

兰花科创(600123.SH)

受益于资源整合，步入快速发展期

——兰花科创跟踪报告

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

核心观点：

资源整合带来的契机——有望弥补公司成长性不足的“短板”

投资要点：

● 无烟煤价格处于高位，一季度业绩好于预期

受下游化工行业刚性需求影响，一季度无烟煤价格维持在高位。公司一季度业绩大增已成定局，预计增幅在 20% 以上，EPS 在 0.6 元左右。

随着春耕季节的到来，农用尿素等化肥需求旺盛，合成氨产量的季节性特征较强，二季度合成氨产量处于高位。预计二季度无烟块煤的需求将有小幅上升，无烟块煤的价格将与前期持平或略有小幅上涨。

● 公司尿素库存基本消化完毕，逐渐开始盈利。

尿素销售价格 1850 元/吨，不过尿素子公司大化公司、田悦公司，由于 08 年刚投产，目前仍然亏损。

● 进军新能源，建设重庆单晶硅项目，但 09 年难以贡献利润

08 年 4 月，公司投资 4.9 亿元，控股 40%，参与成立重庆兰花太阳能电力股份有限公司，在万州投资建设年产 1000 吨单晶硅棒、6500 万片单晶硅切片项目。目前，该项目仍处于建设阶段，预计 09 年难以贡献利润。

● 资源整合带来的契机——有望弥补公司成长性不足的“短板”

山西省加大力度进行小煤矿资源整合，鼓励省内煤炭大集团进行资源整合。兰花科创作为地方煤炭大公司之一，将直接受益于煤炭资源的整合。目前，公司亦正在积极进行省内外煤炭资源的整合，公司规划“十一五”末，形成 1650 万吨的煤炭产能，“十二五”末形成 5000 万吨的产能。

● 无烟煤价格高于预期，上调公司盈利预测，维持“买入”评级

暂未考虑重庆兰花太阳能单晶硅项目的经营贡献，对公司未来三年做出盈利预测，预计公司 09 年和 10 年每股收益为 2.068 元、2.316 元。

公司煤炭业务盈利能力较强（煤炭公司中仅次于中国神华），同时管理层思路明晰，视野开阔，是煤炭公司中少有的具有相当竞争力的企业，未来成长性可期，具备长期投资价值，提高公司目标价至 32 元，对应市盈率 16(X)。

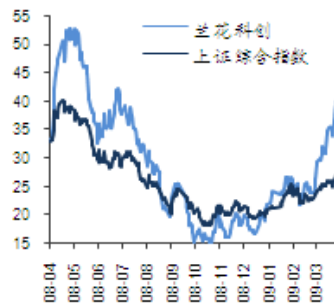
评级： 买入
上次评级： 买入
目标价格： ¥32.00

当前价格： ¥28.95

2009.04.19

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.59
2Q/2009	0.55
3Q/2009	0.52
4Q/2009	0.50

52 周公司股价表现



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

2009.02.17 尿素经营平稳，价值仍看煤炭——兰花科创深度价值分析报告

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	3495	4912	5014	5816	6546
EBITDA(百万元)	1187	2063	1803	2004	2076
净利润	577	1401	1181	1323	1359
摊薄 EPS(元)	1.41	2.45	2.07	2.32	2.38
PE(X)	20.8	12.0	14.2	12.7	12.3
EV/EBITDA(X)	10.9	8.9	9.7	8.2	7.3
PB(X)	3.8	3.5	3.0	2.5	2.2
ROIC	12.09%	18.76%	13.56%	13.53%	12.47%
总资产周转率	0.55	0.62	0.52	0.54	0.54

三大表预测

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1126	835	1234	2226	3537	营业收入	3495	4912	5014	5816	6546
应收票据	106	101	687	797	897	营业成本	2002	2357	2879	3378	3942
应收账款	25	41	42	49	55	营业税金及附加	46	55	65	76	85
预付款项	535	479	480	482	484	销售费用	127	211	191	221	249
其他应收款	74	111	114	132	148	管理费用	405	602	581	674	758
存货	324	566	142	167	194	财务费用	46	95	80	66	63
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-2	78	0	0	0
长期股权投资	175	500	500	500	500	投资收益	1	291	320	320	320
固定资产	2456	4713	4797	4958	5044	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	1530	174	487	594	547	营业利润	873	1804	1538	1722	1769
工程物资	22	18	18	18	18	营业外收支净额	-12	-35	0	0	0
无形资产	281	1510	1419	1327	1234	税前利润	861	1769	1538	1722	1769
长期待摊费用	6	11	10	9	8	减: 所得税	282	392	354	396	407
资产总计	6682	9283	10127	11454	12865	净利润	579	1377	1185	1326	1362
短期借款	295	478	0	0	0	归属于母公司的净利润	577	1401	1181	1323	1359
应付票据	28	8	10	12	14	少数股东损益	3	-25	3	3	4
应付账款	561	676	803	915	1093	基本每股收益	1.41	2.45	2.07	2.32	2.38
预收款项	560	751	946	1172	1427	稀释每股收益	1.41	2.45	2.07	2.32	2.38
应付职工薪酬	98	106	106	106	106	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	101	154	300	300	300	成长性					
其他应付款	221	554	554	554	554	营收增长率	18.4%	40.6%	2.1%	16.0%	12.5%
其他流动负债	16	35	35	36	36	EBIT 增长率	4.0%	84.3%	-23.0%	13.1%	3.0%
长期借款	1348	1236	1251	1266	1276	净利润增长率	3.0%	143.0%	-15.7%	12.0%	2.7%
负债合计	3536	4456	4462	4818	5263	盈利性					
股东权益合计	3146	4827	5665	6636	7602	销售毛利率	42.7%	52.0%	42.6%	41.9%	39.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	16.5%	28.5%	23.6%	22.7%	20.8%
净利润	579	1377	1185	1326	1362	ROE	18.3%	29.0%	20.9%	19.9%	17.9%
折旧与摊销	272	377	505	536	564	ROIC	12.09%	18.76%	13.56%	13.53%	12.47%
经营活动现金流	705	1585	1779	1788	1951	估值倍数					
投资活动现金流	-1329	-1773	-490	-390	-190	PE	20.8	12.0	14.2	12.7	12.3
融资活动现金流	378	-104	-890	-406	-450	P/S	3.4	3.4	3.3	2.9	2.6
现金净变动	-245	-291	399	992	1311	P/B	3.80	3.47	2.96	2.52	2.20
期初现金余额	1371	1126	835	1234	2226	股息收益率	2.0%	1.5%	1.4%	2.1%	2.4%
期末现金余额	1126	835	1234	2226	3537	EV/EBITDA	10.9	8.9	9.7	8.2	7.3

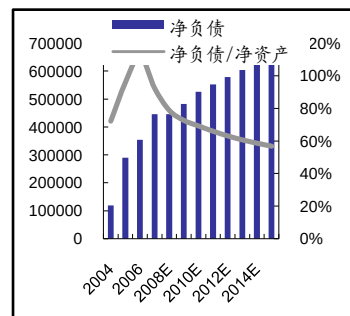
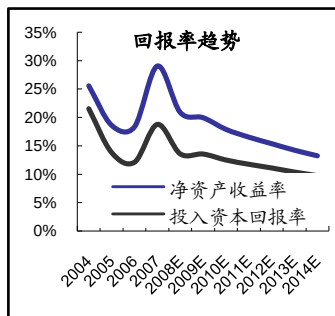
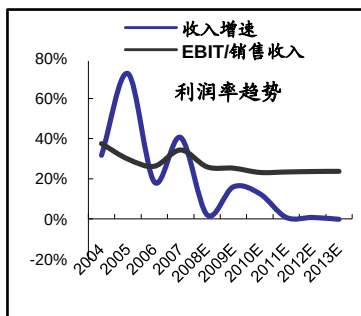
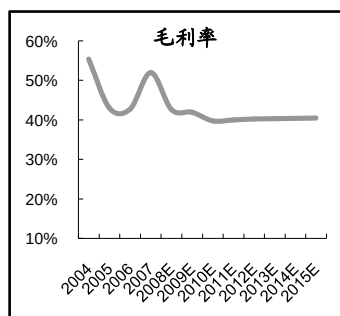
表: FCF 预测

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	168661.1	129789.9	146854.6	151211.6	153930.0	156660.5	156984.4	157321.5	157672.3	158037.5	158417.8
所得税	22.17%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
NOPLAT	131270.1	99938.3	113078.1	116432.9	118526.1	120628.6	120878.0	121137.5	121407.7	121688.9	121981.7
营运资金净变动	46447.6	30353.2	17996.0	28229.8	25029.9	24586.8	25243.2	25899.3	25342.8	25260.5	25324.3
资本支出	-89629.9	-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	125753.9	99838.7	113655.9	150045.1	161102.1	164755.0	167862.5	170934.0	172780.6	175100.9	177563.3

表: DCF-WACC 输出

WACC	9.17%	Ke	12.8%
永续增长率	2.00%	Kd	4.8%
终值	75778.7	t	23%
企业价值	2138949.0	Rf	2%
非核心资产价值	173407.4	E(Rm)	0.12
债务价值	149749.93	Rm - Rf	10%
股权价值	1989199.1	D/A	7.9%
股本	57120.00	E/A	92.1%
每股价值	34.82	Beta	1.08

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	7.67%	40.11	41.95	44.12	46.72	49.86
	8.17%	37.23	38.75	40.51	42.59	45.07
	8.67%	34.74	36.00	37.45	39.14	41.13
	9.17%	32.56	33.62	34.82	36.21	37.83
	9.67%	30.63	31.53	32.54	33.70	35.03
	10.17%	28.92	29.69	30.54	31.51	32.62
	10.67%	27.39	28.05	28.78	29.60	30.53



1. 无烟煤价格处于高位，一季度业绩好于预期

受下游化工行业刚性需求影响，一季度无烟煤价格维持在高位。整体看来，2月份、3月份为施肥旺季，化肥企业加大生产力度，增加了对于无烟块煤的需求，因为化肥价格机制的改革使得价格不受国家的控制，完全取决于市场的变化，因此在春耕期间，化肥受需求量增加的影响价格持续上涨，同时无烟块煤的价格也呈上涨趋势。

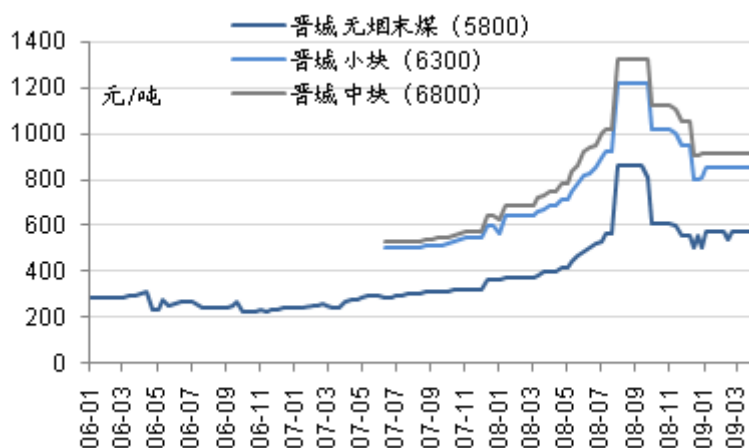
目前，公司无烟煤销售价格处于相对高位，且公司 60 万吨电煤，均按照市场现货价销售，价格同比上涨 15% 左右。以晋城地区主流价格为例，无烟块煤坑口价格为 910 元/吨，较 08 年 6 月份煤价高点下降 31.06%，但比 08 年同期上涨 31.88%。

一季度业绩大增已成定局，预计增幅在 20% 以上，EPS 在 0.6 元左右。

预计二季度无烟煤价格仍将维持在高位

随着春耕季节的到来，农用尿素等化肥需求旺盛，合成氨产量的季节性特征较强，二季度合成氨产量处于高位；甲醇市场也将随着国际原油期货价格的上升而出现回暖。因此，预计二季度无烟块煤的需求将有小幅上升，无烟块煤的价格将与前期持平或略有小幅上涨。

图 1：晋城地区无烟煤价格维持在高位（不含税）



资料来源：中国煤炭资源网，渤海证券研究所

尿素开始进入旺季，价格小幅反弹

尤其 2 月份以来，化肥消费旺季的到来，价格出现了小幅反弹。国家对化肥的出厂价格有政府指导价改为市场调节价后，使得化肥生产企业有了一定的自主定价权，可根据市场的供求、成本的变动适时调整出厂价格，随着销售旺季的来临，化肥出厂价格的走高也在意料之中。

3 月份全国尿素的平均价格为 1900 元/吨左右，较 1 月份低谷时期的价格上涨了 300 元/吨。总体来看，煤头企业基本能够正常生产，但以天然气为原料的生产企业由于受到天然气供应紧张的影响，开工率只有 70%。

目前，公司尿素库存基本消化完毕，逐渐开始盈利。尿素销售价格 1850 元/吨，不过尿素子公司大化公司、田悦公司，由于 08 年刚投产，目前仍然亏损。

图 2: 尿素价格低位小幅反弹



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2. 进军新能源，建设重庆单晶硅项目，但 09 年难以贡献利润

08 年 4 月，公司投资 4.9 亿元，控股 40%，参与成立重庆兰花太阳能电力股份有限公司，在万州投资建设年产 1000 吨单晶硅棒、6500 万片单晶硅切片项目，最终产品是单晶硅片。

公司利用万州地区丰富的多晶硅资源，涉猎新能源行业，引进发展下游产业的关键技术。长期规划来看，公司计划二期年产 2000 吨单晶硅项目在晋城建设。

目前，该项目仍处于建设阶段，预计 09 年难以贡献利润。从目前单晶硅片价格来看，完全达产后，销售收入可达 15 亿元，预计毛利率大致在 15% 左右。

3. 资源整合带来的契机——有望弥补公司成长性不足的“短板”

山西省加大力度进行小煤矿资源整合，鼓励省内煤炭大集团进行资源整合。根据山西省 4 月初召开的煤炭工作会议，在 2008 年 9 月出台《山西省人民政府关于加快推进煤矿企业兼并重组的实施意见》的基础上，进一步明确 2009、2010 两年，山西省将加大煤炭生产领域的资源整合力度。

整合资源的规划标准大幅提高：一是保留的煤矿数量从 1500 座压减到 1000 座；二是单井规模从 30 万吨提高到 90 万吨；三是首次对山西省各市煤矿数量进行定额分配。计划到 2010 年底，在山西省形成 3 个年生产能力亿吨级的特大型煤炭集团，4 个年生产能力 5000 万吨级以上的大型煤炭企业集团，10 个 1000 万吨级以上的地方煤炭企业集团，使大集团的煤炭产量从原来的约 35% 左右达到全省总产量的 75% 以上。

兰花科创作为地方煤炭大公司之一，将直接受益于煤炭资源的整合。08 年开始，公司已经开始向外涉猎资源，相继收购了山阴口煤业、贾寨煤业以及蒲县两个煤矿。目前，公司亦正在积极进行省内外煤炭资源的整合，公司规划“十一五”末，形成 1650 万吨的煤炭产能，“十二五”末形成 5000 万吨的产能。

根据规划设计，未来山阴口煤矿设计产能 120 万吨，目前，这些煤矿均处于整顿扩产期间，09 年难以贡献利润。

表 1: 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

4. 盈利预测

无烟煤价格维持在高位, 上调公司 09 年盈利预测。暂未考虑重庆兰花太阳能单晶硅项目的经营贡献, 对公司未来三年做出盈利预测, 预计公司 09 年和 10 年每股收益为 2.068 元、2.316 元。

表 2: 公司关键产量价格数据假设

万吨/万元/元	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
煤炭销量	409.95	363.87	446.56	496.65	542.66	550	600
增长率	9.31%	-11.24%	22.73%	11.22%	9.26%	1.35%	9.09%
煤炭价格	218.25	322.37	333.56	412.34	614.17	550	560
增长率	43.82%	47.71%	3.47%	23.62%	48.95%	-10.45%	1.82%
煤炭毛利率	65.95%	71.18%	69.05%	57.19%	66.79%	57.00%	57.00%
尿素销量(万吨)	23.16	32.3	53.25	96.78	106.26	110	115
增长率	11.24%	39.46%	64.80%	11.22%	9.80%	3.52%	4.55%
尿素价格(元/吨)	1924.33	1900.41	1655.94	1666.36	1700	1750	1800
尿素毛利率	18.26%	18.44%	15.58%	17.96%	17.15%	18.00%	18.00%
营业收入	130064.84	171262.05	295199.63	349474.67	491209.98	501351.28	581637.90
增长(YOY)	48.56%	31.67%	72.37%	18.39%	40.56%	2%	16%
营业成本	62934.4	76403.43	168317.27	200214.28	235731.11	287935.93	337766.08
毛利率	51.60%	55.40%	43.00%	42.70%	52.0%	42.6%	41.9%
销售费用	4209.35	5311.85	8709.07	12669.01	21147.07	19051.35	22102.24
管理费用	17262.96	22651.26	26960.15	40481.31	60162.11	58056.48	67353.67
财务费用	1300.42	1575.34	4757.42	4603.79	9526.13	7951.28	6625.29
投资收益	2304.74	94.73	-183.05	93.39	29056.68	32000.0	32000.0
税前利润	43729.62	62664.79	81093.96	86092.98	180351.99	153838.67	172229.34
减: 所得税	16080.4	20775.21	25201.14	28157.92	39213.10	35382.9	39612.7
实际税率	36.80%	33.20%	31.10%	32.70%	22.2%	24.0%	24.0%
净利润	27860.13	42156.45	56017.65	57670.18	140123.48	118148.10	132272.13
增长(YOY)	60.80%	51.30%	32.90%	3.00%	143.0%	-15.7%	12.0%
每股收益	0.75	1.136	1.373	1.413	2.453	2.068	2.316
每股红利(税前)	0.20	0.30	0.60	0.40	0.40	0.608	0.62

资料来源: 渤海证券研究所

表 3: 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	-10.00%	-5.00%	0	5.00%	10.00%
尿素价格					
-10.00%	1.901	1.983	2.065	2.147	2.229

-5.00%	1.902	1.985	2.067	2.149	2.231
0	1.904	1.986	2.068	2.151	2.233
5.00%	1.906	1.988	2.070	2.152	2.234
10.00%	1.908	1.990	2.072	2.154	2.236

资料来源：渤海证券研究所

投资建议：维持“买入”评级

兰花科创具有最优质的无烟煤，盈利能力强（煤炭公司中仅次于中国神华），同时管理层思路明晰，视野开阔，是煤炭公司中少有的具有相当竞争力的企业，未来成长性可待，值得长期投资。

近期煤炭板块估值较低的优势得到市场认可，板块涨幅较大。总体来看，煤炭公司业绩仍较好，同时煤炭价格逐渐完成筑底，随着估值中枢的提升，提高公司目标价至 32 元，对应市盈率 16(X)。关注较高的股息收益率，年均分红率在 30% 左右。

表 4：重点覆盖煤炭上市公司估值比较

2009-4-16	证券简称	价格	P/E			EPS			PB	评级
			08E	09E	10E	08E	09E	10E		
601088.SH	中国神华	24.63	18.38	17.72	16.31	1.34	1.39	1.51	3.29	买入
601898.SH	中煤能源	10.81	21.2	18.64	15.49	0.51	0.58	0.698	2.26	买入
600188.SH	兖州煤业	16.16	10.92	16.37	12.56	1.48	0.987	1.287	3.15	买入
000983.SZ	西山煤电	22.82	15.85	22.03	17.69	1.44	1.036	1.29	5.95	买入
600395.SH	盘江股份	18.85	10.65	14.84	14.07	1.77	1.27	1.34	2.34	买入
601001.SH	大同煤业	26.12	13.75	18.39	16.43	1.9	1.42	1.59	4.32	中性
600348.SH	国阳新能	22.16	18.08	19.79	18.02	1.226	1.12	1.23	7.7	买入
600123.SH	兰花科创	29.33	11.97	14.89	13.83	2.45	1.97	2.12	3.81	买入
600997.SH	开滦股份	26.77	19.98	23.42	19.7	1.34	1.143	1.359	3.83	中性
平均值			15.64	18.45	16.01				4.07	

资料来源：渤海证券研究所

表 5：国际煤炭上市公司估值比较

09-2-13	Price	P/E			P/B			EV/EBIDA		
USA(USD)		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	22.06	8.13	6.82	9.23	2.06	1.39	1.29	3.16	2.75	3.42
RESOURCES										
FOUNDATION COAL	18.52	250.27	6.46	6.76	2.76	2.04	1.88	4.93	3.09	2.95
PENN VIRGINIA	14.84	8.78	8.19	8.24	1.49	1.51	1.44	6.59	5.59	5.25
RESOURCES										
AVERAGE		25.07	8.80	6.94	1.78	1.50	1.27	6.07	4.00	3.83

AUSTRLIA(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 6: 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