东兴证券 DONGXING SECURITIES

涨价与“碳中和”催化周期行业价值重估

2021 年 3 月 21 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	高天然 电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

市场回顾：A 股延续全线下跌趋势，偏防御的消费板块领涨、金融成长回调显著。上周创业板指下跌 3.09%，上证综指下跌 1.40%。金融、成长显著回调，分别下跌 2.65%、1.99%，消费跌幅最小，仅下跌 0.28%。行业来看，国防军工、轻工制造、纺织服装、商贸零售涨幅居前，表现优异的行业主要集中在偏防御的消费板块。上周周二至周四白马股已有所企稳，这三天茅指数上涨 4.16%，表现优于上证综指，但周五在中美高层战略对话不确定性冲击下再次大跌，下跌 3.41%。

PPI 上行趋势预计仍将延续并向下游传导。2020 年 5 月以来 PPI 同比持续回升，截止 2021 年 2 月已回升至 1.7%。全球经济处于修复阶段，工业原材料需求旺盛但供给相对刚性，随春季到来北半球将进入开工旺季，预计 PPI 仍将上行。2003 年以来有四次 PPI 显著上行区间，PPI 上行往往由上游、中游向下游传导，并且上行趋势结束时三者都会达到历史高点。2020 年 5 月以来 PPI 上游、中游率先启动，9 月传导至下游。截止 2021 年 2 月，上游、中游 PPI 历史分位已分别达到 59%、52%，下游 PPI 历史分位则仅为 31%，处于相对低位，仍有上行空间。四段 PPI 上行区间中，2009 年 7 月-2010 年 7 月经济正从危机中复苏、2015 年 9 月-2017 年 2 月原材料供给趋紧，与当前宏观经济环境相似，后文以这两段区间作为参考进行分析。

本轮 PPI 上行主要由资源品中上游拉动，资源品产业链多个行业有随 PPI 上行盈利扩张的趋势。本轮 PPI 上行主要拉动项集中在资源品的上游采选和中游加工。为寻找 PPI 上行区间的潜在受益行业，本文参考历史两段 PPI 上行区间盈利扩张的行业，结合本轮 PPI 上行中盈利改善的行业进行分析。历史上两轮与本轮 PPI 上行区间盈利均扩张的行业包括 **1.有色及黑色金属产业链中的铜、铝、铁矿石、长材、板材、工程机械、通用设备、专用机械、白色家电、小家电、汽车零部件；2.石油产业链中的石油开采；3.煤炭产业链中的煤炭开采及洗选、焦炭；4.化工产业链中的农用化工、化学原料等。**

PPI 上行及碳中和催化产业链盈利扩张。上游资源品：当下工业原材料需求旺盛但供给相对刚性，在产产能已处高位且短期内由于建设周期和供给侧改革、“碳中和”等政策问题难以新增产能，库存已处低位，商品价格预计仍将上行，资源品行业预计也将持续受益。**工程机械：**工程机械上一轮销售高峰发生在 2008 年-2011 年，目前上一轮销售的工程机械设备已纷纷进入替换周期。2021 年以来挖掘机持续高景气，历史经验来看起重机、泵车等工程顺序在挖机后的工程机械销量上行时点往往滞后，工程机械整体景气度仍具上行空间。**汽车零部件：**宏观经济回暖带动汽车消费恢复。2016、2017 年新车销售高峰带来的换购需求影响，当前目前汽车销量已显著提升且景气度仍有回升动力。海外疫情逐步得到控制下欧美汽车销量均处于回暖阶段且汽车及汽车零部件库存已处于历史低位，美国汽车及汽车零部件和用品批发商库存已是 2011 年以来的历史最低，补库存需求强烈。**行业盈利增速下行时点往往与 PPI 下行同时或滞后不超过两个季度，PPI 或可作为盈利变动的先行指标。**PPI 回升带动的行业景气上行建议关注：**铜、铝、钢铁、工程机械、汽车零部件。**

风险提示：宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

目 录

1. A 股延续全线下跌趋势，偏防御的消费板块领涨，金融成长回调显著 3
2. 全球经济修复叠加流动性宽松 PPI 上行趋势预计仍将延续并向下游传导 5
3. 资源品拉动本轮 PPI 上行且产业链多个行业盈利随 PPI 上行扩张 8
4. PPI 上行及碳中和催化产业链盈利扩张 ..... 错误!未定义书签。
5. 风险提示 15

插图目录

图 1：上周 A 股主要指数全线下跌 3
图 2：金融、成长显著回调，消费跌幅最小 3
图 3：上周军工、轻工、纺织服装等领涨市场 3
图 4：2020 年 5 月以来 PPI 持续回升 4
图 5：美国工业生产尚未恢复至疫情前水平 4
图 6：英国、德国工业生产尚未恢复至疫情前水平 4
图 7：2003 年以来发生过 4 次 PPI 的显著上行 5
图 8：历史上 PPI 上行铜、铝的业绩均有所提升 9
图 9：历史上 PPI 上行中铁矿石、长材、板材的业绩均有所提升 9
图 10：历史上 PPI 上行煤炭开采洗选、焦炭的业绩均有所提升 10
图 11：LME 铜、COMEX 铜库存目前处于历史低位 10
图 12：电解铝在产产能已接近见顶 10
图 13：历史上两段 PPI 上行区间与本轮 PPI 上行区间来看，工程机械盈利均呈现扩张趋势 11
图 14：起重机销量上行往往滞后于挖掘机 1 个季度左右 11
图 15：历史上两段 PPI 上行区间与本轮 PPI 上行区间来看，汽车零部件盈利均呈现扩张趋势 12
图 16：2020 年下半年以来乘用车销量显著提升 12
图 17：欧美整车销售随疫情得到控制处于复苏阶段 12
图 18：汽车及汽车零部件库存已处于历史低位 13

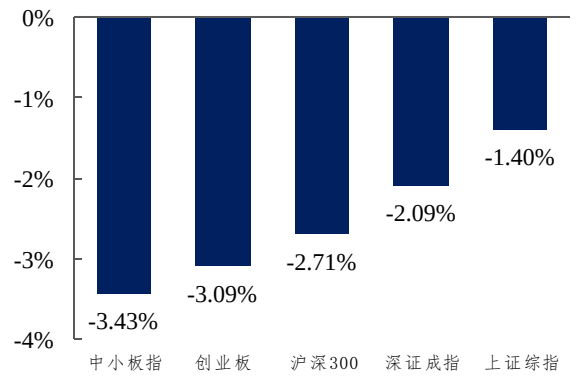
表格目录

表 1：PPI 上行结束时上、中、下游 PPI 同比所处历史分位接近 5
表 2：资源品的上游采选和中游加工拉动本轮 PPI 上行 7
表 3：有色金属及黑色金属产业链上、中、下游行业普遍受益于 PPI 上行 8

1. A 股延续全线下跌趋势，偏防御的消费板块领涨，金融成长回调显著

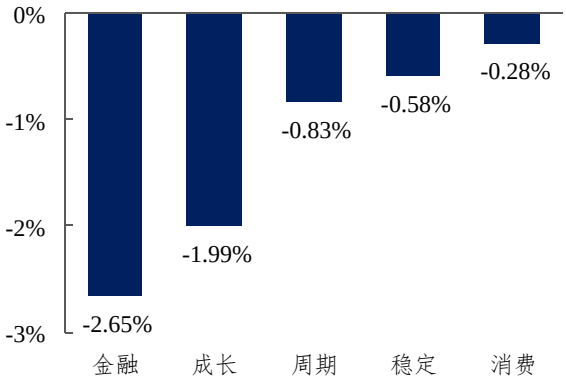
A 股延续全线下跌趋势，偏防御的消费板块领涨，金融成长回调显著。上周创业板指下跌 3.09%，沪深 300 下跌 2.71%，上证综指则下跌 1.40%。风格来看，金融、成长显著回调，分别下跌 2.65%、1.99%，消费跌幅最小，仅下跌 0.28%，周期相对弱势，下跌 0.83%。行业来看，国防军工、轻工制造、纺织服装、商贸零售涨幅居前，分别上涨 3.18%、3.07%、2.82%、1.89%，表现优异的行业主要集中在偏防御的消费板块。上周周二至周四白马股已有所企稳，这三天茅指数上涨 4.16%，表现优于上证综指，但周五在中美高层战略对话不确定性冲击下再次大跌，下跌 3.41%。

图 1：上周 A 股主要指数全线下跌



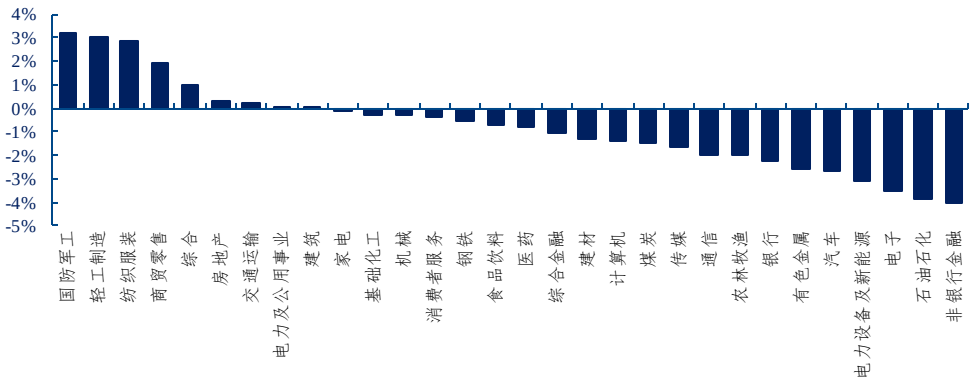
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2：金融、成长显著回调，消费跌幅最小



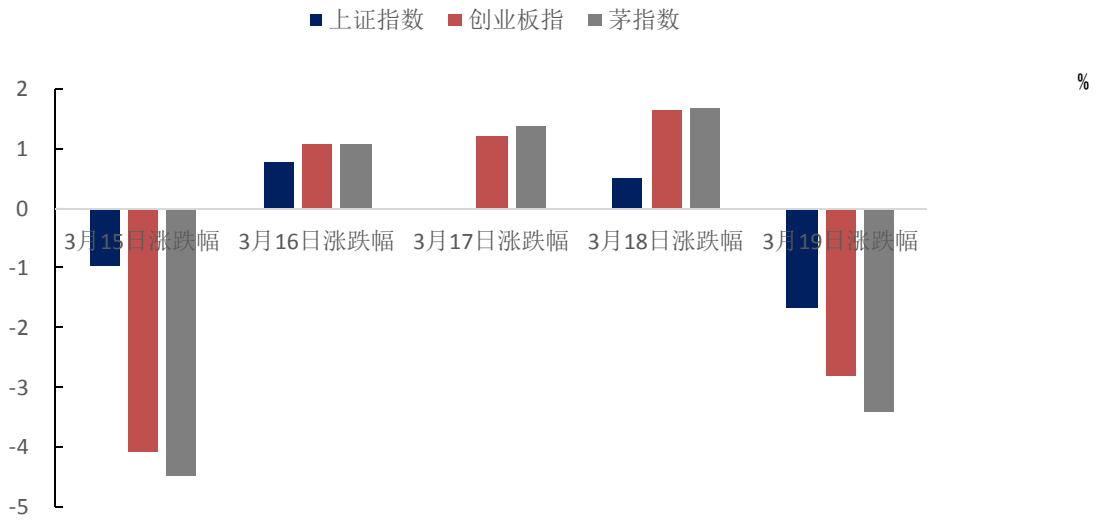
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 3： 上周军工、轻工、纺织服装等领涨市场



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4：上周周中白马股有所企稳但周五中美战略高层对话不确定性冲击下再次大跌

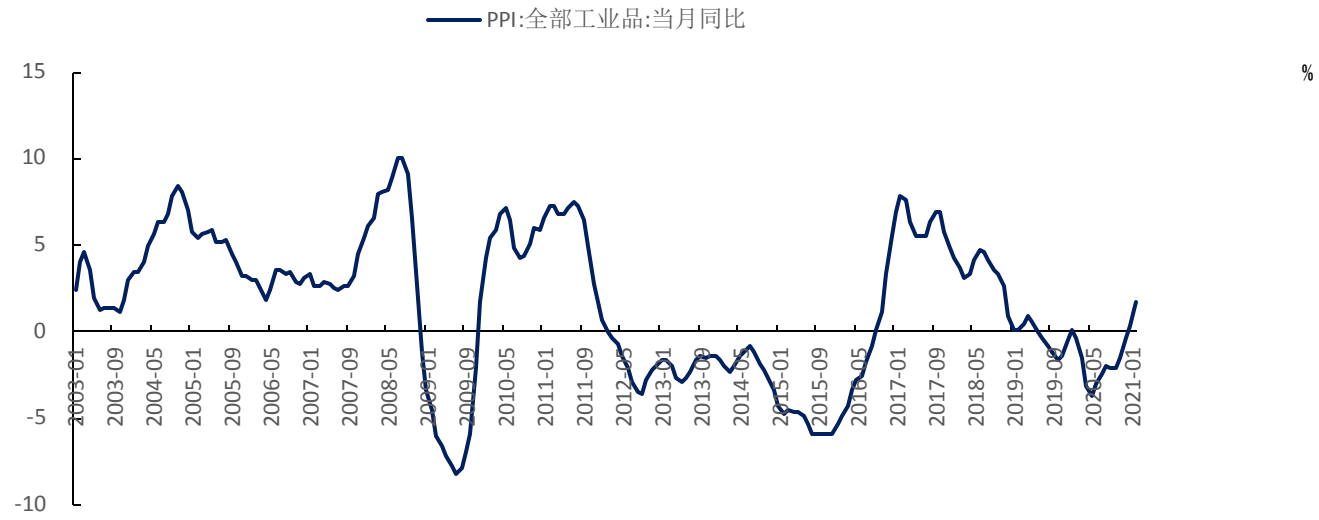


资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 全球经济修复下 PPI 上行趋势预计仍将延续并向下游传导

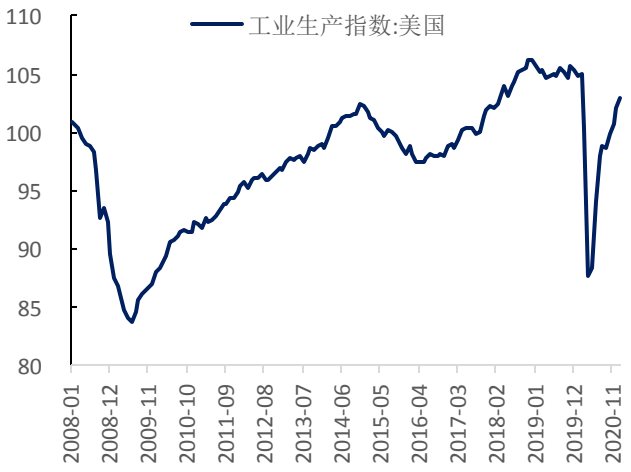
PPI 持续上行，全球经济修复下上行趋势预计仍将延续。2020 年 5 月以来 PPI 持续回升，截止 2021 年 2 月 PPI 当月同比已回升至 1.7%。当前全球经济仍处于疫情后的修复阶段，美、欧等主要经济体工业生产均尚未恢复至疫情前水平，工业原材料需求维持旺盛但供给相对刚性，并且随春季到来北半球即将进入开工旺季，大宗商品价格仍具上行动力，预计 PPI 也仍将持续上行。

图 5：2020 年 5 月以来 PPI 持续回升



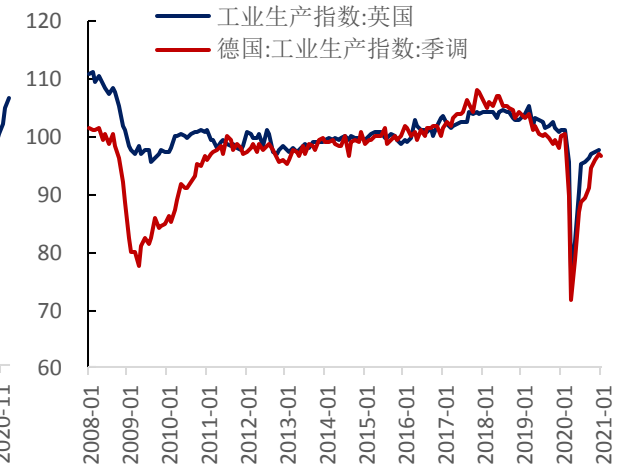
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6：美国工业生产尚未恢复至疫情前水平



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 7：英国、德国工业生产尚未恢复至疫情前水平

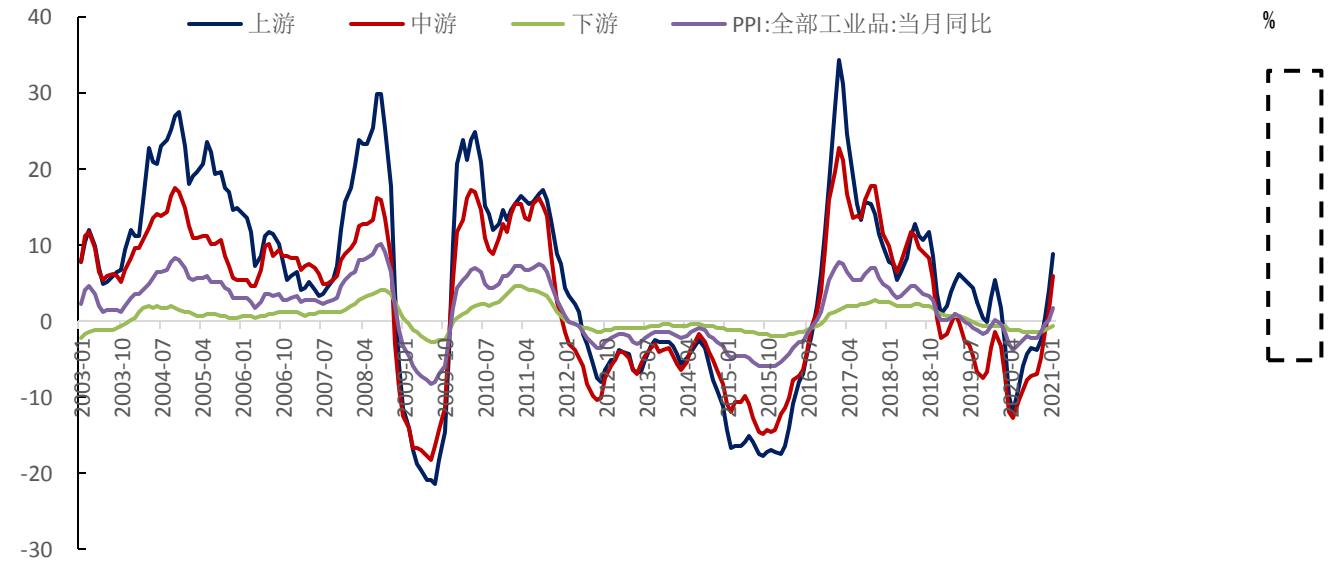


资料来源：Wind、东兴证券研究所

PPI 上行往往由上游、中游向下游传导，当前下游工业制品价格仍具上行空间。自 2003 年以来共发生过 4 次 PPI 的显著上行，分别为 2003 年 6 月-2004 年 11 月、2007 年 6 月-2008 年 8 月、2009 年 7 月-2010 年 7 月、2015 年 9 月-2017 年 2 月，持续时间分别为 17 个月、14 个月、12 个月、14 个月、17 个月。从历史的四次 PPI 上行经验来看，PPI 上行往往由上游、中游向下游传导，可能具有一个季度左右的时滞，而从结束时点来看，上、中、下游结束上行趋势的时间不固定，但三者结束时 PPI 水平往往都会达到历史高点。2020 年 5 月以来，PPI 再度上行，上游、中游率先启动，9 月份则传导至下游。截止到 2021 年 2 月，上游、中游 PPI 历史分位已分别达到 59%、52%，下游 PPI 历史分位则仅为 31%，处于相对低位，仍有上行空间。

2009 年 7 月-2010 年 7 月经济也处于从危机中复苏的区间、2015 年 9 月-2017 年 2 月原材料供给趋紧，与当前宏观经济环境具有较高的相似度，后文主要参考这两段区间进行研究。

图 8：2003 年以来发生过 4 次 PPI 的显著上行



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 1：PPI 上行结束时上、中、下游 PPI 同比所处历史分位接近

PPI 上行区间	2003 年 6 月-2004 年 11 月	2007 年 6 月-2008 年 8 月	2009 年 7 月-2010 年 5 月	2015 年 8 月-2017 年 2 月	2020 年 5 月至今
上游启动时间	2003 年 6 月	2007 年 6 月	2009 年 7 月	2015 年 9 月	2020 年 5 月
中游启动时间	2003 年 6 月	2007 年 8 月	2009 年 7 月	2015 年 9 月	2020 年 5 月
下游启动时间	2003 年 8 月	2007 年 10 月	2009 年 7 月	2015 年 12 月	2020 年 9 月
上游结束时间	2004 年 11 月	2008 年 7 月	2010 年 5 月	2017 年 2 月	——

中游结束时间	2004 年 10 月	2008 年 7 月	2010 年 4 月	2017 年 2 月	——
下游结束时间	2004 年 9 月	2008 年 8 月	2010 年 7 月	2017 年 10 月	——
上游 PPI 结束时历史分位	100%	100%	92%	100%	59%
中游 PPI 结束时历史分位	100%	95%	98%	100%	52%
下游 PPI 结束时历史分位	95%	100%	89%	88%	31%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 资源品拉动本轮 PPI 上行且产业链多个行业盈利随 PPI 上行扩张

资源品的上游采选和中游加工拉动本轮 PPI 上行且未来可能向下游传导。2020 年 5 月以来的本轮 PPI 上行主要拉动项集中在资源品的上游采选和中游加工，特别是石油、煤炭、有色、钢铁、化工产业链中上游 PPI 同比均有大幅回升。

表 2：资源品的上游采选和中游加工拉动本轮 PPI 上行

行业	PPI 当月同比差（%）	PPI 当月同比增速
石油和天然气开采业	51.2	89%
黑色金属矿采选业	29.9	5980%
石油、煤炭及其他燃料加工业	23.9	98%
黑色金属冶炼及压延加工业	22.1	276%
煤炭开采和洗选业	20.2	217%
有色金属冶炼及压延加工业	18.1	302%
化学纤维制造业	17.5	99%
化学原料及化学制品制造业	13.2	43%
有色金属矿采选业	7.6	362%
燃气生产和供应业	7.3	112%
农副食品加工业	4.1	513%
纺织业	4.1	68%
电气机械及器材制造业	3.5	92%
金属制品业	2.5	500%
橡胶和塑料制品业	2.0	80%

酒、饮料和精制茶制造业	1.0	143%
通用设备制造业	0.6	75%
水的生产和供应业	0.6	300%
纺织服装、服饰业	0.5	29%
非金属矿采选业	0.4	67%
非金属矿物制品业	0.2	7%
专用设备制造业	0.2	33%
食品制造业	0.1	17%
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.1	0%
烟草制品业	-0.3	-38%
医药制造业	-0.5	-100%
汽车制造业	-0.9	0%
电力、热力的生产和供应业	-1.4	0%
计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.0	0%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注释：PPI 当月同比差=2021 年 2 月 PPI 同比-本轮周期中行业 PPI 最低点同比，PPI 当月同比增速=PPI 当月同比差/ABS(本轮周期中行业 PPI 最低点同比)

资源品产业链多个行业盈利随 PPI 上行扩张。为寻找 PPI 上行区间的潜在受益行业，本文参考 2009 年 7 月-2010 年 7 月、2015 年 9 月-2017 年 2 月两段 PPI 上行区间盈利扩张的行业，结合本轮 PPI 上行中盈利改善的行业进行分析。行业方面以中信行业分类为基础，有色、黑色产业链取上游的铜、铝、铁矿石，中游的长材、板材和下游的电网、白色家电、小家电、汽车零部件、工程机械、专用机械、通用设备进行研究；石油产业链取上游的石油开采，中下游的炼油、油服工程进行研究；煤炭产业链取煤炭开采洗选、焦炭进行研究；化工产业链取农用化工、化学纤维、化学原料进行研究。

2009 年 7 月-2010 年 7 月、2016 年 1 月-2017 年 2 月及 2020 年 5 月至今的三段区间净利润均上行的行业包括 1. 有色金属及黑色金属产业链的**铜、铝、铁矿石、长材、板材、工程机械、通用设备、专用机械、白色家电、小家电、汽车零部件**；2. 石油产业链的**石油开采**；3. 煤炭产业链的**煤炭开采及洗选、焦炭**；4. 化工产业链的**农用化工、化学原料。**

表 3：有色金属及黑色金属产业链上、中、下游行业普遍受益于 PPI 上行

行业	2009 年-2010 年 PPI 上行区间	2015 年-2017 年 PPI 上行区间	2020 年 5 月至今
铜	↑	↑	↑
铝	↑	↑	↑
铁矿石	↑	↑	↑
长材	↑	↑	↑
板材	↑	↑	↑
工程机械	↑	↑	↑
专用机械	↑	↑	↑
通用设备	↑	↑	↑
汽车零部件	↑	↑	↑
白色家电	↑	↑	↑
小家电	↑	↑	↑
电网	↓	↓	↓
石油开采	↑	↑	↑
炼油	↓	↑	↑
油服工程	↑	↓	↓

煤炭开采洗选	↑	↑	↑
焦炭	↑	↑	↑
农用化工	↑	↑	↑
化学纤维	↓	↓	↑
化学原料	↑	↑	↑

资料来源：Wind、东兴证券研究所

4. PPI 上行及碳中和催化产业链盈利扩张

当前宏观经济环境下，部分历史及本轮 PPI 上行中盈利扩张的行业仍然具备投资逻辑，如上游资源品的铜、铝、钢铁、煤炭，工程机械和汽车零部件等。

铜、铝、钢铁、煤炭等资源品需求旺盛但供给刚性，PPI 持续上行下其盈利仍具扩张空间。2009 年 7 月-2010 年 7 月、2015 年 9 月-2017 年 2 月两轮 PPI 上行中，铜、铝、铁矿石、长材、板材的归母净利润增速均有所提升且本轮 PPI 上行以来盈利也有所改善，铜、铝、钢铁等商品价格的大幅上行拉动相关中上游行业利润扩张。当下全球复工复产持续推进，经济仍在加速修复，需求保持旺盛但供给相对刚性，在产产能已处高位且短期内由于建设周期问题和供给侧改革、“碳中和”政策问题难以新增产能，同时库存已处低位，商品价格预计仍将上行，铜、铝、铁矿石、长材、板材等行业预计也将持续受益。

图 9：历史上 PPI 上行铜、铝的业绩均有所提升

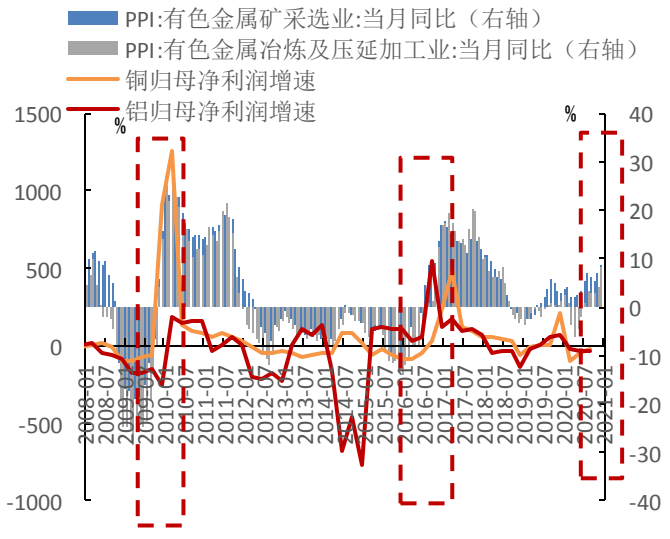
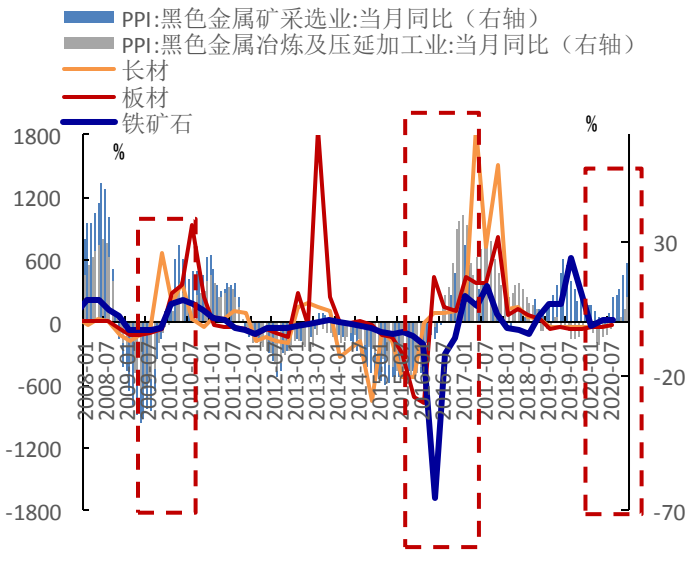


