

深度报告

银行

银行业 2010 年中期投资策略

谨慎推荐

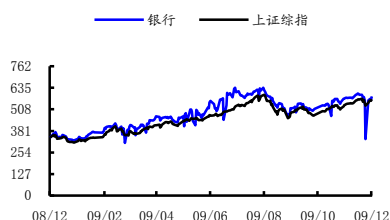
(维持评级)

2010 年 6 月 9 日

本报告的独到之处

从信贷和货币的过度供给的角度来分析银行板块面临的短期政策和中长期前景。

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《银行业：从经济周期到监管逆周期》
——2009-12-2

《银行业：重点关注息差，选股“国进民退”》
——2009-3-20

分析师：邱志承 CFA

电话：021-60875167

SAC 执业证书编号：S0980209120480

E-mail: qiuzy@guosen.com.cn

分析师：黄彪

SAC 执业证书编号：S0980209080425

电话：0755-82133476

E-mail: huangbiao@guosen.com.cn

联系人：谈煜

电话：010-82254212

E-mail: tanxuan1@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

行业投资策略

超货币化使远虑较重，但近忧可控

● 在缺少历史参照时，我们从中国经济的超货币化切入

银行板块的业绩和估值受宏观经济的影响较大，而目前我们分析缺少可参照历史，我们的选择切入点是中国的超货币化现象，即 M2/GDP 指标过高。

● 2009 年中国的超货币化程度有大幅加深

一般来说 M2/GDP 比值越大经济货币化的程度越高。中国在 1985-2002 年 M2/GDP 的上升，反映了这一点。但 2009 年大幅跃升，暗示近 GDP 的 20% 的信贷和 30% 的货币沉淀到资产泡沫之上，是银行未来可能要消化的损失。

● 超货币化对于息差中长期压力较大

以量价互补的角度来看，在货币和信贷数量已经过剩，加上宏观经济的降温，息差是其价格，我们预期下半年难以出现上升，中长期有下降趋势。

● 资产质量面临长期压力，但距离爆发点还远

过度的货币和信贷供给，使资产质量积累了大量风险，但要到 2017 年，中国负债水平才能达到美国 2007 年的水平，现在远没到风险爆发点。未来 M2/GDP 及信贷/GDP 仍会持续上升，账面资产质量不会有明显恶化，但更严格的监管可能带来较大的拨备计提压力。

● 超货币化间接带来了银行股本的供给过大

2008 年银行业所需净资产为 GDP 的 6.7%，2009 年资产的膨胀加上杠杆率的下降，这一比例达到 12.1%，上升幅度巨大，这带来股本供给过大，反映为不断的融资，而银行板块的市值占比的稳定，估值因此承受压力。

● 选择最能避免货币过度供给负面影响的银行

把 M2/GDP 压缩到 2002-2008 年的水平，附带的政治和社会影响难以预测，这样的政策可能性较小，银行板块目前的估值已经反映了短期风险。中期看，虽有过度信贷和货币供给，但中小企业和居民部门的负债率不高，这客户的贷款风险较低且收益更高。

招商银行符合这一选股标准的，贷款客户里个人和中小企业的比重较高，此外，民生和浦发也是较好的选择，客户结构有改善的趋势。我们还推荐工行、建行和华夏，因为其估值已经体现了短期所能遇到的风险，业绩增速较快，拨备计提也较为充分。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	EPS			PE		投资评级
			2010-5-31	2010E	2011E	2010E	2011	
601398	工商银行	13,514	4.26	0.51	0.59	7.9	6.4	推荐
601939	建设银行	11,057	4.96	0.63	0.75	7.5	5.9	推荐
600036	招商银行	2,804	13.23	1.24	1.55	10.4	8.1	推荐
600016	民生银行	1,432	6.54	0.76	0.87	8.4	7.2	推荐
600000	浦发银行	1,623	18.54	1.76	2.13	10.4	8.5	推荐
600015	华夏银行	515	10.54	1.08	1.28	9.7	7.9	推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

由于中国经济在 2009 年的过量信贷和货币投入，使银行业面临较长期的业绩和估值的压力。但持续超货币化也降低了银行板块的短期风险。目前的板块估值已经较低，已经反映了银行面临的短期风险，市场如果持续调整，会有超额收益。

中长期，银行板块面临较大的压力，我们推荐受超货币化影响较小的银行，主要是贷款更多投入中小企业和居民的银行。在短期我们推荐估值安全，业绩增速较快的工行、建行和华夏。

核心假设或逻辑

1、M2/GDP 及信贷/GDP 已经过高，并且在未来一段时间持续上升，货币政策不会出现根本性的逆转

2、短期内不会出现超预期的通胀，房地产泡沫也不会完全崩溃，中国经济不会出现大幅的探底。

3、基于上面的假设，我们认为此次政策调整，会释放一些长期风险，但不会彻底刺穿泡沫，银行所面临的货币和信贷供给过度的局面还将持续。

与市场预期不同之处

从信贷和货币的过度供给的角度来分析银行板块的趋势，从这一现象出发来判断银行板块面临的短期政策和中长期前景。

观点不同主要在于，我们判断银行中长期压力大于短期，政策风险洪峰基本已经过去。

股份变化的催化因素

1、下半年景气度下降后，政府结束目前的相对紧缩政策，银行板块短期的悲观预期减少。

2、中期内由于不同银行客户结构的不同，显现出不同的息差和资产质量，进而带来估值的分化。

核心假设或逻辑的主要风险

1、政策持续收紧，力度过大，资产泡沫崩溃，经济出现两次探底

2、银行板块融资速度进一步加快

内容目录

在没有地图的夜晚，我们观察星光	5
2009 年，中国的超货币化程度有大幅加深	6
目前对于 M2/GDP 指标的研究	6
2009 年中国经济的货币化的大幅上升	6
中国的货币信贷供给高于国际水平	8
中国超货币化，可以部分视为银行为刺激政策付出代价	9
过度货币化对于银行盈利有明显的压制作用	9
下半年银行息差将基本持平，中长期息差面临下降压力	9
过度货币化使得资产质量虽有远虑，但无近忧	12
2010 年下半年银行业绩还将有较快的业绩增长	16
过度货币化对于银行板块估值的影响	17
银行资产过大，加上杠杆下降带来了股本供给过剩	17
银行板块的市值占比已经基本稳定	18
中国的银行资产供给高于国际水平	18
选择最能避免过度货币化负面影响的银行	19
银行板块面临中长期持续的压力，但短期下行的空间不大	19
中期选择受过度货币化负面影响较小的银行，短期选择估值反映悲观预期最多的银行	19
国信证券投资评级	23
免责条款	23

图表目录

表 1: 中国经济 M1 M2 信贷与 GDP 的比值.....	7
表 2: 1980 年来各国 M2/名义 GDP 对比.....	8
表 3: 1980 年来各国贷款余额/名义 GDP 对比	8
表 4: 上市银行 2009 及 1Q2010 存贷比.....	10
表 5: 上市银行 2007-2009 年存量存款结构	10
表 6: 上市银行 2009 及 1Q2010 期初期末余额计算生息率及付息率	11
表 7: 上市银行 2009 及 1Q2010 期初期末余额计算息差水平	12
表 8: 中国经济负债率的历史变化和预测 (单位: 千万元)	13
表 9: 上市银行 2009 及 1Q2010 不良资产率.....	15
表 10: 上市银行 2009 及 1Q2010 拨备充足程度.....	15
表 13: 2002 年后中国银行业资产和负债与 GDP 的比值.....	18
表 11: 上市银行净利润、净资本占比	18
表 12: 上市银行市值占比	18
表 14: 1980 年来各国银行总资产/所属国家名义 GDP 对比	19
表 15: 上市银行 2008 到 1Q2010 个贷及按揭贷款比重	20
表 16: 上市银行 2009 年中小企业贷款情况占比	20
表 17: 上市银行 2008 年中小企业贷款情况占比	21
表 19: 上市银行盈利预测及估值表 (截至 2009.12.2)	22
图 1: 美国经济负债率.....	13
图 2: 2003 年来老五家银行不良净形成率	14
图 3: 08 年以来国有企业的负债率明显上升	16

在没有地图的夜晚，我们观察星光

我们一直认为：银行板块的业绩和估值受宏观经济的影响要远远大于自身短期业绩的波动，特别是在目前的环境下，银行不仅仅受宏观经济本身波动的影响，其自身也是政策传导的渠道，银行板块走势最大的不确定性源于外部宏观环境的变化。

目前市场对于宏观经济二次探底的担心明显上升，是否会在短期会出现二次探底主要分歧有：中国经济内在的城镇化及工业化发展力量能否弥补政府和房地产投资的下降；外部经济是逐渐复苏，还是主权债务危机将大幅影响实体经济；国内的经济刺激政策是完全退出，还只是刺激力度的下降；而且最后一项变量还将受到前面两个变量的影响。此外，政府内部对于此次调控的力度也存在一定的分歧，这更增加了未来的变数。

具体到银行板块，上述的影响主要变量包括：

- 目前房地产调控政策及房地产价格可能的波动，进而对于银行资产质量的影响，虽然银行业的房地产开发贷款比重不高，但大量贷款都是以房地产为抵押，房地产价格的影响面实际上要广的多。
- 2009 年大量投放的地方融资平台贷款，有相当部分贷款主体、项目现金流及抵押物价值方面存在问题，正在进行的清理，会对资产质量带来什么样的影响。这一变量也受前项变量的影响，因为相当部分贷款的还款来源于地方政府的卖地收入。
- 房地产的调控及地方融资平台的清理，将会带来固定资产投资的下降，而欧洲的主权债务危机，对于出口也有一定的负面影响。而这些会降低下半年宏观经济的增速，进而降低对于银行贷款的需求，对于银行息差也会带来负面的影响。

A 股银行板块仅存在了 10 年左右的时间，银行板块作为宏观经济的晴雨表不超过 5 年时间。之前的宏观经济变动和历史走势都不能给我们明确的指导，本报告的内容，不仅仅基于历史经验的推演，将较多的于逻辑的分析

2009 年经济刺激力度空前，宏观经济回升的幅度也超过了市场之前的预期，但刺激的力量很大程度上来自于信贷爆增，而市场目前十分担心信贷爆增的对银行板块的负面影响，负面影响幅度和爆发时间点成为市场讨论和分歧的焦点。

我们分析对银行业负面影响的大小的切入点是中国经济中出现的超货币化现象，即 M2/GDP、信贷/GDP 及银行资产/GDP 指标过高。我们注意到：中国 2009 年末 M2 的规模 60 万亿，而全年 GDP 为 33 万亿，M2/GDP 达到了 1.8 倍，这一比值不管是国际横向比较，还是与历史的纵向比较，都是高位。

此外，在 2009 年，中国经济的负债率有了明显的上升，是加杠杆；而目前的监管政策对于银行来说，是去杠杆化的过程。这一观点，我们在年初的年度策略报告中已经提到，我们中期策略报告将在些基础上进一步深入分析。

我们从这些路径出发，来看银行板块在中期的息差、资产质量及估值的变化趋势；然后由此对于近期与银行相关的宏观经济政策进行预测，进而分析银行板块下半年及中期的走势。

2009 年，中国的超货币化程度有大幅加深

我们对于中国经济的超货币化分析，主要有三个部分，首先我们介绍目前经济学对于这一现象的研究成果。然后我们再基于已有的研究成果，对于中国经济的货币化程度进行历史的纵向和横向对比。

目前对于 M2/GDP 指标的研究

M2/GDP 指标最早应见于麦金农(1973)对金融深化理论的开拓性研究，这一指标有时候也被称为马歇尔 K 值，M2/GDP 实际衡量的是在全部经济交易中，以货币为媒介进行交易所占的比重。总通常来说，该比值越大，说明经济货币化的程度越高。一些欠发达国家的数据在一定程度上是符合了上述的观点。

但用 M2/GDP 测度各国金融深化的程度的准确性并未获得一致认可。目前看来，M2/GDP 的最优比例因为种种客观原因的限制，往往并不具备可比性。两者通常只在成熟金融系统中呈正相关趋势，在一个借贷受限制的不成熟市场中，两者往往反而是负相关趋势。

对于中国较高的 M2/GDP 比例，主要研究观点包括：

- 中国收入分配差距过大，认为中国的超额货币并非均等的分配于每个人，而是存在很大程度的不公平，货币供给的增加以极其隐蔽的形式合法地或非法地聚集在少数人手里，并多由股价和地价的上涨所吸收。
- 货币供给的增加对实际 GDP 的影响甚微导致了 M2/GDP 过大。因此 M2/GDP 不仅仅是量的问题，更反映了货币供给结构的问题。
- 金融资产单一，市场结构失衡。中国票据市场、资本市场和保险市场等的发育程度较低，这使中国 M2/GDP 成为类似于国外衡量金融深化程度的 FIR（金融资产总额/GDP）指标类似，目前日本和美国的 FIR 分别为 200%和 145%。
- 此外，也有观点认为是因为中国的 GDP 存在一定程度的低估。

2009 年中国经济的货币化的大幅上升

在介绍了相关理论之后，我们来看一下中国 M2/GDP 的水平。从有统计数据的 1985 年开始，中国不管是 M2/GDP、M1/GDP 还是贷款/GDP 都是逐步上升的。但上升最多是 M2/GDP 了，我们看到在过去的 24 年里，这一指标上升了 122 个百分点，其他两项指标也有所上升，但幅度相对要小的多。

M2/GDP 的持续上升出现在 1985-2002 年，这段时间伴随着中国的经济体制改革的推进，更多的生产和生活要素市场化，整体经济的货币化程度出现了持续的提高，与麦金农的金融深化观点基本一致。

我们还注意到：之后的 2002-2008 年这一比例一直维持在 150-160%左右，是基本平稳的。我们认为 2000 年后，中国经济的货币化基本已经停止。从政策上来看，2000 年后中国没有推出重大的经济体制改革。

这一比例经历了持续平稳波动后，在 2009 年有了大幅的上升，不仅仅是 M2/GDP，M1/GDP 和信贷/GDP，都有了较大幅度的上升。

表 1: 中国经济 M1 M2 信贷与 GDP 的比值

	M1/GDP	M2/GDP	人民币贷款/GDP
1985	37.1%	57.7%	68.7%
1986	41.2%	65.4%	79.2%
1987	41.0%	69.1%	81.4%
1988	39.8%	67.1%	79.5%
1989	37.6%	70.3%	83.9%
1990	37.2%	81.9%	93.8%
1991	39.6%	88.8%	98.0%
1992	43.6%	94.3%	97.8%
1993	46.1%	98.7%	93.2%
1994	42.6%	97.4%	82.9%
1995	39.5%	99.9%	83.1%
1996	42.0%	108.6%	85.9%
1997	44.1%	114.8%	94.9%
1998	46.2%	123.8%	102.5%
1999	51.1%	133.7%	104.5%
2000	53.6%	139.5%	100.2%
2001	54.6%	144.4%	102.4%
2002	58.9%	153.7%	109.1%
2003	61.9%	162.9%	117.1%
2004	60.0%	158.4%	110.9%
2005	58.0%	161.5%	105.3%
2006	58.3%	159.8%	104.1%
2007	57.4%	151.8%	98.5%
2008	52.9%	151.3%	96.6%
2009	65.6%	180.8%	119.2%

数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

从数据上看, M2/GDP 的上升最为明显, 而 M1 和信贷与 GDP 的比例上升相对较少。我们对此的解读是, M1 更多的反映为货币的交易性需求, 这一比例是较为稳定, 虽在 2009 年也有所上升, 但幅度不大。我们看到的信贷数据存在一定的低估, 因为 2009 年年底由于对于信贷增长的严格的控制, 表外信贷出现了爆发式的增长, 根据媒体报导, 2009 年表外信贷增长了 2 万亿元左右, 我们看到公开的 M2 和信贷余额数据存在一定程度的低估。

如果上升是合理的, 那么从金融发展理论来看, 那就是中国出现了进一步的金融深化。出现金融深化后面的原因是存在劳动力或固定资产的闲置, 从直观感觉上, 这不符合实际。

中国和西方国家不同, 在此次危机之中没有出现流动性的紧张, 投入资金并没有像西方一样主要用于缓解银行间的资金紧张, 而是大量进入了固定资产投资和资产投机。固定资产的投资带来的资本形成会显示在 GDP 上, 而资产的投机不会。

从这个角度来看, 2009 年多余的 M2 剔除部分闲置的以外, 大量从事了资产的投机, 这也很好的解释了 2009 年股市及房市的波动。符合之前提到的观点: 中国的超额货币并非均等的分配于每个人, 而是存在很大的不公, 货币供给的增加以隐蔽的形式聚集在少数人手里, 并由股价和地价的上涨所吸收。

从银行的角度来看, 这些多余出现的货币及信贷投放暗示在 2009 年银行业资产质量风险出现了大幅的上升, 风险暴露水平接近 2009 年 GDP 的 20%, 即 6 万亿。这会对 2010 年及以后的政策带来十分显著的影响。

中国的货币信贷供给高于国际水平

我们重点进行历史数据的纵向分析，但也参考国际横向对比的情况，但横向可比性相对较低。对一国来说，货币供应量和信贷大小除了取决于经济规模以外，同时还取决于经济结构，不同国家的货币信贷相对于 GDP 的比例差别较大。从宏观数据统计的角度看，央行统计的货币供应量来自于银行资产负债表的负债一侧，信贷来自于资产一侧，银行资产负债结构的不同会造成货币信贷对 GDP 比例的不同。

此外，不同经济体的 M2/GDP 的比率也存在一些不可比性：不同经济体所包含的金融机构的口径也不完全一致，M2 包含的统计口径也不完全一致。发达经济体的金融创新很活跃，有些具有货币职能的金融工具未被统计进 M2 中；另一方面，各种金融衍生工具的层出不穷，使得发达经济体央行的货币供应量统计变得越来越困难。

从 M2/总资产比例来看，中国在 2008 年就已超过 1.5，该水平仅低于陷入流动性陷阱的日本。

表 2：1980 年来各国 M2/名义 GDP 对比

	1980	1990	2000	2008
中国	0.37	0.82	1.39	1.51
印度	0.35	0.43	0.56	0.80
日本	1.46	1.93	2.44	2.07
韩国	0.32	0.37	0.68	0.67
马来西亚	0.79	0.64	1.23	1.18
菲律宾	0.24	0.34	0.62	-
印尼	0.16	0.40	0.54	0.38
新加坡	0.64	0.93	1.07	1.30
泰国	0.42	0.76	1.15	1.02
美国	0.72	0.74	0.72	0.88
英国	-	0.79	0.84	1.27
德国	-	-	-	-
法国	0.60	0.55	0.51	0.70
澳大利亚	0.36	0.54	0.65	1.01
巴西	0.23	0.30	0.47	0.66

资料来源：CEIC，Wind，各国央行，世界银行，国信证券经济研究所

表 3：1980 年来各国贷款余额/名义 GDP 对比

	1980	1990	2000	2008
中国	0.55	0.94	1.00	0.97
印度	-	0.19	0.24	0.49
日本	-	-	-	0.89
韩国	-	-	0.74	1.13
马来西亚	-	-	0.11	0.21
菲律宾	-	-	-	0.36
印尼	-	-	-	0.26
新加坡	0.80	0.86	0.96	1.06
泰国	-	-	-	1.13
美国	0.33	0.37	0.40	0.51
英国	-	1.14	1.23	1.84
德国	0.67	0.80	1.06	0.95
法国	0.73	0.87	0.81	1.03
澳大利亚	0.10	0.49	0.73	1.27
巴西	-	-	0.28	0.42

资料来源：CEIC，Wind，各国央行，世界银行，国信证券经济研究所

从贷款/GDP 比例看，中国目前在 1 左右，在我们统计的国家中处于中等偏高水平，但程度不如 M2/GDP，主要由于中国实行较严格的存贷比控制，事实有相当大规模的表外贷款，这使得中国的贷款/GDP 有所低估。

总体来看，中国的货币和信贷供给是较多的，即使不考虑 2009 年的跳跃式上升，以 2008 年的数据来看，其货币化程度都显示过高。

中国超货币化，可以部分视为银行为刺激政策付出代价

从 2000 年开始，中国银行业的真实利率水平一直是较低的，较低的利率剥夺了存款人，而补贴投资者和投机者。较低的真实利率使得信贷和货币的需求上升，加上居民较高的储蓄倾向和政府和企业盈余上升，在 2000-2008 年，中国已经有超货币化现象。在此期间中国不仅经历了持续的经济高成长，国内各项资产价格也出现了大幅的上升。

超货币化程度在 2009 年进一步跃升，过度货币化的程度从一个角度可以视为 2009 年银行为宏观经济刺激政策付出的代价。这会在盈利和估值两个方面影响银行板块的走势，盈利主要包括息差、信贷成本，估值主要是相对于大盘的相对估值水平。我们下面将对此进行具体分析。

超货币化对于息差和资产质量有中长期压力

下半年银行息差将基本持平，中长期息差面临下降压力

我们先来看一下银行的息差，银行的息差收入是宏观经济收入的分享。从收入法来看： $GDP = \text{劳动者报酬} + \text{生产税净额} + \text{固定资产折旧} + \text{营业盈余}$ 。息差收入是银行最主要的营业收入，主要来自于企业营业盈余的分享，而企业营业盈余是 GDP 中变动比较大的部分。

在 2007 年银行业息差的大幅上升，直接原因是加息、贷款利率上升及存款活期化，更根本原因是企业利润的高涨。加息其实宏观经济的内生变量，是由于景气度和通胀压力决定的。反之在 2008 年银行息差的大幅下降，虽然直接原因是减息带来的息差下降，但更根本的原因仍是企业盈利大幅下降。

由于宏观政策相对收紧，2010 年企业盈利增速的一致预期有所下调，从之前的 25-30% 下调到了 20% 左右，固定资产投资增速也有下降，这从根本上制约信贷的需求，而同时已经存在过大的信贷和货币供给量，这些使得上市银行贷款定价能力很难出现明显的上升。

此外，目前的短融和中票的发行对于银行对大客户的贷款议价能力出现了明显的下降，2010 年下半年将试运行的电子票据系统，新的电子票据最长期限可能达到 1 年，加上背书转让的方便，对于原有的一年期及以内的短期贷款有明显的替代性。事实上，我们目前上已经是利率市场化的早期，银行原有贷款定价能力会有缓慢但趋势性的下降。

再次，“三个办法一个指引”也减少了企业资金的沉淀量，贷款需求也会因此有所下降；最后票据贴现的比重已经是历史低位，后续比重上升的可能性更大，这对于贷款收益率会有一定的不利影响。

不过也存在资产生息率有利的因素。一个是包括债券投资在内的资金业务收益率在 2010 年下半年会有明显的上升，票据贴现的收益率也会有所上升，这个能小幅弥补贷款定价能力下降的影响。另一个是，各家银行目前都现加重视贷款利率的

浮动管理，在考核方面也会有所体现，这会在短期提高银行的贷款定价能力。但如果要持续提高贷款的定价能力，需要对客户结构进行重大的调整。

在资金成本方面，目前监管对于存贷比更严格限制，中小银行的存贷比过高的压力体现。从下表中可以看到，14 家上市银行里存贷比没有压力的仅有工行、建行、北京银行和南京银行。

表 4: 上市银行 2009 及 1Q2010 存贷比

	存贷比(%)					存贷比(剔除贴现, %)				
	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
工商银行	57.1	57.0	57.2	58.6	57.6	51.4	52.1	53.1	55.3	55.6
建设银行	59.9	59.5	60.1	60.2	63.6	56.9	56.2	57.0	57.4	60.7
中国银行	64.3	68.4	72.9	71.6	77.1	60.4	63.0	67.1	68.2	71.1
交通银行	75.0	73.1	75.4	77.5	78.0	66.1	65.2	70.8	73.2	75.3
大型银行	64.1	64.5	66.4	67.0	69.1	58.7	59.1	62.0	63.5	65.7
招商银行	68.8	74.8	73.9	73.7	73.5	56.1	61.3	64.0	67.4	68.2
中信银行	79.0	84.3	83.2	79.4	77.9	65.2	68.2	71.6	72.3	71.0
民生银行	80.2	84.1	81.3	78.3	83.3	71.7	73.3	74.4	75.2	79.8
浦发银行	78.7	76.0	72.9	71.7	75.8	76.3	70.8	64.3	66.3	72.7
兴业银行	80.4	77.6	82.0	77.9	80.1	71.2	71.3	77.0	74.9	79.5
华夏银行	76.5	75.6	76.0	74.0	73.7	67.4	68.3	71.7	72.7	72.2
深发展 A	79.7	82.2	85.0	79.1	77.0	64.1	65.7	72.8	69.1	69.6
中型银行	77.6	79.2	79.2	76.3	77.3	67.4	68.4	70.8	71.1	73.3
北京银行	64.8	64.8	65.0	61.2	61.6	60.3	58.6	60.9	59.3	59.7
南京银行	61.6	63.7	65.5	65.6	65.0	55.2	56.9	59.3	63.7	59.9
宁波银行	63.1	66.2	76.0	73.9	75.3	58.5	61.0	70.6	72.3	74.4
小型银行	62.3	65.0	70.7	69.8	70.1	56.8	58.9	65.0	68.0	67.2
上市银行	71.1	72.5	73.9	72.4	73.7	63.1	64.1	67.2	68.3	70.0

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

这使得目前揽存大战已经变得十分的激烈，加上经济增速的下降，及资本市场的降温，存款结构在 2010 年下半年将出现小幅的定期化。我们预期下半年存款成本会有所上升，整体资金成本也会略有上升。

表 5: 上市银行 2007-2009 年存量存款结构

	活期存款占比(%)					个人存款占比(%)				
	2007A	1H2008	2008A	1H2009	2009A	2007A	1H2008	2008A	1H2009	2009A
工商银行	51.3	48.4	48.5	49.5	50.9	47.0	47.6	48.8	47.8	47.7
建设银行	58.7	54.2	52.9	51.7	55.2	43.9	45.5	46.9	45.8	45.1
中国银行	44.3	41.7	41.8	44.4	47.0	52.6	50.6	50.4	49.0	47.6
交通银行	53.4	48.6	54.6	44.6	48.1	34.0	31.9	42.1	32.6	33.3
大型银行	51.9	48.2	49.5	47.6	50.3	44.4	43.9	47.1	43.8	43.4
招商银行	57.4	53.6	51.3	49.3	54.8	34.6	35.6	42.0	39.1	39.7
中信银行	50.4	44.6	42.1	42.4	48.0	18.7	13.0	19.9	16.5	18.2
民生银行	43.8	43.0	41.9	39.6	48.6	16.0	15.8	17.3	16.6	17.2
浦发银行	48.2	44.1	41.9	40.4	45.2	14.5	14.5	16.0	15.7	16.7
兴业银行	52.8	45.4	44.2	43.4	50.6	11.0	12.6	14.1	15.1	16.3
华夏银行	44.4	38.6	41.7	41.2	44.5	12.4	12.2	13.1	13.9	14.4
深发展 A	34.7	28.8	29.3	27.1	31.7	14.5	15.4	16.1	15.7	15.5
中型银行	47.4	42.6	41.8	40.5	46.2	17.4	17.0	19.8	18.9	19.7
北京银行	62.1	60.8	60.7	58.2	56.5	16.1	15.7	17.1	16.9	16.7
南京银行	58.1	53.2	45.8	45.2	48.5	13.8	15.0	16.8	13.7	13.3
宁波银行	59.8	57.1	61.0	60.8	57.9	18.4	20.0	24.2	24.4	21.8
小型银行	58.9	55.1	53.4	53.0	53.2	16.1	17.5	20.5	19.1	17.5
上市银行	50.6	46.2	45.9	44.6	48.5	25.5	25.4	28.3	26.6	26.7

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

从最近上市银行季度的息差数据也能看出这一趋势，即生息率在 2010 年已经稳定，而付息率有所上升。下表是上市银行各季度的生息率和付息率的数据，以期初期末余额平均进行计算，从平均水平上看，资产生息率在 2009 年 4 季度小幅上升后就基本稳定。从分化来看，大型银行的生息率有明显的下降，中型银行如果剔除华夏银行（华夏银行对于贴现业务的收支没有抵消，因此生息率和付息率都畸高）也仅有招商银行和深发展有所上升，上升最多的是南京银行。

在付息率方面，大型银行基本稳定略有下降，中型银行如果剔除华夏银行，基本水平也是略有下降的，而小型银行出现了明显的上升。

表 6：上市银行 2009 及 1Q2010 期初期末余额计算生息率及付息率

	资产生息率 (%)					负债付息率 (%)				
	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
工商银行	3.90	3.57	3.55	3.62	3.52	1.78	1.58	1.47	1.38	1.34
建设银行	4.16	3.81	3.70	3.64	3.51	1.78	1.59	1.49	1.35	1.33
中国银行	3.46	3.23	3.27	3.24	3.15	1.58	1.43	1.35	1.26	1.27
交通银行	3.92	3.57	3.67	3.82	3.72	1.98	1.72	1.62	1.52	1.56
大型银行	3.86	3.54	3.55	3.58	3.47	1.78	1.58	1.48	1.38	1.37
招商银行	3.84	3.33	3.41	3.46	3.56	1.66	1.45	1.39	1.30	1.28
中信银行	4.08	3.60	3.94	4.34	3.65	1.87	1.48	1.45	1.50	1.31
民生银行	4.39	3.95	4.07	4.23	4.22	2.03	1.81	1.63	1.57	1.50
浦发银行	4.21	3.85	3.78	3.86	3.83	2.26	1.89	1.65	1.56	1.53
兴业银行	4.45	4.15	4.15	4.21	4.15	2.33	2.14	1.91	1.85	1.85
华夏银行	4.52	4.14	4.20	3.62	4.48	2.84	2.38	2.25	1.51	2.22
深发展 A	4.78	4.05	3.90	3.96	4.00	2.17	1.76	1.57	1.58	1.62
中型银行	4.32	3.87	3.92	3.96	3.98	2.17	1.85	1.69	1.55	1.61
北京银行	3.87	3.62	3.66	3.60	3.69	1.66	1.51	1.47	1.38	1.45
南京银行	4.17	4.09	3.80	3.97	4.26	1.77	1.69	1.47	1.52	1.89
宁波银行	4.41	4.16	4.31	4.36	4.27	1.65	1.44	1.61	1.61	1.68
小型银行	4.29	4.12	4.06	4.17	4.27	1.71	1.56	1.54	1.57	1.78
上市银行	4.18	3.81	3.83	3.87	3.87	1.98	1.72	1.61	1.50	1.57

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

上述的分析没有考虑下半年可能法定加息的影响，我们很难判断加息的时间和具体的方式，但我们并不认为加息会天然大幅扩大银行的息差水平，从政策上来看，增加中国银行业在 GDP 收入分配中的比例可能性是不大的，我们的盈利预测中，假设加息的影响是中性。

下表是各家大型银行披露的息差数据。2009 年息差的上升主要发生在下半年，在 2010 年 1 季度没有出现之前市场预期的息差上升，恰恰相反在 2010 年 1 季度，银行业整体上息差出现了下降。

表 7：上市银行 2009 及 1Q2010 期初期末余额计算息差水平

	净息差 (NIM%)					净息差 (SPREAD, %)				
	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
工商银行	2.25	2.10	2.17	2.33	2.27	2.12	1.99	2.08	2.24	2.18
建设银行	2.52	2.33	2.31	2.38	2.29	2.39	2.22	2.21	2.29	2.18
中国银行	2.02	1.91	2.02	2.07	1.96	1.88	1.80	1.92	1.98	1.88
交通银行	2.06	1.94	2.13	2.39	2.25	1.94	1.84	2.04	2.30	2.16
大型银行	2.21	2.07	2.16	2.29	2.19	2.08	1.96	2.06	2.20	2.10
招商银行	2.28	1.96	2.11	2.25	2.37	2.18	1.88	2.02	2.17	2.28
中信银行	2.38	2.25	2.60	2.95	2.43	2.21	2.12	2.48	2.84	2.35
民生银行	2.49	2.24	2.52	2.75	2.83	2.36	2.14	2.44	2.65	2.72
浦发银行	2.07	2.04	2.22	2.39	2.38	1.95	1.96	2.14	2.30	2.29
兴业银行	2.25	2.14	2.34	2.45	2.40	2.11	2.01	2.24	2.36	2.31
华夏银行	1.84	1.90	2.07	2.19	2.37	1.68	1.77	1.95	2.11	2.25
深发展 A	2.69	2.34	2.37	2.44	2.43	2.61	2.28	2.33	2.39	2.38
中型银行	2.29	2.12	2.32	2.49	2.46	2.16	2.02	2.23	2.40	2.37
北京银行	2.37	2.25	2.32	2.32	2.36	2.21	2.11	2.19	2.21	2.24
南京银行	2.63	2.58	2.46	2.58	2.53	2.40	2.40	2.33	2.45	2.37
宁波银行	2.90	2.83	2.81	2.85	2.69	2.76	2.72	2.69	2.75	2.60
小型银行	2.76	2.70	2.63	2.72	2.61	2.58	2.56	2.51	2.60	2.48
上市银行	2.34	2.20	2.32	2.46	2.40	2.20	2.09	2.22	2.37	2.30

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

从根本上是由于存在的过度货币化，如果以量价互补的角度来看，在货币和信贷数量已经过剩的情况下，息差作为银行从宏观经济中的收益分享，自然难以出现上升。

我们从季度的综合来看，我们认为 2010 年银行业全年息差较 2009 年虽然会有所上升，全行业幅度在 10-15 个 bps，但下半年息差较上半年全行业不会上升，还有很可能出现小幅的下降，从更长的趋势来看，息差下降的压力会在较长时间存在。

超货币化使资产质量面临长期压力，但距离爆发点还远

市场目前较为关注的是地方融资平台贷款清理对于资产质量的影响，目前对这方面有很多的猜测，但也找不到有效量化地分析和预测这部分资产质量的方法和路径。我们这里还是从过度货币化的角度进分析，努力在数据上把握资产质量风险点和可能暴露的时间。

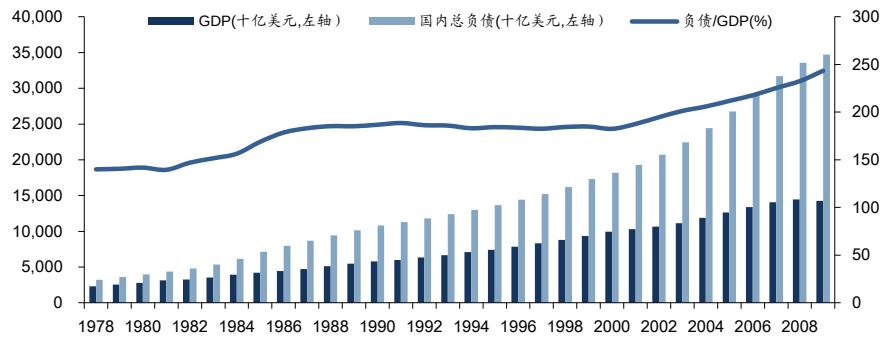
我们之前提到，在 2000-2008 年，中国事实也存在较大程度的超货币化，而且程度在 2009 年进一步加深，为了简化我们这里主要分析 2009 年跃升的影响。

中国的经济结构不可能在 2009 年发生重大的变化，利率也没有大的下降，货币需求不可能有大的上升，而 M2/GDP 和信贷/GDP 出现了大幅的上升。如此之大的货币供给不可能被正常的经济活动所吸收，很容易推测出来相当多的资金沉积资产上，在中国主要是房地产。2009 年房地产价格的大幅上涨也印证这一点。这也暗示着中国银行业的资产质量对于资产价格和泡沫是十分敏感的。

虽然，中国目前银行业的过度的货币和信贷供给，使资产质量积累了大幅的风险，但从短期来看，还远远没有到风险的爆发点。我们下面中国与美国经济的负债水平的简单对比来进行说明。

下图是美国政府、公司和居民国内负债与 GDP 的比值，我们可以看到在 2000 年后这一比值出现了持续的上升，直到 2007 年这一比值上升到 225% 的时候，泡沫出来了破灭，需要说明的是相对美国，欧洲主要国家经济的负债率更高，如英国就在 300% 以上。

图 1: 美国经济负债率



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

再来看中国, 我们计算政府负债与银行信贷的合计, 这基本等于政府、公司和居民国内负债的合计。我们的计算结果里包括了大家关注较多的地方政府负债, 但可能遗漏了大部分通过银行表外方式存在的负债和企业债券。因此, 我们计算的负债率会略有偏低, 但幅度不会超过 15 个百分点。

下表里 2001-2009 年是历史的中国经济的整体负债情况, 和之前的数据一样, 在 2009 年, 中国经济的负债率有了大幅的上升, 不过并没有超过 2003 年的水平, 也没有到达美国危机爆发时 220% 以上的水平, 更没有到达目前欧洲爆发主权债务危机的国家水平。从这个角度上来看, 2009 年从负债率上看, 中国在近期不可能出现债务危机。即使我们计算的国内负债/GDP 被低估了 15 个百分点, 那么也要到 2017 年, 其负债水平才能达到美国 2007 年的水平。

表 8: 中国经济负债率的历史变化和预测 (单位: 千万元)

	GDP	(+/-)	国内负债	(+/-)	国内负债/GDP
2001	109,655	10.5%	133,015	13.4%	121.3%
2002	120,333	9.7%	172,625	29.8%	143.5%
2003	135,823	12.9%	206,284	19.5%	151.9%
2004	159,878	17.7%	224,419	8.8%	140.4%
2005	184,937	15.7%	248,367	10.7%	134.3%
2006	216,314	17.0%	288,738	16.3%	133.5%
2007	265,810	22.9%	339,659	17.6%	127.8%
2008	314,045	18.1%	379,379	11.7%	120.8%
2009	335,353	6.8%	495,889	30.7%	147.9%
2010	372,242	11.0%	585,149	18.0%	157.2%
2011	413,188	11.0%	684,625	17.0%	165.7%
2012	458,639	11.0%	794,165	16.0%	173.2%
2013	509,089	11.0%	913,289	15.0%	179.4%
2014	565,089	11.0%	1,050,283	15.0%	185.9%
2015	627,249	11.0%	1,207,825	15.0%	192.6%
2016	696,246	11.0%	1,388,999	15.0%	199.5%
2017	772,834	11.0%	1,597,349	15.0%	206.7%
2018	857,845	11.0%	1,836,951	15.0%	214.1%
2019	952,208	11.0%	2,112,494	15.0%	221.9%
2020	1,056,951	11.0%	2,429,368	15.0%	229.8%

资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

仅仅是预期不出现债务危机是不够的, 我们上表的趋势外推其实包含另一项主要假设是中国经济流动性宽松局面不会出现根本性的逆转, 我们这里测算的方式依然是 M2/GDP 及信贷/GDP。2010 年, 虽然政策较之 2009 年相对有所收紧, 但信

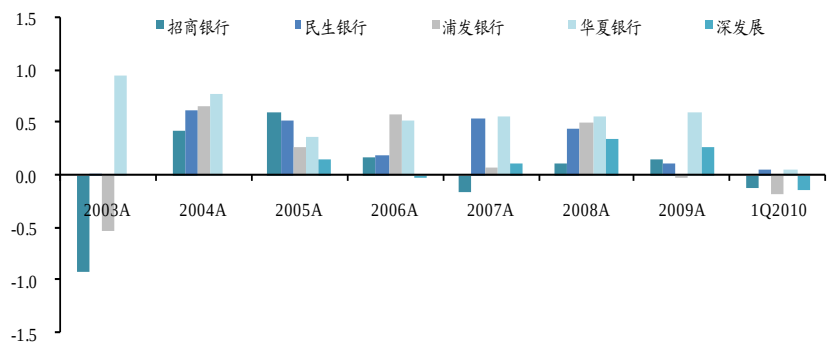
贷投放 7.5 万亿，同比增速仍达到了 18% 左右，M2 同比增速也基本相当，这些都要明显高于的 2010 年名义 GDP 的增速，M2/GDP 及信贷/GDP 在未来一段时间仍会持续上升。

基于上述判断，虽然房地产价格会有所调整，但我们不认为中国目前高涨的房地产泡沫会崩溃。在这种情况下，我们认为中国流动性的宽松其实加强了，而这对于判断银行资产质量有关键的作用。

中国银行业实行主观的五级分类，从理论上说，只要判断贷款企业未来存在偿债的风险，就应该下调贷款的评级。可在实际操作中，多数是出现了付息或还本的问题，才会下调。中国银行业的资产质量对于流动性，较之于企业盈利能力高低要敏感的多。

下图是老 5 家上市银行不良率及不良形成率，与流动性变化之间的对比，我们可以清楚的看到在 2004-2005 年货币政府紧缩时，银行业不良出现了上升。而在 2008 年，虽然企业盈利有了大幅的下降，但由于在 4 季度宽松的货币政策，资产质量是较为稳定的，而在 2009 年由于极度宽松的货币政策，资产质量的好转与经济高涨的 2007 年接近，而在 2010 年 1 季度资产质量的好转更是显著。

图 2：2003 年来老五家银行不良净形成率



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

我们认为，2010 年流动性不出现根本性逆转的条件下，资产质量不会出现明显的问题，不过目前银监会对于资产质量更加严格的监管，及对地方融资平台贷款的清理，会使下半年不良形成率有所上升，但不会出现账面资产质量的大幅恶化。2010 年中期可能会是最近几年不良率的底部。

表 9: 上市银行 2009 及 1Q2010 不良资产率

	不良资产率(%)					潜在不良资产率 (后四类, %)			
	1Q2009	1H2009	1-3Q2009	2009A	1Q2010	1Q2009	1H2009	1-3Q2009	2009A
工商银行	1.97	1.81	1.68	1.54	1.35	7.22	5.36	6.57	5.54
建设银行	1.90	1.71	1.57	1.50	1.28	6.99	6.16	5.88	5.66
中国银行	2.24	1.80	1.60	1.52	1.31	6.46	5.40	5.90	4.35
交通银行	1.62	1.51	1.44	1.36	1.27	5.21	4.78	4.48	4.09
大型银行	1.93	1.71	1.57	1.48	1.30	6.47	5.43	5.71	4.91
招商银行	0.99	0.86	0.83	0.82	0.74	2.37	1.98	2.39	2.01
中信银行	1.07	0.99	0.96	0.86	0.79	2.58	2.05	2.21	1.73
民生银行	1.10	0.86	0.82	0.84	0.80	3.39	2.55	2.51	2.30
浦发银行	0.96	0.90	0.93	0.80	0.71	2.05	1.79	1.80	1.59
兴业银行	0.74	0.67	0.62	0.54	0.53	2.91	2.14	1.95	1.60
华夏银行	1.61	1.55	1.50	1.50	1.39	5.87	5.03	4.73	4.42
深发展 A	0.61	0.72	0.00	0.68	0.63	1.72	1.40	0.00	1.06
中型银行	1.01	0.94	0.81	0.86	0.80	2.99	2.42	2.23	2.10
北京银行	1.36	1.14	1.01	1.02	0.95	5.16	4.40	3.98	3.70
南京银行	1.50	1.36	1.26	1.22	1.14	7.42	5.56	4.42	3.80
宁波银行	0.91	0.85	0.76	0.79	0.71	6.49	4.91	4.10	3.39
小型银行	1.21	1.10	1.01	1.00	0.92	6.95	5.24	4.26	3.59
上市银行	1.32	1.20	1.07	1.07	0.97	4.67	3.78	3.61	3.20

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

虽然账面资产质量不会出现明显恶化, 但银行要为 2009 年的放纵所付出的代价, 政府的目标是让这种偿还以一种缓慢可控的方式进行, 这主要体现在监管政策上。银监会很有可能在未来进一步提高拨备计提标准, 提高对于正常类、关注类贷款的拨备计提比例。因为目前名义上的不良率是非常低的, 潜在风险主要是存在于目前的非不良贷款上。因此, 我们不仅仅要关注各家银行拨备覆盖率, 还要关注其拨备充足率及拨备对于全部贷款的覆盖, 这对于下半年各家银行拨备计提压力有较好的指示作用。

从数据上看, 工商银行、建设银行、招商银行、浦发银行、华夏银行及南京银行拨备的充足程度较高, 未来的压力较小。

表 10: 上市银行 2009 及 1Q2010 拨备充足程度

	拨备充足率(%)					拨备/全部贷款(%)				
	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010
工商银行	133.7	137.6	140.1	148.5	148.6	2.60	2.51	2.49	2.54	2.42
建设银行	142.7	140.9	144.0	151.1	153.2	2.69	2.57	2.54	2.63	2.51
中国银行	137.6	134.5	130.6	131.9	132.3	2.82	2.50	2.32	2.30	2.18
交通银行	114.1	113.5	116.5	129.6	127.7	1.94	1.85	1.89	2.05	1.97
大型银行	132.1	131.6	132.8	140.3	140.5	2.51	2.36	2.31	2.38	2.27
招商银行	135.3	134.5	133.1	133.2	136.5	2.20	2.08	2.04	2.02	2.01
中信银行	113.7	95.7	111.1	95.8	97.0	1.79	1.49	1.71	1.42	1.41
民生银行	114.5	97.7	106.9	117.0	120.0	1.77	1.47	1.58	1.73	1.74
浦发银行	145.3	137.8	138.9	144.5	142.6	2.09	1.95	1.98	1.98	1.90
兴业银行	126.2	112.7	109.2	109.3	110.4	1.66	1.47	1.40	1.37	1.38
华夏银行	134.6	136.6	140.5	148.6	152.5	2.45	2.38	2.41	2.50	2.50
深发展 A	68.8	79.6	0.0	84.9	92.4	0.80	0.96	0.00	1.10	1.17
中型银行	119.8	113.5	105.7	119.0	121.6	1.82	1.68	1.59	1.73	1.73
北京银行	113.4	120.3	121.7	122.8	114.7	2.30	2.28	2.18	2.21	2.00
南京银行	148.2	144.1	141.9	144.0	147.7	2.40	2.24	2.17	2.12	2.13
宁波银行	103.2	95.2	92.5	96.8	98.2	1.52	1.36	1.28	1.34	1.32
小型银行	125.7	119.6	117.2	120.4	123.0	1.96	1.80	1.72	1.73	1.73
上市银行	124.5	120.0	115.8	125.8	127.6	2.06	1.91	1.83	1.93	1.90

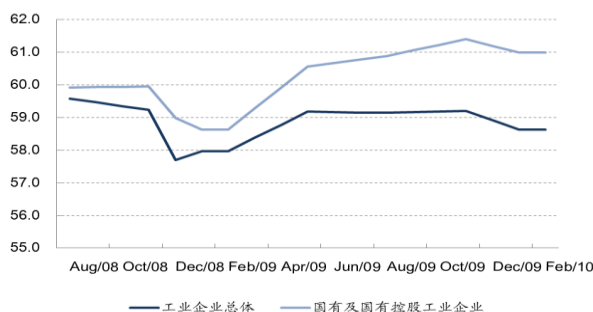
数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

在具体的资产质量风险上,我们认为虽然从总量数据上看有明显的过度货币和信贷供给,但在结构上中国的金融服务是存在割裂的,即有些部门存在着融资过度,而另一些部门却是严重的融资不足,这主要是国内法定利率保护下的必然结果,而且这种不平衡在 2009 年出现了明显的加剧。

具体来说,地方政府、国有大企业存在的明显的过度融资;而小型企业所获得的融资较少,杠杆率也较低。从居民来看,虽然存在部分过度使用杠杆炒房的个人,但居民部门整体的负债率是较低的,特别是目前对于二套房和三套房贷严厉限制的条件下,居民部门的负债水平被严格的限制,未来偿债能力是较好的。因此,贷款较多的投向于中小企业和居民的银行,在中期资产质量面临压力要小的多。

下图是工业企业负债情况,我们可以看到在 2009 年国有及国有控股企业的负债率有大幅的上升,这与我们的判断一致。

图 3: 08 年以来国有企业的负债率明显上升



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

我们后面将要分析,不同银行贷款结构的不同,对于息差、资产质量变化趋势,进而对业绩的影响。

2010 年下半年银行业绩还将有较快的业绩增长

基于上面的判断,并假设下半年银监会不会大幅提高拨备计提标准。我们预测各家上市银行的息差和信贷成本,总体来看未来几年,息差呈现下降趋势,而信贷成本有所上升,ROAA 则相应有所下降。

表 23: 上市银行资产盈利驱动

	净息差 (NIM, %)			信贷成本 (%)			ROAA (%)		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
工商银行	2.31	2.28	2.24	0.50	0.58	0.61	1.21	1.19	1.22
建设银行	2.50	2.46	2.42	0.63	0.57	0.64	1.22	1.29	1.36
中国银行	2.18	2.33	2.31	0.76	0.87	0.81	0.96	0.98	1.07
交通银行	2.42	2.52	2.49	0.68	0.60	0.68	0.97	1.07	1.04
招商银行	2.39	2.44	2.47	0.38	0.43	0.55	0.98	0.92	0.93
中信银行	2.73	2.72	2.71	0.42	0.84	0.68	0.99	0.74	0.77
民生银行	2.78	2.84	2.83	0.48	0.44	0.60	0.83	0.87	0.82
浦发银行	2.46	2.56	2.58	0.30	0.42	0.51	0.91	0.92	0.90
兴业银行	2.50	2.49	2.53	0.42	0.60	0.59	1.07	0.97	0.97
华夏银行	2.22	2.22	2.21	0.69	0.73	0.70	0.64	0.65	0.65
深发展 A	2.54	2.41	2.36	0.78	0.53	0.69	0.86	0.94	0.87
北京银行	2.32	2.34	2.36	0.41	0.29	0.58	1.13	1.19	1.04
南京银行	2.64	2.70	2.69	0.50	0.60	0.61	1.18	1.12	1.06
宁波银行	2.74	2.70	2.71	0.57	0.60	0.53	1.05	1.05	1.08

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

综合上面的分析，2010 年下半年，银行业绩还将有较快的增速，但之后业绩增速会有所下降，我们主要预测如下：

表 22：上市银行收入及利润增长

	营业净收入增长 (%)			拨备前利润增长 (%)			净利润增长 (%)		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
工商银行	20.1	15.8	15.7	19.7	14.3	16.8	19.7	14.3	16.8
建设银行	19.4	16.1	17.5	19.8	22.5	19.7	19.8	22.5	19.7
中国银行	22.4	19.3	15.0	12.8	11.5	20.5	12.8	11.5	20.5
交通银行	24.4	23.0	15.6	19.8	30.7	12.3	19.8	30.7	12.3
招商银行	30.8	23.0	28.8	26.5	16.5	24.9	26.5	16.5	24.9
中信银行	26.5	17.7	17.3	21.2	-12.2	21.1	21.2	-12.2	21.1
民生银行	19.6	24.7	22.5	10.1	27.6	13.9	10.1	27.6	13.9
浦发银行	29.5	26.3	25.2	22.8	19.9	20.8	22.8	19.9	20.8
兴业银行	34.1	19.5	19.5	21.9	8.1	16.8	21.9	8.1	16.8
华夏银行	31.4	22.5	18.3	58.5	23.9	18.4	58.5	23.9	18.4
深发展 A	18.2	16.4	17.0	10.3	30.5	8.4	10.3	30.5	8.4
北京银行	32.6	30.0	24.0	26.4	34.5	8.6	26.4	34.5	8.6
南京银行	31.8	29.8	26.3	35.4	22.5	20.1	35.4	22.5	20.1
宁波银行	32.2	29.9	29.7	31.2	29.8	32.1	31.2	29.8	32.1

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

超货币化间接带来了银行股本的供给过大

银行资产过大，加上杠杆下降带来了股本供给过剩

过度货币对于银行板块估值也有很大的影响，过度的货币供给带来了过多的银行资产规模，而由于监管部门对于资产质量的担心，提高资本充足率，降低了银行的财务杠杆。这两者共同作用，使得银行的所需的净资产相对于 GDP 也是过大的，

我们在年初的 2010 年度银行业投资策略报告《从经济周期到监管“逆周期”》中曾经写到“提高监管标准，降低银行的风险扩张能力，增加了对于资产质量下降的抵御能力，也相应降低了银行的盈利影响，这也可以被视为一种让利，一定程度上是把未来资产质量的压力提前到了现在。在短期，宏观经济加杠杆和银行体系减杠杆带来了银行资本需求的大幅上升。在中长期，更高充足率要求可能使融资次数增加了 2-3 倍，对于估值有明显负面影响。”

我们目前仍延续在那篇报告的观点，对于估值影响的分析不再是通过 DDM 模型的计算，而是从更宏观的视角来分析银行股本相对于 GDP 过高的比重。我们来计算一下，银行板块市值占比，及相对于大盘的估值水平。

从银行资产规模/属国 GDP 比例看，中国目前已经超过 2，和之前的 M2/GDP 数据一样，在 2009 年出现了大幅的上升，已经达到 GDP 的 235%，比 M2/GDP 的比值更高。

表 11: 2002 年后中国银行业资产和负债与 GDP 的比值

	银行资产	银行负债	资产/GDP	负债/GDP
2002	23,700	na	197%	na
2003	27,658	26,594	204%	196%
2004	31,599	30,325	198%	190%
2005	37,470	35,807	203%	194%
2006	43,950	41,711	203%	193%
2007	52,598	49,568	198%	186%
2008	62,388	58,601	199%	187%
2009	78,769	74,335	235%	222%

资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

而在目前的资本充足率监管要求下, 银行的杠杆位数最高在 20 倍左右, 而之前杠杆可以达到 30 倍左右, 那么我们可以计算出, 2008 年银行业所需的净资产为 GDP 的 6.7%, 而 2009 年银行资产的大幅膨胀加上杠杆率的下降, 银行业所需的净资本将是 GDP 的 12.1%, 上升幅度巨大。

而在银行盈利能力难以上升的情况下, 净资本需要的大幅上升必然体现为巨大的融资压力, 其实是银行股本的短期过度供给。

银行板块的市值占比基本稳定

在观察市值占比之前, 我们先来看看银行板块在 A 股市场中的净利润和净资产的占比。银行板块这两项的占比一直是较高的, 从趋势上看净利润的占比从 2005 年来整体是提高, 而净资产的占比基本稳定。

表 12: 上市银行净利润、净资产占比

	2009	2008	2007	2006	2005
净利润占比	38.2%	41.3%	26.9%	16.4%	2.0%
净资产占比	26.6%	27.2%	27.1%	18.3%	4.7%

数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

为了可比性, 我们同样取 2005 年底部及之后的数据, 我们看到银行在市值中的占比一直是在下降的。但如果观察 2006 年之后的数据, 以总市值计算, 银行板块的比重是基本稳定略有下降的, 以流通市值计算沪深 300 来看, 从 2008 年开始, 就基本稳定在 20%上下的水平。

表 13: 上市银行市值占比

(十亿元)	最新	2009	2008	2007	2006	2005
银行市值	5,204	6,394	3,771	9,529	3,945	168
A 股市值	24,772	28,977	14,768	39,844	10,224	3,316
银行在总市值占比	21.0%	22.1%	25.5%	23.9%	38.6%	5.1%
银行在沪深 300 中占比	19.5%	21.3%	18.3%	13.8%	16.4%	9.1%

数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

银行板块的市值占比的稳定, 其实是市场资者行为共同作用的结果, 未来在较长时间内还将保持, 银行持续的再融资, 加上农业银行、光大银行在 2010 年下半年的 IPO, 占比会有所提高, 但幅度不大, 这会对银行的估值带来一定的压力。

中国的银行资产供给高于国际水平

为了进一步分析, 我们再进行国际的横向对比。中国在统计国家中处于中等偏高水平, 但显著低于新加坡、英国、法国等国家, 主要由于这些国家的大银行通常有较多的海外资产, 如汇丰、苏格兰皇家、法国巴黎。若与一些以国内资产为主的

相近类型国家相比，如亚洲国家、美国、巴西等，中国的该比例显著偏高。

银行资产偏高将导致银行资本偏高，从而导致股票市场上银行股本供给水平偏高。若该国的股票市场为封闭市场，则更容易发生银行股本供给偏高的情况。

表 14：1980 年来各国银行总资产/所属国家名义 GDP 对比

	1980	1990	2000	2008
中国	-	-	-	1.99
印度	-	0.50	0.53	0.81
日本	-	-	1.51	1.53
韩国	-	-	1.24	1.68
马来西亚	-	-	1.44	1.73
菲律宾	-	-	-	0.70
印尼	-	-	-	0.46
新加坡	-	2.01	2.10	2.60
泰国	-	-	-	1.53
美国	0.58	0.58	0.63	0.88
英国	-	2.17	2.76	4.85
德国	-	-	2.59	3.95
法国	-	-	-	-
澳大利亚	0.41	0.85	1.10	2.17
巴西	-	-	0.57	0.89

资料来源：CEIC，Wind，各国央行，世界银行，国信证券经济研究所

选择最能避免货币过度供给负面影响的银行

银行板块面临中长期持续的压力，但短期下行的空间不大

目前高企的 M2/GDP 还将在 2010 年进一步提高，2010 之后很可能还是上升趋势。如果把 M2/GDP 压缩到 2002-2008 年的水平，将会是非常严厉的货币紧缩，这样严厉的退出政策会使宏观经济付出沉重的代价，附带的政治和社会影响也难以判断，我们预计政府不太可能推出这样的政策。

目前的政策相对收紧及对房地产的调控，已经对于 2010 年经济的增长，及地方政府的利益有明显的负面影响。政府的目标是逐步解决问题，而不是使情况大幅的恶化。因此，我们认为政府在短期内可能出台一系列紧缩政策，但出台进一步很严厉的紧缩政策可能性不大，各地的房价虽然没有出现明显的下降，但成交量已经明显下降。而且，现在对于房地产开发贷款更严格的展期要求，使得未来 3-6 个月房价下行可能性增加。

因此，我们认为银行板块目前的估值已经基本反映了行业面临的短期业绩风险，未来进一步下行的空间较小，特别是大型银行的估值已经与 2008 年的历史低部十分的接近。

中期选择受过度货币化负面影响较小的银行，短期选择估值反映悲观预期最多的银行

我们推荐银行的思路是，选择受过度货币化负面影响较小的银行，我们在前面已经分析过，虽然中国存在过度的信贷和货币供给，但中小企业和居民部门的负债率不高，从中期来看，增加这部分客户的贷款，不但风险较低，也能在未来逐渐利率市场化的环境下获得更高的贷款收益率。

我们目前很难判断各家银行有多少比重的贷款投向了缺乏偿债能力的地方融资平台，或资产的投机，因为每家银行披露消息量很少，口径也不可比。但我们大体知道各家银行贷款投向个人和中小企业的比重，在这两方面比重较高的银行不仅会有更高的定价能力，而且对于资本泡沫的风险暴露较小。通过这种方式，我们试图大体判断出哪些银行所承受的系统性风险较小。

我们首先来看各家银行个贷的占比，占绝对优势仍是招商银行，目前已经达到32%的比重，要明显高于其他银行，不仅如此，从趋势上看，招商银行个贷比重上升也是最大的，体现了零售业务战略推进的持续性。

表 15: 上市银行 2008 到 1Q2010 个贷及按揭贷款比重

	个人贷款比重 (%)					按揭贷款比重 (%)				
	1H2008	2009A	1H2009	2009A	1Q2010	1H2008	2008A	1H2009	2009A	1Q2010
工商银行	18.4	18.5	18.2	21.1	22.1	13.2	13.3	13.1	15.3	15.4
建设银行	21.8	21.7	21.0	22.6	22.5	16.5	15.9	15.8	17.7	17.4
中国银行	24.0	26.8	27.3	28.5	28.8	19.1	19.3	17.1	18.5	17.8
交通银行	15.5	15.4	14.2	16.9	17.2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
大型银行	19.9	20.6	20.2	22.3	22.6	12.2	12.1	11.5	12.9	12.6
招商银行	25.6	26.6	25.1	32.2	32.0	18.6	18.1	17.7	23.1	23.6
中信银行	12.9	13.9	9.92	13.9	13.9	10.2	10.7	7.66	10.7	10.7
民生银行	17.0	16.5	13.8	18.6	20.0	14.5	13.3	10.3	11.3	9.52
浦发银行	16.0	15.5	13.9	17.0	17.3	14.3	13.6	12.1	15.0	15.2
兴业银行	30.3	25.8	20.6	24.1	25.0	26.3	22.5	17.7	21.3	22.0
华夏银行	12.3	10.9	8.84	11.0	11.0	7.68	6.75	5.20	6.46	6.46
深发展 A	28.1	26.0	24.4	27.2	27.5	17.7	15.7	21.7	23.9	23.9
中型银行	20.3	19.3	16.7	20.6	20.9	15.6	14.4	13.2	15.9	15.9
北京银行	9.26	9.08	8.01	9.49	9.62	7.64	7.29	6.44	7.80	7.87
南京银行	13.8	11.6	9.06	12.0	9.15	9.83	7.76	6.46	8.07	6.55
宁波银行	26.2	26.5	23.5	25.3	24.5	21.8	19.3	16.2	17.1	3.22
小型银行	20.0	19.0	16.3	18.6	16.8	15.8	13.5	11.3	12.6	4.88
上市银行	20.1	19.7	17.7	20.8	20.8	14.6	13.5	12.4	14.5	13.2

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

看完了零售贷款的比重，我们再来看各家银行对中小企业的贷款占比，特别是小企业的贷款占比，事实上各家银行对于中小企业的定义有较大的不同，披露也不连续，很难直接进行对比，

我们下表是对过去两年上市披露的中小企业贷款数据，只能作为分析的起点。

表 16: 上市银行 2009 年中小企业贷款情况占比

	客户数	户数占比	贷款余额 (亿元)	公司贷款占比	备注
工商银行			12322	36.77%	中小企业
建设银行	56700		1771.57	5.19%	小企业
中国银行	16700		9114.56	26.70%	中小企业
交通银行					
招商银行			3083.7	47.68%	中小企业
中信银行	8169		691.7		
民生银行	3277		341.8	5.04%	中小企业部
			448.09		商贷通
浦发银行	21391		5653.82		中小企业
兴业银行			2746	52%	小企业
华夏银行					
深发展					
北京银行		84%	897	36.24%	中小企业
南京银行			92.71	16.24%	小企业
宁波银行	47642		93.29	18.04%	小企业

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

我们首先看看小企业贷款,从数据上看,南京和宁波银行小企业贷款比重较高;再看中小企业贷款,占比较高的是兴业银行和招商银行。由于横向可比性较差,我们再来看纵向的变化。2008 到 2009 年,在可比口径下,招商银行及三家城商行的中小企业或小企业贷款比重有了明显的上升。

表 17: 上市银行 2008 年中小企业贷款情况占比

	客户数	户数占比	贷款余额(亿元)	公司贷款占比	备注
工商银行	36267		3572.29	9.93%	小企业
建设银行			2627.95	9.40%	小企业
中国银行			5720.75		中小企业(授信余额)
交通银行			153.4	1.36%	“展业通”
			325	计入零售贷款	个人经营性贷款
			73.3	0.65%	银监会法人小企业
招商银行			2205.4	43.10%	中小企业
中信银行	6678		318.42	5.52%	小企业
民生银行					
浦发银行	18511		4501.82		四部委口径中小企业
兴业银行					
华夏银行					
深发展					
北京银行	2308		545	31.50%	中小企业
南京银行			72.95	20.53%	小企业
宁波银行	44082		43.68	13.76%	小企业

数据来源:公司公告,国信证券经济研究所

从这个角度来看,招商银行是最符合我们上面的选股标准的,贷款客户里个人和中小企业的比重较高,并且比重还将进一步提高,我们提高招商银行评级至“推荐”。此外,民生银行得益于商贷通的高速增长,未来贷款结构会有较大的改善,目前虽然有一定比例的信贷投入地方融资平台,但由于我们判断短期信贷风险可控,这一缺点可以在未来逐渐改善。我们还看好浦发银行,之前的深度报告《浦发银行:守正出奇的选择》进行过详细的分析,我推荐浦发的理由主要是看好其与中移动合作后,未来零售业务的巨大发展空间。

此外,我们还推荐工商银行、建设银行和华夏银行,推荐他们主要是因为其已经较低的估值水平,在中国经济不出现大幅降温的情况下,目前的估值已经体现了短期所能遇到的全部风险。而且,这几家银行的拨备充足率也较高,对于未来不良上升的缓冲能力也较强,这几家银行 2010 年的业绩增速在上市银行中较快,相对吸引力较大。

表 18: 上市银行盈利预测及估值表 (截至 2009.12.2)

公司代码	公司名称	股价 (人民币)	P/E(X)				P/B(X)				P/PPoP(X)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
601398	工商银行	4.26	10.4	9.6	7.9	6.4	2.01	1.76	1.49	1.23	7.1	6.4	5.2	4.1
601939	建设银行	4.96	10.4	9.7	7.5	5.9	1.99	1.77	1.48	1.21	6.7	6.1	4.8	3.7
601988	中国银行	4.09	12.3	11.4	9.9	8.1	1.93	1.85	1.59	1.34	7.9	6.6	5.3	4.5
601328	交通银行	6.57	10.5	9.6	7.0	5.9	1.93	1.43	1.21	1.01	6.5	5.5	4.2	3.5
600036	招商银行	13.23	15.4	12.4	10.4	8.1	3.02	2.14	1.78	1.45	11.1	8.2	6.7	5.0
601998	中信银行	5.20	13.6	11.5	12.8	10.3	1.93	1.76	1.58	1.38	9.1	7.4	6.3	5.5
600016	民生银行	6.54	11.8	10.9	8.4	7.2	1.63	1.47	1.26	1.08	6.8	6.5	5.1	4.0
600000	浦发银行	18.54	12.3	12.6	10.4	8.5	2.39	1.65	1.41	1.19	7.9	8.2	6.4	5.0
601166	兴业银行	28.06	11.8	10.4	9.4	7.9	2.62	1.89	1.60	1.34	8.8	7.0	5.9	4.9
600016	华夏银行	10.54	13.7	12.3	9.7	7.9	1.70	1.32	1.17	1.02	6.3	6.6	5.2	4.3
000001	深发展	17.51	11.8	10.9	8.1	7.2	2.89	1.96	1.61	1.34	7.6	6.6	5.4	4.4
601169	北京银行	13.00	13.9	11.4	8.1	7.0	2.08	1.92	1.61	1.35	10.0	7.9	5.8	4.5
601009	南京银行	13.23	18.6	14.6	11.5	9.2	2.38	1.66	1.48	1.27	13.0	10.5	7.9	6.2
002142	宁波银行	11.11	18.7	17.1	13.0	9.6	2.80	2.01	1.76	1.51	12.6	11.6	8.7	6.4
1398	工商银行 H	4.81	11.8	10.8	9.0	7.3	2.28	1.98	1.69	1.42	5.0	4.5	3.7	3.1
0939	建设银行 H	5.42	11.4	10.6	8.2	6.5	2.18	1.93	1.62	1.34	7.4	6.6	5.3	4.1
3988	中国银行 H	3.46	10.3	9.6	8.3	6.8	1.62	1.57	1.34	1.12	6.6	5.6	4.5	3.8
1328	交通银行 H	6.95	11.2	10.1	7.4	6.3	2.05	1.52	1.28	1.08	6.8	5.9	4.5	3.7
3968	招商银行 H	15.67	18.3	14.7	12.3	9.6	3.59	2.54	2.11	1.73	13.1	9.7	7.9	6.0
0998	中信银行 H	3.86	10.0	8.5	9.4	7.5	1.42	1.31	1.16	1.01	6.7	5.5	4.6	4.0

公司代码	公司名称	评级	EPS (元)				BVPS (元)				PPoPPS (元)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
601398	工商银行	推荐	0.39	0.44	0.51	0.59	2.02	2.42	2.70	3.03	0.57	0.66	0.78	0.91
601939	建设银行	推荐	0.46	0.51	0.63	0.75	2.38	2.81	3.18	3.62	0.70	0.82	0.98	1.18
601988	中国银行	中性	0.32	0.36	0.39	0.47	2.03	2.21	2.45	2.82	0.50	0.62	0.73	0.84
601328	交通银行	谨慎推荐	0.61	0.69	0.90	1.01	3.34	4.58	5.21	5.85	1.00	1.18	1.49	1.72
600036	招商银行	推荐	0.95	1.07	1.24	1.55	4.85	6.17	7.26	8.63	1.33	1.62	1.93	2.49
601998	中信银行	中性	0.37	0.45	0.40	0.48	2.63	2.95	3.21	3.57	0.56	0.71	0.80	0.90
600016	民生银行	谨慎推荐	0.54	0.60	0.76	0.87	3.95	4.46	5.11	5.82	0.94	1.01	1.26	1.55
600000	浦发银行	谨慎推荐	1.50	1.47	1.76	2.13	7.70	11.25	13.01	15.13	2.32	2.25	2.85	3.58
601166	兴业银行	谨慎推荐	2.66	2.70	2.92	3.41	11.92	14.83	17.21	20.03	3.55	3.99	4.68	5.45
600016	华夏银行	推荐	0.75	0.87	1.08	1.28	6.06	8.08	8.90	9.85	1.64	1.61	2.01	2.35
000001	深发展	中性	1.62	1.61	2.10	2.28	6.59	8.93	10.55	12.20	2.50	2.66	3.15	3.76
601169	北京银行	谨慎推荐	0.90	1.14	1.54	1.67	6.03	6.76	7.73	8.63	1.26	1.65	2.15	2.60
601009	南京银行	中性	0.84	0.91	1.11	1.33	6.55	7.96	8.63	9.66	1.20	1.26	1.61	1.96
002142	宁波银行	中性	0.58	0.65	0.84	1.11	3.90	5.54	6.19	7.05	0.87	0.96	1.26	1.67

公司代码	公司名称	目标价 (元)	RoAE (%)				RoAA (%)				净利润增长 (%)			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
601398	工商银行	6.80	20.3	21.2	19.9	20.6	1.17	1.21	1.19	1.22	17.5	19.7	14.3	16.8
601939	建设银行	7.20	20.8	20.6	20.9	22.1	1.20	1.22	1.29	1.36	15.3	19.8	22.5	19.7
601988	中国银行	4.20	15.7	16.0	16.2	17.0	1.01	0.96	0.98	1.07	27.2	12.8	11.5	20.5
601328	交通银行	10.00	19.4	18.1	18.3	18.2	0.96	0.97	1.07	1.04	5.8	19.8	30.7	12.3
600036	招商银行	19.70	21.4	19.4	18.6	19.6	0.97	0.98	0.92	0.93	-12.9	26.5	16.5	24.9
601998	中信银行	5.90	13.6	15.5	12.4	13.6	1.01	0.99	0.74	0.77	10.1	21.2	-12.2	21.1
600016	民生银行	9.10	18.9	14.0	15.8	15.7	0.94	0.83	0.87	0.82	53.5	10.1	27.6	13.9
600000	浦发银行	24.30	24.8	17.5	14.6	15.2	0.86	0.91	0.92	0.90	5.6	22.8	19.9	20.8
601166	兴业银行	44.00	24.6	21.4	18.2	18.2	1.12	1.07	0.97	0.97	16.7	21.9	8.1	16.8
600016	华夏银行	13.40	13.2	16.2	12.7	13.6	0.47	0.64	0.65	0.65	22.4	58.5	23.9	18.4
000001	深发展	25.50	27.6	21.2	21.7	20.2	0.94	0.86	0.94	0.87	719.3	10.3	30.5	8.4
601169	北京银行	19.60	15.8	17.9	21.3	20.5	1.19	1.13	1.19	1.04	4.0	26.4	34.5	8.6
601009	南京银行	17.70	13.2	13.2	13.3	14.4	1.22	1.18	1.12	1.06	6.1	35.4	22.5	20.1
002142	宁波银行	22.80	15.8	15.3	14.4	16.9	1.10	1.05	1.05	1.08	9.4	31.2	29.8	32.1

数据来源: 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观			策略			交通运输		
周炳林	0755-82130638		崔 嵘	021-60933159		郑 武	0755- 82130422	
林松立	010-66026312		廖 喆	021-60933162		陈建生	0755- 82133766	
			黄学军	021-60933142		岳 鑫	0755- 82133766	
						高 健	0755-82130678	
银行			房地产			机械		
邱志承	021- 60875167		方 焱	0755-82130648		余爱斌	0755-82133400	
黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		黄海培	021-60933150	
谈 煊	010- 66025229		黄道立	0755- 82133397		陈 玲	0755-82130646	
						杨 森	0755-82133343	
						李筱筠	010-66026326	
汽车及零配件			钢铁			商业贸易		
李 君	021-60933156		郑 东	010- 66026308		孙菲菲	0755-82133400	
左 涛	021-60933164		秦 波	010-66026317		吴美玉	010-66026319	
						祝 彬	0755-82131528	
基础化工			医药			石油与石化		
张栋梁	0755-82130532		贺平鸽	0755-82133396		李 晨	021-60875160	
陈爱华	0755-82133397		丁 丹	0755- 82139908		严蓓娜	021-60933165	
邱 斌	0755-82130532		陈 栋	021-60933147				
电力设备与新能源			传媒			有色金属		
皮家银	021-60933160		陈财茂	021-60933163		彭 波	0755-82133909	
						谢鸿鹤	0755-82130646	
电力与公用事业			非银行金融			通信		
徐颖真	021-60875162		邵子钦	0755- 82130468		严 平	021-60875165	
谢达成	021-60933161		田 良	0755-82130513		程 峰	021-60933167	
			童成敦	0755-82130513				
造纸			家电			计算机		
李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407		段迎晟	0755- 82130761	
邵 达	0755-82132098							
电子元器件			纺织服装			农业		
段迎晟	0755- 82130761		方军平	021-60933158		张 如	021-60933151	
旅游			食品饮料			建材		
廖绪发	021-60875168		黄 茂	0755-82138922		杨 昕	021-60933168	
刘智景	021-60933148							
煤炭			建筑			固定收益		
李 然	010-66026322		邱 波	0755-82133390		李怀定	021-60933152	
陈 健	010-66022025		李遵庆	0755-82130532		高 宇	0755- 82130876	
苏绍许	021-60933144					侯慧娣	021-60875161	
						张 旭	010-66026340	
						蔺晓熠	021-60933146	
						刘子宁	021-60933145	
指数与产品设计			投资基金			量化投资		
焦 健	0755-82133928		杨 涛	0755-82133339		葛新元	0755-82133332	
王军清	0755-82133297		彭怡萍	0755-82133528		董艺婷	021-60933155	
彭甘霖	0755-82133259		刘舒宇	0755-82133568		戴 军	0755-82133129	
阳 瑾	0755-82133538		康 亢	010-66026337		黄志文	0755-82133928	
周 琦	0755-82133568					秦国文	0755-82133528	
赵学昂	0755-66025232					林晓明	021-60933154	
						赵斯尘	021-60875174	
						程景佳	021-60933166	
						徐左乾	0755-82133090	

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	