

兰花科创(600123.SH)

尿素经营平稳，价值仍看煤炭

——兰花科创深度价值分析报告

姓名：张顺
86-10-5836 2157
zhangshun@bhqz.com

核心观点：煤炭仍是业绩主要来源

投资要点：

● 公司煤炭、化肥业务并举

公司主营业务为煤炭开采和化肥生产，煤炭量小而精，品质较高，具有较高的盈利能力，是近年来拉动公司业绩增长的主要动力。

● 煤炭业务——量小而精，盈利能力较强，但未来成长性略显不足

公司煤炭产量未来成长性略显不足，目前四矿总产能达 540 万吨，已经满产。

➢ 公司开始加大外购资源的力度

公司开始加大外购煤炭资源的力度。从 08 年 8 月至今，相继收购几家地方小煤矿。不过，收购的煤矿资源储量和产能都相对较小，短期内对公司的业绩贡献十分有限。

➢ 未来潜在注入的集团资源资产较少

兰花集团旗下相对成熟的煤炭资产为东峰煤矿，总体设计产能为 120 万吨，其中一期 60 万吨已于 2008 年投产，未来资产注入较为明确。

➢ 亚美大宁矿的投产是 08 年业绩增长的动力之一，未来存在公司进一步收购亚美大宁矿股权的可能性。

● 尿素业务——关注上半年旺季氮肥价格的上涨

➢ 公司尿素产能增长迅速，目前拥有合成氨产能 70 万吨，尿素产能 116 万吨。

➢ 化肥价格逐步实现市场化，长期来看，将使优势企业受益。关注氮肥价格在 09 年上半年呈季节性的回升对股价的刺激因素。

● 估值处于低位，给以“买入”的投资评级

考虑到公司现有资产的情况，以及未来产品价格可能的走势，预计公司 08 年、09 年和 10 年每股收益为 2.17 元、1.69 元和 1.83 元。利用 DCF 估值，公司股价价值为 22.72 元/股。由于兼营煤化工业务，且成长性略有不足，公司估值低于行业平均水平，目前对应 09 年市盈率 10.6(X)，我们认为公司 09 年股价合理市盈率应为 13~14 倍(略低于纯煤炭类公司 15(X)市盈率)，对应目标价 22.0 元，给以公司“买入”的评级。

● 风险因素

市场的系统性风险，资源税的征收对未来盈利预测的影响。

评级：

买入

上次评级：

首次评级

目标价格：

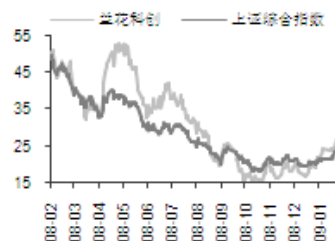
¥22.00

当前价格：

¥17.98

2008.02.17

单季度业绩	元/股
1Q/2008	0.355
2Q/2008	0.682
3Q/2008	0.631
4Q/2008	0.505



公司简介

兰花科创为集煤炭、化肥、精细化工等多元化产业为一体的企业。公司煤炭探明储量 14.21 亿吨，可采储量 6.87 亿吨。同时公司为全国化肥原料基地大型企业之一，化肥产能超过 100 万吨。

相关报告

首次评级

(百万元,元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	2952	3495	4565	4454	4831
EBITDA(百万元)	1161	1187	1783	1533	1664
净利润	560	577	1241	967	1046
摊薄 EPS(元)	1.37	1.41	2.17	1.69	1.83
PE(X)	13.1	12.7	8.3	10.6	9.8
EV/EBITDA(X)	6.4	7.0	6.0	6.8	5.9
PB(X)	2.4	2.3	2.4	2.1	1.8
ROIC	13.79%	12.09%	18.83%	13.61%	13.15%
总资产周转率	0.67	0.55	0.64	0.56	0.55

三大表预测

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	1371	1126	1298	1617	2205	营业收入	2952	3495	4565	4454	4831
应收票据	65	106	625	610	662	营业成本	1683	2002	2338	2543	2762
应收账款	71	25	33	32	34	营业税金及附加	32	46	59	58	63
预付款项	330	535	536	537	539	销售费用	87	127	165	161	175
其他应收款	54	74	97	94	102	管理费用	270	405	529	516	559
存货	276	324	115	125	136	财务费用	48	46	81	74	73
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	-2	0	0	0
长期股权投资	174	175	175	175	175	投资收益	-2	1	230	190	200
固定资产	2377	2456	3332	3928	4273	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	822	1530	1165	932	716	营业利润	831	873	1623	1292	1398
工程物资	77	22	22	22	22	营业外收支净额	-20	-12	0	0	0
无形资产	263	281	272	262	251	税前利润	811	861	1623	1292	1398
长期待摊费用	6	6	5	4	4	减：所得税	252	282	406	323	350
资产总计	5912	6682	7692	8358	9138	净利润	559	579	1217	969	1049
短期借款	135	295	0	0	0	归属于母公司的净利润	560	577	1241	967	1046
应付票据	41	28	33	36	39	少数股东损益	-1	3	-24	3	3
应付账款	419	561	620	698	733	基本每股收益	1.37	1.41	2.17	1.69	1.83
预收款项	580	560	534	508	480	稀释每股收益	1.37	1.41	2.17	1.69	1.83
应付职工薪酬	126	98	98	98	98	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
应交税费	151	101	300	300	300	成长性					
其他应付款	192	221	221	221	221	营收增长率	72.4%	18.4%	30.6%	-2.4%	8.4%
其他流动负债	0	16	17	17	17	EBIT 增长率	37.0%	4.0%	61.0%	-20.2%	8.1%
长期借款	959	1348	1363	1378	1388	净利润增长率	32.9%	3.0%	115.2%	-22.1%	8.2%
负债合计	2895	3536	3492	3562	3583	盈利性					
股东权益合计	3017	3146	4200	4797	5556	销售毛利率	43.0%	42.7%	48.8%	42.9%	42.8%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	19.0%	16.5%	27.2%	21.7%	21.7%
净利润	559	579	1217	969	1049	ROE	18.6%	18.3%	29.6%	20.2%	18.8%
折旧与摊销	282	272	309	357	393	ROIC	13.79%	12.09%	18.83%	13.61%	13.15%
经营活动现金流	1070	705	1276	1271	1251	估值倍数					
投资活动现金流	-1020	-1329	-580	-520	-310	PE	13.1	12.7	8.3	10.6	9.8
融资活动现金流	829	378	-524	-431	-353	P/S	2.5	2.1	2.2	2.3	2.1
现金净变动	879	-245	172	320	588	P/B	2.43	2.33	2.45	2.14	1.85
期初现金余额	391	1371	1126	1298	1617	股息收益率	3.3%	3.3%	1.6%	3.6%	2.8%
期末现金余额	1270	1126	1298	1617	2205	EV/EBITDA	6.4	7.0	6.0	6.8	5.9

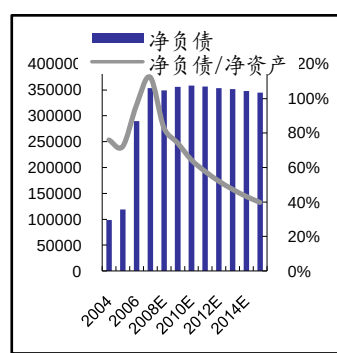
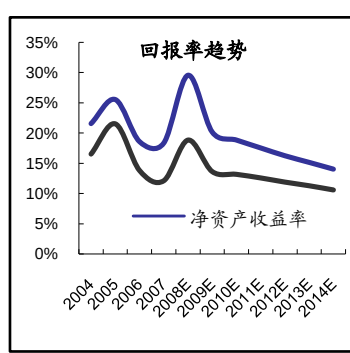
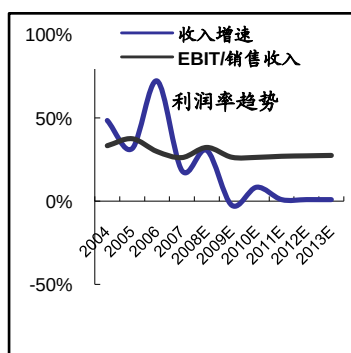
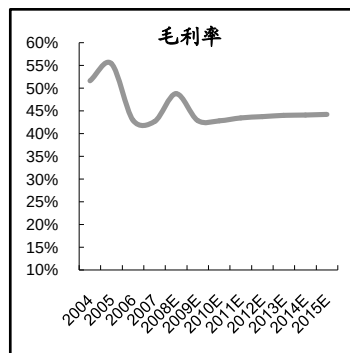
表: FCF 预测

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	91537.8	147357.8	117591.3	127111.2	131607.4	134153.2	136712.9	137093.5	137489.2	137900.7	138328.8
所得税	32.71%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
NOPLAT	61599.1	110518.4	88193.5	95333.4	98705.6	100614.9	102534.7	102820.1	103116.9	103425.6	103746.6
营运资金净变动	-19194.7	-10541.5	6111.6	-6339.2	-2506.9	-3854.9	-3227.1	-3441.0	-2905.4	-3190.3	-3101.9
资本支出	-73109.5	-81000.0	-71000.0	-51000.0	-41300.0	-41600.0	-41600.0	-41600.0	-41600.0	-41600.0	-41600.0
自由现金流	-3532.2	49908.5	58965.7	77302.7	97094.5	99861.1	104716.3	106996.7	109988.4	112146.9	114668.7

表: DCF-WACC 输出

WACC	9.10%	Ke	12.6%
永续增长率	2.00%	Kd	5.0%
终值	52932.4	t	25%
企业价值	1464599.7	Rf	4%
非核心资产价值	147290.2	E(Rm)	0.12
债务价值	167048.17	Rm - Rf	8%
股权价值	1297551.5	D/A	13.5%
股本	57120.00	E/A	86.5%
每股价值	22.72	Beta	1.08

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	7.53%	26.39	27.72	29.30	31.20	33.51
	8.03%	24.44	25.54	26.83	28.34	30.16
	8.53%	22.76	23.68	24.73	25.97	27.42
	9.03%	21.29	22.06	22.94	23.96	25.14
	9.53%	20.00	20.65	21.39	22.24	23.21
	10.03%	18.86	19.41	20.04	20.75	21.56
	10.53%	17.83	18.31	18.85	19.45	20.14



目 录

1. 公司简介	6
1.1 煤炭、化肥业务并举	6
1.2 公司股权结构——大股东相对控股	6
2. 公司业务	6
2.1 煤炭业务——未来成长性略显不足	7
2.2 尿素业务——尿素行业龙头企业之一	10
2.3 公司其他煤化工业务生不逢时——目前处于半停产状态	10
3. 煤炭行业进入周期性调整期	11
3.1 煤炭价格深幅调整，仍处于下降当中	11
3.2 行业下游需求“堪忧”	12
3.3 煤炭行业产能过剩显现	13
3.4 未来行业持续调整，关注公司资产注入、整合机会	13
4. 尿素行业——关注上半年旺季氮肥价格的上涨	14
4.1 氮肥产能过剩局面短期难以改观	15
4.2 取消化肥限价，化肥价格将逐步实现市场化	16
4.3 出口政策的适当放松有利于缓解国内尿素企业生产能力过剩的压力	16
5. 盈利预测	17
5.1 公司现有业务能力盈利预测	17
5.2 盈利敏感性分析	18
6. 估值与投资建议	18
6.1 估值	18
6.2 投资建议：	19
6.3 风险因素	19

图 目 录

图 1：公司业务中煤炭和化肥的收入占比	7
图 2：山西阳泉地区无烟煤价格走势	8
图 3：山西晋城地区无烟煤价格走势	8
图 4：亚美大宁矿股权结构图	9
图 5：公司尿素平均销售价格	10
图 6：公司尿素产量及增速	10
图 7：甲醇价格大幅下跌	11
图 8：二甲醚价格大幅下跌	11
图 9：国内煤炭价格大幅下跌	12
图 10：国际煤价大幅下跌	12
图 11：国际原油价格跌幅创近年之最	12
图 12：煤炭库存量高居不下	12
图 13：下游行业的增速加速放缓	13
图 14：粮食消费受 GDP 影响较小	15
图 15：尿素需求受 GDP 影响较小	15
图 16：尿素产量及同比增速	15
图 17：国内尿素价格走势	16
图 18：兰花科创的 PE-Band	19

图 19: 兰花科创的 PB-Band	19
---------------------------	----

表 目 录

表 1: 公司股权结构表	6
表 2: 公司本部四矿产能情况	7
表 3: 煤炭上市公司盈利能力比较	7
表 4: 公司 08 年收购的地方小煤矿	9
表 5: 公司化肥产能	10
表 6: 公司其他煤化工业务	11
表 7: 中国煤炭产能状况预测	13
表 8: “十一五”规划大中小型煤矿占比	14
表 9: 氮肥企业规模分类	15
表 10: 2001 以来国家化肥的进出口政策	16
表 11: 国内尿素产销平衡表	17
表 12: 公司关键产量价格数据假设	17
表 13: 公司 09 年煤炭价格以及尿素价格对 EPS 的敏感性分析	18
表 14: DCF-WACC 估值假设条件	18
表 15: 国内 A 股煤炭上市公司估值比较	19
表 16: 国际煤炭上市公司估值比较	20
表 17: H 股煤炭上市公司估值比较	21

1. 公司简介

1.1 煤炭、化肥业务并举

公司为集煤炭、化肥、精细化工等多元化产业为一体的企业，为全国化肥原料基地大型企业之一。公司煤炭探明储量 14.21 亿吨，可采储量 6.87 亿吨。同时公司为全国化肥原料基地大型企业之一，化肥产能超过 100 万吨。其主导产品包括“兰花”牌煤炭、化肥系列产品，全部为省级名牌产品，其中“兰花”牌无烟煤为山西名牌产品。“兰花”牌大颗粒尿素也深受市场好评，产销率达到 100%。

1.2 公司股权结构——大股东相对控股

大股东山西兰花煤炭实业集团持有公司 25767 万股，持股比例为 45.11%，其余 54.89%均为社会公众股。

大非即将解禁，大股东山西兰花集团持有的 36.01%的 20569.5 万股非流通股将于 2009 年 2 月 28 日流通，实行全流通

表 1: 公司股权结构表

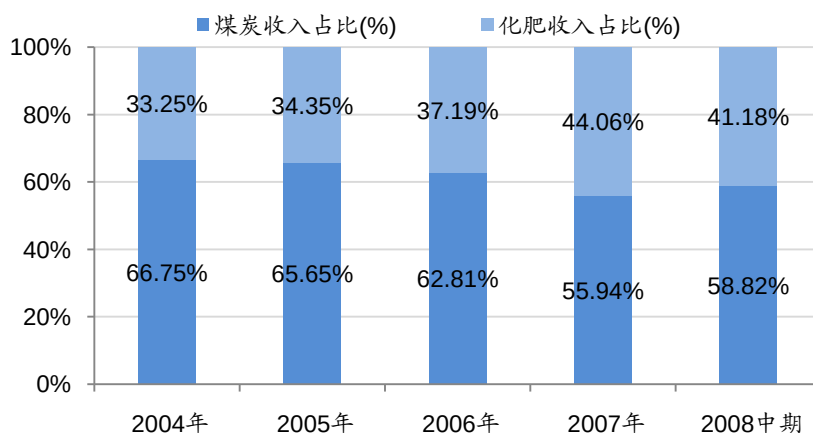
	股权数量	股权比例	备注
总股本(股)	57120	100%	
其中:			
山西兰花煤炭实业集团有限公司	25767	45.11%	
社会公众股	31353	54.99%	
其中:			
非流通股	20,569.5	36.01%	限售流通 A 股，2009 年 2 月 28 日流通
流通股(股)	36550.5	63.99%	

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

2. 公司业务

兰花科创主营业务为煤炭开采和化肥生产，其中煤炭业务主产无烟煤，用途以化工为主，同时经营尿素业务，目前形成超过 100 万吨的尿素产能。07 年煤炭开采占总收入比重 63.76%，化肥占 41.13%。

图 1: 公司业务中煤炭和化肥的收入占比



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2.1 煤炭业务——未来成长性略显不足

煤炭量小而精, 具有较高的盈利能力。公司无烟煤品质较高, 同类产品中一直维持较高的价格, 是近年来拉动公司业绩增长的主要动力。

公司煤炭产量总量不大, 未来成长性略显不足。公司的煤种为无烟煤, 主要来源于本部四矿, 目前四矿产能已经满产, 总产能达 540 万吨。所产无烟煤入洗, 其中块煤约占比 25%, 约 120 万吨, 其中约 80 万吨内供化肥企业, 其余市场对外销售; 生产精煤 60 万吨, 其余 360 万吨为无烟末煤主要供化工和发电用煤。

公司煤炭产量规模相对较小, 通常采取跟随大厂商的定价策略, 所以 09 年电煤长约合同尚未签订, 化工用无烟块煤也是签量不签价, 而“不签价格的合同等于没签”。

表 2: 公司本部四矿产能情况

名称	权益	核定产能
控股煤矿		
大阳煤矿	100%	150 万吨
唐安煤矿	100%	150 万吨
伯方煤矿	100%	180 万吨
望云煤矿	100%	60 万吨
参股煤矿		
亚美大宁矿	36%	400 万吨
总计:		684 万吨

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

表 3: 煤炭上市公司盈利能力比较

证券代码	证券简称	净资产收益率(ROE)			销售毛利率			销售净利率		
		2006	2007	2008H1	2006	2007	2008H1	2006	2007	2008H1
000159.SZ	国际实业	-0.25%	10.83%	9.44%	34.34%	35.52%	48.82%	0.81%	6.91%	17.74%
000933.SZ	神火股份	23.05%	42.28%	30.74%	33.61%	26.95%	26.17%	13.24%	13.32%	14.03%

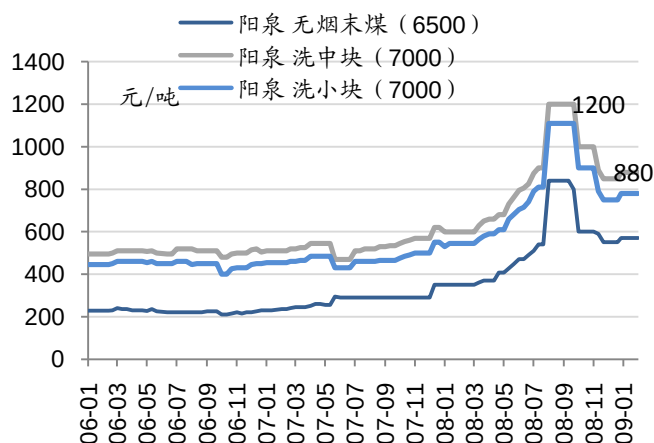
000937.SZ	金牛能源	15.50%	16.56%	20.39%	37.65%	36.62%	38.38%	12.46%	11.04%	17.87%
000983.SZ	西山煤电	19.70%	18.98%	19.75%	38.44%	40.57%	43.68%	14.47%	14.01%	23.37%
002128.SZ	露天煤业	42.59%	29.62%	17.52%	40.54%	33.66%	40.61%	20.26%	18.06%	24.18%
600188.SH	兖州煤业	10.58%	14.45%	17.91%	44.74%	47.39%	54.54%	12.73%	16.21%	29.26%
600395.SH	盘江股份	5.89%	6.78%	10.80%	12.75%	14.42%	16.50%	3.31%	4.01%	9.23%
600508.SH	上海能源	20.07%	19.18%	18.44%	27.07%	25.90%	31.98%	10.65%	10.46%	15.50%
600971.SH	恒源煤电	17.51%	16.37%	11.05%	38.98%	33.49%	35.10%	16.91%	15.49%	17.93%
600997.SH	开滦股份	20.33%	22.23%	20.42%	35.86%	25.75%	31.41%	15.08%	11.87%	16.79%
601001.SH	大同煤业	20.21%	13.71%	17.88%	51.41%	46.04%	56.35%	13.38%	11.44%	26.72%
601088.SH	中国神华	26.62%	20.36%	10.82%	53.09%	50.41%	51.65%	29.81%	28.19%	32.52%
601666.SH	平煤股份	22.54%	19.65%	14.16%	27.22%	23.92%	30.63%	10.52%	9.97%	11.30%
601699.SH	潞安环能	33.15%	23.78%	19.17%	31.07%	29.49%	30.85%	10.64%	9.97%	12.08%
601898.SH	中煤能源	0.00%	17.97%	7.88%	40.57%	43.00%	42.97%	10.18%	14.81%	15.35%
601918.SH	国投新集	18.64%	13.34%	8.98%	34.09%	31.49%	37.79%	12.45%	11.08%	17.66%
600348.SH	国阳新能	24.36%	15.34%	13.55%	19.01%	17.02%	17.04%	7.90%	4.88%	7.11%
600123.SH	兰花科创	24.99%	20.15%	19.18%	42.98%	42.71%	47.19%	18.93%	16.58%	27.37%
平均值		19.19%	18.98%	16.00%	35.74%	33.58%	37.87%	12.98%	12.68%	18.67%

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

未来煤炭价格面临调整

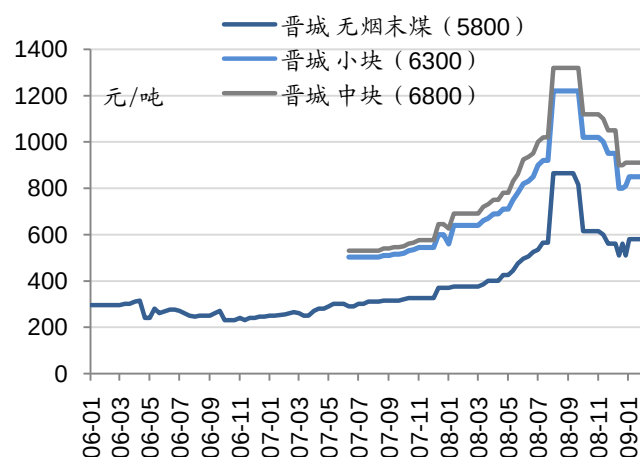
随着 08 年下半年金融危机爆发后, 煤炭价格向下调整, 公司业绩同样面临调整的风险。目前, 晋城地区煤炭价格跌幅达 25%。

图 2: 山西阳泉地区无烟煤价格走势



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

图 3: 山西晋城地区无烟煤价格走势



资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

公司开始加大外购资源的力度

公司自有资源可挖掘潜力有限, 开始加大外购煤炭资源的力度。从 08 年 8 月至今, 公司相继收购几家地方小煤矿, 目前公司正在洽谈收购内蒙古境内一座可采储量为 10 亿吨的煤矿。

不过, 公司收购的煤矿资源储量和产能都相对较小, 短期内对公司的业绩贡献十分有限。同时, 对小煤矿的并购均在 08 年煤炭行业景气最高点, 收购价格过高。比如山阴口前煤矿总资产账面价值

为 3.15 亿元，评估价值 8.9 亿元，溢价率达 182.9%。

表 4: 公司 08 年收购的地方小煤矿

收购名称	持股比例	设计产能(万吨)	可采储量(万吨)	煤种	投资金额
山西山阴口前煤业有限公司	100%	30	8000	动力煤	8.2 亿元
贾寨煤业	100%	--	4938	无烟煤	2.1 亿元 (估)
山西蒲县中立煤业有限公司	70%	30	412	焦煤	1.24 亿元
山西蒲县瑞兴煤业有限公司	51%	15	303	焦煤	0.7 亿元

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

未来潜在注入的集团资源资产较少

目前，兰花集团旗下相对成熟的煤炭资产为东峰煤矿，东峰煤矿属新建矿井，煤种同样属于无烟煤，总体设计产能为 120 万吨，分两期建设，其中，一期 60 万吨已于 2008 年投产。

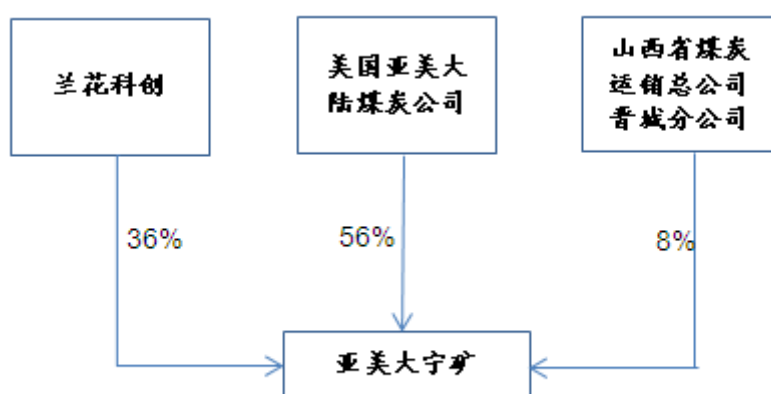
集团煤炭业务本身与公司煤炭业务构成同业竞争，集团表示时机成熟会注入上市公司，但由于目前二级市场低迷及政策审批迟缓，注入时间不确定。

亚美大宁矿的投产是 08 年业绩增长的动力之一

亚美大宁矿是第一家中外合资煤矿，是由美国亚美大陆煤炭公司持股 56% 作为控股股东，兰花科创持股 36%、山西省煤炭运销总公司晋城分公司持股 8% 共同出资成立的中外合营企业。

大宁煤矿地处全国最大的无烟煤生产基地——沁水煤田，井田面积 38.83 平方公里，地质储量 24580.7 万吨，设计产能 400 万吨，年产量 430 万吨。2008 前三季度兰花科创投资收益 1.92 亿元，占营业利润 15.9%，占比很大，投资收益主要来自大宁煤矿。

图 4: 亚美大宁矿股权结构图



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

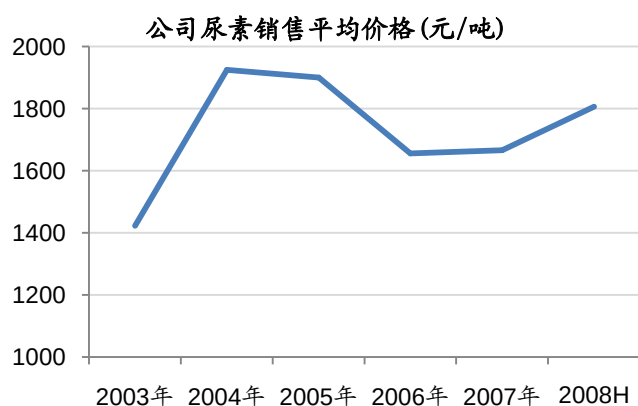
未来存在公司进一步收购亚美大宁矿股权的可能性。大宁矿属于外资控股的煤矿，这与目前国家限制外商在煤炭等相关国民经济支柱行业获得控股权的政策相冲突。目前兰花正在从政府途径设法取得亚美大陆持有的股权，但收购进程可能比较缓慢。

2.2 尿素业务——尿素行业龙头企业之一

近几年公司尿素产能增长迅速，目前拥有合成氨产能 70 万吨，尿素产能 116 万吨，是国内尿素行业的龙头公司之一。预计公司 2008 年末合成氨产能为 70 万吨，尿素产能为 116 万吨。未来随着晋城煤化工公司大化公司二期的投产，尿素总产能将达到 168 万吨。

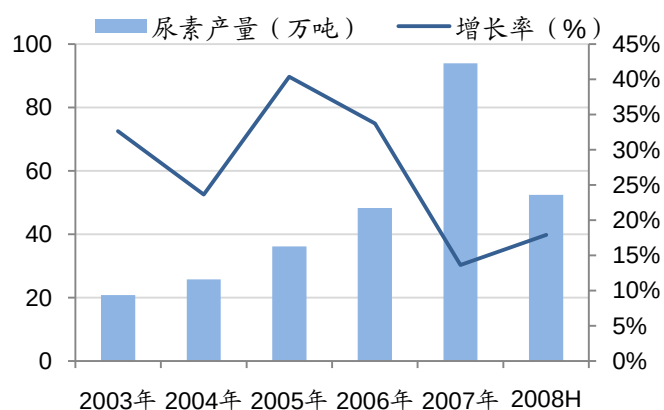
尿素业务总体盈利能力不强，目前价格跌至低位。同时，原料成本也大幅下降，煤炭是尿素的主要生产成本，生产 1 吨尿素要消耗 1 吨煤炭，但在 08 年尿素价格在 1700 元限价令压制下最高涨至 2400 元，涨幅 41%，而 08 年无烟煤最大涨幅 134%，截至 08 年底，尿素价格已经回落至 1700 元。近期化肥旺季到来，尿素价格出现反弹，最坏时期逐渐过去，预计 09 年公司尿素业务业绩总体相对平稳。

图 5：公司尿素平均销售价格



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 6：公司尿素产量及增速



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

表 5：公司化肥产能

化肥产能	合成氨产量 (万吨)	尿素产量 (万吨)	备注
晋城第一化肥厂(化肥分公司)	18	30	已投产
巴工化肥厂(化工分公司)	8	13	已投产
田悦化肥(99.67%)	18	30	2008.6 投产
兰花阳城化肥公司(99.67%)	8	13	已投产
晋城煤化工公司(80.3%)			
其中：大化公司一期	18	30	已投产
合 计	70	116	
大化公司二期	30	52	2011 年投产
预计	100	168	

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

2.3 公司其他煤化工业务生不逢时——目前处于半停产状态

公司年产 20 万吨甲醇转化 10 万吨二甲醚项目，总投资 6.5 亿元，累计完成投资 4.5 亿元，08 年 7 月份投产。目前由于产品下游需求不旺以及价格的急剧下跌导致停产。煤化工业务的拖累，使得 3 季度公司毛利率环比下降了 5.44%，达到 44.81%。随着煤价和化肥价格下跌，预计四季度业绩环

比将继续下降。预计对 09 年经营业绩难有正向贡献。

表 6: 公司其他煤化工业务

	股权	甲醇 (万吨)	二甲醚 (万吨)	备注
大化二期	70.5%	10		2011 年投产
兰花清洁能源公司	75%	20	10	已试车, 09 年正式投产
合计		30	10	

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 7: 甲醇价格大幅下跌



资料来源: chemsino, 渤海证券研究所

图 8: 二甲醚价格大幅下跌



资料来源: chemsino, 渤海证券研究所

3. 煤炭行业进入周期性调整期

3.1 煤炭价格深幅调整, 仍处于下降当中

宏观经济衰退, 能源价格暴跌, 库存高企

08 年煤炭行业经历了“水火两层天”, 上半年煤炭市场供需偏紧, 价格上涨超过 100%, 下半年, 尤其是从 8 月份开始煤炭价格开始回调, 迅速进入下跌通道, 截止到 1 月 20 日, 下跌 45% 左右。目前, 跌势渐缓, 但是仍未见底, 预计煤炭价格将回到 2007 年的水平上, 目前仍有 10% 以上的跌幅。

图 9: 国内煤炭价格大幅下跌

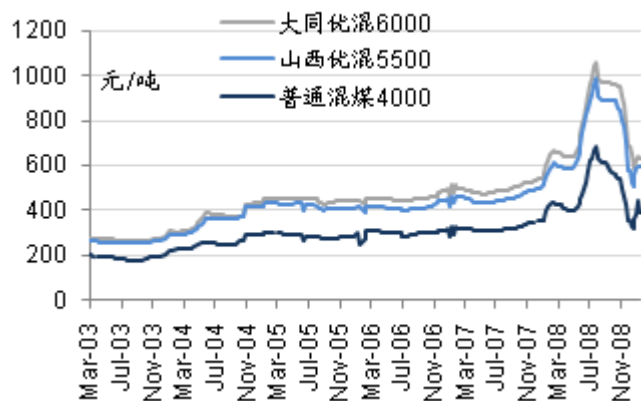


图 10: 国际煤价大幅下跌

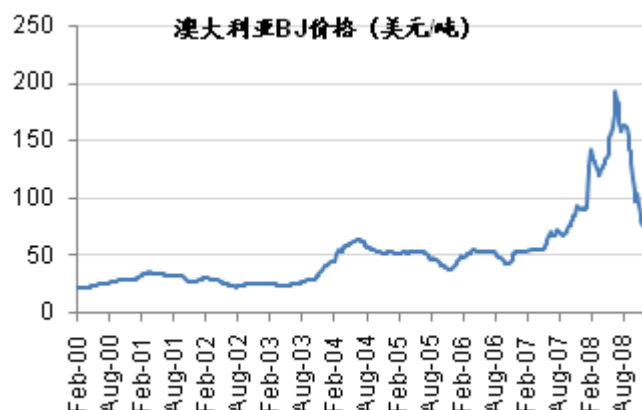


图 11: 国际原油价格跌幅创近年之最

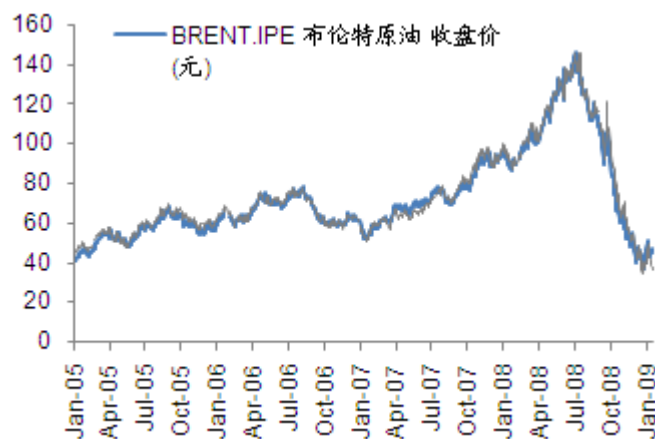
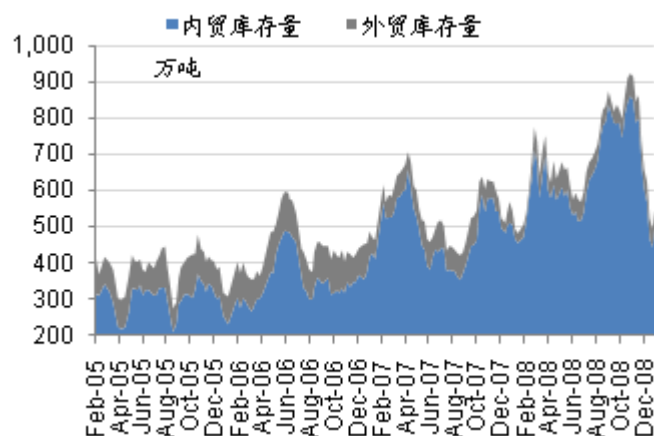


图 12: 煤炭库存量高居不下



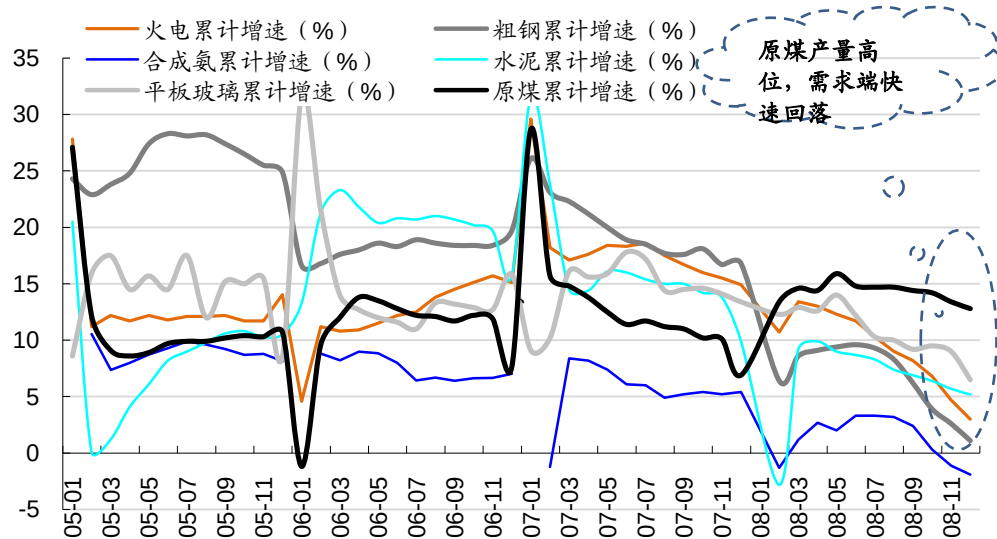
资料来源: 渤海证券研究所

资料来源: 中国煤炭资源网, 渤海证券研究所

3.2 行业下游需求“堪忧”

受全球金融危机的影响, 宏观经济下行迅速, 进入 8 月份, 煤炭行业下游需求骤降, 经济的调整随即加深。根据中国政府将采取积极的财政政策和宽松的货币政策, 保经济增长成为调控主基调, 加大基建投资是手段之一, 预计 09 年将处于周期性最低谷, GDP 增长率 7.5%~8.0%应是增长调控区间。基于宏观经济形势, 从煤炭下游四大行业, 电力、钢铁、建材、化工的增速来看, 下游行业高速增长长期已过, 未来两年将低位调整。

图 13: 下游行业的增速加速放缓



资料来源：渤海证券研究所

3.3 煤炭行业产能过剩显现

产能过剩显现，预计 09 年可达 30 亿吨左右

近几年，煤炭行业固定资产投资增长迅速，2002 年至 2008 年复合增长率保持在 40%以上，投资总额超过前九个“五年计划”投资额。大量投资带动煤炭产能的增加，2007 年煤炭新增产能 2.7 亿吨，按照固定资产的投资增速，考虑 2 年左右的矿井建设周期，未来三年，即 2008-2010 年每年约有 3 亿吨以上的产能投产。

根据实际生产能力及在建生产能力，2008 年煤炭产能在 28 亿吨左右，同时考虑到国家关闭小煤窑、市场恶化，一些固定资产投资可能延迟，预计 2009 年实际可发挥生产能力的矿井产能总量达 30 亿吨/年左右，2010 年为 32 亿吨左右。

表 7: 中国煤炭产能状况预测

单位: 亿吨	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E
年度实有产能	25.56	27.34	30.31	33.13	35
受约束产能	2.65	2.0	2.9	2.5~2.8	1.6~2.0
其中: 运输瓶颈所致	1.26	0.85	1.3	1.4~1.65	0.6~0.8
其它原因所致	1.39	1.15	1.6	1.1~1.15	1~1.2
可发挥生产能力	23.8	25.9	27.9	29.2~29.8	31.5~32.1

资料来源：中国煤炭运销协会

3.4 未来行业持续调整，关注公司资产注入、整合机会

鉴于宏观经济前景仍有较大不确定性，整体暂维持对煤炭行业“中性”的评级，周期调整中仍有积极因素支撑行业阶段性反弹机会。

比较而言，煤炭股仍是比较好的投资品种

- 从采矿权的角度考虑 PB 值，煤炭股作为资源类股票，考虑到资源因素，往往具有较高的投资安全边际；
- 相比其他的投资品种（比如钢铁、有色等），经营业绩波动相对平稳，全行业出现亏损的概率较小；
- 煤炭公司的股息收益率较高（分红率一直都较高，平均在 30%以上）；
- 目前，股价已反映了 09 年业绩下滑的风险，估值处于历史低位，长期投资价值显现；
- 股价处于低位，上市公司资产注入的外部动力具备，关注资产注入所带来的机会。

“大集团”战略带来的行业整合、并购机会

根据《煤炭工业“十一五”规划》，提出了大集团发展的规划：促进以煤为基础，煤电、煤化、煤路等多元化发展，形成 6~8 个亿吨级和 8~10 个 5000 万吨级大型煤炭企业集团，煤炭产量占全国的 50%以上。但当前我国煤炭行业集中不高，2006 年行业 10 家最大煤炭企业产量只占行业总产量的 25.6%，远低于发达国家的 40%以上。

表 8：“十一五”规划大中小型煤矿占比

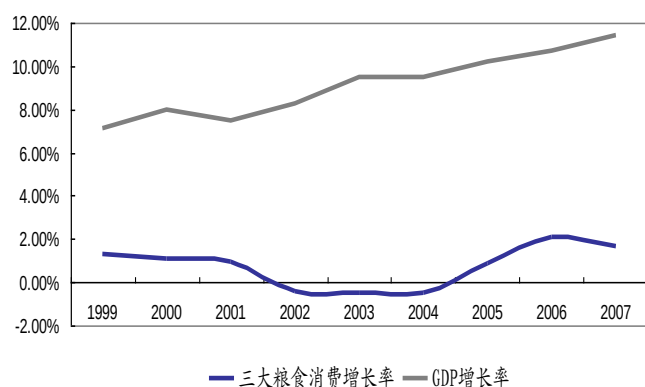
类型	煤矿个数	煤炭产量（亿吨）	产量占比
大型煤矿	18	14.5	56%
中型煤矿		4.5	17%
小型煤矿	10000	7	27%
合计		26	100%

数据来源：煤炭工业“十一五”规划，渤海证券研究所

4. 尿素行业——关注上半年旺季氮肥价格的上涨

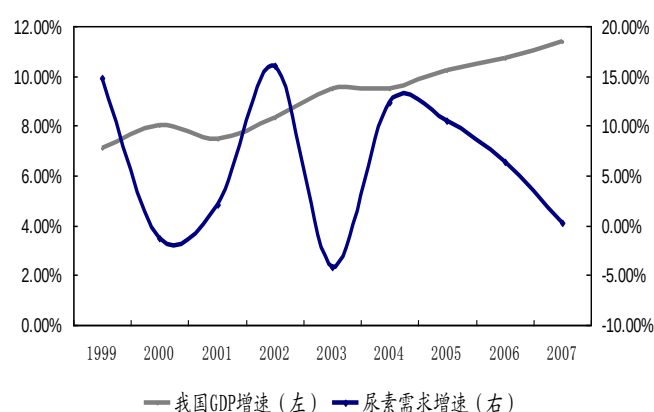
尿素刚性需求较大。尿素占我国氮肥总消费量的 60%以上，用途上来看，尿素 80%以上用在农业施肥上，农产品基本上是生活必需品，同时又大多是低档消费品。农产品供求特性决定农业发展受整个经济周期的影响较小。农业需求的稳定也使得对尿素的需求得到保障。而且由于尿素的增产作用，尿素的需求刚性在三大肥中最为明显。

图 14: 粮食消费受 GDP 影响较小



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

图 15: 尿素需求受 GDP 影响较小



资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

4.1 氮肥产能过剩局面短期难以改观

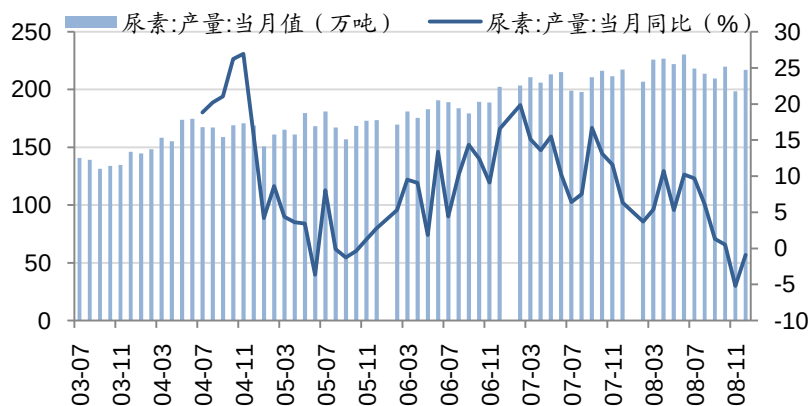
近几年氮肥产能增长较快, 产量同样保持较快的增速, 氮肥产能过剩局面短期难以改变, 小产能面临淘汰出局。2007 年尿素生产企业 194 家, 装置总能力为 4578.6 万吨(实物), 产量 2229 万吨(折纯), 占国内氮肥产量的 53.2%, 2008~2010 年包括在建、拟建及扩建的装置能力达到 837 万吨, 预计到 2010 年, 国内尿素产能将达 6400 万吨, 装置能力过剩、产能供大于求已非常明显。

表 9: 氮肥企业规模分类

单厂规模	企业数量	尿素产量(万吨)	产量占全国(%)
尿素单厂产量 50 万吨以上	27	1717	37.50%
单厂产量 30 万吨~50 万吨	26	947	20.70%
单厂产量 15 万吨~30 万吨	51	1011.6	22.10%
单厂产量小于 15 万吨	91	903	19.70%
合计	194	4578.6	100.0%

资料来源: 中华商务网, 渤海证券研究所

图 16: 尿素产量及同比增速



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

4.2 取消化肥限价，化肥价格将逐步实现市场化

国家逐步取消对尿素价格的管制，市场化的价格形成机制正在形成。09 年 1 月 24 日经国务院批准，决定推进化肥价格改革，建立以市场为主导的化肥价格形成机制。自 2009 年 1 月 25 日起，将国产化肥出厂价格、除钾肥外的进口化肥港口交货价格由政府指导价改为市场调节价。化肥批发、零售价格继续实行市场调节价。

氮肥价格将在 09 年上半年呈季节性的回升，而取消限价将使优势企业受益。

图 17：国内尿素价格走势



资料来源：Wind，渤海证券研究所

4.3 出口政策的适当放松有利于缓解国内尿素企业生产能力过剩的压力

国内尿素生产能力过剩，近年来出口量占比逐年上升。2008 年以来，国家为限制化肥出口，保证国内农业生产用肥，先后进行了 4 次化肥出口关税调整。前 3 次调整是逐步递增的，在 9 月调整后达到最高，成功阻断了国内化肥的出口。但在国内氮、磷肥产能明显过剩的情况下，高关税也直接导致了目前国内化肥企业的困境。

08 年 12 月 1 日起，国家第 4 次关税调整实施了淡旺季差别关税，放宽了尿素、DAP 以及 MAP 的淡季出口条件，实行基准价格税制，基本关税仅有 10%，这将有效促进化肥淡季出口增长。

表 10：2001 以来国家化肥的进出口政策

	化肥进出口政策	备注
2001	出口化肥增值税由部分退还改为全额退还	鼓励出口
2005-2007	暂停出口退税，并开始征收出口关税	限制出口
2008 年 4-11 月	征收特别出口关税，2008 年 4 月 20 日起，氮肥出口关税上调至 100%，2008 年 9 月 1 日起，氮肥特别出口关税上调至 150%。	限制出口
2008 年 12 月	调整化肥出口关税征收方式，淡季时，当出口价格不高于基准价格时，关税 10%；当出口价格高于基准价格时，税率为 $(1.1 - \text{基准价格} / \text{出口价格}) \times 100\%$ (基准价格 2300 元/吨)，旺季时，出口关税 35%，特别出口关税为 75%。	鼓励淡季出口

资料来源：渤海证券研究所

表 11: 国内尿素产销平衡表

单位: 万吨	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
产量	1602	1671.75	1923.50	1994.9	2232.63	2485.7	2591.2	2733.72	2938.74
增长率	10.10%	4.40%	10.80%	6.40%	13.30%	11.50%	3.70%	5.50%	7.50%
进口量	36.3	6.2	1.7	3.3	1.73	0.025	0.01	0.0	0.0
出口量	18.9	125.6	181.4	72.2	62.9	241.8	436	250	280
表观消费量	1619.4	1552.35	1743.8	1926	2171.46	2243.925	2155.21	2483.72	2658.74
出口占比	1.18%	7.51%	9.43%	3.62%	2.82%	9.73%	16.83%	9.15%	9.53%

资料来源: 中华商务网, 渤海证券研究所

5. 盈利预测

5.1 公司现有业务能力盈利预测

综合分析, 未考虑集团资产注入的情况, 考虑到公司现有资产的情况, 以及未来产品价格可能的走势, 对公司未来三年做出盈利预测, 预计公司 08 年、09 年和 10 年每股收益为 2.173 元、1.692 元和 1.831 元 (在此我们并没有遵循最近财政部对煤炭企业安全费、维简费的会计处理)。

表 12: 公司关键产量价格数据假设

万吨/万元/元	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
煤炭销量	375.03	409.95	363.87	446.56	496.65	540	550	560
增长率	17.19%	9.31%	-11.24%	22.73%	11.22%	8.73%	1.85%	1.82%
煤炭价格	151.75	218.25	322.37	333.56	412.34	580	500	520
增长率		43.82%	47.71%	3.47%	23.62%	40.66%	-13.79%	4.00%
煤炭销售收入	56,912.07	89,472.11	117,302.43	148,953.63	204,786.36	313200	275000	291200
增长率		57.21%	31.11%	26.98%	18.06%	52.94%	-12.20%	5.89%
煤炭销售成本	18,514.31	30,463.01	33,803.11	46,104.56	87,661.42	119016	121000	128128
煤炭毛利率	67.47%	65.95%	71.18%	69.05%	57.19%	62.00%	56.00%	56.00%
尿素产量(万吨)	20.82	25.74	36.13	48.32	93.96	105	116	116
增长率	32.61%	23.63%	40.37%	33.70%	13.61%	11.75%	10.48%	0.00%
尿素销量(万吨)	20.82	23.16	32.3	53.25	96.78	100	105	110
增长率	32.61%	11.24%	39.46%	64.80%	11.22%	3.33%	5.00%	4.76%
尿素价格(元/吨)	1422.38	1924.33	1900.41	1655.94	1666.36	1700	1750	1800
尿素销售收入	29,613.94	44,567.45	61,383.18	88,178.76	161,270.14	170000	183750	198000
增长率		50.29%	37.73%	43.65%	18.00%	5.41%	8.09%	7.76%
尿素销售成本	24,937.88	36,430.53	50,063.95	74,444.07	132,308.36	144500	152513	162360
尿素毛利率	15.79%	18.26%	18.44%	15.58%	17.96%	15.00%	17.00%	18.00%
营业收入	87548.86	130064.84	171262.05	295199.63	349474.67	456472.49	445436.38	483059.68
增长(YOY)		48.56%	31.67%	72.37%	18.39%	31%	-2%	8%
营业成本	44307.11	62934.4	76403.43	168317.27	200214.28	233773.14	254325.08	276218.75
毛利率	49.40%	51.60%	55.40%	43.00%	42.70%	48.80%	42.90%	42.80%
销售费用	3216.02	4209.35	5311.85	8709.07	12669.01	16547.85	16147.77	17511.67
管理费用	12731.13	17262.96	22651.26	26960.15	40481.31	52859.51	51581.53	55938.31
财务费用	1504.85	1300.42	1575.34	4757.42	4603.79	8090.79	7371.51	7280.1
投资收益	-2872.84	2304.74	94.73	-183.05	93.39	23000	19000	20000
税前利润	22082.1	43729.62	62664.79	81093.96	86092.98	162267.05	129219.82	139831.06

请务必阅读正文之后的免责条款部分

减：所得税	4932.37	16080.4	20775.21	25201.14	28157.92	40566.8	32305	34957.8
实际税率	22.30%	36.80%	33.20%	31.10%	32.70%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	17324.27	27860.13	42156.45	56017.65	57670.18	124134.3	96656.43	104593.64
增长 (YOY)		60.80%	51.30%	32.90%	3.00%	115.20%	-22.10%	8.20%
每股收益	0.467	0.75	1.136	1.373	1.413	2.173	1.692	1.831
每股红利 (税前)	0.15	0.20	0.30	0.60	0.40	0.40	0.65	0.51

资料来源：渤海证券研究所

5.2 盈利敏感性分析

以公司 09 年煤炭价格和尿素价格为变量对 09 年 EPS 做敏感性分析。

表 13：公司 09 年煤炭价格以及尿素价格对 EPS 的敏感性分析

煤炭价格 \ 尿素价格	-10.00%	-5.00%	0	5.00%	10.00%
-10.00%	1.550	1.620	1.691	1.762	1.832
-5.00%	1.550	1.621	1.692	1.762	1.833
0	1.551	1.622	1.692	1.763	1.833
5.00%	1.552	1.622	1.693	1.763	1.834
10.00%	1.552	1.623	1.693	1.764	1.835

资料来源：渤海证券研究所

6. 估值与投资建议

6.1 估值

绝对估值

利用现金流折现法 DCF-WACC，从企业价值角度，计算出公司股价的内涵价值为 22.72 元/股。

表 14：DCF-WACC 估值假设条件

WACC	9.10%	Ke	12.6%
永续增长率	2.00%	Kd	5.0%
终值	52932.4	t	25%
企业价值	1464599.7	Rf	4%
非核心资产价值	147290.2	E(Rm)	0.12
债务价值	167048.17	Rm - Rf	8%
股权价值	1297551.5	D/A	13.5%
股本	57120.00	E/A	86.5%
每股价值	22.72	Beta	1.08

资料来源：渤海证券研究所

相对估值——处于历史低位，已反映了悲观预期

宏观经济基本面调整，影响了煤炭行业下游的需求，煤炭价格仍处于下行当中。目前，整个煤炭行

业的估值处于低位，行业 09 年平均市盈率为 12(X) 左右，股价基本反映了煤炭价格下降与 09 年业绩下滑的预期，投资价值显现。

国际估值比较来看，受全球金融危机影响，国外煤炭公司（以美国、澳大利亚煤炭上市公司为例）以及 H 股煤炭公司估值都很低，处于历史低位。

公司目前的估值已经不高，处于历史上的较低水平，目前对应 09 年市盈率为 10.6(X) 左右，市净率为 2.14(X)。

公司未来的成长性不足，且拥有煤化工——尿素业务，这在一定程度上降低了公司的估值。相比煤炭板块的估值，公司的估值略低于行业整体估值。综合考虑给以公司目标价 22.0 元，对应 09 年的市盈率为 13(X)。

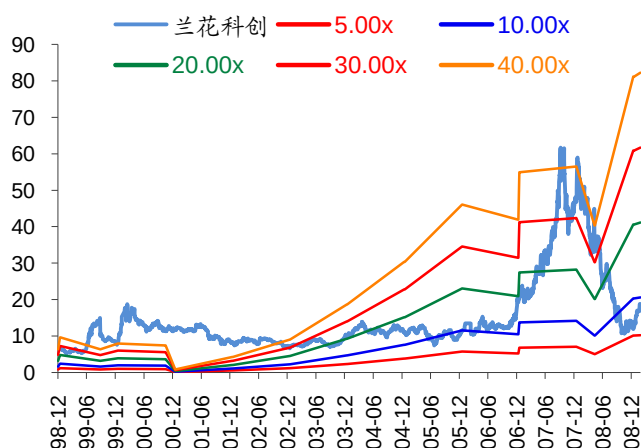
6.2 投资建议：

目前估值处于低位，近期关注尿素价格反弹对股价的刺激，未来化肥业务释放利润将提升公司的业绩，给以公司“买入”的评级。另外，我们将密切关注亚美大宁矿德收购进程与集团的资产注入进程。同时，公司一直维持较高的股息收益率，年均分红率在 30% 左右。

5.3 风险因素

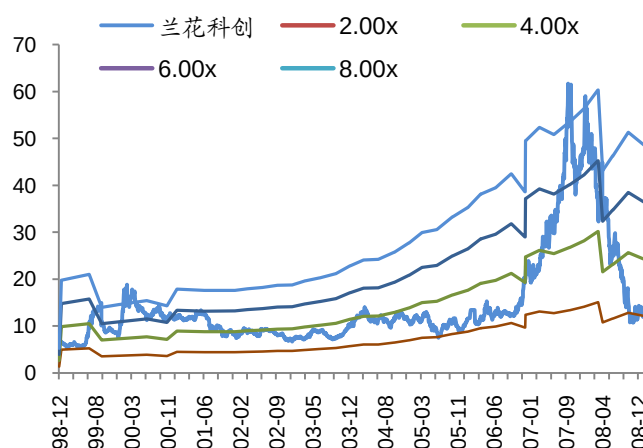
1. 市场的系统性风险
2. 资源税的征收对未来盈利预测的影响

图 18：兰花科创的 PE-Band



资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

图 19：兰花科创的 PB-Band



资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

表 15：国内 A 股煤炭上市公司估值比较

2009-2-13	证券简称	价格	P/E			EPS			PB	EV/EBIDA
			08E	09E	10E	08E	09E	10E		
000933.SZ	神火股份	20.12	7.45	6.69	5.66	2.701	3.006	3.557	3.40	7.13
000937.SZ	金牛能源	21.48	9.08	8.61	7.10	2.365	2.495	3.026	3.19	14.19
000968.SZ	煤气化	14.29	8.91	8.79	10.12	1.604	1.626	1.412	2.96	13.04

请务必阅读正文之后的免责条款部分

19 of 24

000835.SZ	四川圣达	8.88	11.32	0.00	3.61	0.785	0.000	2.458	5.20	11.32
600508.SH	上海能源	12.81	8.22	7.70	7.37	1.559	1.664	1.737	2.51	6.75
002128.SZ	露天煤业	15.23	18.66	16.59	15.35	0.816	0.918	0.992	5.51	17.38
600971.SH	恒源煤电	17.69	12.58	10.22	10.11	1.406	1.731	1.750	2.52	7.96
601666.SH	平煤股份	18.68	8.63	7.84	7.79	2.166	2.383	2.397	2.70	6.01
601699.SH	潞安环能	18.70	10.21	10.00	8.76	1.831	1.870	2.136	3.97	7.93
601918.SH	国投新集	7.55	16.28	13.02	9.79	0.464	0.580	0.771	2.80	13.31
000159.SZ	国际实业	12.88	18.52	13.26	8.73	0.696	0.972	1.476	2.72	20.90
601088.SH	中国神华	21.96	14.86	12.31	10.95	1.478	1.784	2.005	3.10	9.58
601898.SH	中煤能源	8.88	15.31	11.68	9.06	0.580	0.760	0.980	1.94	7.89
600188.SH	兖州煤业	11.37	7.68	9.81	8.83	1.480	1.159	1.287	2.22	6.77
000983.SZ	西山煤电	16.51	11.98	15.91	12.23	1.378	1.038	1.350	5.03	17.62
600997.SH	开滦股份	17.31	12.44	14.05	13.50	1.391	1.232	1.282	2.44	10.68
600395.SH	盘江股份	14.80	8.36	11.65	11.04	1.770	1.270	1.340	4.55	4.78
601001.SH	大同煤业	16.24	8.55	15.92	14.12	1.900	1.020	1.150	2.69	7.74
600348.SH	国阳新能	15.42	12.58	17.15	15.36	1.226	0.899	1.004	5.36	11.34
600123.SH	兰花科创	17.98	8.27	9.95	9.22	2.174	1.807	1.950	2.80	9.17
平均值			11.49	11.06	9.94				3.30	10.61

资料来源：Wind，渤海证券研究所（阴影部分为渤海证券研究所重点覆盖公司）

表 16：国际煤炭上市公司估值比较

09-2-13 USA(USD)	Price	P/E			P/B			EV/EBIDA		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
PEABODY	28.41	8.87	9.03	7.74	2.35	1.91	1.55	5.81	5.88	5.22
WALTER INDUSTRIES	21.77	4.86	3.42	5.45	2.01	2.51	1.90	6.46	4.51	6.48
ARCH COAL	16.43	6.99	6.24	4.79	1.31	1.17	0.99	4.75	4.24	3.61
MASSEY ENERGY	14.42	4.44	5.67	5.08	1.18	1.05	0.81	3.33	3.19	2.91
PATRIOT COAL	4.78	-3.65	29.88	11.55	0.45	0.37	0.37	13.21	3.03	2.08
INTERNATIONAL COAL	2.17	-52.93	5.82	3.69	0.57	0.58	0.59	5.99	3.72	2.70
CONSOL ENERGY	31.22	14.95	6.52	6.92	3.60	2.44	1.90	6.48	3.95	3.73
ALPHA NATURAL RESOURCES	22.06	8.13	6.82	9.23	2.06	1.39	1.29	3.16	2.75	3.42
FOUNDATION COAL	18.52	250.27	6.46	6.76	2.76	2.04	1.88	4.93	3.09	2.95
PENN VIRGINIA RESOURCES	14.84	8.78	8.19	8.24	1.49	1.51	1.44	6.59	5.59	5.25
AVERAGE		25.07	8.80	6.94	1.78	1.50	1.27	6.07	4.00	3.83
AUSTRILIA(AUD)										
RIO TINTO	50.60	4.32	8.29	7.66	1.31	1.40	1.16	3.51	5.07	5.03
BHP BILLITON	32.60	10.22	9.98	12.41	4.16	2.82	2.59	5.38	4.96	6.12
MACARTHUR COAL	3.02	9.47	4.36	4.94	1.20	0.85	0.77	6.25	2.90	3.24
FELIX RESOURCES	8.21	13.16	5.30	11.66	3.00	2.23	2.05	7.85	3.29	6.60
CENTENNIAL COAL	2.52	12.48	5.38	7.48	1.59	1.34	1.21	5.05	3.01	3.65
WHITEHAVEN COAL	1.60	23.88	4.85	13.22	1.38	0.91	0.90	11.57	3.02	6.32
COAL & ALLIED INDUSTRIES	78.00	7.54	11.64	12.60	4.83	4.80	4.14	4.93	7.59	7.87
GLOUCESTER COAL LTD	3.51	12.27	3.60	4.33	3.23	1.93	1.54	7.29	2.44	2.88

AVERAGE	11.67	6.67	9.29	2.59	2.04	1.80	6.48	4.04	5.21
----------------	--------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

资料来源: Bloomberg

表 17: H 股煤炭上市公司估值比较

09-2-13 H 股 (HKD)	Price	P/E			P/B			EV/EBIDA			EPS		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
中国神华 (1088)	17.76	10.50	10.04	9.41	2.06	1.79	1.56	8.19	7.66	7.07	1.69	1.77	1.89
中煤能源 (1898)	6.01	7.60	7.88	7.32	1.14	1.03	0.94	4.96	5.00	4.46	0.79	0.76	0.82
兖州煤业 (1171)	5.29	3.05	4.62	4.82	0.86	0.78	0.71	2.86	4.21	4.45	1.73	1.15	1.10
平均值		7.05	7.51	7.18	1.36	1.20	1.07	5.34	5.62	5.33			

资料来源: Bloomberg

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；
- 3、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。

渤海证券股份有限公司 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 2155-18
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 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 10 5836 2157	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 22 2845 1843
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 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	电子信息行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	机械行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808
债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究员 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	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资本市场制度创新研究 张超博士 +86 22 8837 1851	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	

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