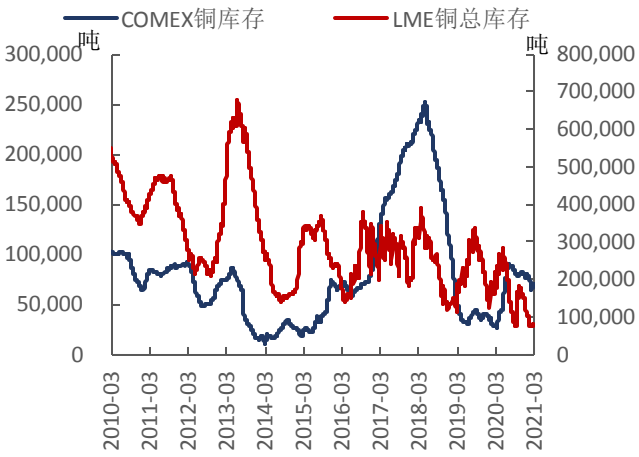
图 10：历史上 PPI 上行铁矿石、长材、板材的业绩均有所提升



资料来源：Wind、东兴证券研究所

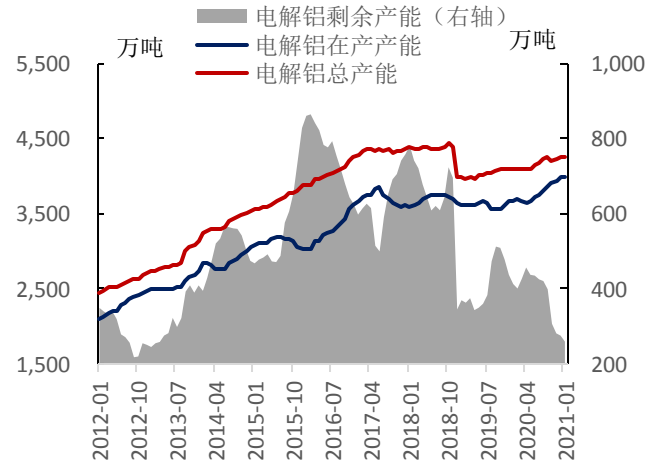
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 11：LME 铜、COMEX 铜库存目前处于历史低位



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 12：电解铝在产产能已接近见顶



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 13：限产政策下全国钢厂高炉开工率持续处于低位

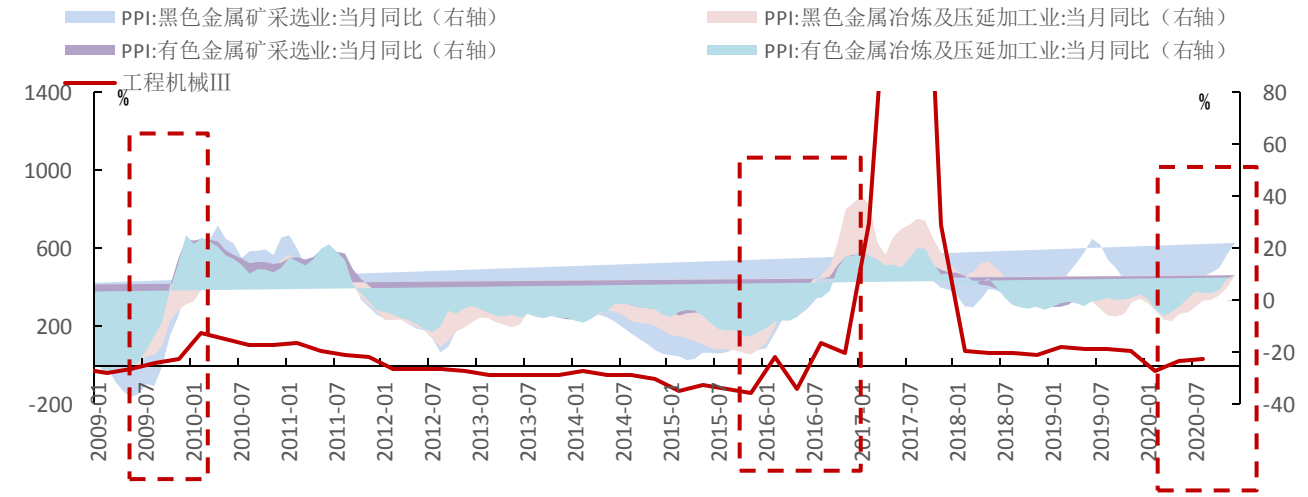


资料来源：Wind、东兴证券研究所

存量替代下工程机械景气度持续提升。历史上两段 PPI 上行区间与本轮 PPI 上行区间来看，工程机械盈利均呈现扩张趋势。当前全球复产下建设需求增加。工程机械上一轮销售高峰发生在 2008 年-2011 年，目前

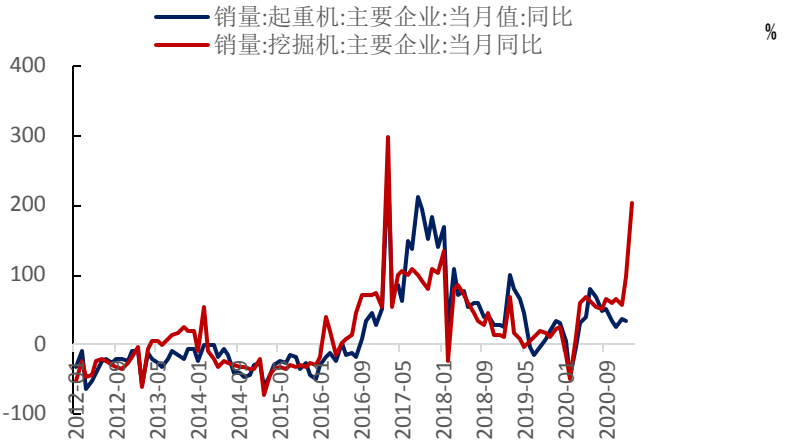
上一轮销售的挖机、起重机、混凝土设备等已纷纷进入替换周期，存量替代需求旺盛。2021 年以来，挖掘机销量持续维持高景气，暂时并无下滑迹象，且从历史经验来看，起重机、泵车等一系列工程顺序在挖掘机之后的工程机械销量上行时点也往往滞后，如起重机销售约滞后挖掘机销售一个季度左右，工程机械整体景气度仍具上行空间。

图 14：历史上两段 PPI 上行区间与本轮 PPI 上行区间来看，工程机械盈利均呈现扩张趋势



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 15：起重机销量上行往往滞后于挖掘机 1 个季度左右



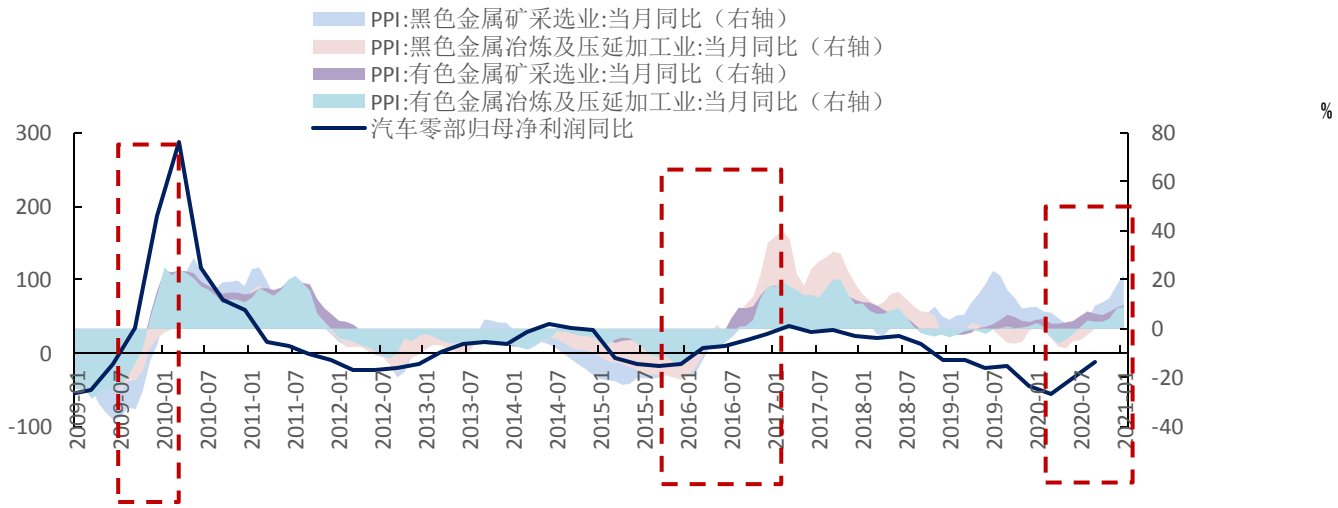
资料来源：Wind、东兴证券研究所

中短期来看，全球经济复苏背景下 2021 年汽车零部件行业景气度具备持续上行动力。历史上两段 PPI 上行区间与本轮 PPI 上行区间来看，汽车零部件行业盈利均呈现扩张趋势。2020 年下半年随宏观经济回暖汽车消费也逐步恢复。我国汽车销量自 2018 年起出现滑坡，同比增速持续处于负区间，但受 2016 年与 2017

年的新车销售高峰带来的换购需求影响，目前汽车销量已显著提升。当前汽车行业处于复苏周期，景气度仍有回升动力，中汽协预计 2021 年我国乘用车销量将达 2170 万辆，对汽车零部件销售具备强劲拉动作用。此外，疫苗注射进程持续推进下，海外疫情已经逐步得到控制，整车销售随之开始复苏，当前欧美汽车销量均处于回暖阶段，且汽车及汽车零部件库存已处于历史低位，美国汽车及汽车零部件和用品的批发商库存同比仅为-5.69%，已是 2011 年以来的历史最低位，补库存需求强烈。

长期来看，疫情加速全球汽车产业出清、推动我国零部件企业全球化进程。与海外相比，疫情中我国汽车产业整体受冲击影响有限，为汽车零部件企业提供了较为稳定的下游需求，保证了零部件企业的现金流，而部分欧美零部件企业如 Finoba、BBS、Shiloh 等却在疫情压力下纷纷破产，这有望促进我国零部件企业全球化进程。同时，由于贸易摩擦不断，我国汽车零部件产业近年来也一定程度上面临国产替代压力，本次疫情带来海外断供风险下，大量整车厂商被迫选择采购国产零部件，从长期来看也将改变零部件的长期供求格局，利好国内零部件企业。

图 16：历史上两段 PPI 上行区间与本轮 PPI 上行区间来看，汽车零部件盈利均呈现扩张趋势



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 17：2020 年下半年以来乘用车销量显著提升



图 18：欧美整车销售随疫情得到控制处于复苏阶段



资料来源：Wind、东兴证券研究所

资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 19：汽车及汽车零部件库存已处于历史低位



资料来源：Wind、东兴证券研究所

行业盈利增速下行时点往往与 PPI 下行同时或滞后不超过两个季度。回顾两段历史区间 PPI 触达顶点的时间与盈利增速达到顶点的时间，我们发现除了铝在 2015 年 2 月-2017 年 2 月先于有色金属 PPI 下行外，其余各个行业的盈利增速下行时点均与 PPI 下行同时或滞后不超过两个季度，本次“碳中和”政策驱动下铝供给有限，大宗商品持续涨价的 PPI 上行区间中铝行业盈利预计不会提前回落，PPI 或可作为盈利变动的先行指标。

5. 风险提示

宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526