

美的集团 (000333)

证券研究报告

2021年11月02日

白电龙头地位稳固，单季度营收高增

事件：公司 2021Q3 实现营收 880.96 亿元，同比+12.89%；归母净利润 84.46 亿元，同比+4.40%；扣非归母净利润 79.28 亿元，同比+10.75%。累计来看 2021Q1-Q3，公司实现营收 2629.43 亿元，同比+20.75%；归母净利润 234.55 亿元，同比+6.53%；扣非归母净利润 225.65 亿元，同比+9.45%。公司收入增长超预期。

从利润表看，2021Q3 公司销售毛利率 24.94%，同比+0.13pct；销售净利率 9.68%，同比-0.78pct。2021Q1-Q3 公司销售毛利率为 23.8%，同比-1.49pct；销售净利率为 9.07%，同比-1.17pct。公司以白电和小家电业务为主，直接原材料中铜、铝、不锈钢、注塑件等占比较高，年内受到大宗商品涨价影响较大。结合终端零售均价变化，我们认为，公司积极通过提升产品结构、推动工业互联网和数字化建设等手段对冲成本上行压力，三季度公司毛利水平同比由下降转为提升。

从费用端看，21Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.28%/2.84%/3.33%/-1.27%，分别同比变化+0.01/-0.06/+0.25/-0.60pct；21Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率为 9.27%/3.64%/3.92%/-1.17%，分别同比变化-0.41/+0.82/+0.96/-0.38pct。

白电优势地位稳固，营收增长亮眼。三季度公司实现营收增速近 13%，延续了 20 年下半年以来的快速增长态势，增速处于过去三年内较高水平，公司白电优势地位稳固。分区域看，公司 21Q3 国内/海外收入分别同比+17.0%/+6.4%，Q1-Q3 分别同比+24.7%/+15.1%，在内销市场需求整体较为薄弱的情况下，公司内销业务逆势实现高增，表现十分亮眼。从第三方数据来看，产业在线显示，公司 21Q3 空/冰/洗内销量分别同比+3.2%/-5.7%/-5.5%；据奥维云网，公司 21Q3 空/冰/洗线上均价分别同比+23.0%/-0.4%/+16.2%，线下均价分别同比+7.2%/+4.5%/+4.2%。由于产业在线销量口径与实际公司出货口径存在一定差异，我们认为三季度公司内销出货实际情况好于产业在线数据，但增长主要由价格因素驱动。海外方面，海外自有品牌销售网点超 3.6 万家，为海外收入增长提供动力。

多战略持续推进，为公司发展注入额外动力。高端化方面，21Q1-Q3 公司子品牌 COLMO 实现零售额超 25 亿元，同比增速超 320%。自动化方面，公司库卡业务经营持续改善，前三季度累计接单 26.97 亿欧元，同比+35.3%；销售收入 23.60 亿欧元，同比+26.8%。其中，库卡中国前三季度累计接单 5.10 亿欧元，同比+41.1%；销售收入 4.05 亿欧元，同比+47.2%。智能化方面，10 月美的发布物联网操作系统 1.0，已联网智能设备超 5200 万，全屋智能解决方案的推进在带动用户体验与产品力提升的同时，有望优化消费者购买配套率并提升利润空间。此外，公司于 10 月首次提出绿色战略，表明其暖通与楼宇业务将向绿色和智慧综合解决方案转型，赋能企业长期可持续发展。

投资建议：美的集团在白电业务上龙头优势明显，各业务条线发展逻辑清晰：家电业务方面，国内市场利用 Colmo 品牌发力高端化，海外市场在维持 OEM 业务的同时大力发展自主品牌，提升海外业务空间；非家电业务方面，在工业机器人、机电产品、智慧楼宇等业务上持续投入和布局，是公司未来持续增长的第二曲线。预计 21-23 年公司归母净利润 294.95/331.44/366.94 亿元（前值为 285.47/323.95/358.44 亿元），当前股价对应 21-23 年 17.23x/15.34x/13.85x PE，维持“买入”投资评级。

风险提示：原材料价格上涨；海外品牌和品类拓展受阻；疫情反复，影响销售。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	279,380.51	285,709.73	333,207.91	364,370.85	396,846.57
增长率(%)	6.71	2.27	16.62	9.35	8.91
EBITDA(百万元)	43,168.84	44,400.94	34,626.69	39,832.43	44,064.16
净利润(百万元)	24,211.22	27,222.97	29,495.32	33,143.70	36,693.70
增长率(%)	19.68	12.44	8.35	12.37	10.71
EPS(元/股)	3.47	3.90	4.22	4.75	5.26
市盈率(P/E)	20.99	18.67	17.23	15.34	13.85
市净率(P/B)	5.00	4.33	3.68	3.24	2.85
市销率(P/S)	1.82	1.78	1.53	1.40	1.28
EV/EBITDA	8.62	13.54	11.37	9.34	7.77

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	72.81 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,981.31
流通 A 股股本(百万股)	6,821.69
A 股总市值(百万元)	508,309.08
流通 A 股市值(百万元)	496,687.25
每股净资产(元)	16.97
资产负债率(%)	65.91
一年内最高/最低(元)	108.00/61.11

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004	
sunjiana@tfzq.com	
宗艳	联系人
zongyan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

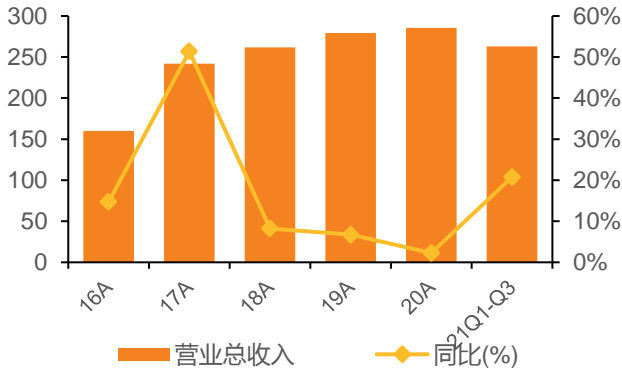
相关报告

- 《美的集团-半年报点评:to B to C 两端布局完善，数智经营效率领先》2021-09-01
- 《美的集团-公司点评:美的受让万东医疗股权，医疗设备行业新尝试》2021-02-03
- 《美的集团-季报点评:国内外业务全面开花，公司 Q3 表现超预期》2020-11-02

事件

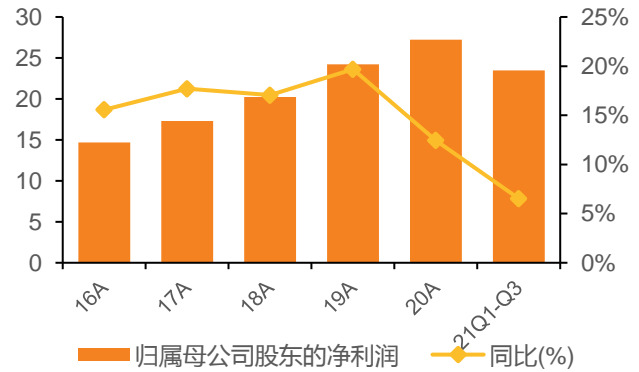
公司 2021Q3 实现营收 880.96 亿元，同比+12.89%；归母净利润 84.46 亿元，同比+4.40%；扣非归母净利润 79.28 亿元，同比+10.75%。累计来看 2021Q1-Q3，公司实现营收 2629.43 亿元，同比+20.75%；归母净利润 234.55 亿元，同比+6.53%；扣非归母净利润 225.65 亿元，同比+9.45%。公司收入和业绩超预期。

图 1：2016 年至 2021Q1-Q3 公司营业收入情况（十亿元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：2016 年至 2021Q1-Q3 公司归母净利润情况（十亿元）



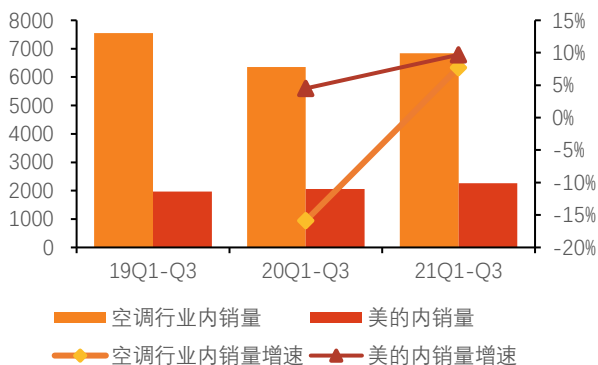
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

点评

三季度美的白电优势地位稳固，营收增长亮眼。三季度公司实现营收增速近 13%，延续了 20 年下半年以来的快速增长态势，增速处于过去三年内较高水平，公司白电优势地位稳固。分区域看，公司 21Q3 国内/海外收入分别同比+17.0%/+6.4%，Q1-Q3 分别同比+24.7%/+15.1%，内销业务增长是三季度收获高增的主要原因。

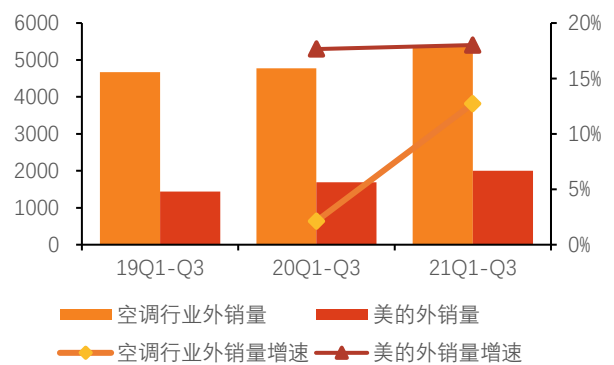
内销业务方面，在国内市场需求整体较为薄弱的情况下，公司内销业务逆势实现高增，表现十分亮眼。从第三方数据来看，产业在线显示，公司 21Q3 空/冰/洗内销量分别同比+3.2%/-5.7%/-5.5%；据奥维云网，公司 21Q3 空/冰/洗线上均价分别同比+23.0%/-0.4%/+16.2%，线下均价分别同比+7.2%/+4.5%/+4.2%。由于产业在线销量口径与实际公司出货口径存在一定差异，我们认为三季度公司内销出货实际情况好于产业在线数据，但增长主要由价格因素驱动。海外业务方面，海外自有品牌销售网点超 3.6 万家，为海外收入增长提供动力。

图 3：19-21 年前三季度空调行业及美的内销量（万台）



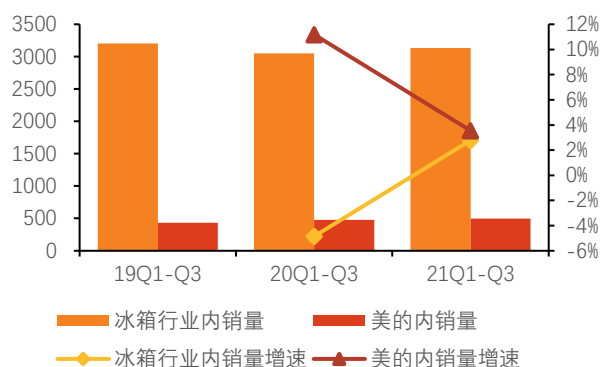
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 4：19-21 年前三季度空调行业及美的外销量（万台）



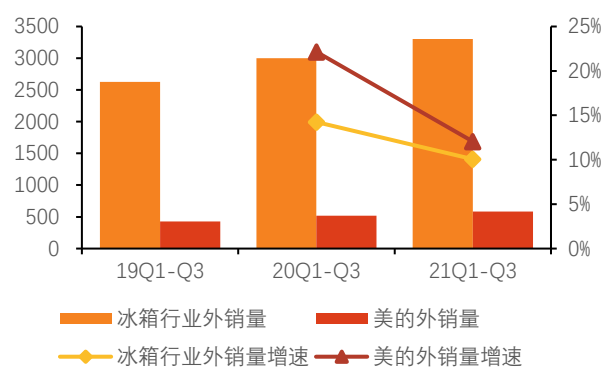
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 5：19-21 年前三季度冰箱行业及美的内销量（万台）



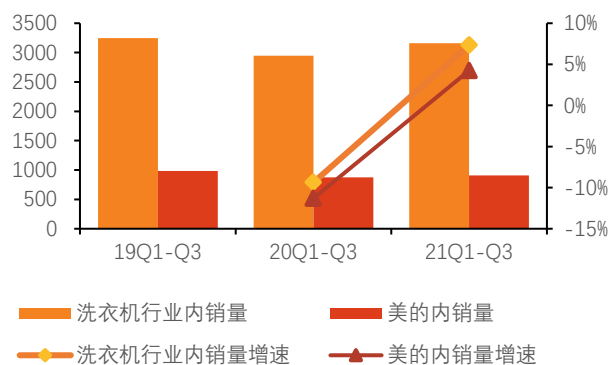
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 6：19-21 年前三季度冰箱行业及美的外销量（万台）



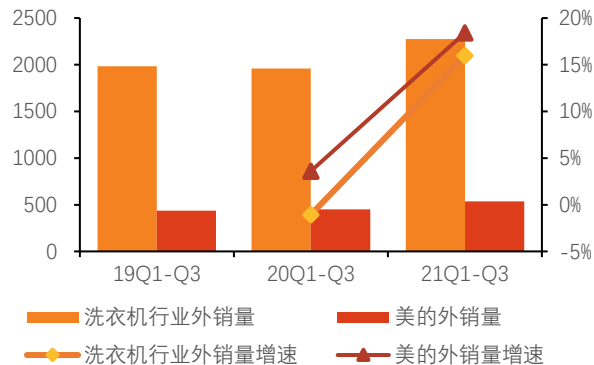
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 7：19-21 年前三季度洗衣机行业及美的内销量（万台）



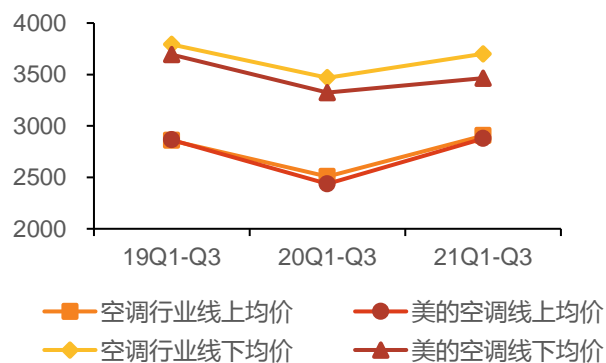
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 8：19-21 年前三季度洗衣机行业及美的外销量（万台）



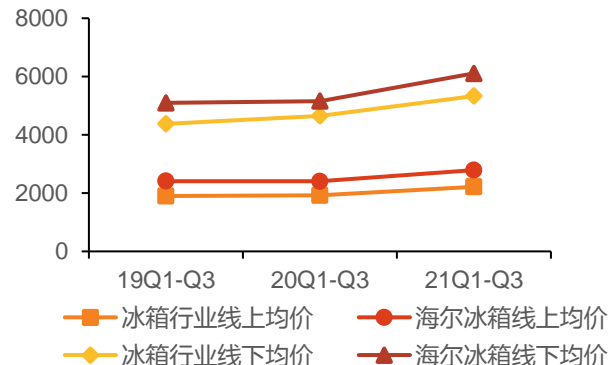
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 9：19-21 年前三季度空调行业及美的均价（元）



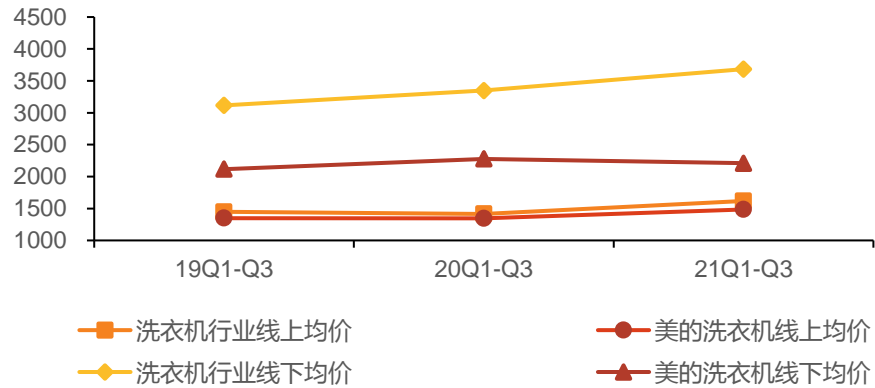
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 10：19-21 年前三季度冰箱行业及美的均价（元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 11：19-21 年前三季度冰箱行业及美的均价（元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

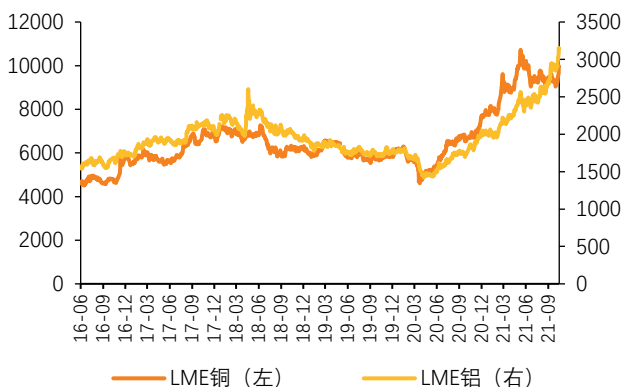
多战略持续推进，有望丰厚利润空间。 高端化方面，21Q1-Q3 公司子品牌 COLMO 实现零售额超 25 亿元，同比增速超 320%，9 月智慧干洗护理生态亮相有望助力品牌攫取高端市场份额。**自动化方面**，公司库卡业务经营持续改善，前三季度累计接单 26.97 亿欧元，同比+35.3%；销售收入 23.60 亿欧元，同比+26.8%。其中，库卡中国前三季度累计接单 5.10 亿欧元，同比+41.1%；销售收入 4.05 亿欧元，同比+47.2%，有望持续带动机器人及自动化业务发展。**智能化方面**，10 月美的发布物联网操作系统 1.0，已联网智能设备超 5200 万，智能场景累计执行超 3 亿次，智能云管家服务用户超 610 万，全屋智能解决方案的推进在带动用户体验与产品力提升的同时，有望优化消费者购买配套率并丰厚利润空间。

首发绿色战略，“双碳”概念赋能长期发展。 公司于 10 月首次提出绿色战略，表明其暖通与楼宇业务将向绿色和智慧综合解决方案转型，该战略符合社会发展趋势，将在为社会带来产品节能效益的同时，赋能企业长期可持续发展。

财务报表

从利润表看，2021Q3 公司销售毛利率 24.94%，同比+0.13pct；销售净利率 9.68%，同比-0.78pct。2021Q1-Q3 公司销售毛利率为 23.8%，同比-1.49pct；销售净利率为 9.07%，同比-1.17pct。公司以白电和小家电业务为主，直接原材料中铜、铝、不锈钢、注塑件等占比较高，年内受到大宗商品涨价影响较大。结合终端零售均价变化，我们认为，公司积极通过提升产品结构、推动工业互联网和数字化建设等手段对冲成本上行压力，三季度公司毛利水平同比由下降转为提升。

图 12：20 年 5 月起铜铝现货价格保持走高态势（美元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：20 年 5 月起国内塑料价格开始走高，目前在高位波动



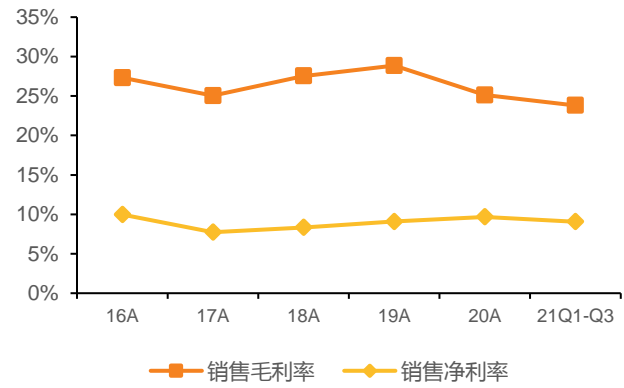
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14： 20 年 5 月起钢材价格逐步攀升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15： 16 至 21 年前三季度公司毛利率&净利率



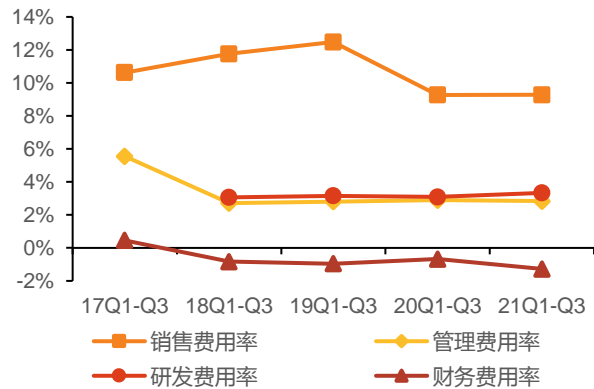
资料来源：Wind，天风证券研究所

从费用端看，21Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.28%/2.84%/ 3.33%/-1.27%，分别同比变化+0.01/-0.06/+0.25/-0.60pct；21Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率为 9.27%/3.64%/3.92%/-1.17%，分别同比变化-0.41/+0.82/ +0.96/-0.38pct。公司运营效率较高，期间费用率控制良好，且通过与海运公司签订长协有效对冲海运价格上涨（海运费用计入公司销售费用）。

从资产负债表看，公司 2021Q3 存货 331.98 亿元，较 20 年底+6.8%，存货水平控制良好。公司 2021Q1-Q3 存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 43.57、25.29 和 78.32 天，较 20 年底分别-10.15/-1.08/-3.26 天，凸显运营高效率。

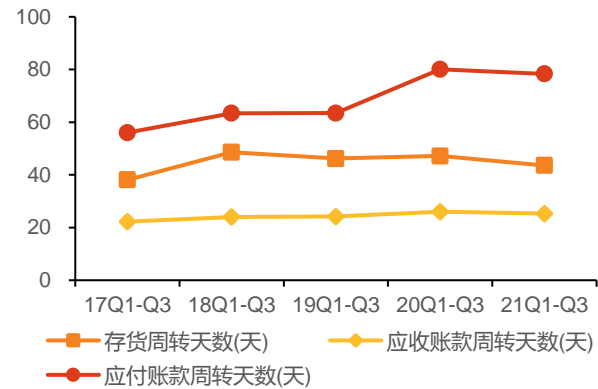
从现金流量表看，公司 2021Q3 经营活动产生的现金流量净额为 77.20 亿元，同比+16.8%，主要系收回投资带来现金增加；投资活动产生的现金流量净额为-24.56 亿元，同比+65.7%。

图 16： 17 至 21 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17： 17 至 21 年前三季度公司营运能力



资料来源：Wind，天风证券研究所

投资建议

美的集团在白电业务上龙头优势明显，各业务条线发展逻辑清晰：家电业务方面，国内市场利用 Colmo 品牌发力高端化，海外市场在维持 OEM 业务的同时大力发展自主品牌，提升海外业务空间；非家电业务方面，在工业机器人、机电产品、智慧楼宇等业务上持续投入和布局，是公司未来持续增长的第二曲线。预计 21-23 年公司归母净利润 294.95/331.44/366.94 亿元（前值为 285.47/323.95/358.44 亿元），当前股价对应 21-23 年 17.23x/15.34x/13.85x PE，维持“买入”投资评级。

风险提示

原材料价格上涨：原材料价格上涨将对公司成本端有一定影响，进一步影响到其盈利能力。

海外品牌和品类拓展受阻：海外品牌和品类的拓展直接影响公司在海外市场的收入规模。

疫情反复，影响销售：若疫情反复，对终端消费品销售有较明显的负面影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	70,916.84	81,210.48	101,288.87	123,709.03	154,847.15
应收票据及应收账款	23,432.34	28,282.87	30,178.65	31,726.15	35,696.11
预付账款	2,246.18	2,763.71	3,103.75	3,285.87	3,661.11
存货	32,443.40	31,076.53	39,162.00	41,851.51	42,949.35
其他	87,443.94	98,321.73	99,232.38	98,851.92	99,881.90
流动资产合计	216,482.69	241,655.33	272,965.65	299,424.48	337,035.62
长期股权投资	2,790.81	2,901.34	5,501.34	5,601.34	5,701.34
固定资产	21,664.68	22,239.21	23,693.35	24,854.00	26,287.55
在建工程	1,194.65	1,477.30	1,006.38	753.83	632.30
无形资产	15,484.18	15,422.39	13,970.15	12,597.91	11,295.68
其他	43,548.31	75,573.53	72,758.34	72,443.15	72,125.45
非流动资产合计	84,682.63	117,613.78	116,929.57	116,250.23	116,042.31
资产总计	301,955.42	360,382.60	390,529.75	416,520.75	453,942.62
短期借款	5,701.84	9,943.93	5,000.00	5,000.00	5,000.00
应付票据及应付账款	66,427.38	82,180.20	91,865.58	97,668.99	108,398.25
其他	72,189.27	92,026.37	96,335.16	96,669.12	101,195.35
流动负债合计	144,318.48	184,150.50	193,200.74	199,338.11	214,593.60
长期借款	41,298.38	42,827.29	42,827.29	42,827.29	42,827.29
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8,842.46	9,167.71	9,167.71	9,167.71	9,167.71
非流动负债合计	50,140.84	51,995.00	51,995.00	51,995.00	51,995.00
负债合计	194,459.32	236,145.50	245,195.74	251,333.11	266,588.60
少数股东权益	5,826.93	6,720.84	7,108.04	8,137.14	9,123.50
股本	6,971.90	7,029.98	6,981.31	6,981.31	6,981.31
资本公积	19,640.31	22,488.11	19,386.31	19,386.31	19,386.31
留存收益	98,801.60	117,528.92	131,244.66	150,069.19	171,249.21
其他	(23,744.65)	(29,530.74)	(19,386.31)	(19,386.31)	(19,386.31)
股东权益合计	107,496.10	124,237.10	145,334.01	165,187.64	187,354.02
负债和股东权益总计	301,955.42	360,382.60	390,529.75	416,520.75	453,942.62

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	25,277.14	27,506.54	29,495.32	33,143.70	36,693.70
折旧摊销	5,168.26	5,020.26	2,769.02	2,914.15	3,090.22
财务费用	(2,847.41)	(1,714.53)	(2,230.90)	(2,230.90)	(2,230.90)
投资损失	(164.13)	(2,362.46)	(1,144.64)	(1,144.64)	(1,144.64)
营运资金变动	16,242.42	(82.84)	2,982.42	2,318.90	9,005.16
其它	(5,085.88)	1,190.15	1,178.80	1,817.77	1,780.00
经营活动现金流	38,590.40	29,557.12	33,050.02	36,818.97	47,193.54
资本支出	2,076.07	6,951.09	2,300.00	2,450.00	3,100.00
长期投资	77.49	110.53	2,600.00	100.00	100.00
其他	(25,261.26)	(42,372.28)	(6,352.61)	(4,843.09)	(5,950.23)
投资活动现金流	(23,107.70)	(35,310.66)	(1,452.61)	(2,293.09)	(2,750.23)
债权融资	48,460.33	59,081.40	54,137.47	54,137.47	54,137.47
股权融资	5,604.12	2,700.92	6,218.40	2,326.22	2,326.22
其他	(57,338.06)	(62,538.61)	(71,874.88)	(68,569.40)	(69,768.88)
筹资活动现金流	(3,273.60)	(756.30)	(11,519.02)	(12,105.71)	(13,305.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12,209.10	(6,509.84)	20,078.38	22,420.17	31,138.12

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	279,380.51	285,709.73	333,207.91	364,370.85	396,846.57
营业成本	197,913.93	212,839.59	249,272.84	271,456.28	295,134.79
营业税金及附加	1,720.62	1,533.65	1,666.04	1,748.98	1,865.18
营业费用	34,611.23	27,522.28	31,431.34	34,006.55	36,878.75
管理费用	9,531.36	9,264.15	10,137.86	10,721.63	11,541.11
研发费用	9,638.14	10,118.67	11,134.44	11,811.41	12,745.08
财务费用	(2,231.64)	(2,638.03)	(2,230.90)	(2,230.90)	(2,230.90)
资产减值损失	(871.91)	(705.21)	(376.42)	(376.42)	(376.42)
公允价值变动收益	1,361.16	1,762.95	771.22	771.22	771.22
投资净收益	164.13	2,362.46	1,144.64	1,144.64	1,144.64
其他	(2,139.61)	(7,844.23)	(3,831.72)	(3,831.72)	(3,831.72)
营业利润	29,683.09	31,493.46	34,088.57	39,149.18	43,204.83
营业外收入	613.31	384.99	603.00	491.99	451.55
营业外支出	367.29	214.90	199.83	283.84	256.03
利润总额	29,929.11	31,663.54	34,491.74	39,357.34	43,400.36
所得税	4,651.97	4,157.00	4,588.84	5,167.09	5,697.88
净利润	25,277.14	27,506.54	29,902.90	34,190.25	37,702.48
少数股东损益	1,065.92	283.57	407.58	1,046.55	1,008.78
归属于母公司净利润	24,211.22	27,222.97	29,495.32	33,143.70	36,693.70
每股收益(元)	3.47	3.90	4.22	4.75	5.26

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	6.71%	2.27%	16.62%	9.35%	8.91%
营业利润	16.11%	6.10%	8.24%	14.85%	10.36%
归属于母公司净利润	19.68%	12.44%	8.35%	12.37%	10.71%
获利能力					
毛利率	29.16%	25.50%	25.19%	25.50%	25.63%
净利率	8.67%	9.53%	8.85%	9.10%	9.25%
ROE	23.81%	23.17%	21.34%	21.10%	20.59%
ROIC	24.11%	36.96%	103.28%	136.43%	169.95%
偿债能力					
资产负债率	64.40%	65.53%	62.79%	60.34%	58.73%
净负债率	-20.89%	-17.81%	-32.44%	-42.12%	-53.75%
流动比率	1.50	1.31	1.41	1.50	1.57
速动比率	1.28	1.14	1.21	1.29	1.37
营运能力					
应收账款周转率	10.09	11.05	11.40	11.77	11.77
存货周转率	9.00	9.00	9.49	9.00	9.36
总资产周转率	0.99	0.86	0.89	0.90	0.91
每股指标(元)					
每股收益	3.47	3.90	4.22	4.75	5.26
每股经营现金流	5.53	4.23	4.73	5.27	6.76
每股净资产	14.56	16.83	19.80	22.50	25.53
估值比率					
市盈率	20.99	18.67	17.23	15.34	13.85
市净率	5.00	4.33	3.68	3.24	2.85
EV/EBITDA	8.62	13.54	11.37	9.34	7.77
EV/EBIT	9.80	15.27	12.35	10.08	8.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com