

# 代理费率差异化调整， 助力降成本、优结构

## 核心观点

本次代理费率调降体现两个特点：一是降幅较大，静态测算平均费率大幅下降16bps。二是结构差异化，呈现“中间小两头大”特点，突出一年期及以内价值存款的核心地位。短期来看，新方案有利于引导存款结构优化，缓解息差下行压力。长远来看，差异化的调整方案能够有力引导网点增强客户粘性，有力促进财富管理转型。代理费率的调整有助于邮储银行更好的实现“稳净息、提非息、降成本”的目标，实现良好的营收质效和稳定的利润释放，纳入银行板块首推组合，重点推荐。

## 事件

9月30日，邮储银行公告储蓄代理费分档费率新方案。

## 简评

1. 代理费率下调重大利好落地，调整方案“独具匠心”：代理费率大幅下降16bps，降幅结构上中间小两头大，突出核心存款地位。近年来，由于有效信贷需求不足，LPR持续下行，银行净息差持续下降。根据邮储银行与邮政集团的委托代理协议，由于2023年四大行平均净利差已经下降至1.44%的低位，低于1.64%的被动调整底线，因此触发邮储银行储蓄代理费的被动调整。本次调整方案主要体现两个特点，一是降幅较大，二是降幅结构体现差异化，整体上呈现“中间小两头大”特点，以突出一年期及以内定存等价值存款的核心地位：

1) 静态测算下平均代理费率大幅下降16bps至1.08%，PPOP降幅有望进一步收敛。根据新方案，活期、三个月、半年、一年期、两年期、三年期存款费率分别大幅下降33.8、16.5、14.9、10.1、20.1、8bps至1.992%、1.085%、1.001%、0.999%、0.149%、0.002%。此外，定活两便和通知存款也分别下降19.8、22.5bps至1.302%、1.475%。根据静态测算，新方案下23年储蓄代理综合费率下降16bps至1.08%。代理费合计减少150.58亿，23年代理费增速由10.36%降至-4.01%，低于当年营收增速，预计本次代理费率调整后，24年PPOP降幅有望进一步收敛。成本收入比大幅下降4.4pct至60.4%，利润释放能力进一步提升。

2) 降幅结构上呈现“中间小两头大”的特征，指挥棒效用明显，突出一年期及以内定存等价值存款的核心地位。本次调整中1年期存款费率降幅最小。作为分界线，对于一年期以下（含活期）的存款，分档费率越高，下调的基点越多。长期限存款中，两年期存款调降较多，三年期存款也继续下降8bps，实际三年期代销费率已下降至0.002%的绝对低位水平。（接下文）

## 邮储银行(601658.SH)

维持

买入

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

发布日期：2024年09月30日

当前股价：5.26元

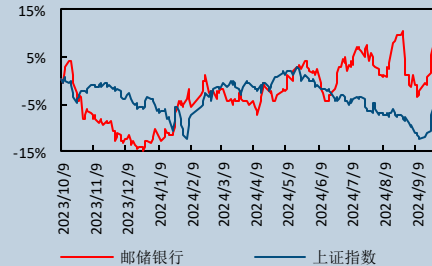
目标价格6个月：7.6元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
11.21/-6.19	3.75/-8.69	5.84/-1.43
12月最高/最低价(元)		5.26/4.24
总股本(万股)		9,916,107.60
流通A股(万股)		6,712,239.52
总市值(亿元)		5,004.07
流通市值(亿元)		3,530.64
近3月日均成交量(万)		14662.45
主要股东		
中国邮政集团有限公司		62.78%

### 股价表现



### 相关研究报告

本次费率调整充分调动指挥棒效应，利于邮储银行巩固一年期存款的核心价值存款地位，增强客户粘性。自存款定期化趋势延续以来，邮储银行积极通过多种方式优化存款结构，提出价值存款概念，灵活调整存款吸纳结构，确保以尽量较低的成本吸纳更多中短期存款。本次代理费率的调整也别具匠心：一方面，一年期存款费率调整最小，主要在于一年期存款付息率具有相对优势，且一年期存款占比较高，对巩固核心存款地位、维护客户稳定、提高存贷款期限匹配性、防范流动性风险具有重要作用。另一方面，存款代理费率差异化结构调整充分发挥了管理层的指挥棒作用，有利于总行经营策略更好地传达至基层并有力执行。长期动态来看，本次代理费率调整信号意义明确，管理层降持续督促营销人员注重吸收 1 年及以内的低久期、低成本存款，促进存款结构优化，降低负债成本，从而形成更扎实的负债基础和更黏性的客户关系。

**3) 建立了主动调整机制、优化被动调整机制触发条件，使代理费率调整更及时有效，有利于邮储银行未来的成本优化和利润释放。**除下调费率外，本次邮储银行也对代销费率机制做出了合理优化。一方面，邮储银行为使被动调整机制的触发区间更加契合市场利率的变化，触发上下限更加贴近当前利率水平，将被动调整机制的触发上下限从参考四大行最近十年平均净利差调整为参考四大行最近五年平均净利差，因此下次被动触发底线位于 1.37%，距离当前四大行净利差仅低 7bps。近年来因 LPR 持续下行和存款定期化趋势明显，银行业的净利差收窄速度极快，继续采取四大行近十年平均值确实不利于反应最新利率环境。即使在本次调整后，当前四大行净利差水平也已经接近了下次被动调整底线。另一方面，邮储银行将综合考虑市场利率变化、自身实际经营需求、储蓄代理费增长与营收增长的关系等，与邮政集团积极协商，适时启动主动代理费率调整。主动调整机制可以使邮储银行的成本优化更加及时有效，有利于邮储银行未来的 PPOP 趋势改善和利润持续释放。

**2. 短期来看，新方案有利于引导存款结构优化，或降低存款成本 3-4bps 左右，对冲部分即将到来的存量按揭利率下调、LPR 下行的负面影响，缓解息差下行压力。**我们以挂牌利率作为各久期存款成本假设，基础情景下，假设 2 年期、3 年期日均存款占比均下降 5pct，同时半年期和 1 年期日均存款占比均分别提升 5pct，邮储银行代理费率较未调整前下降 7bps 至 1.17%，同时存款成本（挂牌利率测算值，下同）将降低 3bps 至 1.10%，代理费率+存款成本合计下降 10bps 至 2.27%。

以 2 年前、3 年期日均存款下降 5pct 为前提，我们再分别假设①1 年期占比提升 10pct、②三个月、1 年期占比分别提升 5pct、③活期、1 年期分别提升 5pct 三种情况。1 年期占比提升 10pct 情况下，代理费率较未调整前下降 7bps 至 1.17%，存款成本将降低 2bps 至 1.11%，代理费率+存款成本合计下降 9bps 至 2.28%。三个月、1 年期占比提升 5pct 情况下，代理费率较未调整前下降 6.6bps 至 1.18%，存款成本将降低 4bps 至 1.09%，代理费率+存款成本合计下降 11bps 至 2.27%。活期、1 年期占比提升 5pct 情况下，代理费率较未调整前下降 2bps 至 1.22%，存款成本将降低 8bps 至 1.05%，代理费率+存款成本合计下降 10.4bps 至 2.27%。综上所述，综合代理费率的调整有望带动存款结构进一步优化，从而压降存款成本平均 3-4bps 左右，若以目前代理存款占日均存款总额的 70% 测算，可提振净息差 2-3bps，缓解息差下行压力。综合考虑代理成本，动态测算下，费率下调+存款成本优化可帮助存款整体成本率压降 7-10bps。

**3. 长远来看，代理网点是邮储银行的独特资源禀赋，差异化调整的新代理方案能够有力引导网点增强客户粘性，是促进邮储银行向财富管理银行转型的有力手段。**邮储银行拥有 6.65 亿零售客户和 4 万个网点，其中有 4.56 亿零售客户和 81% 的网点都来自于代理网点，在服务下沉市场财富管理需求方面具备独特的资源禀赋。截至 2Q24，邮储银行 AUM 总规模达 16.23 万亿，其中代理网点 AUM 达 12.67 万亿，占比 78%。其中 69% 的个人有效客户、80% 的个人存款都来自于代理网点。因此引导好代理网点对客户进行综合化的金融服务对邮储银行转型财富管理至关重要。

新方案“中间小两头大”的降幅结构设计巧妙，既突出了短久期价值存款核心地位，也倒逼高成本存款和

粘性差的客户资金向价值存款和财富管理产品上流动。这将督促基层更好地落地执行财富管理转型，通过财富管理业务更好地维护客户关系，从而沉淀活期资金，让代理网点从机制上向财富管理银行转型，充分发挥网点和客群的优势。展望未来，在“乡村振兴”和“共同富裕”的政策目标下，更多的客户将步入富裕群体，财富管理需求提升，邮储银行面向广大二三线及县域地区等下沉市场的财富管理业务市场空间广阔。

**4. 投资建议与盈利预测：**本次邮储银行代理费率调整方案体现两个特点：一是降幅较大，静态测算下平均代理费率大幅下降 16bps 至 1.08%，PPOP 降幅有望进一步收敛。二是降幅结构体现差异化，呈现“中间小两头大”特点，以突出一年期及以内定存等价值存款的核心地位。短期来看，新方案有利于引导存款结构优化，或降低存款成本 3-4bps 左右，对冲部分即将到来的存量按揭利率下调、LPR 下行的负面影响，缓解息差下行压力。长远来看，代理网点是邮储银行的独特资源禀赋，差异化调整的新代理方案能够有力引导网点增强客户粘性，是促进邮储银行向财富管理银行转型的有力手段。整体而言，代理费率的调整有助于邮储银行更好的实现“稳净息、提非息、降成本”的业绩目标，实现良好的营收质效和稳定的利润释放。预计 2024-2026 年归母净利润增速分别为 0.1%、3.9%、5.2%，营收增速分别为 0.0%和 1.1%、2.4%。当前邮储银行股价对应 0.61 倍 24 年 PB，预计 24 年分红对应股息率为 5.0%，重申买入评级，纳入银行板块首推组合，重点推荐。

**5. 风险提示：**（1）经济复苏进度不及预期，企业偿债能力削弱，资信水平较差的部分企业可能存在违约风险，从而引发银行不良暴露风险和资产质量大幅下降。（2）地产、地方融资平台债务等重点领域风险集中暴露，对银行资产质量构成较大冲击，大幅削弱银行的盈利能力。（3）宽信用政策力度不及预期，公司经营地区经济的高速发展不可持续，从而对公司信贷投放产生较大不利影响。（4）零售转型效果不及预期，权益市场出现大规模波动影响公司财富管理业务。

**图表1：静态测算下，邮储银行平均代理费率大幅下降 16bps 至 1.08%**

各档次（单位：百万元，%）	存款结构	日均余额	原分档费率	储蓄代理费	新分档费率	新储蓄代理费
活期	22%	2,080,719	2.33	48,481	1.99	41,448
定活两便	0%	14,853	1.50	223	1.30	193
通知存款	0%	42,286	1.70	719	1.48	624
三个月	2%	166,080	1.25	2,076	1.09	1,802
半年	3%	252,535	1.15	2,904	1.00	2,528
一年	57%	5,318,262	1.10	58,501	1.00	53,129
两年	7%	611,376	0.35	2,140	0.15	911
三年	9%	810,787	0.10	811	0.02	162
五年	0%	4,655	0.00	0	0.00	0
每日储蓄现金（含在途）余额		15,467	1.50	-232	1.50	-232
合计	100%	9,301,553	<b>1.24</b>	115,623	<b>1.08</b>	100,565

资料来源：公司公告，公司年报，中信建投

**图表2：动态测算：假设 2、3 年期存款占比下降 5pct，半年、1 年期存款占比上升 5pct 情况下，邮储银行代理存款成本下降 3bps 至 1.10%，代理费率+存款成本合计较未调整前下降 10bps 至 2.27%**

各档次	存款结构	日均余额	分档费率	挂牌利率	假设情景	日均余额	新分档费率	存款成本
活期	22%	2,080,719	2.33	0.15	22%	2,080,719	1.99	0.15
定活两便	0%	14,853	1.50	0.83	0%	14,853	1.30	0.83
通知存款	0%	42,286	1.70	0.70	0%	42,286	1.48	0.70
三个月	2%	166,080	1.25	1.05	2%	166,080	1.09	1.05
半年	3%	252,535	1.15	1.26	8%	717,613	1.00	1.26
一年	57%	5,318,262	1.10	1.38	62%	5,783,340	1.00	1.38
两年	7%	611,376	0.35	1.45	2%	146,298	0.15	1.45
三年	9%	810,787	0.10	1.75	4%	345,709	0.02	1.75
五年	0%	4,655	0.00	1.80	0%	4,655	0.00	1.80
每日储蓄现金（含在途）余额		15,467	1.50			15,467	1.50	
合计	100%	9,301,553	<b>1.24</b>	<b>1.13</b>	100%	9,301,553	<b>1.17</b>	<b>1.10</b>

资料来源：公司公告，中信建投

备注：定活两便挂牌利率为按 1 年以内定期整存整取同档次利率打 6 折，此处选用 1 年期挂牌利率的 6 折，即 0.83%；通知存款挂牌利率为 0.45%（1 天）和 1%（7 天），此处选用 1%。

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

**图表3：新方案有利于引导存款结构优化，或降低存款成本 3-4bps 左右，对冲部分即将到来的存量按揭利率下调、LPR 下行的负面影响**

不同情景假设 (单位: bps)	假设 2、3 年期占比下降 5pct			
	活期、三月、半年不变	活期、三月不变	活期、半年不变	三月、半年不变
	一年期+10pct	半年、一年期+5pct	三月、一年期+5pct	活期、一年期+5pct
代理费率变化 (较未调整前)	-7.0	-7.0	-6.6	-2.1
存款成本变化	-2.2	-2.8	-3.9	-8.3
总成本变化	-9.2	-9.8	-10.5	-10.4
提振净息差	1.5	2.0	2.7	5.8

资料来源：公司财报，中信建投，注：按照当前代理存款占日均存款总额的70%测算提振净息差幅度

**图表4：邮储银行盈利预测简表**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	334,956	342,507	342,726	356,004	374,675
营业收入增长率	5.1%	2.3%	0.1%	3.9%	5.2%
归母净利润 (百万元)	85,224	86,270	86,248	87,204	89,323
归母净利润增长率	11.9%	1.2%	0.0%	1.1%	2.4%
EPS (元)	0.85	0.82	0.82	0.83	0.85
BVPS (元)	7.41	7.92	8.62	9.44	10.40
PE	5.83	6.00	6.00	6.37	6.21
PB	0.71	0.66	0.61	0.56	0.51

资料来源：Wind，公司财报，中信建投

## 分析师介绍

### 马鲲鹏

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

### 李晨

中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，2017-2023 年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

## 研究助理

### 王欣宇

wangxinyu@csc.com.cn

### 刘子健

liuzijian@csc.com.cn

**评级说明**

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

**分析师声明**

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

**法律主体说明**

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

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

**一般性声明**

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

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

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

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

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

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

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