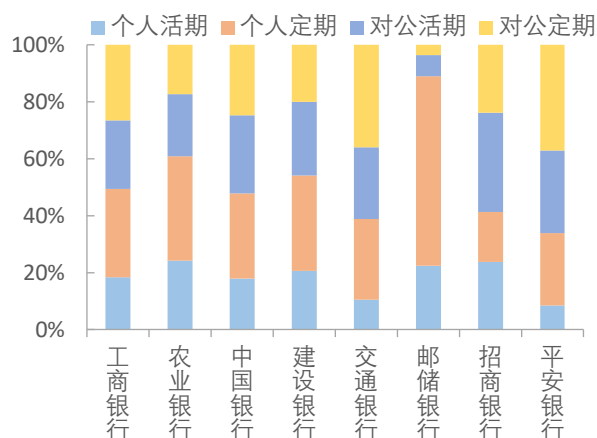
**净息差支撑动力二：存款吸收能力强。**受益于其广泛的代理网点，邮储银行存款吸收能力要显著优于同业，23Q3 末邮储银行存款在负债端中占比达到 93.7%，显著高于同业水平。

**图43：邮储银行存款在总负债中占比及同业对比**


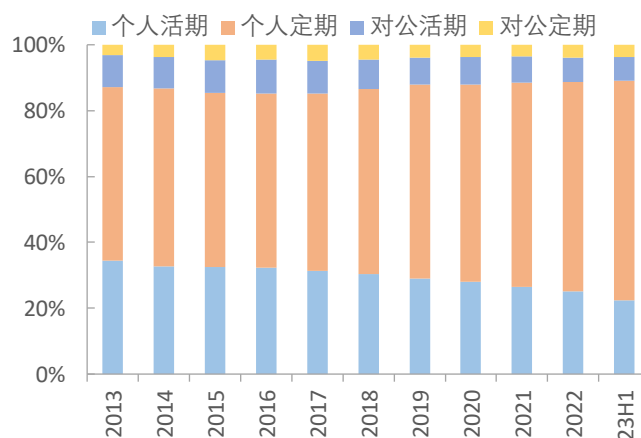
资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**个人定期存款占比高，不过成本压降有力，且存款挂牌利率多次调降带来利好。**

邮储银行个人定期存款占比显著高于可比同业，截至 23H1 末邮储银行个人定期存款在总存款中占比达到 66.6%。不过一方面，2021 年末以来，邮储银行个人定期存款成本率明显下行，或主要是行内积极压降高成本、高期限存款行为显现效果；而另一方面，2022-2023 年存款挂牌利率四次调降，且定期存款挂牌利率调降幅度更大，邮储银行成本率有望进一步下行。

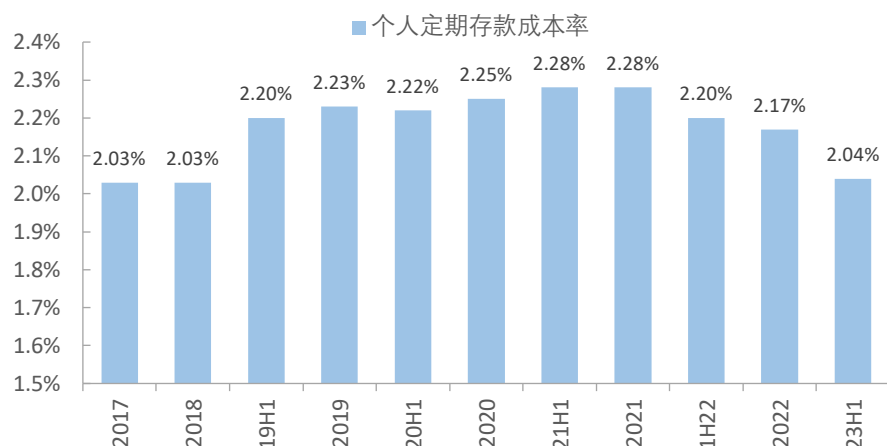
**图44：邮储银行 23H1 存款结构及同业对比**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图45：截至 23H1 邮储银行存款结构变化**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

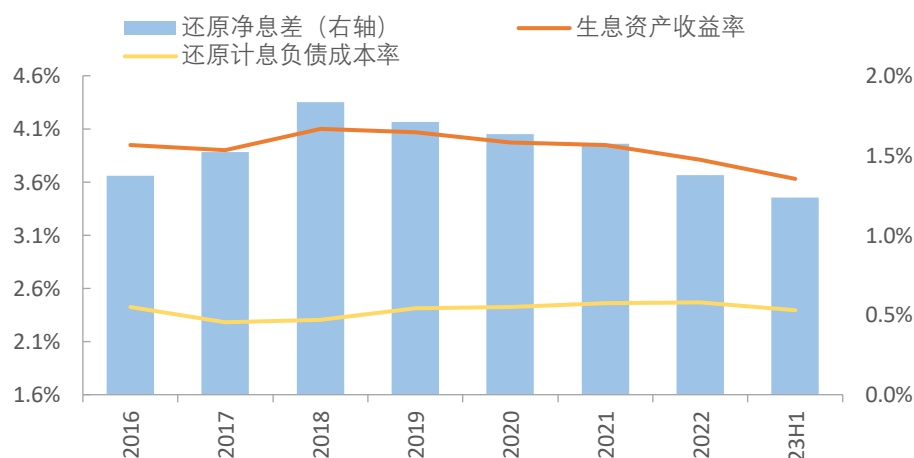
图46：邮储银行截至 23H1 个人定期存款成本率



资料来源：公司财报，民生证券研究院

不过需要注意，邮储银行还原净息差水平偏低。将储蓄代理费加回至利息支出，计算出 23H1 邮储银行还原计息负债成本率、还原净息差分别为 2.39%、1.24%，还原净息差与另外五家国有大行相比则处于偏低水平。

