

公司研究

新股研究

建议询价区间: 2.2- 2.45 元

## 县域金融的主导者 受益未来城乡协调发展

——农业银行(601288)新股研究

### 核心观点

#### 询价结论:

我们主要用相对估值法对公司进行定价。工行、中行、建行的估值对公司最具有参考意义。从静态 PB 估值来看,目前工行、中行、建行以一季度净资产计算的 PB 估值平均为 1.87 倍,10 年动态 PB 平均为 1.72 倍。以 PE 估值来看,按市场一致预期,工行、中行、建行基于 10 年 EPS 的动态 PE 平均为 9 倍。按照一季度末净资产(每股 1.37 元)给予公司 1.87 倍 PB,公司的合理估值为 2.56 元,按照公司 10 年的 EPS 给予公司 9 倍 PE,公司合理估值 2.34 元,两者平均为 2.45 元。考虑发行定价较二级市场市场价格要给予一定折价,按照 10%的折价计算,公司合理的申购区间为 2.2-2.45 元。

#### 主要依据:

公司是我国第三大银行。截至 2009 年末,公司资产总额 88825.88 亿元,占全国银行业资产总额的 11.3%;贷款总额 41381.87 亿元,占全国银行业贷款总额的 9.7%;存款总额 74976.18 亿元,占全国银行业存款总额的 12.3%。近三年公司贷款规模年均复合增长率为 21.7%,存款规模年均复合增长 16.4%。

公司境内网点数为国内银行之最,截至 2009 年末,公司拥有 23624 家境内机构。公司是中国县域地区中最重要的金融服务提供商,公司在县域地区有 2048 个县级支行和 22 个二级分行营业部。作为县域金融的主导者,公司未来将充分受益城镇化发展。公司未来主要的投资看点是上市以后的效率改善和盈利能力提升。这主要体现为以下几个方面:息差具有较大的向上弹性;管理效率提高、成本收入比存在下降空间;未来资产质量改善、信贷成本存下降空间。

风险提示: 县域金融风险较高、经济波动导致资产质量下降

#### 财务数据与估值

|            | 2008A  | 2009E  | 2010E     | 2011E     |
|------------|--------|--------|-----------|-----------|
| 主营业务收入(百万) | 211189 | 222274 | 280205.28 | 340963.63 |
| 同比增速(%)    | 17.83% | 5.25%  | 26.06%    | 21.68%    |
| 净利润(百万)    | 51474  | 64992  | 83542.84  | 109081.49 |
| 同比增速(%)    | 17.56% | 26.26% | 28.54%    | 30.57%    |
| EPS(元)     |        | 0.2    | 0.26      | 0.34      |

#### 基础数据

|           |           |
|-----------|-----------|
| 总股本(亿股)   | 2700      |
| 流通A股(亿股)  | 94995     |
| 总市值(亿元)   |           |
| 总资产(亿元)   |           |
| 每股净资产(元)  | 1.37      |
| 建议询价区间(元) | 2.2-2.45元 |

#### 研究员: 邓婷

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

#### 联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 1、本次发行一般情况

**表 1: 本次发行基本情况**

|                     |                        |
|---------------------|------------------------|
| 公司名称                | 中国农业银行股份有限公司           |
| 公司简称                | 农业银行                   |
| 发行地                 | 上海证券交易所                |
| 发行日期                | 2010-07-06             |
| 申购代码                |                        |
| 发行股数(亿股)            | 不超过 222.35 亿股(不考虑超额配售) |
| 发行方式                | 网下询价,上网定价              |
| 发行后总股本(亿股)          | 不超过 3176.47(不考虑超额配售)   |
| 每股盈利(2009 年)        | 0.26                   |
| 发行后全面摊薄每股收益(2009 年) | 0.2                    |
| 发行前每股净资产(元)         | 1.37(2010Q1)           |

资料来源:上市公司招股说明书,国都证券研究所

## 2、公司基本情况

公司是我国第三大银行。截至 2009 年末,公司资产总额 88825.88 亿元,占全国银行业资产总额的 11.3%;贷款总额 41,381.87 亿元,占全国银行业贷款总额的 9.7%;存款总额 74,976.18 亿元,占全国银行业存款总额的 12.3%。

**表 1:公司在行业中所处市场地位**

|          | 2009 | 2008 | 2007 |
|----------|------|------|------|
| 人民币存款(%) | 12.4 | 12.9 | 13.4 |
| 人民币贷款(%) | 10.0 | 10.0 | 12.9 |

来源:公司招股说明书

以境内分支机构数量计,公司拥有覆盖范围最广泛的销售网络,截至 2009 年末,公司拥有 23624 家境内机构。凭借覆盖广泛的服务网络公司可为全国各类公司、机构和个人客户提供全面的产品和服务。公司拥有约 3.2 亿个人客户,以个人客户数量计,公司是中国最大的零售银行;公司拥有大型商业银行中覆盖范围最广泛的境内物理网络和数量最多的 ATM;2006 至 2009 年,银行卡发卡总量、卡存款、借记卡消费额指标连续四年居同业第一;2009 年,公司代理新单保费规模居同业第一,代理保险手续费收入居同业第二;截至 2009 年末,按托管的资产规模计,是国内第二大托管银行和。公司是中国迅速发展的县域地区中最重要的金融服务提供商。公司通过位于县域地区的 2,048 个县级支行和 22 个二级分行营业部向县域客户提供广泛金融服务。公司在城市地区同样享有领先地位,截至 09 年末,公司在城市地区的贷款总额和存款总额分别为 29447.74 亿元和 44629.72 亿元,分别较 2008 年增长 29.8%和 24.6%。

07-09 年,公司贷款规模由 27091.92 亿元增至 40114.95 亿元,年均复合增长率为 21.7%,存款规模由 52872 亿增至 74974 亿,年均复合增长 16.4%。

表 2: 公司存贷款规模增长情况(单位:亿元)

|      | 2005     | 2006    | 2007     | 2008     | 2009     |
|------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 贷款规模 | 28292.91 | 31498.5 | 34741.74 | 31001.26 | 41380.77 |
| 存款规模 | 40368.54 | 47553.1 | 52871.94 | 60973.73 | 74974.42 |

来源:Wind

### 3 公司竞争优势分析

#### 3.1 县域金融的主导者 未来将充分受益城镇化发展

公司是在中国县域地区覆盖面最广的银行, 县域网点占公司全部网点的比重达到 51%。作为一家纵贯城乡, 并在城市与县域两个市场均占据主流地位的大型商业银行, 公司具备通过覆盖城乡的一体化平台向客户提供全面金融产品和服务, 进而把握中国未来增长机会的优势。受益于国家扩大内需, 缩小城乡发展差距, 加快城镇化进程与地区协调发展的多项措施, 县域经济的增长潜力已开始显现, 县域生产总值占全国 GDP 的比重由 2001 年的 45.9% 上升至 2008 年的 49.6%。城镇化进程将在未来继续推动县域经济增长, 进而带动整个银行业县域金融业务的快速发展。公司凭借已有的市场领先地位将显著受益于未来城乡经济的协同发展。

为进一步巩固公司在县域金融市场的领导地位, 公司以位于县域地区的 2,048 个县级支行和 22 个二级分行营业部为基础组建三农金融部, 开展三农金融业务的事业部制改革试点。截至 2009 年末, 三农金融业务贷款总额和存款总额分别占全行的 28.8% 和 40.5%。根据银监会的统计, 截至 2008 年 12 月 31 日, 公司三农金融业务贷款和存款在全国县域金融市场的份额分别为 13.6% 和 21.6%。

表 3: 县域金融市场份额

|               | 各项存款余额 | 储蓄存款余额 | 各项贷款余额 | 营业网点数  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 农业银行          | 21.6%  | 22.1%  | 13.6%  | 12.1%  |
| 其他大型商业<br>银行  | 34.0%  | 27.6%  | 33.7%  | 11.4%  |
| 政策性银行         | 0.8%   | 0.0%   | 10.5%  | 1.4%   |
| 农信社           | 22.7%  | 27.2%  | 28.9%  | 45.4%  |
| 邮储银行          | 10.8%  | 15.3%  | 0.4%   | 23.0%  |
| 其他银行业金融<br>机构 | 10.1%  | 7.8%   | 12.9%  | 6.7%   |
| 县域总计          | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

来源: 公司招股说明书

#### 3.2 强大的渠道优势和客户基础

公司拥有遍布全国的经营网络, 分支机构数量在大型商业银行中位居首位。截至 2009 年末公司拥有 23624 家境内机构, 覆盖全国所有城市和 99.5% 的县级行政区。公司在经济发达地区亦保持较高的网点渗透率, 截至 09 年, 公司在长江三角洲、珠江

三角洲和环渤海地区分别拥有 3116 家、2590 家和 3355 家分支机构，在大型商业银行中均居第一。作为网点体系的重要补充和延伸，公司建立了功能齐全、全面渗透的电子银行交易渠道体系，公司拥有 ATM41011 台，在大型商业银行中排名第一。2009 年，按交易笔数计，公司 49.8% 的业务通过电子渠道完成。依托覆盖全国的物理网点和全方位的电子银行、网络银行渠道，公司亦建立了庞大且多元化的公司和个人客户基础。公司拥有约 260 万个公司客户，其中有贷款余额的约 6.8 万个，对公贷款余额达 2.97 万亿；拥有约 314.7 万个对公人民币结算账户、5.1 万个现金管理客户、2.5 万个常年财务顾问客户。公司拥有国内最庞大的个人客户群体，截至 09 年末，公司拥有约 3.2 亿个人客户，有贷款余额的约 824 万户。公司还拥有优质的个人存款客户群体，截至 09 年末，存款超过 20 万元的个人客户约 301 万户。庞大的客户基础使公司在拓展财富管理、代理保险和投资等中间业务上处于优势地位。

### 3.3 强大的存款基础提供稳定的低成本资金来源

得益于遍布城乡的强大分销渠道和长期积累的客户基础，公司的负债业务在规模方面居于同业领先地位。截至 09 年末，公司存款总额为 74976.18 亿元，市场份额为 12.3%；其中个人存款市场份额为 16.5%，在同业中位列第二。公司的负债业务在结构与成本方面占据领先地位。公司的个人存款占比达到 58.2%，为大型商业银行最高。以个人存款为主的存款结构，使得本行获得了稳定增长的资金来源。09 年末，公司活期存款占比为 55.5%，亦为大型商业银行最高。以活期存款为主的存款结构，使得本行存款成本在同业中保持领先优势。2008 年和 2009 年，公司存款付息率分别为 1.98% 和 1.49%，为大型商业银行中最低水平。

## 4. 公司的投资看点与盈利预测

### 4.1 投资看点

公司主要的投资看点是上市以后的效率改善和盈利能力提升。这主要体现在以下几个方面：

(1) 息差具有向上弹性。公司拥有低存贷比，09 年末为 55.19%，而工行、中行、建行分别为 59.5%、70.3%、60.24%，公司贷款规模拥有更多增长空间，从而有利于提高资产收益水平。活期存款占比高也是公司的一个优势，09 年公司活期存款占比为 55.5%，工行、中行和建行分别为 50.87%、47%、54.93%，公司在未来加息过程中处于有利地位随着上市。

(2) 管理效率提高，成本收入比存在下降空间。09 年公司的成本收入比 43%，远高于工行、中行、建行的水平。工行、中行、建行的成本收入比在上市后都有明显的改善。

表 4: 成本收入比比较 (%)

|      | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 工商银行 | 36.04% | 34.48% | 29.54% | 32.87% |

|      |        |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 中国银行 | 36.87% | 46.61% | 31.52% | 34.92% |
| 建设银行 | 38.00% | 35.92% | 30.71% | 32.90% |
| 交通银行 | 35.97% | 32.43% | 31.34% | 32.18% |
| 农业银行 | -      | 33.52% | 44.71% | 43.11% |

来源：公司招股说明书

(3) 资产质量改善、信贷成本短期维持高位,未来存下降空间。10 年一季度,公司不良贷款余额 1095.4 亿,不良率为 2.46%,与同业相比都处于较高的水平。不过我们也看到,工行、中行、建行在上市当年不良率也在 3%-4%之间,上市后伴随公司风险管理水平的提高,公司的资产质量也将逐步改善。08 年、09 年公司的信贷成本都高在 1.22%的水平,由于公司的拨备在 09 年只有 105.37%,10 年一季度末为 123.3%,低于三大行平均 180%的水平,这使得公司未来还需要保持较大的计提力度,信贷成本在未来两年内仍会高于同业,但未来随着资产质量的改善,信贷成本下降空间将打开。

**表 5: 不良情况比较 (%)**

|    | 不良额     |        | 不良率    |        |
|----|---------|--------|--------|--------|
|    | 2009 年  | 2010Q1 | 2009 年 | 2010Q1 |
| 工行 | 884.67  | 816.09 | 1.54   | 1.35   |
| 中行 | 747.18  | 690.38 | 1.52   | 1.3    |
| 建行 | 721.56  | 685.28 | 1.5    | 1.35   |
| 农行 | 1202.40 | 1095.4 | 2.91   | 2.46   |

来源：公司招股说明书

**表 6: 信贷成本比较 (%)**

|    | 2008  | 2009.00 |
|----|-------|---------|
| 工行 | 0.84% | 0.42%   |
| 中行 | 0.55% | 0.38%   |
| 建行 | 1.03% | 0.56%   |
| 农行 | 1.21% | 1.22%   |

来源：公司招股说明书

## 4.2 盈利预测

我们盈利预测的主要假设包括以下方面:(1) 10 年、11 年公司贷款规模分别增长 17%和 15%,存款增长 18%和 16%;(2) 中间业务收入分别增长 27%和 22%;(3) 10 年、11 年成本收入比分别为 41%和 40%;(4) 信贷成本为 1%和 0.9%。

我们的预测显示公司 10、11 年净利分别为 835 亿和 1091 亿,分别增长 28.5%和 30.7%,EPS 分别为 0.26 元和 0.34 元(股本按 3176 亿计算,未考虑绿鞋)



**表 7: 盈利预测**

|               | 2007      | 2008   | 2009   | 2010E     | 2011E     |
|---------------|-----------|--------|--------|-----------|-----------|
| 一、营业收入        | 179237    | 211189 | 222274 | 280205.28 | 340963.63 |
| 利息净收入         | 157465    | 193845 | 181639 | 228943.83 | 281202.30 |
| 利息收入          | 243317    | 315697 | 296147 | 358337.87 | 430005.44 |
| 减: 利息支出       | 85852     | 121852 | 114508 | 129394.04 | 148803.15 |
| 手续费及佣金净收入     | 22995     | 23798  | 35640  | 45213.45  | 54989.33  |
| 手续费及佣金收入      | 23921     | 24794  | 37285  | 47351.95  | 57769.38  |
| 减: 手续费及佣金支出   | 926       | 996    | 1645   | 2138.50   | 2780.05   |
| 投资净收益         | 1169      | 4641   | (908)  | 1546.00   | 897.00    |
| 公允价值变动净收益     | 590       | (8648) | 3271   | 2135.00   | 1430.00   |
| 汇兑净收益         | (3786)    | (2913) | 1877   | 1567.00   | 1480.00   |
| 其他业务净收益       | 804       | 466    | 755    | 800.00    | 965.00    |
| 二、营业支出        | 101790    | 159118 | 148532 | 174454.84 | 201115.56 |
| 营业税金及附加       | 11140     | 13223  | 12567  | 14570.67  | 17730.11  |
| 管理费用          | 60076     | 94417  | 95823  | 114884.16 | 136385.45 |
| 资产减值损失        | 30574     | 51478  | 40142  | 45000.00  | 47000.00  |
| 三、营业利润        | 77447     | 52071  | 73742  | 105750.44 | 139848.07 |
| 加: 营业外收入      | 4214      | 2813   | 1363   | 0.00      | 0.00      |
| 减: 营业外支出      | 3404      | 2535   | 1177   | 0.00      | 0.00      |
| 四、利润总额        | 78257     | 52349  | 73928  | 105750.44 | 139848.07 |
| 所得税           | 34,470.00 | 896    | 8926   | 22207.59  | 30766.57  |
| 五、净利润         | 43787     | 51453  | 65002  | 83542.85  | 109081.49 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 43787     | 51474  | 64992  | 83542.85  | 109081.49 |
| 基本每股收益(元)     | 0.34      | 0.45   | 0.43   | 0.26      | 0.34      |

来源: 国都证券研究所

## 5. 主要风险因素

公司的主要风险在于资产质量。公司在县域地区的贷款余额 1.19 万亿, 占比为 29%, 县域地区相对于城市地区风险较高。09 年末, 公司县域贷款的不良额为 441 亿, 不良率为 3.69%, 在全部不良中的占比为 36.4%。

**表 8: 县域贷款不良情况**

|     | 2007      |       | 2008    |       | 2009      |       |
|-----|-----------|-------|---------|-------|-----------|-------|
|     | 金额        | 占比(%) | 金额      | 占比(%) | 金额        | 占比(%) |
| 正常  | 654,748   | 61.94 | 675,929 | 81.21 | 1,053,266 | 88.26 |
| 关注  | 65,036    | 6.15  | 110,513 | 13.28 | 96,054    | 8.05  |
| 次级  | 14,500    | 1.37  | 30,453  | 3.66  | 20,980    | 1.75  |
| 可疑  | 82,565    | 7.81  | 13,288  | 1.6   | 20,386    | 1.71  |
| 损失  | 240,288   | 22.73 | 2,095   | 0.25  | 2,727     | 0.23  |
| 合计  | 1,057,137 | 100   | 832,278 | 100   | 1,193,413 | 100   |
| 不良率 |           | 3.69  |         | 5.51  |           | 31.91 |

来源: 公司招股说明书

此外,公司关注类贷款占比也大幅高于同业,未来经济波动或使公司资产质量面临更多下迁风险。

**表 9: 关注类贷款占比比较**

|      | 关注类贷款额(亿元) | 关注类占比 |
|------|------------|-------|
| 工商银行 | 2289.33    | 4%    |
| 中国银行 | 1390.67    | 2.61% |
| 建设银行 | 2007.74    | 4.17% |
| 农业银行 | 3,248      | 7.85% |

来源: 公司招股说明书

政府融资平台贷款。09 年末公司融资平台贷款余额 5300 亿元,低于工行、建行的规模,在全部贷款中占比 12.8%。09 年公司融资平台贷款不良率为 0.61%,短期风险有限。公司融资平台贷款有 19%投向县域,未来风险需要关注。

**表 10: 政府融资平台贷款比较**

|      | 09 年新增政府融资平台贷款 | 政府融资平台贷款余额 | 占比     |
|------|----------------|------------|--------|
| 工商银行 | 4500           | 7200       | 12.57% |
| 中国银行 | 2700           | 4200       | 8.55%  |
| 建设银行 | 2679           | 6643       | 13.78% |
| 农业银行 |                | 5300       | 12.8%  |
| 交通银行 | 800            | 1390       | 7.56%  |

来源: 国都证券

公司房地产贷款占比高于其他银行。09 年末,公司房地产开发贷款余额,在公司贷款中的占比为 14.4%,个人住房贷款余额 4979 亿元,在全部贷款中占比为 12%。近期政府已经在实施一系列旨在抑制房地产过热的调控措施。这些政策可能对公司房地产业相关贷款的增速与质量造成负面影响。

**表 11: 上市银行房地产贷款占比 (%)**

|     | 房地产开发/公司贷款 | 个人住房贷款/贷款总额 |
|-----|------------|-------------|
| 农行  | 14.4       | 12          |
| 工行  | 10.7       | 15.26       |
| 中行  | 7.47       | 18.49       |
| 建行  | 7.44       | 17.68       |
| 交行  | 7.03       | 12.23       |
| 招行  | 6.07       | 23.08       |
| 中信  | 4.82       | 10.71       |
| 浦发  | 8.71       | 14.96       |
| 兴业  | 9.39       | 21.23       |
| 民生  | 11.8       | 18.6        |
| 华夏  | 7.8        | 6.46        |
| 深发展 | 6.47       | 16.52       |

|    |      |       |
|----|------|-------|
| 北京 | 13.6 | 7.8   |
| 南京 | 9.53 | 8.07  |
| 宁波 | 8.94 | 17.09 |

资料来源：国都证券

## 6、募集资金用途

本次 A 股发行募集资金扣除发行费用后，将全部用于充实本行资本金，以支持未来业务发展。

## 7、估值定价及申购建议

我们主要用相对估值法对公司进行定价。工行、中行、建行的估值对公司最具有参考意义。从静态 PB 估值来看，目前工行、中行、建行以一季度净资产计算的 PB 估值平均为 1.87 倍，10 年动态 PB 平均为 1.72 倍。以 PE 估值来看，按市场一致预期，工行、中行、建行基于 10 年 EPS 的动态 PE 平均为 9 倍。按照一季度末净资产（每股 1.37 元）给予公司 1.87 倍 PB，公司的合理估值为 2.56 元，按照公司 10 年的 EPS 给予公司 9 倍 PE，公司合理估值 2.34 元，两者平均为 2.45 元。考虑发行定价较二级市场市场价格要给予一定折价，按照 10% 的折价计算，公司合理的申购区间为 2.2-2.45 元。

表 12：可比同业估值情况

|      | EPS  |      |      | PE    |      |      | BVPS   |      | PB     |      |
|------|------|------|------|-------|------|------|--------|------|--------|------|
|      | 2009 | 2010 | 2011 | 2009  | 2010 | 2011 | 2010Q1 | 2010 | 2010Q1 | 2010 |
| 工商银行 | 0.39 | 0.46 | 0.55 | 11.12 | 9.26 | 7.80 | 2.15   | 2.31 | 1.99   | 1.86 |
| 中国银行 | 0.32 | 0.39 | 0.46 | 11.28 | 9.17 | 7.74 | 2.14   | 2.35 | 1.67   | 1.53 |
| 建设银行 | 0.46 | 0.57 | 0.68 | 10.88 | 8.79 | 7.35 | 2.53   | 2.83 | 1.96   | 1.76 |

来源：国都证券

## 7、风险提示

经济增速大幅下滑导致公司资产质量恶化的风险



**国都证券投资评级**

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                             |
|--------------------|----|-----------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                          |
| 短期评级               | 推荐 | 行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级               | A  | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平   |
|                    | B  | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平   |
|                    | C  | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平   |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                         |
|--------------------|------|-------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                      |
| 短期评级               | 强烈推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上    |
|                    | 推荐   | 预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间  |
|                    | 中性   | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间 |
|                    | 回避   | 预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上     |
| 长期评级               | A    | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平  |
|                    | B    | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
|                    | C    | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平  |

**免责声明**

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                 | 研究员 | 研究领域         | E-mail                |
|-----|-----------|------------------------|-----|--------------|-----------------------|
| 许维鸿 | 研究管理、宏观领域 | xuweihong@guodu.com    | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com  |
| 李元  | 机械、电力设备   | liyuan@guodu.com       | 巩俊杰 | 交通运输         | gongjunjie@guodu.com  |
| 张翔  | 首席策略分析师   | zhangxiang@guodu.com   | 吴煊  | 策略研究         | wuxuan@guodu.com      |
| 邓婷  | 金融        | dengting@guodu.com     | 邹文军 | 房地产          | zouwenjun@guodu.com   |
| 徐昊  | 农业、食品饮料   | xuhao@guodu.com        | 徐才华 | 机械、汽车及零部件    | xucaihua@guodu.com    |
| 夏茂胜 | 商业、纺织服装   | xiaomaosheng@guodu.com | 姜瑛  | IT           | jiangying@guodu.com   |
| 潘蕾  | 医药        | panlei@guodu.com       | 曹源  | 策略研究、传媒      | caoyuan@guodu.com     |
| 王招华 | 钢铁        | wangzhaohua@guodu.com  | 刘芬  | 机械           | liufen@guodu.com      |
| 刘斐  | 煤炭        | liufei@guodu.com       | 王京乐 | 家电、旅游        | wangjingle@guodu.com  |
| 鲁儒敏 | 公用事业      | lurumin@guodu.com      | 汪立  | 造纸、交通运输      | wangli@guodu.com      |
| 傅浩  | 建筑建材      | fuhao@guodu.com        | 肖世俊 | 有色金属、新能源     | xiaoshijun@guodu.com  |
| 陈薇  | 衍生产品、金融工程 | chenwei@guodu.com      | 苏昌景 | 债券研究、基金研究    | suchangjing@guodu.com |
| 冯翔  | 宏观研究      | fengxiang@guodu.com    | 李春艳 | 基金联络         | lichunyan@guodu.com   |