

**601658.SH**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 4.5

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 手续费净收入持续高增

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.5)	1.6	(11.3)	(7.3)
相对上证指数	7.7	7.7	(1.8)	6.7

发行股数(百万)	92,384
流通股(%)	0
总市值(人民币 百万)	415,728
3个月日均交易额(人民币 百万)	524
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
中国邮政集团有限公司	67

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2022 年 9 月 29 日收市价为标准

**相关研究报告**

《邮储银行: 手续费净收入持续高增》20220823

《邮储银行: 非息靓丽促收入多元化, 庞大客群支撑高成长》20220430

《邮储银行: 非息收入持续快速增长》20220403

 中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 国有大型银行 II

证券分析师: 林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

## 邮储银行

### 共赢方案, 立在本, 意在转型

9月30日邮储银行发布董事会决议公告《关于调整中国邮政储蓄银行股份有限公司与中国邮政集团有限公司代理吸收人民币个人存款业务储蓄代理费率的议案》, 议案整体调降代理吸收储蓄代理费, 意在优化存款结构、促进财富转型。邮储银行存量客户潜力大、个人存款优势突出、财富业务持续激活客群优势, 资产质量优秀, 是大行中成长性极佳的品种, 维持增持评级。

**支撑评级的要点**

- 大幅调降二、三、五年代理费, 存款定期化趋势下实际影响或好于测算  
本次费率调整大幅调降二年、三年和五年代理费, 分别调降 15bp, 20bp, 30bp, 小幅调高活期存款和一年期存款的代理费 3bp 和 2bp。公司公布以 2021 年代理储蓄存款为基础, 按照调整后的分档率测算, 2021 年的储蓄代理费 933.76 亿元降至 923.70 亿元, 下降 10.06 亿元; 综合费率由 1.29% 下降至 1.27%, 实际情况或好于公司测算。

- 费率调整意在引导代理网点加强活期存款营销、核心是“财富转型”

2021 年通过代理网点获取的个人存款中, 活期存款占比 26.7%, 定期品种中占比较高的主要一年、二年和三年定期, 分别占比 50.2%、7% 和 10.7%。调整后, 活期代理费分别高于一年、二年和三年 1.23/1.98/2.23 个百分点, 费差较调整前均有提升。费率调整使得活期存款代理费相对其他类存款更有优势, 有利于引导代理网点加强活期存款等低成本负债营销, 控股股东和银行核心指向是“财富转型”, 本次调费反映其战略决心和积极的推进。

- 费率调整有利于邮储银行个人存款结构调整和个人存款成本控制

邮储银行代理个人存款的整体成本是存款成本+代理费, 参考 9 月存款利率下调后的存款定价和调整后的费率, 活期成本+代理费 2.58%, 其他占比较高的一年、二年、三年定期存款 2.78%、2.5% 和 2.7%, 整体看本次调整对邮储银行来说, 也有利于优化存款结构、降低整体存款成本。

- 本次议案后续仍需通过股东大会, 因关联交易主要股东需要回避表决。

本次议案兼顾控股股东、邮储银行和投资者利益, 有利于邮储银行股东收益, 也有利于邮储银行长期负债结构的改善, 促进邮储银行的财富转型。

**估值**

- 基于公司存量客户潜力大、存款优势突出、资产质量优秀, 我们对公司 2022/2023 年 EPS 预测为 0.94/1.04 元, 目前股价对应 2022/2023 年市净率为 0.59x/0.52x, 维持增持评级。

**评级面临的主要风险**

- 经济下行导致资产质量恶化超预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	286,202	318,762	351,811	391,437	445,422
变动 (%)	3.39	11.38	10.37	11.26	13.79
净利润	64,199	76,170	86,922	96,288	108,759
变动 (%)	5.36	18.65	14.12	10.78	12.95
净资产收益率 (%)	12.35	12.91	13.00	12.86	12.77
每股收益 (元)	0.74	0.82	0.94	1.04	1.18
市盈率 (倍)	6.10	5.46	4.78	4.32	3.82
市净率 (倍)	0.72	0.65	0.59	0.52	0.46

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 邮储银行综合费率 (单位: %)



资料来源: 上市公司公告、中银证券

图表 2. 邮储银行费率调整表 (单位: 百万元, %)

邮储银行费率调整表						利率+费率			活期费率-定期费率差			
	2021年日均余额 (单位: 百万)		占比	调整前	调整后	利率 (9月15日)			调整前	调整后	调整前	调整后
活期		1,934,703	26.7%	2.3	2.33	0.03	0.25	2.55	2.58			
定活两便	三个月	14,133	0.2%	1.5	1.5		0.75	2.25	2.25	定活两便	0.80	0.83
	半年			1.5	1.5		0.88	2.38	2.38			
	一年			1.5	1.5		1.01	2.51	2.51			
通知存款	1天	44,300	0.6%	1.7	1.7		0.45	2.15	2.15	通知存款	0.60	0.63
	7天			1.7	1.7		1.00	2.70	2.70			
整存整取	三个月	140,764	1.9%	1.25	1.25		1.25	2.50	2.50	三个月	1.05	1.08
	半年	190,345	2.6%	1.15	1.15		1.46	2.61	2.61	半年	1.15	1.18
	一年	3,640,495	50.2%	1.08	1.1	0.02	1.68	2.76	2.78	一年	1.22	1.23
	两年	510,853	7.0%	0.5	0.35	-0.15	2.15	2.65	2.50	两年	1.80	1.98
	三年	769,341	10.6%	0.3	0.1	-0.20	2.60	2.90	2.70	三年	2.00	2.23
	五年	4,895	0.1%	0.2	0	-0.20	2.65	2.85	2.65	五年	2.10	2.33
	零存整取 (含在活期)	14,995	0.2%	-1.5	-1.5			-1.50	-1.50			
	合计	7,249,829		1.29	1.27			1.29	1.27			

资料来源: 上市公司公告、中银证券

## 风险提示:

**经济下行导致资产质量恶化超预期。** 银行作为顺周期行业, 公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况, 从而影响银行业的资产质量表现。2022年以来疫情反复, 或对经济数据带来负面影响。如果经济超预期下行, 或将影响公司业务开展, 资产质量亦存在恶化风险, 从而影响公司业绩表现。

## 主要比率(%)

每股指标(RMB)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	6.10	5.46	4.78	4.32	3.82
PB	0.72	0.65	0.59	0.52	0.46
PB 扣除商誉					
EPS	0.74	0.82	0.94	1.04	1.18
BVPS	6.25	6.89	7.58	8.63	9.81
每股拨备前利润	1.36	1.39	1.45	1.62	1.84
<b>驱动性因素(%):</b>					
生息资产增长	11.20	11.19	10.51	11.48	11.49
贷款增长	14.92	12.91	12.90	12.00	12.00
存款增长	11.21	9.62	12.00	11.00	11.00
贷款收益率	4.81	4.72	4.62	4.48	4.48
生息资产收益率	3.86	3.77	3.69	3.64	3.64
存款付息率	1.57	1.61	1.65	1.63	1.63
计息负债付息率	1.62	1.64	1.67	1.65	1.65
净息差	2.35	2.25	2.13	2.09	2.10
风险成本	0.94	0.77	0.60	0.60	0.62
净手续费增速	5.48	6.32	5.21	8.59	12.10
成本收入比	57.88	59.01	61.00	61.00	61.00
所得税税率	5.60	6.04	6.20	6.20	6.20
<b>盈利及杜邦分析(%):</b>					
ROAA	0.60	0.64	0.65	0.65	0.66
ROAE	12.35	12.91	13.00	12.86	12.77
净利息收入	2.35	2.25	2.12	2.05	2.07
非净利息收入	0.30	0.41	0.51	0.56	0.60
营业收入	2.65	2.66	2.63	2.61	2.68
营业支出	1.56	1.59	1.62	1.61	1.65
拨备前利润	1.10	1.07	1.00	1.00	1.02
拨备	0.47	0.39	0.31	0.31	0.32
税前利润	0.63	0.68	0.70	0.69	0.70
税收	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
<b>业绩年增长率(%):</b>					
净利息收入	5.48	6.32	5.21	8.59	12.10
营业收入	3.39	11.38	10.37	11.26	13.79
拨备前利润	(0.49)	8.06	4.85	11.28	13.81
归属母公司利润	5.36	18.65	14.12	10.78	12.95
<b>资产质量(%):</b>					
不良率	0.78	0.75	0.75	0.78	0.84
拨备覆盖率	463.51	455.71	449.63	428.51	394.61
拨贷比	3.60	3.42	3.36	3.34	3.33
不良净生成率(测算)	0.31	0.29	0.32	0.35	0.40

资料来源:公司公告,中银证券预测

## 损益表(人民币百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>利润表:</b>					
利息收入	416,252	451,567	490,613	535,924	598,178
利息支出	(162,874)	(182,185)	(207,201)	(228,161)	(253,164)
净利息收入	253,378	269,382	283,412	307,764	345,014
手续费净收入	16,495	22,007	31,910	39,888	47,865
营业收入	286,202	318,762	351,811	391,437	445,422
业务及管理费	(165,649)	(188,102)	(214,604)	(238,777)	(271,708)
拨备前利润	118,553	128,112	134,330	149,484	170,133
拨备	(50,417)	(46,658)	(41,222)	(46,343)	(53,635)
税前利润	68,136	81,454	93,108	103,140	116,498
税后利润	64,318	76,532	87,335	96,746	109,275
归属母公司净利	64,199	76,170	86,922	96,288	108,759
<b>资产负债表</b>					
贷款总额	5,716,258	6,454,099	7,286,678	8,161,079	9,140,409
贷款减值准备	(205,527)	(220,543)	(245,186)	(272,853)	(304,703)
贷款净额	5,512,361	6,237,199	7,041,492	7,888,226	8,835,705
债券投资	3,908,846	4,336,732	4,813,773	5,343,287	5,931,049
存放央行	1,169,806	1,189,458	1,281,829	1,422,831	1,579,342
同业资产	552,034	636,104	559,772	615,749	677,324
其他资产	210,216	188,380	510,587	498,812	480,216
生息资产	11,346,944	12,616,393	13,942,051	15,542,946	17,328,123
资产总额	11,353,263	12,587,873	14,207,453	15,768,905	17,503,636
存款	10,358,029	11,354,073	12,716,562	14,115,384	15,668,076
同业负债	167,077	249,333	274,266	301,693	331,862
发行债券	57,974	81,426	89,569	98,525	108,378
计息负债	10,583,080	11,684,832	13,080,397	14,515,602	16,108,316
负债总额	10,680,333	11,792,324	13,347,344	14,811,839	16,437,057
股本	86,979	92,384	92,384	92,384	92,384
资本公积	100,906	125,486	125,486	125,486	125,486
盈余公积	42,688	50,105	58,838	68,513	79,441
一般风险准备	130,071	157,367	184,119	208,055	235,102
未分配利润	180,572	198,840	227,725	290,860	362,161
股东权益	672,930	795,549	860,109	957,067	1,066,579
<b>资本状况(%):</b>					
资本充足率	13.88	14.78	15.30	16.24	16.86
核心一级资本充	9.60	9.92	9.03	8.83	8.65
杠杆率	16.87	15.82	16.52	16.48	16.41
RORWA	1.21	1.27	1.26	1.21	1.21
风险加权系数	49.78	50.86	52.70	53.66	54.62

资料来源:公司公告,中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371