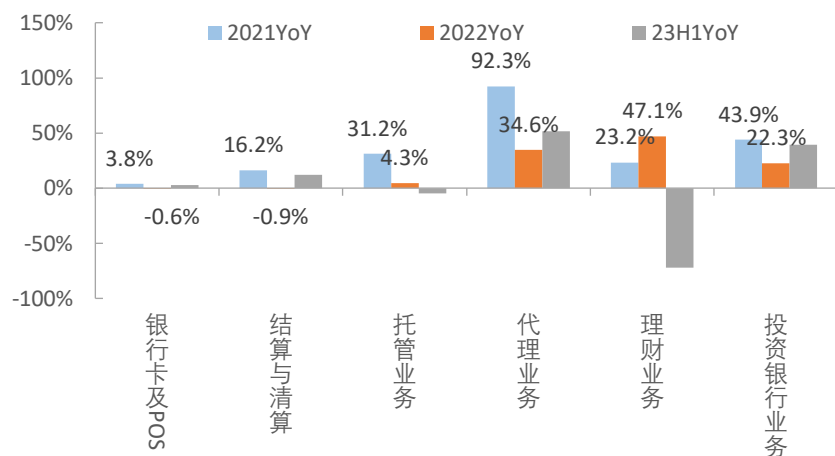
图47：截至 23H1 邮储银行净息差两端拆解（还原储蓄代理费）



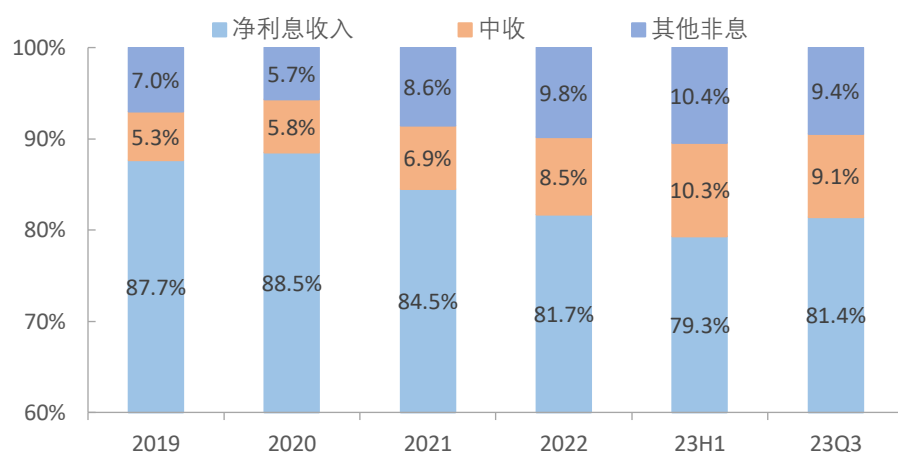
资料来源：公司财报，民生证券研究院测算

### 4.3 中收贡献不断提升，但仍有进步空间

邮储银行中收贡献度不断提升。在财富管理业务持续建设之下，近两年邮储银行代理、理财业务中收均实现较高的同比增速，带动中收对营收贡献度的不断提升。同时，2022 年理财业务收入由于净值化转型带来的一次性收入偏高，使得 23 年内理财业务中收增速波动较大，不过中收对营收贡献度较 22 年明显提升。

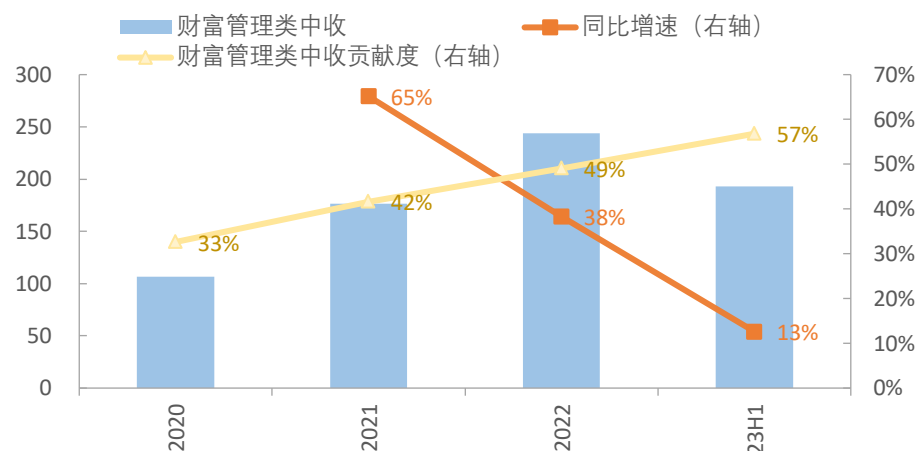
**图48：截至 23H1 邮储银行各类手续费及佣金收入同比增速情况**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图49：截至 23Q3 邮储银行营收结构变化**


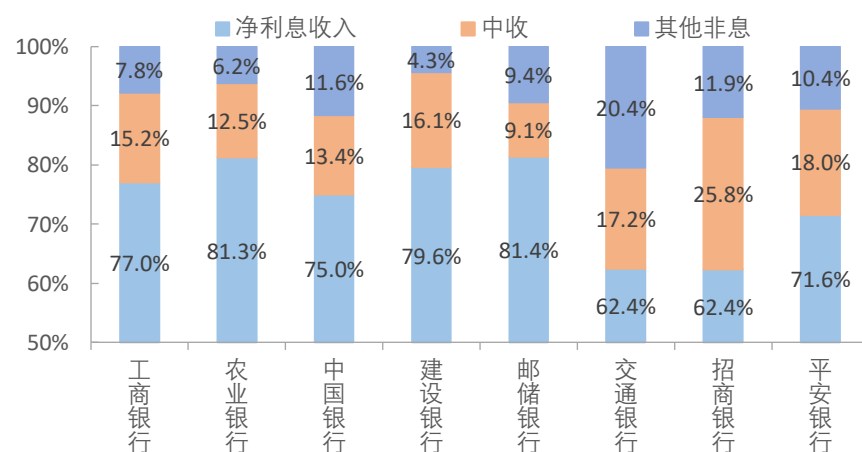
资料来源：公司财报，民生证券研究院

**财富管理业务中收贡献度不断提升。**在发展空间明确、经营建设不断强化之下，邮储银行财富管理类业务中收贡献度自 2020 年以来持续提升，至 23H1 已达到 57%。

**图50：截至 23H1 末邮储银行中收结构（亿元）**


资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：财富管理类中收=理财业务+代理业务手续费及佣金收入

**对标同业仍有发展空间。**当前，无论是对标国有大行同业，还是两家零售业务较好的股份行同业，邮储银行中收贡献度均存在提升空间。邮储银行若能够利用好当前结构较优的零售客群，坚定财富管理战略发展方向，实现将零售存款向非存AUM的良好转化，中收贡献度提升空间有望逐步兑现。

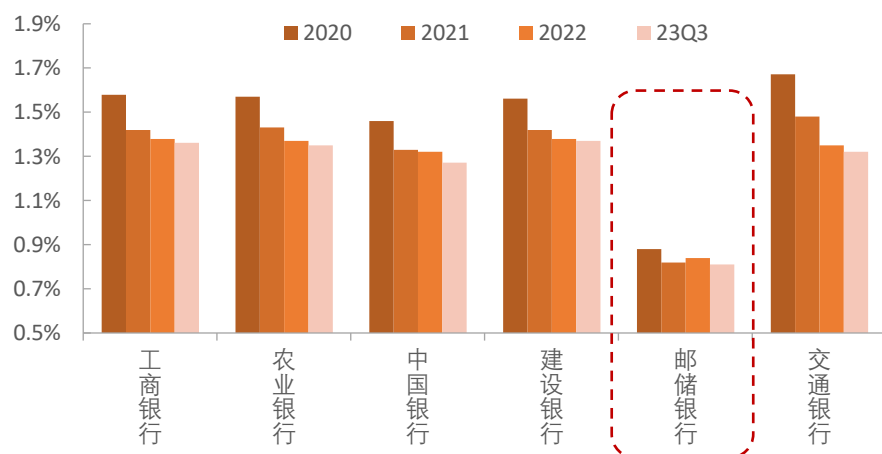
**图51：23Q1-3 邮储银行营业收入结构及同业对比**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

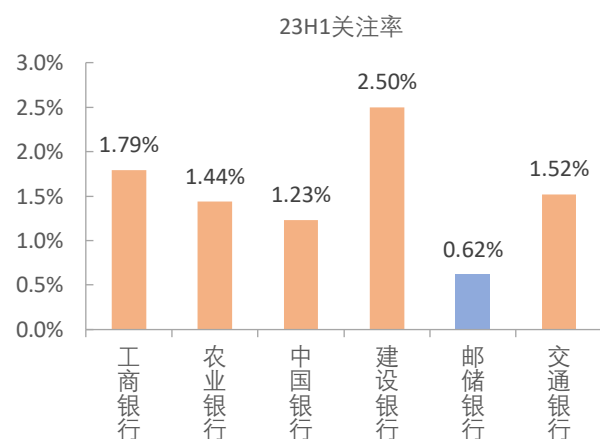
## 5 资产质量优异，利润释放空间充裕

### 5.1 对公起步晚，不良包袱轻

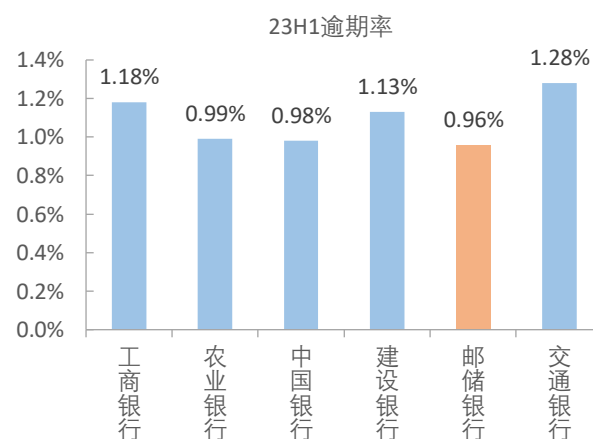
**多维度资产质量指标均优于同业。**自 2010 年以来，邮储银行不良率一直在 1% 以下；与国有大行同业对比而言，邮储银行不良率、关注率指标长期低于同业。

**图52：截至 23Q3 末邮储银行不良贷款率及同业对比**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院；注：考虑国有大行间经营客群更为相似，资产质量部分同业对比范围主要为国有大行

**图53：邮储银行 23H1 末关注率及同业对比**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

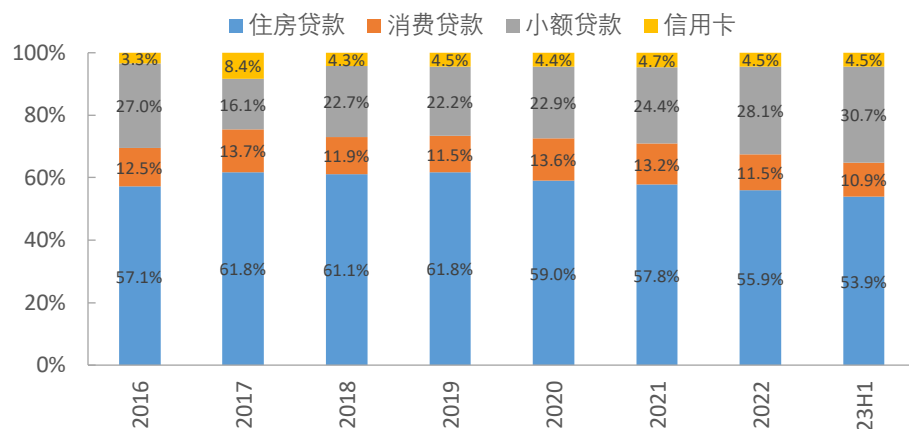
**图54：邮储银行 23H1 末逾期率及同业对比**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**邮储银行资产质量一直保持优异，主因当前信贷投向较优，且历史包袱轻。**

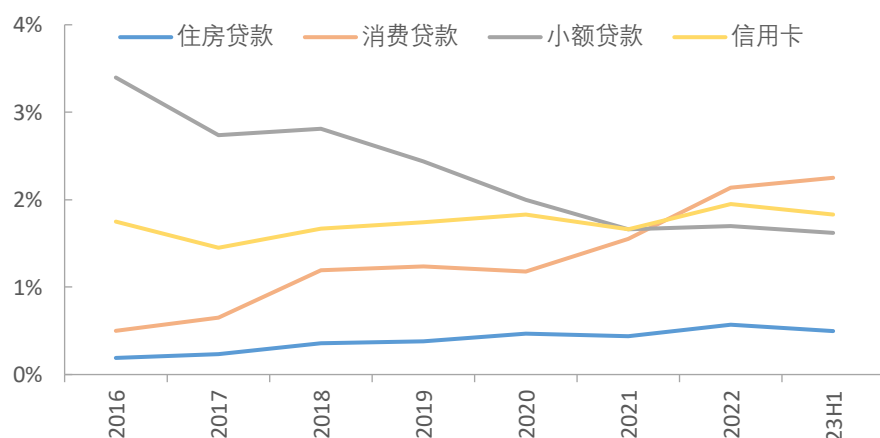
**1) 零售业务占比高，风险分散。**邮储银行零售信贷的结构决定其零售业务不良率较低，不良率最低的按揭贷款占比长期在 50%以上；风险较为分散的小额贷款占比次之，且其不良率持续下行。

图55：截至 23H1 邮储银行零售贷款结构



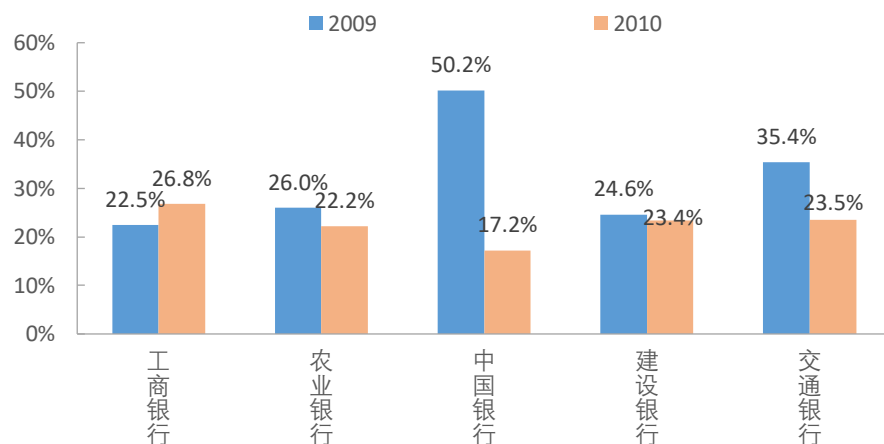
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图56：截至 23H1 邮储银行各类零售贷款不良率走势

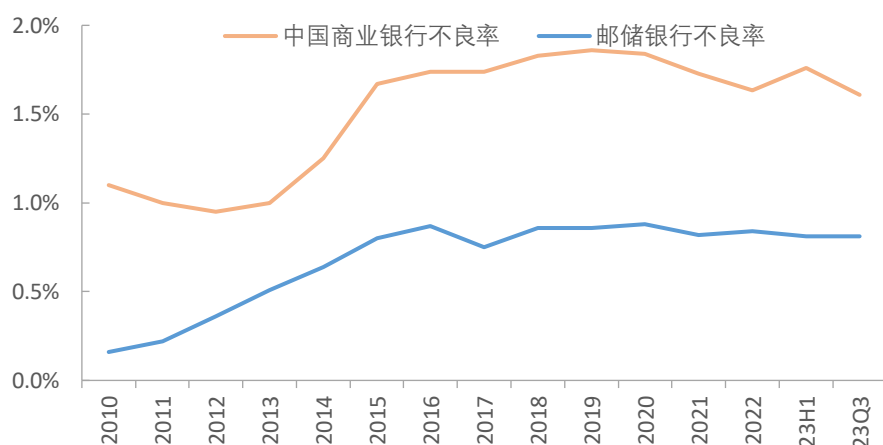


资料来源：公司财报，民生证券研究院

**2) 对公业务起步较晚，历史包袱轻。**2006 年邮储银行才开始试点信贷业务，2008 年获批后开展对公信贷业务。虽然对公业务起步晚一定程度上使其贷存比较低、对公业务薄弱，但是也有效规避了高速扩张带来的资产质量风险。

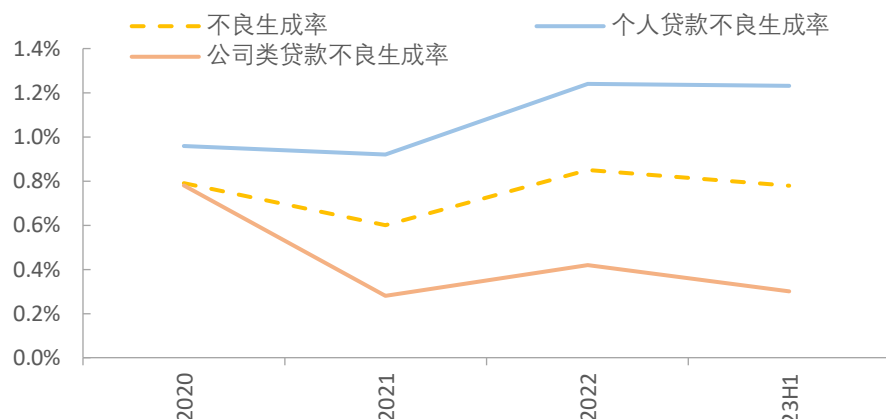
**图57：2009、2010 年五大国有行对公贷款同比增速**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**图58：截至 23Q3 邮储银行不良率与银行业不良率走势对比**


资料来源：银保监会，公司财报，民生证券研究院

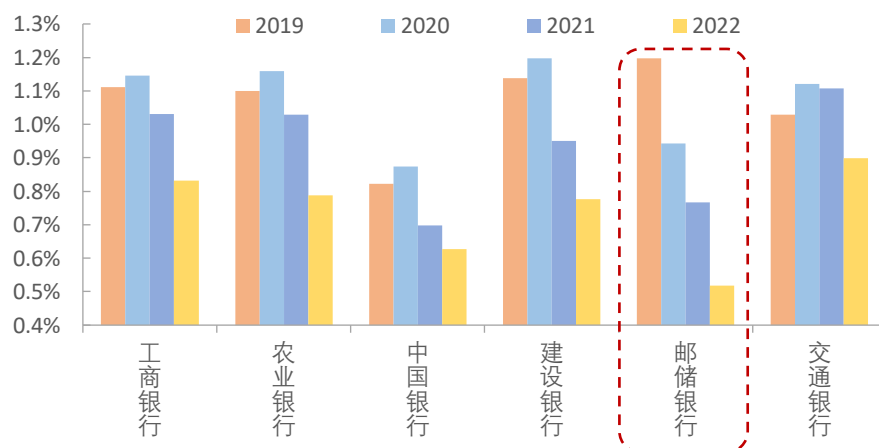
**3) 当前不良生成率较低。**近年来邮储银行信贷类资产配置力度不断加大，不过得益于信贷投向较为优，且风险管控能力较强，其不良贷款生成率一直处于较低水平。

**图59：截至 23H1 邮储银行不良生成率**


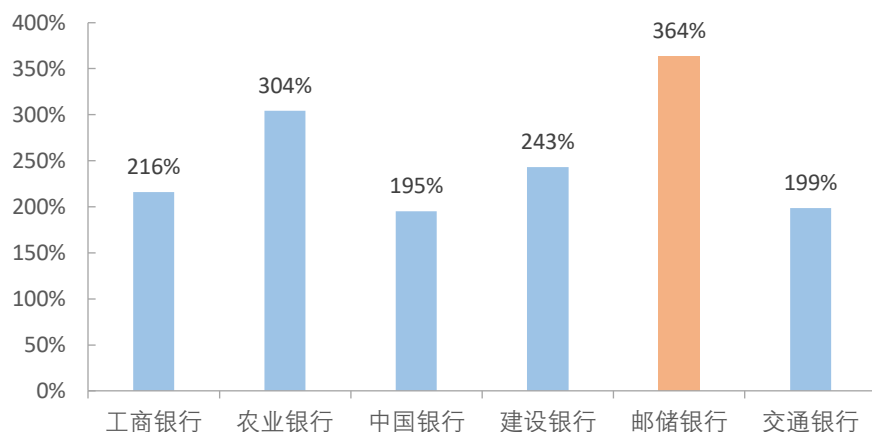
资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 5.2 利润释放空间充足，资本内生补充能力较优

**信用成本低，拨备充裕，利润释放空间较大。**邮储银行不良率、不良生成率均处于较低水平，资产质量有望延续较优水平。优异的资产质量，带来了较低的信用成本，且当前邮储银行的拨备覆盖率也处于较高水平，利润释放的弹性较大。

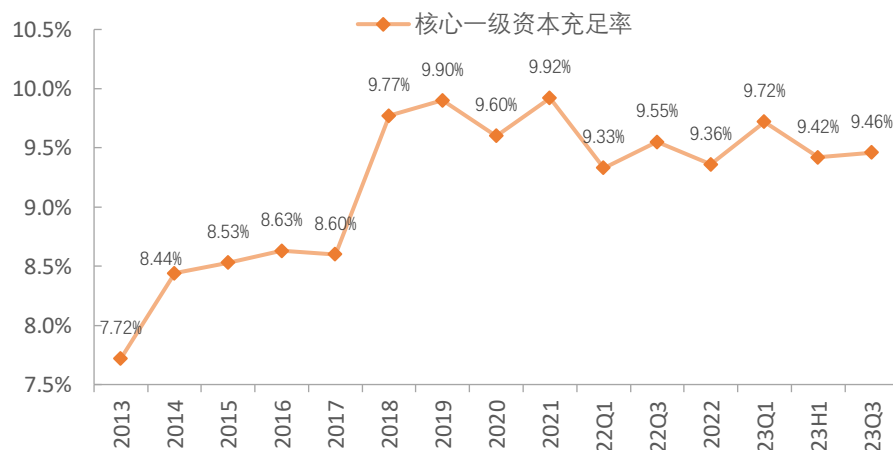
**图60：邮储银行截至 2022 年信用成本及同业对比**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

**图61：邮储银行 23Q3 末拨备覆盖率及同业对比**


资料来源：各公司财报，民生证券研究院

**利润的稳步释放，助力资本的内生补充。**截至 23Q3 末邮储银行核心一级资本充足率为 9.46%，在考虑系统重要性银行的额外要求之后，距离监管要求还有 146BP 的空间，和其他五家国有大行相比水平偏低。不过邮储银行营收增长较好，且资产质量较优，资产减值损失对利润的影响相对较小，形成了较为优异的内生资本补充能力。在财富管理转型深化和中收跨越战略之下，有望依靠内生资本补充实现轻资本发展。

**图62：截至 23Q3 末邮储银行核心一级资本充足率**


资料来源：公司财报，民生证券研究院

## 6 盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

**1、规模增速：**邮储银行作为全国展业的国有大型商业银行，信贷及资产扩张能力均较为强劲。我们预测 23-25 年贷款同比增速为 11.5%、11.0%、11.0%，总资产同比增速为 10.7%、10.3%、10.4%。

**2、净息差：**资产端仍有定价下行压力，但信贷结构调整以及负债端成本优化仍对净息差形成一定正向支撑。我们预测 23-25 年净息差为 1.91%、1.82%、1.77%。

**3、非息收入：**邮储银行财富管理业务基础强、战略不断优化，预计可对非息收入形成支撑。我们预测 23-25 年非息收入同比增速为 2%、6%、8%，净手续费收入同比增速为 2%、8%、8%。

**4、资产质量：**邮储银行历史不良包袱轻，当前信贷重点投放领域不良率较低，预计接下来资产质量指标将持续稳健向好。我们预测 23-25 年不良贷款率为 0.80%、0.78%、0.78%，拨备覆盖率 374%、359%、352%。

根据以上假设，我们预计 23-25 年公司营收为 3448、3616、3852 亿元，增速分别为 2.9%、4.9%、6.5%。

### 6.2 估值分析

一方面，考虑到国有大行之间规模相当，选择另外五家国有大行作为可比公司；另一方面，考虑到邮储银行零售业务占比较高，因而再选择两家零售战略突出的全国性股份制银行——招商银行、平安银行作为可比公司。

预计邮储银行 23-25 年 EPS 分别为 0.89 元、0.96 元、1.05 元，2024 年 2 月 1 日收盘价对应 23-25 年 PB 分别为 0.6x、0.6x、0.5x，略高于可比公司均值及中值。不过考虑到当前银行板块整体估值偏低，且邮储银行经营稳健、未来发展空间较为明晰，仍具有较优的投资价值。

**表4：可比公司 PB 数据对比**

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       |       | PB (倍) |       |       |       |
|-----------|------|------------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      |            | 2022A   | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
| 601398.SH | 工商银行 | 5.14       | 1.01    | 1.03  | 1.07  | 1.11  | 0.6    | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 601288.SH | 农业银行 | 3.89       | 0.74    | 0.78  | 0.81  | 0.85  | 0.6    | 0.6   | 0.5   | 0.5   |
| 601988.SH | 中国银行 | 4.27       | 0.77    | 0.79  | 0.81  | 0.84  | 0.6    | 0.6   | 0.5   | 0.5   |
| 601939.SH | 建设银行 | 6.84       | 1.30    | 1.34  | 1.41  | 1.51  | 0.6    | 0.6   | 0.5   | 0.5   |
| 601328.SH | 交通银行 | 5.98       | 1.24    | 1.30  | 1.38  | 1.45  | 0.5    | 0.5   | 0.5   | 0.4   |
| 600036.SH | 招商银行 | 30.42      | 5.41    | 5.79  | 6.78  | 7.42  | 0.9    | 0.8   | 0.7   | 0.7   |
| 000001.SZ | 平安银行 | 9.41       | 2.35    | 2.55  | 2.85  | 3.25  | 0.5    | 0.5   | 0.4   | 0.4   |
|           | 平均值  |            |         |       |       |       | 0.6    | 0.6   | 0.5   | 0.5   |

| 中值        |      |      |      |      |      |      | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|
| 601658.SH | 邮储银行 | 4.69 | 0.92 | 0.89 | 0.96 | 1.05 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2024 年 2 月 1 日收盘价；可比公司为另外五家国有大行，以及突出发展零售业务的全国性股份制银行

### 6.3 投资建议

邮储银行作为零售特色鲜明的国有大行，多年来坚守零售银行战略，且近年来财富管理升级成果显著，中收增长潜力充足；当前乘乡村振兴之东风，涉农贷款驱动信贷扩张，贷存比不断提升；且风控能力较强，资产质量与价值创造能力均较为优异。预计邮储银行 23-25 年 EPS 分别为 0.89 元、0.96 元、1.05 元，2024 年 2 月 1 日收盘价对应 0.6 倍 24 年 PB。维持“推荐”评级。

## 7 风险提示

**1) 宏观经济波动超预期：**受外部环境及内需影响，经济增速面临一定下行压力，可能带来居民、企业信贷需求走弱，从而使得银行规模扩张放缓。

**2) 转型进度不及预期：**受经济发展变化、客户需求改变等影响，银行财富管理转型可能面临波折。

**3) 地产行业改善不及预期：**若行业政策落地等支持因素对房地产行业改善程度不及预期，可能影响银行资产质量。

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (亿元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利息收入    | 2736  | 2822  | 2952  | 3136  |
| 手续费及佣金   | 284   | 290   | 313   | 338   |
| 其他收入     | 329   | 336   | 350   | 378   |
| 营业收入     | 3350  | 3448  | 3616  | 3852  |
| 营业税及附加   | -26   | -24   | -25   | -27   |
| 业务管理费    | -2057 | -2150 | -2246 | -2347 |
| 拨备前利润    | 1265  | 1273  | 1343  | 1477  |
| 计提拨备     | -353  | -331  | -331  | -365  |
| 税前利润     | 914   | 944   | 1014  | 1115  |
| 所得税      | -60   | -57   | -61   | -67   |
| 归母净利润    | 852   | 886   | 952   | 1045  |

| 资产负债表 (亿元) | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 贷款总额       | 72,104  | 80,396  | 89,240  | 99,056  |
| 同业资产       | 6,946   | 7,571   | 8,177   | 8,831   |
| 证券投资       | 49,496  | 53,950  | 59,345  | 64,093  |
| 生息资产       | 140,684 | 154,298 | 169,514 | 185,115 |
| 非生息资产      | 2,330   | 3,799   | 4,743   | 7,210   |
| 总资产        | 140,673 | 155,698 | 171,744 | 189,623 |
| 客户存款       | 127,145 | 139,859 | 153,566 | 168,615 |
| 其他计息负债     | 4,070   | 5,495   | 6,945   | 8,781   |
| 非计息负债      | 1,200   | 1,380   | 1,586   | 1,824   |
| 总负债        | 132,415 | 146,734 | 162,097 | 179,220 |
| 股东权益       | 8,258   | 8,964   | 9,646   | 10,402  |

| 每股指标       | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 每股净利润(元)   | 0.92   | 0.89   | 0.96   | 1.05   |
| 每股拨备前利润(元) | 1.37   | 1.28   | 1.35   | 1.49   |
| 每股净资产(元)   | 7.41   | 7.61   | 8.30   | 9.06   |
| 每股总资产(元)   | 152.27 | 157.02 | 173.20 | 191.23 |
| P/E        | 5      | 5      | 5      | 4      |
| P/PPOP     | 3      | 4      | 3      | 3      |
| P/B        | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.5    |
| P/A        | 0.03   | 0.03   | 0.03   | 0.02   |

| 利率指标        | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净息差(NIM)    | 2.05% | 1.91% | 1.82% | 1.77% |
| 净利差(Spread) | 2.18% | 2.13% | 2.11% | 2.11% |
| 贷款利率        | 4.48% | 4.39% | 4.33% | 4.29% |
| 存款利率        | 1.61% | 1.57% | 1.55% | 1.53% |
| 生息资产收益率     | 3.81% | 3.72% | 3.68% | 3.66% |
| 计息负债成本率     | 1.63% | 1.59% | 1.57% | 1.55% |

| 盈利能力 | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------|--------|--------|--------|--------|
| ROAA | 0.64%  | 0.60%  | 0.58%  | 0.58%  |
| ROAE | 12.91% | 12.31% | 12.06% | 12.15% |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测；注：利润表负值表示对营收、利润负向影响

| 收入增长     | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 归母净利润增速  | 11.9% | 3.9%  | 7.5%  | 9.9%  |
| 拨备前利润增速  | -1.2% | 0.6%  | 5.5%  | 10.0% |
| 税前利润增速   | 12.2% | 3.3%  | 7.5%  | 9.9%  |
| 营业收入增速   | 5.1%  | 2.9%  | 4.9%  | 6.5%  |
| 净利息收入增速  | 1.6%  | 3.1%  | 4.6%  | 6.2%  |
| 手续费及佣金增速 | 29.2% | 2.0%  | 8.0%  | 8.0%  |
| 营业费用增速   | 9.4%  | 4.5%  | 4.5%  | 4.5%  |

| 规模增长   | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 生息资产增速 | 11.8% | 9.7%  | 9.9%  | 9.2%  |
| 贷款增速   | 11.7% | 11.5% | 11.0% | 11.0% |
| 同业资产增速 | 9.2%  | 9.0%  | 8.0%  | 8.0%  |
| 证券投资增速 | 13.8% | 9.0%  | 10.0% | 8.0%  |
| 其他资产增速 | 1.9%  | 63.0% | 24.8% | 52.0% |
| 计息负债增速 | 12.5% | 10.8% | 10.4% | 10.5% |
| 存款增速   | 12.0% | 10.0% | 9.8%  | 9.8%  |
| 同业负债增速 | 31.5% | 30.0% | 25.0% | 25.0% |
| 股东权益增速 | 3.8%  | 8.5%  | 7.6%  | 7.8%  |

| 存款结构 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 活期   | 32.3% | 32.8% | 32.8% | 32.8% |
| 定期   | 67.7% | 67.2% | 67.2% | 67.2% |
| 其他   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |

| 贷款结构       | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 企业贷款(不含贴现) | 37.0% | 37.0% | 37.0% | 37.0% |
| 个人贷款       | 56.1% | 56.1% | 56.1% | 56.1% |
| 票据贴现       | 6.9%  | 6.9%  | 6.9%  | 6.9%  |

| 资产质量  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 不良贷款率 | 0.84%  | 0.80%  | 0.78%  | 0.78%  |
| 正常    | 98.32% | 98.67% | 98.70% | 98.72% |
| 关注    | 0.56%  | 0.54%  | 0.52%  | 0.51%  |
| 次级    | 0.28%  | 0.27%  | 0.26%  | 0.25%  |
| 可疑    | 0.22%  | 0.21%  | 0.20%  | 0.19%  |
| 损失    | 0.34%  | 0.32%  | 0.32%  | 0.33%  |
| 拨备覆盖率 | 386%   | 374%   | 359%   | 352%   |

| 资本状况    | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 资本充足率   | 13.82% | 13.12% | 12.47% | 11.88% |
| 核心资本充足率 | 9.36%  | 9.14%  | 8.90%  | 8.69%  |
| 资产负债率   | 94.13% | 94.24% | 94.38% | 94.51% |

| 其他数据    | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 总股本(亿元) | 923.8 | 991.6 | 991.6 | 991.6 |

## 插图目录

|       |                                    |    |
|-------|------------------------------------|----|
| 图 1:  | 邮储银行发展大事记                          | 3  |
| 图 2:  | 邮储银行截至 23Q3 末总资产规模 (万亿元) 及同比增速     | 4  |
| 图 3:  | 邮政储蓄业务变迁历程                         | 4  |
| 图 4:  | 截至 23H1 末邮储银行零售贷款在总贷款中占比及同业对比      | 5  |
| 图 5:  | 截至 23Q3 末邮储银行前十名股东持股比例情况示意图        | 5  |
| 图 6:  | 截至 23H1 末邮储银行网点数量及同业对比 (个)         | 6  |
| 图 7:  | 邮储银行 2020 年末自营及代理网点分布情况            | 6  |
| 图 8:  | 邮储银行代理网点存款贡献度 (平均余额口径; 单位: 万亿元, %) | 7  |
| 图 9:  | 邮储银行自营及代理网点个人客户数 (亿户)              | 7  |
| 图 10: | 邮储银行自营及代理网点零售 AUM (万亿元)            | 7  |
| 图 11: | 截至 23H1 邮储银行代理手续费回调后的存款成本对比        | 8  |
| 图 12: | 邮储银行 2016 年以来综合储蓄代理费率              | 9  |
| 图 13: | 2022 年末邮储银行零售贷款占比及同业对比             | 9  |
| 图 14: | 截至 2022 年邮储银行零售贷款占比走势              | 9  |
| 图 15: | 2022 年末邮储银行零售贷款结构及同业对比             | 10 |
| 图 16: | 截至 2022 年邮储银行零售贷款增速及同业对比           | 10 |
| 图 17: | 截至 2022 年邮储银行零售贷款定价及同业对比           | 11 |
| 图 18: | 2022 年邮储银行零售业务营收占比与同业对比            | 11 |
| 图 19: | 截至 2022 年邮储银行零售业务营收占比走势            | 11 |
| 图 20: | 23H1 末邮储银行与同业零售客户数对比 (亿户)          | 12 |
| 图 21: | 23H1 末邮储银行零售 AUM 规模及同业对比 (万亿元)     | 12 |
| 图 22: | 23H1 末邮储银行网均 AUM 及同业对比 (亿元/个网点)    | 13 |
| 图 23: | 23H1 末邮储银行 AUM 结构及同业对比 (平均余额口径)    | 13 |
| 图 24: | 23H1 末邮储银行非保本理财与同业对比 (亿元)          | 14 |
| 图 25: | 邮储银行客群分层变化示意图                      | 15 |
| 图 26: | 截至 23H1 末邮储银行各类客群数量 (万户)           | 15 |
| 图 27: | 截至 23H1 末邮储银行网点平均非存款 AUM (亿元/个网点)  | 16 |
| 图 28: | 历年中央一号文件主题梳理                       | 16 |
| 图 29: | 国内涉农贷款规模 (万亿元) 及同比增速               | 17 |
| 图 30: | 六家国有大行截至 23H1 年末中西部分支机构占比          | 18 |
| 图 31: | 邮储银行三农金融事业部成立和改革历程梳理               | 19 |
| 图 32: | 截至 23H1 末六家国有大行涉农贷款占比              | 20 |
| 图 33: | 截至 23Q3 邮储银行涉农贷款占比、涉农贷款增量贡献度       | 20 |
| 图 34: | 截至 23H1 邮储银行各类个人贷款同比增速             | 21 |
| 图 35: | 邮储银行各类个人贷款增量 (亿元) 及个人小额贷款增量贡献      | 21 |
| 图 36: | 邮储银行新发涉农贷款利率、新发个人小额贷款利率、总贷款收益率     | 22 |
| 图 37: | 邮储银行截至 23Q3 营收 (累计) 同比增速及同业对比      | 22 |
| 图 38: | 邮储银行及可比同业 2022 年杜邦分析对比             | 23 |
| 图 39: | 邮储银行杜邦分析                           | 23 |
| 图 40: | 截至 23Q3 邮储银行净息差同业对比                | 24 |
| 图 41: | 邮储银行贷存比及同业对比                       | 24 |
| 图 42: | 邮储银行贷款在总资产占比及同业对比                  | 24 |
| 图 43: | 邮储银行存款在总负债中占比及同业对比                 | 25 |
| 图 44: | 邮储银行 23H1 存款结构及同业对比                | 25 |
| 图 45: | 截至 23H1 邮储银行存款结构变化                 | 25 |
| 图 46: | 邮储银行截至 23H1 个人定期存款成本率              | 26 |
| 图 47: | 截至 23H1 邮储银行净息差两端拆解 (还原储蓄代理费)      | 26 |
| 图 48: | 截至 23H1 邮储银行各类手续费及佣金收入同比增速情况       | 27 |
| 图 49: | 截至 23Q3 邮储银行营收结构变化                 | 27 |
| 图 50: | 截至 23H1 末邮储银行中收结构 (亿元)             | 28 |
| 图 51: | 23Q1-3 邮储银行营业收入结构及同业对比             | 28 |
| 图 52: | 截至 23Q3 末邮储银行不良贷款率及同业对比            | 29 |
| 图 53: | 邮储银行 23H1 末关注率及同业对比                | 29 |
| 图 54: | 邮储银行 23H1 末逾期率及同业对比                | 29 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 55: 截至 23H1 邮储银行零售贷款结构.....         | 30 |
| 图 56: 截至 23H1 邮储银行各类零售贷款不良率走势.....    | 30 |
| 图 57: 2009、2010 年五大国有行对公贷款同比增速.....   | 31 |
| 图 58: 截至 23Q3 邮储银行不良率与银行业不良率走势对比..... | 31 |
| 图 59: 截至 23H1 邮储银行不良生成率.....          | 32 |
| 图 60: 邮储银行截至 2022 年信用成本及同业对比.....     | 32 |
| 图 61: 邮储银行 23Q3 末拨备覆盖率及同业对比.....      | 33 |
| 图 62: 截至 23Q3 末邮储银行核心一级资本充足率.....     | 33 |

## 表格目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标.....                       | 1  |
| 表 1: 2022 年邮储银行各类存款分档储蓄代理费率调整情况..... | 8  |
| 表 2: 邮储银行高管简介.....                   | 14 |
| 表 3: 近年金融支持“三农”工作政策梳理（部分）.....       | 17 |
| 表 4: 可比公司 PB 数据对比.....               | 34 |
| 公司财务报表数据预测汇总.....                    | 37 |

## 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