

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2020 年 06 月 16 日

**市场数据**

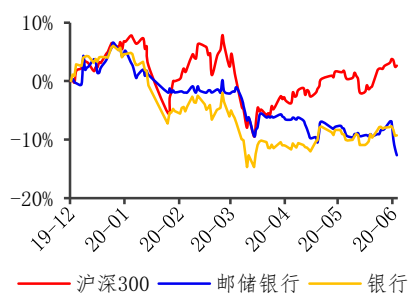
目前股价	4.66
总市值（亿元）	4,087.99
流通市值（亿元）	182.32
总股本（万股）	8,697,856
流通股本（万股）	387,912
12 个月最高/最低	5.89/4.70

**分析师**

分析师：邹恒超 S1070519080001

☎ 021-31829731

✉ zouhengchao@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 奔跑的零售大行

## ——邮储银行（601658）公司深度报告

**盈利预测**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	257,979	277,735	293,062	318,332	353,396
(+/-%)	18.5%	7.7%	5.5%	8.6%	11.0%
净利润（百万元）	52,311	60,933	67,181	74,742	83,817
(+/-%)	9.7%	16.5%	10.3%	11.3%	12.1%
摊薄 EPS	0.65	0.71	0.78	0.87	0.97
PB	0.89	0.82	0.75	0.68	0.62

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 独特模式：自营+代理造就零售型国有大行。**邮储是唯一一家既有自营又有代理的混合网点体系的银行，拥有全国最多的 4 万个网点，服务 6 亿个人客户，这使得邮储银行天生具备零售银行的基因。虽然代理网点的储蓄代理费较高，不过近几年在银行业存款定期化的趋势下，邮储的存款综合成本相对同业的劣势在缩窄，并且未来邮储和邮政的协同从负债端走向资产端，能够提升代理网点对邮储银行的盈利贡献。
- 成长空间：来自资产、客户、网点三大潜力的挖掘。**（1）资产结构的优化：邮储银行贷款占比偏低，存贷比提升空间大，存贷比和零售贷款占比每提升 1 个百分点分别能够带来 1 个百分点和 0.5 个百分点的净利润弹性；（2）客户价值的挖掘：邮储银行中间业务起步晚，占营收比例仅相当于其他五大行 2007 年时水平，信用卡渗透率、网均理财余额均有很大提升空间，能够带来中收的快速发展；（3）网点效能的提升：邮储银行与同业网点的点均产能还存在着较大差距，但同时也是邮储的潜力，一方面加快推进网点转型，提升网点效能；另一方面对代理网点积极争取监管支持，逐步进行功能新增和产品叠加。
- 资产质量：有一张干净的资产负债表。**邮储银行不良率是行业平均值的一半，拨备覆盖率远远高于行业平均水平，同时在客户准入上始终坚持“一大一小”的策略。“大”的方面，着重选取高信用评级的优良企业，重点是大型基础设施建设项目、央企和行业龙头企业，风险较低；“小”的方面，个人消费、经营、小企业贷款业务笔均金额较小，贷款风险分散。
- 投资建议：**邮储银行具备股份行和城商行的成长性、农商行的下沉度、大行的体量和股息率，随着邮储在资产结构、中间业务以及运营效率方面潜力的进一步挖掘，ROE 有望继续回升。我们预计邮储银行 2020-2022 年净利润同比分别增长 10.3%/11.3%/12.1%，目前估值 0.75x20PB，首次覆盖给予强烈推荐评级。
- 风险提示：**贷款投放不及预期，存贷比提升较慢；中间业务发展不及预期；代理网点功能拓展不及预期；经济下行超预期导致资产质量恶化。

## 目录

1. 独特的模式：自营+代理.....	5
1.1 自营+代理模式的历史缘由.....	5
1.2 造就网点最多的零售大行.....	5
1.3 需从负债端迈向资产端协同.....	8
2. 邮储银行的成长空间在哪？.....	10
2.1 资产结构的优化.....	10
2.1.1 提高存贷比.....	10
2.1.2 提升零售占比.....	12
2.2 客户价值的挖掘.....	13
2.2.1 信用卡.....	15
2.2.2 财富管理.....	17
2.3 网点效能的提升.....	17
2.3.1 网点系统化转型.....	18
2.3.2 拓展代理网点功能.....	18
3. 资产质量：干净的资产负债表.....	19
3.1 资产质量优异的历史原因.....	19
3.2 未来如何保持良好的资产质量.....	21
4. 投资建议：高成长大行，ROE 提升可期.....	22
附：盈利预测表.....	24

## 图表目录

图 1: 六大行网点数量对比.....	6
图 2: 邮储银行网点城乡分布情况.....	6
图 3: 邮储银行自营和代理网点分布情况.....	6
图 4: 邮储银行网点地域分布情况.....	7
图 5: 六大行和招商、平安零售存款占比比较.....	7
图 6: 六大行和招商、平安零售贷款占比比较.....	7
图 7: 邮储银行零售业务收入占比始终在 60%以上.....	8
图 8: 邮储银行零售业务利润占比在 40%左右.....	8
图 9: 邮储银行零售业务收入占比最高.....	8
图 10: 邮储银行零售业务利润占比和大行类似.....	8
图 11: 代理储蓄存款占邮储银行总存款的 2/3.....	9
图 12: 储蓄代理费占邮储银行营业收入的 27.5%.....	9
图 13: 邮储代理网点代理吸收存款的综合费率.....	10
图 14: 邮储银行定期存款占比.....	10
图 15: 邮储银行生息资产结构变化.....	11
图 16: 2019 年末六大行生息资产结构对比.....	11
图 17: 邮储银行存贷比持续提升.....	11
图 18: 邮储银行存贷比较五大行低 24 个百分点.....	11
图 19: 2019 年邮储银行贷款收益率高于金融市场业务 100bp 左右.....	12
图 20: 邮储银行零售贷款占比和新增零售投放占比.....	12
图 21: 邮储银行零售贷款和公司贷款收益率.....	12
图 22: 邮储银行各项零售贷款占总贷款比例.....	13
图 23: 农村居民可支配收入增速逐渐提高.....	13
图 24: 六大行手续费及佣金净收入占营业收入比例.....	14
图 25: 邮储银行手续费收入占比仅相当于五大行 2007 年.....	14
图 26: 邮储银行手续费支出占营收比例高于五大行.....	15
图 27: 邮储银行手续费及佣金净收入增速持续领先大行.....	15
图 28: 邮储银行手续费净收入占营收比例逐渐提升.....	15
图 29: 2016-2019 年邮储银行信用卡渗透率逐步提升.....	16
图 30: 邮储银行信用卡渗透率较同业还有很大提升空间.....	16
图 31: 邮储银行信用卡结存量和增速.....	17
图 32: 邮储银行信用卡消费金额和增速.....	17
图 33: 六大行理财产品余额和网均理财余额对比.....	17
图 34: 邮储银行网均资产和贷款偏低.....	18
图 35: 邮储银行网均营收和网均利润偏低.....	18
图 36: 邮储银行网点改造升级.....	18
图 37: 下一步邮储银行将在代理网点拓展三方面业务.....	19
图 38: 邮储银行不良、关注、逾期率低于其他五大行.....	19
图 39: 邮储银行拨备覆盖率六大行最高.....	19
图 40: 邮储银行公司贷款不良率低于其他五大行.....	20
图 41: 六大行制造业贷款占公司贷款比例.....	21
图 42: 六大行批发零售业贷款占公司贷款比例.....	21

图 43:	邮储银行按规模划分的公司贷款分布情况 .....	21
图 44:	邮储银行各项零售贷款不良率 .....	22
图 45:	邮储银行净利润增速领先大行 .....	23
图 46:	2017 年后邮储银行 ROE 企稳回升 .....	23

表 1:	邮储银行存款综合成本和其他五大行对比 .....	9
表 2:	邮储代理网点储蓄代理分档费率 .....	10
表 3:	邮储银行向邮政集团支付的代理中间业务手续费 .....	15
表 4:	六大行信用卡发卡量及消费金额对比 .....	16
表 5:	邮储银行对公贷款分行业不良率 .....	20

# 1. 独特的模式：自营+代理

## 1.1 自营+代理模式的历史缘由

邮储银行独特的“自营+代理”的模式是政府和监管部门的特殊政策安排，具有**唯一性和排他性**，使邮储银行和邮政公司共享网点资源和人力资源。与其他商业银行全都是自营网点不同，邮储银行是依托邮政储蓄设立的，有相当一部分邮政的营业所成为了邮储银行的代理点，因此邮储银行成了中国银行业中唯一一家既有自营又有代理的混合物理网点体系。

**（1）邮储银行的前身是邮政储蓄，承担人民银行资金吸收的功能。**改革开放以后，积郁多年的经济发展动力一下激活，80年代整个中国的经济增长都非常迅速。为了支援经济建设，需要从民间筹集资金，由于当时四大行刚刚成为专业银行，无论网点数量还是吸储能力，都不能满足国内巨额的资金需求。考虑到中国邮政庞大的网点和覆盖面，1986年3月，中国人民银行与原邮电部签订《关于开办邮政储蓄的协议》，决定从4月起全国推行邮政储蓄业务。早期的邮政储蓄只是一个资金吸收器的功能，所有吸收进来的资金，全部缴存或者转存中国人民银行。

**（2）邮储银行成立后采取自营+代理的模式，是对历史上邮政业务与储蓄业务长期合署办公的折中。**2004年5月，中国银监会下发了《邮政储蓄机构业务管理暂行办法》，明确要求邮政储蓄与邮政业务应实行“财务分开和分账经营”；2005年，《邮政体制改革方案》出台，要求加快成立中国邮政储蓄银行，实现金融业务规范化经营；2006年3月，银监会下发《关于加强邮政储蓄机构小额贷款业务试点管理的意见》，解决了邮政“只存不贷”的尴尬局面，不久又批准邮政存款可以开展银团贷款业务，至此，邮政基本具备了商业银行的雏形；2007年3月6日，中国邮政储蓄银行有限责任公司注册成立，中国邮政集团以全资方式出资200亿元组建的邮政储蓄银行，在经营上采取自营+代理的模式，这是对历史上邮政业务与储蓄业务长期合署办公的折中。

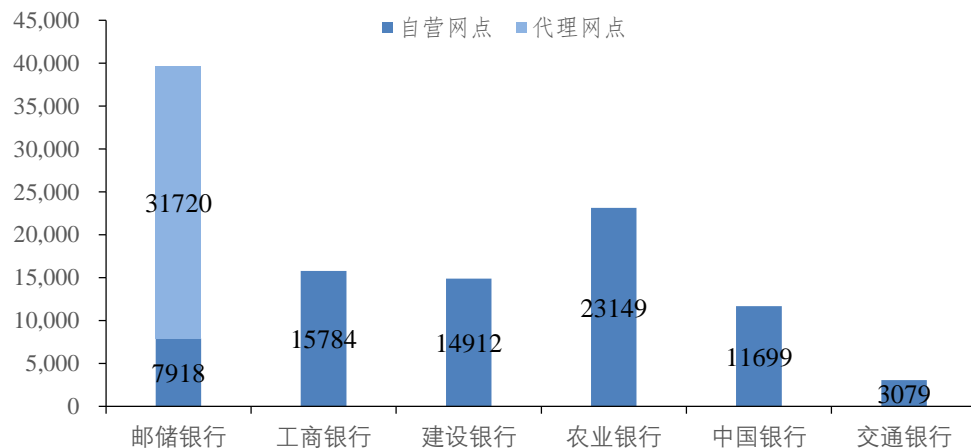
**自营网点可以办理全部银行业务，代理网点可以办理个人本外币储蓄存款、部分中间业务，不能开展对公业务和资产业务。**代理网点代理邮储银行办理储蓄和中间业务，邮储银行需要向邮政集团支付代理费：（1）代理储蓄存款：邮储银行需向邮政集团按照“固定费率、分档计费”计算并支付给邮政集团储蓄代理费，视存款期限而异分档费率在0.20%-2.30%之间，综合费率上限为1.50%；（2）代理中间业务：代理网点办理中间业务取得的收入先在邮储银行确认，再按照“谁办理、谁受益”的原则，由邮储银行支付给邮政集团。

**不过代理网点的功能在未来有望逐步拓展。**2019年5月起，邮储银行启动在6个省份的代理网点试点辅助小额贷款业务，并计划未来在全国推广。这属于邮储银行在银邮合作上的一大重要突破，有利于代理网点从单功能向多功能方向转变，拓宽收入来源。小额辅助贷款做好以后，未来有望向监管部门争取中间业务、信用卡业务、公司业务向代理网点逐步放开。

## 1.2 造就网点最多的零售大行

“自营+代理”模式使得邮储银行拥有商业银行中网点数量最多、覆盖面最广的物理网络。2019年末，邮储银行拥有3.96万个营业网点（自营网点占比20%，代理网点占比80%），是网点数量最多的银行，占银行业金融机构网点数量的17.4%，覆盖了中国99%的县（市）。

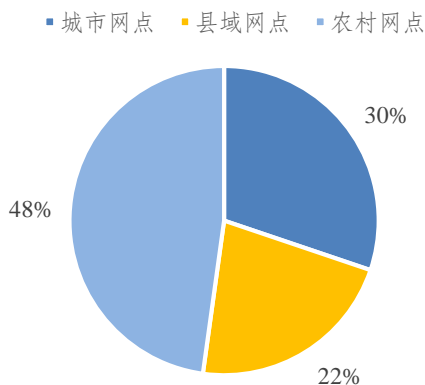
图1：六大行网点数量对比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

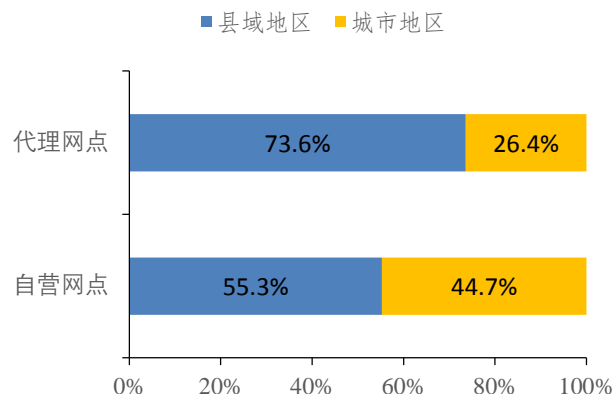
**（1）县域地区渗透率高。**邮储银行城市网点占比30%，县城网点占比22%，农村网点占比48%，自营网点主要分布在县城及城市地区，代理网点大多分布在县及县以下的乡镇地区。这种分布的好处是，乡镇地区获得资金的成本低、但贷款需求不如城市和县城地区，通过代理网点吸储能够减少运营成本；城市和县城地区获得资金的成本相对较高、但贷款需求相对更多，通过自营网点运营能够更好的发挥资产端优势。

图2：邮储银行网点城乡分布情况



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图3：邮储银行自营和代理网点分布情况

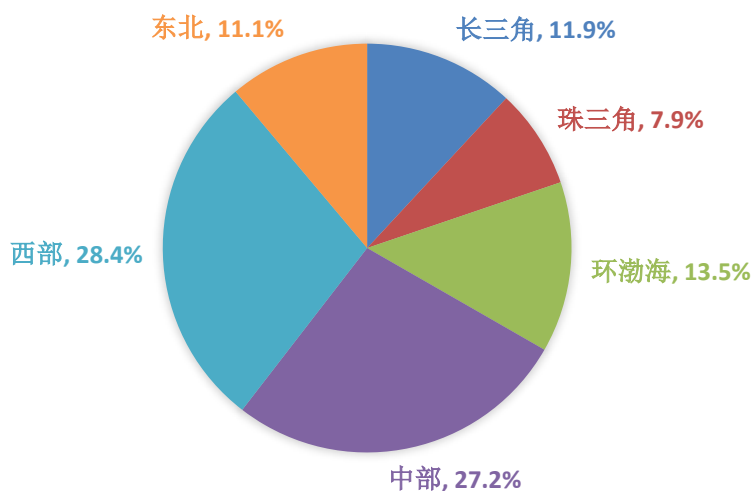


资料来源：公司公告，长城证券研究所

**（2）深耕中西部地区。**邮储银行位于中部和西部地区的营业网点占全行网点数量的55.6%。从负债端来看，中西部地区贡献了邮储银行53.1%的存款，由于中西部地区投资渠道有限，居民对传统金融机构的依存度更高，对邮储银行意味着相对较小的存款竞争压力；从资产端来看，随着西部大开发、中部崛起战略的实施，将为邮储银行中西部地区贷款业务的带来发展空间。



图 4: 邮储银行网点地域分布情况

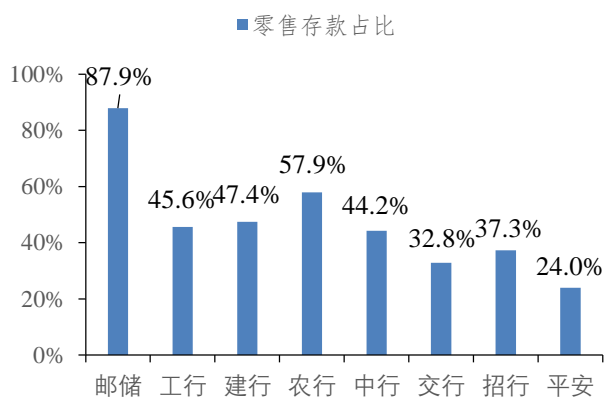


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

高密度的网点使得邮储银行天生具备零售银行的基因, 零售客户数量相当于四大行的水平。2019 年邮储银行个人客户达到 6.05 亿, 相当于 40% 的中国人口。

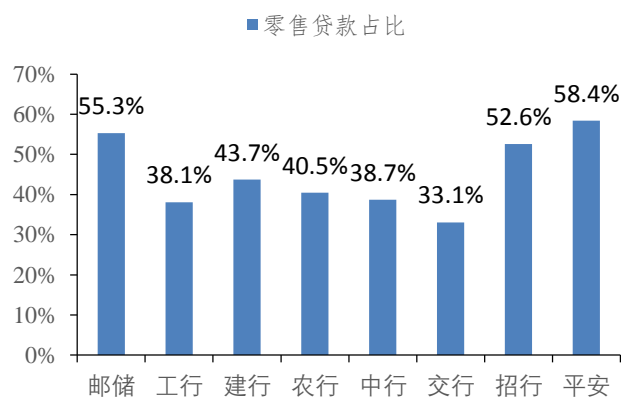
(1) 资产负债结构中零售存贷款比例高。邮储银行零售存款占总存款比例为接近 90%, 是大行的两倍; 零售贷款占总贷款比例为 55.3%, 与招行、平安相当, 高于大行 15 个百分点。

图 5: 六大行和招商、平安零售存款占比比较



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

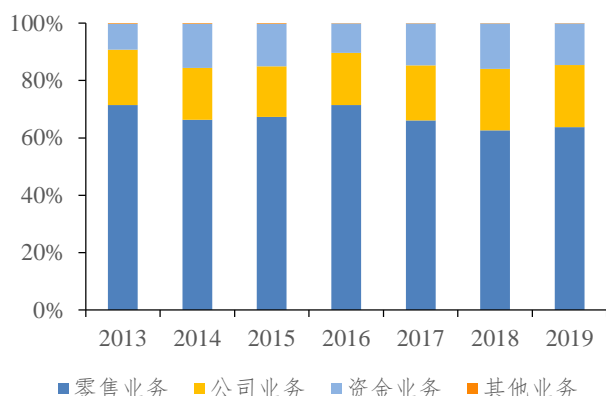
图 6: 六大行和招商、平安零售贷款占比比较



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

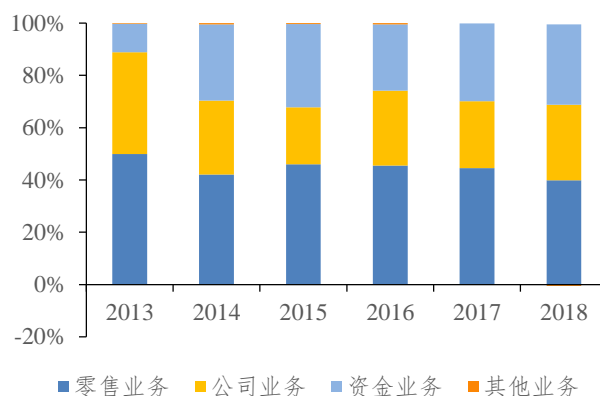
(2) 零售是营收和利润的主要贡献方。邮储银行零售业务收入占比 63.8%, 在上市银行中属于最高水平, 但由于代理网点吸收的个人储蓄存款需要向邮政集团缴纳储蓄代理费, 导致邮储银行零售业务利润占比只有 40%。不过随着零售端高收益率的消费信贷和小微贷款占比的提高, 以及邮储银行及邮政集团协同上的突破, 未来零售业务的盈利水平有望提高。

图 7: 邮储银行零售业务收入占比始终在 60% 以上



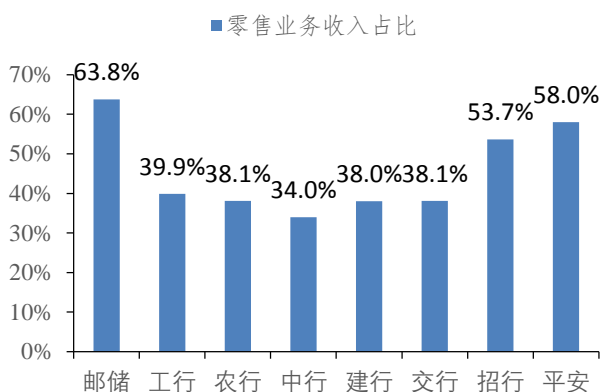
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 8: 邮储银行零售业务利润占比在 40% 左右



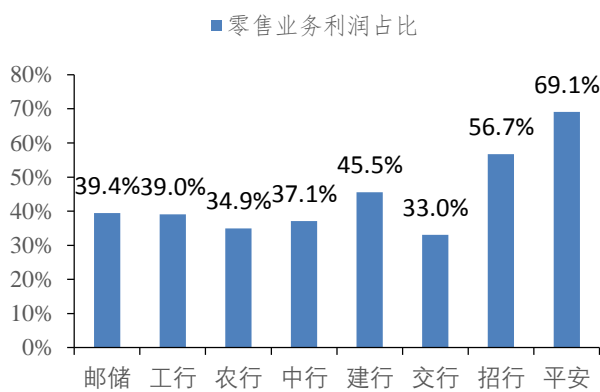
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 9: 邮储银行零售业务收入占比最高



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 10: 邮储银行零售业务利润占比和大行类似



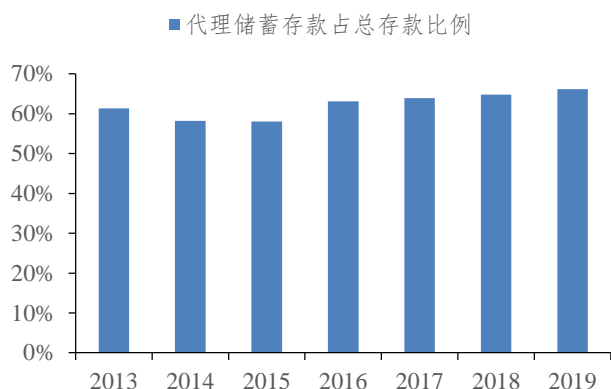
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

### 1.3 需从负债端迈向资产端协同

代理网点弥补了邮储银行自营网点数量有限的不足，但同时也带来了一个劣势，就是储蓄代理费不低。代理网点贡献了邮储银行 2/3 的存款，但支付给邮政集团的储蓄代理费也占到了营业收入的 27.5%，导致邮储银行的成本收入比远高于同业。

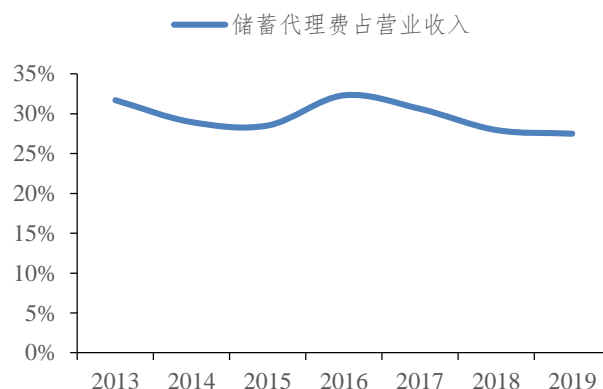


图 11: 代理储蓄存款占邮储银行总存款的 2/3



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 12: 储蓄代理费占邮储银行营业收入的 27.5%



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

(1) 储蓄代理费在财务上计入营业支出, 但如果将储蓄代理费作为邮储银行吸储成本的一部分, 那么邮储银行综合存款成本要高于其他五大行。2019 年邮储银行存款付息率为 1.55%, 低于五大行, 但若加上储蓄代理费, 则邮储银行的综合存款成本上升至 2.40%, 低存款成本的优势不再。

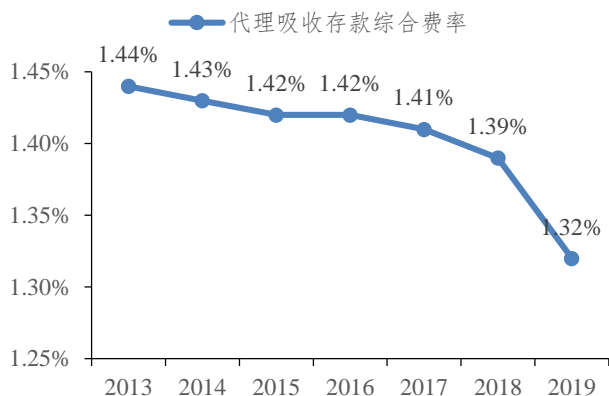
(2) 不过近几年在存款定期化的趋势下, 邮储银行存款综合成本和其他五大行的存款付息率相比, 差距在缩小。代理储蓄存款实行分档费率, 期限越长、代理费率越低, 由于整个行业存款呈现定期化的趋势, 这使得 2013 年以来邮储银行的代理吸收存款综合费率呈下降趋势, 一定程度上减轻了存款定期化下存款成本的刚性上升。2013 年邮储银行存款付息率+储蓄代理费的综合费率高于交行 73bp, 但现在已经基本持平。

表 1: 邮储银行存款综合成本和其他五大行对比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
邮储	2.87%	2.92%	2.83%	2.38%	2.26%	2.29%	2.40%
工行	1.98%	2.04%	1.91%	1.53%	1.42%	1.45%	1.59%
农行	1.74%	1.85%	1.81%	1.47%	1.34%	1.34%	1.59%
中行	1.87%	2.02%	1.94%	1.60%	1.52%	1.63%	1.78%
建行	1.89%	1.92%	1.84%	1.45%	1.33%	1.39%	1.57%
交行	2.14%	2.35%	2.24%	1.86%	1.86%	2.27%	2.35%
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
较工行	0.89%	0.88%	0.92%	0.85%	0.84%	0.84%	0.81%
较农行	1.13%	1.07%	1.02%	0.91%	0.92%	0.95%	0.81%
较中行	1.00%	0.90%	0.89%	0.78%	0.74%	0.66%	0.62%
较建行	0.98%	1.00%	0.99%	0.93%	0.93%	0.90%	0.83%
较交行	0.73%	0.57%	0.59%	0.52%	0.40%	0.02%	0.05%

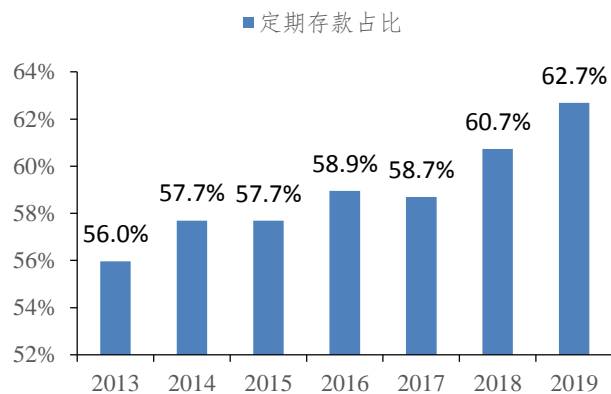
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 13: 邮储代理网点代理吸收存款的综合费率



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 14: 邮储银行定期存款占比



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

表 2: 邮储代理网点储蓄代理分档费率

	2019			1H13		
	日均余额	分档费率	储蓄代理费	日均余额	分档费率	储蓄代理费
活期	17599.5	2.30%	404.79	11198.5	2.10%	116.6
定活两便	156.76	1.50%	2.35	203.8	1.45%	1.5
通知存款	271.64	1.70%	4.62	151.5	1.45%	1.1
三个月	1264.35	1.25%	15.8	1063.8	1.25%	6.6
半年	1631.39	1.15%	18.76	1206.3	1.20%	7.2
一年	28559.48	1.08%	308.44	13973.2	1.16%	80.4
两年	2787.43	0.50%	13.94	1259.2	0.90%	5.6
三年	7179.77	0.30%	21.54	1810.8	0.60%	5.4
五年	90.41	0.20%	0.18	444.3	0.50%	1.1
每日储蓄现金(含在途)余额	158.13	-1.50%	-2.37	130.8	-1.50%	-1
合计	59540.73	1.32%	788.05	31311.3	1.43%	224.5

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

除了邮储银行存款综合成本相对同业劣势在缩窄以外, 我们还看好邮储银行与邮政集团的协同逐步从负债端走向资产端。2019 年 5 月以来, 邮储银行在银保监会的支持下, 在浙江、安徽、福建、湖南、广东、云南等 6 个省 135 个代理网点开始试点小额贷款辅助业务, 未来将此试点铺开到全国后, 可以打开资产端业务的空间, 提升代理网点对邮储银行的盈利贡献。

## 2. 邮储银行的成长空间在哪?

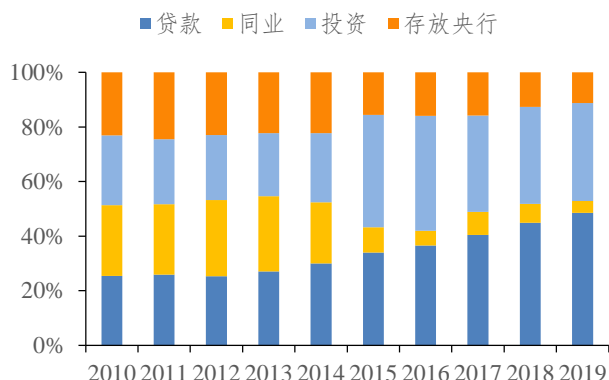
### 2.1 资产结构的优化

#### 2.1.1 提高存贷比

邮储银行贷款占比偏低, 存贷比提升空间大, 存贷比每提升 1 个百分点能够带来 1 个百分点的净利润弹性。相比其他五大行, 邮储银行成立时间较晚, 2007 年 3 月才注册成立,

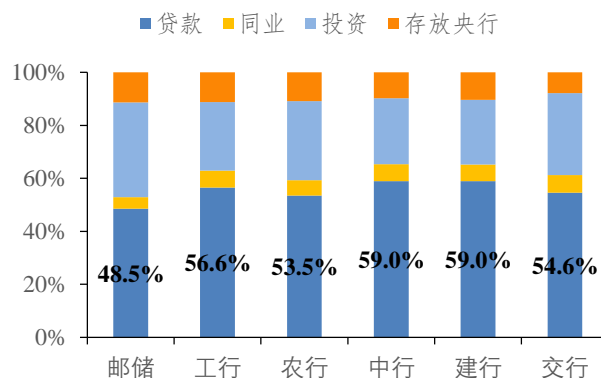
而邮储银行的前身，即邮政储蓄业务之前一直是“只存不贷”，因而邮储银行的贷款业务开展时间要晚于其他大行，这导致邮储银行生息资产结构中贷款占比较低。2019 年邮储银行资产结构中贷款占比低于五大行平均 10 个百分点，存贷比也只有 53.4%，比五大行 77.5% 的平均水平低了 24 个百分点。目前邮储银行贷款收益率与金融市场业务利差大约 100bp，我们测算存贷比每提升 1 个百分点，能够提升息差 1bp，带动营收增速和利润增速分别提高 0.35 和 1 个百分点。

图 15: 邮储银行生息资产结构变化



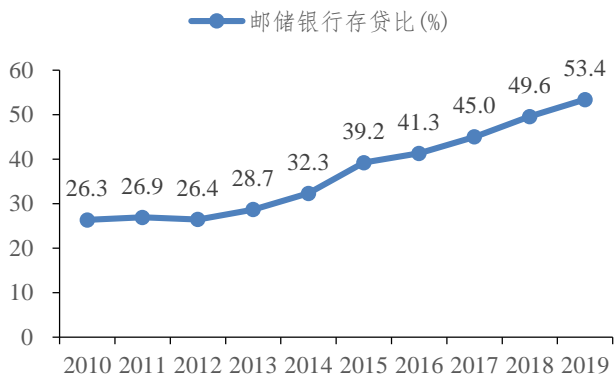
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 16: 2019 年末六大行生息资产结构对比



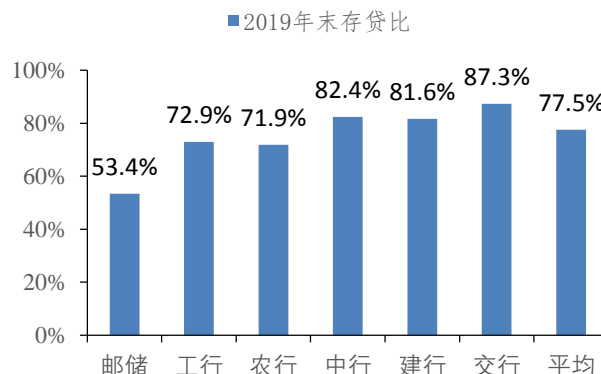
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 17: 邮储银行存贷比持续提升



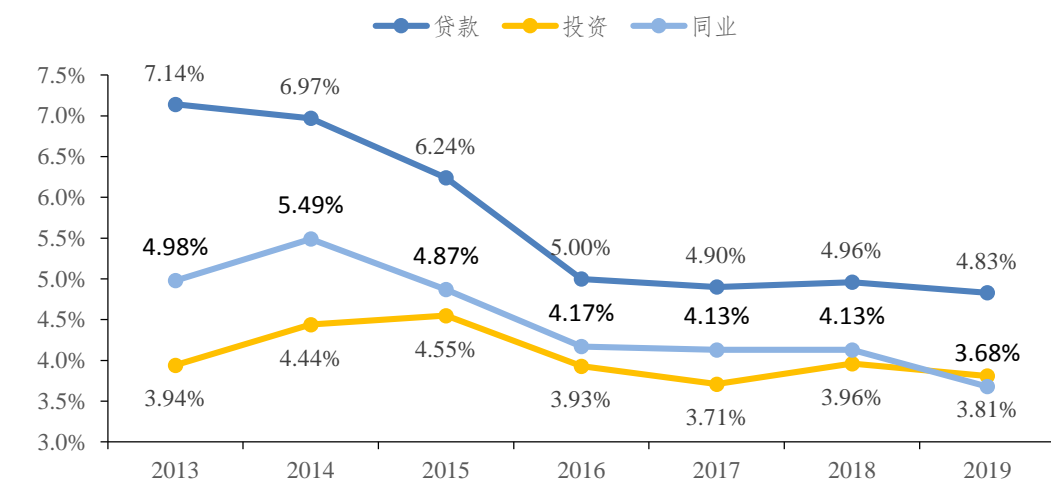
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 18: 邮储银行存贷比较五大行低 24 个百分点



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 19: 2019 年邮储银行贷款收益率高于金融市场业务 100bp 左右

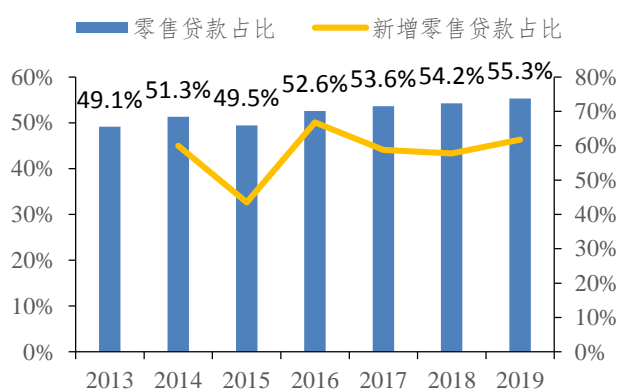


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 2.1.2 提升零售占比

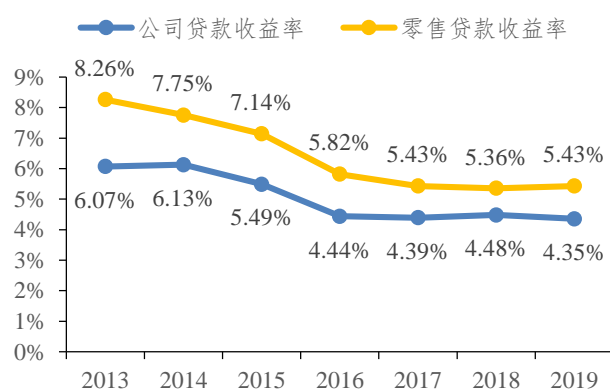
邮储银行零售贷款占比仍有进一步提高的空间, 零售贷款占比每提高 1 个百分点能够带来 0.5 个百分点的净利润弹性。近几年邮储银行始终把 60% 的新增贷款投放到零售贷款上, 2019 年末邮储银行零售贷款占总贷款的比例为 55.3%。目前邮储银行零售贷款利率高出公司贷款 100bp 左右, 我们测算零售贷款占比每提高 1 个百分点, 能够提升息差 0.5bp, 带动营收增速和利润增速分别提高 0.18 和 0.5 个百分点。如果零售贷款投向收益率更高的消费信贷和小微贷款, 对息差和利润的贡献还会更高。

图 20: 邮储银行零售贷款占比和新增零售投放占比



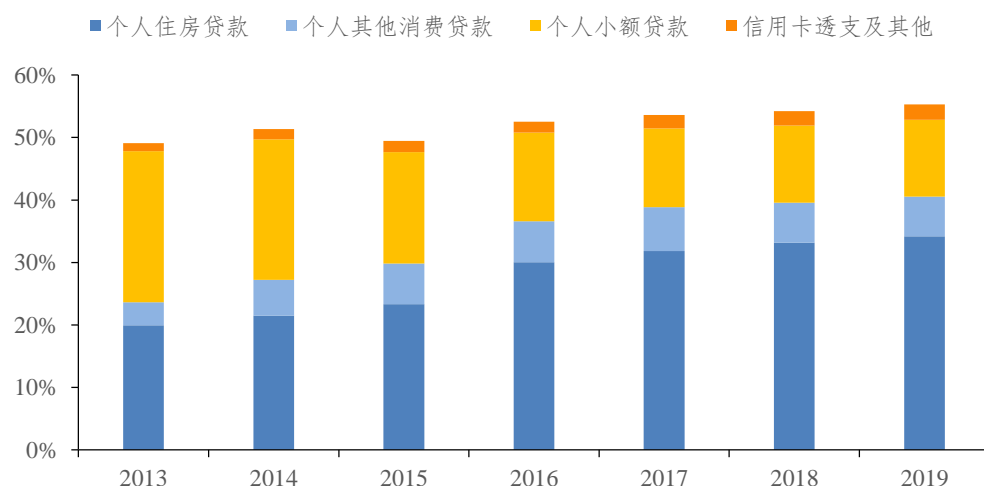
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 21: 邮储银行零售贷款和公司贷款收益率



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

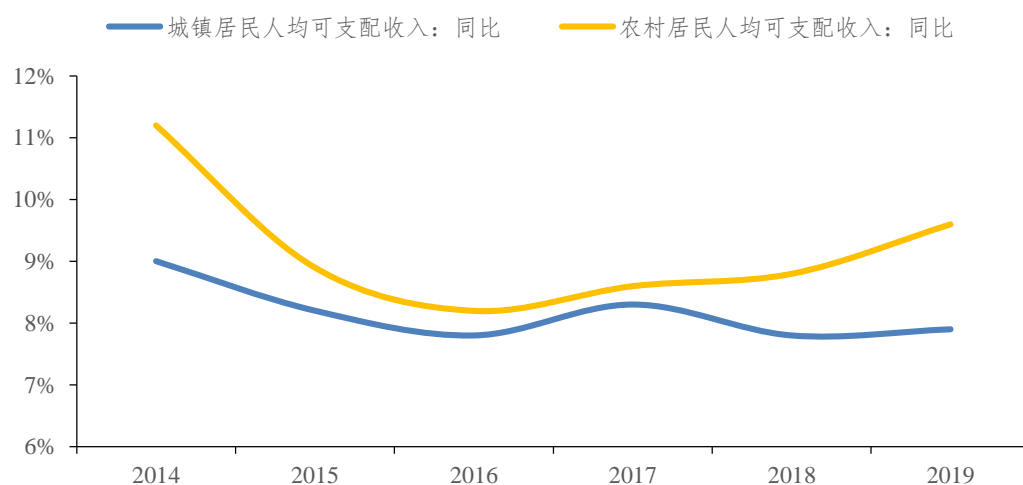
图 22: 邮储银行各项零售贷款占总贷款比例



资料来源：公司公告，长城证券研究所

**(1) 消费信贷：**邮储银行拥有 6 亿的下沉客户，伴随消费市场下沉，信用消费的趋势非常明显。2014-2019 年农村居民人均可支配收入复合增长率为 9.2%，高于城镇居民 1 个百分点，随着农村居民可支配收入的提高和借贷消费理念的加深，县域和农村地区有望成为消费信贷的下一个广阔市场。

图 23: 农村居民人均可支配收入增速逐渐提高



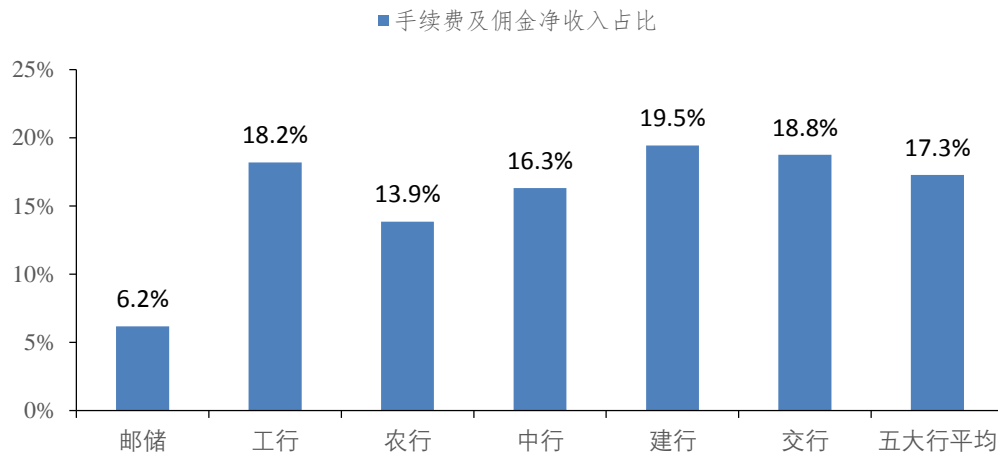
资料来源：Wind，长城证券研究所

**(2) 小微贷款：**邮储银行长期扎根农村，具备农商行的下沉深度，也是国内小额贷款服务的主要提供者。2019 年邮储银行普惠金融小微贷款余额 6532 亿，排名第二，有贷户数 151.6 万户，排名第一。邮储银行的小微贷款和其他大行相比更为下沉，户均贷款规模 43.1 万，因而收益率也更高，2019 年新发放平均利率为 6.18%，相较 2.51% 的不良率，收益足够覆盖风险。

## 2.2 客户价值的挖掘

邮储银行中间业务收入占比远低于平均水平，但也意味着未来提升的巨大潜力。邮储银行中间业务收入占比偏低，2019 年手续费及佣金净收入占营业收入比例仅有 6.2%，远低于其他五大行 15% 左右的平均水平。

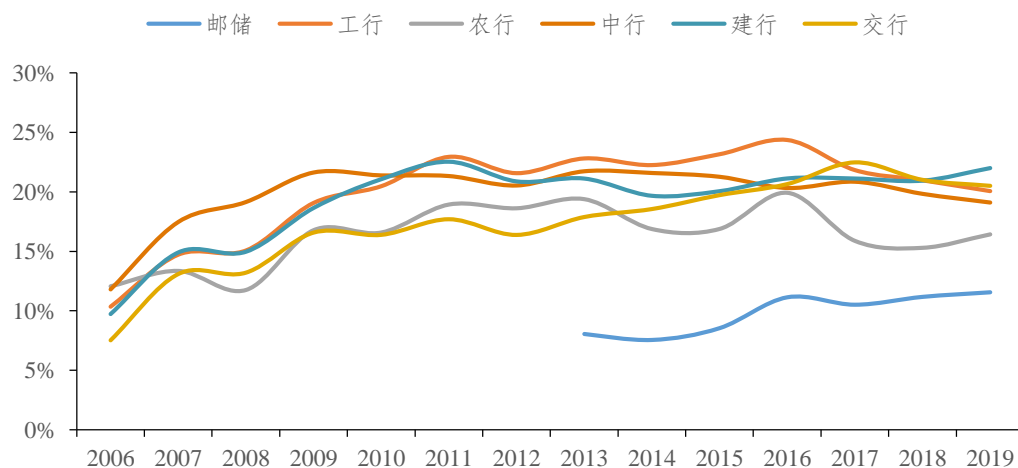
图 24：六大行手续费及佣金净收入占营业收入比例



资料来源：公司公告，长城证券研究所

**(1) 手续费收入占比低：**由于成立时间较晚，邮储银行的中间业务起步晚，占营收比重较低，仅相当于其他五大行 2007 年时的水平。2019 年邮储银行手续费收入占营业收入比重为 11.5%，低于五大行平均水平 8 个百分点。

图 25：邮储银行手续费收入占比仅相当于五大行 2007 年

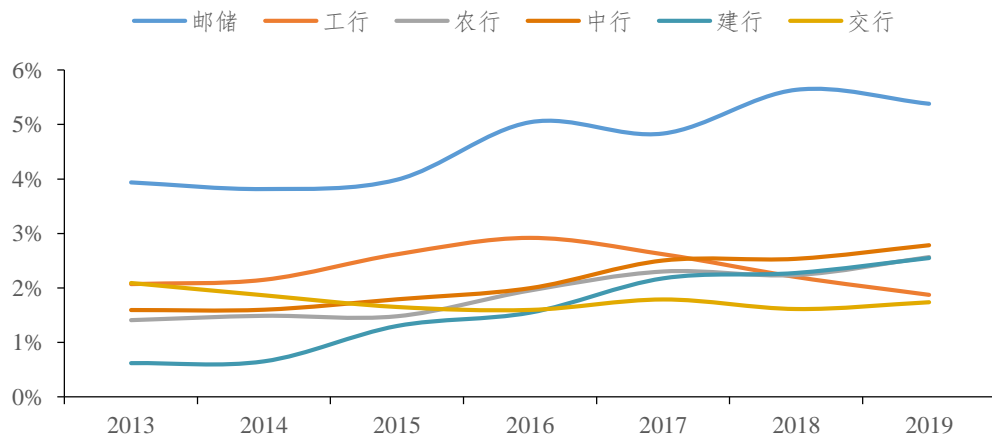


资料来源：公司公告，长城证券研究所

**(2) 手续费支出占比高：**代理网点办理的中间业务全额划归邮政集团，使得邮储银行手续费支出较高。代理中间业务支付的手续费占到邮储银行整体手续费支出的 80% 左右，导致邮储银行的手续费支出占营业收入比重达到 5.4%，是其他五大行的两倍。



图 26: 邮储银行手续费支出占营收比例高于五大行



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

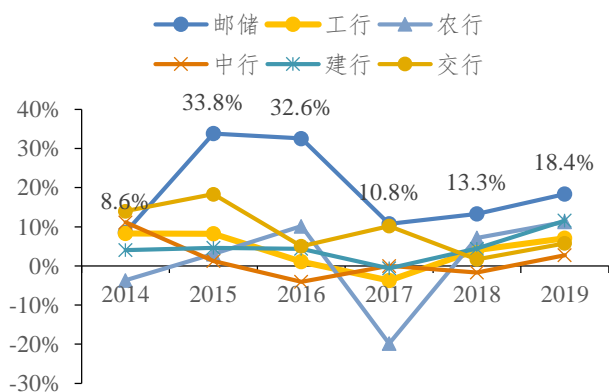
表 3: 邮储银行向邮政集团支付的代理中间业务手续费

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
代理中间业务支付的手续费	47.2	50.87	55.42	72.82	83.9	117.8	122.13
代理储蓄结算业务支出	41.95	44.23	43.34	41.77	51.06	79.58	82.42
代理销售及其他佣金支出	5.25	6.64	12.08	31.05	32.84	38.22	39.71
手续费及佣金支出	57.17	66.33	76	95.17	108.54	147.07	148.9
占比	82.6%	76.7%	72.9%	76.5%	77.3%	80.1%	82.0%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

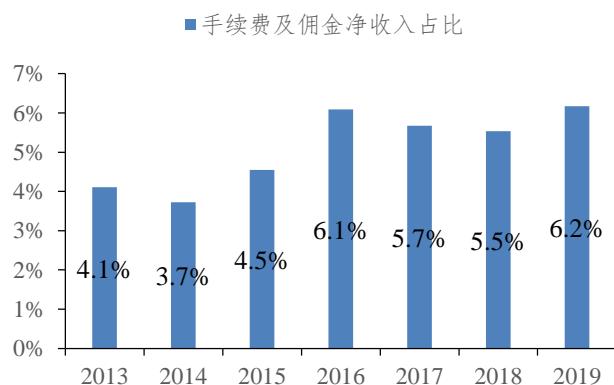
我们看好邮储银行手续费收入的增长潜力, 虽然向集团支付中间业务代理费使得邮储银行的手续费净收入占比无法达到其他大行的水平, 但即便是从 6% 提高到 10% 也有不小的提高空间。未来邮储银行将聚焦于信用卡、财富管理、电子支付、投资银行托管等重点业务开拓中间业务收入。

图 27: 邮储银行手续费及佣金净收入增速持续领先大行



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 28: 邮储银行手续费净收入占营收比例逐渐提升



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 2.2.1 信用卡

对标其他大行, 邮储银行信用卡渗透率至少有两倍增长空间。邮储银行借记卡数量不低, 结存量 10.07 亿张, 与工、农、建行相当; 但邮储银行信用卡结存量只有 3110 万张, 渗

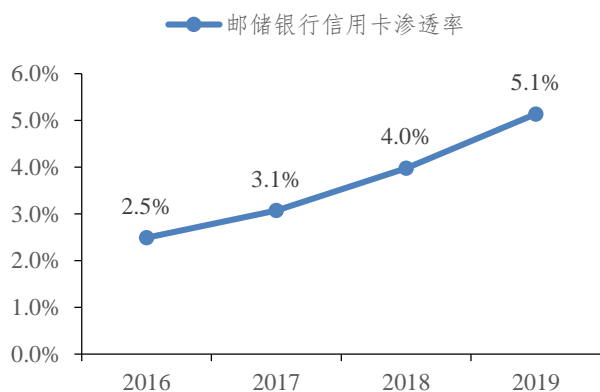
透率只有 5.1%，而四大行信用卡累计发卡量均已过亿，渗透率在 15-25% 之间。对标同样扎根县域地区的农业银行，我们认为邮储银行的信用卡至少有两倍的增长空间。

表 4: 六大行信用卡发卡量及消费金额对比

信用卡累计发卡量（万张）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
邮储	483	696	963	1,300	1,700	2,300	3,110
工行	8,805	10,056	10,891	12,000	14,300	15,100	15,900
农行	3,971	4,651	5,323	6,366	8,481	10,282	12,000
中行						11,066	12,495
建行	5,201	6,593	8,074	9,407	10,693	12,140	13,300
交行	3,020	3,628	4,315	5,043	6,243	7,155	7,180
信用卡消费金额（亿）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
邮储	1,299	2,332	3,517	4,567	5,699	7,743	9,311
工行	16,135	18,686	23,270		24,000	29,000	32,200
农行	7,981	9,869	11,466	13,323	15,163	17,538	20,100
中行	10,202	13,382	14,417		14,950	16,196	17,772
建行	12,732	16,581	22,183	23,999	26,189	29,927	31,500
交行	7,912	11,504	15,176	18,387	22,712	30,703	29,483

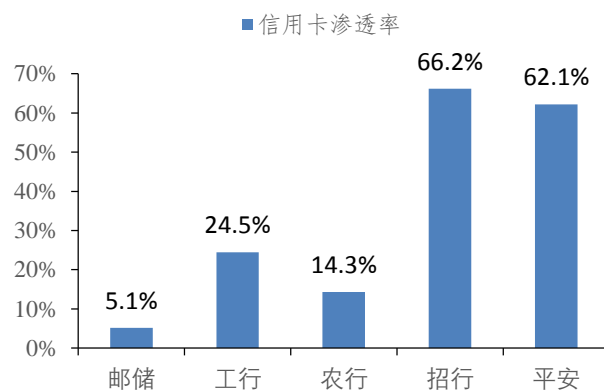
资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 29: 2016-2019 年邮储银行信用卡渗透率逐步提升



资料来源：公司公告，长城证券研究所

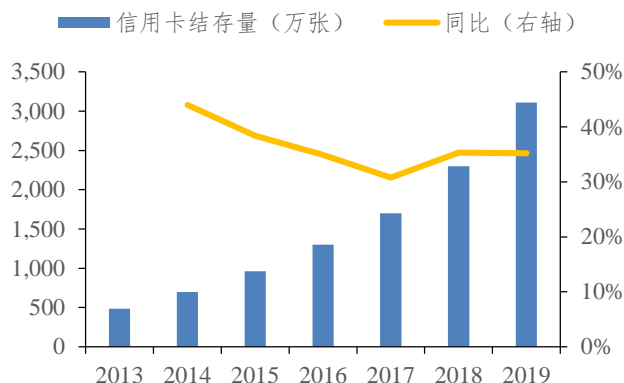
图 30: 邮储银行信用卡渗透率较同业还有很大提升空间



资料来源：公司公告，长城证券研究所

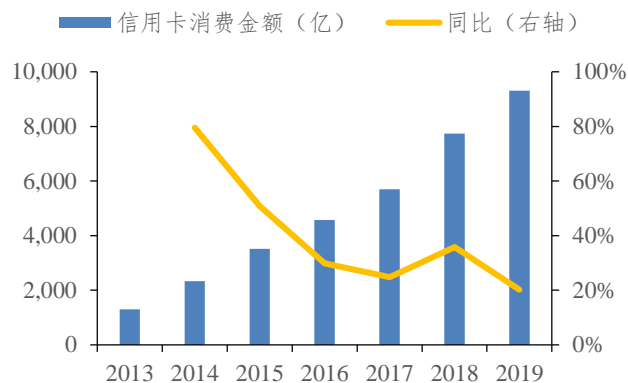
近几年邮储银行的信用卡发卡一直在提速，2019 年邮储银行信用卡新增发卡 970 万张，新增发卡量已经逐步追上四大行。未来邮储银行将通过对存量客户的交叉销售来进一步推动信用卡的发展，在邮储的 6 亿个人客户中，无论是消费贷客户、借记卡客户，还是 40 岁年龄段以下的大规模客户，都有进一步交叉销售的空间。同时，邮储银行正在加强线上引流，用线上获客的方式来提升信用卡的规模发展。

图 31: 邮储银行信用卡结存量和增速



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 32: 邮储银行信用卡消费金额和增速

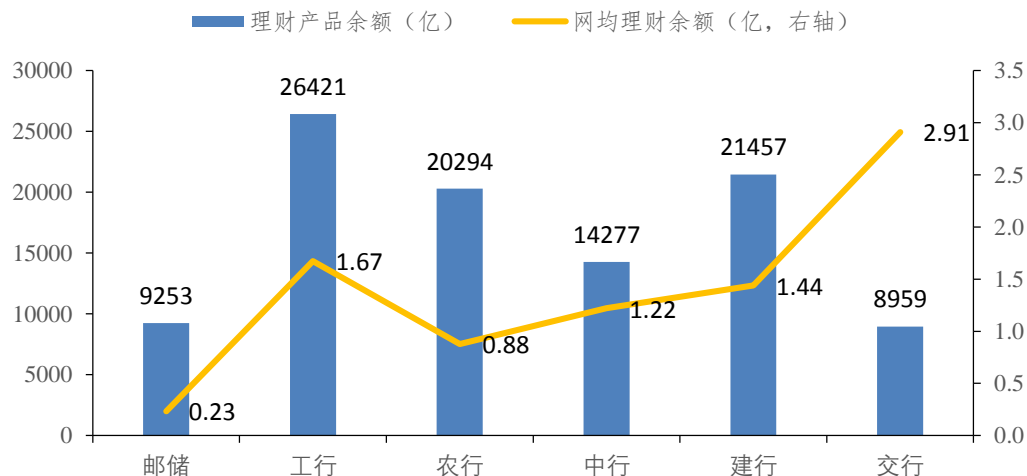


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 2.2.2 财富管理

2019 年末邮储银行的理财产品规模是 9253 亿，和交行相当，只有四大行的 1/2，和邮储银行庞大的零售客户和最多的网点数量不匹配。从网均理财余额来看，也远低于其他五大行，只有农行的 1/4。邮储银行正在加强理财业务方面的能力，一方面，网点转型、高柜压降过程中分流出来一部分人员，经过再培训、提升业务能力后补充入理财经理队伍，提高服务客户的能力；另一方面，中邮理财开业后，通过发挥理财子公司牌照资源的优势，打造多元化的理财产品，在传统的固收的基础上，进一步拓展权益、另类衍生、量化、大宗商品的配置和研发，满足不同客户层次的需求。

图 33: 六大行理财产品余额和网均理财余额对比

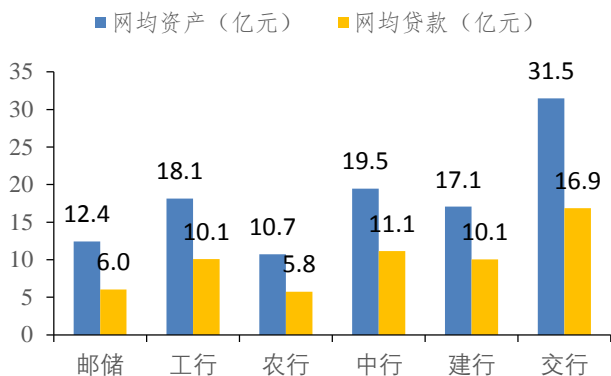


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 2.3 网点效能的提升

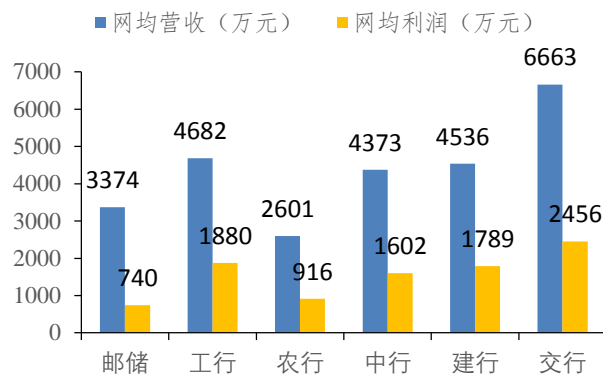
邮储银行与同业网点的点均产能还存在着较大差距，但差距也是邮储的潜力。一方面，加快推进网点转型，提升网点效能；另一方面，对代理网点积极争取监管支持，逐步进行功能新增和产品叠加。

图 34: 邮储银行网均资产和贷款偏低



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 35: 邮储银行网均营收和网均利润偏低



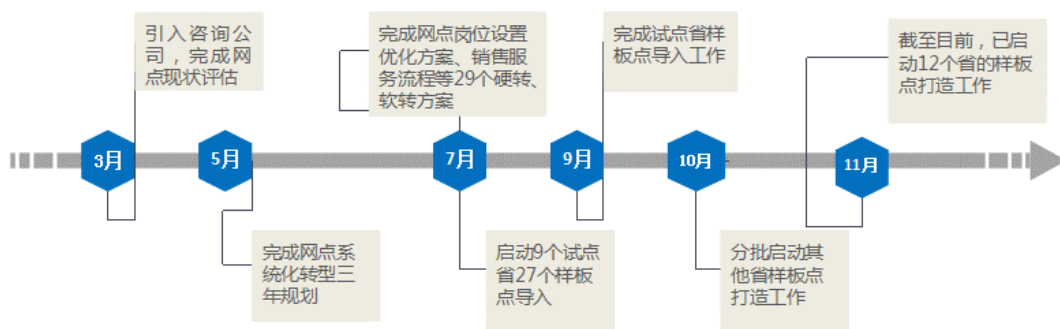
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

### 2.3.1 网点系统化转型

**实体网点深度转型, 提升服务客户效能。**通过智能设备、智能柜台、人脸和语音识别等技术, 提升客户的业务办理效率, 并使更多的网点人员能够从柜台内走向柜台外, 有更多时间维护客户关系、服务客户。2019 年, 邮储银行累计优化 175 个网点、压降面积 3.6 万平方米, 累计压降台席 8515 个, 优化柜员 5395 人, 其中 3567 人转化为营销服务人员。

**网点系统化转型已取得初步成效, 目标 2020 年实现网点智能化突破, 2021 年实现全部网点产能提升。**2019 年邮储银行重点在 10 家分行 27 个网点进行样板点打造, 并在其他分行 108 个网点推广。试点样板点转型后, 各岗位日均转介量、成功转介量比试点前分别增长 99%、87%; 理财经理日均梳理客户数量、电话拜访客户数量、邀约到店客户数量分别增长 117%、98%、63%, 网点综合营销和 VIP 客户服务能力明显提升。

图 36: 邮储银行网点改造升级



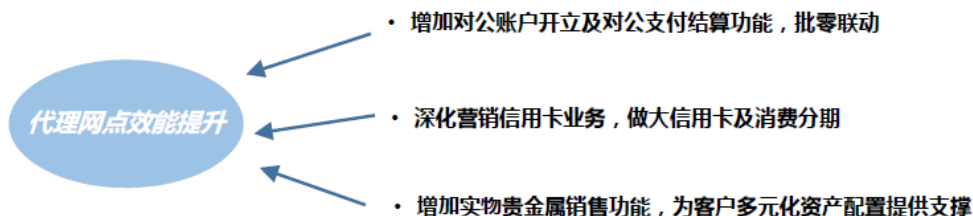
资料来源: 公司推介材料, 长城证券研究所

### 2.3.2 拓展代理网点功能

**积极拓展代理网点业务功能, 小额贷款辅助业务迈出资产端协同第一步。**邮储银行 69% 的个人客户在代理网点, 一直高度关注代理网点的综合能力的提升。2019 年 5 月以来, 邮储银行在银保监会的支持下, 在浙江、安徽、福建、湖南、广东、云南等 6 个省 135 个代理网点开始试点小额贷款辅助业务, 这属于邮储银行在银邮合作上的一大重要突破, 意味着邮储银行与邮政集团的协同正逐步从负债端走向资产端。

积极争取监管支持，允许代理网点营销更多的业务，让代理网点充分发挥网络及客户资源优势。未来邮储将在代理网点继续拓展三方面业务：（1）增加对公账户开立及对公支付结算功能，实现批零联动；（2）深化营销信用卡业务，在部分地区为零售信贷和信用卡业务开展客户引流，做大信用卡及消费分期；（3）增加销售实物贵金属业务，为客户提供实现多元化资产配置的支持。

图 37：下一步邮储银行将在代理网点拓展三方面业务

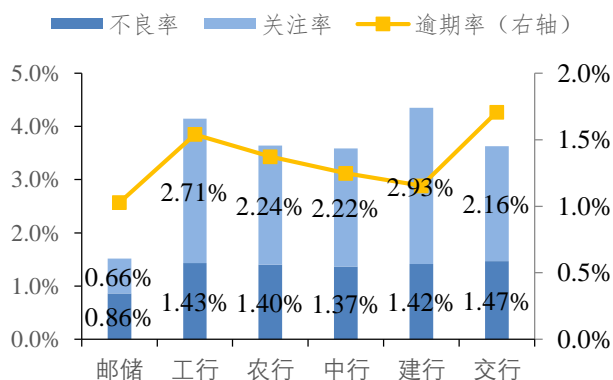


资料来源：公司推介材料，长城证券研究所

### 3. 资产质量：干净的资产负债表

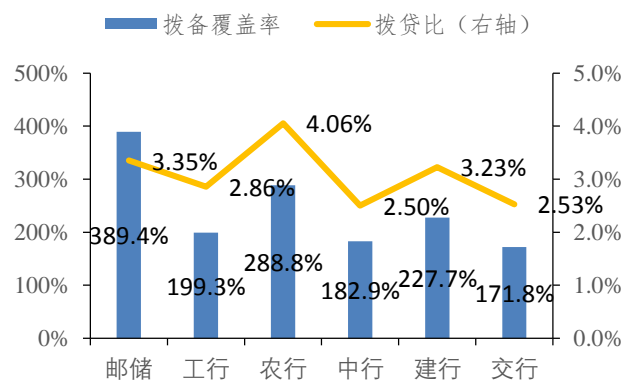
邮储银行有一张非常干净的资产负债表，不良率是行业平均值的一半，拨备覆盖率远远高于行业平均水平。资产质量上，2019 年邮储银行不良率、关注率、逾期率分别为 0.86%、0.66%、1.03%，远低于其他五大行的平均水平；拨备充足程度上，2019 年邮储银行拨备覆盖率高达 389%，是大行平均的两倍左右，拨贷比 3.35%仅次于农行；不良认定上，逾期 90 天以上贷款/不良贷款比例为 68%，逾期 60 天以上贷款几乎全部纳入了不良，逾期 30 天以上的贷款纳入不良的比例也已经高达 97%。

图 38：邮储银行不良、关注、逾期率低于其他五大行



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 39：邮储银行拨备覆盖率六大行最高



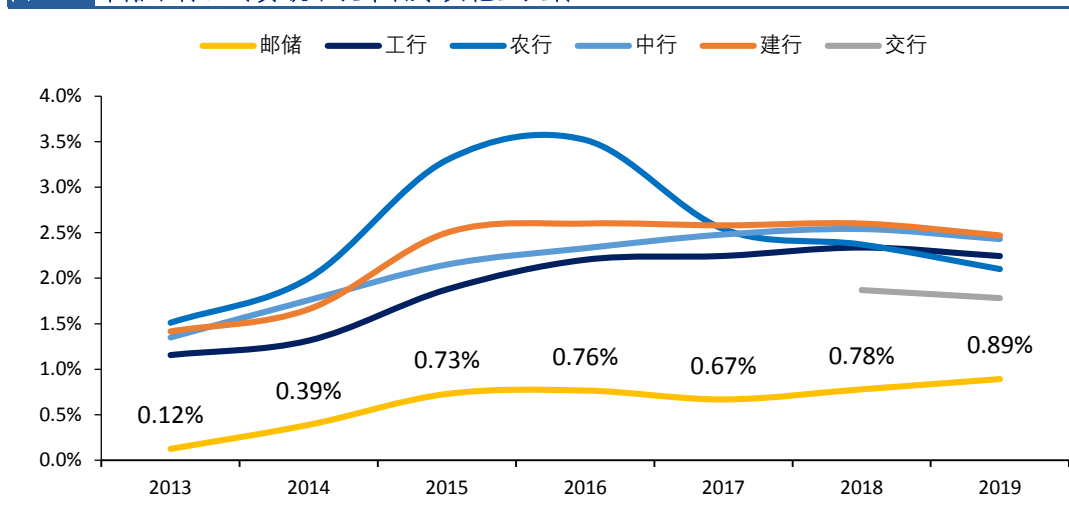
资料来源：公司公告，长城证券研究所

#### 3.1 资产质量优异的历史原因

对公业务开展时间晚，避开了一些风险。2012-2015 年银行业的不良周期主要是 2009 年“四万亿”刺激埋下的隐患，叠加中国经济结构调整和产能过剩问题，导致了制造业、批发零售、采矿业这些低端制造业链条的不良贷款在 2012-2015 年快速攀升。邮储银行 2009 年才开展对公贷款业务，在 2014 年之前邮储银行的对公贷款一直保持着较低增速，

并且邮储的贷款结构上制造业、批发零售业贷款上的占比较低，超过 50%的对公贷款投向的是基建领域相关贷款，使得邮储银行相对较好的避开了 2012-2015 年的不良暴露周期。

图 40: 邮储银行公司贷款不良率低于其他五大行



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

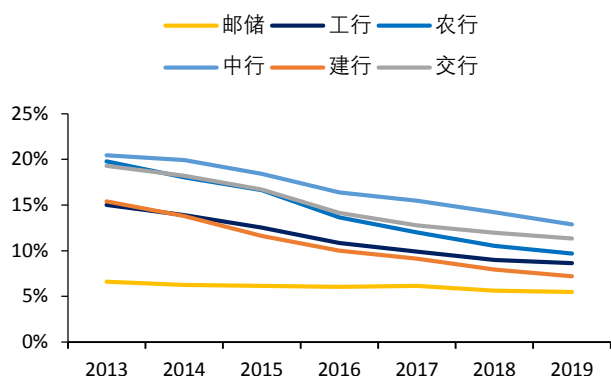
表 5: 邮储银行对公贷款分行业不良率

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
批发和零售业	0.72%	2.61%	4.25%	5.04%	3.45%	4.86%	3.81%
制造业	0.40%	1.15%	2.16%	2.13%	2.23%	2.40%	3.55%
租赁和商务服务业	0.00%	1.29%	0.59%	0.67%	0.24%	0.17%	0.43%
建筑业	0.07%	0.34%	0.80%	0.73%	0.58%	0.39%	0.16%
采矿业	0.00%	0.16%	0.26%	0.20%	0.12%	0.14%	0.10%
电力、燃气及水的生产和供应业	0.00%	0.02%	0.02%	0.00%	0.01%	0.06%	0.06%
水利、环境和公共设施管理业	0.00%	0.00%	0.08%	0.13%	0.05%	0.04%	0.04%
交通运输、仓储和邮政业	0.00%	0.01%	0.03%	0.03%	0.03%	0.04%	0.02%
房地产业	0.07%	0.05%	0.02%	0.04%	0.04%	0.03%	0.02%
金融业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	0.79%	1.06%	2.56%	1.99%	1.53%	1.88%	1.54%
对公贷款	0.12%	0.39%	0.73%	0.76%	0.67%	0.78%	0.89%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

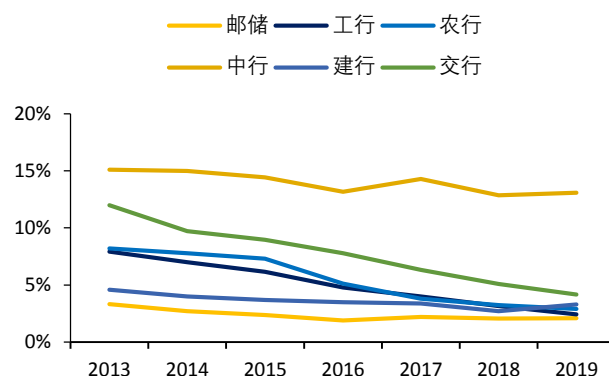


图 41: 六大行制造业贷款占公司贷款比例



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 42: 六大行批发零售业贷款占公司贷款比例



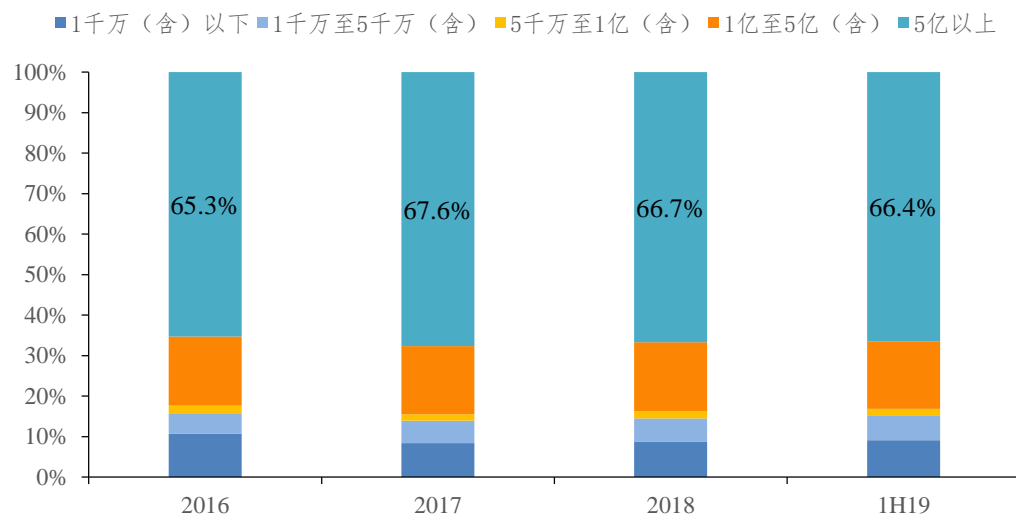
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 3.2 未来如何保持良好的资产质量

邮储银行在客户准入上始终坚持“一大一小”市场发展策略，重点向大型企业和零售及小企业法人客户发放贷款，整体上风险相对较低。

(1) “大”的方面：邮储银行着重选取高信用评级的优良企业，贷款客户重点是大型基础设施建设项目、央企和行业龙头企业，体现在对公贷款结构上表现为大型企业贷款占比高，项目投放在 5 亿以上的贷款占比一直处于 65% 以上。

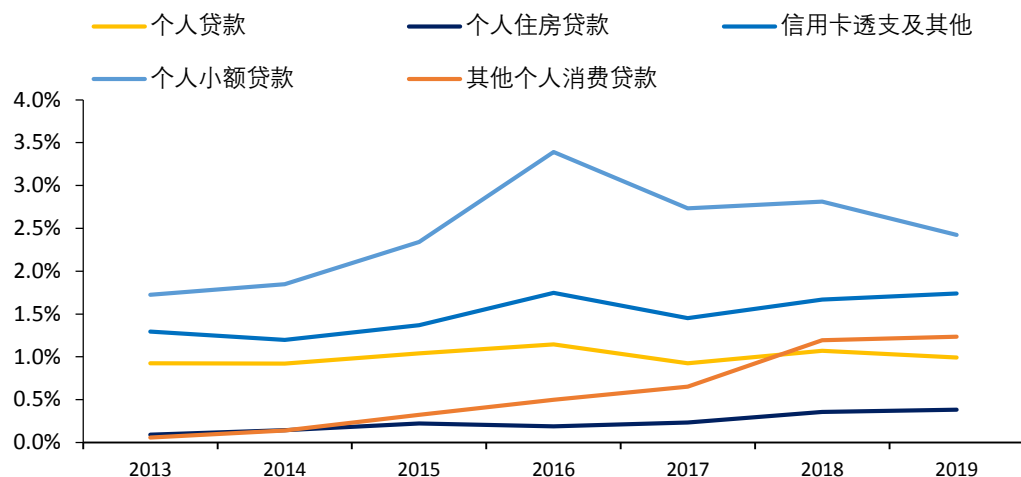
图 43: 邮储银行按规模划分的公司贷款分布情况



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

(2) “小”的方面：邮储银行具备独特的风控优势，发挥网点覆盖广泛、布局均衡、贴近客户的优势，积累了庞大的客户数据量，利用大数据风控技术优化信贷风险管理。同时，个人消费贷款、个人经营性贷款、小企业贷款业务笔均金额较小，贷款风险分散，有效降低了邮储银行的零售信贷风险。

图 44: 邮储银行各项零售贷款不良率



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

## 4. 投资建议: 高成长大行, ROE 提升可期

我们预计邮储银行 2020-2022 年净利润同比分别增长 10.3%/11.3%/12.1%，盈利预测核心假设如下:

**(1) 规模增长:** 预计 2020-2022 年贷款增速分别为 16%、15%、14%，因邮储银行存贷比较低，且 A 股上市补充资本后能够支撑贷款维持较快增长；预计存款增速分别为 9%、8.5%、8%，2020 年存款增速略有提高因 M2 增速回升，且邮储在存款吸收能力上具备优势。

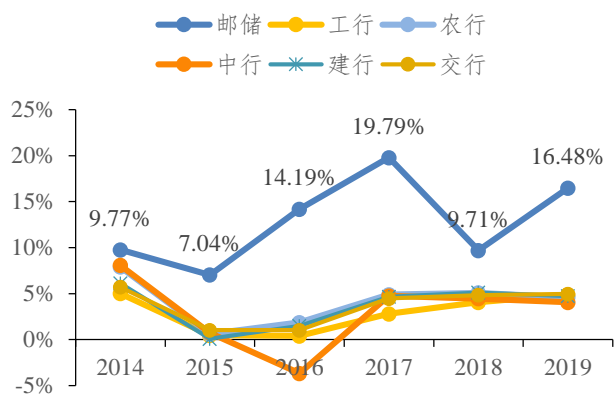
**(2) 净息差:** 预计 2020-2022 年净息差分别为 2.37%、2.34%、2.38%，较 2019 年 2.47% 的水平有所收窄，因 LPR 降息导致贷款收益率有所下行，同时存款付息率相对刚性，息差承压。但由于邮储自身的资产结构存在优化空间，息差收窄的幅度相对较小。

**(3) 手续费收入:** 预计 2020-2022 年手续费净收入增速分别为 10.5%、18.0%、18.2%，2020 年受疫情影响增速较 2019 年的 18.4% 有所回落，但随着邮储在信用卡、财富管理业务上的发力，2021-2022 年手续费增速将重新回到 18% 左右。

**(4) 资产质量和信贷成本:** 预计 2020-2022 年不良率分别为 0.86%、0.84%、0.83%，2020 年不良生成率略有上升，但考虑核销力度也会加大，预计不良率和 2019 年持平。由于邮储银行拨备覆盖率已接近 400%，未来信贷成本有望小幅下降适当反哺利润，预计 2020-2022 年信贷成本分别为 0.90%、0.82%、0.80%，对应拨备覆盖率分别为 403%、418%、436%。

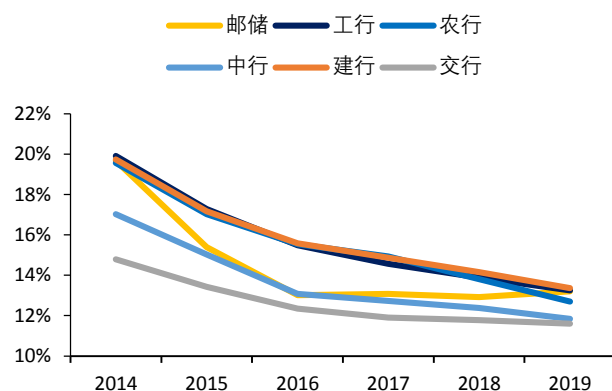
**邮储银行具备股份行和城商行的成长性、农商行的下沉度、大行的体量和股息率，ROE 提升可期。**过去三年，邮储银行净利润复合增长 15.2%，远高于其他五大行平均 4.5% 的净利润复合增速。这也使得邮储银行的 ROE 在 2016 年见底后逐渐回升，目前 ROE 水平已和工行、建行基本持平。随着邮储银行在资产结构、中间业务以及运营效率方面潜力的进一步挖掘，ROE 有望继续回升，目前估值 0.75x20PB，首次覆盖给予强烈推荐评级。

图 45: 邮储银行净利润增速领先大行



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 46: 2017 年后邮储银行 ROE 企稳回升



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

**风险提示:** (1) 贷款投放不及预期, 导致存贷比提升较慢; (2) 中间业务发展不及预期; (3) 代理网点业务功能拓展不及预期; (4) 经济下行超预期导致资产质量恶化。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 亿 )	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	增长指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	2341	2402	2507	2702	2986	收入增长					
手续费及佣金	144	171	189	223	263	净利润增速	9.7%	16.5%	10.3%	11.3%	12.1%
其他收入	94	204	235	258	284	拨备前利润增速	39.9%	9.4%	6.5%	9.9%	12.3%
营业收入	2580	2777	2931	3183	3534	税前利润增速	4.6%	19.2%	10.3%	13.3%	13.3%
营业税及附加	(18)	(20)	(21)	(23)	(26)	营业收入增速	18.5%	7.7%	5.5%	8.6%	11.0%
业务管理费	(1472)	(1566)	(1641)	(1767)	(1944)	净利息收入增速	24.5%	2.6%	4.4%	7.8%	10.5%
拨备前利润	1089	1191	1268	1394	1565	手续费及佣金增速	13.3%	18.4%	10.5%	18.0%	18.2%
计提拨备	(554)	(554)	(566)	(597)	(662)	营业费用增速	6.5%	6.4%	4.8%	7.7%	10.0%
税前利润	535	637	703	796	903	规模增长					
所得税	(11)	(27)	(30)	(48)	(63)	生息资产增速	6.0%	7.2%	9.7%	8.8%	8.8%
净利润	523	609	672	747	838	贷款增速	17.8%	16.3%	16.0%	15.0%	14.0%
资产负债表					( 亿 )	同业资产增速	-11.8%	-33.1%	0.0%	0.0%	0.0%
贷款总额	42769	49742	57701	66356	75645	证券投资增速	7.0%	8.5%	9.7%	1.3%	1.8%
同业资产	6657	4454	4454	4454	4454	其他资产增速	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
证券投资	33875	36750	40329	40834	41578	计息负债增速	6.9%	7.1%	8.8%	8.9%	8.9%
生息资产	94056	100833	110631	120370	131002	存款增速	7.0%	8.0%	9.0%	8.5%	8.0%
非生息资产	1106	1334	1457	1585	1725	同业负债增速	164.7%	-50.5%	0.0%	0.0%	0.0%
总资产	95162	102167	112088	121955	132728	股东权益增速	10.2%	14.6%	23.4%	7.9%	8.2%
客户存款	86274	93141	101523	110660	120620	结构指标					
其他计息负债	3251	2738	2840	2952	3075	存款结构					
非计息负债	884	920	1002	1090	1187	活期	39.2%	37.3%	38.0%	37.0%	36.0%
总负债	90409	96798	105364	114703	124882	定期	60.7%	62.7%	62.0%	63.0%	64.0%
股东权益	4753	5449	6724	7253	7846	其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务指标						贷款结构					
每股指标						企业贷款(不含贴现)	36.3%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
每股净利润(元)	0.65	0.71	0.78	0.87	0.97	个人贷款	54.2%	55.3%	56.5%	57.5%	58.5%
每股拨备前利润(元)	1.34	1.38	1.47	1.62	1.82	其他指标					
每股净资产(元)	5.26	5.75	6.30	6.92	7.60	资产质量					
每股总资产(元)	117.44	118.52	130.03	141.47	153.97	不良贷款率	0.86%	0.86%	0.86%	0.84%	0.83%
P/E	7.28	6.65	6.03	5.42	4.83	正常	98.51%	98.48%			
P/B	0.89	0.82	0.75	0.68	0.62	关注	0.63%	0.66%			
P/PPOP	3.50	3.40	3.19	2.91	2.59	次级	0.22%	0.30%			
利率指标						可疑	0.14%	0.13%			
净息差(NIM)	2.56%	2.47%	2.37%	2.34%	2.38%	损失	0.50%	0.43%			
净利差(Spread)	2.49%	2.39%	2.29%	2.25%	2.29%	拨备覆盖率	345.17%	389.45%	403.04%	417.95%	435.59%
贷款利率	5.00%	4.86%	4.75%	4.59%	4.61%	资本状况					
存款利率	1.41%	1.56%	1.56%	1.58%	1.60%	资本充足率	13.76%	13.52%	14.01%	13.50%	13.05%
生息资产收益率	3.94%	3.98%	3.86%	3.85%	3.90%	一级资本充足率	10.88%	10.87%	11.71%	11.42%	11.18%
计息负债成本率	1.45%	1.60%	1.58%	1.60%	1.61%	核心一级资本充足	9.77%	9.90%	9.47%	9.40%	9.36%
盈利能力						其他数据					
ROAA	0.56%	0.62%	0.63%	0.64%	0.66%	分支机构数量		8231			
ROAE	12.92%	13.21%	12.93%	13.12%	13.40%	员工数量	170809	174406			
拨备前利润率	1.18%	1.21%	1.18%	1.19%	1.23%	总股本(亿)	810.31	810.31	810.31	810.31	810.31

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>