

有色金属

2023年08月02日

政策逆周期调控逐步落地，推荐铝产业链投资机会

——行业点评报告

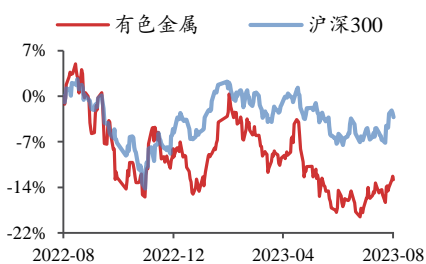
投资评级：看好（维持）

李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《受益于逆周期调控政策，工业金属需求拐点或将显现——行业周报》-2023.7.30

《坚定看好 2023H2 贵金属价格上行趋势，关注锡供给收缩催化强度——行业周报》-2023.7.23

《美元指数短期对贵金属价格变动驱动或有所增强——行业周报》-2023.7.16

● 政策逆周期调控下，优先关注铝产业链下游环节营收-订单改善确定性

当前有色金属中下游行业或已接近主动去库阶段尾声，随着逆周期政策调控发力，市场需求有望得到有力提振，进而推动有色行业进一步向被动去库阶段演进。国内电解铝库存处于历史同期低位，供给约束较强，同时受益于逆周期调控政策，需求端有望进一步释放，铝价或将开启新一轮上升周期。我们认为，产业链需求改善受益先后角度看，下游“供需-库存-价格”表现或领先于上游，后期随着需求端改善强度及持续性的向上传导，上游利润端有望在 2023H2 实现抬升。建议重点关注电解铝及下游铝加工行业投资机会。**受益标的：(1) 电解铝板块：云铝股份、神火股份、天山铝业；(2) 铝加工板块：明泰铝业、常铝股份、南山铝业、亚太科技、新疆众和、中孚实业。**

● 主动去库态势延续，有色金属中下游行业或已接近尾声

当前我国工业企业整体仍处于主动去库阶段，需求不足是工企营收增速回升的主要制约因素。**有色金属相关行业中，从上游到下游，库存周期位置呈现逐渐改善的特征。**其中，中下游行业工业增加值同比已回升，行业营收增速主要受价格因素拖累，但同比降幅也逐渐企稳，有色金属中下游或已接近主动去库尾声。

● 逆周期调控+景气度回升，PPI 有望企稳向上

我们认为，近期政府各部门持续释放积极政策信号，未来随着逆周期调控政策逐渐落地，国内需求预计将得到有效提振。2023 年 7 月制造业 PMI 环比连续第二个月上升，内需环比显著改善，制造业景气度回升叠加 2022 年低基数效应，7、8 月份 PPI 预计将企稳向上，提振工企营收增长，进而推动库存周期向被动去库阶段进一步转化。我们预计 8 月开始宏、微观数据将进一步踩实国内需求复苏。

● 铝：需求拐点或将显现，关注后续政策落地情况

供给端，电解铝行业国内产能产量接近天花板，短期海外增量有限，供给约束较强。**需求端**，受益于逆周期调控政策，建筑用铝或企稳回升，光伏、新能源车等市场需求有望进一步释放。低库存支撑下，铝价有望强势上行。**总量层面**，有色金属冶炼及压延加工业工业增加值同比持续回升，PPI 预期企稳情况下，下游铝加工板块或将迎来订单改善。同时，低电价叠加需求回升，电解铝板块利润也有望进一步增厚。

● 风险提示：逆周期调控政策不及预期；下游市场需求不及预期。

目 录

1、 有色金属上游延续主动去库，中下游或率先进入被动去库.....	3
1.1、 中美工业行业当前库存周期仍同处在主动去库阶段.....	3
1.2、 国内有色金属产业链下游有望率先进入被动去库阶段.....	5
2、 逆周期调控+景气度回升，PPI 有望企稳向上.....	7
3、 铝：需求拐点或将显现，关注后续政策落地情况.....	8
4、 受益标的.....	11
5、 风险提示.....	11

图表目录

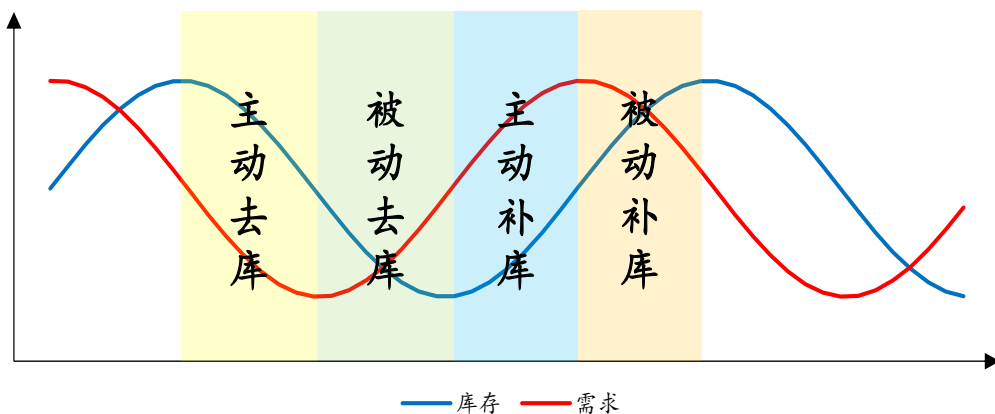
图 1： 一轮典型的库存周期通常包括四个阶段.....	3
图 2： 自 2000 年以来我国已经历 7 轮库存周期.....	3
图 3： 供给侧改革后价格与需求变动相关性显著加强.....	4
图 4： 价格是制约营收增长的主要因素.....	4
图 5： 当前工企产成品周转天数仍处于历史高位（天）.....	4
图 6： 美国库存周期是跟踪我国出口的重要指标.....	5
图 7： 从领先指标来看，短期美国仍将处于去库阶段.....	5
图 8： 全球制造业 PMI 仍位于荣枯线以下.....	5
图 9： 有色金属矿采选业仍处于主动去库阶段.....	6
图 10： 有色金属矿采选业量、价均呈下降趋势.....	6
图 11： 有色金属冶炼及压延加工业仍处于主动去库阶段.....	6
图 12： 有色金属冶炼及压延加工业营收主要受价格拖累.....	6
图 13： 金属制品业已进入被动去库阶段.....	7
图 14： 价格对金属制品业营收仍起拖累作用.....	7
图 15： 制造业 PMI 环比连续第二个月上升.....	8
图 16： 内需环比改善显著.....	8
图 17： 生产经营活动预期环比继续回升.....	8
图 18： 2022 年 7、8 月 PPI 基数较低.....	8
图 19： 国内电解铝产能产量位于高位.....	9
图 20： 欧洲电解铝产量持续走低（万吨）.....	9
图 21： 2023 年初以来房屋竣工面积累计同比持续回升.....	9
图 22： 全球新增光伏装机容量持续增长.....	9
图 23： 我国新能源车销量持续增长.....	10
图 24： 铝锭库存处于历史低位（万吨）.....	10
图 25： 7 月初以来铝棒库存快速去化（万吨）.....	10
图 26： 煤炭开采和洗选业仍处于主动去库阶段.....	11
图 27： 煤炭库存处于相对高位.....	11
表 1： 近期政府各部门持续释放积极政策信号.....	7

1、有色金属上游延续主动去库，中下游或率先进入被动去库

1.1、中美工业行业当前库存周期仍同处在主动去库阶段

一轮典型的库存周期通常包括主动去库、被动去库、主动补库、被动补库四个阶段。主动去库阶段，市场需求下降，企业主动减少生产，库存水平下降；被动去库阶段，需求触底回升，企业反应相对滞后，库存被动下降；主动补库阶段，需求进一步上升，企业主动增加生产，库存水平整体上升；被动补库阶段，市场需求开始回落，但企业未能及时减产，库存水平被动上升。通常而言，下游行业对需求侧变化反应更为迅速，在需求回暖时有望率先受益。

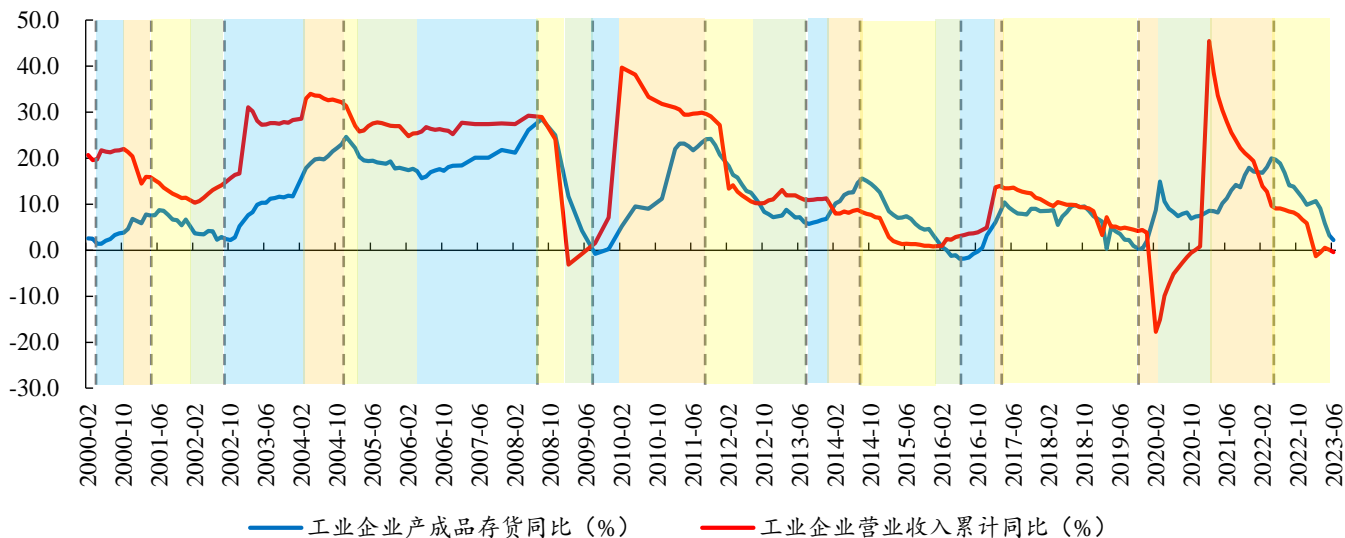
图1：一轮典型的库存周期通常包括四个阶段



资料来源：开源证券研究所

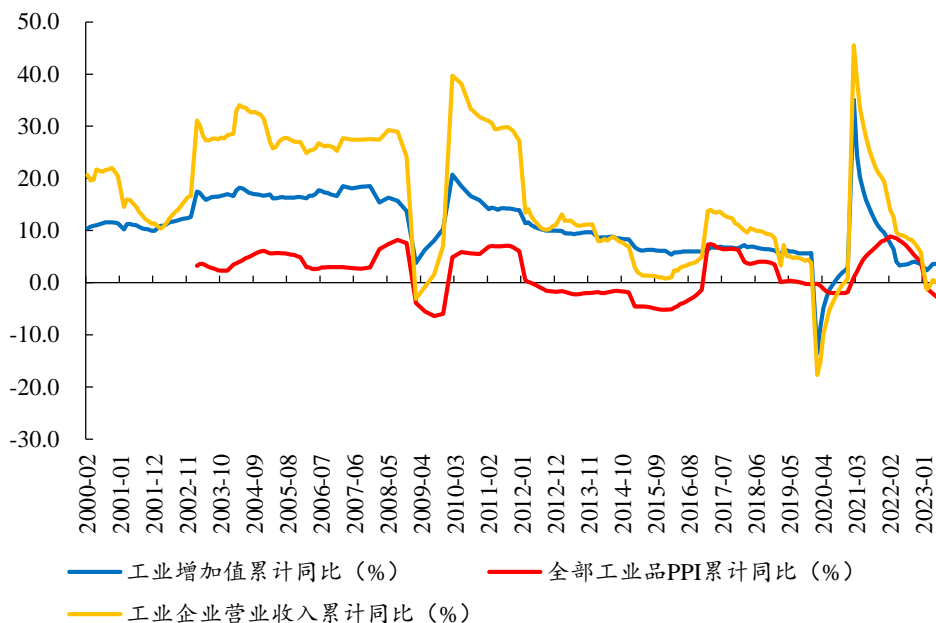
供给侧改革后，价格与需求变动相关性显著增强。研究中，通常以营收表征需求。从量、价两方面拆分来看，2016年供给侧改革开始前，工业增加值变动与需求变动相关性较强，量的变动通常先于价的变动。而在2016年供给侧改革开始之后，工业增加值同比增速几乎是条水平线的情况下，价格与需求变动相关性显著增强。

图2：自2000年以来我国已经历7轮库存周期



数据来源：Wind、国际统计局、开源证券研究所（注：蓝色、橙色、黄色、绿色分别代表主动补库、被动补库、主动去库和被动去库）

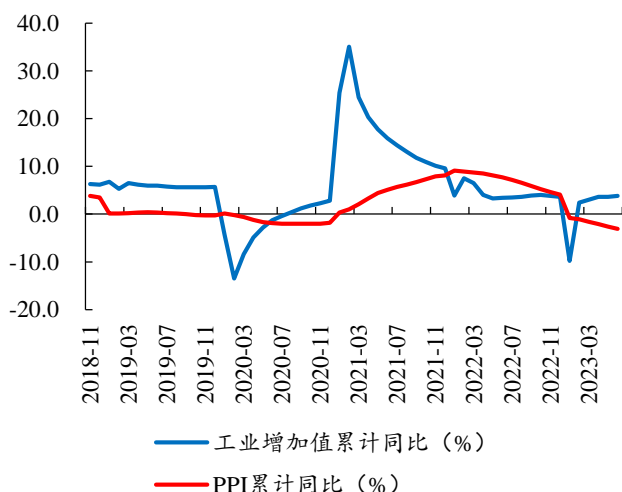
图3：供给侧改革后价格与需求变动相关性显著加强



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

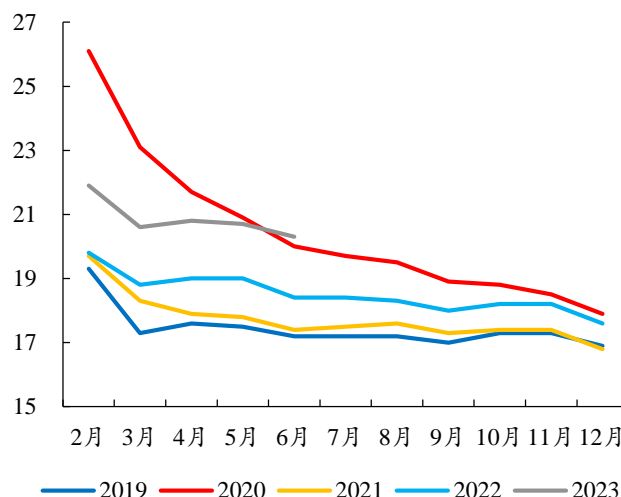
国内：主动去库态势延续，需求不足仍是制约工业企业 2023H1 进入被动去库的核心因素。从营收和产成品库存来看，当前我国工业企业整体仍处于主动去库阶段。从量、价两方面拆解来看，2023年1-6月工业增加值同比+3.8%，较前值上升0.2pct，PPI累计同比-3.1%，较前值下降0.5pct，价格是工企营收增速回升的主要拖累因素。而从存货周转情况来看，当前工企产成品周转天数也仍处于历史同期高位，表明实体经济活跃程度相对较低，需求不足是制约工业库存周期向被动去库转化的核心因素。

图4：价格是制约营收增长的主要因素



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图5：当前工企产成品周转天数仍处于历史高位（天）

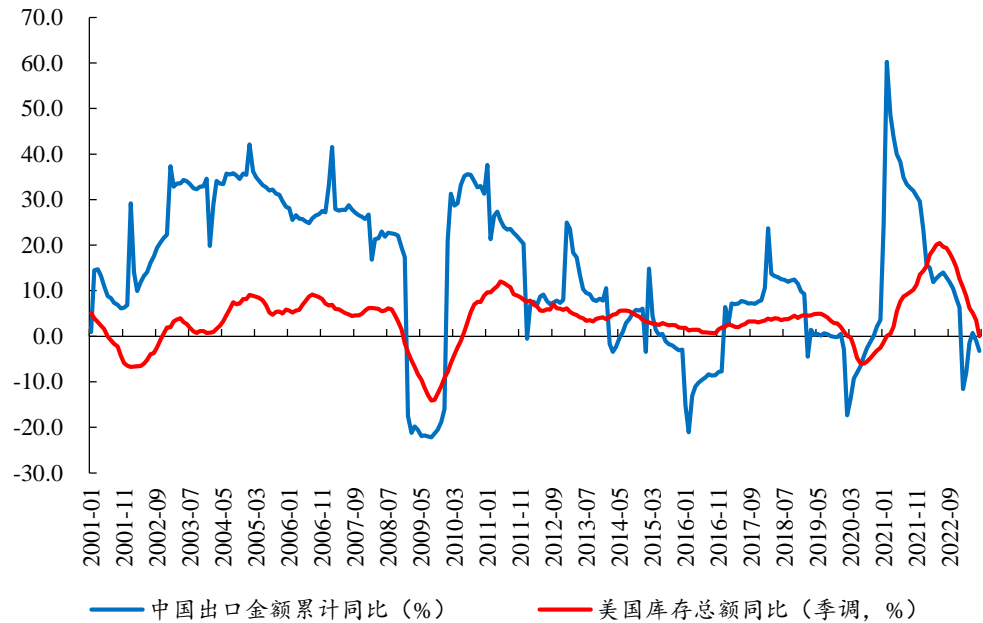


数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

出口：美国仍处于主动去库阶段，全球PMI仍在收缩区间，短期出口缺乏反转动力。美国库存周期是跟踪我国出口的重要指标，其传导机制主要为美国库存周期补库需求拉动进口需求，进而促进我国出口增长。当前美国库存周期处于去库阶段，

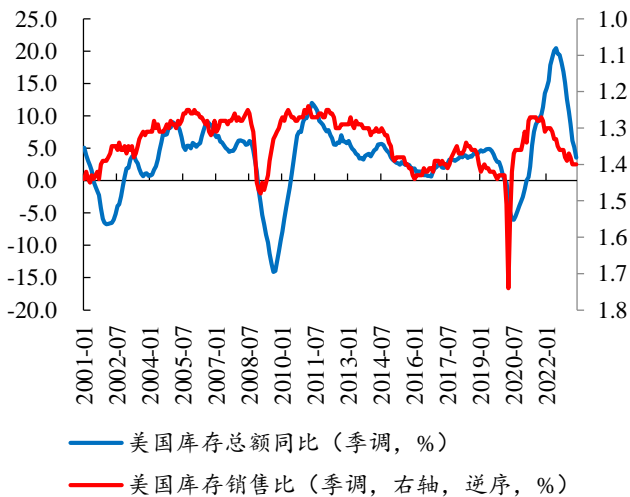
从其领先指标库销比来看，短期内美国仍将维持去库态势，进口需求或进一步收缩。从全球来看，目前全球 PMI 仍处于 50% 荣枯线以下，短期我国出口缺乏反转动力。

图6：美国库存周期是跟踪我国出口的重要指标



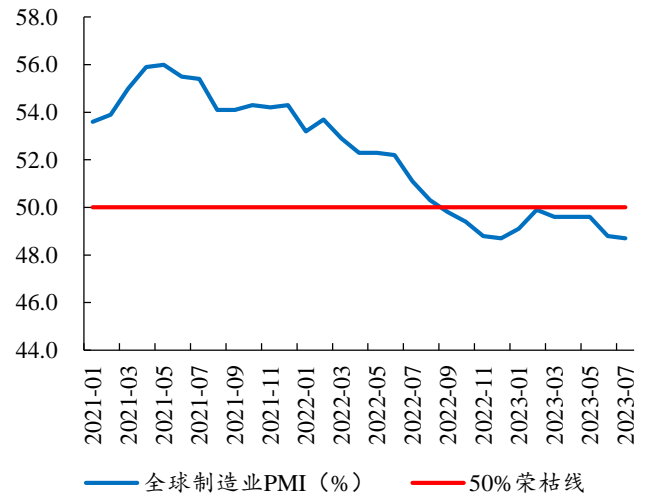
数据来源：Wind、海关总署、美国商务部普查局、开源证券研究所

图7：从领先指标来看，短期美国仍将处于去库阶段



数据来源：Wind、美国商务部普查局、开源证券研究所

图8：全球制造业 PMI 仍位于荣枯线以下

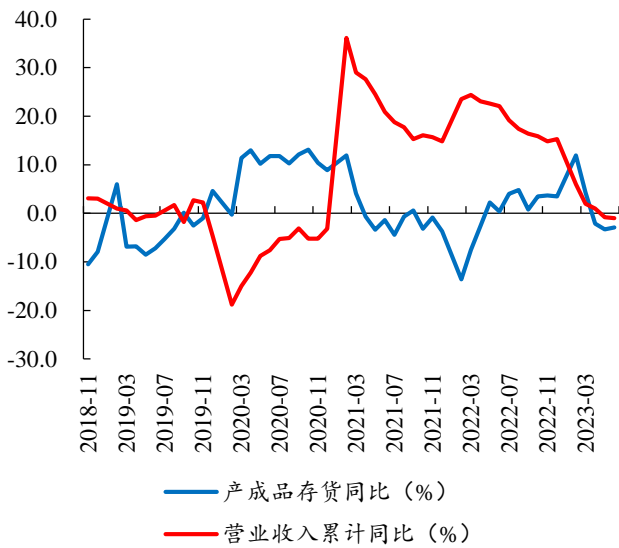


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、国内有色金属产业链下游有望率先进入被动去库阶段

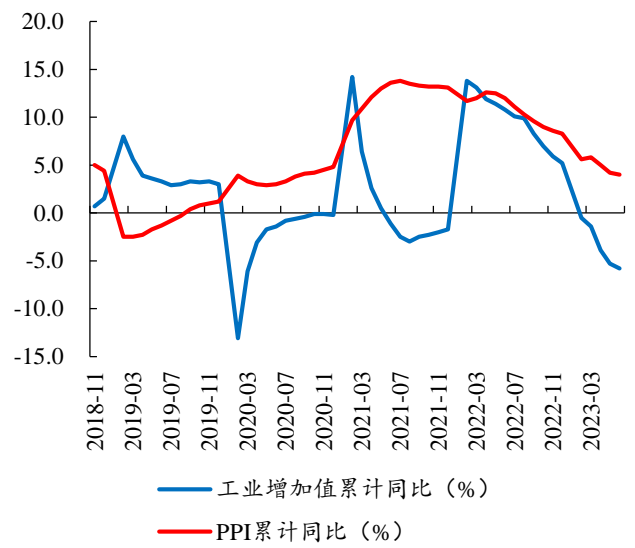
有色金属相关行业中，从上游到下游，库存周期位置呈现逐渐改善的特征，中下游行业或已接近主动去库阶段尾声。上游有色金属矿采选业处于主动去库阶段。量、价两方面拆解来看，2023 年 1-6 月有色金属矿采选业工业增加值同比-5.8%，较前值下降 0.5pct，PPI 累计同比+4.0%，较前值下降 0.2pct，均呈现下降趋势。

图9：有色金属矿采选业仍处于主动去库阶段



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

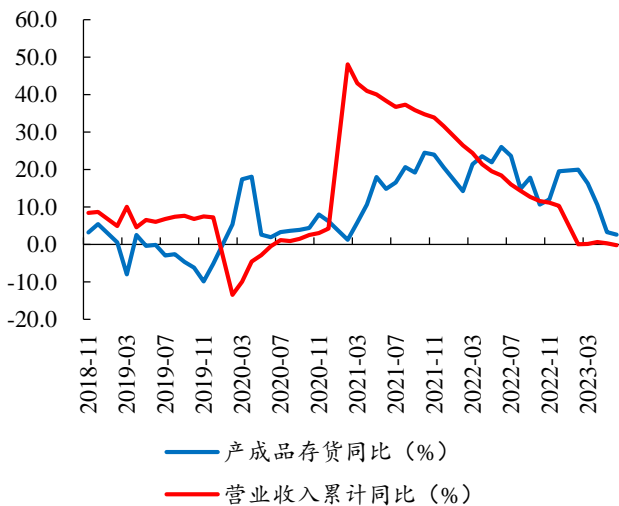
图10：有色金属矿采选业量、价均呈下降趋势



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

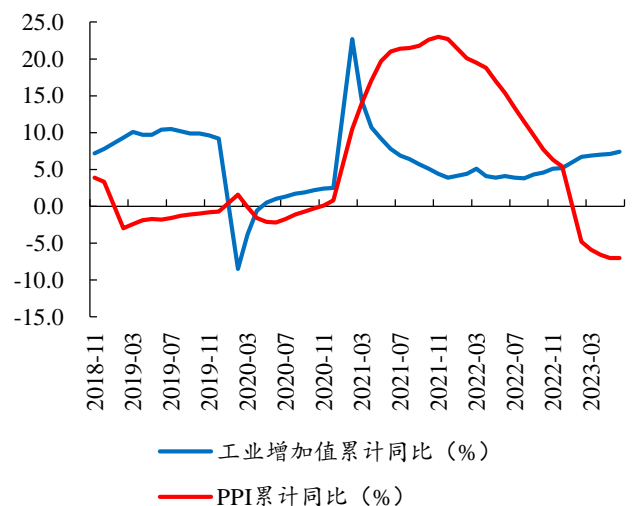
中游有色金属冶炼及压延加工业虽然也还处于主动去库阶段，但其营收下降主要受价格拖累。2023年1-6月有色金属冶炼及压延加工业营收同比-0.2%，较前值下降0.5pct。量、价拆分来看，2023年1-6月有色金属冶炼及压延加工业工业增加值同比+7.4%，较前值上升0.3pct，PPI累计同比-7.0%，与前值相等，行业营收同比增速回升乏力主要受价格拖累影响，但PPI降幅逐渐企稳。

图11：有色金属冶炼及压延加工业仍处于主动去库阶段



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图12：有色金属冶炼及压延加工业营收主要受价格拖累

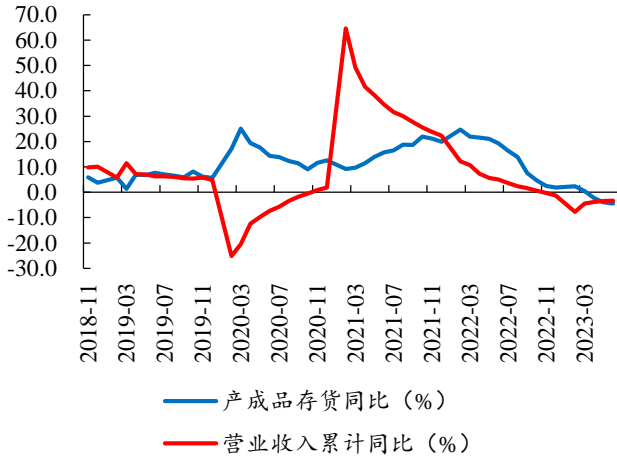


数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

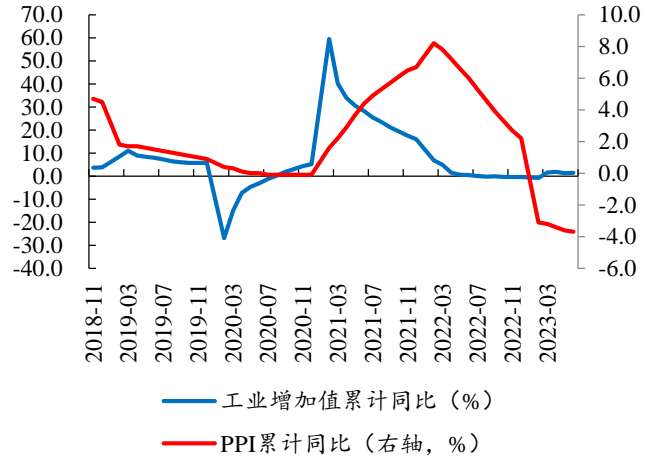
下游金属制品业营收同比降幅持续收窄，目前已经进入被动去库阶段。2023年1-6月金属制品业营收同比-3.3%，降幅进一步收窄。量、价拆分来看，2023年1-6月金属制品业工业增加值同比+1.5%，较前值上升0.2pct，PPI累计同比-3.7%，较前值下降0.1pct，价格虽然对行业营收增速仍起拖累作用，但其降幅也已逐渐企稳。

有色金属中下游行业或已接近主动去库阶段尾声。价格反映需求，从PPI走势来看，价格在上述三个行业营收增速中均起拖累作用，表明和工企整体情况类似，需求不足仍是制约有色金属相关行业景气度回升的核心因素。但从PPI同比降幅角

度来看，有色金属中下游行业价格降幅逐渐企稳，同时工业增加值同比增速回升进一步抵消了价格对营收的负面影响。有色金属中下游行业或已接近主动去库尾声，有望首先受益市场需求回暖。

图13：金属制品业已进入被动去库阶段


数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图14：价格对金属制品业营收仍起拖累作用


数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

2、逆周期调控+景气度回升，PPI有望企稳向上

近期政府各部门持续释放积极政策信号，逆周期调控发力有望提振市场需求。7月24日，政治局会议强调“要积极扩大国内需求”，7月27日，住建部部长倪虹在企业座谈会上表示“进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款‘认房不用认贷’等政策措施”。未来随着逆周期调控政策逐渐落地，国内需求预计将得到有效提振。

表1：近期政府各部门持续释放积极政策信号

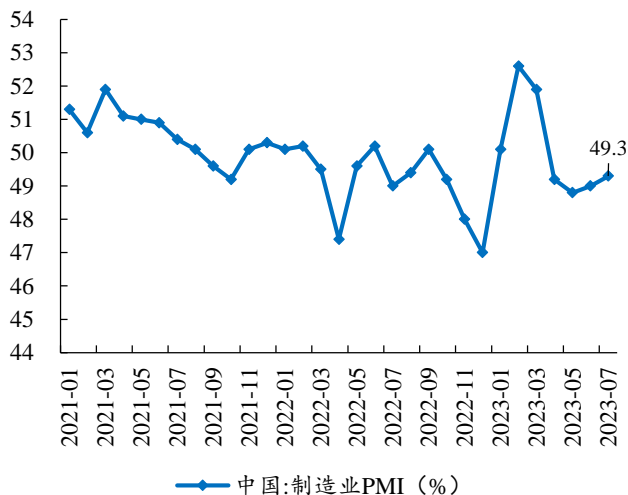
时间	部门	政策内容
2023年7月21日	国务院常务会议	通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，指出：在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。会议指出，要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备……要活跃资本市场，提振投资者信心。
2023年7月24日	中共中央政治局	会议强调，要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费……要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。
2023年7月27日	住房和城乡建设部	住建部部长倪虹在近日召开的企业座谈会上表示，要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。

资料来源：澎湃新闻、新华网、界面新闻、开源证券研究所

制造业景气度回升，低基数效应下PPI有望同比上行，进而推动库存周期向被动去库转化。2023年7月制造业PMI环比连续第二个月上升，达到49.3%。分项来看，新订单、新出口订单分别为49.5%和46.3%，环比分别+0.9pct、-0.1pct，内需环比改善显著。生产经营活动预期环比继续回升1.7pct达到55.1%，企业信心逐渐修复，

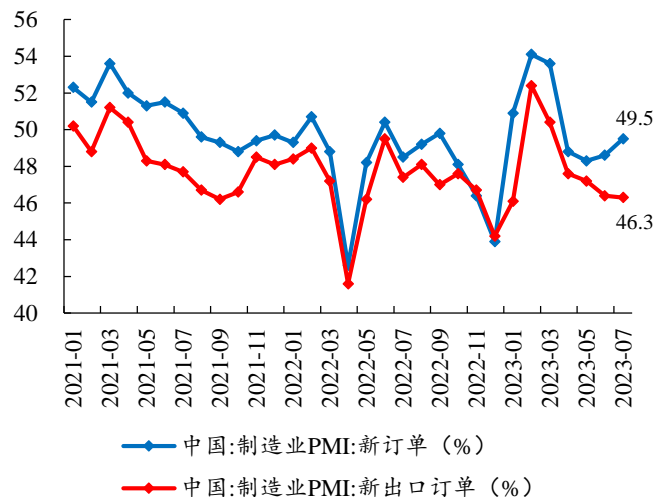
对近期经济发展预期持续改善。制造业景气度回升叠加 2022 年低基数效应，7、8 月份 PPI 有望企稳向上，提振工业企业营收增长，进而推动库存周期向被动去库阶段进一步转化。

图15: 制造业 PMI 环比连续第二个月上升



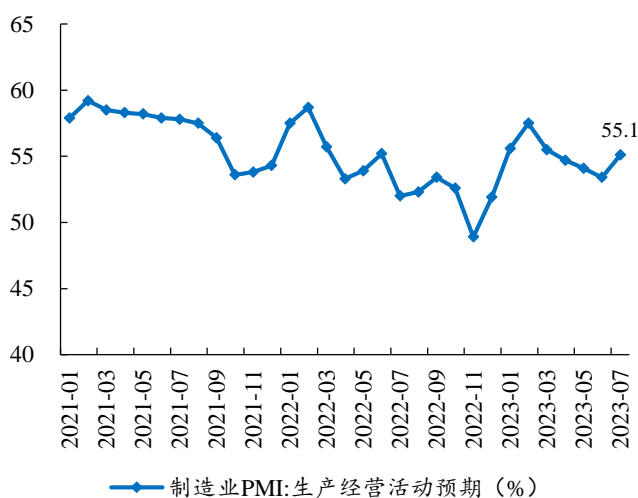
数据来源: Wind、国家统计局、开源证券研究所

图16: 内需环比改善显著



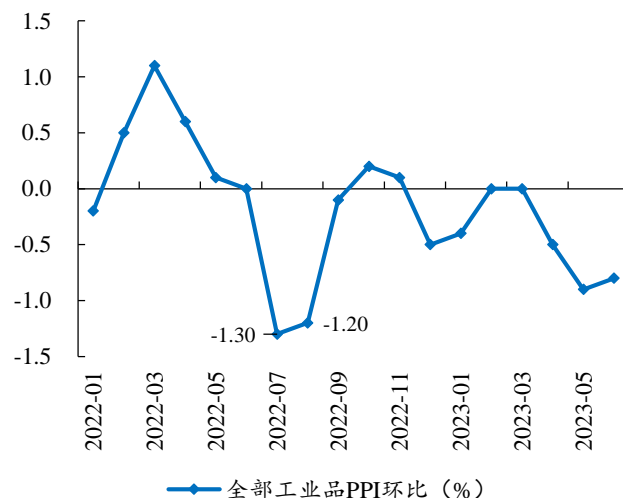
数据来源: Wind、国家统计局、开源证券研究所

图17: 生产经营活动预期环比继续回升



数据来源: Wind、国家统计局、开源证券研究所

图18: 2022 年 7、8 月 PPI 基数较低

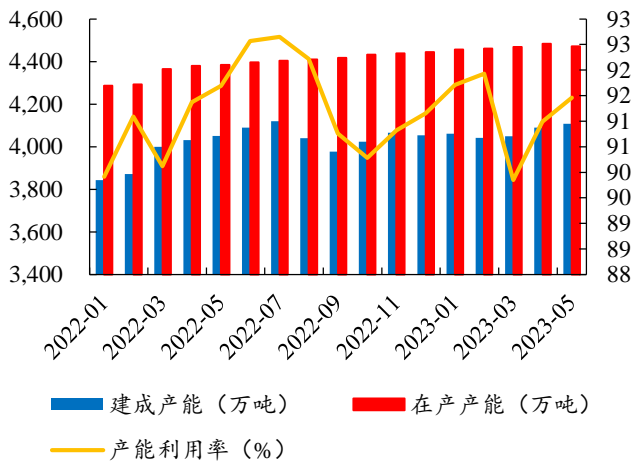


数据来源: Wind、国家统计局、开源证券研究所

3、铝: 需求拐点或将显现, 关注后续政策落地情况

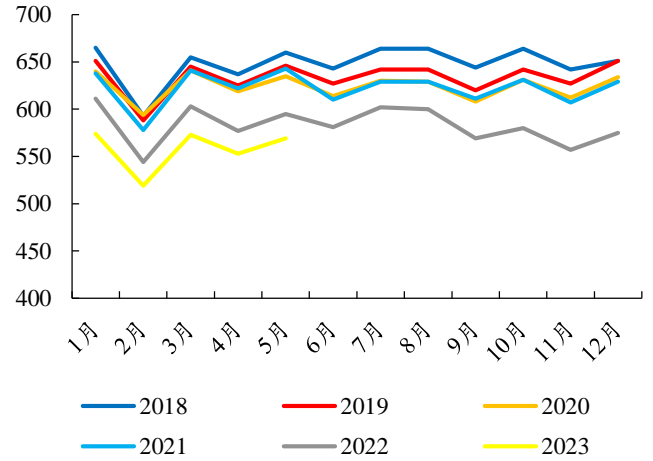
国内产能产量接近天花板, 短期海外增量有限, 供给约束较强。据阿拉丁数据显示, 2023 年 5 月我国电解铝行业建成产能达到 4471 万吨, 距约 4500 万吨的合规产能天花板仅咫尺之遥。据 SMM 测算, 7 月底国内电解铝运行产能将逼近 4200 万吨历史高位。后续除部分限产产能复产外, 国内电解铝产能基本见顶。短期海外增量也非常有限。受俄乌冲突持续以及能源价格影响, 目前欧洲地区电解铝产量仍处于历史低位并持续下降, 短期复产难度仍然较大。海外新增产能主要集中在东南亚, 建设周期相对较长, 短期也难以带来有效供给增量。

图19：国内电解铝产能产量位于高位



数据来源：Wind、阿拉丁、开源证券研究所

图20：欧洲电解铝产量持续走低 (万吨)



数据来源：国际铝协、开源证券研究所

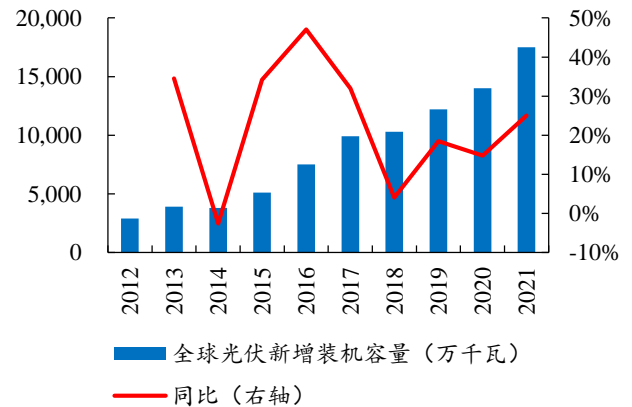
受益于逆周期调控政策，需求端有望进一步释放。铝终端需求以建筑、交通和电力电子为主。建筑领域，保交楼政策支持下，2023年初以来房屋竣工面积累计同比持续回升。而从保交楼存量项目来看，据百年建筑网调研数据，截至2023年5月保交楼项目交付比例仅达到34%。叠加城中村改造稳步实施，建筑用铝需求有望企稳回升。新能源领域，近年来光伏、新能源车市场快速增长，叠加“积极扩大国内需求”政策支持，光伏、汽车用铝需求预计将得到进一步释放。

图21：2023年初以来房屋竣工面积累计同比持续回升



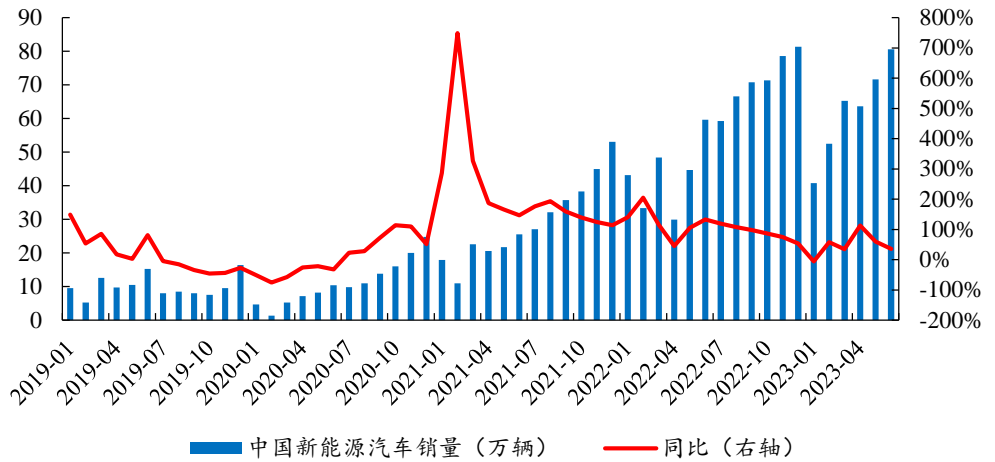
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图22：全球新增光伏装机容量持续增长



数据来源：Wind、21世纪可再生能源政策网络、开源证券研究所

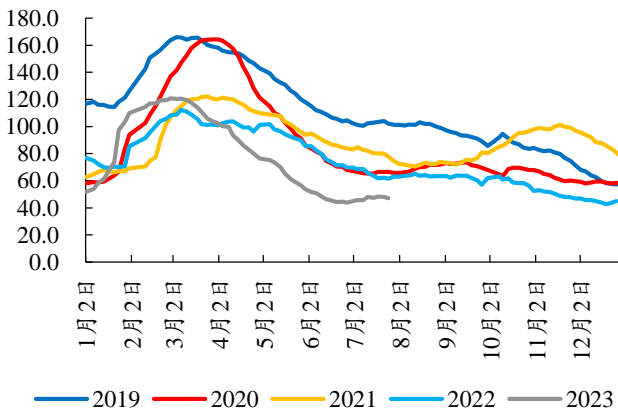
图23：我国新能源车销量持续增长



数据来源：Wind、中汽协、开源证券研究所

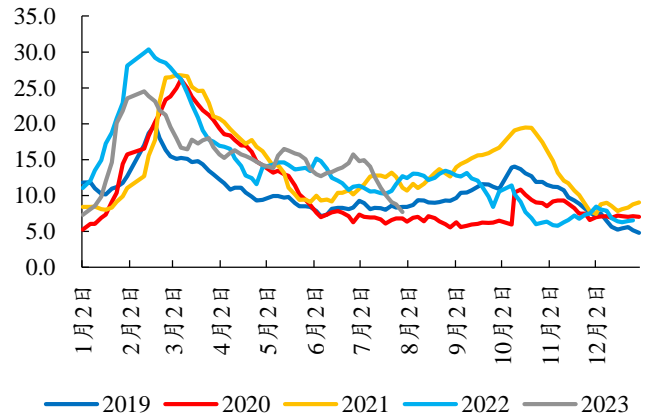
国内库存处于历史低位，供给约束+逆周期调控提振需求，铝行业有望开启更为强劲的上行周期。目前铝锭、铝棒库存均已处于历史同期低位，对铝价形成较强支撑。供给约束叠加需求提振下，铝价有望强势上行。

图24：铝锭库存处于历史低位（万吨）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：7月初以来铝棒库存快速去化（万吨）

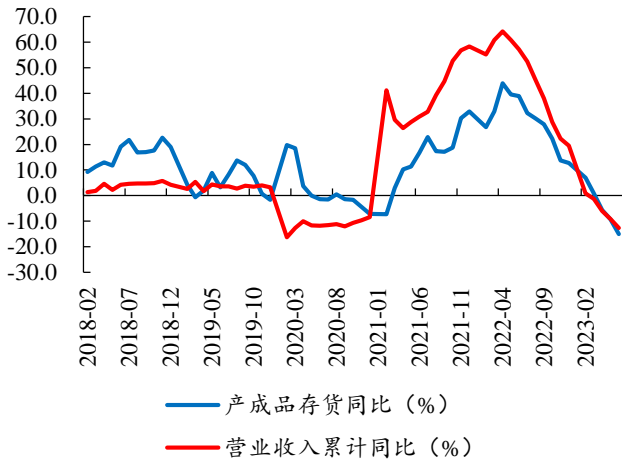


数据来源：Wind、开源证券研究所

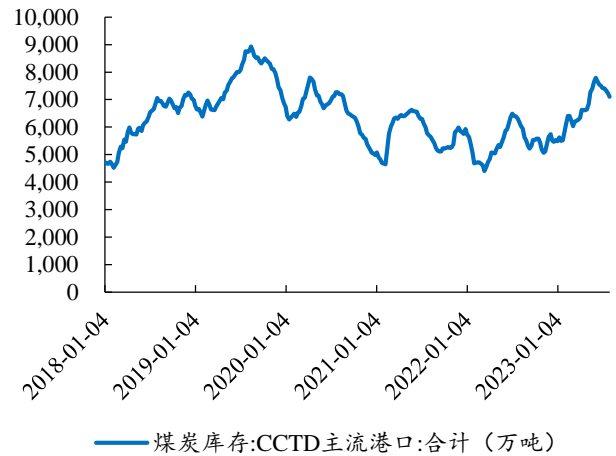
产业链受益角度，需求拐点被动去库阶段，下游铝加工板块或首先受益。总量层面，有色金属冶炼及压延加工业工业增加值同比持续回升，PPI 预期企稳情况下，下游铝加工板块或将迎来订单改善。未来随着 PPI 逐渐回升，铝加工企业有望持续受益于铝价上行带来的低库存成本。

需求复苏叠加低电力成本，中游电解铝板块利润有望增厚。目前上游煤炭开采和洗选业仍处于主动去库阶段，库存处于相对高位，同时随着云南进入丰水期，电力成本有望进一步下降。逆周期调控下市场需求复苏叠加低电力成本，电解铝企业利润预计将进一步增厚。

短期内铝价上行强度取决于国内需求复苏力度，后续仍需关注政策落地情况。需求是推动库存周期从主动去库向被动去库乃至主动补库阶段转化的关键因素。出口需求难以反转情况下，短期内铝价上行强度取决于国内需求复苏力度，因此后续仍需关注逆周期调控政策落地实施和市场需求复苏情况。

图26：煤炭开采和洗选业仍处于主动去库阶段


数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图27：煤炭库存处于相对高位


数据来源：Wind、煤炭市场网、开源证券研究所

4、受益标的

我们认为，产业链需求改善受益先后角度看，下游“供需-库存-价格”表现或领先于上游，后期随着需求端改善强度及持续性的向上传导，上游利润端有望在2023H2实现抬升。

综合上述分析，建议重点关注电解铝及下游铝加工投资机会。**受益标的：(1) 电解铝板块：云铝股份、神火股份、天山铝业；(2) 铝加工板块：明泰铝业、常铝股份、南山铝业、亚太科技、新疆众和、中孚实业。**

5、风险提示

逆周期调控政策不及预期；下游市场需求不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn