

红太阳(代码 000525.SZ)

拟注入吡啶资产，盈利能力将显著提升

——红太阳（000525）调研报告

刘威

86 10 5836 2155

核心观点：

- 公司主营化肥贸易、农药生产及销售
- 公司拟注入吡啶资产
- 给予公司“中性”的投资评级。

投资要点：

● 公司目前主营化肥贸易、农药生产及销售。

公司目前主营化肥贸易、农药生产及销售。公司在销售上采取农资连锁的模式。公司每年销售化肥约 100 万吨左右，公司现有农药以杀虫剂为主，主要包括拟除虫菊酯产能 1 万吨，毒死蜱产能 5000 吨，咪酰胺 1000 吨，吡虫啉 800 吨。

● 农资连锁：发展缓慢

公司 02 年采取农资连锁经营模式，从实际效果来看，农资连锁经营模式发展缓慢。主要原因不同地区农民用种、用药、用肥的习惯不同，对农资需求在品种上分散且量小，无法通过市场培育而增大。我们认为，未来两年，随着国家对农业扶持力度不断加大，公司农资连锁业务将保持平稳的增长。

● 拟注入吡啶资产，盈利将显著提升

公司拟发行不超过 3 亿股股份，购买其持有的农药类相关资产，主要包括南京生化、安徽生化、红太阳国际贸易 100% 股权和南一农集团母公司农药类经营性资产。本次拟注入资产包括南京生化和安徽生化合计吡啶碱生产能力 3.7 万吨/年，吡啶下游除草剂敌草快产能 600 吨/年，百草枯产能 9000 吨/年，三氯吡啶醇钠产能为 10000 吨/年，外加双甘膦产能 2 万吨/年。

● 吡啶资产优势明显

国内目前只有红太阳一家企业自主开发、掌握了吡啶的生产工艺技术，并规模化生产。待注入的吡啶资产合计 3.7 万吨，08 年 4 月份以来公司目前两套吡啶碱装置已经正常运转，纯度也达到要求的标准。公司吡啶资产产业链完整，成本、技术优势明显。

● 盈利预测及估值

预计公司 09-10 年每股收益分别为 0.61、0.67 元。对应的 PE 分别为 27.2、24.9 倍，首次给予公司“中性”评级。

(百万元,元)	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	3285	3499	5247	5804	6219
EBITDA(百万元)	176	229	823	859	879
净利润	19	11	355	389	389
摊薄 EPS(元)	0.07	0.04	0.61	0.67	0.67
PE(X)	247.4	426.0	27.2	24.9	24.8
EV/EBITDA(X)	35.6	24.2	9.2	8.3	7.5
PB(X)	6.2	6.1	2.5	2.3	2.1
ROIC	3.09%	4.38%	11.47%	10.73%	9.89%
总资产周转率	1.28	1.18	1.22	1.01	0.99

评级：

中性

上次评级：

首次评级

目标价格：

¥ 20

当前价格：

¥ 16.93

2009.04.10

单季度业绩

元/股

1Q/2009

0.01

2Q/2009

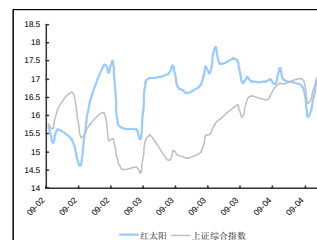
0.33

3Q/2009

0.53

4Q/2009

0.61



公司简介

公司原名南京天龙股份有限公司。公司于 1993 年 10 月 28 日在深圳证券交易所上市交易，公司现在主要业务为农药、化肥的生产、销售、技术咨询服务；投资管理及咨询。

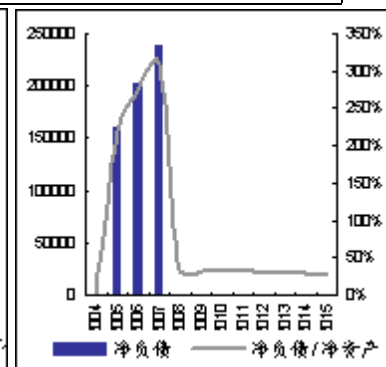
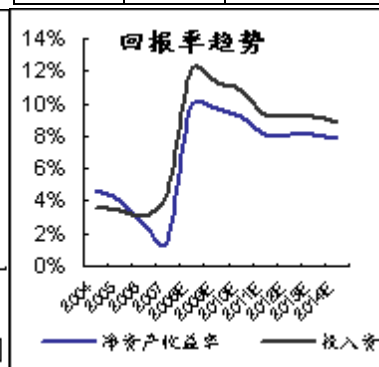
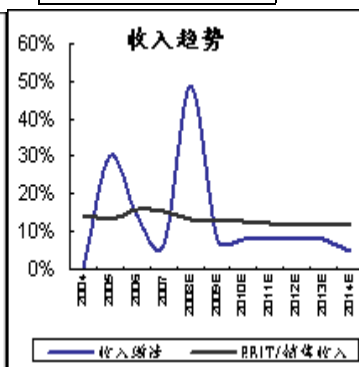
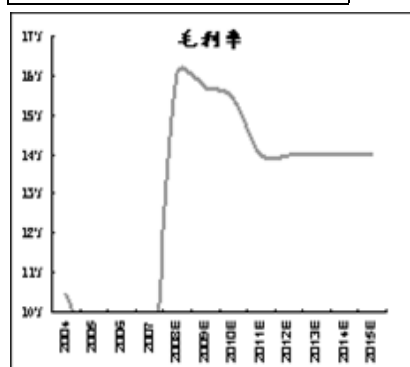
相关报告

三大表											
资产负债表	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
货币资金	0	705	2350	2852	3383	营业收入	3285	3499	5247	5804	6219
应收票据	19	2	3	4	4	营业成本	3066	3223	4443	4957	5348
应收账款	76	147	220	243	261	营业税金及附加	0	1	1	1	1
预付款项	677	597	597	597	597	销售费用	45	58	79	87	93
其他应收款	40	27	40	45	48	管理费用	57	83	126	139	149
存货	389	562	774	864	932	财务费用	89	122	143	123	133
其他流动资产	0	27	245	315	367	资产减值损失	1	11	0	0	0
长期股权投资	60	57	57	57	57	公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
固定资产	675	0	1046	923	781	投资收益	-4	-2	0	0	0
在建工程	93	151	126	113	106	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	1	0	0	0	0	营业利润	22	-1	456	497	494
无形资产	0	0	1	2	3	营业外收支净额	44	55	55	60	65
长期待摊费用	4	3	0	-3	-6	税前利润	66	53	511	557	559
资产总计	2780	3144	5461	6012	6533	减：所得税	27	15	128	139	140
短期借款	1405	1361	0	0	0	净利润	39	38	383	418	419
应付票据	56	652	899	1003	1082	归属于母公司的净利					
应付账款	260	160	217	243	262	润	19	11	355	389	389
预收款项	101	50	50	50	50	少数股东损益	20	27	28	29	30
应付职工薪酬	11	6	6	6	6	基本每股收益	0.07	0.04	0.61	0.67	0.67
应交税费	3	-29	-29	-29	-29	稀释每股收益	0.07	0.04	0.61	0.67	0.67
其他应付款	40	28	28	28	28	财务指标	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	70	60	60	60	60	营收增长率	14.6%	6.5%	50.0%	10.6%	7.1%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	6.1%	16.0%	343.5%	3.5%	1.1%
负债合计	2031	2378	1317	1451	1553	净利润增长率	-35.6%	-41.9%	3139.4%	9.5%	0.1%
股东权益合计	749	766	3850	4267	4687	盈利性					
现金流量表	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	销售毛利率	6.7%	7.9%	15.3%	14.6%	14.0%
净利润	39	38	383	418	419	销售净利率	0.6%	0.3%	6.8%	6.7%	6.3%
折旧与摊销销	59	94	224	238	252	ROE	2.5%	1.4%	9.2%	9.1%	8.3%
经营活动现金流	86	-140	549	726	765	ROIC	3.09%	4.38%	11.47%	10.73%	9.89%
投资活动现金流	-174	0	-101	-101	-101	估值倍数					
融资活动现金流	294	114	1197	-123	-133	PE	247.4	426.0	27.2	24.9	24.8
现金净变动	207	-26	1645	502	531	P/S	1.4	1.3	1.8	1.7	1.6
期初现金余额	350	0	705	2350	2852	P/B	6.2	6.1	2.5	2.3	2.1
期末现金余额	557	-26	2350	2852	3383	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	35.6	24.2	9.2	8.3	7.5

3、DCF—WACC												
输出												
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT		13511.2	59920.8	62033.0	62721.3	67765.4	73186.7	79041.6	82993.7	85483.5	88048.0	90689.4
所得税		3884.5	14980.2	15508.3	15680.3	16941.4	18296.7	19760.4	20748.4	21370.9	22012.0	22672.4
NOPLAT		6909.0	9626.6	44940.6	46524.8	47041.0	50824.1	54890.0	59281.2	62245.3	64112.6	66036.0

营运资金净变动	-9483.8	25061.7	-22639.0	-5801.4	-4241.9	-5419.7	-5851.3	-6319.4	-4265.6	-2687.3	-2767.9
资本支出	61702.3	-10090.0	-10090.0	-10090.0	-10090.0	-10090.0	-10090.0	-10090.0	-10090.0	-10090.0	-10090.0
自由现金流	105768.0	34566.8	54457.5	57918.7	61867.9	66825.3	72061.1	78386.4	83136.9	86283.2	89481.9

WACC	6.3%	Ke	11.5%	估值		g				
永续增长率	1%	Kd	0.0%			0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
终值	52353.1	t	25%	WACC	6.94%	50.01	52.00	54.32	57.07	60.38
企业价值	1687082.4	Rf	4%		7.44%	47.05	48.70	50.61	52.84	55.49
非核心资产价值	240754.9	E(Rm)	0.1075		7.94%	44.47	45.86	47.45	49.28	51.43
债务价值	13475.15	Rm - Rf	6%		8.44%	42.21	43.39	44.72	46.24	48.01
股权价值	1673607.3	D/A	1.4%		8.94%	40.21	41.21	42.34	43.62	45.09
股本	58023.88	E/A	98.6%		9.44%	38.43	39.29	40.26	41.34	42.57
每股价值	59.72074678	Beta	1.12		9.94%	36.84	37.58	38.41	39.34	40.38

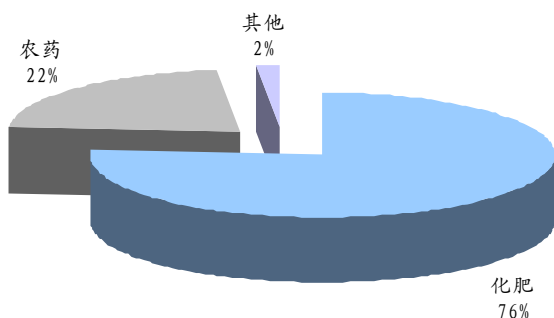


1. 公司简介

1.1. 主要产品

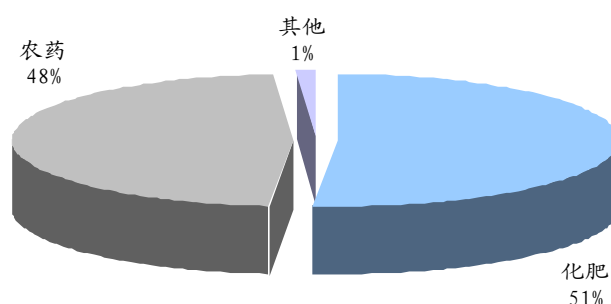
南京红太阳股份有限公司是以原南京造漆厂为骨干改制组成的股份有限公司，公司原名南京天龙股份有限公司。公司于 1993 年 10 月 28 日在深圳证券交易所上市交易，公司现在主要业务为农药、化肥的生产、销售、技术咨询服务；投资管理及咨询。

图 1. 公司收入结构（07 年年报）



资料来源：公司公告

图 2. 公司毛利结构（07 年年报）

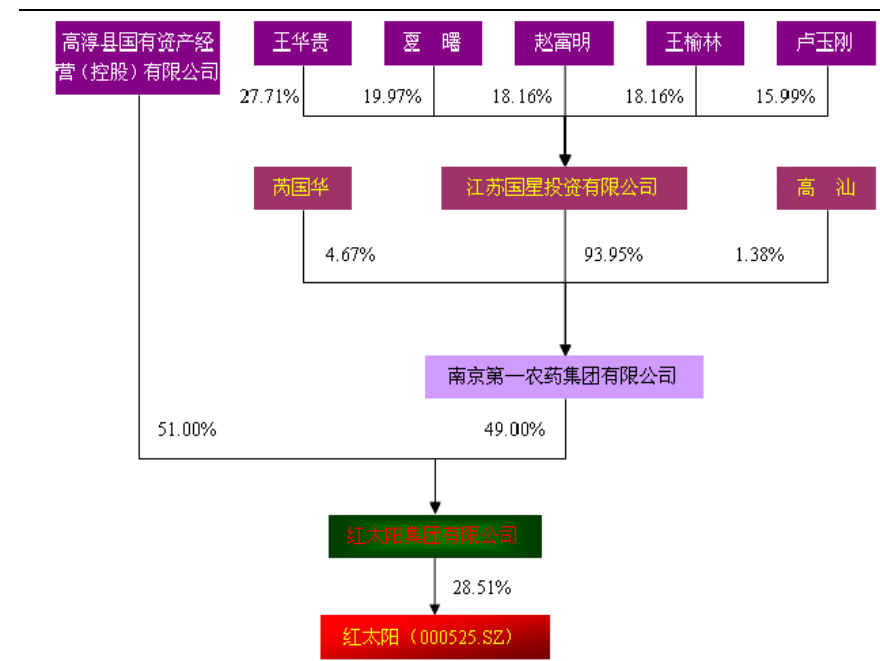


资料来源：公司公告

1.2. 公司股权结构

截至 2008 年 12 月 31 日，公司总股本为 280238842 股，其中有限售条件股份计 56595494 股，占总股本的 20.2%。公司控股股东为红太阳集团有限公司，其持有公司 28.51% 的股份，高淳县国有资产经营有限公司为公司的实际控制人。

图 3. 公司股权结构图



资料来源：公司公告

2. 公司主营业务分析

2.1. 农资连锁业务：未来两年平稳增长

公司目前主营化肥贸易、农药生产及销售。公司在销售上采取农资连锁的模式。公司每年销售化肥约 100 万吨左右,公司现有农药以杀虫剂为主,主要包括拟除虫类菊酯产能 1 万吨,毒死蜱产能 5000 吨,咪酰胺 1000 吨,吡虫啉 800 吨。

公司 02 年采取农资连锁经营模式,从实际效果来看,农资连锁经营模式发展缓慢。其原因主要有:

(1) 我国地形复杂,尤其陕西的陕南陕北地区少平原,多为山区、丘陵、沟壑地形,相距不远的村落和乡镇区有不同的自然气候,只能适用不同的农资,导致相距不远的区域农民用种、用药、用肥的习惯不同,对农资需求在品种上分散且量小,无法通过市场培育而增大。

(2) 而农资连锁经营的大量店铺深入乡镇、村落,距离远,人口少,辐射到商圈内的消费者少、购买力低,营业额低,挫伤了经营者的积极性。

我们认为,未来两年,随着国家对农业扶持力度不断加大,公司农资连锁业务将保持平稳的增长。

图 4. 公司化肥贸易业务收入及增速

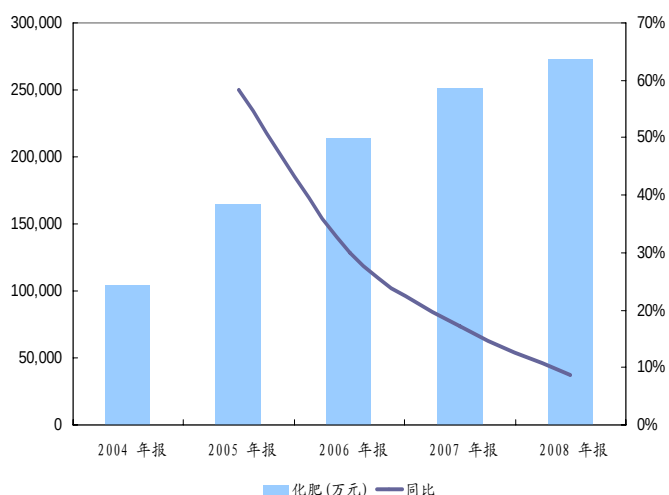
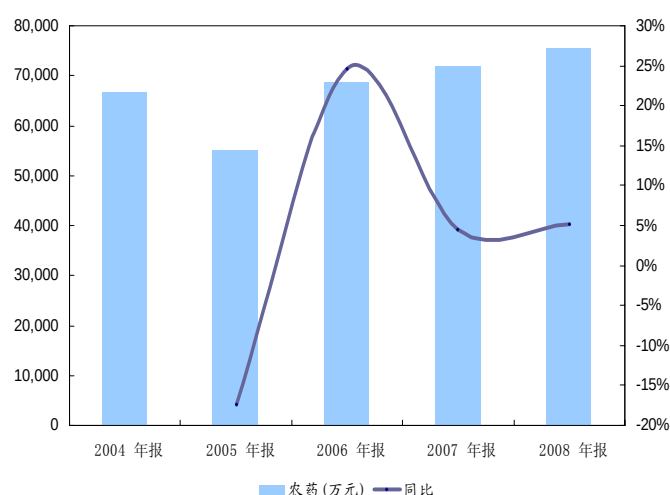


图 5. 公司农药业务收入及增速



资料来源：公司公告

2.2. 拟注入吡啶资产：盈利能力显著提升

公司拟向南一农集团发行不超过 3 亿股股份，每股 9.28 元，购买其持有的农药类相关资产，主要包括南京生化、安徽生化、红太阳国际贸易 100% 股权和南一农集团母公司农药类经营性资产。

资产注入主要分为三个阶段：1) 南一农集团购买红太阳集团持有南京生化的 51% 股权，使南京生化成为南一农集团的全资子公司；2) 南一农集团将本部现有农药类相关经营性资产以增资扩股的方式注入南京生化，注入后南一农集团将不再持有农药类相关经营性资产；3) 公司向南一农集团发行股份，购买南一农集团持有的红太阳国际贸易 100% 股权、安徽生化 100% 股权和南京生化 100% 股权。

目前公司资产注入前两个阶段已经完成，第三个阶段正在抓紧进行之中，预计将于今年中期之前进行完毕。

本次拟注入资产包括南京生化和安徽生化合计吡啶碱生产能力 3.7 万吨/年，吡啶下游除草剂敌草快产能 600 吨/年，百草枯产能 9000 吨/年，三氯吡啶醇钠产能为 10000 吨/年，外加双甘膦产能 2 万吨/年。注入资产将使公司盈利能力显著提升。

表 1: 公司拟注入资产

南一农集团	三氯吡啶醇钠产能为 10000 吨/年	敌草快的产能为 600 吨/年
南京生化	吡啶碱的年产能为 1.2 万吨/年	百草枯的折百原药产能为 9000 吨/年
安徽生化	吡啶碱的产能为 2.5 万吨/年	双甘膦产能为 20000 吨/年

资料来源：公司公告

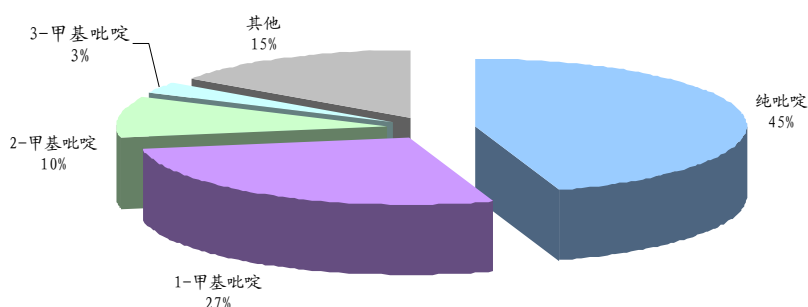
2.2.1 吡啶碱及其下游

吡啶碱

吡啶碱属含氮杂环类共性化合物，它是农药、医药、兽药等三药及三药中间体的关键共性化合物，是日用化工、饲料、食品添加剂、子午轮胎工业的重要原料，也是替代型环保农药吡虫啉、毒死蜱、百草枯等有毒中间体和有毒生产工艺的关键中间体。吡啶碱主要来源于化学合成法和炼焦副产，目前 98% 以上来源于化学法生产。

吡啶化合物主要包括纯吡啶、1-甲基吡啶、2-甲基吡啶、3-甲基吡啶和其他。从需求量上来看纯吡啶和 2-甲基吡啶占据吡啶类化合物需求主要部分，二者合计占据吡啶类化合物需求的 72% 左右。目前 70% 以上的纯吡啶主要用于农药合成，85% 以上的 3-甲基吡啶主要用于生产饲料添加剂和维生素 PP；90% 的 2-甲基吡啶用于生产农药和子午轮胎。吡啶在农药方面可生产达 30 余种产品，如百草枯、敌草快、毒死蜱、吡虫啉等；医药方面可合成品种达 50 多种，如磺胺、青霉素、维生素、奥美拉唑、兰索拉唑、可的松等；

图 6. 全球 07 年吡啶化合物需求结构



资料来源：渤海证券研究所

吡啶类农药主要为除草剂，其多为生长素转移抑制剂，使植物生长畸形，能量耗尽而死亡，由于其以上优异的特性市场发展迅速，成为当前除草剂市场受到广泛关注的一类重要除草剂。2004 年吡啶类除草剂的全球销售额为 6.73 亿美元，位居第十四大农药类别，第七大除草剂类别，预计到 2009 年吡啶类除草剂的销售额将增长 14.4%，达到 7.7 亿美元，**将是增长速度最快的除草剂品种之一**，并有望上升为第六大除草剂类别，第十三农药类别。

表 2: 销售前 10 名除草剂种类市场预测表

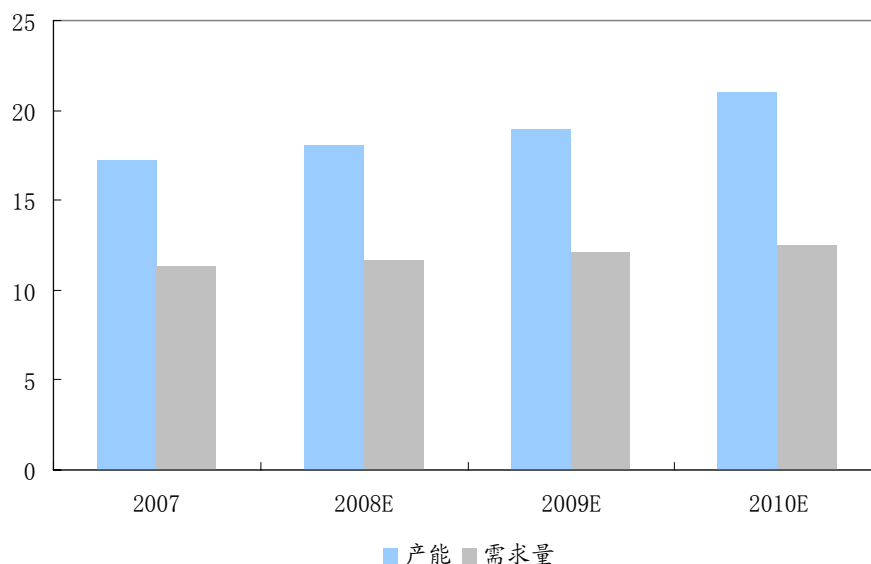
除草剂种类	2004 年	2009 年	2009/2004(%)
氨基酸类	36.5	31.5	-13.8
磺酰脲类	17.39	18	3.5
酰胺类	13.32	12.65	-5

芳氧丙酸类	9.1	9.55	4.9
三嗪类	7.39	6.8	-8
吡啶类	6.73	7.7	14.4
二硝基苯胺类	5.61	5	-10.9
苯氧乙酸类	5	5.2	4
联吡啶类	4.4	4	9.1
其他结构类	18.84	23.5	24.7

资料来源：《世界农药新进展》

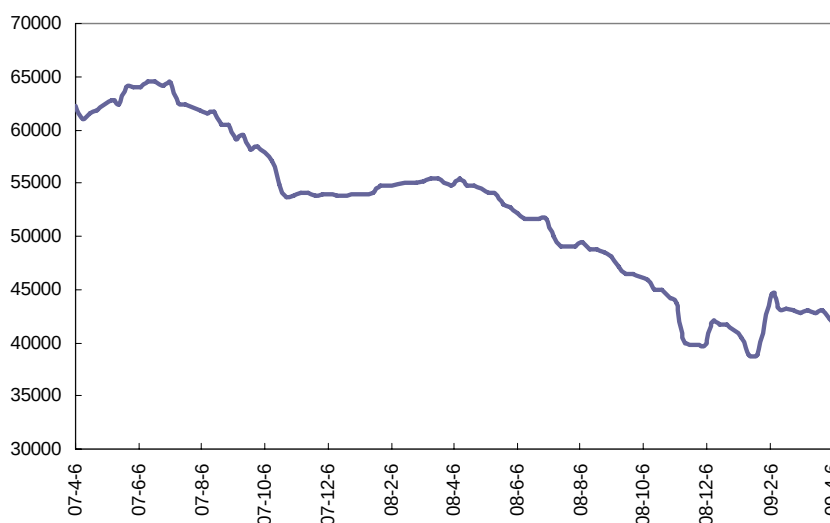
截至 07 年底全球吡啶产能 17 万吨左右，需求量仅为 11 万吨，全球吡啶系列产品产能利用率为 66%。03-07 年全球吡啶产能复合增长率达到了 8.7% 远超出同期 3.5% 的需求增幅，新增产能主要集中在中国和印度，新增需求主要来自百草枯和烟酰胺等产品，未来两年全球仍有 3-4 万吨的新增产能，我们认为未来两年随着新增产能投产以及开工率的提高，吡啶产品的价格、价差将逐步走低。

图 7. 全球吡啶化合物供求状况



资料来源：渤海证券研究所

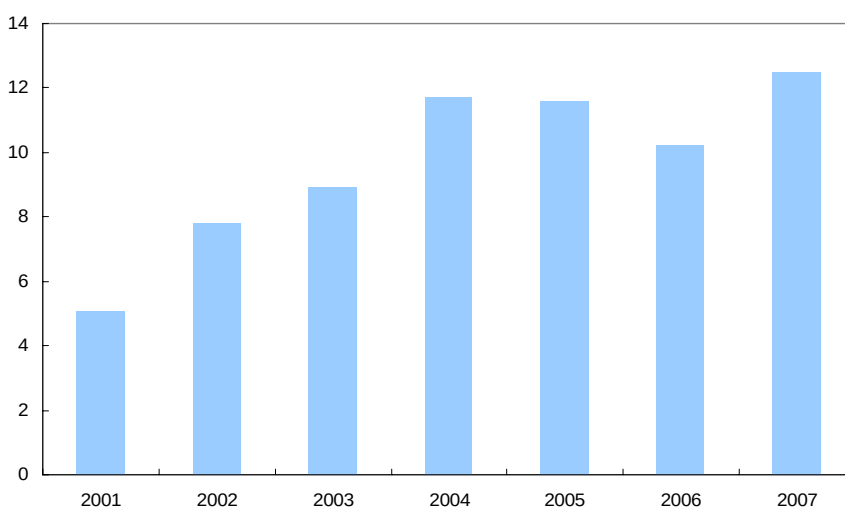
图 8. 纯吡啶价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线

国内吡啶化合物需求量 2.5 万吨左右。在红太阳运转正常之前（公司 08 年 4 月份正常运转）国内吡啶化合物主要依赖于进口。

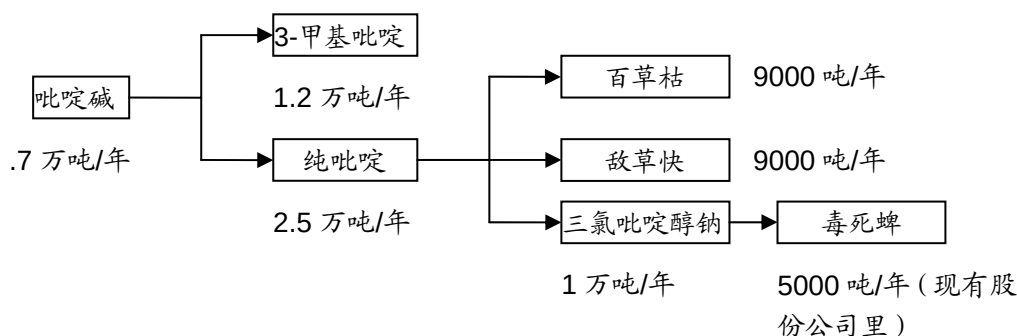
图 9. 我国纯吡啶产品进口量（千吨）



资料来源：渤海证券研究所

本次拟注入的吡啶及其下游资产包括：吡啶碱生产能力 3.7 万吨/年，吡啶下游除草剂敌草快产能 600 吨/年，百草枯产能 9000 吨/年，三氯吡啶醇钠产能为 10000 吨/年。

图 10. 公司拟注入吡啶碱产业链资产



资料来源：渤海证券研究所

待注入的吡啶资产合计 3.7 万吨，装置生产吡啶和 3-甲基吡啶比例为 2：1，理论产量为吡啶 2.5 万吨，3-甲基吡啶 1.2 万吨。08 年 4 月份以来公司目前两套吡啶碱装置已经正常运转，纯度也达到要求标准。09 年，预计公司生产的吡啶 80%用于公司自用，20%外销，3-甲基吡啶则全部外销。

拟注入的吡啶产业链的优势突出表现为：（1）产业链完整。目前，国外吡啶碱生产主要集中在美国的 Vertellus，印度的久比兰特和日本广荣等公司，但这些公司无一家形成上下游产业链。南一农集团历经八年攻关成功开发吡啶碱生产技术和工艺，成为世界上第一家拥有从吡啶碱到生产百草枯、敌草快、毒死蜱、吡虫啉等杂环类系列产品或生产技术的企业；（2）技术优势明显。南一农集团是国内唯一掌握吡啶碱技术的国家重点培育发展的农药内资企业，且独家拥有核心技术催化剂生产能力，技术优势明显。（3）成本优势。由于工程投入、人力资源、能源、土地成本、资金成本相对较低，南一农集团的吡啶碱相比国外厂商成本优势突出，未来可充分发挥成本优势，实现吡啶碱的进口替代，并扩大国际市场的份额；

百草枯原药

百草枯为快速触杀型灭生性茎叶处理除草剂，具有杀草不杀根、安全环保、快速触杀型以及没有漂移性等茎叶处理除草剂等优良特点。现已成为仅次于草甘膦的第二大除草剂。目前国内外主要广泛应用于：草原更新，草坪更新，免耕栽培除草，玉米、大豆、棉花行间除草，森林防火，山坡除草、棉花、马铃薯等农作物催枯等，市场前景广阔。公司拟注入百草枯产能 9000 吨/年，公司 65%的百草枯出口销售，公司百草枯生产原料吡啶完全自产，成本优势明显，具有较强的竞争能力。

敌草快原药

敌草快属快速触杀型灭生性茎叶处理除草剂，可广泛应用于果园、茶园、橡胶园、非耕地和玉米、甘蔗、棉花、蔬菜行间除草及植物的催枯。由于价格偏高，目前国内用量较少，但国外广泛应用于经济植物的催枯和农田除草等领域，随着欧美一些国家农药环保标准的提高，敌草快可替代其他除草剂，市场前景广阔，其需求量将稳步增长。

公司拟注入敌草快产能为 600 吨/年，主要在南一农集团母公司生产。敌草快产能在国内排名第二，

仅次于先正达。敌草快的产能扩张很大程度上受其主要原材料二氯吡啶限制。由于自产吡啶，形成了上下游一体的产业链，实现了生产成本的最低化，具有较强的竞争优势。

2.2.2 氢氰酸产业链

南一农目前计划的另一产业链为天然气法氢氰酸工艺合成下游产品，其中主要的方向是从天然气—氢氰酸—羟基乙腈—双甘膦—草甘膦。

由于氢氰酸是一种化学性质活泼的物质，由它可以合成一系列价格较高、市场走俏的精细化学品，如农药领域可生产全球第一大除草剂草甘膦、中间体双甘膦等，在全球农药产业链中地位突出；此外，还可用作医药、农药、染料、食品和饲料添加剂以及合成材料助剂等，故市场空间较大。氢氰酸 IDA 法制造草甘膦相比其他草甘膦工业路线，具有成本低、环保等特点，原料可实现进口替代，前景较好。

表 3：草甘膦不同生产路线对比

路线	优势	劣势
甘氨酸	工艺简单，原料宜得；产品含量高；对氯循环企业能降低成本	生产过程中产生氯甲烷，易造成环境污染；原材料为石化产品，其生产成本受国际油价影响较大
二乙醇胺亚胺基二乙酸	产率高；催化剂可重复使用，降低生产成本；环保问题较小	二乙醇胺国内产量不足，依赖进口，成本受进口价格影响大。
氢氰酸亚胺基二乙酸	生产成本低	技术壁垒高

资料来源：渤海证券研究所

公司拟注入精制双甘膦产能为 20,000 吨/年，主要在安徽生化生产。该产品项目主要采用 IDA 工艺路线。预计将在未来两个月内正式投产，南一农集团实际控制人杨寿海实际控制的重庆华歌生化拟投资建设年产 20 万吨双甘膦项目。该项目尚处在筹建阶段，杨寿海先生已经作出承诺：重庆华歌生化双甘膦项目建成后，将以资产注入等方式注入本公司。

3. 盈利预测及投资建议

预计公司 09-10 年每股收益分别为 0.61、0.67 元。对应的 PE 分别为 27.2、24.9 倍，首次给予公司“中性”评级。

表 4：公司利润表预测

利润表（百万元）	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	3285	3499	5202	5604	6051
营业成本	3066	3223	4368	4725	5118
营业税金及附加	0	1	1	1	1
销售费用	45	58	78	84	91
管理费用	57	83	125	134	145
财务费用	89	122	143	123	133
资产减值损失	1	11	0	0	0
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0

投资收益	-4	-2	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	22	-1	488	537	563
营业外收支净额	44	55	55	60	60
税前利润	66	53	543	597	623
减：所得税	27	15	136	149	156
净利润	39	38	407	447	468
归属于母公司的净利润	19	11	379	418	438
少数股东损益	20	27	28	29	30
基本每股收益	0.07	0.04	0.65	0.72	0.75
稀释每股收益	0.07	0.04	0.65	0.72	0.75

资料来源：渤海证券研究所

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 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：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、卖 出：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 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 22 2845 1625	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 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 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	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659
转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 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