

2024年10月18日

增持（维持）

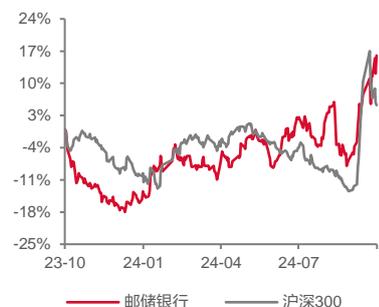
报告原因：重大事项

证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2024/10/17
收盘价	5.64
总股本(万股)	9,916,108
流通A股/B股(万股)	6,712,240/0
资产负债率(%)	93.87%
市净率(倍)	0.56
净资产收益率(加权)	5.72
12个月内最高/最低价	5.83/4.21



相关研究

《邮储银行（601658）：存款增长较快，关注储蓄代理方案优化——公司简评报告》2024.09.11

《邮储银行（601658）：优势领域投放力度较大，负债端优势保持——公司简评报告》2024.05.13

邮储银行（601658）：储蓄代理刚性缓解，存款降息对冲贷款端影响

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**由于利率环境发生重大变化，储蓄代理费率触发被动调整，公司相应调整储蓄代理费率，调整后综合费率明显下降。此外，公司于10月17日下调存款挂牌利率，我们观察认为是近年力度最大的单次存款降息，将较明显对冲存量住房利率及LPR下行影响。
- **本次代理费率调整在保持核心存款地位与激励吸收低成本存款之间寻求平衡，调整后综合费率较上次调整下降约16%。**以最近三年四大行平均净利差变动比例-13.97%为基准，代理储蓄费率按如下规则调整：（1）一年期以下（不含一年期）的存款在代理存款中占比较高（2023年占比为27.48%），付息率较低，分档费率的调整幅度与基准相近。（2）一年期存款在代理储蓄存款中占比较高（2023年占比为57.18%），对巩固核心存款地位及保持流动性具有重要作用，分档费率调整幅度较基准更小。（3）两年期和三年期存款占比相对较低（2023年占比为15.29%），付息率高于其他档次存款，分档费率调整幅度显著大于基准。调整后，各档次代理储蓄存款分档费率的下调幅度为-8BPs~-33.8BPs（表1所示）。以2023年代理储蓄存款为基础测算，调整后综合费率下降至1.08%（图1所示），较上次（2021）年下调后的费率1.29%下降16.28%，降幅大于基准。
- **调整方案兑现“储蓄代理费率与营收增速挂钩”原则，有望释放业绩弹性。**虽然邮储银行营收增速在大行中保持优势，但在本次下调前，银行储蓄代理费与营收同步性较弱（上半年前者增速明显快于后者，图2所示），导致总费用对利润拖累大于同行。本次调整后代理费率刚性明显缓解，其增速将低于营业收入：以2023年数据测算，在代理储蓄存款新增1.06万亿元的情况下，储蓄代理费仍较2022年储蓄代理费减少42.05亿元、下降4.01%，增速低于同期营业收入增速（2.25%）。调整后，储蓄代理费总包将由1156.23亿元降至1005.65亿元，下降150.58亿元，降幅为13%，静态测算归母净利润将因此提升17.45%。
- **优化被动触发机制，提高触发上下限对利率环节变化的灵敏度。**此前被动调整机制参考四大行最近10年平均净利差变动幅度，该基准相对滞后、不能及时反映市场环境变化。结合目前银行业息差走势，为了使触发上下限更加及时体现当前利率水平，议案适当缩短被动调整机制参考年限至5年。优化后，最近一次被动调整当年更新为2023年，新的比较基准为2019-2023年四大行平均净利差1.80%，触发幅度具体比例维持24%：即当四大行平均利差大于2.23%，或低于1.37%时将再次触发被动调整。
- **新一轮存款降息明显对冲存量住房贷款利率及LPR下行影响。**本轮存款降息覆盖各期限存款（表2所示），我们观察认为是近年力度最大的单次存款降息。其中，活期下降5BPs，各档定期存款下降25BPs，协定存款下降40BPs，一天与七天通知存款分别下降5BPs与25BPs。测算重定价周期内，息差将提升约20BPs。节奏上来看今年Q4与明年Q1体现较为明显，分别各提升7BPs，共约14BPs，有望明显对冲Q4存款住房贷款与LPR下降对今年Q4与明年Q1息差的影响共计约-10BPs。
- **盈利预测与投资建议：**受益于储蓄代理费率与存款挂牌利率下调，费用端与收入端压力明显缓解，公司将拥有更大腾挪空间以应对信用风险上升压力并释放向上业绩弹性。我们相应上调盈利预测，预计2024-2026年营业收入分别为3477、3625、3883亿元（原预测3466、3585、3845亿元），归母净利润分别为878、918、951亿元（原预测857、882、928亿元），对应同比+1.83%、+4.49%与3.62%。预计2024-2026年末普通股每股净资产为8.54、9.07与9.63元，对应10月17日收盘价PB为0.66、0.62、0.59倍。维持“增持”评级。

➤ 风险提示：个人贷款质量大幅恶化；存款降息大幅滞后于贷款；定期化加剧推升存款成本。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	3425.07	3476.99	3625.08	3883.06
同比增速	2.25%	1.52%	4.26%	7.12%
归母净利润（亿元）	862.70	878.49	917.92	951.13
同比增速	1.23%	1.83%	4.49%	3.62%
净息差（测算值）	1.99%	1.87%	1.82%	1.84%
不良贷款率	0.83%	0.85%	0.85%	0.84%
不良贷款拨备覆盖率	347.57%	306.90%	299.51%	305.46%
ROE	9.70%	8.83%	8.64%	8.44%
每股盈利（元）	0.87	0.89	0.93	0.96
PE（倍）	6.48	6.37	6.09	5.88
每股净资产（元）	7.92	8.54	9.07	9.63
PB（倍）	0.71	0.66	0.62	0.59

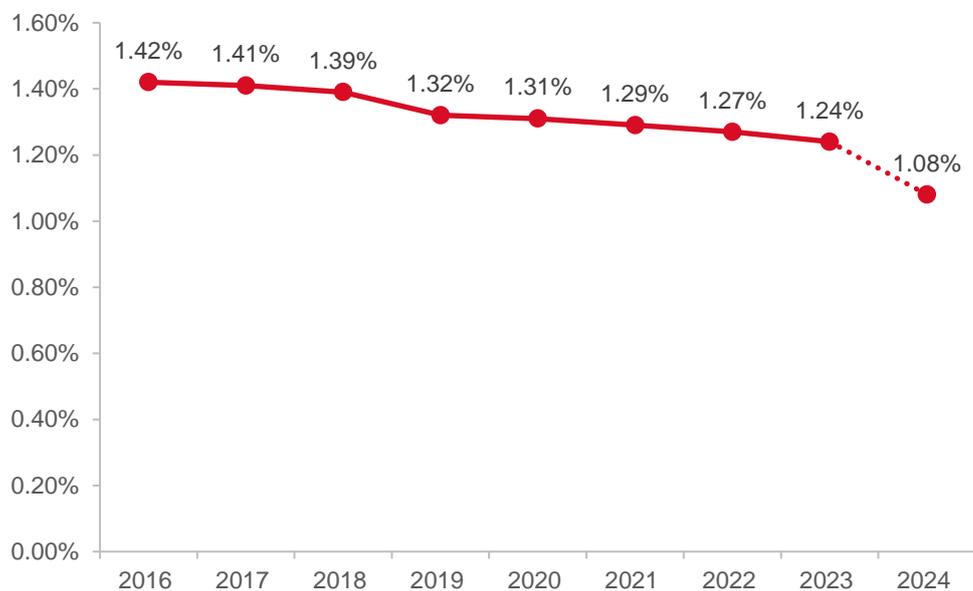
资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所，截至 2024 年 10 月 17 日收盘

表1 邮储银行储蓄代理费率按档调整幅度为-8~-33.8BPs

档次	调整前	调整后	差异
活期	2.33%	1.99%	下降 33.8 BPs
定活两便	1.50%	1.30%	下降 19.8 BPs
通知存款	1.70%	1.48%	下降 22.5 BPs
三个月	1.25%	1.09%	下降 16.5 BPs
半年	1.15%	1.00%	下降 14.9 BPs
一年	1.10%	1.00%	下降 10.1 BPs
两年	0.35%	0.15%	下降 20.1 BPs
三年	0.10%	0.02%	下降 8.0 BPs
五年	0.00%	0.00%	-
每日储蓄现金（含在途）	-1.50%	-1.50%	-

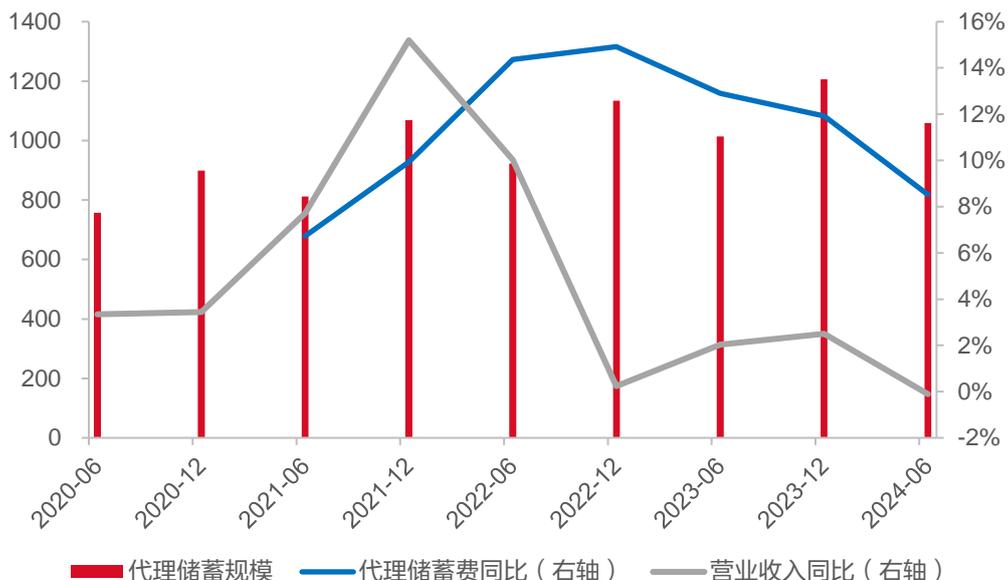
资料来源：邮储银行公告，Wind，东海证券研究所

图1 本次调整后，邮储银行储蓄代理综合费率下降至 1.08%



资料来源：邮储银行公告，Wind，东海证券研究所

图2 邮储银行代理储蓄费（半年度）增速明显快于营业收入，左轴单位：亿元



资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

表2 10月17日邮储银行下调各档存款挂牌利率

项目	下调后 (%)	下调前 (%)	降幅 (BPs)
一、活期存款	0.1	0.15	-5
1.整存整取			
三个月	0.8	1.05	-25
六个月	1.01	1.26	-25
一年	1.13	1.38	-25
二年	1.2	1.45	-25
三年	1.5	1.75	-25
二、定期存款			
五年	1.55	1.8	-25
2.零存整取、整存零取、存本取息			
一年	0.8	1.05	-25
三年	1.01	1.26	-25
五年	1.01	1.26	-25
3.定活两便	按一年以内定期整存整取同档次利率打六折		
三、协定存款	0.2	0.6	-40
四、通知存款			
一天	0.1	0.15	-5
七天	0.45	0.7	-25

资料来源：邮储银行公告，Wind，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (摊薄)	0.87	0.89	0.93	0.96
BVPS (元)	7.92	8.54	9.07	9.63
P/E (倍)	6.48	6.37	6.09	5.88
P/B (倍)	0.71	0.66	0.62	0.59

盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E
ROAA	0.58%	0.54%	0.52%	0.50%
ROAE	9.70%	8.83%	8.64%	8.44%
净利差 (SPREAD)	1.97%	1.86%	1.83%	1.84%
净息差 (NIM)	1.99%	1.87%	1.82%	1.84%
信贷成本	0.34%	0.34%	0.39%	0.45%
成本收入比	64.82%	64.21%	62.51%	61.63%
所得税有效税率	5.65%	4.53%	4.79%	5.05%

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
利息收入	4983	5107	5016	5305
利息支出	2165	2225	2012	2056
利息净收入	2818	2882	3004	3249
手续费净收入	283	242	268	297
其他非息收入	315	348	353	337
营业收入	3425	3477	3625	3883
营业费用与税金	2247	2259	2294	2422
资产减值损失	262	298	367	459
营业利润	915	921	964	1002
所得税	52	42	46	51
净利润	864	880	919	951
母公司所有者利润	863	878	918	951

业绩增长率	2023A	2024E	2025E	2026E
利息净收入	3.00%	2.27%	4.23%	8.15%
手续费及佣金净收入	-0.64%	-14.32%	10.81%	10.73%
营业收入	2.25%	1.52%	4.26%	7.12%
拨备前利润	-7.00%	3.52%	9.30%	9.70%
归母净利润	1.23%	1.83%	4.49%	3.62%

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所预测

注：估值对应 10 月 17 日收盘价。

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及存放央行	13375	14678	15762	16847
同业资产	8965	8737	9382	10028
金融投资	53876	56326	59731	63583
贷款总额	81489	89310	97224	104422
贷款损失准备	2345	2329	2485	2691
贷款净额	79152	86981	94739	101731
生息资产总额	148820	157907	170283	182301
总资产	157266	169370	182299	194995
同业负债	4289	2929	3374	3691
存款	139560	153153	164471	175786
应付债券	2611	1783	2054	2247
付息负债	146798	158096	170164	182016
总负债	147700	159054	171339	183370
少数股东权益	17	18	19	19
母公司所有者权益	9549	10298	10941	11606

规模指标	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产增速	11.80%	7.70%	7.63%	6.96%
总贷款增速	13.02%	9.60%	8.86%	7.40%
贷款净额增速	13.44%	9.89%	8.92%	7.38%
存款增速	9.76%	9.74%	7.39%	6.88%
贷存比	58.39%	58.31%	59.11%	59.40%

资产质量	2023A	2024E	2025E	2026E
不良贷款率	0.83%	0.85%	0.85%	0.84%
不良贷款毛生成率	0.34%	0.37%	0.34%	0.30%
不良贷款净生成率	0.09%	0.10%	0.08%	0.05%
拨备覆盖率	347.57%	306.90%	299.51%	305.46%
拨备/贷款总额	2.88%	2.61%	2.56%	2.58%

资本	2023A	2024E	2025E	2026E
资本充足率	14.23%	14.03%	13.79%	13.61%
核心一级资本充足率	9.53%	9.27%	9.29%	9.33%
杠杆倍数	16.43	16.40	16.62	16.76

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：（8621）20333619
 传真：（8621）50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：（8610）59707105
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089