

9January 2011 | 14 pages

煤机设备行业**煤价上涨将推动行业景气上行，买入郑煤机，目标价 60 元****——煤机设备行业系列报告之一**

姓名：史海昇
 86-21-64718888-1805
 yjs@stocke.com.cn

执业证书编号:S1230209120122

本报告导读：

从定量和定性上分析，煤机需求与煤价高度正相关，煤价上涨将推动煤企扩大产能、加大投资意愿，拉动煤机需求提升。因此煤价上涨将给予煤机行业景气上行动力，同时11年整合煤矿将大规模开工建设，在以上两因素的推动下，预计11年煤炭行业FAI增速将摆脱10年的底部徘徊，触底反弹，拉动煤机超预期增长。建议买入郑煤机，目标价60元。

投资要点：■ **煤机需求与煤炭价格、FAI 高度正相关**

煤矿 FAI 与煤价高度正相关。煤价上涨带来煤炭企业扩大产能，加大投资的意愿。在定量上，1988-2007 年煤炭 FAI 与煤价同比增速的相关系数在 0.8 以上，而煤炭 FAI 与全社会 FAI 的相关系数只在 0.26。

煤机需求与煤矿 FA 高度正相关。煤炭 FAI 的 35%以上用来购买设备器具，所以煤炭 FAI 的增长必将带来煤机需求的提升。在定量上，煤机需求与煤炭 FAI 高度正相关，相关系数在 0.75 以上。

■ **煤价上涨有望超预期，煤机行业景气具备上行动力**

2011 年中国有望进入新一轮经济增长周期，下游行业产能扩张将带来煤炭需求的刚性增长；另外，在美国第二轮量化宽松货币政策使得美元进入长期贬值通道，全球流动性充裕，大宗商品价格上行趋势较为确定。我们认为 11 年煤价有望超预期上涨，煤机行业景气具备上行动力。

■ **11 年整合煤矿将大规模开工建设，推高煤炭行业 FAI**

以山西省为例，股权整合已基本完成，但资源整合进度缓慢，目前仅完成不到三分之一。根据山西省政府的规定，50%的整合煤矿将在 2010 年年底前开工建设，100%的整合煤矿将在 2011 年中前期开工建设。我们预计资源整合将在 11-12 年逐步完成，技改矿井随后逐步恢复生产，进而开始拉动煤机设备的需求。

■ **11 年煤炭 FAI 增速将快速提升，从 10 年的 20%增至 27%**

在煤价上涨以及整合煤矿开工建设的双重推动下，煤炭 FAI 同比增速将结束 10 年的底部徘徊，反弹回升，从 20%增至 27%。在此情况下，我们预计 11 年煤机需求增速可达到 26%左右，比 10 年高出 11 个百分点以上。

■ **推荐郑煤机，买入，目标价 60 元**

作为行业绝对龙头，公司将充分受益于 11 年煤机行业的景气回升。公司内生性增长确定，同时在国内煤机行业将逐步推进整合的大背景下，外延式扩展可期。预计公司未来三年净利润 CAGR 约在 45%，10-12 年 EPS 分别为 1.24、1.88 和 2.66 元，对应 PE 在 34 倍、22 倍和 16 倍，给予公司 11 年目标价 60 元，建议买入。

细分行业评级

煤机设备	买入
------	----

相关报告

报告撰写人：史海昇

数据支持人：许光兵





正文目录

煤机需求与煤炭价格、FAI 高度正相关	4
煤炭 FAI 与煤价高度正相关	4
煤机需求与煤炭 FAI 高度正相关	5
煤价上涨有望超预期，煤机行业景气具备上行动力	5
11 年整合煤矿将大规模开工建设，推高煤炭 FAI	7
11 年煤炭 FAI 增速将快速提升，从 10 年的 20% 增至 27%	8
强烈推荐郑煤机，买入，目标价 60 元	9
液压支架产值占比最大，最受益于煤机需求增长	9
公司是国内液压支架行业的王者	10
募投项目产能释放，高端液压支架产品占比提升	11
10 年是收入增速低点，11 年将重拾高增长	12
未来三年净利润 CAGR 约在 45%，建议买入，目标价 60 元	12





图表目录

图 1: 煤机行业需求增长的逻辑思路	4
图 2: 煤炭 FAI 与煤价增速高度正相关	4
图 3: 煤炭 FAI 与全社会 FAI 增速的相关度不大	4
图 4: 采矿设备产量与煤机显著相关	5
图 5: 采矿设备产量增长滞后煤价 6 个月左右	5
图 6: 煤机需求与煤炭产量、煤炭 FAI 同比增速高度正相关	5
图 7: 09 末至 10 年煤炭 FAI 累计同比增速在低位运行	6
图 8: 10 年采矿设备销售收入累计同比增速缓慢上升	6
图 9: 2010 年 1-11 月采矿设备销售收入累计同比增速仍处在历史较低位	6
图 10: 2010 年国内煤价在低位运行	7
图 11: 国际煤价进入上升通道	7
图 12: 原油价格与煤炭价格高度正相关	7
图 13: 中国低机械化率的乡镇煤矿产量占比在 40% 左右	8
图 14: 中国机械化率整体水平较低	8
图 15: 煤炭 FAI 与煤炭产量同比增速高度正相关	9
图 16: 2011 年煤机行业需求同比增速将触底反弹, 从 15% 提升至 26%	9
图 17: 煤机设备产值及构成	10
图 18: 2003-2009 年“三机一架”需求 CAGR 比较	10
图 19: 2009 年国内液压支架市场占有率情况 (按产量)	11
图 20: 2009 年国内液压支架市场占有率情况 (按产值)	11
图 21: 2009 年郑煤机产品结构	11
图 22: 郑煤机产品售价情况 (万元/吨)	11
图 23: 郑煤机盈利能力优于其他企业 (营业利润率)	12
图 24: 郑煤机高端液压支架占比及毛利率水平逐年提升	12
图 25: 郑煤机 10 年收入同比增速处在历史低位, 11 年将重拾高增长	12
表 1: 国内中小煤矿机械化率低, 提升空间大	8

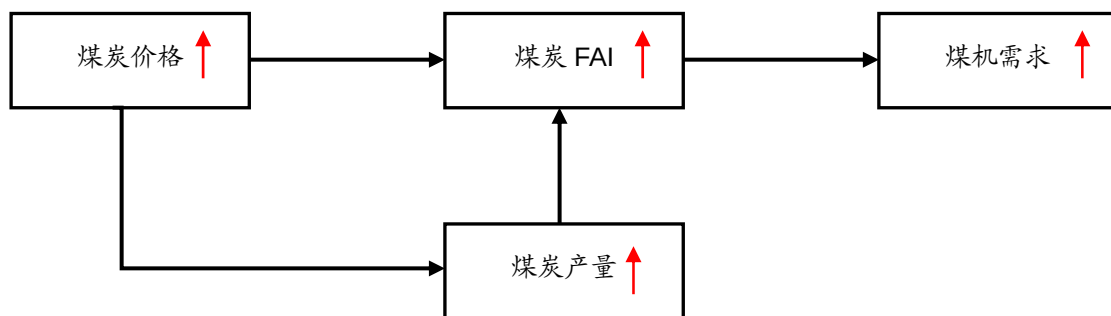




煤机需求与煤炭价格、FAI 高度正相关

从行业运行逻辑来看，煤炭行业 FAI 决定了煤机需求，而煤炭价格则是决定煤炭行业 FAI 的关键因素，因此我们通过研究煤炭价格、FAI 及煤机需求之间的逻辑关系，从而来预测煤炭价格、FAI 走势对煤机需求的影响。

图 1：煤机行业需求增长的逻辑思路



资料来源：浙商证券研究所

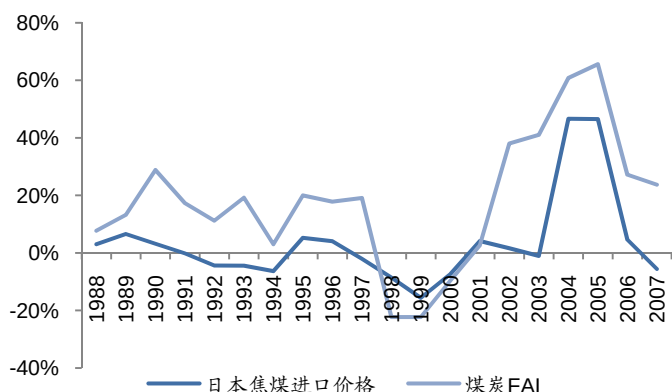
煤炭 FAI 与煤价高度正相关

从我们对历史数据的分析，我们发现煤炭 FAI 与煤炭行业景气密切相关，煤炭价格上涨带来煤炭企业扩大产能，加大投资的意愿。在数量上，我们对 1988-2007 年中国煤炭采选业 FAI 与日本焦煤进口价格同比增速进行相关性分析，我们发现两者之间存在很强的正相关性，相关系数达到 0.8 左右。

我们再对煤炭 FAI 与全社会 FAI 同比增速进行相关性拟合后，我们发现两者之间的相关性不高，相关系数只在 0.26，这说明国家固定资产投资对煤炭企业增加投资的意愿影响不强烈，而煤价则在很大程度上影响着煤企 FAI。

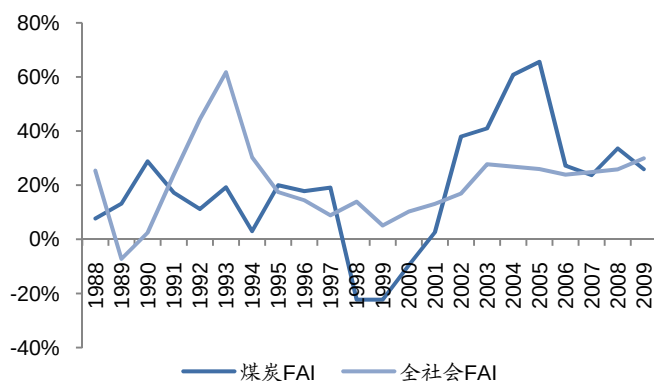
另外我们对中国采矿设备当月产量与国有重点煤炭企业综合出厂价进行拟合，我们发现两者之间的相关系数达到 0.73 左右，相关性较高。同时由于煤机生产周期较长，煤炭行业景气传导至煤机行业存在一定时间上的滞后，滞后时间大约在 6-7 月，此时两者相关系数达到最高值 0.80 以上。

图 2：煤炭 FAI 与煤价增速高度正相关



资料来源：国家统计局，BP，浙商证券研究所

图 3：煤炭 FAI 与全社会 FAI 增速的相关度不大

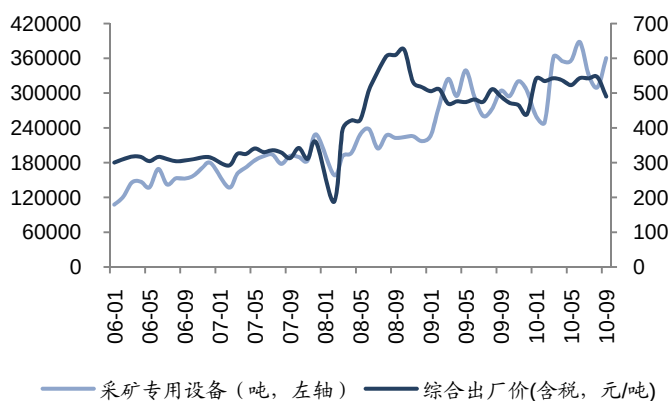


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所



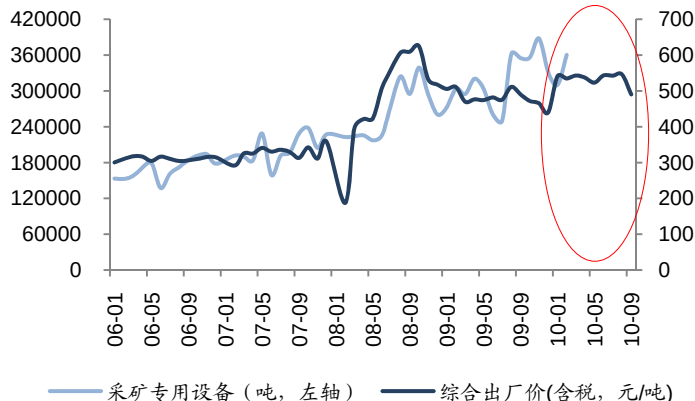


图 4: 采矿设备产量与煤机显著相关



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

图 5: 采矿设备产量增长滞后煤价 6 个月左右



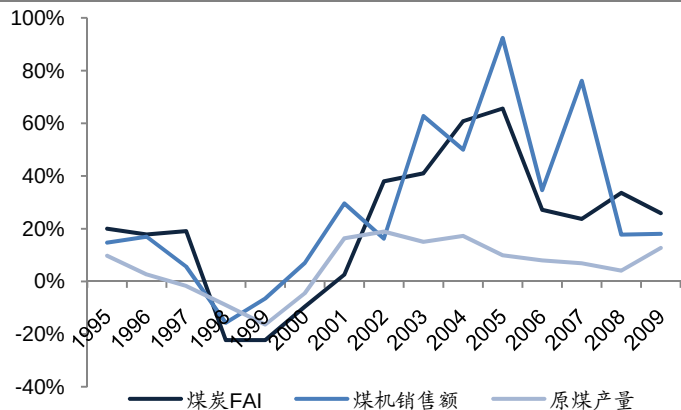
资料来源: WIND, 浙商证券研究所

煤机需求与煤炭 FAI 高度正相关

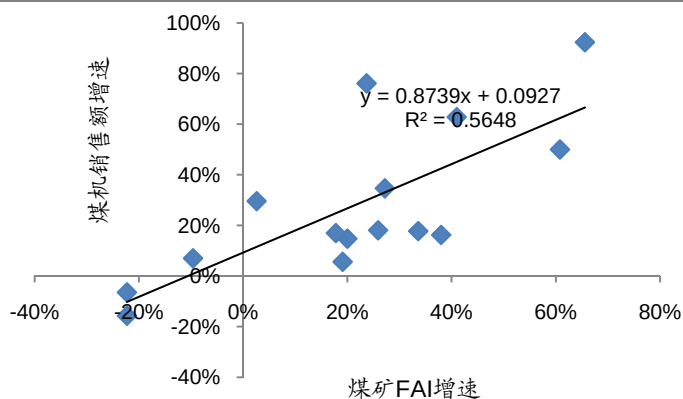
由于煤炭 FAI 的 35% 以上用来购买设备器具, 所以煤炭 FAI 的增长必将带来煤机需求的提升。从对历年煤机行业销售收入与煤炭 FAI 的相关性分析得到结果来看, 煤机需求与煤炭 FAI 高度正相关, 相关系数在 0.75 以上。

同时煤机需求与煤炭产量之间也高度相关, 两者相关系数在 0.57。但煤机需求增长速度远高于原煤产量增速, 1995-2009 年它们年均增速分别在 28% 和 6%。其原因主要有两点: 一是近几年我国煤炭开采的机械化程度迅速提高; 二是煤机产品结构不断优化, 产品从小型轻型向大型重型快速发展, 产品价值提升明显。我们认为, 未来以上两个趋势将得到进一步强化。

图 6: 煤机需求与煤炭产量、煤炭 FAI 同比增速高度正相关



资料来源: 煤炭经济研究, 浙商证券研究所



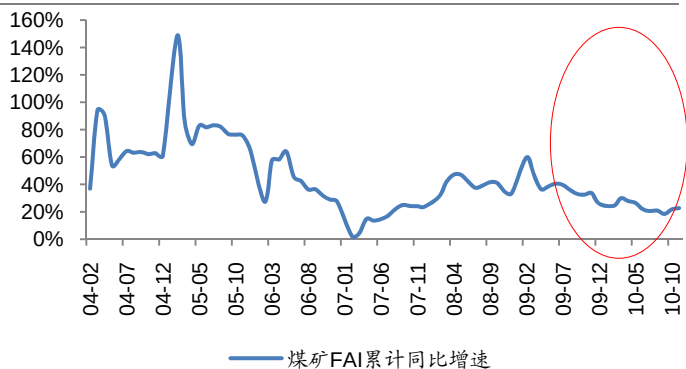
煤价上涨有望超预期, 煤机行业景气具备上行动力

在电力、钢铁和水泥等下游行业景气度下滑以及国家节能减排的压力下, 煤炭行业 FAI 受到严格压制, 2009 年末期至 2010 年中国煤炭 FAI 增速从 2009 年初期开始由高位回落, 同比增速从 09 年初期的 60% 下滑至当前的 23%, 预计 10 年煤炭全年 FAI 增速在 20%。在煤炭 FAI 增速趋缓的情况下, 煤机行业销售收入同比增速也处在缓慢上升中。



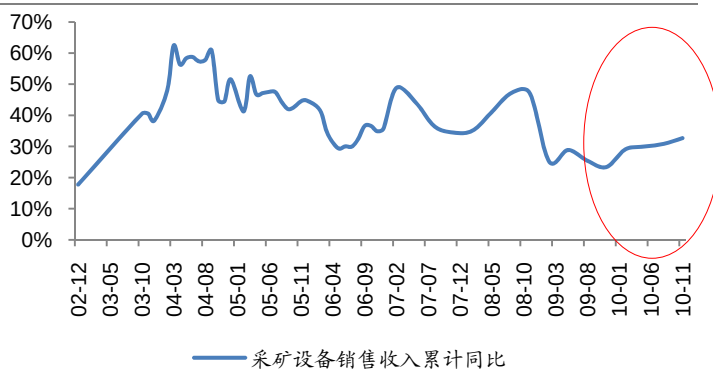


图 7：09 年末至 10 年煤炭 FAI 累计同比增速在低位运行



资料来源：CEIC，浙商证券研究所

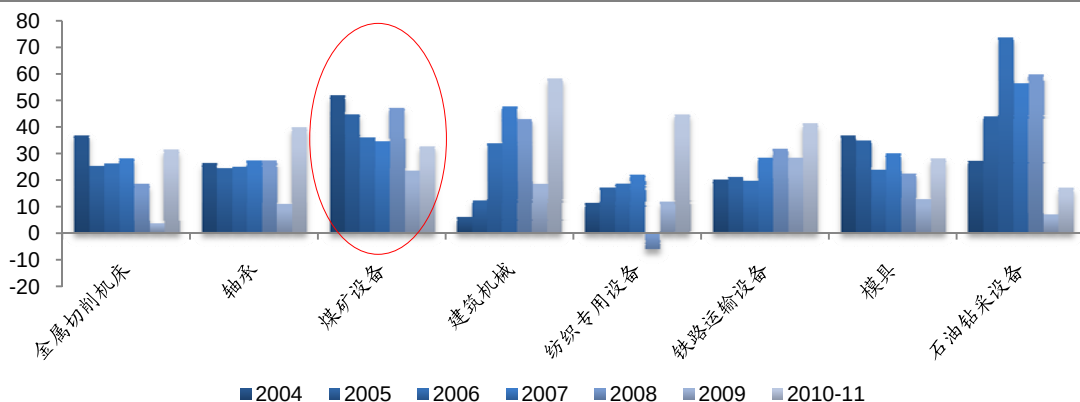
图 8：10 年采矿设备销售收入累计同比增速缓慢上升



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

同时与金属切削机床、轴承、建筑机械、纺织设备以及模具等行业相比，2010 年 1-11 月采矿设备销售额累计同比增速仍处在历史较低位，而轴承、建筑机械、铁路运输设备等则达到了历史上的最高值。

图 9：2010 年 1-11 月采矿设备销售收入累计同比增速仍处在历史较低位



资料来源：WIND，浙商证券研究所

2011 年中国有望进入新一轮经济增长周期，下游行业产能扩张将带来煤炭需求的刚性增长。另外，2010 年下半年以来，地方政府为完成十一五节能减排任务而对高耗能企业实行限电，从而导致煤炭需求低迷。随着节能减排任务完成，前期限产企业的产能将重新释放，届时煤炭需求有望恢复性增长，煤炭价格上涨动力较大。

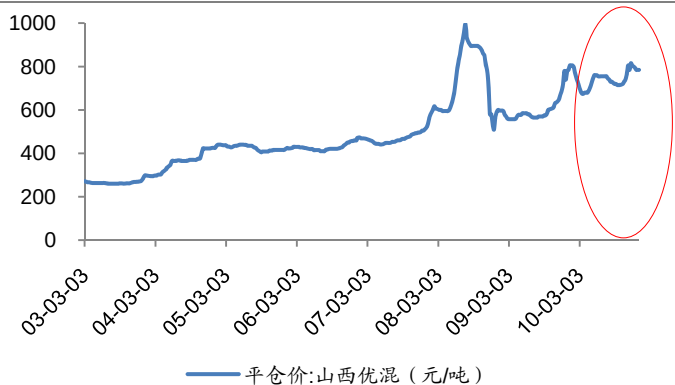
另外，在美国第二轮量化宽松货币政策使得美元进入长期贬值通道，全球流动性充裕，国际油价以及大宗商品价格上行趋势较为确定。

在国内需求拉动以及国际煤价上涨的双重推动下，11 年国内煤价上涨幅度有望超预期，摆脱 10 年低迷局面。在煤价上涨预期的推动下，国内煤机行业景气也有望步入上升通道。



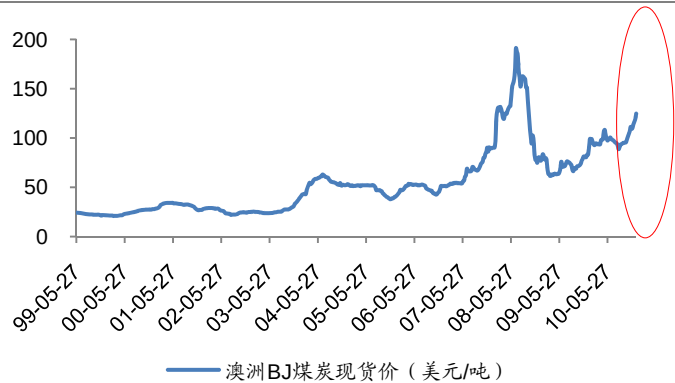


图 10: 2010 年国内煤价在低位运行



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

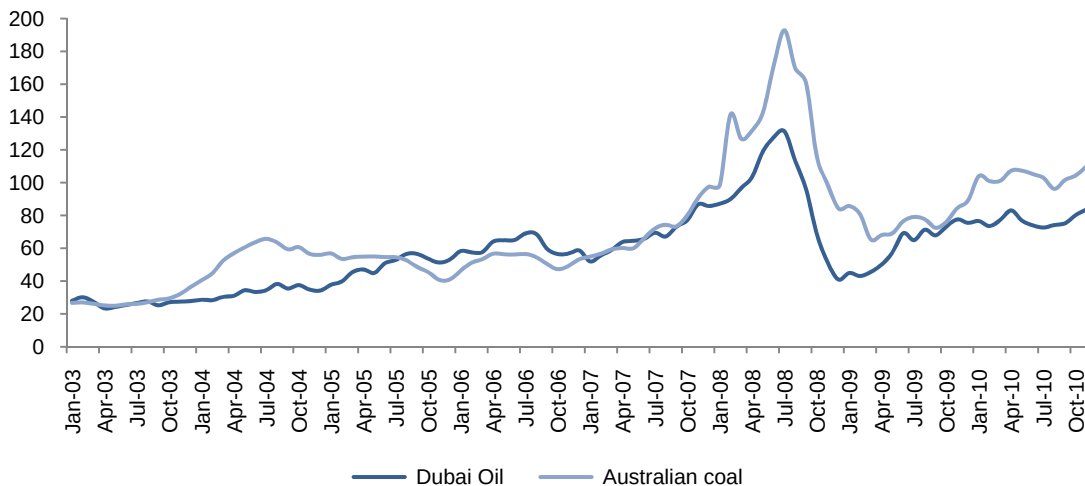
图 11: 国际煤价进入上升通道



资料来源: WIND, 浙商证券研究所

从历史数据来看, 在经济通胀时期能源价格将大幅上涨, 煤价与国际原油价格走势也表现出高度的正相关性。目前市场预期 11 年原油价格将冲上 100 美元/桶, 因此 11 年国际煤价较大幅度上涨是大概率事件。

图 12: 原油价格与煤炭价格高度正相关



资料来源: BP, 浙商证券研究所

11 年整合煤矿将大规模开工建设, 推高煤炭 FAI

按照国家的规划草案, 十二五期间中国将形成 10 个亿吨级、10 个 5000 万吨级特大型煤炭企业, 将煤矿企业的数量控制在 4000 家, 未来五年煤炭行业将进入整合高潮期。在国家整合规划中, 明确要求到 2015 年, 煤企的平均机械化率要达到 75%以上。2009 年中国煤矿机械化率不到 60%, 未来机械化率提升的空间还很大。

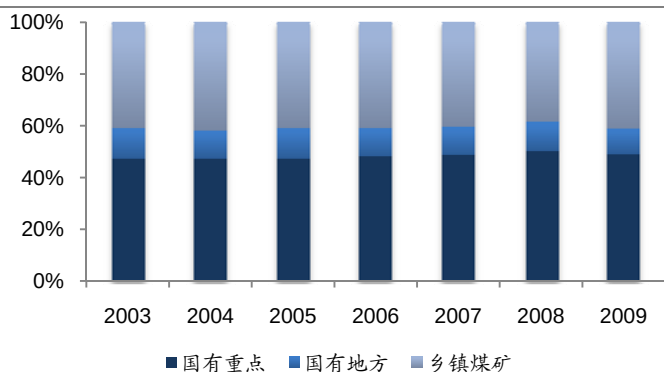
煤矿整合对煤机行业的影响主要在于整合后新增产能机械化率提升对煤机需求的拉动。

在整合前, 我国小煤矿个数占矿井总数的 90%以上, 其产量约占全国煤炭总产量的三分之一。我国小煤矿一般采用传统的房柱式开采方法, 回采率不超过 40%, 资源浪费, 安全系数低。在整合后, 新矿将大量采用综采成套设备, 提高采矿效率和安全性。



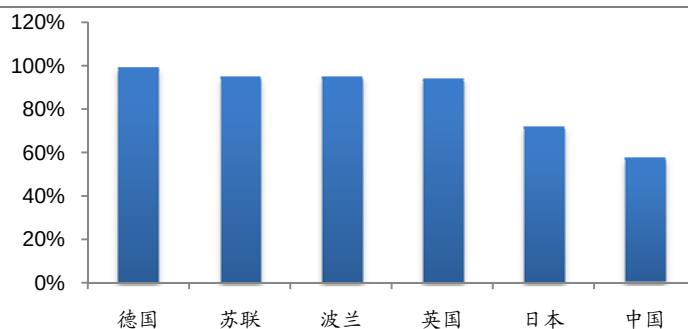


图 13: 中国低机械化率的乡镇煤矿产量占比在 40%左右



资料来源: 煤炭工业协会, 浙商证券研究所

图 14: 中国机械化率整体水平较低



资料来源: 煤炭工业协会, 浙商证券研究所 (其他国家为 78 年数据)

表 1: 国内中小煤矿机械化率低, 提升空间大

	2006 年	2009 年	2015 年目标
小型煤矿	<5%	10%	40%
中型煤矿	40%	50%	85%
大型煤矿	80%	>90%	95%
全国	42%	58%	75%

资料来源: 煤炭工业年鉴, 浙商证券研究所

以在全国率先进行煤矿整合的山西为例, 在煤炭资源整合前, 全省 2840 座煤矿中, 30 万吨以下的小煤矿占 70%以上, 其中 15 万吨级及以下的小矿近 60%。目前山西煤矿整合已取得阶段性成果, 股权整合已基本完成, 全省整合煤企正式协议签订率 99.5%, 主体接管到位率 98%, 主体到位后, 煤矿复工复产、改造建设、矿井关闭工作已全面展开。目前, 矿井数量已由 2600 座减少到 1053 座, 企业主体由 2200 多家减至 130 家, 保留矿井将全部实现机械化开采。

但是由于整合中的利益博弈, 目前整合主要体现在股权上, 资源整合进度缓慢, 目前仅完成不到三分之一。根据山西省政府的规定, 50%的整合煤矿将在 2010 年年底前开工建设, 100%的整合煤矿将在 2011 年中前期开工建设。我们预计资源整合将在 11-12 年逐步完成, 技改矿井随后逐步恢复生产, 进而开始拉动煤机设备的需求。

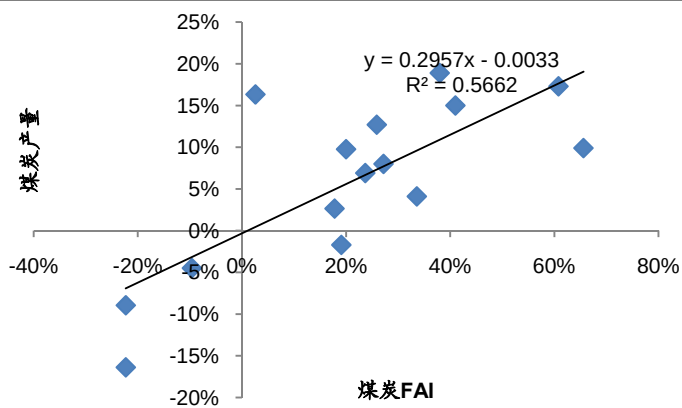
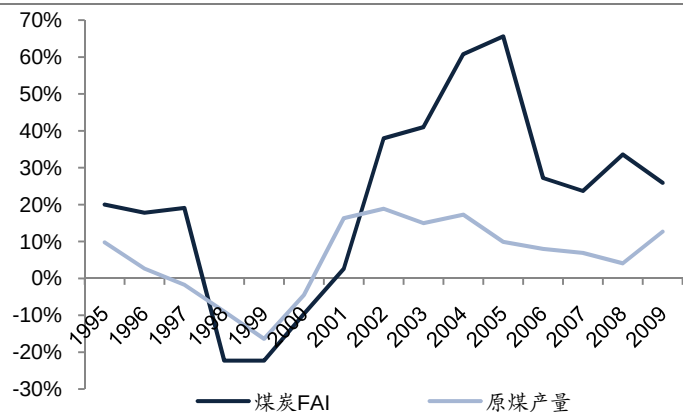
11 年煤炭 FAI 增速将快速提升, 从 10 年的 20%增至 27%

煤价上涨将推动煤机行业景气上行, 煤企将加大投资意愿, 同时 11 年整合煤矿将大规模开工建设, 煤炭 FAI 同比增速将结束 10 年的底部徘徊, 反弹回升。





图 15: 煤炭 FAI 与煤炭产量同比增速高度正相关

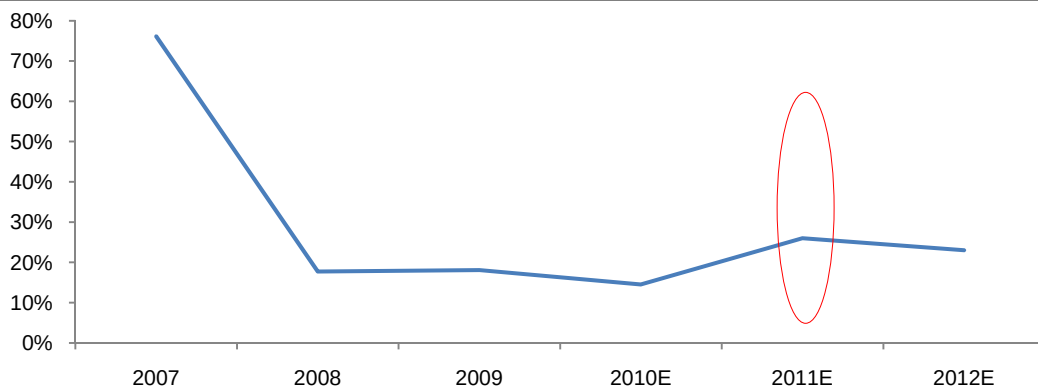


资料来源: 煤炭经济研究, 浙商证券研究所

从数量上分析, 在假定 11 年原煤产量同比增长 8-10% 的情况下, 我们可以得出 11 年煤矿 FAI 同比增长约 24-30%, 中位数为 27%, 比 10 年高出 7 个百分点。

由于煤机需求与煤炭 FAI 高度正相关, 因此煤炭 FAI 的高企将带来煤机需求的快速增长。在煤炭 FAI 同比增长 27% 的假设下, 我们预计 11 年煤机需求可达到 26% 左右, 比 10 年高出 11 个百分点以上。

图 16: 2011 年煤机行业需求同比增速将触底反弹, 从 15% 提升至 26%



资料来源: 煤炭机械工业协会, 浙商证券研究所

强烈推荐郑煤机, 买入, 目标价 60 元

液压支架产值占比最大, 最受益于煤机需求增长

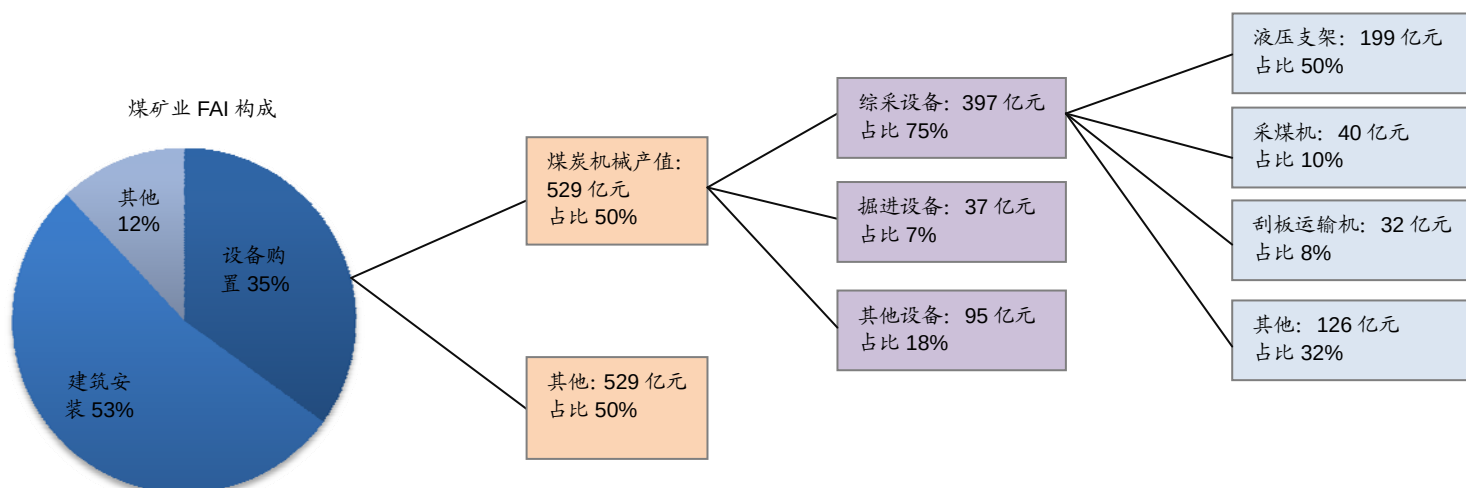
从产值上看, 综采设备占煤炭机械产值的 75%, 是煤机的核心, 而液压支架则占综采设备产值的 50% 左右。

由于一个综采工作面通常需要一台刮板输送机、一台采煤机和数量不等的液压支架, 因此液压支架需求量最大, 产值也最高。





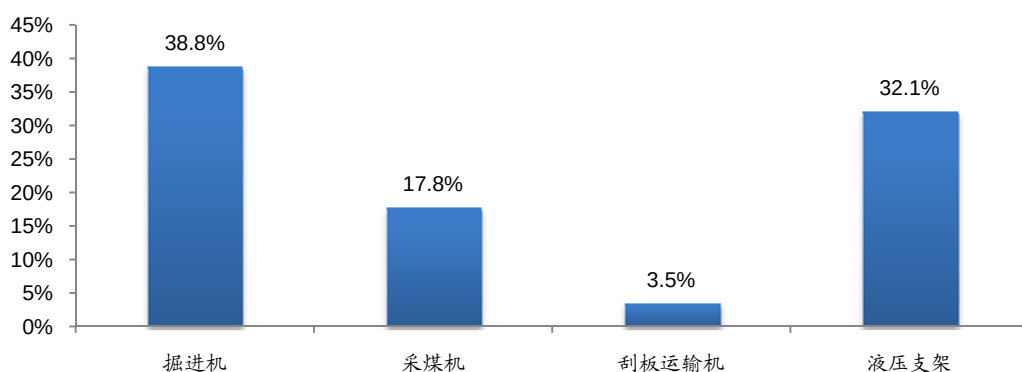
图 17：煤机设备产值及构成



资料来源：煤炭机械工业协会，浙商证券研究所

我们认为，在行业整体仍能保持较快增长的情况下，随着煤炭开采机械化率的进一步提升，国内液压支架仍有望实现快速增长。作为产值占比最大的产品，其无疑最受益于煤机行业的需求增长。

图 18：2003-2009 年“三机一架”需求 CAGR 比较



资料来源：煤炭机械工业协会，浙商证券研究所

公司是国内液压支架行业的王者

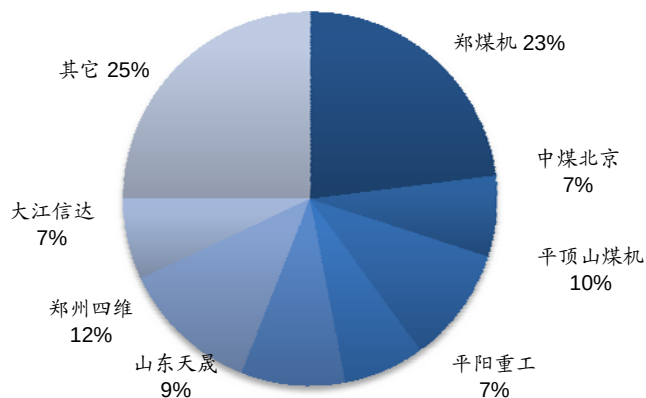
在国内液压支架市场，郑煤机是绝对的行业龙头，主导了高端液压支架国产化的进程，年产支架数量、重量均居“全球第一”。2005 年公司成功研制第一台高端液压支架，打破国际煤机企业对中国高端液压支架的垄断，公司产品迅速实现进口替代，从而主导国内液压支架市场。

2009 年公司液压支架产量和产值的国内市场占有率分别在 23%、30%，位居第一。根据我们的测算，未来三年中国煤机行业需求整体增速约在 20-25%，郑煤机作为国内竞争实力最强的液压支架供应商，公司在存量和增量市场上都具备很大的成长潜力。



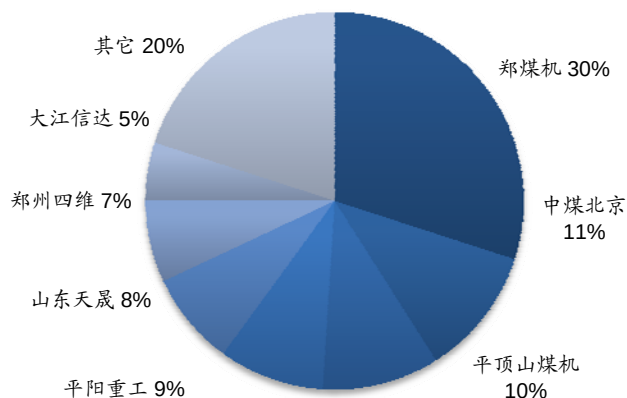


图 19: 2009 年国内液压支架市场占有率情况 (按产量)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 20: 2009 年国内液压支架市场占有率情况 (按产值)



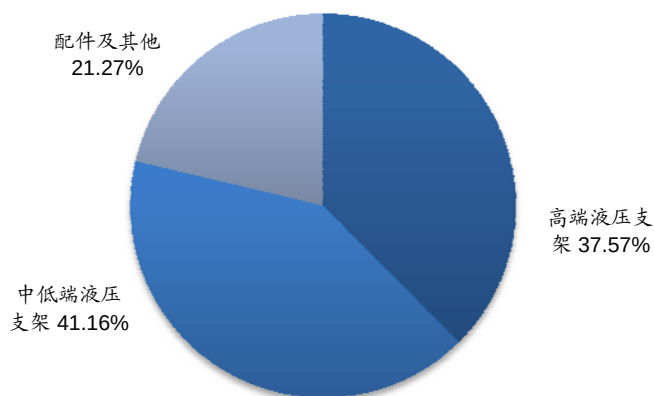
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

募投项目产能释放, 高端液压支架产品占比提升

公司 IPO 募投项目主要用于建设中高端液压支架 6200 架 (包括高端液压支架 4200 架, 终端液压支架 2000 架)。根据建设进度, 预计 11 年可达产 60%, 12 年完全达产。达产后可年产各类中高端液压支架 6200 架, 可年新增销售收入 40 亿元以上。

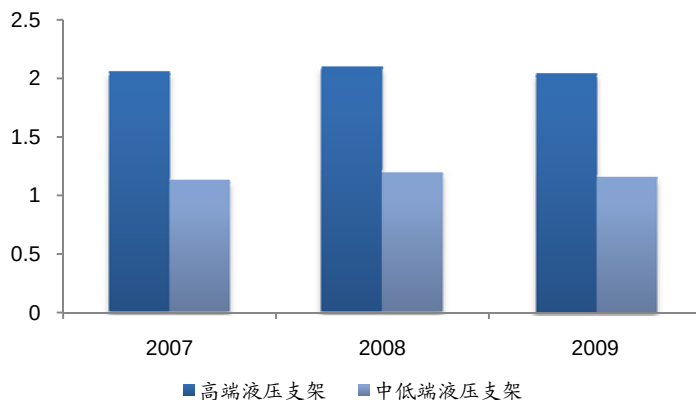
一般情况下, 普通液压支架毛利率为 15%, 但高端液压支架的毛利率则可达到 30%以上。公司 2009 年高端液压支架占比达到 37.57%, 因此与同行业其它公司相比较, 郑煤机的盈利能力是最强的。随着未来高端液压支架占比的提高, 公司毛利率水平会进一步上升。

图 21: 2009 年郑煤机产品结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 22: 郑煤机产品售价情况 (万元/吨)

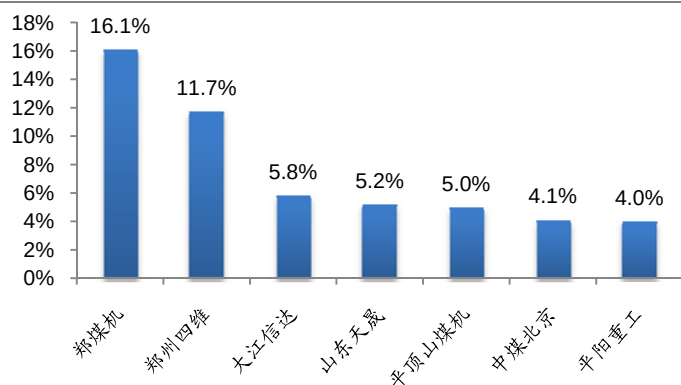


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所



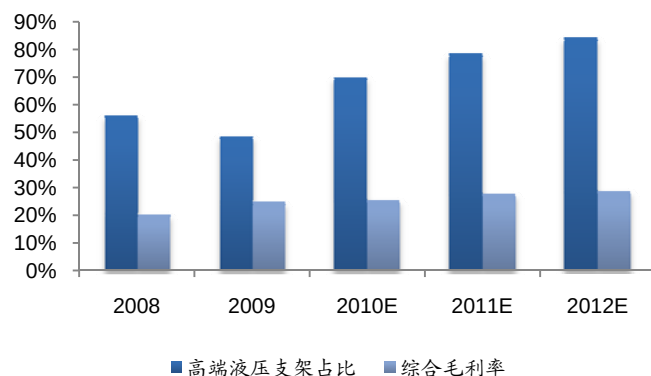


图 23: 郑煤机盈利能力优于其他企业 (营业利润率)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 24: 郑煤机高端液压支架占比及毛利率水平逐年提升

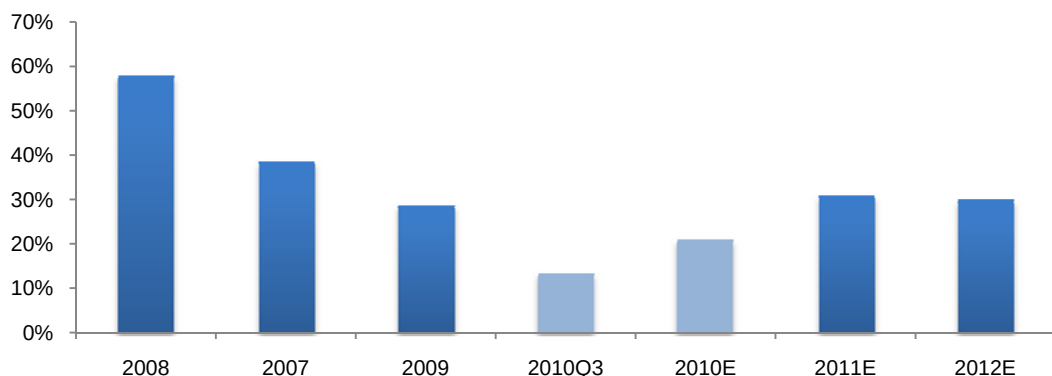


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

10 年是收入增速低点, 11 年将重拾高增长

由于受到煤矿整合的影响, 公司部分订单推迟交付, 因此与前几年相比较, 公司 10 年收入增速处在历史低位。随着 11 年部分整合煤企的产能扩张以及煤机上涨带来煤企加大 FAI 意愿, 公司收入将重拾高增长态势, 而且高端液压支架占比的提升将带来净利润更为快速的增长。

图 25: 郑煤机 10 年收入同比增速处在历史低位, 11 年将重拾高增长



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

未来三年净利润 CAGR 约在 45%, 建议买入, 目标价 60 元

作为行业龙头, 公司将充分受益于 11 年煤机行业的景气回升。我们认为公司内生性增长确定, 同时在国内煤机行业将逐步推进整合的大背景下, 公司外延式扩展可期。我们预计公司未来三年净利润 CAGR 约在 45%, 10-12 年 EPS 分别为 1.24、1.88 和 2.66 元, 对应 PE 在 34 倍、22 倍和 16 倍, 给予公司 11 年目标价 60 元, 建议买入。





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品
邱小平
+86 21 6471 8888-1701
qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金
陆靖昶
+86 21 6471 8888-1254
lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券
鲍翔
+86 21 6471 8888-1105
baoxiang@stocke.com.cn

信息技术
李思明
+86 21 6474 6780
lisiming@stocke.com.cn

信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家
闻岳春
+86 21 6471 6089
wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析
潘立彬
+86 21 6431 6026
panlibin@stocke.com.cn

宏观
李瑞
+86 21 6471 8888-1211
lirui@stocke.com.cn

策略研究
王伟俊
+86 21 6471 8888-1277
wangweijun@stocke.com.cn

策略研究
张延兵
+86 21 6431 8952
zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业
戴方
+86 21 6471 8888-1219
daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业
黄薇
+86 21 6471 8888-1813
huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业
金嫣
+86 21 6471 8888-1241
jinyan@stocke.com.cn

大宗医药行业
姜恩铸
+86 21 6471 8888-1121
jiangenzhu@stocke.com.cn

农林牧渔行业
张俊宇
+86 21 6471 8888-1801
zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业
葛越
+86 21 6471 8888-1281
geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业
刘迟道
+86 21 6471 8888-1225
liuchidao@stocke.com.cn

电力设备行业
史海昇
+86 21 6471 8888-1737
shihaisheng@stocke.com.cn

汽车行业
马春霞
+86 21 6471 8888-1270
machunxia@stocke.com.cn

机械行业
许光兵
+86 21 6471 8888-1805
xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业
田加伟
+86 21 6471 8888-1117
tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业
代鹏举
+86 21 6471 8888-1206
daipengju@stocke.com.cn

有色行业
林建
+86 21 6471 8888-1286
linjian@stocke.com.cn

钢铁行业
范飞
+86 21 6471 8888-1119
fanfei@stocke.com.cn

交通运输行业
李冬
+86 21 6471 8888-1807
lidong@stocke.com.cn

商贸行业
程艳华
+86 21 6471 8888-1212
chengyanhua@stocke.com.cn

旅游行业
王禾
+86 21 6471 8888-1740
wanghe@stocke.com.cn

通信行业
徐昊
+86 21 6471 8888-1702
xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业
袁佳平
+86 21 6471 8888-1814
yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn

