

西部超导 (831628.OC)

大国重器，新材料的王者

高端钛合金，低温超导材料龙头。西部超导主要从事高端钛合金和低温超导材料的研发、生产和销售，是我国航空用钛合金棒丝材的主要研发生产基地。公司汇聚了国内多名超导材料和稀有金属材料专家，形成了以6名院士为顾问，包括多名博士、硕士组成专业研发队伍；拥有多项军工资质，是我国新型飞机关键钛合金材料唯一供应商，是老型号飞机、发动机重要供应商。

高端钛合金市场广阔。航空航天工业发展拉动高端钛合金需求：1) 军机升级换代，旧机型退役，新军机量产服役，预计未来几年我国军机对高端钛合金年需求将超过8000吨/每年，市场规模达到30亿元以上；2) 商用客机国产化，预计2020年以后民用航空飞机对钛合金的需求将超过3000吨/年，市场规模12亿元以上。作为航空高端钛合金的两大主力供货商将显著受益。

低温超导材料前景可期。超导材料领域，公司承担ITER项目69%的NbTi超导导线和7%的Nb₃Sn超导导线生产任务，同时成为超导MRI供货商，获得业绩新增长点。2016年已经与GE、Siemens签订100台MRI超导线材供货的合同，预计未来几年公司将持续为国际MRI生产商供货，且份额不断上升。目前中国正在着手开发核聚变项目，预计有60亿的低温超导需求，目前西部超导是国内低温超导材料唯一供应商。

进军高温合金领域。公司募资打造2000吨高温合金生产线，定位航空发动机应用，该业务将与传统钛合金业务形成生产管理和客户的协同效应。高性能高温合金棒材项目已于2017年建成，已实现高温合金棒材小批试生产。

盈利预测：我们预测公司2018-2020年净利润分别为1.48、1.99、2.29亿元，分别增长-2.2%、34.6%、15%，EPS分别为0.37、0.5、0.58元。考虑公司在高端钛合金和低温超导材料领先地位，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：市场需求波动的风险、原材料价格变动的风险、高端人才流失的风险。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	967	948	1,012	1,299	1,545
增长率 yoy%	9.0	-1.9	6.7	28.4	18.9
净利润(百万元)	162	151	148	199	229
增长率 yoy%	17.8	-6.8	-2.2	34.6	15.0
EPS(摊薄/元)	0.41	0.38	0.37	0.50	0.58
净资产收益率(%)	8.5	7.7	7.4	9.6	10.4
P/E(倍)	18.3	19.6	20.0	14.9	12.9
P/B(倍)	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	
最新收盘价	7.34
总市值(百万)	2,914.51
总股本(百万)	397.07
其中自由流通股(%)	99.97
30日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号: S0680518010004

邮箱: zhangjun1@gszq.com

联系人 郑树明

邮箱: zhengshuming@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2367	2351	3118	3901	4505
现金	907	605	1155	1483	1764
应收账款	458	444	712	497	921
其他应收款	2	2	2	3	3
预付账款	18	7	20	15	27
存货	671	726	819	1091	1171
其他流动资产	311	566	410	812	620
非流动资产	924	1099	1099	1232	1308
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产投资	417	561	597	742	841
无形资产	227	212	211	206	192
其他非流动资产	280	326	291	284	276
资产总计	3290	3450	4216	5133	5814
流动负债	1031	1140	1917	2758	3358
短期借款	637	774	1567	2243	2863
应付账款	70	87	86	128	126
其他流动负债	324	279	264	387	370
非流动负债	338	335	295	285	254
长期借款	216	201	160	150	119
其他非流动负债	122	135	135	135	135
负债合计	1369	1476	2212	3043	3612
少数股东权益	29	48	49	49	50
股本	397	397	397	397	397
资本公积	1189	1189	1189	1189	1189
留存收益	304	336	365	411	463
归属母公司股东收益	1893	1927	1955	2041	2152
负债和股东权益	3290	3450	4216	5133	5814

现金流表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	23	13	11	27	39
净利润	163	152	148	200	230
折旧摊销	60	64	61	73	88
财务费用	41	41	40	55	72
投资损失	-1	-7	-2	-2	-3
营运资金变动	-251	-247	-236	-297	-348
其他经营现金流	10	11	0	0	0
投资活动现金流	-140	-232	-58	-203	-162
资本支出	169	215	-1	133	77
长期投资	28	-26	0	0	0
其他投资现金流	57	-42	-59	-70	-85
筹资活动现金流	723	-109	-196	-172	-216
短期借款	173	137	0	0	0
长期借款	-63	-16	-40	-10	-31
普通股增加	50	0	0	0	0
资本公积增加	788	0	0	0	0
其他筹资现金流	-225	-230	-156	-162	-185
现金净增加额	606	-328	-243	-348	-339

利润表 (百万元)

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	967	948	1012	1299	1545
营业成本	564	576	637	788	933
营业税金及附加	12	16	9	20	24
营业费用	10	11	12	15	18
管理费用	157	177	172	221	263
财务费用	41	41	40	55	72
资产减值损失	32	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	7	2	2	3
营业利润	151	169	143	203	240
营业外收入	38	3	27	26	24
营业外支出	4	0	1	1	2
利润总额	186	171	169	227	261
所得税	23	19	21	28	32
净利润	163	152	148	200	230
少数股东收益	0	1	0	0	1
归属母公司净利润	162	151	148	199	229
EBITDA	272	278	280	381	460
EPS（元）	0.41	0.38	0.37	0.50	0.58

主要财务比率

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入（%）	9.0	-1.9	6.7	28.4	18.9
营业利润（%）	23.3	12.0	-15.4	41.6	18.1
归属母公司净利润（%）	17.8	-6.8	-2.2	34.6	15.0
获利能力					
毛利率（%）	41.7	39.3	37.0	39.4	39.6
净利率（%）	16.8	16.0	14.6	15.3	14.8
ROE（%）	8.5	7.7	7.4	9.6	10.4
ROIC	6.2	6.2	5.0	5.9	6.1
偿债能力					
资产负债率（%）	41.6	42.8	52.5	59.3	62.1
净负债比率（%）	2.5	20.6	30.5	45.8	57.7
流动比率	2.3	2.1	1.6	1.4	1.3
速动比率	1.6	1.4	1.2	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.5	2.1	1.8	2.2	2.2
应付账款周转率	9.2	7.3	7.3	7.3	7.3
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	0.41	0.38	0.37	0.50	0.58
每股经营现金流（最新摊薄）	0.16	0.01	0.03	0.07	0.10
每股净资产（最新摊薄）	4.77	4.85	4.92	5.14	5.42
估值比率					
P/E	18.3	19.6	20.0	14.9	12.9
P/B	1.57	1.54	1.52	1.45	1.38
EV/EBITDA	11.64	12.8	13.4	10.8	9.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

一、高端钛合金和低温超导材料龙头	5
1.1 公司实际控制人为陕西省财政厅	6
1.2 高毛利率 ITER 超导项目业务完结，营收略有下降	6
二、高端钛合金市场广阔	7
2.1 “太空金属”——高端钛合金性能优越，难以替代	7
2.2 军机革新换代+商用客机国产化，拉动高端钛合金需求	10
三、低温超导市场前景广阔	12
3.1 低温超导材料应用广泛，全球市场前景广阔	12
3.2 中国着手开发核聚变项目，国内市场潜力巨大	14
3.3 成为超导 MRI 供货商，获得业绩新增长点	14
四、进军高温合金领域，立足高端材料	15
五、技术为基，人才为本，占领行业制高点	16
5.1 汇聚行业人才，构建研发优势	16
5.2 加大研发投入，培育新增长点	17
5.3 技术优势打造行业龙头	18
5.4 资质壁垒稳固公司市场地位	19
5.5 混合所有制提高经营效率	19
六、盈利预测与估值分析	19
6.1 分业务盈利预测	19
6.2 相对估值分析	21
风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司主要产品	5
图表 2: 公司 2015 年营收按产品构成	6
图表 3: 按区域划分主营构成	6
图表 4: 2018H1 前十大股东	6
图表 5: 公司 2013-2018H1 营业收入及增速	7
图表 6: 公司 2013-2018H1 净利润及增速	7
图表 7: 2013-2018H1 公司毛利率与净利率	7
图表 8: 2013-2018H1 公司费用率	7
图表 9: 钛合金性能优异	8
图表 10: A350 用钛主要部位和部件	8
图表 11: 2011-2016 中国钛加工材产量和消费量	8
图表 12: 2011-2016 中国海绵钛产能、产量、消费量（万吨）	8
图表 13: 2006-2016 年我国钛加工材进出口量	9
图表 14: 2006-2016 年我国钛加工材进出口均价	9
图表 15: 军用钛合金产业链	9
图表 16: 中国近年海绵钛（≥99.6%）价格走势（元/千克）	9
图表 17: 2016 年中国钛材在不同领域应用	10
图表 18: 2011-2016 中国钛加工材航空航天消费量（吨）	10
图表 19: 2016-2025 年歼-20 及运-20 机型市场预测	10
图表 20: 2017-2036 年全球民用航空飞机数量预测	11

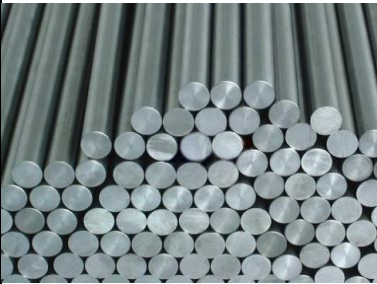
图表 21: 2036 年前全球民用航空飞机交付量及价值预测.....	11
图表 22: 中国自主研发机型含钛量	11
图表 23: 2013-2017 年西部超导和宝钛股份毛利率对比	12
图表 24: 近年全球超导材料市场规模 (亿欧元)	12
图表 25: MCZ 用超导磁体.....	13
图表 26: 国际热核聚变实验堆 (ITER) 用超导磁体	13
图表 27: 超导加速器.....	13
图表 28: 低温超导产业相关公司.....	14
图表 29: 2013-2017 中国 MRI 设备保有量 (台)	15
图表 30: MRI 设备百万人口拥有量 (台)	15
图表 31: 高温合金在不同行业中的应用比例	16
图表 32: 高温合金工程化生产线.....	16
图表 33: 公司核心技术团队.....	17
图表 34: 2014-2017 年西部超导研发支出以及研发支出占营业收入比例	18
图表 35: 公司在高端钛合金和低温超导研发和制备领域所获的重大奖项	18
图表 36: 西部超导, 宝钛股份, 西部材料经营效率比较	19
图表 37: 高端钛材业务收入预测.....	20
图表 38: 超导材料业务收入预测.....	20
图表 39: 高温合金业务收入预测.....	20
图表 40: 西部超导收入预测.....	21
图表 41: 可比公司估值.....	21

一、高端钛合金和低温超导材料龙头

西部超导主要从事高端钛合金材料和低温超导材料的研发、生产和销售，是我国航空用钛合金棒丝材的主要研发生产基地，是目前国内唯一实现低温超导线材商业化生产的企业，也是目前国际上唯一的铌钛(NbTi)锭棒及线材全流程生产企业。公司自 2005 年以来一直被评为高新技术企业，先后被国务院授予“国家科学技术进步奖二等奖”，国家工信部授予“国防科学技术进步奖一等奖”，国家发改委授予“国家高技术产业化十年成就奖”，中航工业集团授予“航空科学技术奖励一等奖”。

公司的主要产品分为两类，一类是高端钛合金棒材、丝材、异型材；一类是低温超导材料，包括铌钛(NbTi)超导线材、铌三锡(Nb₃Sn)超导线材等。

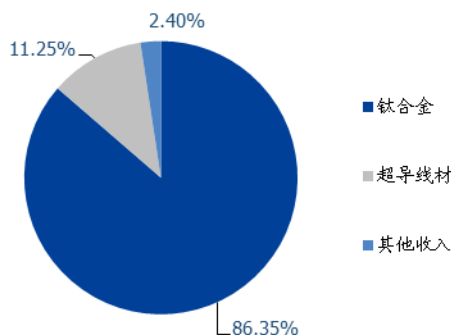
图表 1: 公司主要产品

产品	大棒材	丝材
	用途 飞机结构件和发动机	飞机紧固件和航空用焊丝
图片		
产品	小棒材	异性材
	用途 飞机紧固件和航空用焊丝	航空、舰船、兵器等
图片		

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

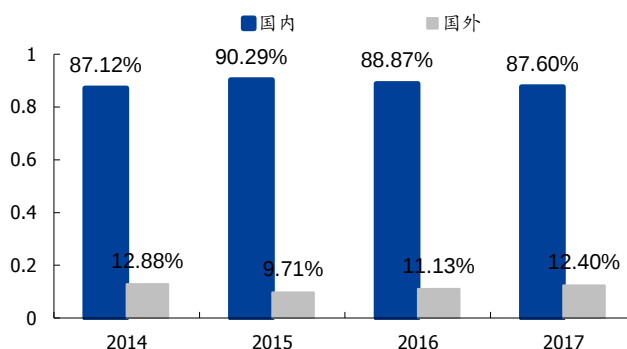
从 2015 年公司披露的年报数据可以看到，钛合金占比 86.35%，超导线材占比 11.25%，其他营收占比 2.4%，其中钛合金占据大部分营业收入。从地区看，中国大陆是公司产品主要市场，2014 至 2017 年国内营收在总营收中的占比均在 87%以上。

图表 2: 公司 2015 年营收按产品构成



资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 2015 年后暂未披露各项业务占比

图表 3: 按区域划分主营构成



资料来源: wind, 国盛证券研究所

1.1 公司实际控制人为陕西省财政厅

公司控股股东为西北有色金属研究院，直接持有公司 25.19% 的股份。陕西省科技厅是西北院的主管部门和资产管理部门，为公司实际控制人。西北有色金属研究院始建于 1965 年，1988 年与西安有色金属研究所合并建成了世界先进水平的稀有金属材料加工国家工程研究中心，在材料研究的领域已经获得了 1100 多项科研成果和 180 项专利技术。

图表 4: 2018H1 前十大股东

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
1	西北有色金属研究院	-	100,035,000	0	25.19
2	中信金属有限公司	-	68,640,000	0	17.29
3	深圳市创新投资集团有限公司	-	50,581,000	0	12.74
4	西安工业资产经营有限公司	-	30,767,000	0	7.75
5	西安天汇科技投资股份有限公司	-	28,639,000	0	7.21
6	陕西成长性新兴产业股权管理合伙企业(有限合伙)	-	20,000,000	0	5.04
7	光大金控(上海)股权投资有限公司	-	16,380,000	0	4.13
8	陕西成长性新材料行业股权管理合伙企业(有限合伙)	-	16,000,000	0	4.03
9	陕西金融控股集团有限公司	-	6,500,000	0	1.64
10	荆涛	-	5,580,000	0	1.41
	合 计	-	343,122,000		86.43

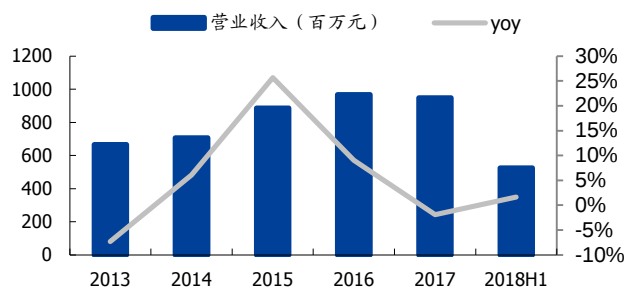
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 高毛利率 ITER 超导项目业务完结，营收略有下降

公司营业收入 2014-2016 年连续三年增长，2016 年营收达到 9.67 亿元，同比增长 9.02%，

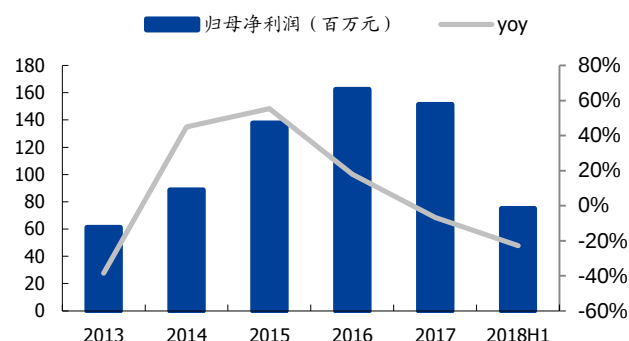
2017 年营收 9.48 亿元略有下降，同比下降 1.94%，主要因高毛利率 ITER 超导项目业务完结超导订单量减少。由于原材料价格上涨，产品结构调整，导致毛利率略有下滑。

图表 5: 公司 2013-2018H1 营业收入及增速



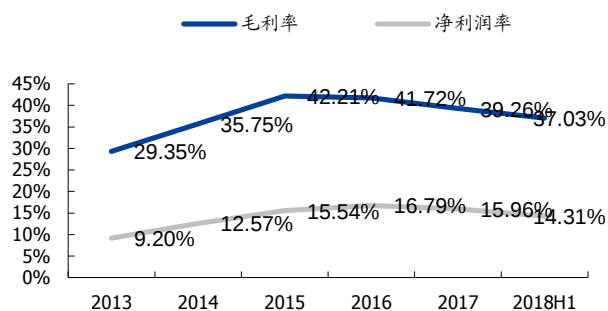
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 公司 2013-2018H1 净利润及增速



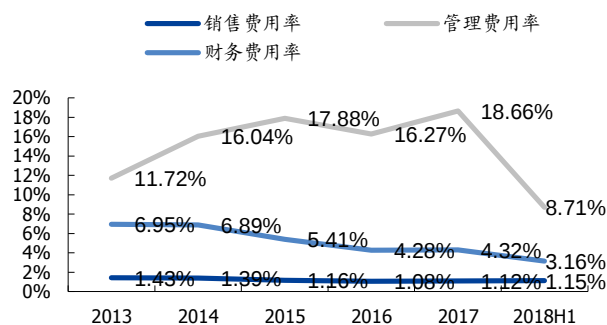
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2013-2018H1 公司毛利率与净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2013-2018H1 公司费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、高端钛合金市场广阔

2.1 “太空金属”——高端钛合金性能优越，难以替代

钛合金是以钛为基加入其他元素组成的合金，具有强度高、密度小，机械性能好，韧性和抗蚀性能强等特点，可以广泛应用于航空、航天、舰船、兵器、生物医药、体育用品和化工冶金等领域。

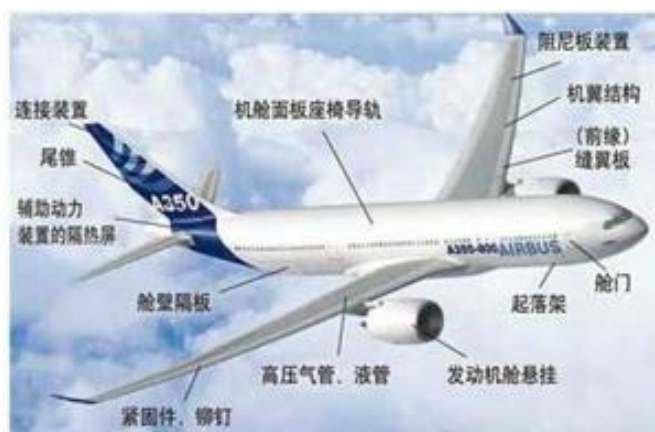
图表 9: 钛合金性能优异

性能优势	用途	说明
比强度大	减轻结构重量、节约费用	钛合金强度接近中强钢但密度仅为其 60%，代替结构钢和高温合金，能大幅度减轻结构重量，节省费用。统计数据显示，商用飞机每减重 1Kg，一年节约 3000 美元的燃料。
耐热性好	符合高温部位的使用要求	常用的 Ti-6Al-4V 能在 350℃ 下长期工作，在飞机的高温部位（如后机身等）可取代因高温使用性能不能满足要求的铝合金；TC11 能在 500℃ 下长期工作，在发动机的压气机部位可取代高温合金和不锈钢。
相容性好	与复合材料结构相匹配	为减轻结构重量和满足隐身要求，先进飞机大量使用复合材料。钛合金与复合材料的强度、刚度匹配较好，能获得很好的减重效果。同时，由于二者电位比较接近，不易产生电偶腐蚀，因此相应部位的结构件和紧固件宜采用钛合金。
抗腐蚀性好	提高机身、发动机寿命	钛合金具有较高的疲劳寿命和优良的耐腐蚀性能，可以提高结构的抗腐蚀能力和寿命，满足先进飞机、发动机高可靠性和长寿命的要求。

资料来源：国盛证券研究所整理

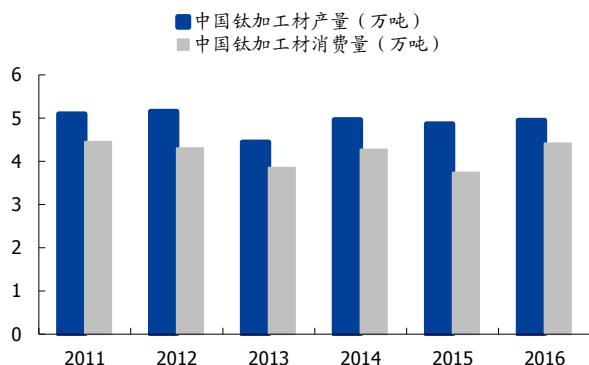
公司主营高端钛合金材料，是当代飞机和发动机的主要结构材料之一，主要用于生产航空锻件（包括飞机结构件、紧固件和发动机部件等），最终用于飞机制造。目前，我国高端钛合金则相对紧缺，民用中低端钛合金产能过剩。从中长期来看，我国军用和民用航空工业发展还具有广阔空间，高端钛合金未来将有广阔的发展前景。

图表 10: A350 用钛主要部位和部件



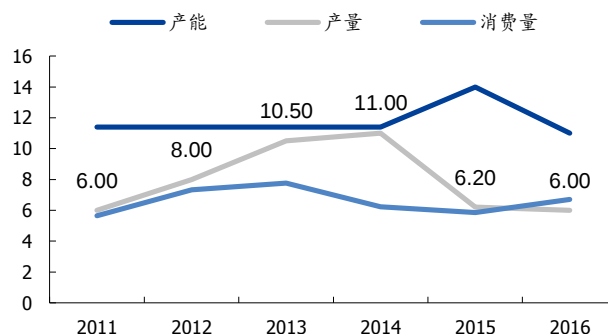
资料来源：新材料在线，国盛证券研究所

图表 11: 2011-2016 中国钛加工材产量和消费量



资料来源：wind，国盛证券研究所

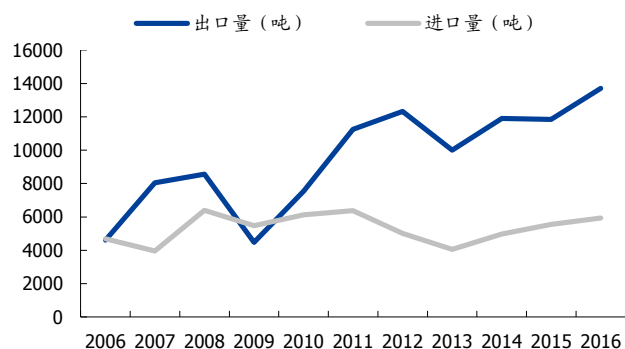
图表 12: 2011-2016 中国海绵钛产能、产量、消费量（万吨）



资料来源：wind，国盛证券研究所

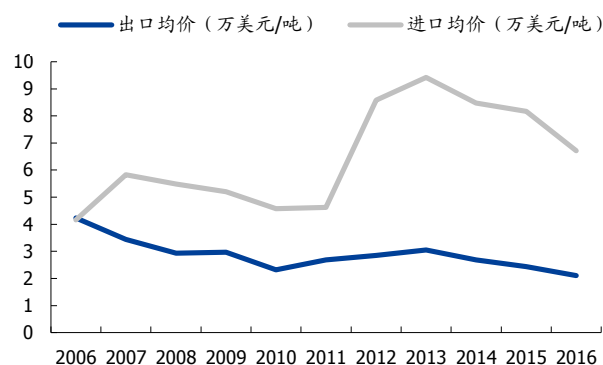
从钛加工材进出口来看，我国钛合金主要出口低端产品，进口高端产品，高端产品进口均价是低端产品出口均价的几倍，国内企业高端钛合金进口替代空间较大、替代动力较高。

图表 13: 2006-2016 年我国钛加工材进出口量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2006-2016 年我国钛加工材进出口均价



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

钛合金供应链中，公司钛合金业务原材料主要是海绵钛，公司生产各种类型的钛棒供应给下游锻造厂，锻造厂将材料打造成锻件再供应给西飞等飞机组装厂，最后供应到军方体系。

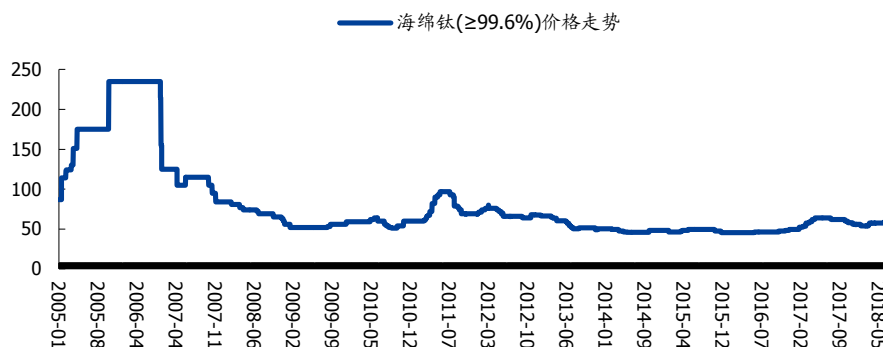
图表 15: 军用钛合金产业链



资料来源: 国盛证券研究所整理

上游海绵钛产能过剩，价格不断走低。由于钛材传统应用化工行业低迷所致，导致民用中低端钛合金产能过剩，进而影响上游海绵钛价格，海绵钛价格 2006 年开始持续走低。2017 年海绵钛价格略有回升，而供过于求的大趋势并未改变。2018 年海绵钛价格较 2017 年略有下降。

图表 16: 中国近年海绵钛 (≥99.6%) 价格走势 (元/千克)



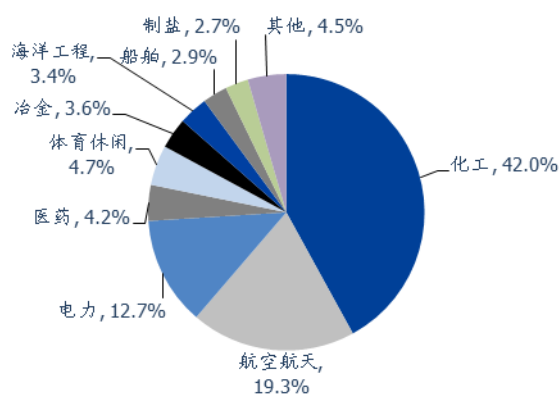
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

海绵钛为公司生产钛合金主要成本。主营业务成本主要由直接材料、直接人工、制造费用等项目构成。从 2012 年度海绵钛平均采购单价的 7.15 万元/吨，海绵钛占据总成本的 50.34%，2018 年海绵钛价格降至 5.82 万元/吨，海绵钛价格对公司业务成本有较大影响。

2.2 军机革新换代+商用客机国产化，拉动高端钛合金需求

航空航天工业的发展催生高端钛合金的巨大需求。2016 年中国钛材消耗量在航空航天领域中占比 19.3%，仅次于传统的化工行业，远低于发达国家 50% 以上的占比，显示出巨大市场潜力。而中国航空航天钛加工材消费量从 2014-2016 年连续两年显著提高，从 2014 年的 4861 吨提高至 2016 年的 8519 吨，显示出爆发增长势头。

图表 17: 2016 年中国钛材在不同领域应用



资料来源: 2016 年中国钛工业发展报告, 国盛证券研究所

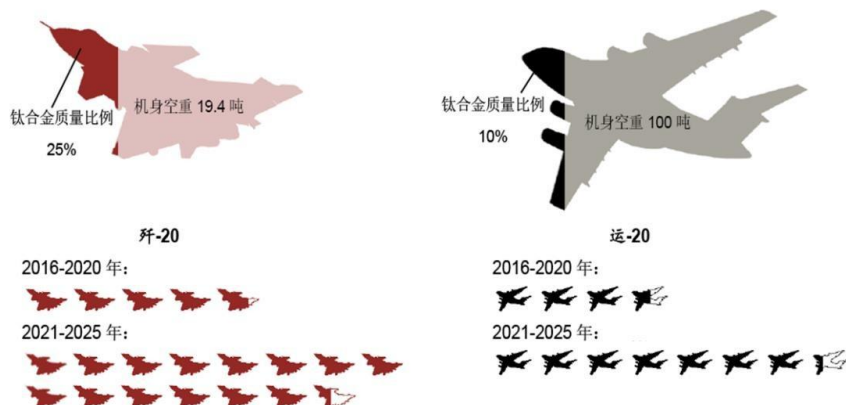
图表 18: 2011-2016 中国钛加工材航空航天消费量 (吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

军机更新换代, 飞机种类、数量提升空间巨大, 直接拉动钛合金需求。全球军用飞机市场规模 2290 亿美元, 目前世界几大军事强国中, 美、英、俄、法等已配备至四代战机, 中国正处于第三代向第四代转换的过渡时期。2016 年, 中国空军官方微博@空军发布称歼-20、运-20 机型将开始陆续装备部队, 中航工业也曾表示运-20 将会生产 1000 架以上用以满足军用和民用, 这将催生巨大的钛合金需求。

图表 19: 2016-2025 年歼-20 及运-20 机型市场预测



资料来源: 北京航材院, 航空学报, 国盛证券研究所

新型飞机的钛用量明显高于老飞机。以中国歼系列战机为例, 早期战机歼 10 钛含量占比只有 4%, 后期战机歼 20 战机钛含量提高了 25%, 新机型对高端钛的需求量增加明显。

显。运-20 的机身空重约为歼-20 的 5 倍，钛合金比例为 10%。预计未来几年我国军机对高端钛合金年需求将超过 8000 吨/每年，市场规模达到 30 亿元以上。

全球民用飞机市场广阔。截至 2016 年，全球服役的民用飞机总数为 23480 架。根据波音公司的预测，到 2036 年全球民用航空飞机将增长到 46950 架，且新增机型主要为单通道。在 2036 年之前，预计有 41030 架民机交付，其中单通道机 29530 架，飞机的市场价值约为 6.05 万亿美元。根据美国咨询服务和技术解决方案领先供应商 ICF 咨询统计，钛合金在整个航空用材市场平均质量占比约为 12%，价值量占比约为 27%，预测全球民用航空飞机钛合金市场将超过 1000 亿美元。

图表 20: 2017-2036 年全球民用航空飞机数量预测

类型	2016 年数量 (架)	2016 年占比	2036 年数量 (架)	2036 年占比
支线飞机	2540	11%	2600	6%
单通道机	15030	64%	32190	69%
小宽体	2240	10%	5710	12%
中/大宽体	1860	8%	3420	7%
运输机	1810	8%	3030	6%
总计	23480	100%	46950	100%

资料来源: Boeing 《Current Market Outlook 2017-2036》，国盛证券研究所

图表 21: 2036 年前全球民用航空飞机交付量及价值预测

类型	交付量 (架)	价值 (亿美元)
支线飞机	2370	1100
单通道机	29530	31800
小宽体	5050	13400
中/大宽体	3160	11600
运输机	920	2600
总计	41030	60500

资料来源: Boeing 《Current Market Outlook 2017-2036》，国盛证券研究所

中国民用飞机带来钛合金增量市场。中国商用客机逐步国产化，同时客机含钛量也不断提高。中国商用客机钛含量由 ARJ21 (4.8%) 提高到 C919 (9.3%)。截止 2018 年 6 月，C919 已获订单数量 815 架，机用钛总需求量高达 3194.8 吨，ARJ21 机用钛总需求量也达到 543.6 吨。预计 2020 年以后民用航空飞机对钛合金的需求将超过 3000 吨/年，市场规模 12 亿元以上。公司作为航空高端钛合金的两大主力供货商将显著受益。

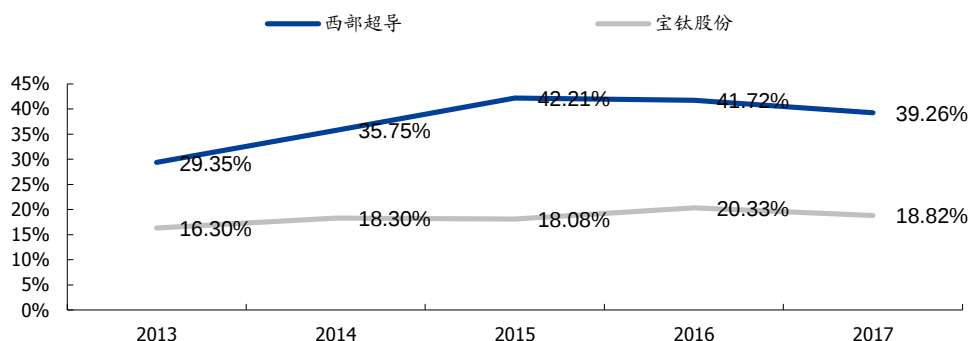
图表 22: 中国自主研发机型含钛量

机型	钛含量	空机重量 (吨)	单机钛含量 (吨)	最新订单量 (架)	机用钛总需求量 (吨)
C919	9.30%	42.1	3.92	815	3194.8
ARJ21	4.80%	24.96	1.2	453	543.6

资料来源: 商飞网，国盛证券研究所

公司高端钛合金业务最主要竞争对手是宝钛股份。从规模来看，宝钛股份的产能、营收皆领先于公司，宝钛钛材产能为公司的 1.59 倍，但是钛业务收入为 2.48 倍，主要因公司生产钛锭材主要自用于棒材生产，没有形成实际销售。从盈利能力来看，宝钛股份毛利率比西部超导低将近 20 个百分点，主要因为公司生产的是利润水平最高的棒材，而宝钛的板材、管材及铸件等低毛利率产品占比较多。

图表 23: 2013-2017 年西部超导和宝钛股份毛利率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

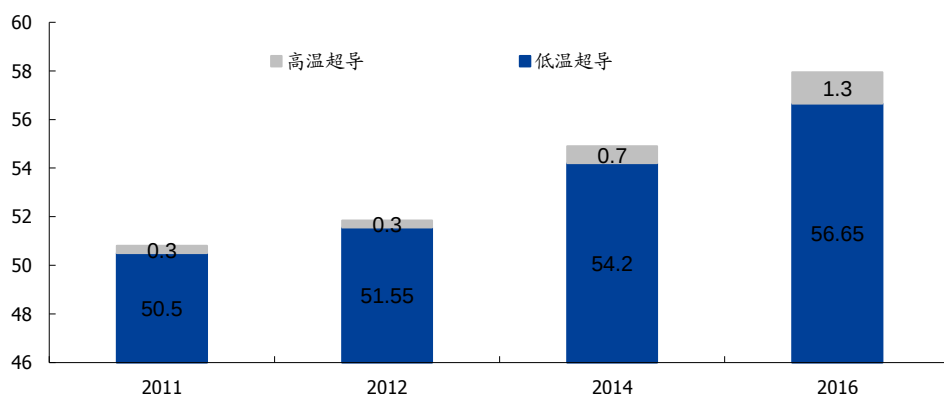
三、低温超导市场前景广阔

3.1 低温超导材料应用广泛，全球市场前景广阔

超导材料是指具有在一定的条件下呈现出电阻等于零以及排斥磁力线的性质的材料。根据超导材料的临界温度，可将超导材料分为低温超导材料 and 高温超导材料。高温超导材料由于价格昂贵，工艺严苛，目前尚处于研发阶段。公司的主要产品为低温超导材料，包括 NbTi 和 Nb₃Sn 超导线材等。

纵观全球超导材料市场，2016 年全球超导应用市场中低温超导的市场份额为 97.8%，高温超导的市场份额仅为 2.2%，由于低温超导材料具有优良的机械加工性能和成本优势，在相当长的时期内仍将在商业化超导市场中处于主导地位。

图表 24: 近年全球超导材料市场规模 (亿欧元)



资料来源: Conectus, 国盛证券研究所

低温超导材料主要用作高场磁体制造，用于大型科学工程、先进装备制造领域，包括磁控直拉单晶硅 (MCZ)、国际热核聚变实验堆 (ITER)、磁共振成像仪 (MRI)、核磁共振谱仪 (NMR)、加速器、科研用特种磁体等。

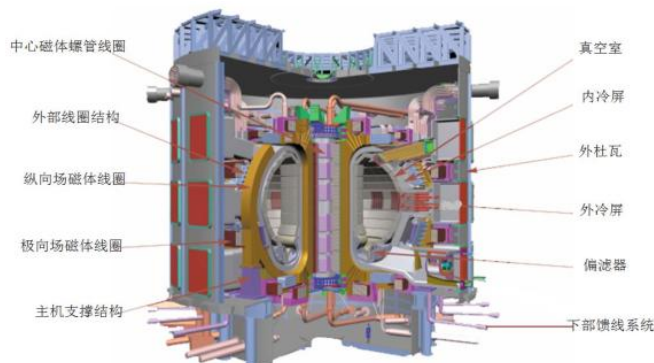
1、磁控直拉单晶硅用超导磁体，促进单晶硅行业技术升级。采用超导磁体提供 5000Gs 稳定磁场的 MCZ 技术是目前国际上生产 300mm 以上大尺寸半导体级单晶硅的最主要方法。超导磁体因其体积和运行成本大幅度减小，能够降低 300mm 单晶硅制造能耗 20%、提高成品率 30%。研究发展 300mm MCZ 单晶硅制备用超导磁体制造技术并实现规模应用，对促进我国单晶硅行业的产业技术升级至关重要。

图表 25: MCZ 用超导磁体



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 国际热核聚变实验堆 (ITER) 用超导磁体



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2、国际热核聚变实验堆用超导磁体。ITER 利用由氘、氚组成的上亿度高温等离子体聚变产生 50 万千瓦的功率。需要采用超导材料产生的强磁场对高温等离子体进行约束以使其避免与容器壁接触。目前 ITER 设计共有超导大型磁体 48 个，其中 18 个纵场线圈和 PF 采用 Nb_3Sn 超导线，6 个中心螺管线圈组成的中心螺管和 18 个校正场线圈采用 NbTi 超导线。我国承担 ITER 项目 69% 的 NbTi 超导线和 7% 的 Nb_3Sn 超导线生产任务，全部由公司提供。

图表 27: 超导加速器



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3、加速器用超导磁体。高能质子加速器包括超导直线加速器、超导回旋加速器、超导同步加速器等，利用超导磁体在很小的激磁功率下产生强大的约束磁场，可大大缩减加速器的尺寸，降低加速器的功率消耗，使超导加速器在经济上和技术上具有巨大的优越性。

全球仅有少数几家企业掌握低温超导线生产技术，主要分布在美国、英国、德国、日本和中国，西部超导的业务涉及 NbTi 铌棒和线材、 Nb_3Sn 线材（包括“青铜法”和“内锡法”）的生产，是中国唯一商业化生产低温超导线材的公司，也是全球唯一同时拥有 NbTi 铌棒和线材生产技术的公司。在低温超导材料领域，西部超导的竞争对手全部来自国外：在 NbTi 铌棒领域，与之存在竞争关系的公司只有美国 Wah Chang；在超导线材领域，

与之存在竞争关系的公司主要是英国 Oxford、德国 Bruker、英国 Luvata、日本 JASTEC。

图表 28: 低温超导产业相关公司

公司名称	NbTi		Nb ₃ Sn		超导磁体	超导设备	
	锭棒	线材	青铜法	内锡法		MRI	NMR
国内	西部超导	●	●	●	●		
	南京丰盛				●		
	潍坊新力				●		
	成都奥泰				●	●	
	苏州安科					●	
	东软医疗					●	
	大连金山						●
国外	美国 Wah Chang	●					
	英国 Oxford		●	●	●		
	德国 Bruker		●	●	●		●
	英国 Luvata		●	●			
	日本 JASTEC		●		●		
	美国 GE				●	●	
	德国 Siemens				●	●	
	荷兰 Philips				●	●	
	日本 JEOL						●
	美国 Varian						●

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 中国着手开发核聚变项目, 国内市场潜力巨大

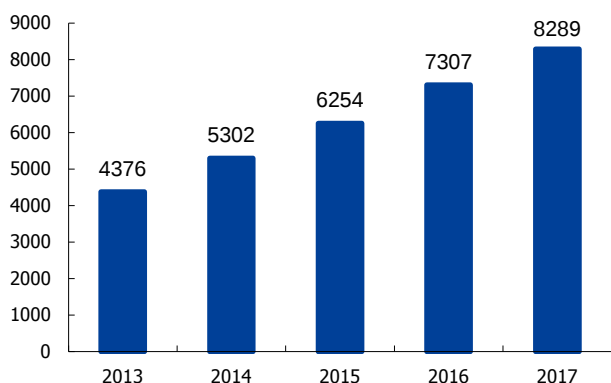
中国目前正在着手开发核聚变项目, 预计有 60 亿的低温超导需求。核聚变反应堆号称是终极能源形式, 是替代目前大部分能源的最好的解决方法。该项目投资额超过 1000 亿, 预计项目投入开发后, 会有 60 亿的低温超导材料需求。基于西部超导在国内低温超导领域绝对领先地位, 项目所需低温超导材料基本上就只有公司独家供货, 并且在三年到四年完成供货, 对公司业绩会有极大的拉动效应。

3.3 成为超导 MRI 供货商, 获得业绩新增长点

核磁共振成像仪(MRI)已成为目前最重要的医疗影像诊断之一, 该设备利用超导线圈缠绕, 形成高强度磁场, 能够有效识别出体内癌症病变等, 截止到 2017 年底, 我国 MRI 设备全国保有量达到了 8289 台 (不含军队), 相比 2016 年保有量增长了 13.4%。近五年来年复合增长率 17.3%。随着医疗卫生事业和医疗技术的不断发展, 高新技术的不断采用, 以及 MRI 设备本身技术的发展, 一大批老产品退役, 促使 MRI 设备市场需求快速增长。

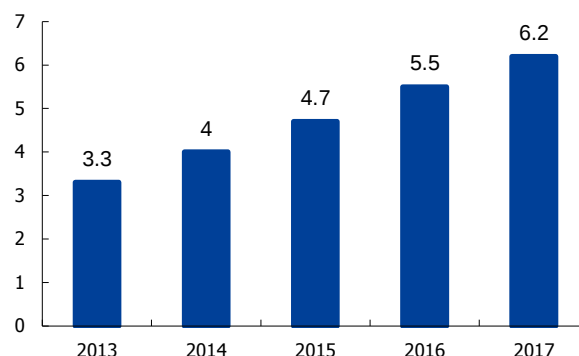
目前 MRI 设备主要被西门子、GE、飞利浦等企业垄断, 三家市场份额高达 80%。2016 年公司已经与 GE、Siemens 签订 100 台 MRI 线材供货的合同, 预计未来几年将持续为国际 MRI 生产商供货, 且份额不断上升。

图表 29: 2013-2017 中国 MRI 设备保有量 (台)



资料来源: 中国医学装备协会, 国盛证券研究所

图表 30: MRI 设备百万人口拥有量 (台)



资料来源: 中国医学装备协会, 国盛证券研究所

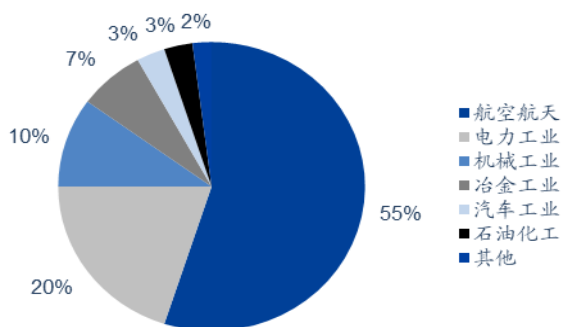
我国每百万人口 MRI 的拥有量由 2013 年的 3.3 台增加到 2017 年的 6.2 台。从人均拥有量来看, 目前我国医用核磁共振设备每百万人拥有量 6.2 台, 与发达国家每百万人拥有 40 台相比仍相对较低。2013-2017 年我国 MRI 设备的销售复合增长率为 21%, 预计 2020 年我国 MRI 设备销量将达 4823 台, 按每台 1008 万计算, 我国 MRI 设备销售的市场空间规模将达 486 亿元, 增长空间巨大。根据 Conectus 统计, 当前低温超导线材最大的商业市场在医学诊断领域, MRI 设备用超导线材市场规模达到 30 亿欧元/年。其次是用于材料分析的核磁共振 (NMR) 用超导线材市场规模达 5 亿欧元/年。

四、进军高温合金领域, 立足高端材料

高温合金具有优异的高温强度, 良好的抗氧化和抗热腐蚀性能, 良好的疲劳性能、断裂韧性等综合性能, 已成为军民用燃气涡轮发动机热端部件不可替代的关键材料, 主要用于飞机发动机; 目前, 在世界先进航空发动机研制中, 高温合金材料用量已占到发动机总量的 40%-60%。高温合金还广泛应用于核电领域、燃气轮机、汽车等领域。

2015 年 7 月, 公司完成挂牌以来首次定向增发, 募集资金 2.25 亿元, 主要用于国防用高性能合金的研发及产业化。公司将全面实现国防及核电用高性能高温合金的产业化, 满足航空发动机、燃气轮机、核能发电等领域的急需, 填补国内空白, 全面替代进口, 摆脱上述领域关键高温合金材料受制于人的局面, 同时进一步巩固和提升公司的行业先发地位。

图表 31: 高温合金在不同行业中的应用比例



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 32: 高温合金工程化生产线



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

高性能高温合金棒材项目已于 2017 年建成, 目前已实现高温合金棒材小批试生产。控股子公司西安聚能高温合金材料科技有限公司于 2017 年全面完成主型设备的安装、调试及验收工作, 并完成多个牌号高温合金的首批棒材试制, 目前建设进度良好。

随着航空发动机使用温度的提高, 对高温合金的抗疲劳性能和高可靠性的要求也越来越高。高纯净度、强度、高温持久性能、疲劳性能以及组织均匀性成为高温合金发展的趋势。国内产品稳定性较国外产品有一定差距, 航空及核电等市场对高温合金需求旺盛。受益于先进发动机、核电、燃气轮机等的发展, 预计 2018 年国内高性能高温合金需求将持续放量, 为公司带来新产品业绩增长预期。

西部超导进军高温合金生产领域的优势: 首先是高温合金与传统钛合金业务供应同样客户, 具有协同效应; 第二是公司具有足够技术储备, 能够短时间内开发出符合军方要求的产品; 第三是公司凭借在高端钛合金方面的深厚积累, 在产品认证, 评审方面的效率会比之前产品大大加快, 之前 5-6 年的进入周期, 可以缩短至 2 年左右的时间。

五、技术为基, 人才为本, 占领行业制高点

5.1 汇聚行业人才, 构建研发优势

公司汇聚了国内多名超导材料和稀有金属材料专家, 形成了以 6 名院士为顾问, 以国家核聚变技术委员会委员、国家、陕西省有突出贡献中青年专家、国务院政府特殊津贴专家等为带头人, 包括多名博士、硕士组成的, 老、中、青结合的超导材料和钛合金材料专业研发队伍。

图表 33: 公司核心技术团队

姓名	简介	学术成就
付宝全先生	中国国籍，无境外永久居留权，1972 年出生，硕士研究生，1994 年大学毕业后，在西北院超导所任职，2003 年开始参与西部超导的设计、建设及生产；现任公司控股子公司聚能高合公司总经理。	先后发表科技论文 10 余篇，主持编写完成中华人民共和国标准一份，获七项国家发明专利；
刘向宏先生	中国国籍，无境外永久居留权，1967 年出生，中法双博士，教授级高级工程师。曾任西北院超导材料研究所副所长。现任公司副总经理、聚能高合董事长、天汇科技董事、聚能超导董事、北京西燕董事。	获国家技术发明二等奖一项、省部级科技进步二等奖四项，获得授权发明专利 20 余项。被评为第四批“西安市有突出贡献青年专家”。
马文革先生	中国国籍，无境外永久居留权，1967 年出生，教授级高级工程师，享受政府特殊津贴专家，现任公司副总工程师。	主持参与国家“九五”、“十五”、“十一五”军工配套项目近 10 项；获国家科学技术进步奖二等奖两项，国防科学技术奖一等奖两项，部级科学技术进步三等奖一项，中航工业集团科技进步一等奖、二等奖各一次，部级个人三等功两项，获授权国防专利 15 项。
闫果先生	中国国籍，无境外永久居留权，1974 年出生，高级工程师，2005 年毕业于东北大学材料物理专业，获工学博士学位。现任超导材料制备国家工程实验室副主任、西燕超导监事。	作为项目骨干和负责人先后承担完成 863 计划、973 计划、国际科技合作计划和自然科学基金项目 12 项，先后获得省部级科学技术奖三项，在国内外学术刊物发表研究论文 40 余篇，获得授权发明专利 20 余项。
张丰收先生	中国国籍，无境外永久居留权，1965 年出生，博士。1987 年 7 月毕业于陕西工学院，获学士学位；1994 年 5 月毕业于西安理工大学，获硕士学位；2003 年 12 月毕业于西北工业大学，获博士学位。2018 年 8 月 24 日董事会任命为公司副总经理。	-

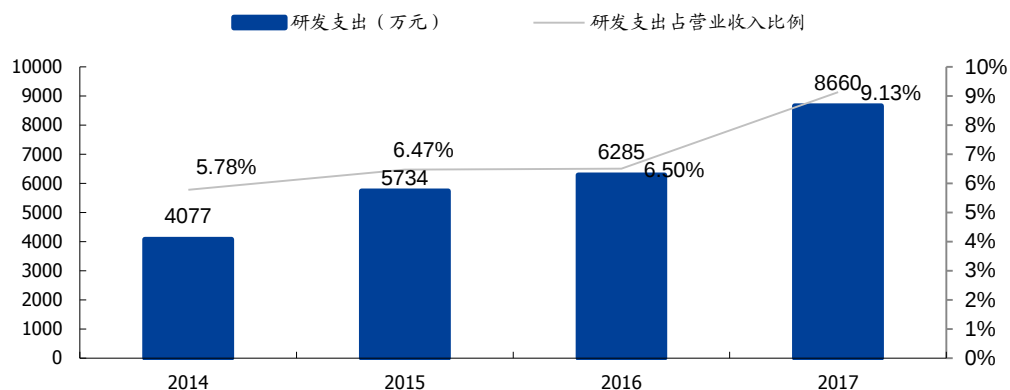
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.2 加大研发投入，培育新增长点

2017 年公司研发支出为 8659.72 万元，较去年同期增加 2374.70 万元，同比增长 37.78%，研发支出占本年营业收入的 9.13%。公司研发支出不断增加，占营收比重不断提高。在商发、商飞、直升机、主型航空发动机用钛合金产品以及 MRI 用超导线材的研发方面加大投入。公司充分利用博士后工作站、西安市博士后创新基地、西安市引进外国智力示范单位等平台，不断丰富人才引进和培养机制，并在国家级人才项目上取得了重要进展。引进检测技术、高温合金、质量保证、材料技术等方面专家 8 人；招聘博士 6 名、硕士 19 名、技术工人 56 名；公司博士后工作站出站 1 人，进站 1 人，目前在站 7 人。

持续的研发投入，公司在多项领域取得突破。公司在特种大规格钛合金棒材制备工艺，高、低温超导材料制备及工艺优化等方面取得多项突破，内外部课题节点完成率持续提升，为公司未来巩固高端市场占有率打下了坚实的基础。

图表 34: 2014-2017 年西部超导研发支出以及研发支出占营业收入比例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.3 技术优势打造行业龙头

截至 2017 年底, 公司在钛合金和低温超导材料领域共取得授权专利 219 件, 其中发明专利 192 件。公司“高性能 XX 钛合金材料研制及应用研究”获国家科学技术进步奖(二等奖)、“国际热核聚变试验堆用高性能低温超导线材制备技术”获国家技术发明奖(二等奖)、“高性能 Nb₃Sn 超导线材制备技术开发及应用”获陕西省科学技术奖(一等奖)。

图表 35: 公司在高端钛合金和低温超导研发和制备领域所获的重大奖项



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

高端钛合金领域, 公司突破了钛合金成分均匀性控制、纯净化熔炼控制、组织性能均匀性控制和批次稳定性控制等关键技术, 自主研发并批量生产多种航空用新型钛合金, 满足我国新旧型号飞机机身及发动机关键钛合金材料需求。特别是公司研发出直径达 650mm、单重 4.5 吨的大规格棒材, 可满足飞机大型结构件整体锻造的棒材需求, 成为新型飞机的唯一供应商。

超导材料领域, 公司解决 NbTi 和 Nb₃Sn 超导线材工程化制备中的一系列关键技术问题, 实现了低温超导线材的国产化和工程化, 承担 ITER 项目 69% 的 NbTi 超导线和 7% 的 Nb₃Sn 超导线生产任务。西部超导目前已掌握 NbTi 锭棒到线材的全流程生产技术并拥有完全自主知识产权, 并且能够同时采用“青铜法”和“内锡法”两种方法生产 Nb₃Sn 线

材。

5.4 资质壁垒稳固公司市场地位

高端钛合金领域。资质壁垒和长时间的认证周期使公司牢牢占据高端钛合金市场领先地位。企业生产军用高端钛合金，必须要取得保密资格和军品科研生产相关许可，预先进行大量研发，并通过一系列严格的考核才能为军方供货，整个过程需耗时 6 年左右。公司目前拥有多项军工资质，是我国新型飞机关键钛合金材料唯一供应商，是老型号飞机、发动机重要供应商（目前只有宝钛股份和西部超导是具有高端钛合金军方供货资质的主要供应商）。

低温超导材料领域。在超导领域，少数集中在美国、德国、日本等技术发达国家的公司具备生产技术和能力，西部超导的业务是中国唯一商业化生产低温超导线材的公司，也是全球唯一同时拥有 NbTi 锭棒和线材生产技术的公司，超导线材技术“国内空白，国际前列”，公司目前已取得美国 GE 和 Siemens（深圳）的客户认证，预计将持续为其供应超导线材。

5.5 混合所有制提高经营效率

公司组织形式采用混合所有制模式，西北院控股，同时引进民营资本，另外还有员工持股平台对公司管理人员、核心技术人员等进行股权激励，调动员工工作热情和积极性。从人均产出来看，公司 2017 年人均产出为 134.87 万元，高于宝钛股份和西部材料，反映了公司经营效率更高。

图表 36: 西部超导，宝钛股份，西部材料经营效率比较

公司代码	公司简称	营业收入（万元）	员工数（名）	总资产（万元）	人均产出（万元）
831628.OC	西部超导	94,816.58	703	345,037.97	134.87
002149.SZ	西部材料	155,908.98	1423	356,870.49	109.56
600456.SH	宝钛股份	287,639.16	3227	689,963.78	89.14

资料来源：wind，国盛证券研究所

六、盈利预测与估值分析

6.1 分业务盈利预测

目前公司的主要营业收入来自高端钛合金和超导线材业务。高端钛材扩产项目预计 2018 年贡献新的收入，随着国内军机换代和商用客机量产带动高端钛材产能产量的进一步释放，我们预计 2018-2020 年高端钛材营业收入分别为 8.55 亿元，8.41 亿元和 9.8 亿元。

图表 37: 高端钛材业务收入预测

高端钛材	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
产能 (吨)	3,500	3,500	3,500	4,500	6,000	6,500
yoy		0%	0%	29%	33%	8%
产量 (吨)	2,700	2,700	3,000	2,900	3,000	3,500
yoy		0%	11%	-3%	3%	17%
销量 (吨)	2,440	2,648	2,750	2,850	2,900	3,500
yoy		9%	4%	4%	2%	21%
单价 (万元)	30	30	30	30	29	28
yoy		0%	0%	0%	-3%	-3%
营收 (万元)	73,190	79,440	82,500	85,500	84,100	98,000
yoy		9%	4%	4%	-2%	17%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 单价为估算数据

目前 MRI 超导线材项目已成为超导线材的新增长点。中国着手开发核聚变的项目一旦实施也会带来巨大超导线材需求。我们预计 2018-2020 超导线材营业收入分别为 0.91 亿元, 0.98 亿元和 1.4 亿元。

图表 38: 超导材料业务收入预测

超导材料	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
产能 (吨)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
yoy		0%	0%	0%	0%	0%
产量 (吨)	400	400	200	300	350	500
yoy		0%	-50%	50%	17%	43%
销量 (吨)	318	320	209	305	350	500
yoy		1%	-35%	46%	15%	43%
单价 (万元)	30	30	30	30	28	28
yoy		0%	0%	0%	-7%	0%
营收 (万元)	9,534	9,605	6,269	9,150	9,800	14,000
yoy		1%	-35%	46%	7%	43%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 单价为估算数据

2018 年高温合金业务已实现初步生产, 预计 2019 年将会开始逐步贡献收入。我们预计 2019-2020 年高温合金收入分别为 3.0 亿元和 3.6 亿元。

图表 39: 高温合金业务收入预测

高温合金	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
产能 (吨)	0	0	0	0	2,000	2,000

yoy						0%
产量 (吨)	0	0	0	0	1,000	1,200
yoy						20%
销量 (吨)	0	0	0	0	1,000	1,200
yoy						
单价 (万元)	-	-	-	-	30	30
yoy						0%
营收 (万元)	0	0	0	0	30,000	36,000
yoy						20%

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 单价为估算数据

预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 10.12 亿元, 12.99 亿元和 15.45 亿元。

图表 40: 西部超导收入预测

西部超导	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收 (万元)	88,694	96,690	94,817	101,150	129,900	154,500
yoy		9.02%	-1.94%	6.68%	28.42%	18.94%
毛利率	42.21%	41.72%	39.26%	37.03%	39.37%	39.64%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

6.2 相对估值分析

公司生产的钛合金主要面向国内军用航空市场, 由于各国对军工材料的出口均有严格的限制, 因此公司面临的来自国外公司的竞争压力较小, 公司的主要竞争对手为宝钛股份。公司可比公司为宝钛股份与西部材料, 2018 平均估值为 40 倍, 西部超导估值为 20 倍, 考虑公司在高端钛合金和低温超导材料领先地位, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 41: 可比公司估值

相对估值		股价	EPS						PE						总市值
股票代码	公司简称		15A	16A	17A	18E	19E	20E	15A	16A	17A	18E	19E	20E	(亿元)
600456.SH	宝钛股份	14.91	-0.43	0.09	0.05	0.34	0.53	0.84	-34	174	299	44	28	18	64.15
002149.SZ	西部材料	6.31	-0.31	0.05	0.13	0.17	0.25	0.41	-20	126	50	36	25	15	26.84
	A 股平均								-27	150	174	40	27	17	
831628.OC	西部超导	7.47	0.35	0.41	0.38	0.37	0.50	0.58	22	18	20	20	15	13	29.66

资料来源: wind, 国盛证券研究所 注: 宝钛股份、西部材料采取 wind 一致预期

风险提示

市场需求波动的风险。公司钛合金产品主要用于航空领域, 近年来国际形势严峻, 国家

对军用飞机的需求旺盛,但是未来国家对军用飞机的具体需求及生产规划存在不确定性,如果未来国家军用飞机的产量下降,可能导致公司业绩的下降。

原材料价格变动的风险。公司的主要原材料为海绵钛、铌锭(棒)、锡及相关合金、无氧铜、铝钼合金、铝钒合金、铝豆等。近年来,受宏观经济环境、供求状况和国家环保要求的影响,海绵钛价格持续波动。

高端人才流失的风险。当前市场对于技术和人才竞争日益激烈,尽管公司的核心技术和人才在行业内均处于领先地位,但是如果出现核心技术泄露或核心人员流失的现象,可能会在一定程度上影响公司的市场竞争力和技术创新能力。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com