

兖州煤业(600188.SH)

内外资源积极布局，奠定未来增长基础

——兖州煤业（600188）跟踪报告

煤炭研究员：张顺
86-10-5836 2782
zhangshun@bhqz.com

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：¥28.0

当前价格：¥19.81
2010.01.25

投资要点：

● 灵活的现货销售方式，充分受益价格上涨

公司的煤炭销售以现货为主，在经济周期上行的阶段，可充分获得价格上涨的最大收益。公司现货价格未来仍有进一步提价的空间，预计 2010 年综合售价为 565 元/吨，涨幅近 10%。

● 收购 Felix 对公司 2010 年业绩小幅增厚

Felix 公司 Moolarben 露天煤矿 1200 万吨预计 2010 年 3 月份投产，全年规划原煤产量 600 万吨，商品煤产量 420 万吨。考虑到高额的银行贷款所增加的财务费用和资产评估后所增加的折旧摊销后，对 Felix 公司 2010 年业绩估算，预计对 2010 年 EPS 增厚 0.307 元。

● 公司资源版图持续扩大，成长性逐渐突出

除在澳大利亚收购 Felix 公司以外，公司在国内进行资源扩张的动作也在加快，公司未来 3 年进入了一个快速增长期。国内主要新增项目有：

- 菏泽能化（95.67%）：赵楼煤矿 300 万吨产能已经投产，预计 2010 年可生产 200 万吨，是未来增长点之一。
- 兖煤鄂尔多斯能化：2009 年末，成立兖煤鄂尔多斯能化有限公司，获得 16.8 亿吨储量的煤炭资源发展煤化工项目。

● 看好煤炭股二季度行情：

受货币政策紧缩，以及对房地产市场的调控影响，市场担心固定资产投资增速下滑，煤炭股前期大幅调整。但我们认为随着政府推动经济适用房、廉租房的建设，固定资产投资增速仍会维持在相对的高位。

前期市场可能太过悲观，随后出台的数据将可能验证下游需求的坚挺，从而再次推动投资品上涨。同时，经过前期下跌，煤炭股估值优势显现，存在反弹修复的必要条件。

● 盈利预测及估值

Felix 公司在 09 年末正式收购完成，故而 09 年将不合并其利润表。不考虑 Felix 公司的合并，原兖州煤业及其子公司在 09 年、10 年、11 年 EPS 为 0.844 元、1.095 元、1.245 元。考虑 Felix 公司的盈利增厚，2010 年、2011 年 EPS 为 1.402 元、1.610 元。

目前估值处于相对低位，并没有充分反映收购 Felix 公司后的价值，我们认为合理估值为 28.0 元，对应 2010 年市盈率 20(X)。

● 风险提示

市场系统性风险&资源税的征收

52 周内公司股价表现



公司简介

兖州煤业股份有限公司主要从事煤炭生产、洗选加工、煤炭销售和铁路运输，位于山东省济宁市境内，地处中国经济最发达的华东地区和北煤南调的前沿。

相关报告

2009.08.24 业绩“谷底”回升强劲——兖州煤业 09 年中报点评

2009.04.28 业绩受煤价下调的敏感性较强——兖州煤业 08 年及 09 年一季报点评

2008.09.18 外埠资产进入收获期——兖州煤业投资价值报告

三大表预测（未含 Felix 公司）

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	5780	9691	11288	14536	17936	营业收入	16596	26124	20774	25065	29400
应收票据	2732	2770	2812	3392	3979	营业成本	8731	13107	11409	13714	16343
应收账款	121	412	328	396	464	营业税金及附加	298	392	374	451	529
预付款项	60	110	115	122	130	销售费用	686	687	582	702	823
其他应收款	316	319	253	306	359	管理费用	2579	2904	3116	3258	3822
存货	440	820	644	774	923	财务费用	-72	234	-194	-205	-256
其他流动资产	11	1152	1152	1152	1152	资产减值损失	-4	-4	0	0	0
长期股权投资	898	831	831	831	831	投资收益	5	72	82	82	82
固定资产	8243	9322	11389	12357	12738	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	4289	4801	3451	2475	1988	营业利润	4384	8876	5570	7226	8220
工程物资	229	26	26	26	26	营业外收支净额	-344	-7	0	0	0
无形资产	789	1531	1431	1331	1230	税前利润	4039	8869	5570	7226	8220
长期待摊费用	22	19	17	15	13	减：所得税	1349	2387	1392	1807	2055
资产总计	25325	32118	34002	37980	42038	净利润	2691	6482	4177	5420	6165
短期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	2693	6484	4149	5383	6124
应付票据	155	176	153	184	219	少数股东损益	-2	-2	28	36	41
应付账款	559	789	765	930	1052	基本每股收益	0.55	1.32	0.84	1.09	1.25
预收款项	983	795	645	464	252	稀释每股收益	0.55	1.32	0.84	1.09	1.25
应付职工薪酬	337	425	425	425	425	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	229	711	300	300	300	成长性					
其他应付款	1909	2040	2040	2040	2040	营收增长率	14.8%	57.4%	-20.5%	20.7%	17.3%
其他流动负债	20	451	448	450	453	EBIT 增长率	36.9%	110.0%	-41.4%	31.1%	13.6%
长期借款	258	176	376	576	676	净利润增长率	46.2%	140.7%	-36.0%	29.7%	13.8%
负债合计	5660	5700	5259	5477	5524	盈利性					
股东权益合计	19665	26418	28743	32503	36515	销售毛利率	47.4%	49.8%	45.1%	45.3%	44.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	16.2%	24.8%	20.0%	21.5%	20.8%
净利润	2691	6482	4177	5420	6165	ROE	13.7%	24.5%	14.4%	16.6%	16.8%
折旧与摊销	1138	1191	1488	1611	1711	ROIC	13.56%	24.72%	13.58%	15.68%	15.85%
经营活动现金流	4581	7204	5105	5922	6618	估值倍数					
投资活动现金流	-3683	-3437	-2020	-1420	-1420	PE	36.2	15.0	23.5	18.1	15.9
融资活动现金流	-1048	-997	-1488	-1255	-1797	P/S	5.9	3.7	4.7	3.9	3.3
现金净变动	-151	2770	1598	3247	3401	P/B	4.95	3.69	3.39	3.00	2.67
期初现金余额	6028	5780	9691	11288	14536	股息收益率	1.0%	1.0%	0.9%	1.7%	2.2%
期末现金余额	5878	8549	11288	14536	17936	EV/EBITDA	17.0	8.6	12.8	9.8	8.4

目 录

1. 灵活的现货销售方式，经济周期上行期，充分受益价格上涨.....	4
2. 收购澳洲 Felix，提供未来增长点	4
2.1 Felix 公司状况一览.....	4
2.2 收购 Felix 对公司 2010 年业绩小幅增厚 0.307 元	6
3. 公司资源版图持续扩大，为持续增长奠定基础	7
4. 盈利预测及估值.....	8

图表目录

图 1: Felix 公司资产状况图	5
图 2: Felix 未来商品煤产量规划	6
图 3: LIBOR 走势，目前处于相对低位.....	7
图 4: 兖州煤业 A-H 股溢价率	10
图 5: 兖州煤业 PE-Bands	10
图 6: 兖州煤业 PB-Bands	10
表 1: 公司 2010 年度省内电煤合同签订情况	4
表 2: 近年来公司煤炭价格走势	4
表 3: 公司重组交易方案要点:	4
表 4: 收购的 Felix 公司的煤炭资产状况一览.....	5
表 5: Felix 公司前三年利润简表.....	6
表 6: Felix 利润贡献简要估算.....	7
表 7: 盈利预测关键假设及预测	8
表 8: 简要盈利预测表.....	9

1. 灵活的现货销售方式，经济周期上行期，充分受益价格上涨

- 公司的煤炭销售以现货为主，在经济周期上行的阶段，可充分获得价格上涨的最大收益。
- 另外，地理位置优越，煤质较好，煤炭定价能力也较强。
- 从签订的电煤合同来看，总量维持在 1000 万吨，价格涨幅在 17.6%。现货价格未来仍有进一步提价的空间，预计 2010 年综合售价维持在 565 元/吨，涨幅近 10%。

表 1: 公司 2010 年度省内电煤合同签订情况

单位: 万吨、元/吨	2010 年	增加	增长 (%)	2009 年
电煤销售合同量	1001	174.8	21.20%	826.2
含税价格	578.26	86.75	17.60%	491.51
不含税价格	494.24	74.15	17.65%	420.09
其中: 国家重点电煤销售合同量	429	0.00	0.00%	429
含税价格	503.86	40.02	8.63%	463.84
不含税价格	430.65	34.21	8.63%	396.44

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

表 2: 近年来公司煤炭价格走势

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009H1	2009E	2010E
兖州煤业本部	136	157	177	172	272	350	341	414	651	507.92	515	565
兖煤澳洲	-	-	-	-	-	--	594.55	465.1	1102.1	893.35	900	1000
山西能化	-	-	-	-	-	-	155.22	204.12	271.77	291.68	295	320

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

2. 收购澳洲 Felix, 提供未来增长点

2.1 Felix 公司状况一览

兖州煤业于 2009 年 8 月起, 着手收购澳洲煤炭上市公司 Felix 公司, 截止到 2009 年 12 月 30 日, 已完成对澳洲 Felix 的收购。

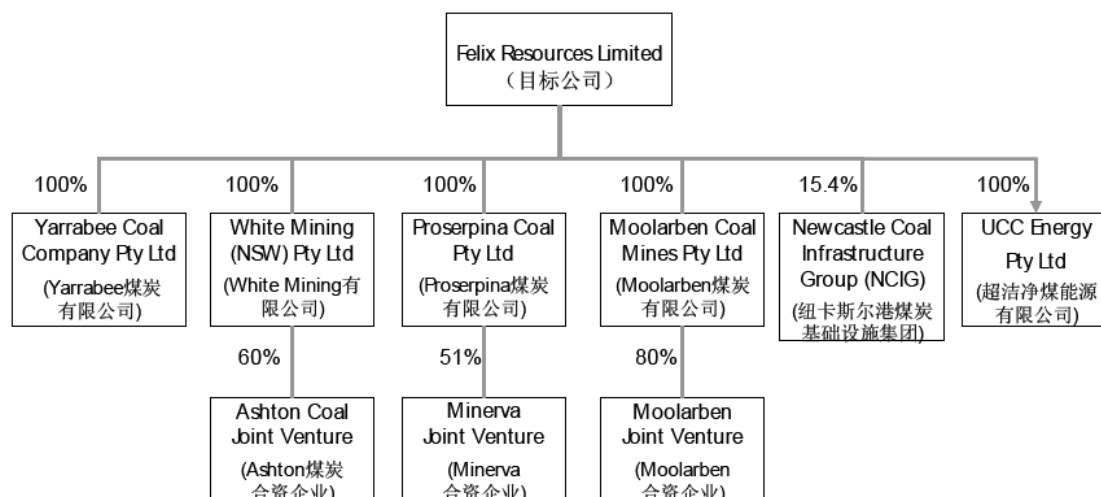
表 3: 公司重组交易方案要点:

收购方式:	采用安排方案的方式, 由兖煤澳洲全资子公司澳思达公司以现金收购 Felix 公司 100% 股权
收购价款:	每股 16.95 澳元, 总对价约为 33.33 亿澳元 (截至 2009 年 6 月 30 日, 公司净资产为 7.12 亿澳元)
资金来源:	银行贷款, 总贷款金额为 30.4 亿美元
交割日期:	2009 年 12 月 23 日
贷款利率:	以浮动利率计息 (6 个月的 Libor+120 个 BP)

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

公司煤质较为优良。目前, Felix 各主要煤矿主要生产和销售 3 种煤炭, 分别为动力煤、半软焦煤和高炉喷吹煤, 其中动力煤中根据其发热量不同又可进一步细分为 7000 大卡动力煤、6800 大卡动力煤、6700 大卡动力煤和 6400 大卡动力煤。

图 1: Felix 公司资产状况图



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

表 4: 收购的 Felix 公司的煤炭资产状况一览

单位: 百万吨 / 万吨	权益比例	煤种	总资源量	探明及推定储量	产能 (万吨)	09 年商品煤产量(万吨)	09 年商品煤量(万吨)
运营矿井							
Yarrabee 露天煤矿	100%	主产高炉喷吹煤, 少量动力煤	117.2	27.5	180	151	160
Ashton 露天煤矿	60%	主产半软焦煤、少量低灰动力煤	118.9	49.1	350	323	314
Ashton 地下煤矿	60%	均为半软焦煤	322.7	47.4			
Minerva 露天煤矿	51%	低灰分动力煤	78.5	28.8	260	257	251
在建矿井							
Moolarben 露天煤矿	80%	动力煤	406.6	277.7	1,200		
Moolarben 地下煤矿	80%	动力煤	299.8	79.1	400		
勘探项目							
Athena 地下煤矿	51%	低灰、高能、低硫动力煤	560	560			
Harry-brandt 露天煤矿	100%	低灰动力煤	102.5	102.5			
Wilpeena 露天煤矿	100%		0	0			
资源量合计			2006.2	509.6	2390	731	725
权益资源量/产量合计			1375.4	385.5	1802.6		

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

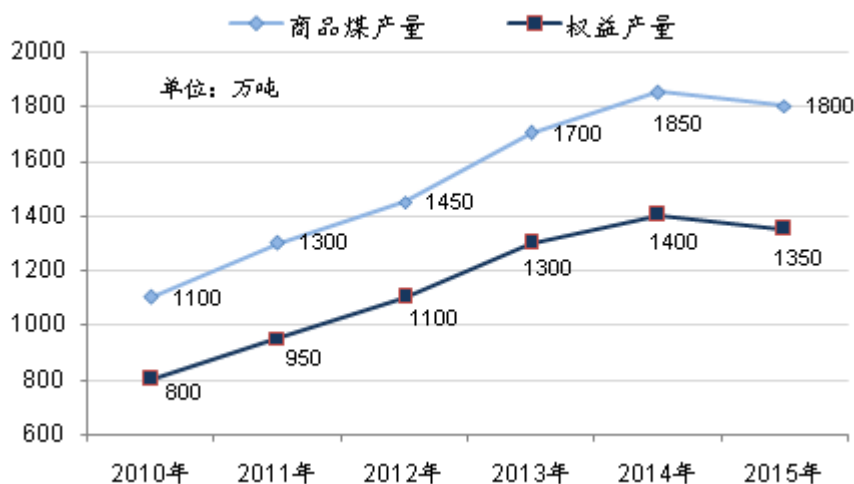
此外的资产还包括:

- Newcastle 港第三码头 15.4% 股权, 第三码头分两期运营规划, 其中, 一期 3000 万吨/年, 将于 2010 年 4 月 1 日投入使用; 二期规划能力为 3600 万吨/年。
- 超洁净煤技术。

Moolarben 露天矿的投产带来 2010 年产量的高速增长

公司目前的运营矿井规模为 790 万吨，其在建矿井中，Moolarben 露天煤矿 1200 万吨预计 2010 年 3 月份投产，全年规划原煤产量 600 万吨，商品煤产量 420 万吨。另外，Moolarben 井工矿 400 万吨产能预计将于 2013 年投产。

图 2: Felix 未来商品煤产量规划



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

表 5: Felix 公司前三年利润简表

项目	2007 财政年度 (审计)	2008 财政年度 (审计)	2009 财政年度 (审计)
销售收入	24100	44,055.2	73,149.1
总收入		45,187.0	75,554.8
税前利润		25,427.9	36,884.0
税后利润		18,846.0	26,761.8
扣除少数股东损益的净利润	4700	18,826.1	26,742.8
基本每股收益 (澳元)		0.9592	1.3618
稀释后的每股收益 (澳元)		0.9585	1.3601
销售净利润率	19.50%	42.73%	36.56%

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

2.2 收购 Felix 对公司 2010 年业绩小幅增厚 0.307 元

当前，收购公司后，以下两方面因素对公司未来的经营利润影响很大：

一是高额的银行贷款所增加的财务费用：总贷款金额为 30.4 亿美元，贷款利率以浮动利率 6 个月 Libor+120 个 BP，目前，Libor 走势处于低位，2010 年利率按 2.2% 计算。

二是资产评估后生产成本中所增加的折旧摊销：此次溢价收购 Felix（约 5 倍 PB 值），公司拟将溢价额重新评估到资产负债表各科目中，其中最主要评估到无形资产和固定资产当中，这不可避免的会增加生产的折旧摊销。

图 3: LIBOR 走势, 目前处于相对低位



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

考虑到上述两个因素, 财务费用和折旧摊销的增加后, 我们大致对 Felix 公司 2010 年业绩做出初步估算, 预计对 2010 年 EPS 增厚 0.307 元。

表 6: Felix 利润贡献简要估算

单位: 万吨	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
商品煤销量	528	701	725	1100	1300
增长率 (%)		32.77%	3.42%	51.72%	18.18%
权益销量	369	461	477	800	950
增长率 (%)		24.93%	3.47%	67.71%	18.75%
煤炭价格 (元/吨)	45.644	62.846	100.895	110	120
增长率 (%)		37.69%	60.54%	9.02%	9.09%
销售收入 (万澳元)	24100	44,055.20	73,149.10	121000	156000
增长率 (%)		82.80%	66.04%	65.42%	28.93%
净利润 (万澳元)	4700	18,826.10	26742.8	24000	28500
净利率 (%)	19.50%	42.73%	36.56%	19.83%	18.27%
吨煤折旧 (澳元/吨)		6.21	6.58	15.00	15.00
新增长期贷款 (万美元)				304000	304000
年利率 (%)				2.20%	3.00%
增加财务费用 (美元)				6688	9120
增加财务费用 (澳元)				7221.68	9847.75
吨煤新增财务费用 (澳元)				9.03	10.37
吨煤净利润 (澳元/吨)	12.74	40.84	56.06	30	30
增厚 EPS (元/股)				0.307	0.365

资料来源: 公司公告, 渤海证券研究所

3. 公司资源版图持续扩大, 为持续增长奠定基础

除在澳大利亚收购 Felix 公司以外, 公司在国内进行资源扩张的动作也在加快, 从各项目建设进展来看:

- **菏泽能化 (95.67%)**: 赵楼煤矿 300 万吨产能已经投产, 预计 2010 年可生产 200 万吨, 是未来增长点之一。另外一煤矿——万福煤矿则争取年度内开工。
- **兖煤鄂尔多斯能化**: 2009 年末, 成立兖煤鄂尔多斯能化有限公司, 鄂尔多斯市政府为其配备 16.8 亿吨储量的煤炭资源发展煤化工项目。项目计划先期启动建设年产 180 万吨煤制甲醇及转化烯烃, 其中一期项目 60 万吨甲醇项目和 2 个配套矿井将于 2012 年建成, 矿井规模均在 1000 万吨以上。这将成为公司未来两年后的增长目标。
- 此外, 未来陕西榆树湾煤矿项目的设立获批, 也将是潜在的增长点之一。

4. 盈利预测及估值

近年来公司通过外延资源扩张, 合理布局, 为未来持续增长奠定了基础。目前, 公司外埠资产规模已逐渐进入收获期, 未来发展前景逐渐清晰, 公司未来 3 年进入了一个快速增长期。

盈利预测: Felix 公司在 09 年末正式收购完成, 故而 09 年将不合并其利润表。不考虑 Felix 公司的合并, 原兖州煤业及其子公司在 09 年、10 年、11 年 EPS 为 0.844 元、1.095 元、1.245 元。

如再加上 Felix 公司的盈利, 根据上面的估算, 2010 年、2011 年 EPS 为 1.402 元、1.610 元, 目前估值处于相对低位, 并没有充分反映收购 Felix 公司的价值, 我们认为合理估值为 28.0 元, 对应 2010 年市盈率 20(X)。

看好煤炭股二季度行情:

经济持续复苏, 固定资产投资增速仍维持较高水平, 看好 2010 年国内煤炭市场, 预计全年煤价涨幅在 10% 左右, 其中, 更看好炼焦煤。

- 因货币政策紧缩, 以及对房地产市场的调控, 市场担心固定资产投资增速下滑, 煤炭股大幅调整。但我们认为随着政府推动经济适用房、廉租房的建设, 固定资产投资增速仍会维持在相对的高位。
- 前期市场可能太过悲观, 随后出台的数据将可能验证下游需求的坚挺, 从而再次推动投资品上涨。同时, 经过前期下跌, 煤炭股估值优势显现, 存在反弹修复的必要条件。

表 7: 盈利预测关键假设及预测 (未含 Felix 公司盈利)

关键假设及预测	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、公司本部					
煤炭销量	3249.03	3240.27	3,250.00	3,250.00	3,250.00
增长率	-5.40%	-0.27%	0.30%	0.00%	0.00%
平均价格	437.06	651.00	515.00	565.00	600.00
增长率	16.10%	48.95%	-20.89%	9.71%	6.19%
吨煤成本	203.91	282.53	255.00	272.90	294.00
毛利率	53.35%	56.60%	50.40%	51.70%	51.00%
二、山西能化 (万吨)					
天池煤矿 煤炭销量	119.32	109.86	100	140	140
价格	208.68	271.77	295	320	340
吨煤成本	165.16	212.6	236.0	240.0	238.0
毛利率	20.85%	21.76%	20%	25%	30%
天浩化工 甲醇 (煤气制)		2.00	1.00	3.00	3.00

价格	2000.00	2000.00	2500.00	2500.00
毛利率	2%	10%	15%	15%
三、兖煤澳洲（万吨）				
煤炭销量	142.26	148.45	150.00	200.00
价格	522.78	1102.06	900.00	1,000.00
吨煤成本	422.28	432.12	432.00	450.00
毛利率	19.22%	60.79%	52.00%	55.00%
四、榆林能化 甲醇项目				
甲醇 销量（万吨）	5.00	10.00	30.00	55.00
价格	1,800.00	2,000.00	2,500.00	2,800.00
毛利率	2.00%	10.00%	18.00%	18.00%
吨甲醇成本	1,764.00	1,800.00	2,050.00	2,296.00
五、菏泽能化 赵楼煤矿（95.67%）				
煤炭销量			200.00	300
价格			600.00	650.00
毛利率			35.00%	40.00%
吨煤成本			390.00	390.00
六、外购煤				
煤炭销量（万吨）	257.68	150.00	150.00	150.00
价格	741.09	560.00	600.00	600.00
毛利率	4.44%	5.20%	4.00%	4.00%
吨煤成本	702.55	537.60	576.00	576.00
商品煤销售总量	3,510.61	3,756.2	3,685.00	3,920.00
七、铁路运输服务				
营业收入	21,067.20	25,280.64	26,544.67	28,668.25
增速	27.30%	20.00%	5.00%	8.00%
营业成本	18,631.00	23,339.09	24,049.47	26,088.10
毛利率	11.56%	7.7%	9.40%	9.00%
八、电力业务				
电力销售收入	6,008.90	21,000.00	21,500.00	22,000.00
电力业务成本	8825.25	17000.00	17845.00	18260.00
毛利率	-46.87%	19.05%	17.0%	17.0%
九、热力业务				
营业收入		2000.00	2100.00	2200.00
营业成本		900.00	950.00	1000.00
毛利率		55.00%	54.76%	54.55%

资料来源：渤海证券研究所

表 8：简要盈利预测表（未含 Felix 公司盈利）

营业收入（万元）	1,659,583.24	2,612,355.16	2,077,407.93	2,506,499.91	2,939,965.13
增长率（%）	14.78%	57.41%	-20.48%	20.66%	17.29%
营业成本	873,130.33	1,310,730.85	1,140,872.07	1,371,439.43	1,634,337.81
毛利率（%）	12.13%	49.83%	45.08%	45.28%	44.41%
销售费用	68570.3	68712.0	58167.4	70182.0	82319.0
管理费用	257,863.00	290,391.40	311,611.19	325,844.99	382,195.47
财务费用	-7245.15	23357.90	-19389.09	-20499.79	-25618.91

税前利润	403946.64	886877.60	556953.00	722616.28	822012.37
减：所得税	134850.78	238713.03	139238.25	180654.07	205503.09
实际税率	33.38%	26.92%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	269095.86	648164.57	417714.75	541962.21	616509.28
归属于母公司所有者的净利润	269329.81	648364.14	414929.98	538349.13	612399.22
增长率 (%)	46.20%	140.73%	-36.00%	29.74%	13.76%
销售净利率	16.23%	24.82%	19.97%	21.48%	20.83%
少数股东损益	-233.95	-199.57	2784.76	3613.08	4110.06
每股收益	0.548	1.318	0.844	1.095	1.245

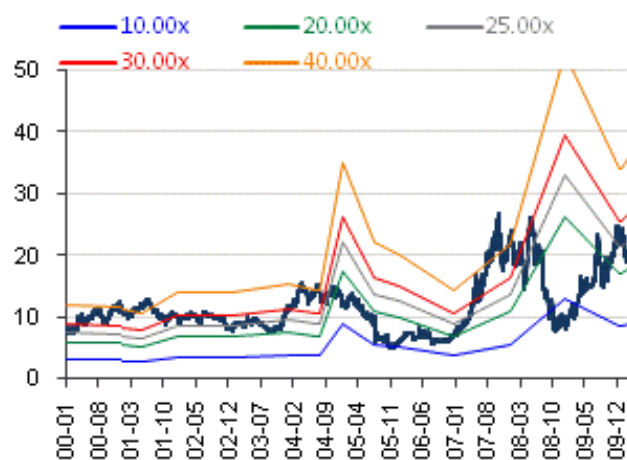
资料来源：渤海证券研究所

图 4：兖州煤业 A-H 股溢价率



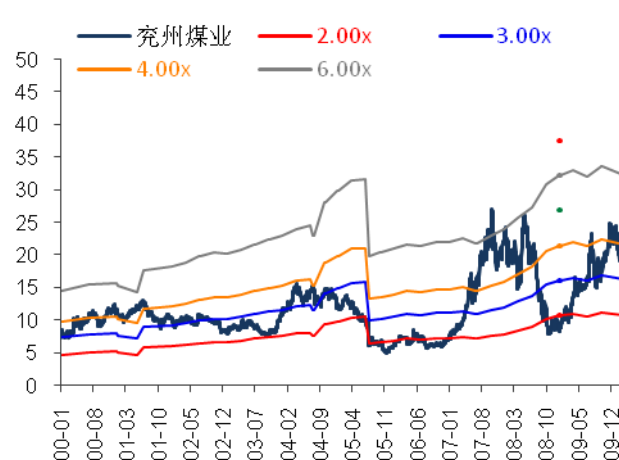
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 5：兖州煤业 PE-Bands



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：兖州煤业 PB-Bands



资料来源：Wind，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；
- 3、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 10%以上；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数落后大盘 10%以上。

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 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长 马静如 +86 22 2845 1665	副所长 房振明 +86 22 8837 0816
有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778	商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849
电子/计算机行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	通信/传媒/家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2790	机场/航空/铁路行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	航运/港口/公路行业研究 马哲峰 +86 10 5836 2779
化工行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2782	钢铁行业研究 刘勇 +86 10 5836 2789	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766
房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	新能源行业研究 江艳 +86 10 5836 2783
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2787	医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	医药行业研究 吴洋 +86 10 5836 2785	
套利策略和产品设计研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	基金与产品设计研究 章辉 +86 22 2845 1977	绝对收益产品与策略研究 徐华 +86 22 2845 1137
策略与行业比较研究 周喜 +86 22 2845 1972	国际与国内宏观研究 张雷 +86 22 2845 1705	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	
机构销售 黄锋 +86 22 2845 1131	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879		

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 602

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362776

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn