

推荐 (维持)

美国气候和文化孕育中央空调市场 ——海外空调市场系列（美国篇）

2019 年 07 月 10 日

相关报告

《中国空调用电量全球第一，欧洲高温天气刺激空调需求 —— 家电周报（20190701-20190707）》2019-07-07

《家电行业重点公司 2019 年中报业绩前瞻：中报预计环比企稳回升，布局下半年家电主升浪》2019-07-02

《下半年家电主升浪正式开启，我们如何布局三个阶段？ —— 家电周报（20190624-20190630）》2019-06-30

分析师：

王家远

wangjiayuan@xyzq.com.cn

S0190517070001

研究助理：

郭军

guojun@xyzq.com.cn

投资要点

- **美国气候类型多样，大量地区需配备空调。**美国以温带大陆性气候为主，炎热地区夏季达到 32℃ 以上，寒冷地区冬季平均可达 -10℃，大部分地区需要空调来避暑或者避寒，空调安装率达 87%。分气候来看，1) 混湿气候和湿热气候位于东南部、南大西洋沿岸各州往中部延伸，空调安装率最高，超过 90%，与其高湿度的环境有关；2) 寒冷气候位于中部以及东北部，空调安装率位列第二，约 85%，主要系空调可满足供热和供冷双重需求；3) 干热气候位于西南地区，气温高、湿度低，体感温度较好，空调安装率不足 80%；4) 海洋气候位于西部沿海地区，温度适宜，气候凉爽，空调安装率在 50% 左右，明显低于其他气候类型地区。
- **中央空调适用主流场景，窗机等其他类空调适用特殊场景。**根据 EIA 数据，美国家庭中，60% 使用中央空调，22% 使用窗机、便携式空调等其他类型的空调。中央空调特别适合美国大量的别墅型住宅。别墅型住宅面积大，房间多，安装其他家用空调要求每间房安装室内机和室外机，影响别墅内外部墙面的美观性，而中央空调在别墅中安装简洁。风管式系统是家用小型中央空调的主要类型。窗机、便携式空调等其他类型空调适合公寓和老旧住宅，性价比高，安装方便。根据 Central Air Conditioner Prices 2019 年 1 月的价格数据，主要品牌 12 匹（2.5 吨）的中央空调平均安装费是空调价格的 1.75 倍。另外，美国公寓多为出租房，大多数美国房东要求房子保持原状，安装需要打洞的柜机或挂壁式空调不畅销，相比而言，窗机更加适合美国公寓房屋市场。
- **美国空调品牌多样化，本土品牌具有优势。**美国空调市场上，欧美系品牌包括惠尔浦、江森自控的约克空调、英格索兰（Ingersoll-Rand PLC）旗下的特灵、联合技术（UTC）的开利空调，日韩系品牌包括大金、LG、三星、三菱、日立等。美国本土品牌擅长生产“水机”（以水作为主要冷热传递介质），日韩品牌擅长生产“氟机”（以氟利昂等冷媒为冷热传递介质）。水机更符合当地使用习惯，因此美国本土品牌优势明显。日韩品牌通过美国本土化工厂，获得了较高的当地受众接受程度，其中日本品牌在高端产品方面拥有一定优势，韩国品牌以价格及产品新颖来获取市场份额。
- **中国品牌仍未有效进入市场，龙头品牌正积极创牌。**中国大多数品牌为美国市场提供 OEM 产品，缺少自主品牌，现在龙头企业正加快美国战略布局，通过调整产品与研发创新来适应美国市场。格力大力开拓太阳能空调与酒店市场，美的积极在美设立研发机构，海尔收购 GEA 并针对美国市场研发产品。

风险提示：中美贸易摩擦出现新变数、市场需求大幅下滑、市场竞争压力大幅上升

报告正文

1、美国气候决定空调需求强

1.1、美国气候类型多样，大量地区需配备空调

美国以温带大陆性气候为主，炎热地区夏季达到 32℃ 以上，寒冷地区冬季平均可达 -10℃。具体来说，美国气候按地区可分为 5 类：

- 中部和东北部为温带大陆性气候，其中新英格兰地区和五大湖地区冬季寒冷多雪，中部地区夏季炎热，靠海区域较温和，全年多雨雪；
- 东南部和墨西哥沿岸是亚热带湿润气候，受墨西哥暖流影响，温暖湿润；
- 西部内陆高原为高原山地气候，温差较大，冬季干燥寒冷，夏季干热；
- 西北部沿海地区为温带海洋性气候，全年温和潮湿；
- 西部沿海中部地区为地中海气候，夏季炎热干燥少雨、冬季温和多雨；
- 南部契合为热带沙漠气候，昼夜温差极大，全年干燥炎热且少雨。

图 1、美国气候类型多样



资料来源：互联网资料，兴业证券经济与金融研究院整理

除海洋气候的西部沿海地区外，其余地区美国空调安装率均较高，超过一亿户家庭安装空调，安装率达 87%。美国能源信息署（EIA）的“美国房屋建设项目”（Building America program）对美国的空调安装情况有相关调查。在调查中，EIA 按照各地降水、气温及采暖度日数等情况，将美国大致分为 5 种气候类型：混湿气候（mixed-humid）、湿热气候（hot-humid）、寒冷气候（cold/very cold）、干热气候（hot-dry/mixed-dry）、和海洋气候（marine）。

湿热气候和混湿地区的高湿度使得空调安装率高于美国平均安装率，超过 90%。该类气候主要位于美国东南部、南大西洋沿岸各州往中部延伸，主要特征为湿度大，年均降雨量高于 50cm。南部以佛罗里达州为例，夏天炎热潮湿，平均气温在 30℃ 左右，平均湿度在 76% 左右，平均湿度是干热地区亚利桑那州的两倍。该气候较大的湿度降低了体感舒适度，使得空调需求增加，安装率超过 90%，明显高

寒冷气候地区空调可满足供热和供冷双重需求，空调安装率 85%。寒冷气候四季

分明，夏天温暖或炎热，冬季寒冷。该气候主要在美国中部以及东北部，分布广泛，其中五大湖和新英格兰地区冬季平均气温可低至-10℃，冬季部分地区降雪可达710mm，常有暴风雪。美国的中央空调系统普遍兼具制热功能，因此该地区空调除了可应对炎夏外，还能应对寒冬，使得安装率达到85%左右。

干热气候受益于低湿度，较好的体感温度使得空调安装率不足80%。干热气候年降水量少于50cm，年平均温度保持在7℃以上，部分地区夏季平均气温高于38℃。该气候主要分布在美国西南地区，城市有凤凰城和拉斯维加斯等。该地区气温较高，但较低的湿度有效减少了体感热度，使得空调需求仅多于海洋气候，平均安装率接近80%。

海洋气候温度适宜，气候凉爽，空调安装率在50%左右，低于其他气候类型地区。海洋气候夏季干燥，但最热月份平均气温小于22℃；其余季节气候舒适，至少有4个月平均气温高于10℃，最冷月份温度不低于-3℃。该气候主要位于西部沿海地区，城市有西雅图和塞勒姆等。该地区由于气候适宜，空调需求有限，安装率不足为50%。

图2、寒冷气候地区面积大

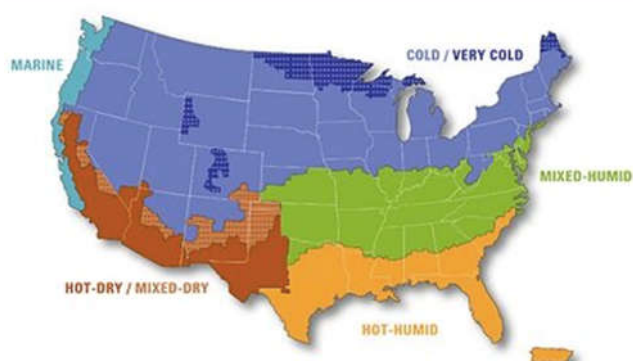
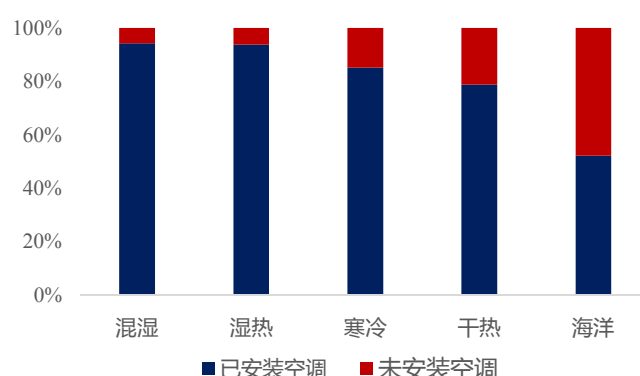


图3、美国大多数地区空调安装率高



资料来源：美国能源信息署（EIA），兴业证券经济与金融研究院整理

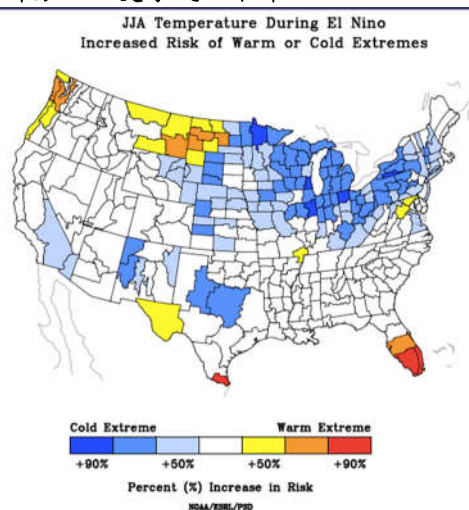
资料来源：美国能源信息署（EIA），兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、极端气候对各地影响存差异，厄尔尼诺下冬季南海岸低温多雨

厄尔尼诺影响下冬季南海岸低温多雨是主要特征。厄尔尼诺对美国气温和降水产生影响一般发生在冷月期（11月至次年3月），最显著的特征是在南部由得克萨斯州延伸至佛罗里达州的海湾沿岸降水量多于历史均值，并伴随低温天气，温度低于历史均值1-2℃。相比之下，美国北部各个州气温较高，高于历史均值1-3℃。

预计今夏美国气候受厄尔尼诺影响的可能性较高。根据美国海洋及大气管理局（NOAA）6月份出具的月度厄尔尼诺和拉尼娜气候系统月度讨论稿，今年夏季厄尔尼诺现象将会持续（66%的概率）。受厄尔尼诺影响，预计6月到8月美国新英格兰中部、五大湖和中北部地区气温偏低，佛罗里达州南部气温偏高。

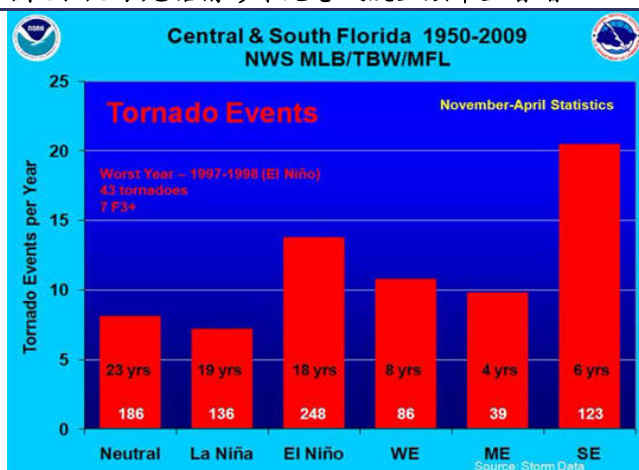
图 4、厄尔尼诺使美国部分地区夏季气温下降



资料来源：美国国家海洋和大气管理局（NOAA），兴业证券经济与金融研究院整理

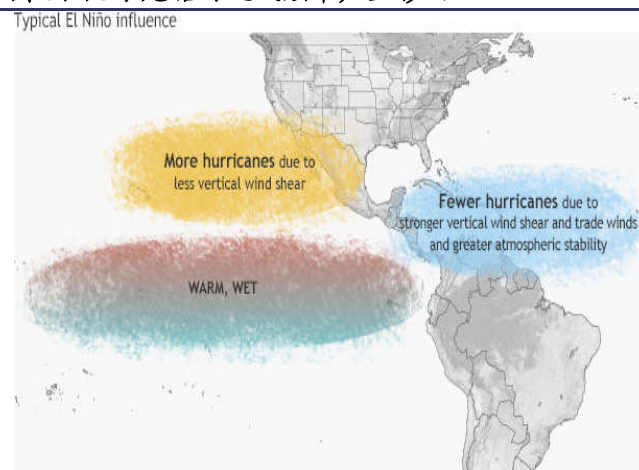
厄尔尼诺造成极端天气增加，西海岸飓风频率上升。根据美国国家海洋和大气管理局（NOAA）的数据库，1950-2009 年间厄尔尼诺情形下发生龙卷风的频率几乎是正常和拉尼娜情形下的 2 倍，且厄尔尼诺强度越高，发生频率越高。飓风方面，厄尔尼诺对东西岸的影响不同。厄尔尼诺下，太平洋中部和东部盆地区域垂直风切边减少，导致西海岸飓风频率增加；大西洋盆地区域垂直风切边和信风增强，大气稳定性上升，导致东海岸飓风频率减少。

图 5、厄尔尼诺情形下龙卷风发生频率显著增加



资料来源：美国国家海洋和大气管理局（NOAA），兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、厄尔尼诺对飓风频率产生影响

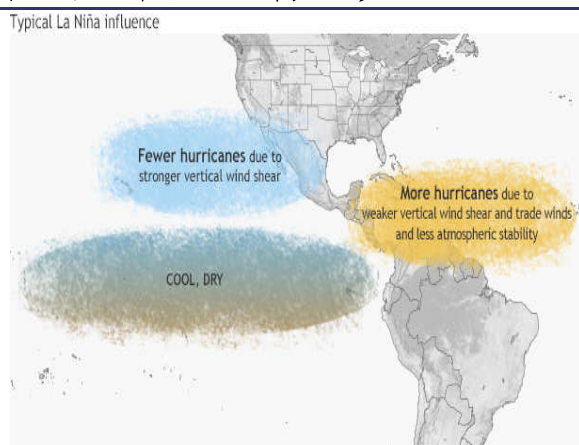


资料来源：美国国家海洋和大气管理局（NOAA），兴业证券经济与金融研究院整理

WE、ME、SE 分别代表弱度厄尔尼诺、中度厄尔尼诺和强度厄尔尼诺

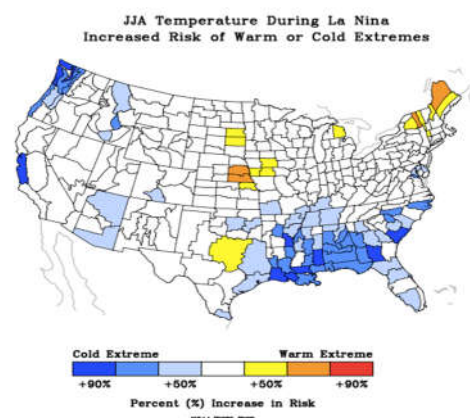
相对于厄尔尼诺，拉尼娜对美国飓风气候和夏季气温造成相反的影响。在太平洋中部和东部盆地区域，拉尼娜使垂直风切边增多，导致西海岸飓风减少。在大西洋盆地地区，拉尼娜削弱了垂直风切边和信风，大气稳定性下降，导致东海岸飓风增加。根据美国海洋及大气管理局（NOAA）预测，6 月到 8 月，拉尼娜使美国墨西哥海湾地区、大西洋地区气温偏低，新英格兰北部地区气温偏高。

图 7、拉尼娜对飓风频率产生影响



资料来源：美国国家海洋和大气管理局（NOAA），兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、夏季气温受拉尼娜影响



资料来源：美国国家海洋和大气管理局（NOAA），兴业证券经济与金融研究院整理

2、美国中央空调适用主流场景，品牌以本土为主

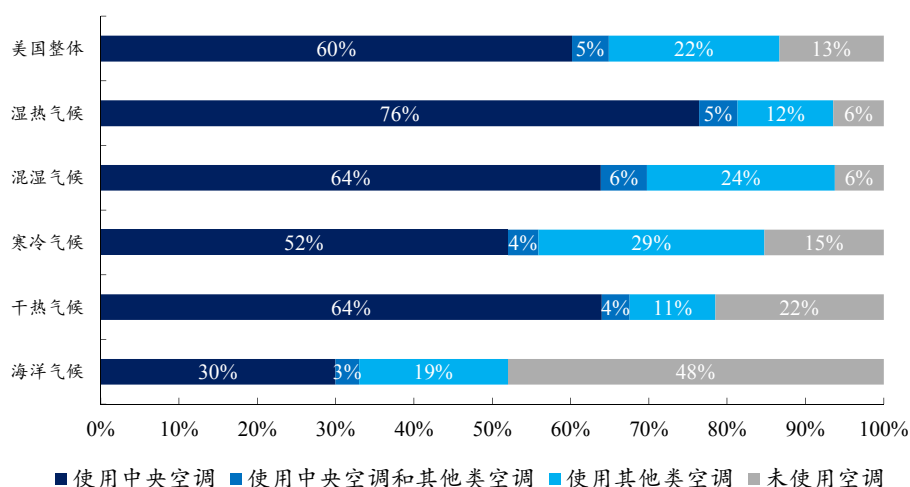
2.1、中央空调为主流产品，并存在窗机等其他类空调

根据美国能源信息署数据，美国家庭中，60%使用中央空调，22%使用窗机、便携式空调等其他类型的空调，5%使用中央空调和其他类型空调，仅 13%不使用空调。

如果按美国不同气候类型来分析的话，特征包括：

- 美国东部由南到北的气候类型分别为湿热、混湿和寒冷，随着纬度的升高，空调刚性需求逐步下降，表现为中央空调安装率逐步下降，其他类型空调安装率逐步上升。
- 湿热和干热气候基本分布在同一纬度上，但不论是空调总体安装率还是中央空调安装率，干热气候均不及湿热气候，主要原因为湿度更低，体感舒适度更强，导致空调需求下降。

图 9、美国大多数地区空调安装率高



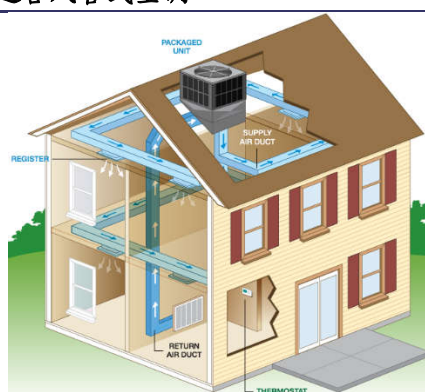
注：其他类空调包括窗式、墙式、便携式空调

资料来源：美国能源信息署（EIA），兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、中央空调适用主流场景，窗机等其他类空调适用特殊场景

中央空调具备独特优势，成为别墅住宅主流空调机型。美国拥有大量的别墅型住宅。这类住宅面积大，房间多，安装其他家用空调要求每间房安装室内机和室外机，影响别墅内外部墙面的美观性。家用中央空调类似于大型中央空调，由一台主机通过风管、水管加末端制冷装置，将冷暖气送到不同区域以实现调节房间温度的目的。这使得中央空调在别墅中安装简洁，只需在外墙或者地下室安装一台主机，在各个房间内安装隐蔽式的室内机。

图 10、美国别墅层高适合风管式空调



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

风管式系统是家用小型中央空调的主要类型。2017 年，美国风管式系统的年产量约为 600 万台/年，占其家用空调产量的一半左右。在住宅和轻型商业建筑中，风管式空调可以很容易地与暖风炉搭配使用，使用相同的管道系统。

窗机、便携式空调等其他类型空调适合公寓，性价比高，安装方便。美国人力成本高昂，窗机、便携式空调等其他类型空调安装方便，其中窗机用户可自行卡放在窗户上，而中央空调或亚洲流行的分体式空调需要工人安装，大幅增加了空调的购置成本。根据 Central Air Conditioner Prices 2019 年 1 月的价格数据，主要品牌 12 匹（2.5 吨）的中央空调平均安装费是空调价格的 1.75 倍。另外，美国公寓多为出租房，大多数美国房东要求房子保持原状，安装需要打洞的柜机或挂壁式空调需要申请，增加了产品的使用门槛。

表 1、美国人工成本使中央空调价格上升

品牌	中央空调价格	安装费	安装费占比
Aire Flow	\$1,029	\$1,990	65.9%
Amana	\$1,680	\$2,935	63.6%
American Standard	\$1,895	\$3,655	65.9%
Armstrong	\$1,365	\$2,245	62.2%
Bryant	\$1,480	\$2,695	64.6%
Carrier	\$2,210	\$3,890	63.8%
Coleman	\$1,260	\$2,175	63.3%
Comfortmaker	\$1,180	\$2,110	64.1%
Frigidaire	\$1,699	\$3,100	64.6%
Gibson	\$1,560	\$2,535	61.9%
Goodman MFG	\$1,450	\$2,480	63.1%
Heil	\$1,675	\$2,980	64.0%
Lennox	\$2,390	\$3,795	61.4%
Rheem	\$1,665	\$2,960	64.0%
Ruud	\$1,590	\$2,690	62.9%
Tempstar	\$1,290	\$2,290	64.0%
Trane	\$2,485	\$3,820	60.6%
Whirlpool	\$1,290	\$2,350	64.6%
York	\$1,799	\$3,270	64.5%

资料来源：Central Air Conditioner Prices，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、美国房屋结构适合安装窗机



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

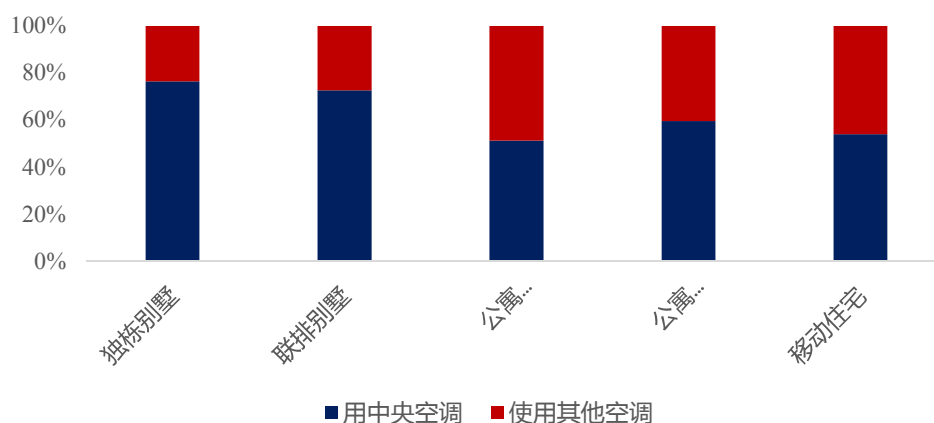
图 12、便携式空调携带窗户套件



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

总的来说，老房子更适合安装窗机或移动式空调，而新房屋大多在装修时会考虑中央空调。新泽西州装有空调的家庭中，69%选择中央空调。临近的纽约市中，只有 28%的人选择中央空调。两个地区的偏好差异与其房屋特征有关，纽约公寓较多，而新泽西别墅较多且大量新别墅。根据 EIA 的调查研究，超 70%的别墅使用中央空调，但公寓和移动住房有将近 50%的人选择窗机、便携式空调等其他类型的单体式空调。

图 13、别墅多选用中央空调，公寓偏爱单体式空调



注：其他空调包括窗式、墙式、便携式空调

资料来源：美国能源信息署（EIA），兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、新装中央空调是行业销量增长主力，分体式空调正受市场重视

新装中央空调可大幅降低空调贷款成本，推动新装中央空调成为行业增长主要动力。根据 RECS 数据，虽然越来越多的老房子正在安装窗机或中央空调，但在新建筑中安装中央空调才是推动空调行业整体销售量上升的主要因素，近 90%的新房都安装了中央空调。这种现象出现与购置成本有关。如果在建造时将中央空调

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

计算在内，安装成本就会降低，因为消费者可以在抵押贷款期间摊销成本。相比之下，空调改造或升级通常是独立于抵押贷款融资的，贷款期限要短得多，利率也更高。

分体式空调依赖更好的使用体验和环保效能，正逐步受到市场重视。虽然窗式空调价格便宜，安装方便，但是分体式空调噪音更低，使用体验更好。同时，2015年美国开始推行新的地区能源标准，这使得对环境更友好的分体式空调逐步受到市场欢迎。

2.4、美国空调品牌多样化，中国品牌仍未有效进入市场

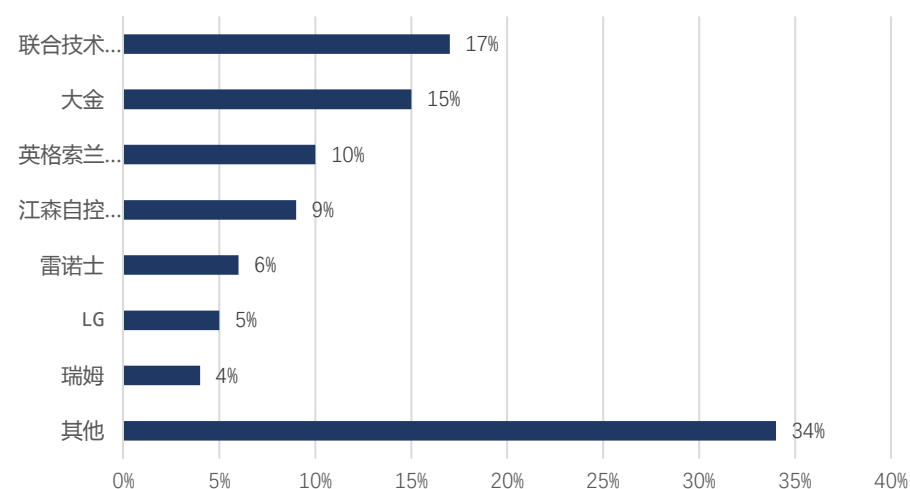
美国本土品牌优势明显，但日韩品牌仍有一席之地。美国空调市场上，欧美系品牌包括惠尔浦、江森自控的约克空调、英格索兰（Ingersoll-Rand PLC）旗下的特灵、联合技术（UTC）的开利空调，日韩系品牌包括大金、LG、三星、三菱、日立等。美国本土品牌擅长生产“水机”（以水作为主要冷热传递介质），日韩品牌擅长生产“氟机”（以氟利昂等冷媒为冷热传递介质）。水机更符合当地使用习惯，因此美国本土品牌优势明显。不过日韩品牌依赖本土化工厂，获得了较高的当地受众接受程度，其中日本品牌在高端产品方面拥有一定优势，韩国品牌以价格及产品新颖来获取市场份额。

表 2、美国市场主要品牌

品牌	分体式空调	窗式空调	中央空调
本土品牌	开利、特灵、约克、麦克维尔、古德曼	GE、惠而浦	开利、特灵、约克、雷诺士、瑞姆、古德曼
海外品牌	三菱、富士通将军、大金	伊莱克斯、富士通将军、LG、三星	LG、三菱电机、大金、富士通

资料来源：《2012-2013 年全球空调市场回顾与展望》、兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、北美市场空调市占率分散



资料来源：互联网资料、兴业证券经济与金融研究院整理

中国大多数品牌以往更多的是通过为美国公司提供 OEM 产品来进入美国市场，

缺少自主品牌。中国公司现在正加快美国战略布局，通过调整产品与研发创新来适应美国市场的需求。

（1）海尔收购 GEA，并针对美国市场研发产品

海尔自 1999 年进入北美市场以来，遵循生产、研发与营销“三位一体”的战略逐步发展并建立自主品牌。1999 年海尔首次向美国出口空调，并于同年 4 月在美国南卡罗莱纳州建立本土化制造中心；2002 年海尔北美总部落户纽约，此后在洛杉矶、硅谷等地先后建立海尔设计、贸易等中心；2016 年海尔以 54 亿美元并购 GE Appliances，开始实施双品牌运营战略；2018 年海尔在 CES 展会上获得超过 200 家主流媒体报道。

在北美市场，海尔针对美国不同地域气候特点推出了不同产品：在冬季极寒的美国东北部，海尔空调可实现-30℃超低温制热，而在湿热的东南部地区，海尔自清洁空调可解决空调带来的二次污染。海尔还针对美国消费者的使用习惯对窗机进行改良，推出超静音空调来解决美国窗机噪音大的问题。

图 15、海尔并购 GE Appliances。



资料来源：互联网资料，兴业证券经济与金融研究院整理

（2）格力大力开拓太阳能空调与酒店市场

格力依靠研发能力在美国市场开辟了三大优势产品：领先全球同行业的超低温制热空调、太阳能空调、比传统空调节能 40% 左右的酒店专用分联机。2010 年，格力在美国出售的 5 万台太阳能空调已全是格力品牌而非贴牌，品牌在美国逐渐稳固，并开辟出稳定的商业合作渠道。

图 16、格力独创太阳能空调



资料来源：互联网资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、格力水牛城酒店签约仪式



资料来源：互联网资料，兴业证券经济与金融研究院整理

（3）美的积极在美投资研发机构

2010 年，美的经权威机构认证，获得全球第一张无氟环保变频空调 UL 北美安全认证证书，正式进军美国变频空调市场；2015 到 2017 年，美的相继在美国路易斯维尔市与硅谷圣荷西市建立研发中心和未来技术中心，标志着美的在美国与全球战略布局的重要里程碑。

风险提示：中美贸易摩擦出现新变数、市场需求大幅下滑、市场竞争压力大幅上升

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn