

天地科技 (600582.SH) 其它专用设备行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价 (人民币) : 14.39 元

目标 (人民币) : 19.40 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,011.60
总市值(百万元)	14,556.92
年内股价最高最低(元)	24.12/11.19
沪深 300 指数	2795.72
上证指数	2575.37



相关报告

1. 《业绩符合预期, 股价并未涵盖整体上市预期》, 2010.3.18
2. 《业绩符合预期, 长期增长潜力大》, 2009.10.20

张昊 分析师 SAC 执业编号: S1130210010310

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212

经营符合预期, 转型正在发生

公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.761	1.050	0.774	0.954	1.130
每股净资产(元)	2.77	3.67	3.09	3.79	4.79
每股经营性现金流(元)	0.61	1.08	1.33	1.53	1.80
市盈率(倍)	17.97	33.10	35.58	28.89	24.37
行业优化市盈率(倍)	26.31	53.21	53.21	53.21	53.21
净利润增长率(%)	26.87%	37.91%	10.64%	23.16%	18.52%
净资产收益率(%)	27.53%	28.59%	25.04%	25.19%	23.62%
总股本(百万股)	674.40	674.40	1,011.60	1,011.60	1,011.60

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 天地科技发布 2010 年中报, 2010 年上半年公司实现销售收入 34.4 亿元, 同比增长 21.7%; 实现归属于母公司净利润 2.96 亿元, 同比增长 24.8%, 公司经营符合预期。

经营分析

- **煤机业务继续高增长**：公司煤机业务上半年增长 20.8%，与行业增速基本一致。09 年煤炭固定资产投资中相当大的比例用于购买采矿权，此前收购的矿权将在未来两三年内形成产能，因此我们看好未来 2 年的煤机需求。
- **切入液压支架领域，煤机业务长期增长潜力大**：公司通过与平顶山煤机合作的方式进入液压支架领域。液压支架的市场规模大，价值量占一套综采设备的 50%~60%，我们预计 2012 年国内液压支架市场容量 200 亿元；而天地具备做好液压支架的良好基础：1)09 年前天地玛珂是国内唯一能够生产电液控制系统的公司；2)公司旗下北京开采所是煤炭行业液压支架技术归口单位；3)天地拥有雄厚的客户基础，有助于液压支架的销售。
- **天地王坡 2010 年产能翻番**：王坡煤矿销售收入上半年同比增长 4.7 亿元，同比增长 24.5%，增长的主要原因在于王坡煤矿实现超产，而去年没有；王坡煤矿的毛利率下跌来自无烟煤价格同比略有下滑。王坡煤矿是公司未来两年中要增长点，2010 年王坡产能将从 150 万吨提升至 300 万吨。
- **业务转型效果逐步体现**：我们一直强调公司是一家煤炭开采综合服务商，公司未来几年发展的重点是服务业务。上半年公司服务业务实现收入 3.55 亿元，同比增长 47.7%。未来公司可利用其数十年的积累为客户提供安全、低成本、高效率的煤炭开采服务，公司在这一领域具备垄断地位。

盈利调整

- **在不考虑锡林郭勒股权出售和山西煤机拆迁补偿的前提下**，我们预计公司 10-12 年实现销售收入 79.3、95.9 及 114.1 亿元，同比分别增长 20.2%、20.9%及 19.0%，实现归属与母公司净利润 7.8、9.7 及 11.4 亿元，折合每股收益 0.77、0.95 及 1.13 元，同比增长 10.6%、23.2%及 18.5%。（由于 09 年公司有约 1 亿元的卖地收益，10 年净利润增速较小）
- 公司在煤炭开采全产业链皆具有极强的优势，且煤炭科工集团有整体上市预期，我们认为公司合理目标价在 19.4 元，折合 25 倍 2010 年 PE。

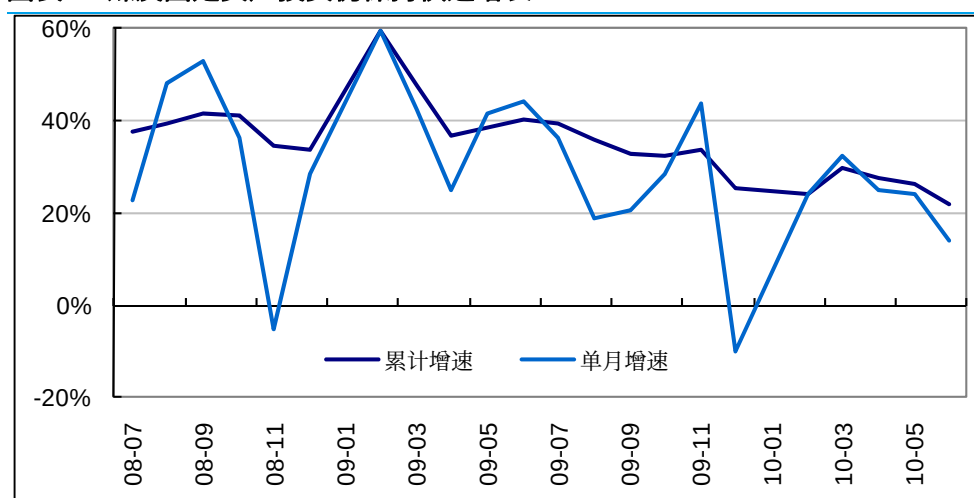
天地科技具备进入液压支架领域的关键要素

- 液压支架的市场规模大，价值量占一套综采设备 50%~60%，我们预计 2012 年国内液压支架市场容量 200 亿元。国内生产厂家数量多，竞争也较为激烈。国内液压支架的主要制造企业为郑州煤机厂、张家口煤机厂(隶属中煤装备)、北京煤机厂(隶属中煤装备)、邯郸煤机厂(隶属中煤装备)、平顶山煤机厂等。
- 以往煤科院及天地科技并没有专门制造液压支架的基地，但煤科院北京开采所是煤炭行业液压支架技术归口单位，且天地玛珂分公司主营液压支架的电液控制系统，在国内处于垄断地位。2009 年天地科技通过与平顶山煤机成立宁夏天地平顶山煤机公司进入液压支架制造领域。
- 我们认为天地科技拥有进入液压支架领域的良好基础：
 - 首先，天地科技掌握高端液压支架的核心——电液控制系统。天地科技与德国玛珂合资的天地玛珂公司(天地持股 51%)是国内唯一能够生产电液控制系统的企业，处于国内垄断地位。截至 2006 年 12 月，全国共有 104 个综采面使用电液控制系统的液压支架，其中 50 个采用天地玛珂的产品，其余为进口。天玛公司净利润从 08 年的 3800 万增长至 10 年的 7100 万，净利润复合增长率高达 38%。
 - 其次，作为液压支架技术归口单位的煤科院北京开采所常年来对工作面矿压规律、支护技术、液压支架合理选型、液压支架设计和总体配套等技术进行过大量研究，同时北京开采所也担负着国内液压技术创新与标准体系建设的任务。
 - 最后，天地科技在国内煤机市场已建立了良好的口碑、庞大的网络，采购天地采煤机、掘进机的客户基本也需要液压支架，天地在销售时协同效应明显；此外，天地科技的合作方——平顶山煤机在国内液压支架领域也享有较高的知名度和较强的制造能力。

图表1：截至2006年12月国内电液控制系统市场占有率

生产厂商	供应数量(套)	份额	备注
德国DBT	39	37.5%	采煤机系统30套、刨煤机系统9套 全部为采煤机系统
天地玛珂	50	48.1%	
美国JOY	7	6.7%	
德国EEP	7	6.7%	
德国TIEFENBACH	1	1.0%	
合计	104	100.0%	

来源：《液压支架电液控制系统的应用和发展》、国金证券研究所

图表2：煤炭固定资产投资仍保持快速增长


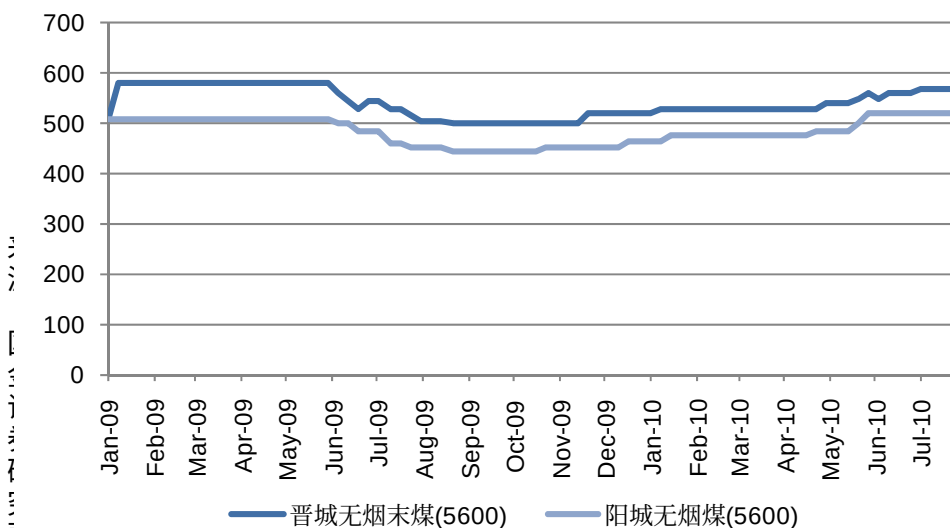
来源：国金证券研究所

图表3：天地主要子公司盈利情况(百万元)

	业务部门	股权比例	主营业务	2007		2008		2009		YoY
				净利润	贡献收益	净利润	贡献收益	净利润	贡献收益	
母公司报表	上海分公司	100%	采煤机、掘进机	143	143	161	161	240	240	49%
	常州自动化	100%	自动化							
	唐山分公司	100%	洗选设备							
	北京事业部	100%	建井							
控股公司	山西煤机	51%	掘进机, 短壁, 防爆车	205	105	142	72	187	95	32%
	奔牛	66%	刮板机	104	69	90	59	309	203	242%
	王坡	40%	1.5mt精煤	131	52	364	144	301	119	-17%
	天玛	51%	电液控制	38	19	58	30	71	36	23%
	华泰工程	51%	矿井管理	38	19	52	27	61	31	17%
	上海天地采掘	90%	服务	21	19	21	19	21	19	-1%
	中煤矿山	73%	矿井管理	8	5	10	7	15	11	51%
	龙跃	95%	软件	4	4	0.05	0.05	0.29	0.28	480%
	金田草	51%	新材料	3	1	2	1	3	2	54%
	常熟天地	70%	采煤机	2	0	1	1	6	4	370%
	天地(常州)自动化	85%	自动化	45	38	19	16	36	30	91%
	西北煤机	57%	带式输送机	18	0	6	3	31	18	439%
	锡林郭勒煤业	51%	1.5mt褐煤			5	3	13	7	151%
	华润装备	51%	煤机维修服	0	0	-0.49	-0.25	0.11	0.06	-122%
参股公司	潞宝	40%	洗选服务	10	4	10	4	10	4	0%

来源：国金证券研究所 注：2010年天地玛珂股权比例已增至68%

图表4：山西地区无烟煤价格稳中有升(元/吨)



来源：国金证券研究所

图表5：分项盈利预测

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010E	2011E	2012E
矿山自动化、机械化装备							
销售收入 (百万元)	2,581.46	3,100.65	4,178.49	2,238.17	5,014.18	5,766.31	6,631.26
增长率 (YOY)	51.07%	20.11%	34.76%	20.79%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	31.70%	32.64%	31.84%	29.82%	31.00%	29.50%	28.50%
销售成本 (百万元)	1,763.24	2,088.60	2,848.06	1,570.74	3,459.79	4,065.25	4,741.35
增长率 (YOY)	43.50%	18.45%	36.36%	18.54%	21.48%	17.50%	16.63%
毛利 (百万元)	818.22	1,012.05	1,330.43	667.42	1,554.40	1,701.06	1,889.91
增长率 (YOY)	70.44%	23.69%	152.01%	26.42%	16.83%	9.44%	11.10%
占总销售额比重	78.53%	62.28%	63.31%	65.06%	63.22%	60.11%	58.11%
占主营业务利润比重	79.34%	53.13%	57.31%	57.46%	56.54%	50.50%	47.78%
煤炭洗选装备							
销售收入 (百万元)	151.99	177.15	416.51	218.81	499.81	599.78	719.73
增长率 (YOY)	-9.92%	16.55%	135.12%	21.20%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	23.89%	25.80%	18.53%	17.62%	18.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	115.68	131.45	339.33	180.26	409.85	479.82	575.78
增长率 (YOY)	-4.41%	13.63%	158.15%	25.08%	20.78%	17.07%	20.00%
毛利 (百万元)	36.31	45.70	77.18	38.56	89.97	119.96	143.95
增长率 (YOY)	-23.91%	25.87%	111.83%	5.82%	16.57%	33.33%	20.00%
占总销售额比重	4.62%	3.56%	6.31%	6.36%	6.30%	6.25%	6.31%
占主营业务利润比重	3.52%	2.40%	3.32%	3.32%	3.27%	3.56%	3.64%
矿井生产技术服务与经营							
销售收入 (百万元)	303.22	463.41	691.81	355.43	954.70	1,288.85	1,675.50
增长率 (YOY)	109.16%	52.83%	49.29%	47.69%	38.00%	35.00%	30.00%
毛利率	40.66%	39.20%	37.60%	37.93%	37.00%	38.00%	38.00%
销售成本 (百万元)	179.92	281.75	431.69	220.62	601.46	799.09	1,038.81
增长率 (YOY)	92.36%	56.60%	53.22%	40.54%	39.33%	32.86%	30.00%
毛利 (百万元)	123.30	181.66	260.12	134.81	353.24	489.76	636.69
增长率 (YOY)	139.69%	47.32%	43.19%	61.12%	35.80%	38.65%	30.00%
占总销售额比重	9.22%	9.31%	10.48%	10.33%	12.04%	13.44%	14.68%
占主营业务利润比重	11.96%	9.54%	11.21%	11.61%	12.85%	14.54%	16.10%
地下特殊工程施工							
销售收入 (百万元)	136.41	168.67	183.02	52.81	192.17	220.99	254.14
增长率 (YOY)	-16.33%	23.65%	8.51%	-28.25%	5.00%	15.00%	15.00%
毛利率	28.24%	28.56%	27.14%	24.53%	28.00%	28.00%	28.00%
销售成本 (百万元)	97.88	120.50	133.35	39.85	138.36	159.11	182.98
增长率 (YOY)	-24.89%	23.10%	10.66%	-26.08%	3.76%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	38.53	48.17	49.67	12.95	53.81	61.88	71.16
增长率 (YOY)	17.77%	25.03%	3.11%	-34.21%	8.33%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	4.15%	3.39%	2.77%	1.54%	2.42%	2.30%	2.23%
占主营业务利润比重	3.74%	2.53%	2.14%	1.12%	1.96%	1.84%	1.80%
煤炭产品销售							
销售收入 (百万元)		930.21	934.49	470.09	1,074.67	1,612.00	1,934.40
增长率 (YOY)		N.A.	0.46%	24.49%	15.00%	50.00%	20.00%
毛利率		62.27%	58.91%	60.82%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)		350.99	383.98	184.18	429.87	644.80	773.76
增长率 (YOY)		N.A.	9.40%	24.49%	11.95%	50.00%	20.00%
毛利 (百万元)		579.22	550.51	285.91	644.80	967.20	1,160.64
增长率 (YOY)		N.A.	-4.96%	24.49%	17.13%	50.00%	20.00%
占总销售额比重		18.68%	14.16%	13.67%	13.55%	16.80%	16.95%
占主营业务利润比重		30.41%	23.72%	24.62%	23.45%	28.72%	29.34%
其他							
销售收入 (百万元)	114.03	138.57	196.10	104.70	196.10	104.70	196.10
增长率 (YOY)	N.A.	-10.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	13.07%	27.53%	27.25%	20.85%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	99.12	100.42	142.65	82.87	143.15	76.43	143.15
增长率 (YOY)	N.A.	1.31%	42.05%	71.84%	0.35%	-46.61%	87.29%
毛利 (百万元)	14.91	38.14	53.45	21.83	52.95	28.27	52.95
增长率 (YOY)	N.A.	155.91%	40.12%	-58.73%	-0.93%	-46.61%	87.29%
占总销售额比重	3.47%	2.78%	2.97%	3.04%	2.47%	1.09%	1.72%
占主营业务利润比重	1.45%	2.00%	2.30%	1.88%	1.93%	0.84%	1.34%
合计							
销售总收入 (百万元)	3287.11	4978.66	6600.42	3440.01	7931.63	9592.63	11411.13
销售总成本 (百万元)	2255.84	3073.71	4279.06	2278.53	5182.48	6224.50	7455.84
毛利 (百万元)	1031.27	1904.95	2321.36	1161.49	2749.16	3368.13	3955.29
平均毛利率	31.37%	38.26%	35.17%	33.76%	34.66%	35.11%	34.66%

来源：国金证券研究所

图表6：三张报表摘要

损益表（人民币百万元）						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,287	4,096	6,600	7,932	9,593	11,411
增长率		24.6%	61.1%	20.2%	20.9%	19.0%
主营业务成本	-2,256	-2,767	-4,279	-5,182	-6,225	-7,456
% 销售收入	68.6%	67.6%	64.8%	65.3%	64.9%	65.3%
毛利	1,031	1,329	2,321	2,749	3,368	3,955
% 销售收入	31.4%	32.4%	35.2%	34.7%	35.1%	34.7%
营业税金及附加	-29	-43	-77	-91	-110	-131
% 销售收入	0.9%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-145	-231	-294	-349	-422	-502
% 销售收入	4.4%	5.6%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
管理费用	-282	-484	-736	-872	-1,036	-1,221
% 销售收入	8.6%	11.8%	11.2%	11.0%	10.8%	10.7%
息税前利润（EBIT）	575	571	1,215	1,436	1,800	2,101
% 销售收入	17.5%	13.9%	18.4%	18.1%	18.8%	18.4%
财务费用	-17	-15	-29	-25	-32	-24
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-12	-10	-35	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	0
投资收益	57	155	189	20	25	30
% 税前利润	9.2%	20.7%	13.4%	1.3%	1.3%	1.4%
营业利润	604	701	1,340	1,432	1,793	2,107
营业利润率	18.4%	17.1%	20.3%	18.1%	18.7%	18.5%
营业外收支	13	49	66	72	85	95
税前利润	617	749	1,406	1,504	1,878	2,202
利润率	18.8%	18.3%	21.3%	19.0%	19.6%	19.3%
所得税	-21	-62	-217	-211	-263	-308
所得税率	3.3%	8.3%	15.4%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	596	687	1,190	1,293	1,615	1,893
少数股东损益	191	174	482	510	650	750
归属于母公司的净利润	405	513	708	783	965	1,143
净利率	12.3%	12.5%	10.7%	9.9%	10.1%	10.0%

现金流量表（人民币百万元）						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	596	687	1,190	1,293	1,615	1,893
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	77	93	219	275	318	357
非经营收益	-46	-133	-184	14	-31	-32
营运资金变动	-361	-237	-499	-239	-355	-401
经营活动现金净流	267	411	726	1,343	1,547	1,817
资本开支	-213	-256	-353	-279	-264	-255
投资	0	-21	180	-1	0	0
其他	9	27	2	20	25	30
投资活动现金净流	-204	-250	-170	-260	-239	-225
股权募资	104	10	59	0	-132	0
债权募资	-30	27	123	-370	0	0
其他	5	-42	-116	-130	-211	-224
筹资活动现金净流	79	-6	67	-499	-342	-224
现金净流量	142	156	623	583	966	1,368

资产负债表（人民币百万元）						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	542	723	1,565	2,149	3,115	4,483
应收款项	1,335	1,682	2,529	2,854	3,563	4,367
存货	1,000	1,818	1,885	2,201	2,643	3,166
其他流动资产	170	305	297	468	575	703
流动资产	3,048	4,528	6,277	7,672	9,896	12,718
% 总资产	76.3%	75.1%	73.8%	77.2%	81.2%	84.8%
长期投资	206	359	26	27	26	26
固定资产	588	855	1,787	1,960	1,990	1,982
% 总资产	14.7%	14.2%	21.0%	19.7%	16.3%	13.2%
无形资产	135	256	373	274	276	278
非流动资产	948	1,498	2,230	2,264	2,295	2,288
% 总资产	23.7%	24.9%	26.2%	22.8%	18.8%	15.2%
资产总计	3,996	6,026	8,507	9,936	12,191	15,006
短期借款	179	251	362	0	0	0
应付款项	1,409	2,573	2,839	3,483	4,242	5,131
其他流动负债	460	481	842	836	979	1,145
流动负债	2,048	3,305	4,044	4,319	5,222	6,276
长期贷款	34	49	191	191	191	191
其他长期负债	0	8	7	0	0	0
负债	2,082	3,362	4,242	4,510	5,413	6,466
普通股股东权益	1,360	1,865	2,476	3,128	3,830	4,842
少数股东权益	555	799	1,788	2,298	2,948	3,698
负债股东权益合计	3,996	6,026	8,507	9,936	12,191	15,006

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.200	0.761	1.050	0.774	0.954	1.130
每股净资产	4.033	2.765	3.672	3.092	3.786	4.786
每股经营现金净流	0.791	0.611	1.076	1.328	1.530	1.796
每股股利	0.000	0.060	0.150	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	29.76%	27.53%	28.59%	25.04%	25.19%	23.62%
总资产收益率	10.13%	8.52%	8.32%	7.88%	7.91%	7.62%
投入资本收益率	26.15%	17.65%	21.33%	21.99%	22.21%	20.70%
增长率						
主营业务收入增长率	76.17%	24.61%	61.15%	20.17%	20.94%	18.96%
EBIT增长率	208.91%	-0.81%	112.89%	18.21%	25.29%	16.74%
净利润增长率	95.90%	26.87%	37.91%	10.64%	23.16%	18.52%
总资产增长率	92.30%	50.80%	41.16%	16.80%	22.69%	23.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.7	96.8	75.6	92.0	95.0	98.0
存货周转天数	120.4	185.9	157.9	155.0	155.0	155.0
应付账款周转天数	101.8	134.2	119.7	122.0	125.0	128.0
固定资产周转天数	58.2	62.9	84.4	78.3	65.9	55.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.27%	-15.89%	-23.73%	-36.08%	-43.14%	-50.26%
EBIT利息保障倍数	33.2	39.3	42.1	58.5	56.2	86.6
资产负债率	52.09%	55.79%	49.87%	45.39%	44.40%	43.09%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	1	3	3	4	10
买入	0	0	0	2	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.15	1.25

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-03-18	买入	11.94	19.67~21.38
2 2009-04-29	买入	12.08	N/A
3 2009-07-13	买入	14.78	25.61~27.44
4 2009-10-20	买入	16.90	N/A
5 2010-03-18	买入	18.38	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室