

把握通胀和人民币升值下的产业持续整合，寻找阶段性和超预期的投资机会

——2011 年煤炭行业投资策略

煤炭行业

评级：推荐（维持）

行业报告

2010 年 12 月 27 日 星期一

采掘

谷三剑

证书编号：S0630208070064

021-50586660-8621

gsj@longone.com.cn

煤炭行业

联系人：周颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

行业指数

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	5.53	5.74
3 个月	28.82	17.68
6 个月	28.01	14.76

行业相对沪深 300 走势图



相关报告：

1. 2010 年煤炭行业中期投资策略：估值已低，等待经济和政策形势明朗

投资要点

□ 通货膨胀与人民币升值预期下的产业持续整合，使煤炭行业供需结构可预见性增强，行业竞争形态开始演变，价格朝向利于供给者方向变动，并被流动性、通胀和人民币升值所推升。这是未来两年煤炭行业重要的投资主题。

□ 煤炭行业兼并整合不断深化，兼并整合的累积效果将不断显现

十一五期间煤炭行业得到重新定位并实施资源整合，国家和主要产煤大省对小煤矿持续开展关停整顿，取得明显成效。这将给行业带来深远影响，使行业供需的可预见性加强，竞争形态也将由过度竞争向垄断竞争演化，未来大矿间合作将多于博弈，煤价将出现易涨难跌的局面。整合的一个后果就是供给端易于取得共识，对产量控制与协调加强，另一结果就是行业可预见性加强，包括对供需形势和煤价的预测。

□ 未来两年供需格局向好

未来两年供需格局向好。全国煤炭供给重心进一步向西移，主要产煤省 2011 年产量增长平稳。受到复产政策调整和多方主体利益的纠葛，山西小煤矿复产进度远低于预期，多数预计要到 2012 年下半年以后方能投产。明年铁路新增运力约 1 亿吨，低于今年运力增量，铁路依然是未来两年煤炭供需的制约因素，需到 2013-2014 年方能缓解。需求方面，明年节能减排工作告一段落，且明年和后年分别是十二五开局年和领导人换届年，从历史和现实来看，我们认为煤炭需求增量将可得到保障，而中国经济保持较快增长使得存量需求仍将惯性平稳增长。总体而言，我们判断未来两年供需格局向好，保持在一个较为健康的均衡水平上。

□ 流动性充裕下，通胀与人民币升值预期推升资源品价格，带来超预期可能

国际上，美国、日本等发达经济体开始新一轮宽松货币政策刺激经济和就业，全球流动性将再次充斥市场，大宗商品、资源资产等将再次受到投机和投资资金的偏好。国内，经过 09-10 年信贷近 18 万亿的极度高速增长，国内存量货币 M2 已高达 70 万亿。尽管明年信贷增长预计将有所放缓，但我们认为，作为十二五开局年，在通胀势头得到有效控制的情况下，追求经济的适度增长和维持就业依然是政府的优先命题。所以，我们判断，明年的信贷和流动性总体将是“收但不紧”的态势。在流动性充裕下，通胀与人民币升值都将指向资源品价格的上涨。这将使明年煤炭价格保持在高位，并带来超预期的可能。

□ 把握通胀和人民币升值下的产业持续整合，寻找阶段性和超预期的投资机会

在流动性仍旧充裕的背景下，从市场和可投资品的角度看，明年对房地产“限购令”和农产品炒作的限制措施仍将继续，股市对资金在房产投资/投机上形成替代作用。

基本面看，煤炭行业持续整合的积极效果将不断显现，将给投资者带来阶段性投资机会，并有较大超预期的可能。

我们看好明年一季度的投资机会，特别是炼焦煤板块。

□ 给予行业推荐的评级

从市场角度讲，09 年煤炭板块近 300 % 的涨幅透支了今年的行情，随着业绩上升和估值的下降，目前已在合理的估值水平上，进入投资区间。我们给予行业推荐的评级。

□ 风险提示: 通胀大幅超出预期导致政府出台严厉紧缩性政策; 经济复苏受阻。

目 录

1. 持续受益于行业兼并整合，关停整顿累积效果将显现.....	4
1.1 煤炭行业兼并整合不断深化，整合的累积效果将显现	4
1.2 通过行业整合，煤炭行业可预见性增强，投资前景更加明朗	5
2. 未来两年供需格局向好	5
2.1 供给重心进一步西移	5
2.2 主要产煤省 2011 年产量增长平稳	6
2.3 小煤矿复产进度低于预期，投产要到 2012 年下半年	7
2.4 铁路运力依然是瓶颈	7
2.5 需求稳健增长	7
3. 流动性宽松、通货膨胀与人民币升值预期推升资源品价格.....	8
3.1 美国重启宽松货币政策将推升资源和大宗商品价格	8
3.2 通胀与人民币升值都将指向资源品价格上涨	9
4. 投资策略	10
4.1 从五个维度配合灵活选股	10
4.2 看好明年一季度的投资机会，特别是炼焦煤	11

1. 持续受益于行业兼并整合，关停整顿累积效果将显现

1.1 煤炭行业兼并整合不断深化，整合的累积效果将显现

十一五期间以来，煤炭行业被重新认定为事关国计民生的重要基础性能源供给行业，并与军工、电网电力、石油石化、电信、民航和海运一起并列为被要求国有资本必须绝对控股的七大行业。

2005 年，国务院提出力争用三年时间解决日益严重的小煤矿问题。

2007 年初，《煤炭工业发展“十一五”规划》明确提出整合改造中小煤矿，到 2010 年小型煤矿数量从 2005 年的 20612 处下降到 1 万处以内，产量从 05 年的 10 亿吨下降为 10 年的 7 亿吨。

2008 年 10 月，国家发布《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》，提出今后 3 年关闭小煤矿 2501 处，改造扩建或大矿托管小煤矿 1616 处。

2006 - 2009 年，全国共关闭不具备安全生产条件、不符合产业政策和浪费资源、污染环境的小煤矿累计 7466 处，淘汰落后产能约 3 亿吨/年。2010 年全国计划关闭矿井 1539 处，淘汰产能 12167 万吨。截止到今年 9 月，已超额完成任务，共关闭小煤矿 1611 个，淘汰落后产能 13459 万吨。

表 1: 十一五期间小煤矿关停整顿情况

	2006	2007	2008	2009	2010M1-9	2010E	至 2010 年 9 月合计
关闭数量 (个)	1571	4982	1031	1545	1259	1539	10388
关闭产能 (万吨)	3532	11160	4891	7000	11296	12167	37879

资料来源：安监局，东海证券研究所

2008 年，山西省由于矿难频发导致领导人更换，以此为契机山西省开始大力推动省内资源整合和对小煤矿的关停整顿工作。由此拉开了中国主要产煤省份各自的行业兼并整合序幕。

山东：省内 6 家煤炭企业集团基础上重组成立山东省能源集团有限公司，兖矿集团单独保留。

河南：2009 年，永城煤业集团重组了焦作和鹤壁煤业集团，河南省 7 大煤业集团整合为 5 家。2010 年河南省将进行煤矿兼并重组攻坚，拟完成 646 座小煤矿兼并重组，不参加或者达不到条件的，年底前依法关闭退出，而整合思路套路将参照“山西模式”。

内蒙：按照内蒙古煤炭局要求，新建井工煤矿规模不低于 120 万吨、露天煤矿规模不低于 300 万吨，且就地转化率必须达到 50%以上，整合技改煤矿规模必须达到 30 万吨以上；对具备资源整合条件的小煤矿，就近实施企业重组和资源整合，支持其扩大生产规模，提高安全装备水平；鼓励大企业、大集团兼并重组小煤矿，逐步形成集约型生产企业。

与此同时，十二五期间全国主要产煤省还将继续和深化行业整合工作，国家相关部门也将对煤炭行业的发展提出新的要求。

十二五期间，煤矿企业的数量目标控制在 4000 家以内。小煤矿方面，十二五将继续延续十一五的关停方针。具体的，山西、内蒙古、宁夏、甘肃和新疆六省将以整合改造为重点，将 30 万吨/年一下的小煤矿退出生产领域；云南和贵州采取上大压小、整合改造和关闭淘汰相结合的方式减少小煤矿数量。

根据规划的目标，到 2015 年，30 万吨以下的小煤矿产量将减少为 5 亿吨，占全国煤炭总产量的 13%。届时，煤炭总产量将达 36~38 亿吨，大型煤矿占 25 亿吨，将从十一五期间 56% 提高到 66%，大型煤矿进一步成为产煤主导。

特别的，辽宁、吉林、黑龙江、河北、河南和安徽六省由于靠近煤炭主产区，小煤矿十二五期间或大幅减少；而江苏、福建、江西、湖北、湖南、广西、四川、重庆 8 省区市的小煤矿也将逐步关闭和淘汰。

1.2 通过行业整合，煤炭行业可预见性增强，投资前景更加明朗

行业整合，将对行业竞争格局产生深远的影响。未来，国内煤炭行业集中度将提高，各省资源和产能向国有重点煤矿集中，将提高全国的煤炭市场集中度，改善市场竞争形势和市场秩序。

在主要产煤省效仿山西政策主导模式完成产业整合和资源产能集中后，供给主体减少，将有利于其达成利益取向的一致。主要产煤省的重点煤矿将更易于达成生产和价格共识，并采取一致行动。煤炭市场的竞争形态，将从之前小煤矿扰动下的无序与过度竞争，逐步演变为国有重点煤矿之间的合作式竞争，甚至实现某种程度的垄断式竞争。我们认为，在国内一次能源消费结构实质性改变（即煤炭占比从目前近 70% 下降到至少 50% 以下之前），重点煤矿间的合作都将大于竞争。这种竞争形态的演变，将给行业带来深远影响，未来大矿间合作将多于博弈，煤价将出现易涨难跌的局面。

总体来看，整合后，一方面有利于大型煤炭企业和重点煤矿达成市场共识，并有意识、有步骤的安排产能投放。另一方面，行业可预见性加强，包括对供需形势和煤价的预测，使得行业投资前景变得更加明朗。

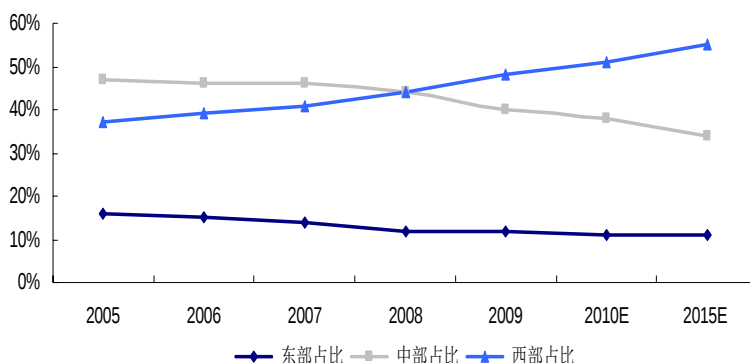
2. 未来两年供需格局向好

2.1 供给重心进一步西移

十二五煤炭行业规划显示，十二五期间全国煤炭生产开发布局将变为：控制东部、稳定中部，开发西部。特别的，在建设方面，东部将接续建设，中部适度建设，西部重点建设。到十二五末，东部的煤炭产量控制在 5 亿吨以内，占比 13%，中部煤炭产量 13 亿吨，占 34% 左右，西部煤炭产量 20 亿吨，占比 53%，其增量则占 65%。

十二五期间，新开工煤矿建设规模 5 亿吨，其中，东部仅 0.27 亿吨，占比 6%，中部 1.1 亿吨，占比 22%，西部 3.63 亿吨，占比 72%。

图 1: 煤炭供给结构进一步西移



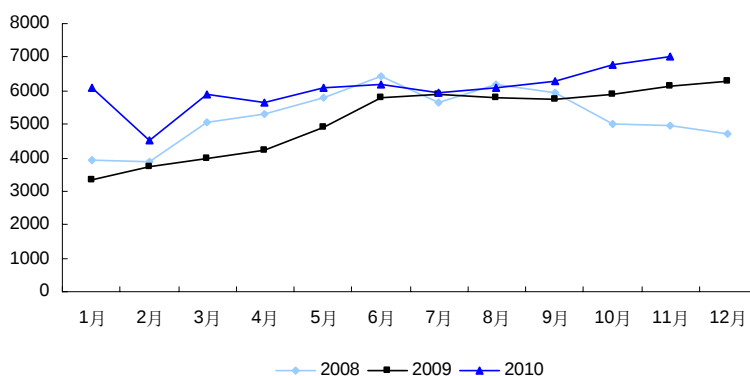
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

2.2 主要产煤省 2011 年产量增长平稳

山西、内蒙、河南、陕西、河北、贵州等几省煤炭产量占中国 67%，增量占近 78%。从目前几省态势来看，2011 年产量将保持一个平稳增速，不会出现突然性增长。

◆ 山西经过 09 年对小煤矿的大力关停整顿后，使之前处在统计口径之外的那部分小煤矿产能消除。今年 9 月以来，山西省煤炭单月产量已恢复到历史新高水平，我们预计 2011 年山西煤炭产量将保持平稳增长，预计产量在 8 亿吨左右。

图 2: 山西原煤产量恢复到历史高位



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

内蒙近几年产量增长较快，09 年产量一度超越山西成为全国煤炭产量最多的省份。1-11 月，内蒙原煤产量达 7.19 亿吨，同比增长 24%。内蒙所产煤炭中褐煤较多，热值低，易开采，但开采弹性空间大，切受制于铁路运力制约。09 年内蒙煤炭大幅增加主要是受益于山西整合空余出了铁路运力和市场。在山西产量恢复正常后，内蒙煤炭产量高速增长将会放缓。预计 2011 年内蒙煤炭产量在 7.8-8.0 亿吨左右。

河南、河北自身产量增长空间已不大，且河南推进的小煤矿整合，将约束

其产量的释放。预计两省保持在 3-5% 的增长。

陕西与内蒙情况类似，一方面近年产量增长较快，另一方面同样受制于铁路运输瓶颈的制约。

此外，新疆煤炭尽管未来规划较大，但在 2013-2014 年出疆铁路将成前，将难以运出。

2.3 小煤矿复产进度低于预期，投产要到 2012 年下半年

随着河南、山东、河北、黑龙江省市大力开展小煤矿关停整顿工作，同时，山西小煤矿复产政策和手续和流程的变化，加之小煤矿关停补偿和兼并保留涉及多方主体的利益纠葛，错综复杂，复产进度大幅低于预期。

从我们了解到的情况来看，山西省内保留的小煤矿技改工作多数在 10 年中后期才得以进行，考虑到技改工作需要一年半到两年左右的时间，其投产期大多要到 12 年下半年或以后。

2.4 铁路运力依然是瓶颈

铁路是中国煤炭运输的主要方式，09 年通过铁路运输煤炭 13.26 亿吨，接近产量的 50%。长期以来，产销地错配导致西煤东运和北煤南运一直是困扰国内煤炭供需的瓶颈因素。

由于铁路建设一般需要 3-5 年，因此，按照当前运煤铁路建设进度看，未来两年，铁路新增运力较为有限。明年铁路新增运力主要来自于大秦线挖潜改造的 5000 万吨、神朔黄铁路新增 2000 万吨、石太线增加的 2000 万吨和侯月线小幅增加的 1000 万吨运量，数量上将低于 2010 年近 1.5 亿吨的运力新增量。

我们预计运输有可能再度制约供需的对接，使得未来两年煤价阶段性和局部性的超出市场的预期。

表 2：未来两年铁路新增运力低

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
大秦线	32000	33000	39000	44000	45000
丰沙大线	6000	6000	6000	6000	6000
京原线	2000	2000	2700	2700	2700
朔黄线	12000	14300	16000	18000	20000
石太线	9000	9000	11000	13400	13400
邯长线	8000	8000	8000	8000	8000
侯月线	12000	12000	15000	16000	17000
太焦线	7000	7000	8000	8000	8000
合计增量		3300	14400	10400	4000
增速		4%	17%	10%	3%

资料来源：sxcoal，东海证券研究所

2.5 需求稳健增长

尽管国内各界对转变经济增长方式和调整经济结构已取得共识，未来经济增长将逐步更多的依靠内需来实现。但转变增长方式与调结构不仅是渐进的过程。

而且，中长期来看，

城市化和东中西部梯次发展的差异，将决定中国内需推动经济增长的时间长、空间大、方式和途经多。能源消费依旧能保持较快增长。

日本 60 年代推行“国民收入倍增计划”后，到 80-90 年代能源消费依旧增长近 200%。

对于未来两年，

由于 2011 年是十二五发端年，而 2012 年将是领导人换届年，从历史和实现情况来看，我们认为，在宏观政策“收而不紧”和政策目标在控通胀和保增长、保就业间灵活调整的大背景下，未来两年新上投资的规模将可以得到保证，（即使不象以往出现第一年投资大规模增长的情况），从而对于煤炭需求的增量，形成较好的保障。而中国经济保持较快增长，煤炭需求的存量将保持平稳的惯性增长。

房地产行业及上下游产业链的投资，对煤炭需求追踪影响较大。尽管国内房地产遭到限购等严厉调控措施，商品房新开工可能会受到一定影响。但政府加大保障房建设措施，将可以对冲商品房可能受到的影响。2011 年政府规划新建 1000 万套保障性住房，力度远超出此前市场对此的预计。

总体而言，我们判断未来两年供需格局向好，保持在一个较为健康的均衡上。

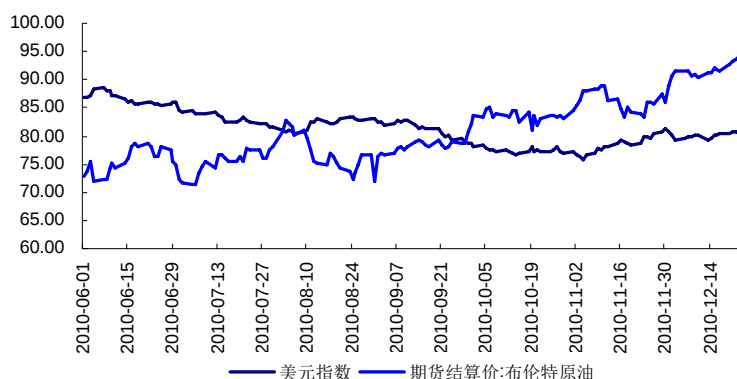
3. 流动性宽松、通货膨胀与人民币升值预期推升资源品价格

3.1 美国重启宽松货币政策将推升资源和大宗商品价格

国际上，美国、日本等发达经济体开始新一轮宽松货币政策来刺激经济和就业，全球流动性将再次充斥市场，大宗商品、资源资产等将再次受到投机和投资资金的偏好。12 月，原油价格重上 90 美元/桶，国际黄金价格则迭创新高。

在美国不改变宽松货币政策之前，可以预见，国际上将继续充斥着流动性，大宗商品和能源价格将重新受到投资者重视，这将有利于煤价的走强。

图 3：美国第二轮定量宽松政策以来，国际原油价格和美元走势



资料来源: wind

3.2 通胀与人民币升值都将指向资源品价格上涨

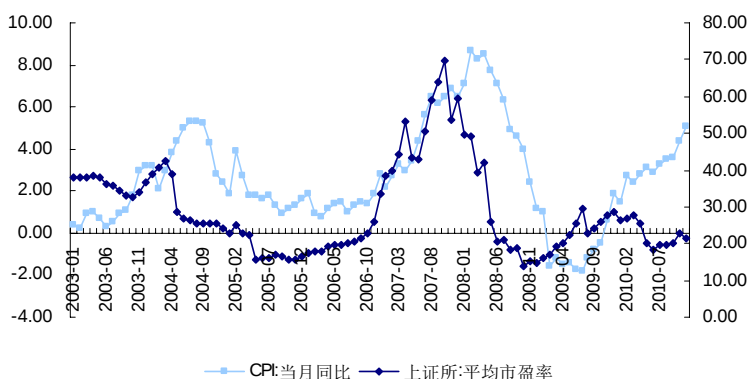
国内, 经过 09-10 年信贷近 18 万亿美元的持续高增长, 国内存量货币 M2 已高达 70 万亿, 为世界第一。尽管明年信贷增长预计将有所放缓, 但我们认为, 作为十二五开局年, 在通胀势头得到有效控制的情况下, 追求经济的适度增长和维持就业依然是政府的优先命题。所以, 我们判断, 明年的信贷和流动性总体将是“收但不紧”的态势。

在整体流动性依旧宽松的格局下, 通胀将为上游资源品带来良好的阶段性投资机会。这将使明年煤炭价格保持在高位波动, 并带来超预期的可能。

随着国内经济的进一步复苏, 中国经济仍将保持较高增速, 伴随进出口贸易和对外投资规模的加大, 中国对外部经济体和世界经济的带动作用将更加明显。人民币在此进程中将不断并面临升值压力。

未来两年, 我们认为, 通货膨胀与人民币升值将是未来两年经济的主题之一, 人民币升值和通胀将伴随经济, 其结果都将指向资源品价格的提升。

图 4: CPI 与上证 A 股平均市盈率



资料来源: wind

4. 投资策略

在流动性仍旧充裕的背景下，从市场和可投资品的角度看，明年对房地产“限购令”和农产品炒作的限制措施仍将继续，股市的投资机会将优于房地产市场等机会。

基本上看，煤炭行业持续整合的积极效果将不断显现，将给投资者带来阶段性和可能的超预期投资机会。

在经历 2009 年极度宽松的流动性推动下，煤炭股实现了近 200% 的涨幅，位居板块第三，一定程度上涨幅透支了今年的行情。而 2010 年，板块长时期跑输指数，估值甚至一度靠近 12 倍，接近于 08 年金融危机极度恐慌气氛中的 10 倍历史性低值。随着业绩上升和估值的下降，目前已在较合理投资区间。

图 5: 2009 年煤炭板块大幅跑赢指数

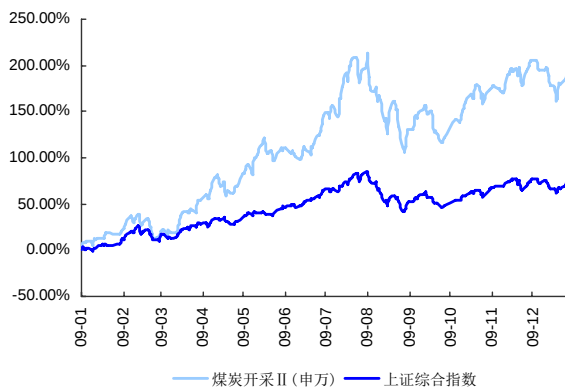
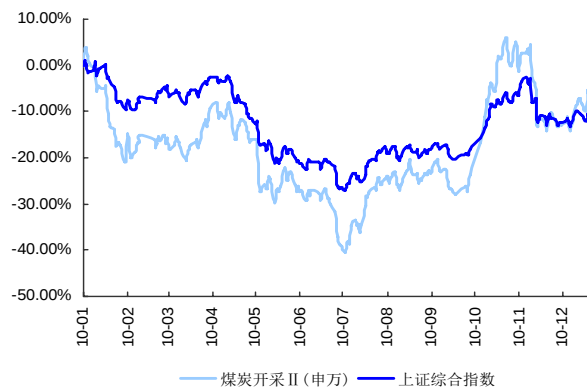


图 6: 2010 年煤炭板块多数时间跑输指数



资料来源: wind

目前，煤炭板块 2010、2011 年整体市盈率估值在 17.4x 和 14.9x，低于历史中值 18-20x 的水平，与全部 A 股指数 17.8、14.8 倍基本持平。静态 PB 在 3.45x，略高于全部 A 股 2.9x。从估值上看，煤炭股处于一个较合理的水平，我们给予行业推荐的评级。

4.1 从五个维度配合灵活选股

煤炭行业跟随宏观经济起落较大，周期性虽不完全同步但较强。在中国经济依旧处于复苏过程中，煤炭行业盈利能力仍旧可以得到较好保证，我们预计明年行业利润增速在 15-20% 之间。

在行业利润增长较快的情况下，虽然明年煤炭行业尚不具备趋势性上涨机会，但我们看好阶段性和超预期的投资机会。建议投资者淡化对整体行业的判断，从产量增长、资产注入、业绩弹性、估值、资源优势五个维度灵活配合，并适时精选个股。

看好以下公司具备的优势，

1) 内生产量增长快速、明确：山煤国际、兰花科创、西山煤电、潞安环能、兖州煤业、国阳新能、盘江股份、煤气化

- 2) 资产注入、收购预期强: 国阳新能、潞安环能、大同煤业、开滦股份
3) 中长期看好资源优势与商业模式企业: 西山煤电、中国神华、山煤国际

4.2 看好明年一季度的投资机会，特别是炼焦煤

我们认为明年一季度煤炭股可能形成较好的投资机会，特别是炼焦煤。明年，十一五节能减排经过前期拉闸限电等手段已基本完成，由此带来的压力和考核已成过去，被关停的小钢厂等节后将陆续复工。节前地方矿和小煤矿受安全压力和节日将停产放假，将使煤炭供给减少。节后天气转暖，工业生产进入高峰将拉动需求快速增长。

炼焦煤在节能减排压力消失和春节后工业生产恢复，将迎来阶段性的爆发性增长。今年8月中旬以来，喷吹煤价格从970元/吨上涨到1130元/吨，上涨160元，涨幅16.5%。同期炼焦煤仅小幅上涨3-5%。炼焦煤相对性价比优势显现。目前焦炭市场已做出一定反映，价格比上月上涨30-50元/吨。

此外，已签订的2011年一季度日澳焦煤合同价上涨8%，国外焦煤到港价已超过国内焦煤，从外围对国内炼焦煤价格形成有力支撑。

表3: 重点公司盈利预测

	评级	股价	EPS			PE			
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	PB
西山煤电	买入	26.09	0.71	1.20	1.69	36.75	21.74	15.44	6.35
盘江股份	买入	26.70	0.89	1.25	1.46	30.00	21.36	18.29	4.86
平煤股份	增持	21.26	0.78	1.25	1.35	27.26	17.01	15.75	3.87
山煤国际	买入	33.86	0.82	1.08	1.56	41.29	31.35	21.71	8.30
潞安环能	买入	56.49	1.83	2.65	3.13	30.87	21.32	18.05	5.65
国阳新能	增持	29.69	0.77	1.08	1.32	38.56	27.49	22.49	8.41
神火股份	增持	25.48	0.57	1.37	1.78	44.70	18.60	14.31	6.18
中国神华	增持	25.10	1.52	1.80	2.03	16.51	13.94	12.36	2.65
恒源煤电	增持	51.34	1.19	2.81	3.12	43.14	18.27	16.46	5.52
大同煤业	增持	22.22	0.89	0.79	0.85	24.97	28.13	26.14	4.13
国投新集	增持	14.22	0.45	0.70	0.95	31.60	20.31	14.97	3.85
兖州煤业	增持	29.55	0.78	1.47	1.79	37.88	20.10	16.51	4.28
兰花科创	买入	46.44	2.04	2.30	3.20	22.76	20.19	14.51	4.25

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122