ROE 和 PPI 出现背离

——2021 年三季报剖析

基本结论

- **三季报 A 股业绩开始反映经济下行压力，业绩增速明显回落，见顶回落的趋势明确。**剔除基数效应，2021 年前三季度 A 股上市公司收入相对平稳，但利润增速有所回落。2021 年前三季度全部 A 股和非金融 A 股收入两年平均增速分别为 10.7%、11.2%（中报分别为 10.8%、11.7%），净利润两年平均增速分别为 8.1%、14.1%（中报分别为 8.5%、15.9%）。其中，非金融企业净利润增速两年平均增速由上半年的 15.9%回落至前三季度的 14.1%，下降了 1.8 个百分点。如果看单季度增速的话，非金融 A 股三季度两年平均增速明显下滑，由二季度的 18.3%下滑至 11.3%，下降了 7 个百分点。

- **结构分化延续，板块方面创业板业绩增速明显下滑，行业方面电气设备为代表的新能源板块业绩增速则稳步上行。**1）板块方面，主板业绩相对稳定，但此前业绩增速上行弹性较高的创业板三季报业绩增速回落幅度也相对较大。在剔除基数效应后，无论是收入端还是净利润端，主板增速均保持相对稳定，其中上游资源品是业绩的主要贡献者。但是，此前业绩向上弹性较高的创业板（包括原中小板）尽管收入端并未显著下滑，但利润端明显受资源品涨价影响而承压；2）行业方面，新能源板块业绩增速稳步上行，资源品行业业绩继续改善，消费医药等行业业绩增速出现不同程度下降。剔除基数，今年前三季度有色、钢铁、化工和采掘行业净利润两年复合增速持续保持高位并逐季改善，电子、医药和食品饮料行业净利润两年复合增速三季度均呈现不同程度的下降。地产及其相关的汽车、家电和轻工等行业利润增速也有明显下行。而电气设备为代表的新能源板块业绩增速则稳步上行。

- **三季报数据显示 ROE 拐头向下，结束了此前连续四个季度回升的趋势，利润率下降是驱动 ROE 向下的重要因素，也就是说上游资源品涨价对中下游企业毛利的负面影响正在逐步显现。**从历史趋势来看，自 2018 年三季度以来，随着 PPI 进入下行通道，A 股整体 ROE 持续下行，直到 2020 年三季报 A 股 ROE 才开始出现积极变化的信号。截至今年上半年，A 股 ROE 已经持续四个季度上行，PPI 上行下整体利润率和资产周转率提升是主要驱动因素。2021 年三季度全部 A 股和非金融 A 股 ROE（TTM）分别为 9.42%（上季度为 9.77%）、8.79%（上季度为 9.26%），均有所下降。

- **自上而下来看，PPI 是非金融企业 ROE 的同步指标，但三季度 PPI 和 ROE 出现一定的背离，其中原因或来自上游涨价对中下游毛利的挤压。**三季度 PPI 仍处在快速上行阶段，当前 PPI 和非金融企业 ROE 呈现一定的背离，背后反映了上游资源品涨价对中下游行业毛利的挤压，特别是在下游需求相对不足的背景下，中下游毛利的下滑趋势明显。前瞻来看，四季度 PPI 大概率见顶回落，A 股 ROE 趋势或处在新的下行周期的开始阶段。

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
(8621)61038291
aixiongfeng@gjzq.com.cn

- **经济下行压力尚未对 A 股资本开支扩张造成影响，现金流改善在支撑企业资本开支扩张。A 股资本开支扩张领先海外，海外企业资本开支将持续加速，或对国内资本品出口形成支撑。**今年三季度以来经济下行压力逐步加大，但资本开支扩张仍具有一定惯性，当前经济下行压力或在未来 1-2 个季度才会反映在企业资本开支增速上。A 股企业资本开支增速已经 5 个季度回升阶段，相对美国等海外市场的上市公司而言，我们领先大概 3-4 个季度左右。当前海外上市公司资本开支速度明显加速，未来半年海外资本开支扩展下中国机电产品等资本品出口或仍有韧性。

- **风险提示：**经济恢复不及预期、宏观流动性超预期收紧，海外黑天鹅事件

内容目录

一、A 股利润增速见顶回落趋势明确，经济下行影响逐步显现 4
1.1 剔除基数效应，A 股业绩增速呈现触顶回落态势 4
1.2 分板块来看，主板业绩相对稳定，创业板业绩增速降幅明显 5
1.3 分行业来看，新能源板块业绩增速稳步上行，大消费业绩增速出现不同程度下降 6
二、ROE 拐头向下，结束了持续四个季度的上行趋势 8
2.1 利润率下降推动 ROE 拐头向下 8
2.2 ROE 和 PPI 出现背离，类滞涨下成本传导不畅 9
三、上市公司资本开支稳步提升，资本开支扩张仍有韧性 11
3.1 经济下行压力尚未对资本开支扩张造成影响，现金流改善在支撑企业资本开支扩张 11
3.2 A 股资本开支扩张领先海外，海外企业资本开支将持续加速 12
3.3 哪些行业在进行资本开支？ 13

图表目录

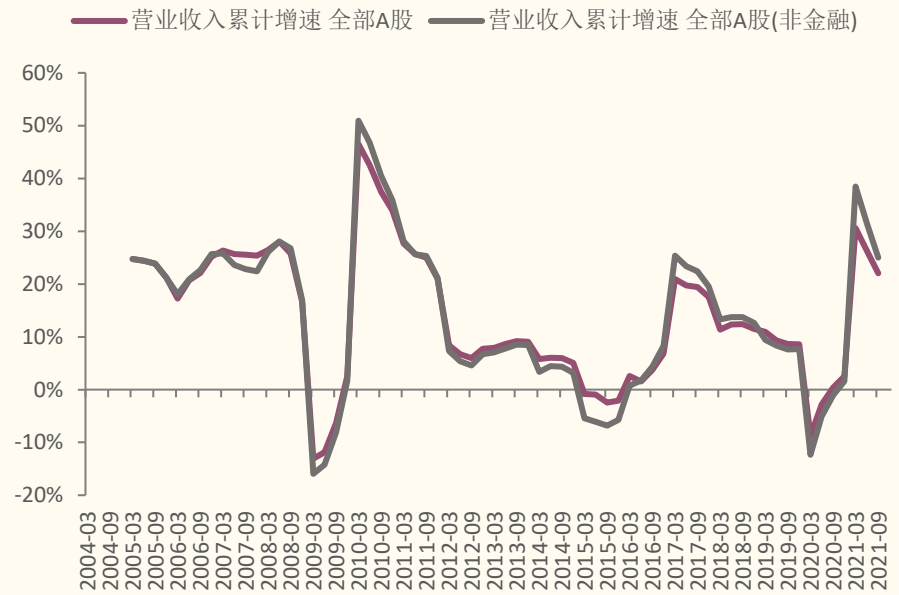
图表 1：A 股收入增速 4
图表 2：A 股净利润增速 5
图表 3：剔除基数效应的 A 股收入和利润增速情况 5
图表 4：各板块收入增速 6
图表 5：各板块利润增速 6
图表 6：各行业利润增速 7
图表 7：ROE 拐头向下 8
图表 8：利润率下行是驱动 ROE 拐头向下的核心驱动力 9
图表 9：毛利率-费用率开始下降 9
图表 10：ROE 与 PPI 出现一定背离 10
图表 11：煤化工龙头毛利率开始受到上游煤炭价格影响 10
图表 12：A 股非金融企业资本开支扩张增速稳定 11
图表 13：企业经营现金流增速持续改善 12
图表 14：全球主要国家地区上市公司资本开支增速 13
图表 15：美国资本品新订单增速与中国机械类产品出口明显正相关 13
图表 16：2020 年行业资本开支规模占比 14
图表 17：行业资本开支情况 15

一、A 股利润增速见顶回落趋势明确，经济下行影响逐步显现

1.1 剔除基数效应，A 股业绩增速呈现触顶回落态势

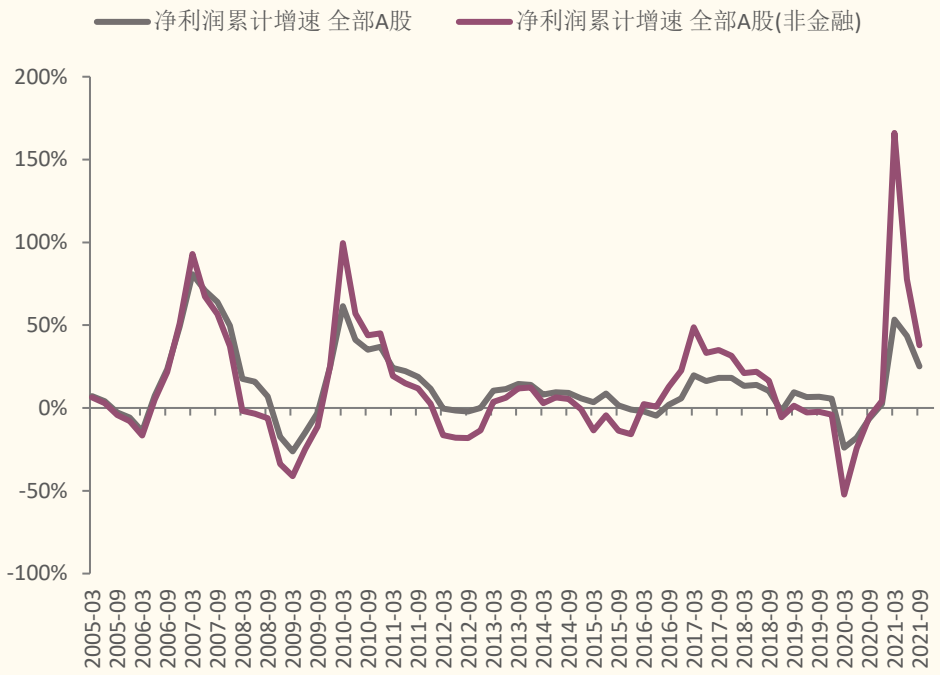
- **三季报 A 股业绩开始反映经济下行压力，业绩增速明显回落，见顶回落的趋势明确。**剔除基数效应，2021 年前三季度 A 股上市公司收入相对平稳，但利润增速有所回落。2021 年前三季度全部 A 股和非金融 A 股收入两年平均增速分别为 10.7%、11.2%（中报分别为 10.8%、11.7%），净利润两年平均增速分别为 8.1%、14.1%（中报分别为 8.5%、15.9%）。其中，非金融企业净利润增速两年平均增速由上半年的 15.9%回落至前三季度的 14.1%，下降了 1.8 个百分点。如果看单季度增速的话，非金融 A 股三季度两年平均增速明显下滑，由二季度的 18.3%下滑至 11.3%，下降了 7 个百分点。

图表 1：A 股收入增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：A 股净利润增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：剔除基数效应的 A 股收入和利润增速情况

全部 A 股			
报告期	收入两年平均增速	净利润两年平均增速	单季度净利润两年平均增速
2021/9/30	10.70%	8.07%	7.56%
2021/6/30	10.75%	8.49%	8.79%
2021/3/31	9.15%	7.99%	7.90%
非金融 A 股			
报告期	收入两年平均增速	净利润两年平均增速	单季度净利润两年平均增速
2021/9/30	11.22%	14.06%	11.27%
2021/6/30	11.66%	15.89%	18.33%
2021/3/31	10.19%	12.67%	12.39%

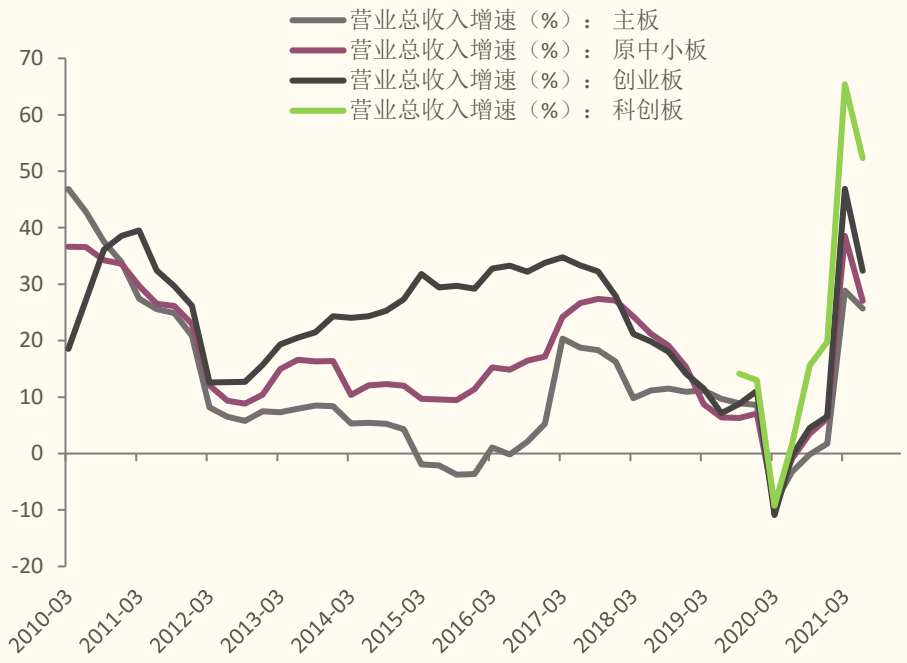
来源：Wind、国金证券研究所

1.2 分板块来看，主板业绩相对稳定，创业板业绩增速降幅明显

- **剔除基数效应后，主板业绩相对稳定，但此前业绩增速上行弹性较高的创业板三季报业绩增速回落幅度也相对较大。**在剔除基数效应后，无论是收入端还是净利润端，主板增速均保持相对稳定，其中上游资源品是业绩的主要贡献者。但是，此前业绩向上弹性较高的创业板（包括原中小板）尽管收入端并未显著下滑，但利润端明显受资源品涨价影响而承压。具体来看，今年前三季度收入增速方面，主板、原中小板、创业板和科创板两年复合增速分别为 10.2%、11.8%、14.8%、29.9%；净润增速方面，主板、

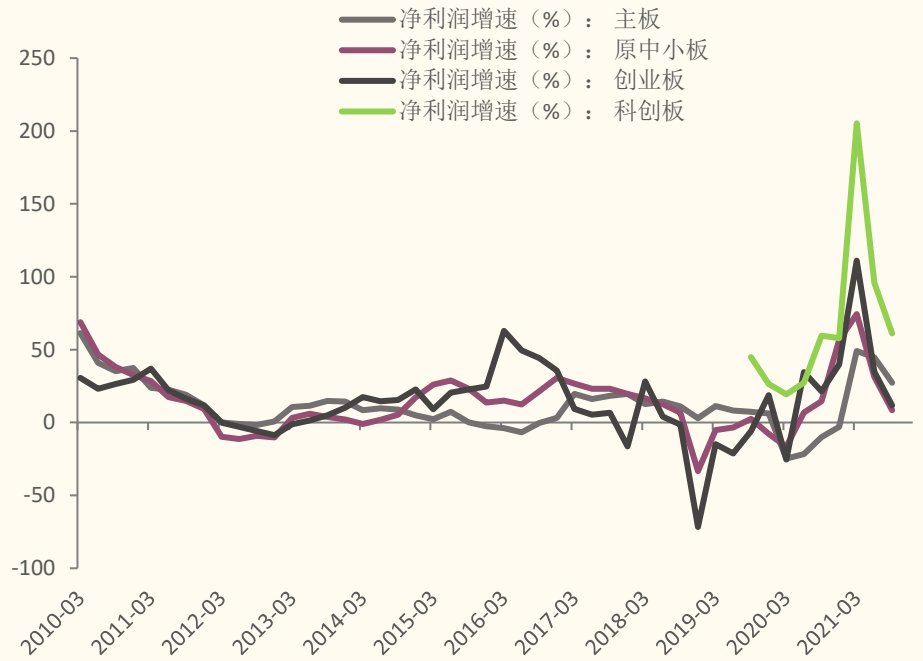
原中小板、创业板和科创板两年复合增速分别为 7.7%、11.5%、16.5%、60.4%。

图表 4：各板块收入增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：各板块利润增速



来源：Wind、国金证券研究所

1.3 分行业来看，新能源板块业绩增速稳步上行，大消费业绩增速出现不同程度下降

■ **新能源板块业绩增速稳步上行，资源品行业业绩继续改善，消费医药等行业业绩增速出现不同程度下降。**剔除基数效应，今年前三季度有色、钢铁、化工和采掘行业净利润两年复合增速持续保持高位并逐季改善，电子、医药和食品饮料行业净利润两年复合增速三季度均呈现不同程度的下降。地产及其相关的汽车、家电和轻工等行业利润增速也有明显下行。而电气设备为代表的新能源板块业绩增速则稳步上行。

图表 6：各行业利润增速

行业	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	趋势
通信	1062.89	(183.88)	(60.50)	(255.02)	(4.39)	180.85	151.61	
有色金属	(38.71)	(32.21)	(28.32)	(46.48)	45.83	67.27	81.33	
钢铁	(47.47)	(39.33)	(45.59)	(45.80)	49.76	56.32	62.48	
电子	(11.31)	(2.91)	2.97	24.64	63.08	63.95	53.26	
电气设备	17.60	1.16	8.07	46.82	56.19	32.59	42.16	
化工	(22.54)	(20.61)	(21.92)	(37.69)	(284.27)	29.61	41.62	
采掘	7.03	5.97	(2.88)	(2.32)	33.75	29.77	31.89	
医药生物	13.36	3.53	4.93	(8.55)	24.64	30.72	29.58	
机械设备	31.07	28.21	14.00	5.69	23.48	28.13	26.27	
轻工制造	(27.93)	(24.21)	(16.15)	8.29	35.19	24.56	17.41	
国防军工	87.64	51.11	33.75	12.38	10.61	4.22	14.99	
食品饮料	23.14	21.23	19.65	14.28	12.79	13.63	13.08	
汽车	(26.65)	(32.69)	(30.26)	(24.03)	6.54	14.88	12.30	
建筑装饰	11.83	2.45	6.09	6.11	11.09	10.88	10.68	
建筑材料	46.46	19.01	17.57	17.28	10.22	9.10	5.09	
银行	6.27	6.75	7.14	6.92	5.20	1.22	2.41	
交通运输	12.18	12.34	8.91	12.44	(99.39)	(38.37)	2.22	
非银金融	71.26	68.36	73.01	64.91	(3.15)	0.52	0.81	
家用电器	7.21	9.91	12.62	16.38	5.36	(2.06)	(0.25)	
纺织服装	2.70	(14.06)	(19.34)	(22.08)	(12.82)	(9.60)	(2.78)	
传媒	(24.10)	(55.74)	(42.05)	34.15	(0.01)	38.72	(3.44)	
公用事业	18.34	10.17	15.26	4.91	4.83	8.79	(3.81)	
休闲服务	76.36	24.94	7.19	(8.95)	(131.57)	(119.01)	(9.21)	
计算机	64.60	36.58	25.59	(6.89)	(86.42)	(19.34)	(18.35)	
房地产	14.16	16.52	12.70	9.96	(25.47)	(17.73)	(19.42)	
商业贸易	15.43	(7.85)	15.28	(15.17)	(11.64)	(19.63)	(32.61)	
农林牧渔	(62.33)	83.68	69.66	195.94	208.65	7.48	(56.80)	

说明：2021 年的增速为两年平均增速；

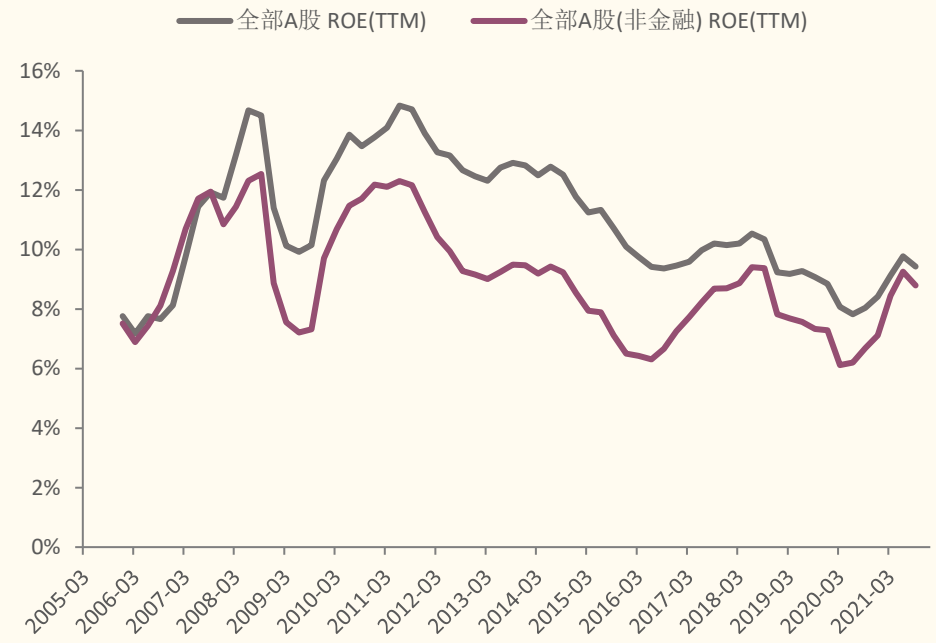
来源：Wind、国金证券研究所

二、ROE 拐头向下，结束了持续四个季度的上行趋势

2.1 利润率下降推动 ROE 拐头向下

■ **三季报数据显示 ROE 拐头向下，结束了此前连续四个季度回升的趋势，利润率下降是驱动 ROE 向下的重要因素。也就是说上游资源品涨价对中下游企业毛利的负面影响正在逐步显现。**从历史趋势来看，自 2018 年三季度以来，随着 PPI 进入下行通道，A 股整体 ROE 持续下行，直到 2020 年三季报 A 股 ROE 才开始出现积极变化的信号。截至今年上半年，A 股 ROE 已经持续四个季度上行，PPI 上行下整体利润率和资产周转率提升是主要驱动因素。2021 年三季度全部 A 股和非金融 A 股 ROE（TTM）分别为 9.42%（上季度为 9.77%）、8.79%（上季度为 9.26%），较上期数据均有所下降。

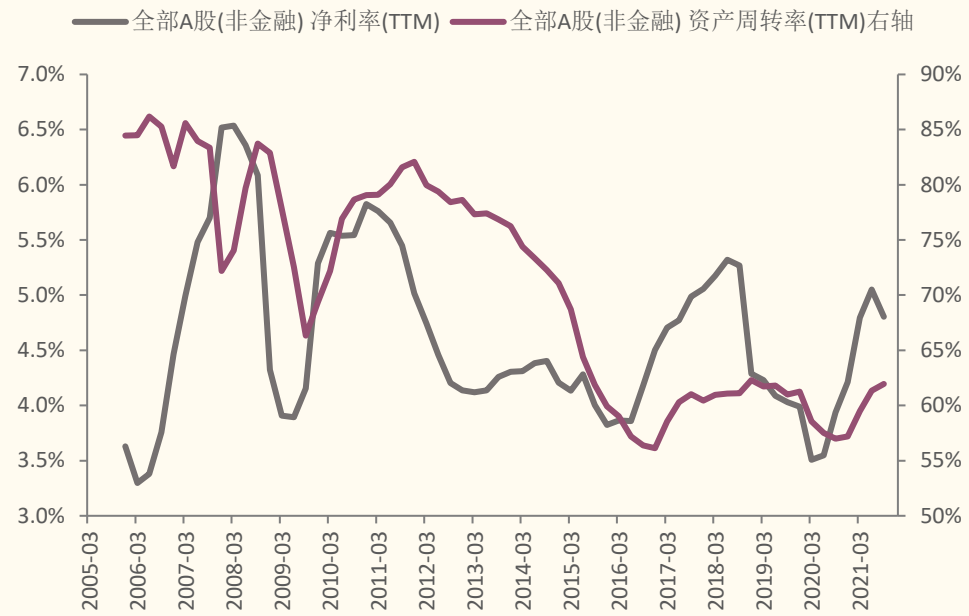
图表 7：ROE 拐头向下



来源：Wind、国金证券研究所

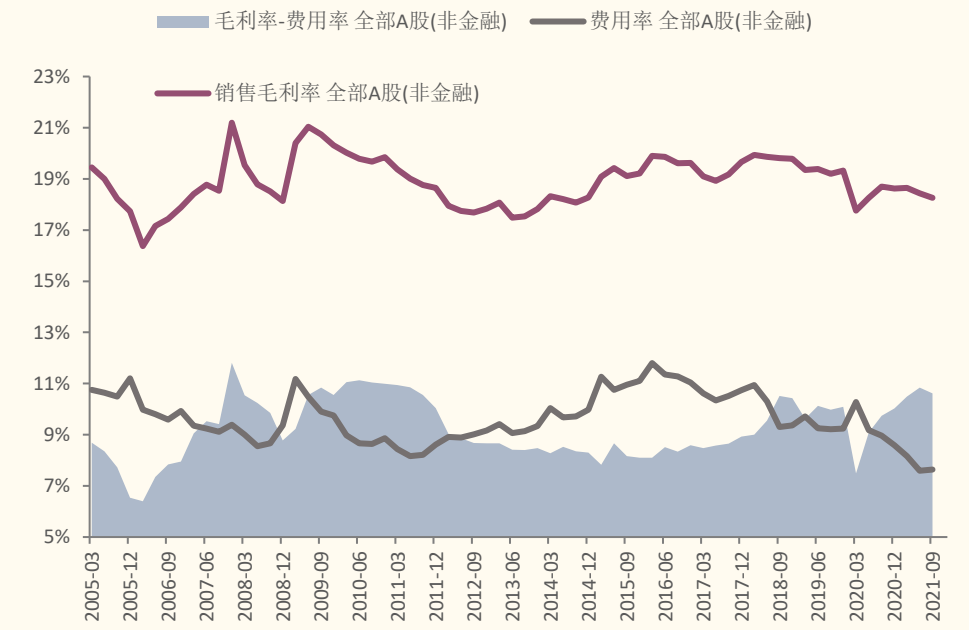
■ **整体来说，利润率回落是驱动 ROE 拐头向下的主要原因。**三季度处在经济见顶回落的阶段，企业收入和利润规模增速均有所放缓，规模效应减弱导致费用率有所上行。与此同时，经济回落叠加 PPI 上行，经济呈现类滞涨特征，中下游毛利受到上游资源品涨价的挤压。毛利率的下降和费用率的上升表现为企业净利润率的拐头向下。

图表 8：利润率下行是驱动 ROE 拐头向下的核心驱动力



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：毛利率-费用率开始下降



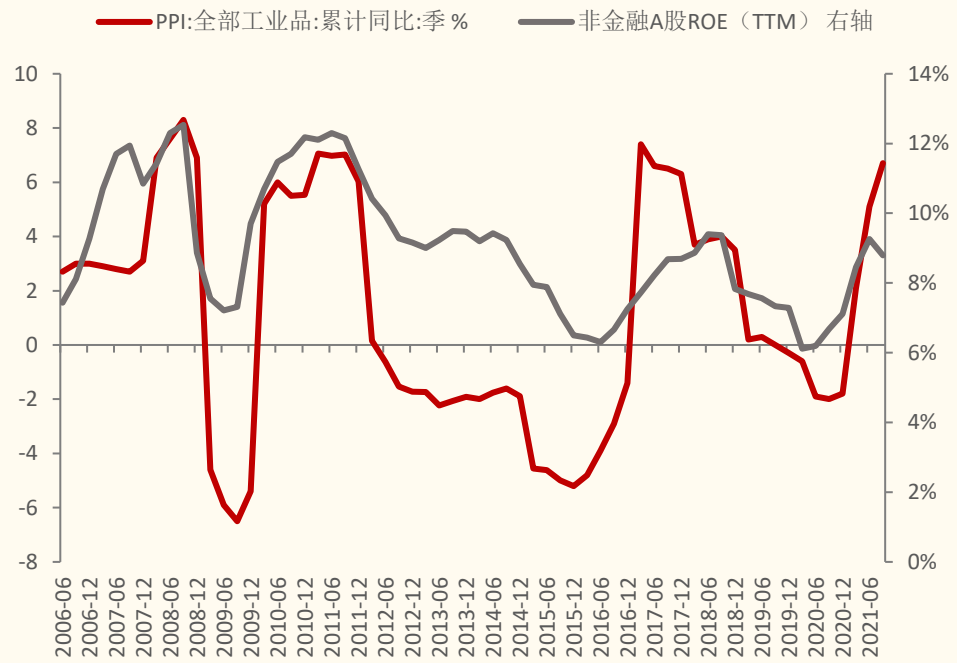
来源：Wind、国金证券研究所

2.2 ROE 和 PPI 出现背离，类滞涨下成本传导不畅

- **自上而下来看，PPI 是非金融企业 ROE 的同步指标，但三季度 PPI 和 ROE 出现一定的背离，其中原因或来自上游涨价对中下游毛利的挤压。**三季度 PPI 仍处在快速上行阶段，当前 PPI 和非金融企业 ROE 呈现一定的

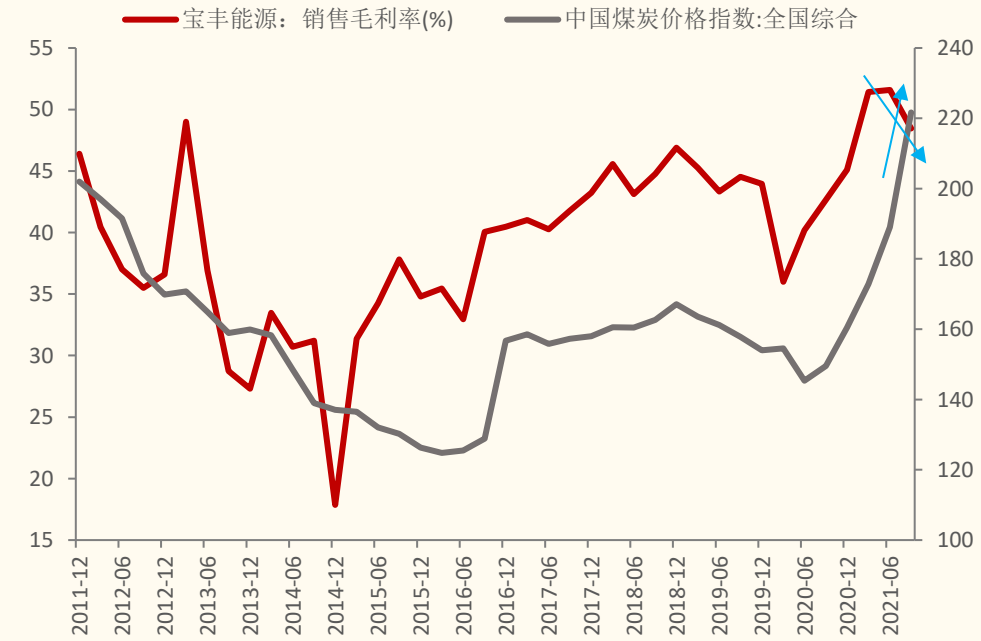
背离，背后反映了上游资源品涨价对中下游行业毛利的挤压，特别是在下游需求相对不足的背景下，中下游毛利的下滑趋势明显。以煤化工行业为例，三季度煤炭价格快速上涨，但经济处在下行阶段，价格传导机制不畅，导致煤化工企业毛利承压。这是历史上不太常见的情形，过去煤炭价格的上涨阶段，往往对应经济复苏阶段，价格传导顺畅，这时煤化工企业毛利也会跟随成本上涨而提升。但是在当前类滞涨情况下，成本上行的结果往往是挤压毛利。前瞻来看，四季度 PPI 大概率见顶回落，A 股 ROE 趋势或处在新的下行周期的开始阶段。

图表 10：ROE 与 PPI 出现一定背离



来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：煤化工龙头毛利率开始受到上游煤炭价格影响



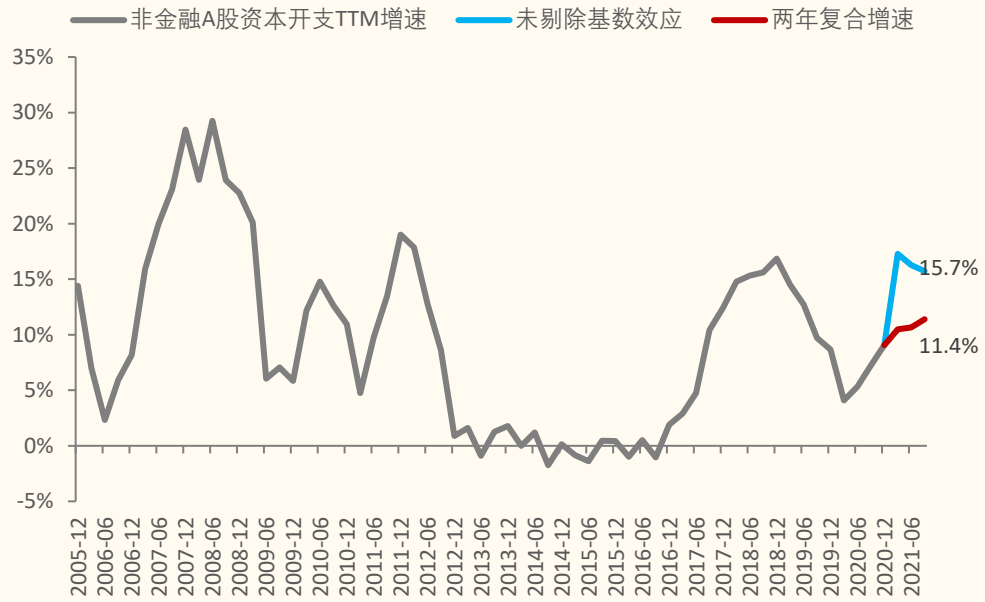
来源：Wind、国金证券研究所

三、上市公司资本开支稳步提升，资本开支扩张仍有韧性

3.1 经济下行压力尚未对资本开支扩张造成影响，现金流改善在支撑企业资本开支扩张

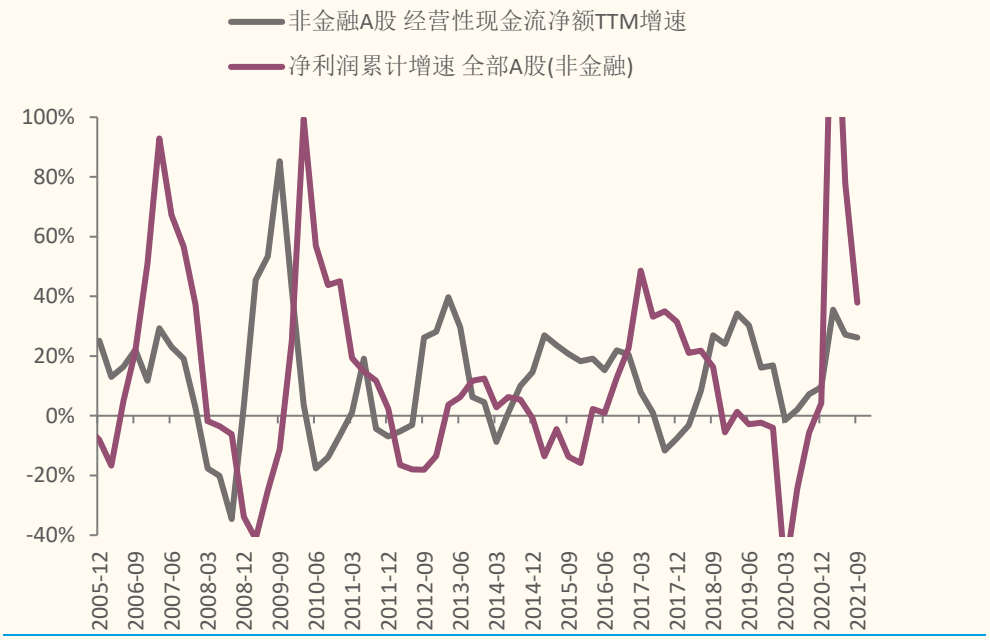
- 影响企业资本开支的宏观因素是行业景气，微观因素是企业现金流。从宏观层面来看，今年三季度以来经济下行压力逐步加大，但资本开支扩张仍具有一定惯性，当前经济下行压力或在未来 1-2 个季度才会反映在企业资本开支增速上。从微观层面来看，当前上市公司盈利增速有所放缓，但经营性现金流仍在改善当中。这对当前企业资本开支形成了一定会的支撑。由我们可以看到，前三季度非金融上市公司资本开支处在稳步增长阶段，上半年和前三季度非金融 A 股资本开支 TTM 两年复合增速分别为 10.7%、11.4%，相比 2019 年底 8.7%的增速在持续改善。

图表 12：A 股非金融企业资本开支扩张增速稳定



来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：企业经营现金流增速持续改善

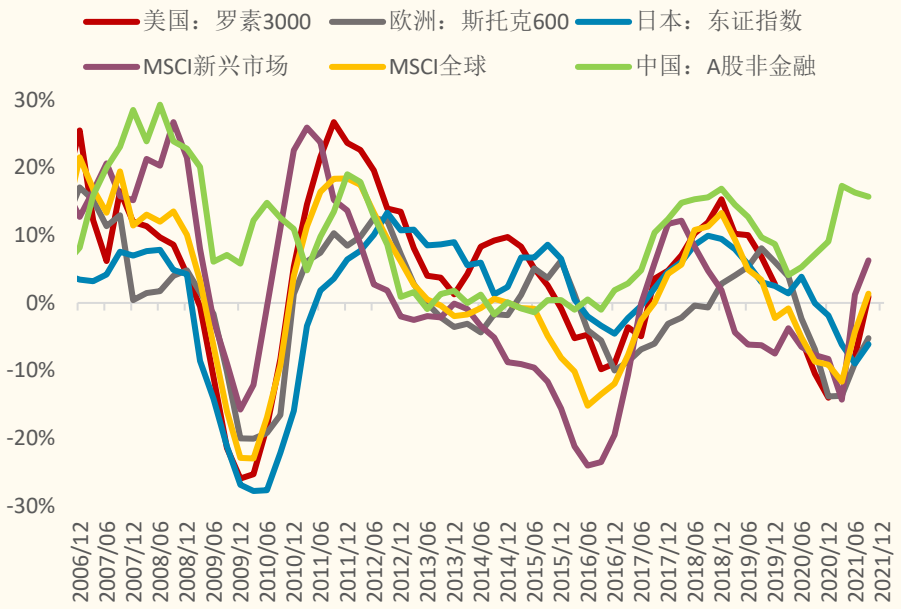


来源：Wind、国金证券研究所

3.2 A 股资本开支扩张领先海外，海外企业资本开支将持续加速

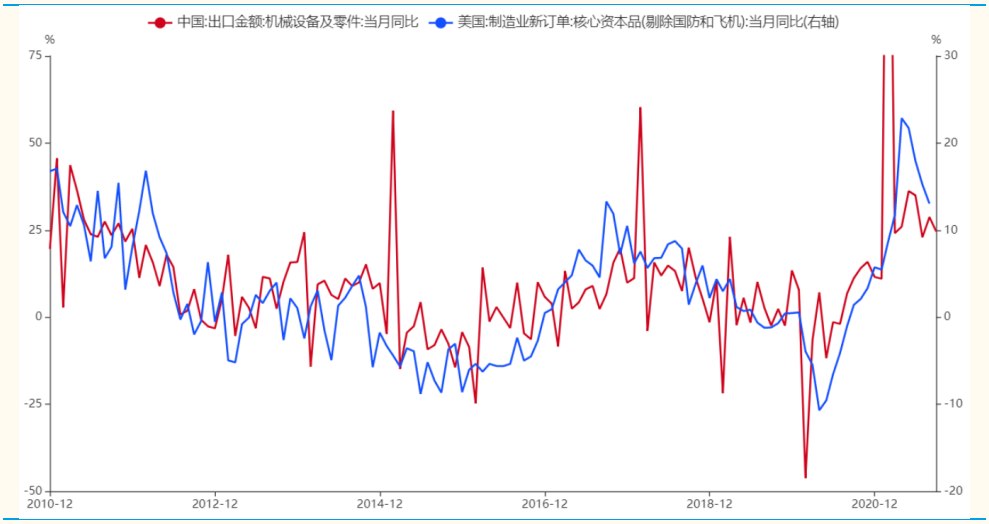
- **当前全球处在新一轮资本开支扩张阶段，从上市公司的数据来看，我国 A 股企业资本开支增速已经 5 个季度回升阶段。**相对美国等海外市场的上市公司而言，我们领先大概 3-4 个季度左右。当前驱动全球资本开支扩张的核心因素仍是供需矛盾激化叠加产能利用率处在高位。特别是去年下半年到今年上半年的大宗商品涨价潮之下，那些景气度较高的行业均有资本开支扩张的动力。
- **海外上市公司资本开支速度明显加速，未来半年海外资本开支扩展下中国机电产品等资本品出口或仍有韧性。**三季度海外主要经济体资本开支明显有所提速，从中国资本开支的领先性来看，未来半年海外资本开支或继续保持强劲，历史上来看，海外资本开支扩张阶段，我国机电产品的出口会得到明显支撑，美国资本品新订单增速和我国机械产品出口增速的相关性。未来半年海外资本开支扩展下中国机电产品等资本品出口或仍有韧性。

图表 14：全球主要国家地区上市公司资本开支增速



来源：Wind、Bloomberg、国金证券研究所

图表 15：美国资本品新订单增速与中国机械类产品出口明显正相关

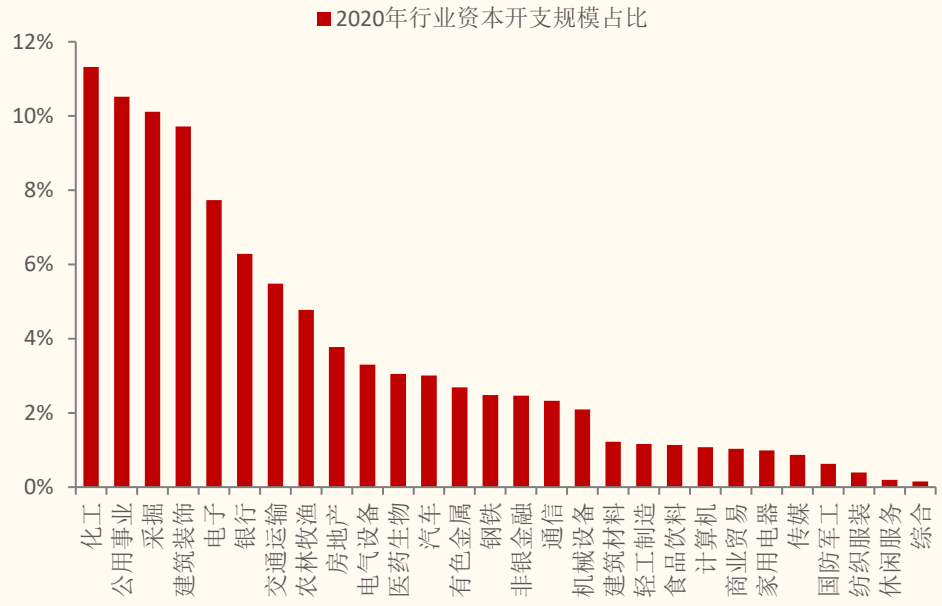


来源：Wind、国金证券研究所

3.3 哪些行业在进行资本开支？

- **从资本开支规模来看**，化工、公用事业、采掘、电子是 A 股市场资本开支占比较高的行业。截止 2020 年，A 股市场资本开支规模占比较高的行业有化工、公用事业、采掘、电子、银行、交运和农业等行业，占比分别为 11.3%、10.5%、10.1%、9.7%、7.7%、6.3%、5.5%和 4.8%。
- **从资本开支扩张速度来看**，今年以来资本开支两年平均增速持续为正且今年前三季度两年平均增速相对靠前的行业有个：农业、电气设备、机械、、轻工、医药和钢铁等，今年上半年资本开支累计增速分别为 70.2%、46.1%、31.7%、31.6%、26.6%、22.7%、21.9%。

图表 16：2020 年行业资本开支规模占比



来源：Wind、国金证券研究所

图表 17：行业资本开支情况

行业	资本开支规模占比	资本开支累计同比增速							增速变化趋势
		2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	
农林牧渔	4.7%	16.7%	23.1%	38.6%	50.0%	124.0%	99.1%	70.2%	
电气设备	3.3%	4.9%	7.2%	9.6%	19.3%	42.3%	41.7%	46.1%	
机械设备	2.1%	-5.9%	-5.9%	-1.3%	3.7%	30.2%	33.9%	31.7%	
建筑材料	1.2%	48.8%	41.5%	68.6%	56.6%	20.2%	30.0%	31.6%	
轻工制造	1.2%	-12.5%	-10.7%	-11.2%	-4.9%	23.4%	30.9%	26.6%	
医药生物	3.1%	11.0%	13.4%	6.0%	1.2%	27.3%	23.1%	22.7%	
钢铁	2.4%	34.7%	18.9%	20.7%	15.0%	35.6%	25.3%	21.9%	
家用电器	1.0%	4.5%	7.0%	3.8%	7.2%	29.9%	18.3%	18.2%	
综合	0.2%	-13.3%	-14.7%	-30.0%	-42.3%	13.5%	18.2%	17.2%	
化工	11.2%	35.7%	41.7%	33.3%	22.0%	21.7%	14.5%	16.5%	
电子	7.7%	-5.9%	-12.1%	-15.1%	-18.9%	24.4%	20.5%	16.2%	
计算机	1.1%	6.8%	4.9%	2.8%	1.6%	8.8%	18.5%	14.7%	
公用事业	11.3%	-0.7%	7.7%	11.6%	12.5%	22.5%	14.6%	13.8%	
有色金属	2.7%	4.6%	6.0%	8.9%	9.1%	12.6%	9.5%	10.5%	
交通运输	5.5%	21.0%	1.0%	-7.1%	-17.9%	1.7%	1.8%	8.2%	
食品饮料	1.2%	29.8%	49.5%	68.0%	51.3%	23.4%	11.5%	6.6%	
建筑装饰	9.6%	25.8%	33.9%	28.2%	24.4%	12.4%	5.9%	6.1%	
房地产	3.7%	75.6%	31.6%	25.7%	26.3%	4.5%	11.1%	5.0%	
国防军工	0.6%	27.6%	20.1%	15.1%	18.1%	5.5%	-1.2%	4.7%	
传媒	0.8%	-7.9%	-8.3%	-8.2%	0.2%	16.0%	9.0%	2.6%	
通信	2.3%	-13.3%	-10.0%	-3.2%	-3.5%	11.7%	-2.4%	2.0%	
非银金融	2.4%	183.7%	15.6%	1.2%	-9.6%	-23.7%	-0.1%	1.7%	
纺织服装	0.4%	-17.0%	-14.3%	-0.7%	-3.5%	11.6%	4.9%	0.9%	
采掘	9.9%	4.1%	20.3%	17.1%	15.6%	-11.9%	-3.5%	-2.5%	
银行	6.2%	6.6%	1.3%	-1.9%	-9.2%	-0.8%	2.0%	-3.3%	
汽车	3.0%	13.8%	10.3%	-2.0%	-4.8%	-14.0%	-8.6%	-3.3%	
商业贸易	1.0%	-15.9%	-10.5%	-1.1%	-1.0%	-7.1%	-7.9%	-4.0%	
休闲服务	0.2%	45.5%	28.9%	4.7%	9.4%	-16.0%	-9.4%	-8.8%	

说明：资本开支规模占比为 2020 年数据；橙色底色行表示资本开支增速为正；2021 年数据为两年复合增速。

来源：Wind、国金证券研究所

■ **风险提示：**经济恢复不及预期、宏观流动性超预期收紧，海外黑天鹅事件

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为 pi 本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH