

宇通客车 (600066)

主业盈利增长明确，高分红凸显投资价值

——宇通客车调研报告

姓名 张立平

86-10-5836 2780

zhanglp@bhq.com

- 核心观点:
- 09年公司客车销量仍有望增长
 - 国际竞争力决定公司具有长期投资价值
 - 突出的盈利能力和稳定的高分红比例凸显投资价值

投资要点:

● 09年公司大中型客车销量仍有望取得增长;

国内需求平稳增长: 目前公司已经在公交车领域取得了领先地位, 在出口不确定性较大的情况下, 公司将进一步加大公交市场的开拓力度, 我们认为公司 09 年的公交车销量可增长 13%; 公路客车和旅游客车销量将基本与 08 年持平;

出口存在超预期的可能: 从行业整体来看, 我们判断 09 年大中型客车出口会下降 20% 左右, 但我们认为宇通客车出口古巴的 2500 辆订单在 09-10 年执行的可能性较大, 假设其中 1500 台在 09 年交付, 则带动公司出口增长 27%。;

● 毛利率提高提升盈利能力

考虑到明年大中型客车出口面临困难, 国内竞争会趋于激烈, 价格竞争预计将吞噬 0.5 个点的毛利率, 在钢材降幅 20% 的情形下, 我们预期公司毛利率能够提高至 16.34%。

在销量有所增长、毛利率水平明显提高的情况下, 我们以客车主业计算的公司 09 年 EPS 可达 0.82 元, 增长 75%。

● 稳定的高分红凸显投资价值

公司是 A 股市场最慷慨的公司之一, 历年来以稳定的高现金分红率回馈投资者, 按照我们对公司 08 年 0.8 元的 EPS、70% 的分红率, 以目前的股价计算, 股息率高达 5.5%。

● 投资建议: 买入

评级: 买入

上次评级: 买入

目标价: ¥15

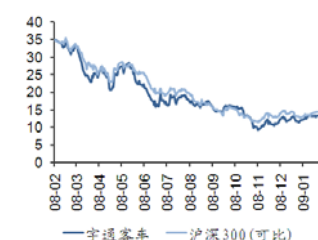
上次预测: 12.5

当前价格: ¥10.37

2009.2.5

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.63
2Q/2008	0.13
3Q/2008	-0.04
4Q/2008	0.08

最近 52 周股价走势图



公司简介

公司是目前国内最优秀的大中型客车制造商, 也是亚洲生产规模最大(单厂)、工艺技术条件最先进的大中型客车制造商, 日产整车能力达到 100 台以上, 已形成 6 米至 25 米, 覆盖公路客运、旅游、公交、团体、专用客车等各个细分市场, 普档、中档、高档等产品档次的 70 余种的产品。

相关报告

《增长明确, 弱市中最佳防御品种——宇通客车中报点评》

《计提资产减值准备不改投资价值——宇通客车三季报点评》

财务摘要 (万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	5,286	7,881	8,226	8,443	9,381
(+/-)%	16%	49%	4%	3%	11%
经营利润 (EBIT)	312	598	348	508	551
(+/-)%	37%	92%	-42%	46%	8%
净利润	226	377	414	427	468
(+/-)%	22%	67%	10%	3%	10%
每股净收益 (元)	0.57	0.94	0.80	0.82	0.90
每股股利 (元)	0.50	0.70	0.56	0.57	0.63
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	18.37%	18.50%	14.47%	16.34%	16.16%
ROE (%)	15.51%	13.33%	13.60%	13.42%	13.95%
ROIC (%)	15.12%	10.62%	7.94%	11.57%	11.99%
PE	18.32	11.00	13.02	12.63	11.53
PB	2.84	1.47	1.77	1.69	1.61
EV/EBITDA	8.16	5.59	9.29	6.36	5.43

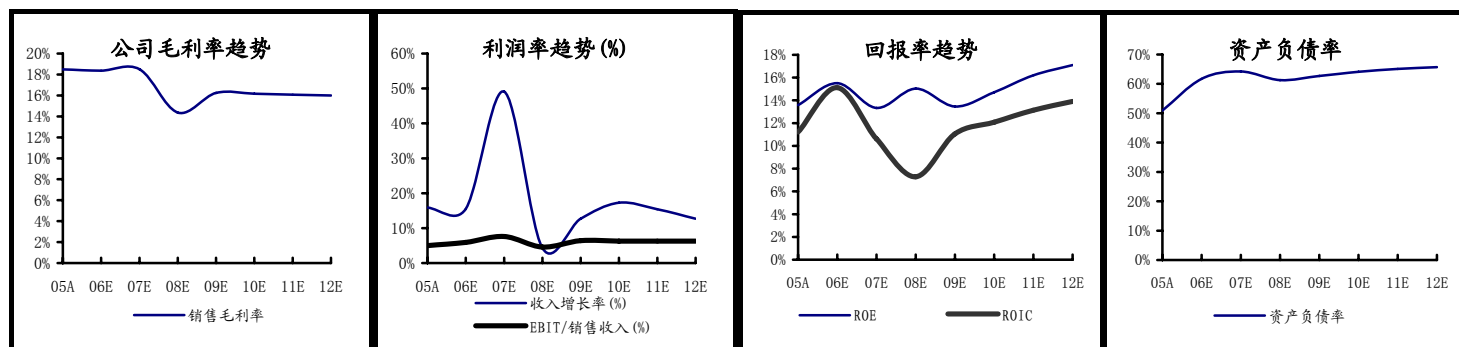
资 产 负 债 表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
（百万元）											
货币资金	904	1263	1645	1692	1946	营业收入	5286	7881	8226	8443	9381
应收票据	152	171	225	231	257	营业成本	4315	6423	7035	7064	7865
应收账款	324	1034	676	694	771		41	79	53	61	74
预付款项	94	206	242	277	316	销售费用	336	411	395	405	446
其他应收款	63	96	101	103	115	管理费用	282	370	395	405	446
存货	900	1504	1446	1451	1616	财务费用	-7	18	31	4	-1
其他流动资产	28	0	-4	-6	-16	资产减值损失	11	55	190	0	0
长期股权投资	90	69	69	69	69	公允价值变动收益	1	15	-17	0	0
固定资产	511	507	608	675	724	投资收益	9	49	379	0	0
在建工程	107	227	187	169	169	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	318	590	489	504	552
无形资产	104	87	78	69	61	营业外收支净额	3	8	0	0	0
长期待摊费用	0	8	8	7	6	税前利润	321	598	489	504	552
资产总计	3806	7896	7913	8065	8666	减：所得税	94	162	73	76	83
短期借款	0	726	128	0	0	净利润	227	436	415	428	469
应付票据	718	1237	1355	1360	1514	归属于母公司的净利润	226	377	414	427	468
应付账款	896	1472	1487	1493	1662	少数股东损益	1	59	1	1	1
预收款项	206	456	662	789	882	基本每股收益	0.57	0.94	0.80	0.82	0.90
应付职工薪酬	146	120	120	120	120	稀释每股收益	0.57	0.94	0.80	0.82	0.90
应交税费	75	142	142	142	142	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	261	283	283	283	283	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	15.5%	49.1%	4.4%	2.6%	11.1%
长期借款	0	160	160	160	160	EBIT 增长率	36.7%	91.9%	-41.9%	46.1%	8.4%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	21.9%	66.6%	9.8%	3.1%	9.6%
负债合计	2348	5067	4813	4826	5257	盈利性					
股东权益合计	1459	2829	3044	3182	3352	销售毛利率	18.4%	18.5%	14.5%	16.3%	16.2%
现 金 流 量 表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率					
（百万元）							4.3%	4.8%	5.0%	5.1%	5.0%
净利润	227	436	415	428	469	ROE	15.5%	13.3%	13.6%	13.4%	14.0%
折旧与摊销	92	91	95	112	129	ROIC	15.12%	10.62%	7.94%	11.57%	11.99%
经营活动现金						估值倍数					
流	934	590	940	621	720						
投资活动现金						PE					
流	-548	-792	231	-152	-168		18.3	11.0	13.0	12.6	11.5
融资活动现金						P/S					
流	-278	562	-789	-422	-298		0.8	0.5	0.7	0.6	0.6
现金净变动	108	360	382	47	254	P/B	2.8	1.5	1.8	1.7	1.6
期初现金余额	799	904	1263	1645	1692	股息收益率	0.0%	6.4%	3.7%	5.4%	5.5%
期末现金余额	906	1264	1645	1692	1946	EV/EBITDA	8.2	5.6	9.3	6.4	5.4

DCF—WACC 输出

万元	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	59831.8	34777.1	50801.9	55074.5	62618.4	70232.5	76737.3	80532.0	84766.5	89294.7	93918.0
所得税	16211.0	5216.6	7620.3	8261.2	15654.6	17558.1	19184.3	20133.0	21191.6	22323.7	23479.5
NOPLAT	22066.5	43620.8	29560.6	43181.6	46813.3	46963.8	52674.4	57553.0	60399.0	63574.9	66971.0
营运资金净变动	56785.0	-4504.3	66560.7	7282.7	10940.9	13841.5	8216.6	7818.6	5028.8	5311.8	5610.4
资本支出	-11585.6	-14772.0	-15161.5	-16845.8	-19235.3	-21483.1	-23576.7	-24758.0	-26007.5	-27328.5	-28724.7
自由现金流	36604.3	90895.8	46543.4	53838.5	56306.4	56121.7	60676.2	61872.7	66543.5	71514.1	76634.9

WACC	8.0%	Ke	10.0%
永续增长率	1%	Kd	5.8%
终值	38734.2	t	15%
企业价值	1166737.7	Rf	4%
非核心资产价值	179967.0	E(Rm)	0.1
债务价值	37317.58	Rm - Rf	6%
股权价值	1129420.1	D/A	6.5%
股本	51989.17	E/A	93.5%
每股价值 (元)	21.724142	Beta	1.00

估值						
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	6.46%	24.48	25.57	26.87	28.43	30.33
	6.96%	22.91	23.81	24.86	26.10	27.60
	7.46%	21.56	22.30	23.17	24.17	25.37
	7.96%	20.38	21.01	21.72	22.55	23.52
	8.46%	19.35	19.88	20.48	21.17	21.96
	8.96%	18.43	18.89	19.40	19.97	20.64
	9.46%	17.62	18.01	18.45	18.93	19.49



目 录

1. 公司是国内最优秀的大中型客车专业厂商	5
1.1 公司主业突出	5
1.2 公司股权结构简单清晰	5
1.3 公司在大中型客车行业处于领先地位	5
2. 09 年客车毛利率提升带来盈利增长	6
2.1 客车销量仍可取得一定增长	6
2.2 毛利率水平提高带动盈利明显提升	6
3. 公司具有较大的成长空间	7
3.1 国内市场前景依旧光明	7
3.2 国际市场空间广阔	8
4. 高分红率凸显投资价值	10
5. 风险因素	10
5.1 美国金融危机对全球实体经济的影响超过预期	10
5.2 古巴出口大单继续延期	10
6. 盈利预测与估值	10
6.1 关键假设	10
6.2 估值分析	11
6.3 投资建议：维持买入评级，目标价 15 元	11

1. 公司是国内最优秀的大中型客车专业厂商

1.1 公司主业突出

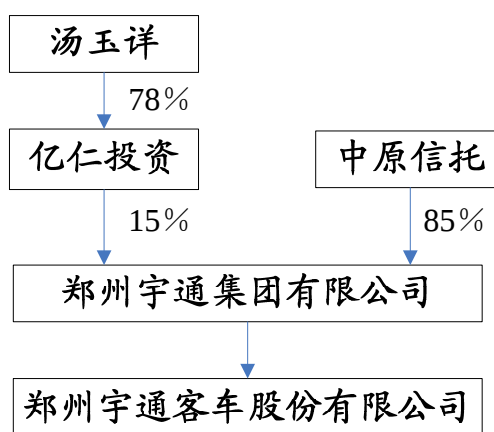
公司是目前国内最优秀的大中型客车制造商，也是亚洲生产规模最大（单厂）、工艺技术条件最先进的大中型客车制造商，日产整车能力达到 100 台以上，已形成 6 米至 25 米，覆盖公路客运、旅游、公交、团体、专用客车等各个细分市场，普档、中档、高档等产品档次的 70 余种的产品链。

08 年初公司向集团出售房地产业务并购买兰州宇通后，上市公司从多元化经营转向主业集中的专业大中型客车制造企业，集中于主业有利于公司充分利用资源、发展壮大客车业务。

1.2 公司股权结构简单清晰

公司控股股东为公司董事长汤玉详，通过控股的亿仁投资持有公司 15% 的股份，中原信托持有的 85% 股权为自然人信托持股。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司资料。

宇通客车总股本 519891723 股，其中 A 股流通股 376155246 股，A 股限售流通股 143736477 股。

表 1：限售股解禁时间表

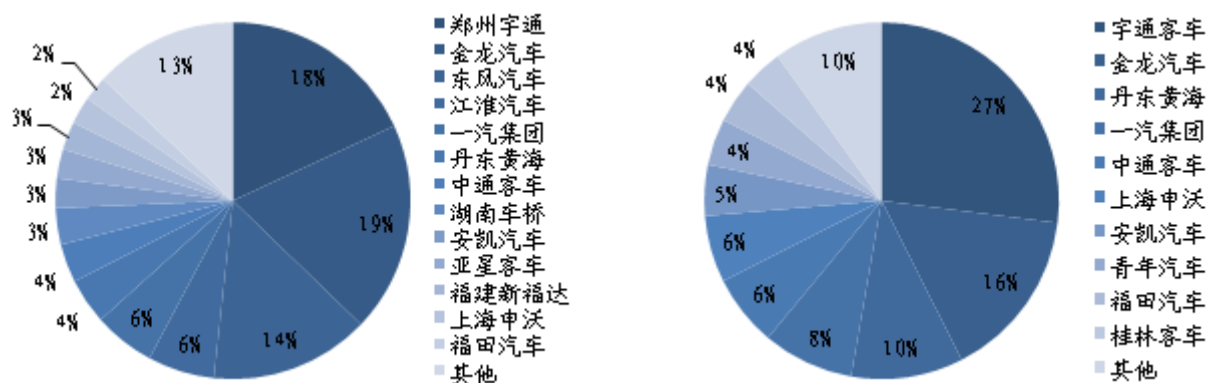
上市日期	上市股份数量(股)	占已流通数量比例(%)	占总股本比例(%)
2011-3-6	91,747,305	24.39	17.65
2010-3-6	25,994,586	6.91	5
2009-3-6	25,994,586	6.91	5

资料来源：公司资料。

1.3 公司在大中型客车行业处于领先地位

在大中型客车行业，宇通客车和金龙汽车市场份额遥遥领先，东风、江淮和一汽产品以中型客车为主，在大型客车领域，宇通和金龙龙头地位更加稳固。

图 2：公司市场份额逐渐攀升（左图为大中型客车合计，右图为大型客车）



资料来源：中国汽车工业协会，渤海证券研究所。

2. 09 年客车毛利率提升带来盈利增长

2.1 客车销量仍可取得一定增长

公交车需求是 09 年的亮点

尽管奥运带来的公交需求高峰已经过去，但我们认为对公交车需求的判断不必太悲观，一方面鼓励发展公交已经成为全国主要城市的发展战略，除奥运举办城市和东南沿海部分大中城市公交更新情况较好以外，目前大部分城市的公交更新换代需求依然旺盛，另一方面 09 年 10 月在济南召开的全运会和 10 年在上海召开的世博会会拉动今年公交车需求，根据我们的测算，09 年国内公交车需求仍可增长 10% 左右。

目前公司已经在公交车领域取得了领先地位，我们从公司了解到，在 09 年出口不确定性较大的情况下，公司将进一步加大公交市场的开拓力度，我们认为公司 09 年的公交车销量可增长 13%。

旅游客车和公路客车内需与 08 年基本持平

受经济增速下行拖累，居民收入预期变差，旅游客车和公路客车需求增速会明显下降，我们预期公司的旅游车和公路客车需求会与 08 年持平或略有增长。

出口存在超预期的可能

从行业整体来看，我们判断 09 年大中型客车出口会下降 20% 左右，但我们认为宇通客车出口古巴的 2500 辆订单在 09-10 年执行的可能性较大，假设其中 1500 台在 09 年交付，则带动公司出口增长 27%。

2.2 毛利率水平提高带动盈利明显提升

公司凭借在行业的霸主地位，在规模经济、产品结构等多方面都具有领先优势，从而享受了较高的毛利率水平，盈利能力突出。

表 2：宇通客车盈利能力突出

	2004	2005	2006	2007	2008
SW 乘用车	20.7	17.3	17.6	14.7	13.5
SW 商用载货车	13.3	13.0	13.2	13.4	11.9
SW 商用载客车	14.9	14.4	14.5	14.6	11.5
宇通客车	17.0	18.5	18.4	18.5	14.2

资料来源：Wind，渤海证券研究所；

在钢材价格大幅上涨的情况下，公司 08 年前三季度毛利率水平也出现了明显下降，预计 2009 钢铁价格平均下降 20% 左右，钢材价格的下降将在一定程度上弥补需求不旺吞噬的利润空间。

表 3：钢铁价格下降后的毛利率变化（不考虑竞争带来的价格变化）

	2008E	2009 年钢材降幅			
		-25%	-20%	-15%	-10%
大型客车	15.5%	18.4%	17.8%	17.2%	16.6%
中型客车	13.3%	16.4%	15.8%	15.2%	14.5%
公司整体	14.5%	17.6%	17.0%	16.4%	15.8%

资料来源：渤海证券研究所

考虑到明年大中型客车出口面临困难，国内竞争会趋于激烈，价格竞争预计将吞噬 0.5 个点的毛利率，在钢材降幅 20% 的情形下，我们预期公司毛利率能够提高至 16.34%。

在销量有所增长、毛利率水平明显提高的情况下，我们以客车主业计算的公司 09 年 EPS 可达 0.82 元，增长 75%。

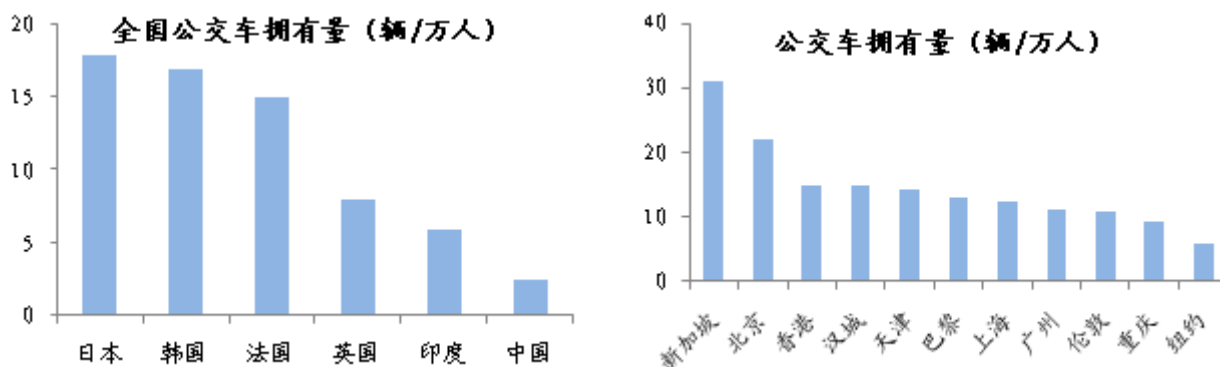
3. 公司具有较大的成长空间

3.1 国内市场前景依旧光明

3.1.1 公交车拥有量还比较低，提升空间很大

经过其他国家的比较，可以看到我国公交车拥有量明显偏低，我国有效居住面积上人口多、密度大，大力发展公交系统是解决城镇交通出行问题的必然选择。城市公交车更新、扩容的带来的增长空间很大。

图 3：我国公交拥有量比较低



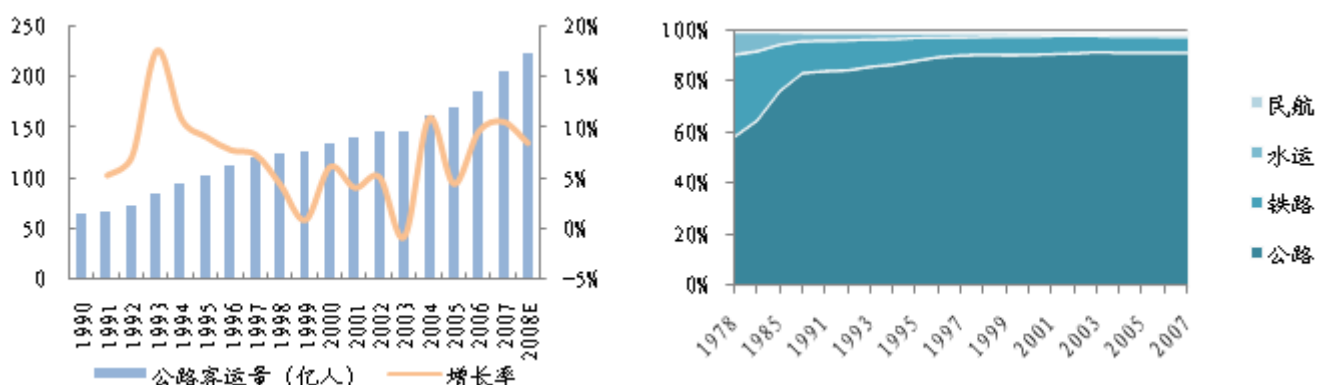
资料来源：渤海证券研究所。

最近 10 年来我国城市化进程处于加速阶段,随着城市人口不断增加和城市建成区面积的不断扩大,城市对公交车的需求必将稳步增长。

3.1.2 经济发展带来的城市、城乡联系促使客运车型保持较快增长

随着经济的不断发展,城市之间、城市与农村之间联系越来越紧密,公商务出行越来越多,公路客运量稳步增长,公路客运在全国客运体系中的地位越来越重要。

图 4: 公路客运在我国承担着最重要的运输任务



资料来源: 渤海证券研究所。

3.1.3 大规模铁路客运专线的建设不会挤垮公路客运

目前,公路承担着全国最主要的旅客运输任务,我们任务铁路客运专线的建设不会挤垮公路客运,受客运专线挤出效应较明显的主要是少数 500 公里以上的长途线路,目前绝大多数的公路客车运行在 500 公里以下及城际线路上,在这些线路上,旅客流量大,而且在很多线路上并没有客运专线或者不方便乘坐客运专线,公路客车仍将在较长时期、较大范围内继续承担主要的旅客运输任务。

3.2 国际市场空间广阔

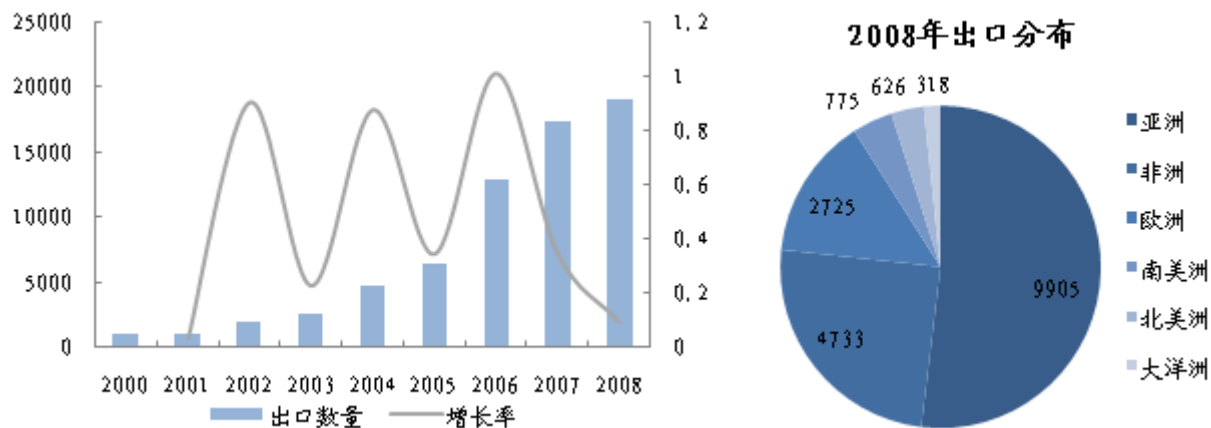
3.2.1 技术及劳动力密集型特征决定了国产大中型客车的国际竞争力

客车行业既有技术、资金密集特性,又属于劳动力密集型产业,不能像乘用车一样进行标准化的大批量生产,这也决定了客车在欧美发达国家和地区的生产成本受到人力成本的制约而难以降低。成本、劳动力、原材料等因素综合起来,使我国的客车产品在竞争中有着明显的价格优势,最近几年大中型客车出口快速增长,显示出巨大的国际竞争力。

但是,由于目前中国客车产品在质量与可靠性上与发达国家仍有较大差距,而且发达国家的客车市场趋于饱和,因此我国的客车企业在近期内还难以进入发达国家,客车出口的主要市场仍然集中在广大的发展中国家,如中东、东南亚、西亚、非洲、俄罗斯等。

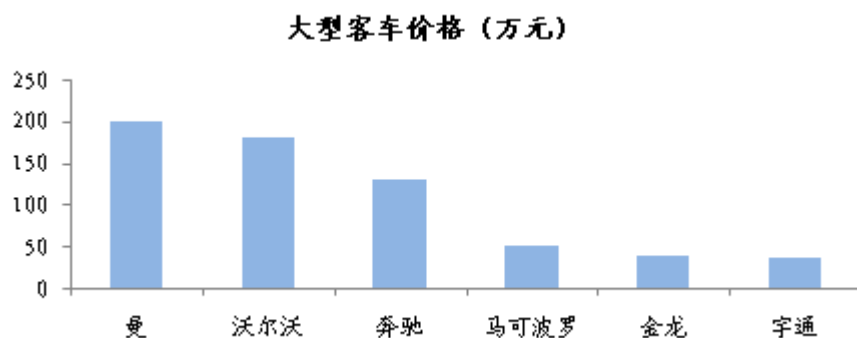
由于生产规模大、劳动力成本低、配套体系完善,国产客车具备明显的成本优势。即使与巴西马可波罗相比,由于产销规模大,售价也便宜近 20 - 30%。

图 5：大中型客车出口情况



数据来源：渤海证券研究所。

图 6：国内外主要大中型客车价格对比



注：国内厂家价格为出口价格，国际厂商价格为国际市场价格。

数据来源：公司数据（2007），渤海证券研究所。

尽管 08 年受全球经济危机拖累，国产大中型客车出口增速大幅下降，但我们认为随着中国客车企业技术水平逐渐提高，在产品品质上与世界领先厂商产品越来越接近，借助成本优势，能够逐渐获得更高的市场份额。

3.2.2 宇通客车在国际市场表现出色

宇通客车近几年加大国际市场开拓力度，出口迅速增长。目前宇通已经在俄罗斯、古巴市场确立了良好的口碑，在中东、东南亚、南美市场开拓也正在稳步进行中。

表 4：宇通客车大中型客车出口情况

	整体		宇通客车		金龙汽车	
	出口量	增速	出口量	增速	出口量	增速
2006	12914		1802		3415	
2007	17419	34.9%	2739	52.0%	4689	37.3%
2008	19082	9.5%	3163	15.5%	5307	13.2%

资料来源：渤海证券研究所；

受全球性经济危机影响，在 09、10 年公司出口面临一定困难，但我们坚信随着宇通客车将凭借优秀的市场开拓能力和出色的产品性价比逐渐不断扩大国际市场份额，并逐渐成长为国际大中型客车巨头。

另外，出口古巴的 2500 辆客车的订单在 09 年执行的可能性较大，这样会带动公司出口增长、度过当前的出口危机。

4. 高分红率凸显投资价值

公司是 A 股市场对投资者最慷慨的公司之一，历年来以稳定的高现金分红率回馈投资者。

表 5：公司历年盈利及现金分红情况

	2003	2004	2005	2006	2007
EPS	0.94	0.7	0.7	0.62	0.94
每股现金分红	0.4	0.5	1	0.5	0.7
现金分红率	43%	71%	143%	81%	74%

资料来源：渤海证券研究所

按照我们对公司 08 年 0.8 元的 EPS、70% 的分红率，以目前的股价计算，股息率高达 5.48%，单纯从股息率的角度看，公司具备了较高的投资价值。

5. 风险因素

5.1 美国金融危机对全球实体经济的影响超过预期

全球性经济危机对发展中经济体的负面影响过大、周期过长，导致出口低于预期。

5.2 古巴出口大单继续延期

古巴出口大单带有一定的政治和外交色彩，国际政治形势变化可能导致古巴出口大单继续延期。

6. 盈利预测与估值

6.1 关键假设

表 6：关键产品销量预测

		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
座位车	大型	4251	4761	7141	7200	7560	8316
	中型	7252	9356	11594	11000	11000	12100
	合计	11503	14117	20430	21494	21854	24039
卧铺车	大型客车	1759	1425	1641	1616	1535	1458
公交车	大型	1467	1296	2050	3542	4073	4806
	中型	1227	1315	1316	2144	2358	2712
	合计	2694	2611	3366	5686	6432	7519

资料来源：渤海证券研究所。

6.2 估值分析

6.2.1 绝对估值

根据我们的 DCF 模型，公司每股价值 20.9 元。

表 7: DCF 主要参数设置及估值结果

WACC		公司价值	
无风险利率 R_f =	3.80%	预测期 NPV	943169.9
目标债务比率=	40.00%	非核心资产	179967.0
R_m =	10.0%	企业价值 EV	1123136.8
长期增长率=	1.00%	债务	37317.6
β_e (levered)=	1.00	股票价值	1085819.2
税前 K_d =	5.77%	每股价值	20.89
WACC	7.96%		

资料来源：渤海证券研究所。

表 8: 公司价值敏感性分析

		永续增长率 g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
加税资本成本 WACC	20.89					
	6.46%	23.46	24.48	25.68	27.13	28.90
	6.96%	22.00	22.83	23.81	24.96	26.35
	7.46%	20.74	21.43	22.23	23.17	24.27
	7.96%	19.64	20.22	20.89	21.65	22.55
	8.46%	18.67	19.17	19.72	20.36	21.10
	8.96%	17.82	18.24	18.71	19.25	19.86
	9.46%	17.06	17.42	17.82	18.28	18.79

资料来源：渤海证券研究所。

6.2.2 相对估值

宇通客车 PE 和 PB 在汽车板块属于中等水平，考虑到公司出色的国内/国际竞争力、突出的盈利能力、稳定的高分红比例，我们认为公司应享受一定的估值溢价，我们给予公司 09 年 15-20 倍 PE 的估值水平，公司合理价值在 12-16 元。

表 9: 相关上市公司估值比较

		最新	EPS			PE			PB		
		收盘价	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
600066.SH	宇通客车	10.37	0.80	0.82	0.90	13.02	12.63	11.53	1.77	1.69	1.61
600686.SH	金龙汽车	5.92	0.61	0.61	0.69	9.70	9.70	8.53	1.90	1.81	1.72
600104.SH	上海汽车	7.17	0.39	0.44	0.59	18.42	16.25	12.20	1.29	1.22	1.16
000800.SZ	一汽轿车	9.38	0.65	0.71	0.87	14.49	13.14	10.78	2.42	2.30	2.18
000338.SZ	潍柴动力	25.45	2.81	2.69	3.23	9.07	9.45	7.88	2.63	2.50	2.37
000951.SZ	中国重汽	17	1.56	1.61	1.79	10.88	10.57	9.47	2.84	2.70	2.57

资料来源：WIND，渤海证券研究所，其他公司盈利预测引用 WIND 数据。

6.3 投资建议：维持买入评级，目标价 15 元

维持“买入”评级，目标价从 12.5 上调至 15 元。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	有色行业（铝、小金属）研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业（贵金属、铅锌、铜）研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力、电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	农、林、牧、渔行业研究 周军 +86 22 2845 1802	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 房振明 +86 22 8837 0816
股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131
金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn