

业绩稳步向好，科技创新引领转型升级

——西部材料（002149）首次覆盖报告

报告关键要素：

西部材料作为国内新材料产业的领军企业，公司业绩长期平稳增长，毛利率也不断提升，主营业务产销量均不断增长。与此同时，以航空航天、核电、海洋工程为代表的高端钛材的需求量快速增长，下游市场广阔。同时，公司背靠西北金属研究院，掌握行业领先技术，致力于开发高附加值产品，开拓高端钛产品市场，未来发展前景可期。

投资要点：

- 公司业绩稳步向好：**近几年，公司营业收入稳步增长，毛利率自2016年以来也保持平稳增长趋势，2019年上半年，公司取得营业收入8.91亿元，同比增长15.63%；毛利率为22.93%，比前几年毛利率均有所增长，公司业绩稳步向好。2018年，钛制品业务销售收入占18年营业收入的59.21%，达10.18亿元，2019年上半年钛制品营收达6.89亿元，2019年全年钛制品营收有望持续增长。
- 科技创新引领企业转型升级：**近几年，公司研发费用高速增长，去年三季度公司研发费用同比上涨41.04%，研发费用已经远超2018年全年，系本年公司在核电、航空、环保等领域所投入的稀有金属材料应用开发支出增加及新品开发力度加大所致。2020年，公司研发工作将重点开展新产品开发、新技术储备、工艺技术改进等，带动企业转型升级。
- 长期下游市场需求旺盛，利好钛加工企业龙头发展：**从行业终端需求角度来看，高端钛材的需求量快速增长，未来中国商飞、军机等用量将呈爆发式增长，核电和海洋工程领域的需求在2020年也有望出现较大新增，有利拉动钛加工行业龙头企业的发展。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计19-21年，公司归母净利润分别为：0.65、0.71、0.78亿元，EPS分别为：0.15、0.17、0.18元，对应收盘价6.73元的PE分别为：44.13、40.44、36.92倍，给予“增持”评级。
- 风险因素：**钛材需求不及预期、项目建设不及预期。

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	17.20	18.44	19.60	20.68
增长比率(%)	10.33%	7.17%	6.34%	5.50%
归母净利润(亿元)	0.60	0.65	0.71	0.78
增长比率(%)	11.54%	7.55%	9.13%	9.54%
每股收益(元)	0.14	0.15	0.17	0.18
市盈率(倍)	37.45	44.13	40.44	36.92

数据来源：WIND，万联证券研究所

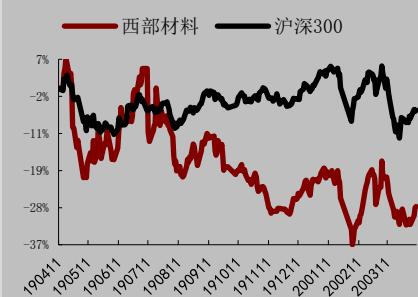
增持（首次）

日期：2020年04月10日

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	西北有色金属研究院 /28.89%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	425.41
流通A股(百万股)	425.34
收盘价(元)	7.15
总市值(亿元)	30.42
流通A股市值(亿元)	30.41

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年04月09日

相关研究

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

请阅读正文后的免责声明

投资核心观点

● 公司整体判断

西部材料作为国内新材料产业的领军企业，公司业绩长期平稳增长，毛利率也不断提升，主营业务产销量均不断增长。与此同时，以航空航天、核电、海洋工程为代表的高端钛材的需求量快速增长，下游市场广阔。同时，公司背靠西北金属研究院，掌握行业领先技术，致力于开发高附加值产品，开拓高端钛产品市场，未来发展前景可期。

● 差异化观点

公司目前主要营业收入以境内收入为主，但 2019 年上半年，公司境外收入较上年同期增长 89.88%，境外收入占比有所增长，主要是因为控股子公司西部钛业、天力公司、优耐特公司、菲尔特公司外贸出口较上年增长较大。境外产品的毛利率也有所提升，境外产品毛利率比上年同期增长 37.87%，主要是因为高附加值产品占比有所增加。可以看出，公司有意识开拓境外市场，推动企业产品出口。

● 估值和评级

我们预计 19-21 年，公司归母净利润分别为：0.65、0.71、0.78 亿元，EPS 分别为：0.15、0.17、0.18 元，对应收盘价 6.73 元的 PE 分别为：44.13、40.44、36.92 倍，给予“增持”评级。

● 股价触发因素

公司 2020 年新产品研发仍在继续，产品附加值进一步增加，引发股价上涨的核心在于技术突破和新产品的研发。另外，宏观经济与公司发展息息相关，目前看来宏观经济的看点有二：一是海外疫情的防控情况以及疫情的结束时间；二是各国为抗击疫情对宏观经济的冲击而采取的利好刺激政策。

● 风险提示

钛需求不及预期、宏观经济下行、项目建设不及预期。

目录

1、西部材料——国内新材料行业的领军企业	5
1.1 公司简介	5
1.2 股权结构——股权相对集中	5
1.3 最终受益人——西北有色金属研究院	6
1.4 控股子公司业务发展情况	6
1.5 发展历程——前身为研究所，二十载成就行业巨头	7
1.6 公司主要产品及应用领域	8
2、公司主营业务	10
2.1 业务分析	11
2.1.1 钛制品业务	14
2.1.2 稀有金属业务——稀有金属复合材料及制品	16
2.1.3 金属纤维业务	17
2.2 行业发展趋势	18
2.2.1 航空航天领域	19
2.2.2 核电领域	22
2.2.3 海洋工程	23
3、公司业务前景分析	24
3.1 供应商与客户总体情况：供应商和客户集中度低	24
3.2 科技创新引领产业发展，产业转型升级不断见效	25
3.3 积极推动两个平台建设	25
3.4 开拓下游优质客户，市场开拓取得重大突破	26
3.5 非公开发行股票募集资金，为项目建设提供资金保障	26
4、盈利预测与投资建议：	26
5、风险因素	27
图表 1：公司股权结构图	5
图表 2：西北有色金属研究院组织架构	6
图表 3：主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况(单位：百万)	6
图表 4：公司发展历程	8
图表 5：公司主要业务、产品及应用领域	8
图表 6：公司营收稳步增长	11
图表 7：公司归母净利润有所改善	11
图表 8：公司近年 ROE 情况	11
图表 9：公司近年毛利率费用率净利率情况	11
图表 10：公司主营业务收入(单位:百万)	12
图表 11：2018 年公司各项业务收入占比	12
图表 12：公司主营业务毛利(单位: 百万)	12
图表 13：2018 年公司各项业务毛利占比	12
图表 14：2018 年公司分业务毛利率	12
图表 15：2018 年营业收入构成(按区域)	13
图表 16：2018 年毛利构成(按区域)	13
图表 17：2019 上半年营业收入构成(按区域)	13
图表 18：2019 上半年毛利构成(按区域)	13

图表 19: 国内外业务毛利率变化	14
图表 20: 公司钛制品业务明细	14
图表 21: 钛制品业务营业收入变化 (单位: 百万)	15
图表 22: 海绵钛价格走势	15
图表 23: 钛制品工艺流程	16
图表 24: 公司稀有金属业务产量明细	16
图表 25: 稀有金属装备业务营业收入变化 (单位: 百万)	16
图表 26: 公司金属纤维业务明细	17
图表 27: 金属纤维业务营业收入变化 (单位: 百万)	17
图表 28: 全球 PMI 持续走低, 低于枯荣线	18
图表 29: 主要经济体 PMI 走势	18
图表 30: 钛加工材在国内的消费量变化	18
图表 31: 钛加工材在航空航天行业的消费	19
图表 32: 2019-2024 年中国国内航空用钛材销量走势预测(单位: 万吨)	19
.....	20
图表 33: 军用飞机数量	20
图表 34: 2018 年各国现役军用飞机数量	21
图表 35: 国内运输飞机数量快速增长	21
图表 36: 中国核电发电量	23
图表 37: 钛加工材在海洋工程领域的消费 (单位: 吨)	24
图表 38: 公司供应商及客户基本信息	24
图表 39: 研发费用变化 (单位: 百万)	25
图表 40: 非公开发行股票募集资金使用情况 (单位: 万元)	26

1、西部材料——国内新材料行业的领军企业

1.1 公司简介

西部金属材料股份有限公司是以西北有色金属研究院为主发起人设立的高新技术企业，成立于2000年12月28日。公司于2007年8月10日在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“西部材料”，股票代码“002149”，是陕西省首个由科研院所改制成立的高科技上市公司。

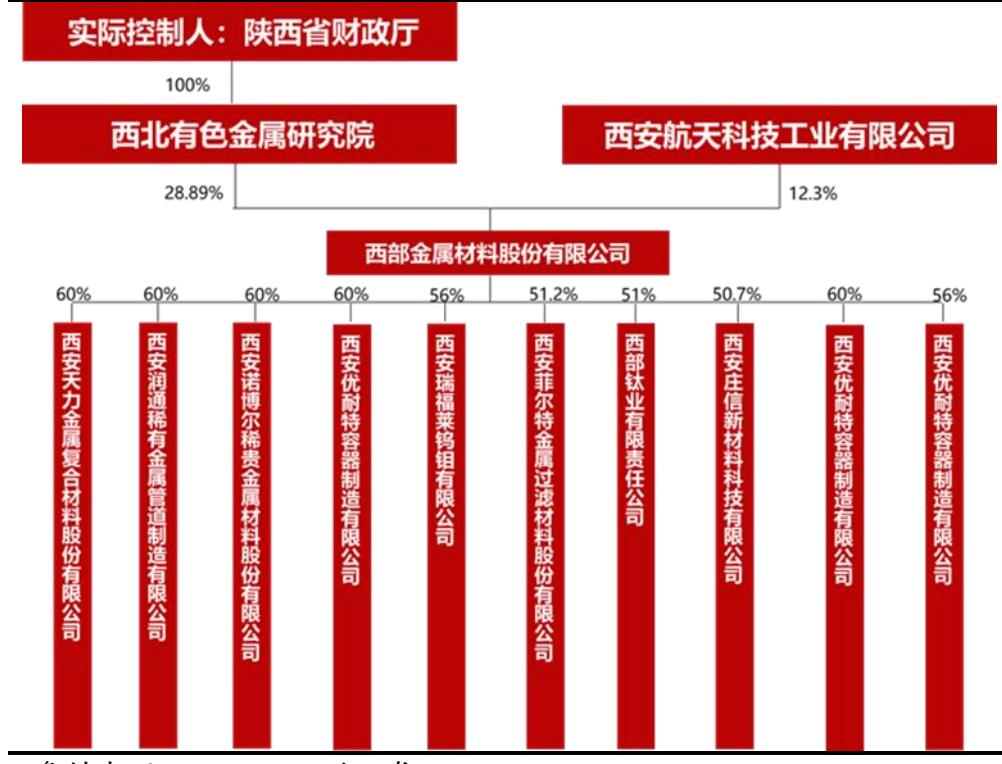
公司地跨西安和宝鸡两地，占地1300多亩，经过近二十年的发展，公司已经发展成为下辖7个控股子公司和一个研发中心的具有较强科技实力和产业转化能力的高科技集团公司，现有员工2000余人，其中博士、硕士近200人，科技人员占40%，总资产近40亿元。

公司作为新材料行业的领军企业，主要从事稀有金属材料的研发、生产和销售，经过多年研发积累和市场开拓，已发展成为规模较大、品种齐全的稀有金属材料深加工生产基地，拥有钛及钛合金加工材、层状金属复合材料、稀贵金属材料、金属纤维及制品、稀有金属装备、钨钼材料及制品、钛材高端日用消费品七大业务板块，产品主要应用于军工、核电、环保、海洋工程、石化、电力等国民经济重要领域和众多国家大型项目。

1.2 股权结构——股权相对集中

目前公司总股本为425,414,274股。其中A股42,533.93万股，占比达到99.98%。总体来看，公司股权相对集中。根据2019年三季报，公司前十大股东合计控股达到46.45%。西北有色金属研究院，直接持有公司28.89%的股权，西安航天科技工业有限公司拥有公司12.30%的股权。公司的实际控制人是陕西省财政厅。此外，前十大股东还包括中央汇金资产管理有限责任公司、郑文宝、黄荣庆等。

图表1：公司股权结构图



1.3 最终受益人——西北有色金属研究院

西北有色金属研究院是我国重要的稀有金属材料研究基地和行业技术开发中心、是稀有金属材料加工国家工程研究中心、金属多孔材料国家重点实验室、超导材料制备国家工程实验室、中国有色金属工业西北质量监督检验中心、层状金属复合材料国家地方联合工程研究中心等的依托单位。研究院现有资产总值123亿元，仪器设备5,000多台套，占地3,391亩，正式职工4,000余人，其中科技人员千余人，有中国工程院院士2人，教授、高工502人，博士、硕士1,004人，2019年全院综合收入132.07亿元。

西北有色金属研究院经过50多年的发展，已经建成了一批在国际上有相当影响的材料研究领域，组建了14个研究所及中心，建设了44个国家和省级研究中心及平台，共获得1,100余项科研成果奖和1,500项专有与专利技术。同时，研究院加强成果转化及工程化工作，积极推进科技产业化进程，开发试制新产品10,000多项，发起组建37个控股参股的高新技术企业，形成了国内最大的稀有金属新材料科研、生产基地。

图表2：西北有色金属研究院组织架构



资料来源：公司官网、万联证券

1.4 控股子公司业务发展情况

自公司成立以来，积极对外投资并设立新的子公司，取得重大突破。2000年公司设立时，主要经营业务集中在稀有金属复合材料及制品、难熔金属制品、贵金属制品等产品的开发、生产和销售等业务。公司成立的20年间，不断对外投资收购，扩大企业规模经营范围。至2020年，公司控股子公司达到10家，主要业务包括钛制品、金属纤维及纤维毡、贵金属制品、稀有金属装备、金属材料及制品等等。2018年，基于公司长远发展战略考虑，公司与西北有色金属研究院、西部超导材料科技股份有限公司及4名自然人共同出资设立参股公司西安汉唐分析检测有限公司。公司不断扩大集团规模，有助于推动公司增资扩产、增强公司的创新能力，巩固并提升公司的综合竞争力。

图表3：主要子公司及对公司净利润影响达10%以上的参股公司情况（单位：百万）

公司名称	主要业务	营业收入	净利润	产品	应用领域
西部钛业	钛制品	361.48	14.66	热轧中厚板、冷轧薄板、锻件、铸锭、管材	发动机、航空航天、陆军海军、体育用品、海水淡化设备
天力公司	钛钢复合板	266.44	22.78	稀有难熔金属复合板、有色金属复合板、不锈钢复合板	航空航天、国内卫星用过渡接头的唯一供应商
菲尔特	金属纤维及纤维毡	54.40	8.78	金属纤维、金属纤维毡、多层金属烧结网、过滤元件	高温烟气除尘、柴油车尾气净化、煤化工用金属过滤器、燃烧器用金属纤维
西诺公司	贵金属制品	111.13	4.25	钽、铌、金、银、铂、钯及合金；高纯钛	电光源、电容器、电子等行业及电真空炉用发热体、隔热屏、航空航天、船舶、化工、核能、制药等行业
优耐特	稀有金属装备	44.74	5.51	压力容器，管道，管件	化工、制药、造纸、环保、核电、海洋工程、航空航天
庄信公司	金属材料及制品	117.76	0.42	钛加工	钛保温杯、钛厨具
瑞福莱	钨钼材料及制品	11.43	-9.56	钨及钨合金、钼及钼合金、钽、铌等难熔金属材料的板、带、箔、丝、棒、管及其深加工产品	航空航天、电子、半导体

资料来源：公司2019年半年报、公司官网、万联证券

1.5 发展历程——前身为研究所，二十载成就行业巨头

经过多年发展，公司形成以稀有金属材料的研发、生产和销售为主的新材料领军企业。公司从2000年成立至今近20年的发展，可划分为两个阶段。

图表4：公司发展历程

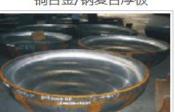
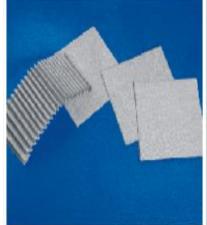
阶段	时间	大事件
2000 年(公司前身)	2000	公司的前身西北金属研究院成立
2000-2003 年 第一轮创业发展时期	2000	公司于 2000 年 12 月 28 日在陕西省工商行政管理局领取企业法人营业执照
	2002	公司进行了增资扩股。增资扩股后，总股本由 5342 万股增加为 6842 万股
	2003	公司更名为西部金属材料股份有限公司
2003—2019 年 第二轮创业发展时期 成为行业领军企业	2007	A 股上市，每股 1 元
	2009	非公开发行 A 股募资 50,475 万元
	2010	投资设立控股子公司西安润通稀有金属管道制造有限公司、西安瑞福莱钨钼有限公司
	2010	投资设立控股子公司西安诺博尔稀贵金属材料有限公司
	2010	投资设立控股子公司西安庄信金属材料有限公司
	2011	收购控股孙公司西安优耐特容器制造有限公司 60% 股权
	2011	子公司出资参股西安泰金工业电化学技术有限公司
	2012	投资西部金属材料股份有限公司、陕西博达置业有限公司，设立控股子公司陕西瑞鑫源实业有限公司
	2015	重大资产重组
	2016	非公开发行股票募集资金 9.41 亿
	2018	出资设立参股公司西安汉唐分析检测有限公司

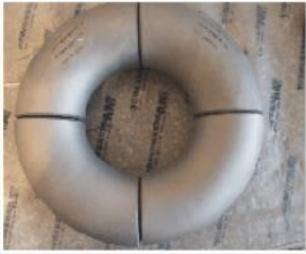
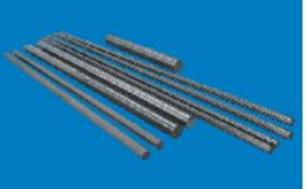
资料来源：公司公告、万联证券

第一个阶段是2000年至2003年公司第一轮创业发展期。期间公司完成了原始的资本积累。第二个阶段是2003年至2019年公司第二轮创业发展期。公司在A股上市，并通过非公开发行股票募集资金，设立全资子公司不断扩大业务范围，逐渐成为新材料行业的领军企业。目前公司主要通过技术创新增强企业竞争力，公司承担了国家、省、市级高新技术创新和产业化项目300余项，获得国家科技经费支持累计7.5亿元；取得国家地方联合工程研究中心、省级企业技术中心、省级工程研究中心等8个技术平台；获得自主知识产权授权专利292项，制定国家及行业标准125项；获国家、省部级各类奖励72项。公司实施创新驱动，新产品开发取得重大进展，核电用控制棒、化工锆板、钛合金中厚板、大口径薄壁管、铪材、金属过滤材料等系列产品保持较高的市场份额。

1.6 公司主要产品及应用领域

图表5：公司主要业务、产品及应用领域

产业领域	产品	应用领域
钛及钛合金	 铸锭  锻件  厚壁小口径管材	产品广泛应用于航空、航天、航海、兵器、能源、化工、冶金、医疗、体育、建筑等领域，并远销欧美、日韩、东南亚等国家和地区。
层状金属复合材料	 钛合金/钢复合厚板  铜合金/钢复合厚板  火电/核电用冷凝器管板  复合过渡接头  铸/钢复合封头  铸/钢复合管板	产品广泛应用于电力、石化、湿法冶金、氯碱、真空制盐、煤化工、航空航天、海洋工程等领域。
金属纤维及制品	 不锈钢纤维毡  不锈钢纤维  波纹状熔体滤芯	
稀有金属装备制造	 镍(N6)换热器 主要应用于离子膜烧碱行业  稀有金属(钽、铌、锆、钛、钼)配件 应用于各种强腐蚀工况下	产品广泛应用于冶金工程、石化工程、氯碱工程、环保工程、舰船等领域。

			
稀贵金属材料			产品广泛应用于航空航天、核电等领域。
钨钼材料及制品			产品广泛应用于航空、航天、武器装备、电子、半导体、LCD、太阳能、真空镀膜、离子注入、医疗CT和安检仪零部件、炉用材料及非标工业炉等行业。

资料来源：公司官网、万联证券

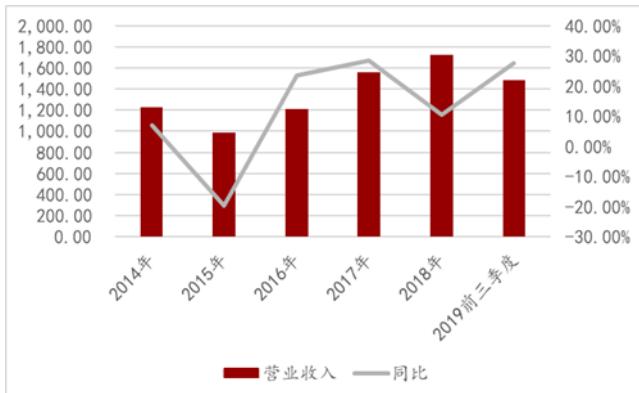
2、公司主营业务

资产重组后，公司营收保持增长，盈利能力有所改善。2015年，公司业绩严重下滑，在进行重大资产重组后，公司业绩转亏为盈，业务趋于稳定，营收保持较快增长，盈利能力也有所改善。2018年，公司实现营收17.20亿元，同比增长10.33%，净利润1.03亿元，公司归母净利润同比增长11.54%，达到0.60亿元。2019年前三季度，公司营收达14.79亿元，同比增长27.48%；实现净利润0.77亿元，公司归母净利润达到0.41亿元，预计2019年的业绩基本保持平稳增长。

近三年来公司费用率较为平稳下降，财务结构有所优化，净利率及ROE有所回升。近几年，公司费用率保持10%以上。至2020年，前三季度的费用率跌破10%。净利率经历2015年大幅下滑后，2016年回升较快，随后基本平稳发展，保持在5%上下。ROE由2015年的-16.15%回升到2018年的3.34%。

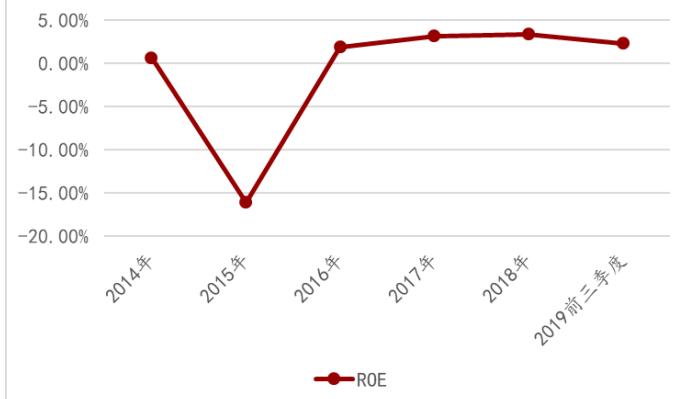
未来，公司致力于成为国内领先的新材料领导者，将在利润率较高的新材料领域逐步加力，公司ROE水平有望进一步提升。

图表6：公司营收稳步增长



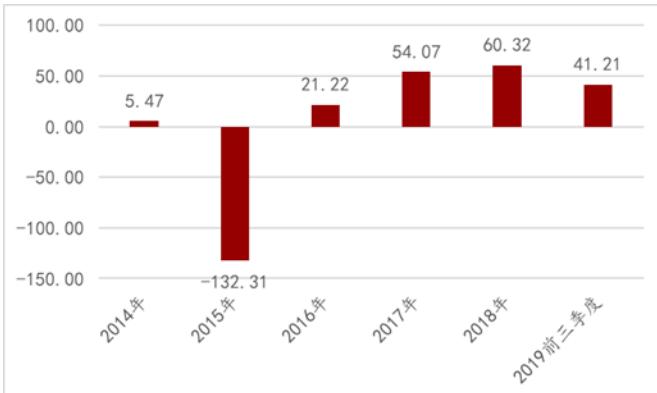
资料来源：公司公告、万联证券

图表8：公司近年ROE情况



资料来源：公司公告、万联证券

图表7：公司归母净利润有所改善



资料来源：公司公告、万联证券

图表9：公司近年毛利率费用率净利率情况



资料来源：公司公告、万联证券

资料来源：公司公告、万联证券

2.1 业务分析

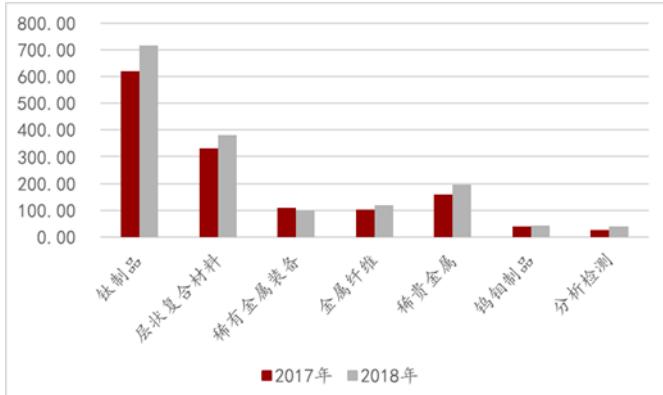
公司作为新材料行业的领军企业，主要从事稀有金属材料的研发、生产和销售，经过多年的研发积累和市场开拓，已发展成为规模较大、品种齐全的稀有金属材料深加工生产基地，拥有钛及钛合金加工材、层状金属复合材料、稀贵金属材料、金属纤维及制品、稀有金属装备、钨钼材料及制品、钛材高端日用消费品七大业务板块，产品主要应用于军工、核电、环保、海洋工程、石化、电力等行业和众多国家大型项目。

从公司2018年年报数据分析，公司业务分为钛及钛合金加工材、层状金属复合材料、稀贵金属材料、金属纤维及制品、稀有金属装备、钨钼材料及制品、钛材高端日用消费品七大业务板块。公司以产品结构为基础确立十个报告分部，根据公司年报披露的分部数据，除稀有金属装备外，2018年各分部营业收入均有所增长，钛制品分部的营业收入在公司营收中长期占据重要位置。2017年和2018年钛制品分部的营收达6.21亿元和7.15亿元，其中，2018年钛制品营收占据公司各项分部收入42.01%。

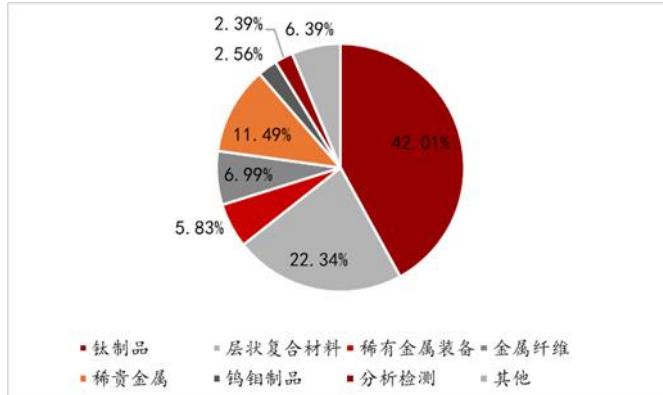
除钨钼制品外，各分部的毛利均有显著增长，其中，钛制品产生的毛利是公司的主要毛利来源。2017年和2018年钛制品的毛利分别为0.53亿

元和1.04亿元,其中2018年,钛制品的毛利占公司各项分部毛利的33.22%。

图表10: 公司主营业务收入(单位:百万)

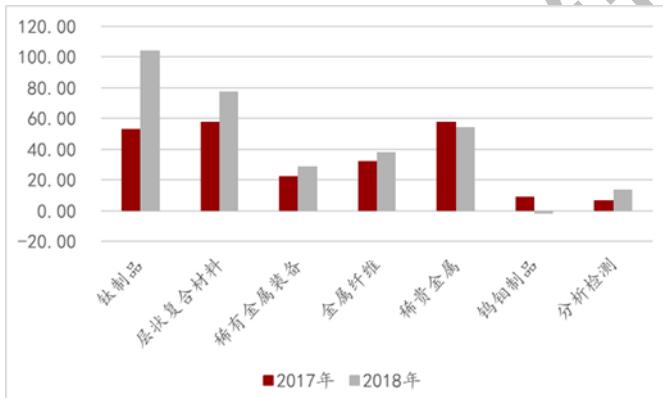


图表11: 2018年公司各项业务收入占比



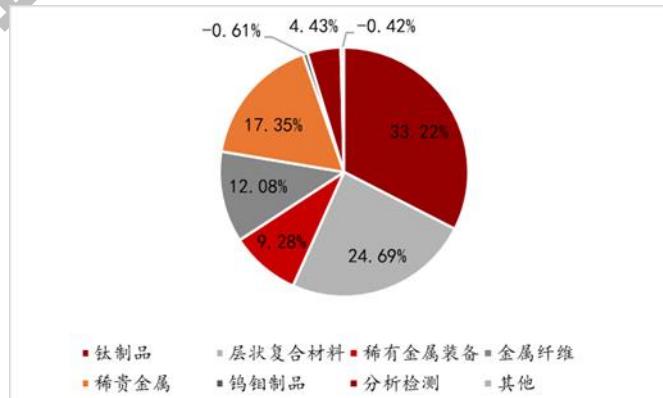
资料来源: 公司公告、万联证券

图表12: 公司主营业务毛利 (单位: 百万)



资料来源: 公司公告、万联证券

图表13: 2018年公司各项业务毛利占比

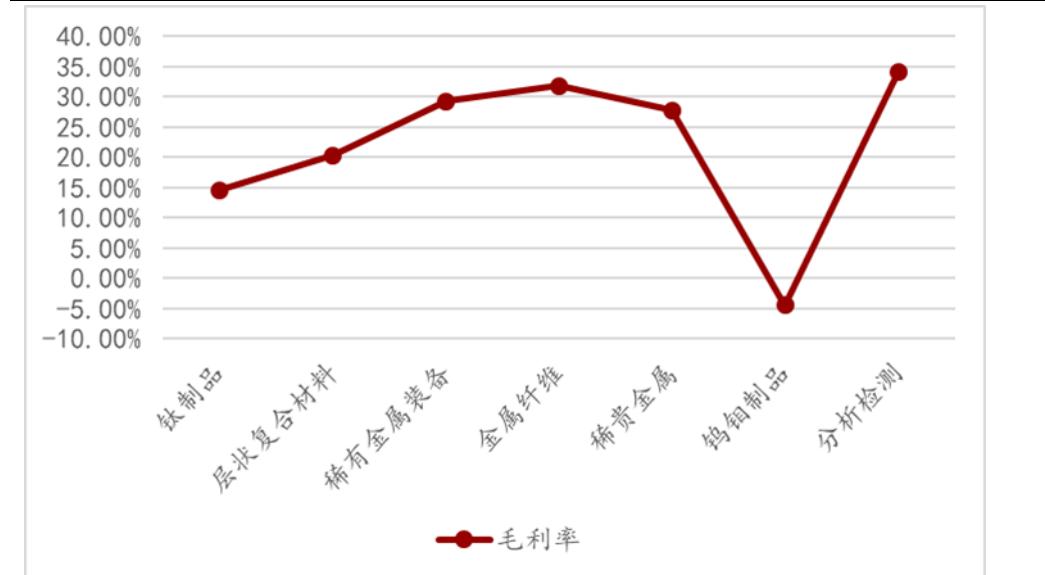


资料来源: 公司公告、万联证券

资料来源: 公司公告、万联证券

2018年,公司钨钼制品毛利率较低,其他业务盈利能力较强。2017年公司钨钼制品的毛利率为23.83%,至2018年,钨钼制品的毛利率下跌至-4.40%,2019年,钨钼制品的毛利率有望恢复2017年的水平。

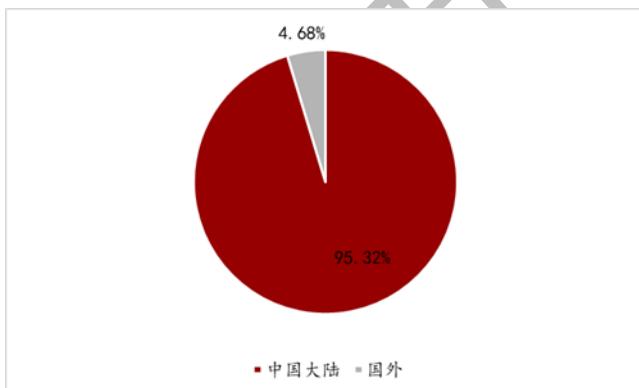
图表14: 2018年公司分业务毛利率



资料来源：公司官网、万联证券

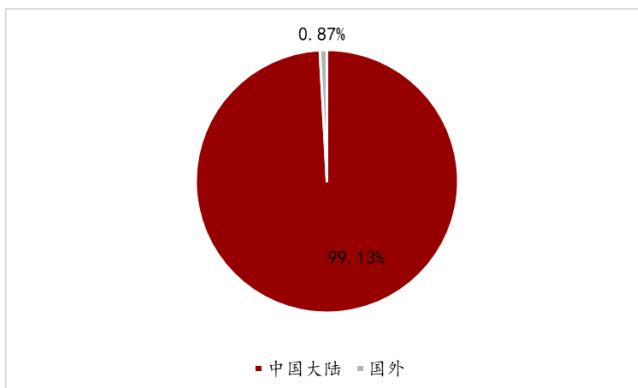
从公司国内外业务布局来看，2018年，国内的营业收入占到了总收入的95.32%，国外业务的营业收入仅占4.68%。而毛利上看，国内业务带来的利润占比为主导，占到了公司总毛利的99.13%。

图表15：2018年营业收入构成（按区域）



资料来源：公司公告、万联证券

图表16：2018年毛利构成（按区域）



资料来源：公司公告、万联证券

2019年上半年，公司积极拓展国外业务，国内的营业收入占到了总收入的93.21%，国外业务的营业收入仅占6.79%。境外收入较上年同期增长89.88%，主要是因为控股子公司西部钛业、天力公司、优耐特公司、菲尔特公司外贸出口较上年增长较大。而毛利上看，国外毛利的占比也有所增长，占到了公司总毛利的5.79%，主要是因为高附加值产品占比有所增加，境外毛利率增长显著。

图表17：2019上半年营业收入构成（按区域）

图表18：2019上半年毛利构成（按区域）

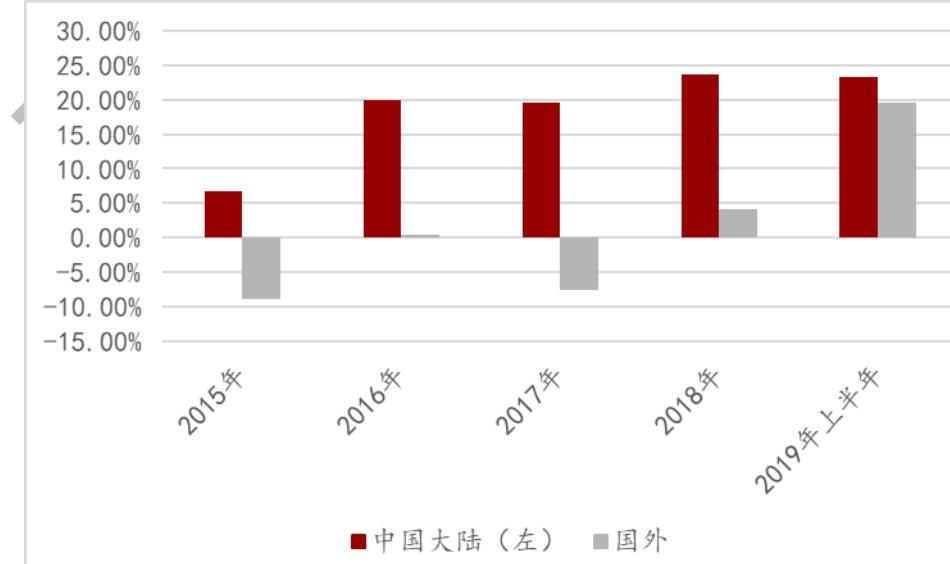


资料来源：公司2019半年报、万联证券

资料来源：公司2019半年报、万联证券

从历史数据来看，公司国内业务的毛利率较高，且总体呈现上涨的趋势，2015-2019年上半年，国内毛利率由6.74%上升至23.23%。而国外业务毛利率较国内业务低很多，2015年和2017年国外业务毛利率为负，但2019年上半年，境外毛利率提升显著，达19.60%，同比增长37.87%。

图表19：国内外业务毛利率变化



资料来源：公司2018年报、万联证券

2.1.1 钛制品业务

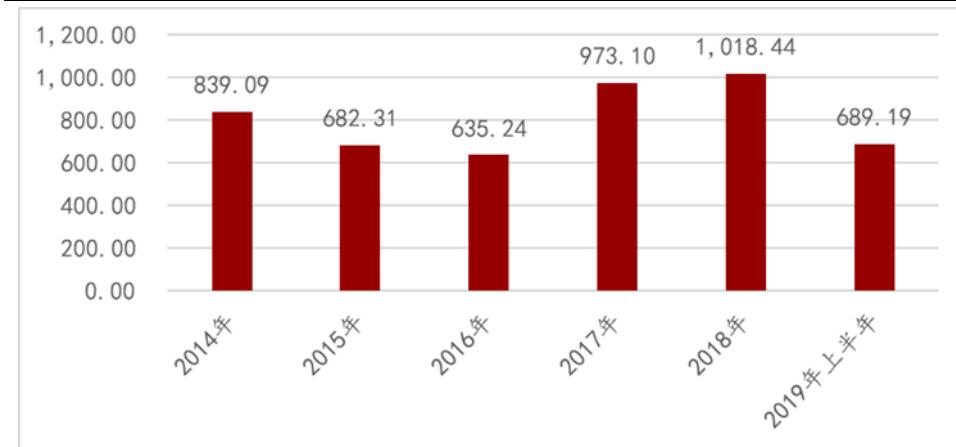
钛制品业务销售收入占18年营业收入的59.21%，毛利占集团毛利的59.50%。公司钛制品业务主要由其参股子公司西部钛业、天力公司组成。2018年，公司钛制品销售量、生产量和库存量都有显著增长，其中，销售5,622.5吨，同比增长20.28%，生产5,761.8吨，同比增长20.29%，库存665.7吨，同比增长26.46%。钛制品的营业收入从2017年开始增长，至2018年，公司钛制品营业收入达10.18亿元，2019年上半年钛制品营收达6.89亿元，2019年全年钛制品营收有望持续增长。

图表20：公司钛制品业务明细

项目	单位	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
销售量	(吨)	4,689.0	4,805.9	4,593.8	4,674.5	5,622.5
生产量	(吨)	5,199.0	4,492.3	4,593.4	4,789.9	5,761.8
库存量	(吨)	724.6	411.0	410.6	526.4	665.7

资料来源：公司公告、万联证券

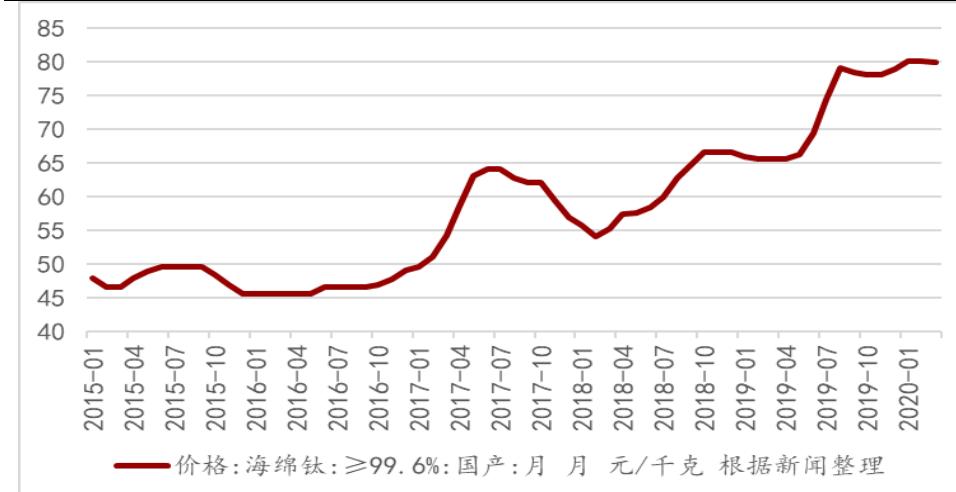
图表21：钛制品业务营业收入变化（单位：百万）



资料来源：公司年报、万联证券

2018年以来，公司原材料海绵钛价格持续走高，2019年下半年保持平稳，针对原材料价格波动的问题，公司形成两种经营模式：来料加工模式和买断加工模式。来料加工即对客户的材料进行加工，收取稳定的加工费用，公司不承担稀有金属价格波动的风险；买断加工则是公司自己购买稀有金属原料，经过加工后卖给下游客户。买断加工模式公司需要承担稀有金属价格波动的风险，为了规避这种风险，公司一般都是在接受客户订单的时候即锁定原料采购成本，通过两头锁定来赚取加工费用。公司来料加工和两头锁定的经营模式能够有效的避免原材料价格波动的风险。

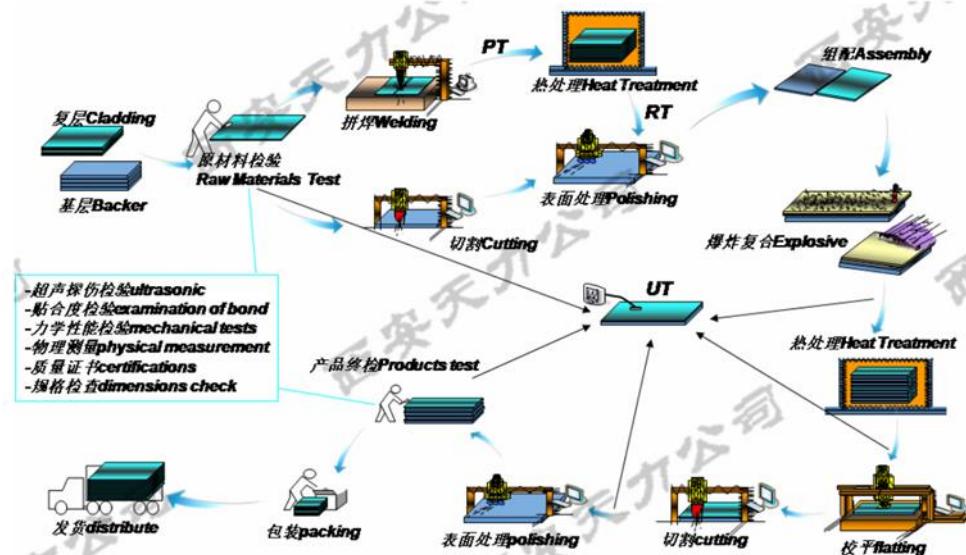
图表22：海绵钛价格走势



资料来源：wind、万联证券

公司打通了从海绵钛到钛材日用品的完整钛产业链，健全了供应链体系，钛材日用消费品系列逐步完善并迅速推向市场。

图表23：钛制品工艺流程



资料来源：西安天力公司官网、万联证券

2.1.2 稀有金属业务——稀有金属复合材料及制品

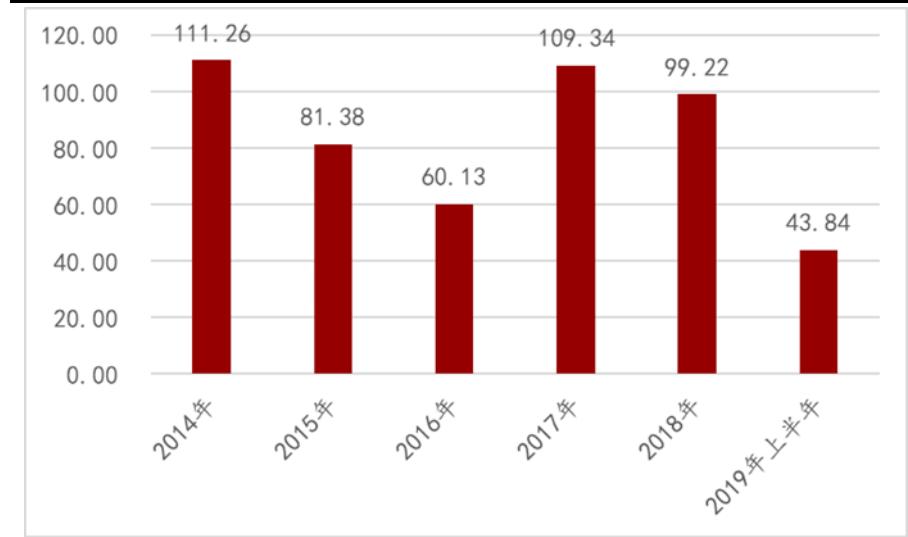
公司的稀有金属业务主要由旗下参股子公司优耐特公司组成。近几年，稀有金属业务的产能有所缩减，2014年，公司稀有金属复合材料及制品的销售量为2.45万吨，生产量为2.34万吨，库存量为0.10万吨。至2018年，稀有金属复合材料及制品的销售量下降至1.66万吨，生产量降至1.72万吨，库存降至0.24万吨，销售量和生产量分别比2017年同期下降17.28%、9.46%。稀有金属装备板块的营业收入增幅不定，但基本与稀有金属产销量的增长趋势保持一致，2014年至2016年营业收入下滑，2017年稀有金属装备营收上涨幅度较大，2018年营业收入下滑，从2019年上半年年报数据来看，2019年稀有金属装备的营业收入与2018年基本持平。

图表24：公司稀有金属业务产量明细

项目	单位	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
销售量	(吨)	24,485.	16,282	16,113	20,016	16,558
生产量	(吨)	23,396	16,474	17,792	18,950	17,158
库存量	(吨)	1,011	1,202	2,881	1,815	2,415

资料来源：公司公告、万联证券

图表25：稀有金属装备业务营业收入变化（单位：百万）



资料来源：公司公告、万联证券

2.1.3 金属纤维业务

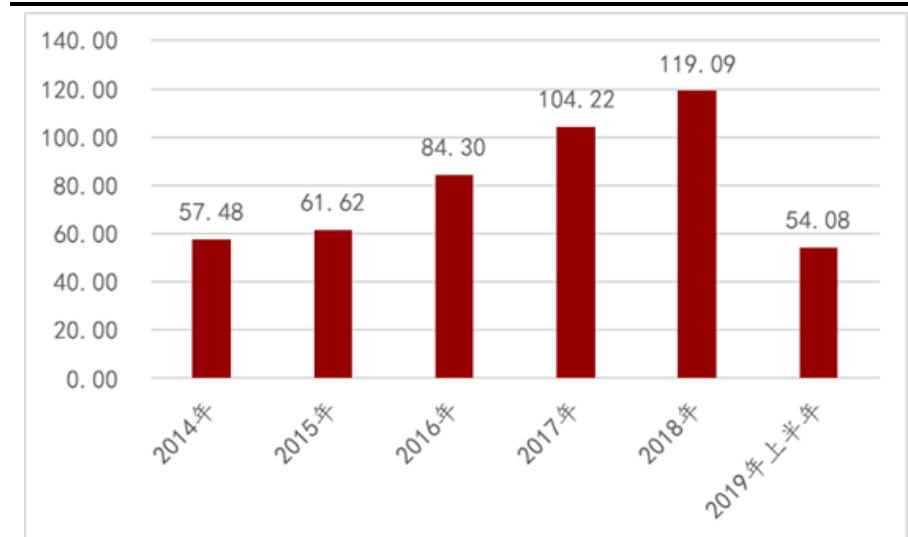
金属纤维业务主要由参股子公司菲尔特公司组成，公司该业务逐年稳定上涨。2014年至2018年，金属纤维的产销量大幅增长，2018年，公司金属纤维产量达11.12万m²，销售量达10.74万m²。营业收入也由2014年5,748万增长至2018年1.19亿元，2019年上半年，金属纤维业务板块的营业收入为5,408万元，全年营收有望与2018年持平。

图表26：公司金属纤维业务明细

项目	单位	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
销售量	(m ²)	52944	64871	62548	93730.3	107379
生产量	(m ²)	56944	55217	59342	93103.7	111217
库存量	(m ²)	49819	40165	36959	36332.4	40169.7

资料来源：公司公告、万联证券

图表27：金属纤维业务营业收入变化（单位：百万）



资料来源：公司公告、万联证券

2.2 行业发展趋势

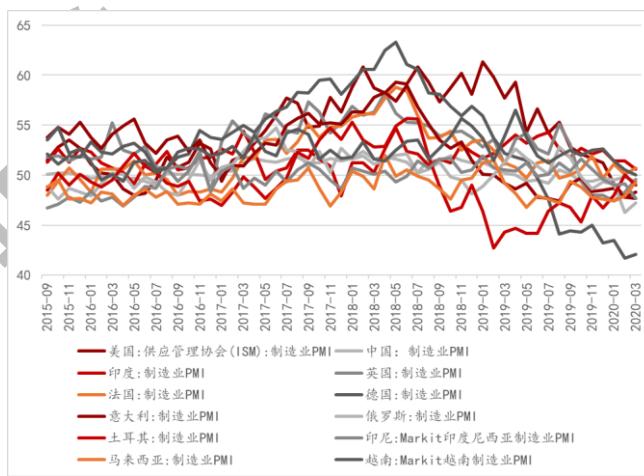
2020年2月开始，新冠肺炎爆发，国内停产停业抗击疫情，至3月底，国内疫情基本得到控制，海外疫情扩散，多个国家和地区受疫情影响经济大幅下滑，矿山工厂停工停运，世界经济增速放缓，国际大宗商品价格大幅波动，不稳定、不确定性因素明显增多，全球性货币宽松政策成为定局。国内经济下行压力仍然较大2020年一季度全球PMI大幅跳水，维持低位运行。各主要经济体中，多数国家制造业PMI低于50的枯荣线。全球性的经济增长动力不足，制造业发展迟缓，这对于拉动下游需求十分不利。

图表28：全球PMI持续走低，低于枯荣线



资料来源：wind、万联证券

图表29：主要经济体PMI走势

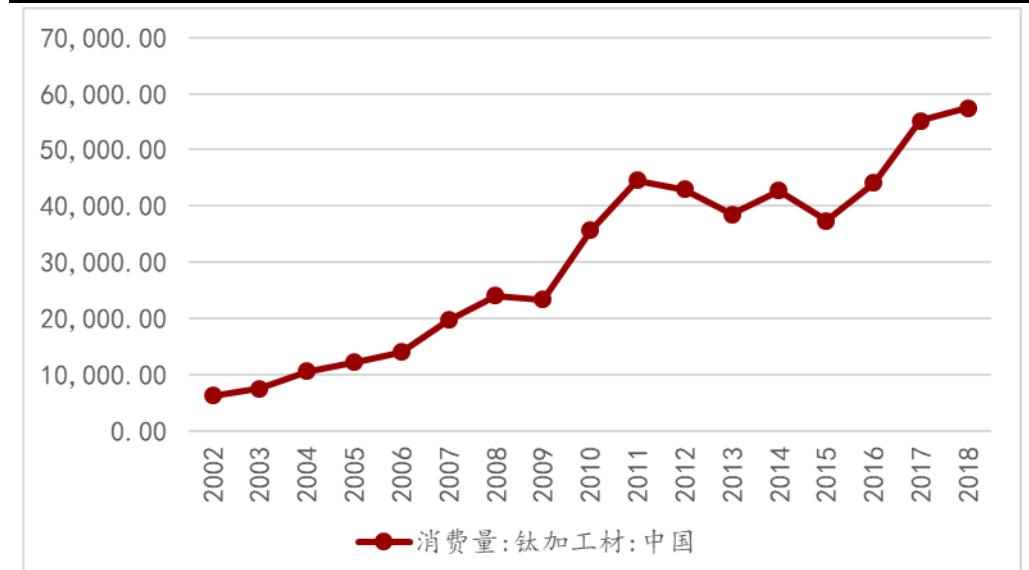


资料来源：wind、万联证券

但是，目前疫情在国内已得到基本控制，随着疫情的结束，我国经济发展的总体形势依然向好。随着国家供给侧结构性改革的深入推进，低端、落后产能不断出清，稀有金属加工材行业的市场供求关系发生了明显改善；同时，军工、核电、环保、海洋工程等行业的装备改造升级和快速发展，将持续拉动稀有金属材料的需求和发展；加之，中美贸易摩擦事件，使国家更加清醒地认识到解决“卡脖子”关键材料的重要性和紧迫性，这将大大促进“进口替代”类材料产品的研制和推广进程。总体来说，稀有金属材料加工行业未来的发展前景十分广阔。公司作为稀有金属材料加工行业的领先企业，是机遇与挑战并存，但更多的是机遇。公司将通过持续提升技术水平和核心竞争力，以进一步巩固和提高盈利能力等行业地位。

根据wind数据显示，2016年起我国钛材需求连年攀升，年增长率维持在20%左右，钛材下游市场消费需求旺盛。观研天下预测，从行业终端需求角度来看，中国钛材行业需求结构持续改善，预计2018-2025年中国整体钛材销量CAGR为10%，有望从2018年的5.7万吨快速上升至2021年的7.3万吨，进而提高至2025年的11.2万吨。

图表30：钛加工材在国内的消费量变化

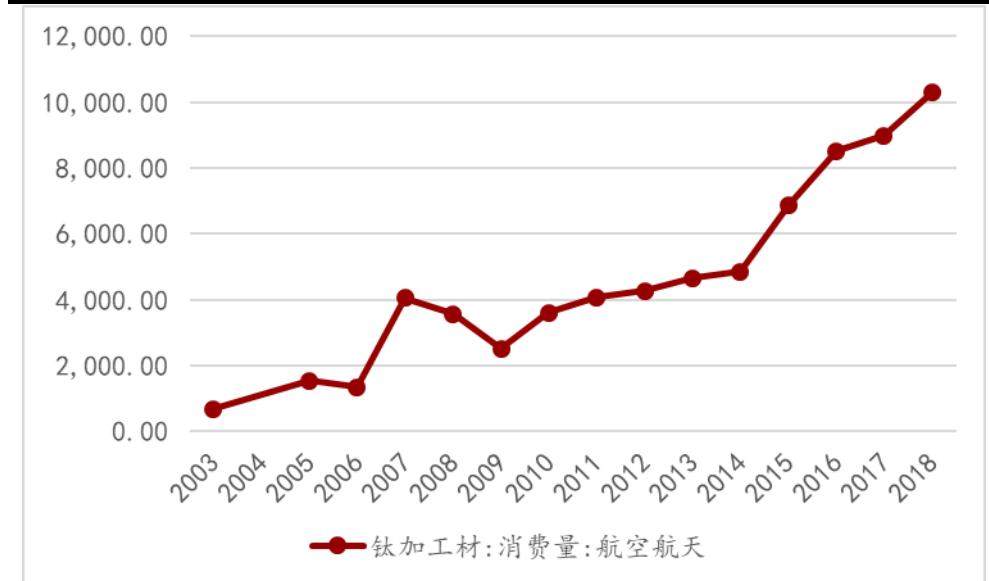


资料来源: wind、万联证券

2.2.1 航空航天领域

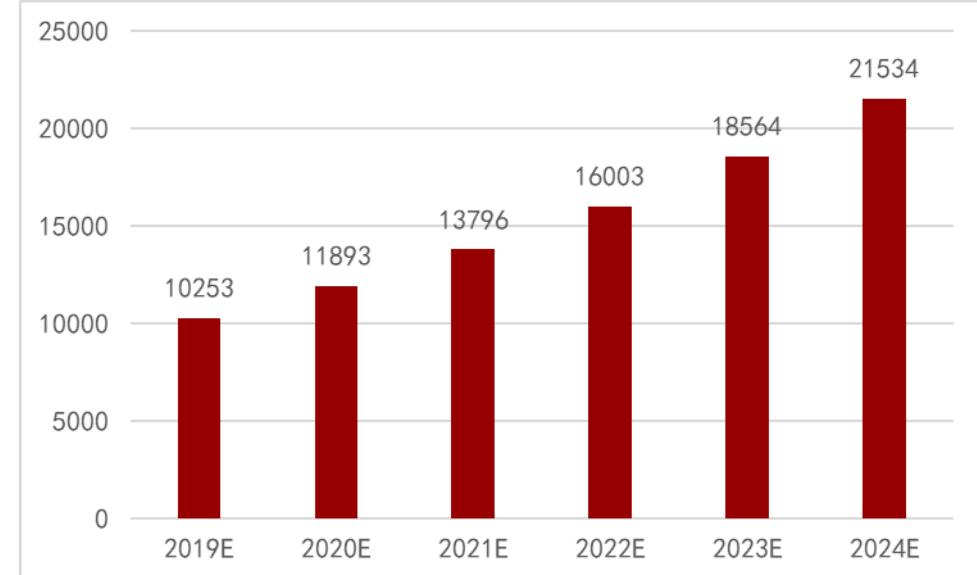
从航空用钛需求来看, wind数据显示钛加工材在航空航天行业的消费量连续高速增长, 2014年至2018年, 钛加工材在航空航天领域的消费量翻了一番, 预计未来该领域用钛市场仍保持高速增长。中国航空航天用钛量有望从2018年的1.0万吨快速上升至2021年的1.9万吨, 进而提高至2025年的4.9万吨, 2018-2025年需求的年复合增速为25%。目前国内航空用钛材占比50%, 远低于全球范围内航空用钛材占钛材总需求, 按照复合增长率计算, 未来6年国内航空钛材销量合计为9.2万吨, 公司主营产品钛制品未来市场广阔。

图表31: 钛加工材在航空航天行业的消费



资料来源: wind、万联证券

图表32: 2019-2024年中国国内航空用钛材销量走势预测(单位:万吨)

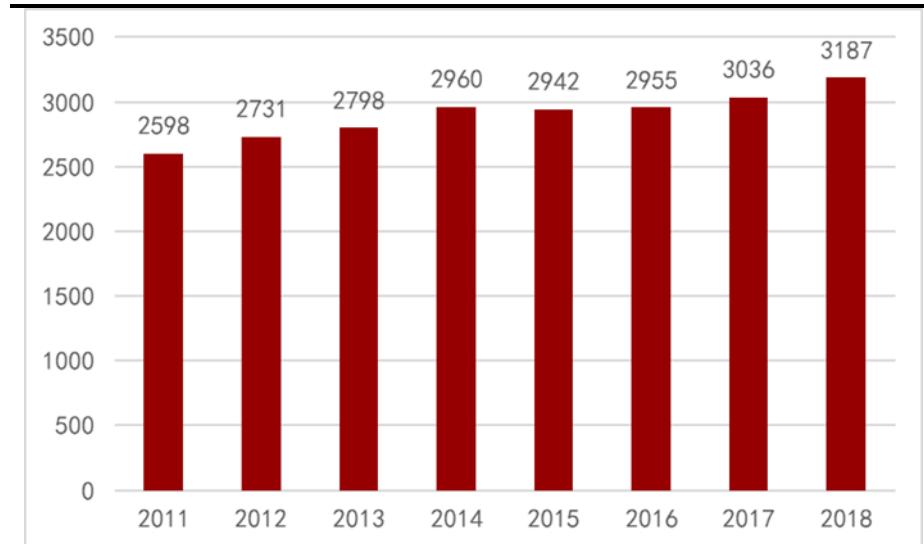


资料来源: 中国产业信息网、万联证券

军用飞机

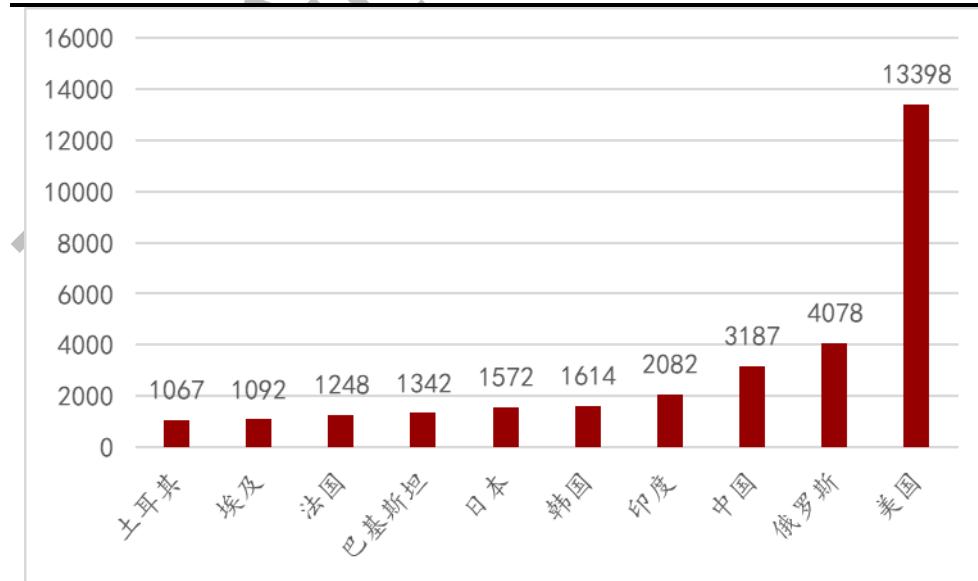
我国国防预算2015年之前连续五年保持两位数增长，随着GDP增速的下滑，2016-2018年国防预算增速分别为7.6%、7.0%和8.1%，增速换挡但仍保持稳定，2019年预算增长7.5%，总数达到11,900亿元。根据国防部发布的《新时代的中国国防》白皮书，中国国防费用无论是占国内生产总值和国家财政支出的比重，还是国民人均和军人均人头数，都处于较低水平，2018年美国和俄罗斯军费分别占GDP的3.16%和3.93%，而中国军费仅占GDP的1.87%。因此预计未来军费增速仍将长期保持高于GDP的增速，未来有较大的增长空间。截至2018年末，全球现役军用飞机总计53,953架，其中，美国排名居前，拥有军用飞机13,398架，我国拥有的各类军用飞机3,187架，排在俄罗斯之后，位居世界第三。目前中美空军战机数量差距较大，仅从飞机数量的角度考虑，若要达到美国空军当前水平，未来几年中国军用飞机服役数目将呈现不断增长态势；此外随着近年来我国军用飞机的升级换代，以及国家对于军费支出的增加，国防军工对于高端钛合金的需求也会逐步稳定增长。因此，目前我国正处于新型装备密集换装期，党的“十九大”强调坚持走中国特色强军之路，全面推进国防和军队现代化，这给我国国防武器装备的改造升级提出了更加迫切的要求，这将有力拉动公司航天用稀贵金属材料、航空用钛合金材料的需求。近几年以来，公司国防军工类产品的年销售收入一直保持着较高的增长速度。随着国家“军民融合”战略的深度推进，将使公司面临的竞争对手逐渐增多。

图表33: 军用飞机数量



资料来源：中国产业信息网、万联证券

图表34：2018年各国现役军用飞机数量

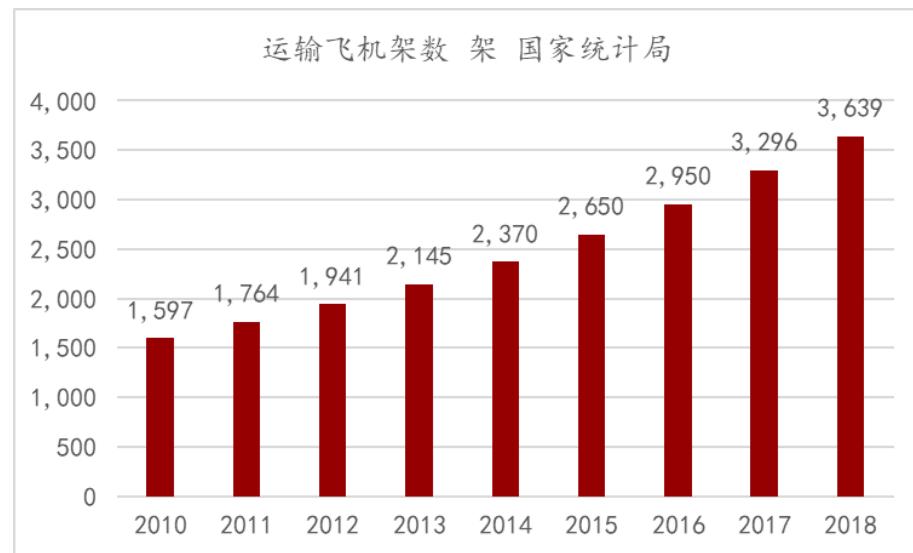


资料来源：中国产业信息网、万联证券

民用飞机

根据国家统计局数据，2018年，我国运输飞机共计3,690架，较17年增加了343架，增长率达到10.41%。随着国产大飞机的试飞成功，未来我国航空航天用钛市场潜力巨大。根据中国商用飞机有限责任公司发布的《中国商飞公司市场预测年报（2018-2037）》，未来20年中国将交付9,008架客机，价值约1.3万亿美元（约8.7万亿人民币）。减轻飞机重量、增加运载能力、降低油耗是航空公司选择飞机的重要依据，提高钛材用量对于未来民用客机的开发具有重要意义。

图表35：国内运输飞机数量快速增长



资料来源：国家统计局、万联证券

2.2.2 核电领域

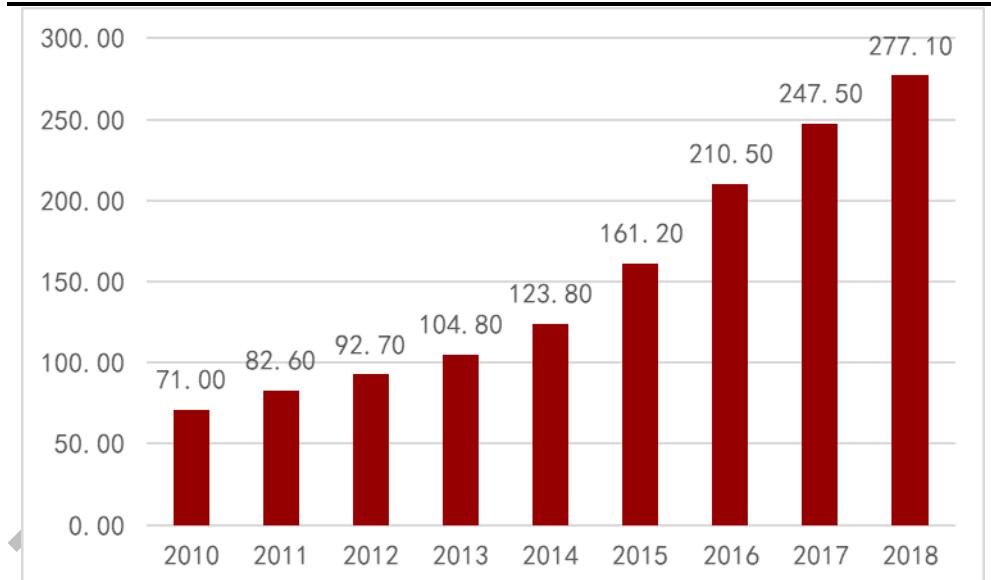
截至2018年12月底，我国在运核电机组44台，装机容量达到4,464.516万千瓦，仅次于美国、法国，位于世界第三；在建核电机组13台，总装机容量1403万千瓦，在建规模及三代核电在建规模均保持全球第一。《国家十三五规划纲要》中提到要建设现代能源体系，纲要指出，要建成三门、海阳AP1000项目。建设福建福清、广西防城港“华龙一号”示范工程。开工建设山东荣成CAP1400示范工程。开工建设一批沿海新的核电项目，加快建设田湾核电三期工程。积极开展内陆核电项目前期工作。加快论证并推动大型商用后处理厂建设。核电运行装机容量达到5,800万千瓦，在建达到3,000万千瓦以上。据此核能行业协会预测，为实现目标，我国每年须开工6至8台机组，若以每台投资100亿元至200亿元计算，投资规模高达千亿元。但考虑到2015年后我国开工建设的核电机组数量明显下滑，2019年9月末总装机容量为4,875.12万千瓦，若要达到“十三五”规划目标，预计2020年我国核电机组开工数量将迎来高峰，但需关注核电项目后续审批进度。根据wind数据显示，我国核电发电量持续增长且增速较快，截止到2018年，我国核电发电量达2,771亿千瓦时。预计2035年，我国核电规模有可能达到1.5—1.8亿千瓦。未来伴随着三代核电技术标准化的完善和国产化率的不断提高，三代核电“走出去”也将拥有较好的市场空间。

由于AP1000首堆拖期，导致2016-2018年三年期间，我国政府未放行一台新核电机组的审批。2019年初，4台华龙一号机组获得核准，标志着我国新的常规核电新项目审批正式开启，业内预计三代机组有望进入批量建设期，年均开工机组可能达到6-8台，这将有效拉动公司核电堆芯用银合金控制棒和二回路凝汽器用复合管板等产品的需求。同时，公司的稀贵金属产业目前垄断国内核电用银合金控制棒的生产，拥有国内唯一的核级银合金控制棒生产线，后续逐步实现核电堆芯关键材料的全面配套，创造更大盈利空间。公司非公开发行股票募集资金投资旗下子公司西诺公司自主化核电站堆芯关键材料国产化项目，该项

目2019年达到预定可使用状态，预计公司在核电领域有进一步广阔的发展空间。

2014年8月，国务院常务会议做出核能发展新部署，提出大力发展战略性新兴产业，开工建设一批沿海核电项目。我国核能的持续发展，对核燃料循环后端建设提出了迫切需求。目前，我国首个核乏燃料后处理工业示范厂项目已进入实施阶段，公司研制的钛合金高放废液蒸发器等关键设备将正式得到工程应用。

图表36：中国核电发电量

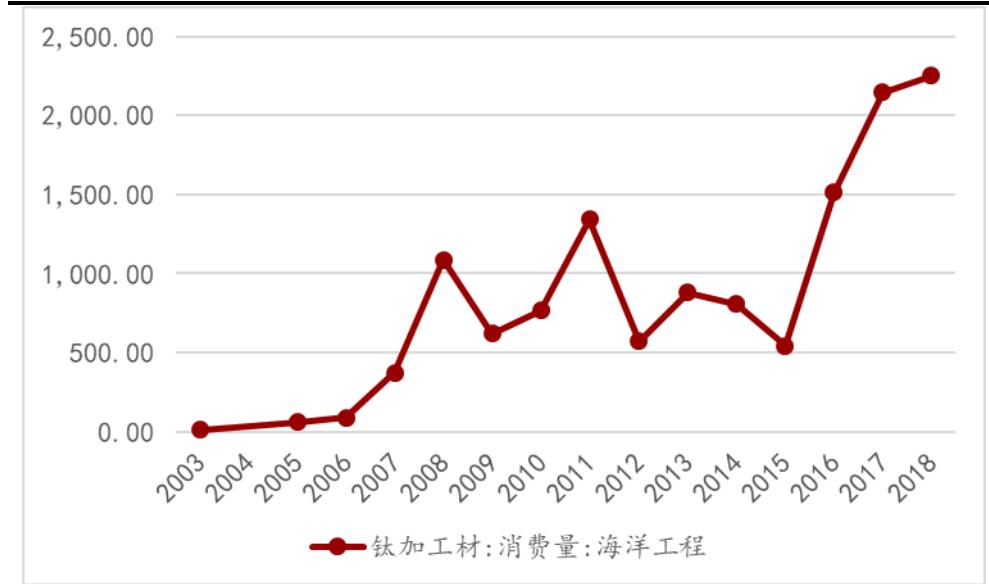


资料来源：国家统计局、万联证券

2.2.3 海洋工程

根据wind数据显示，自2015年起，海洋工程对钛加工材的消费激增，由541吨增长至2018年的2,253吨，年复合增长率为60.89%。观研天下发布《2019年中国钛材行业分析报告-市场运营态势与发展前景研究》的数据，从具体测算来看，中国船舶用钛量有望从2018年的1,481吨上升至2021年的2,312吨，进而提高至2025年的4,674吨，2018-2025年需求的年复合增速为18%；中国海洋工程用钛量有望从2018年的2,253吨上升至2021年的3,796吨，至2025年有望达到8,273吨，2018-2025年需求的年复合增速为20%，海洋工程市场前景广阔。党的“十九大”报告提出了加快建设海洋强国的目标。坚定走向海洋、建设海洋强国对于维护国家主权、安全和发展利益具有重大而深远的意义。我国海军要逐步实现近海防御型向近海防御与远海护卫型结合转变，海军各型装备必将得到快速升级，另外，海水淡化设备、海上浮动平台等也将得到大力发展。根据《全国海水利用“十三五”规划》到“十三五”期末，我国海水淡化总规模要达到220万吨/日以上，截止2018年，我国海水淡化规模约120万吨/年，即2019、2020年每年新增海水淡化规模将达到50万吨/年，按照蒸馏法占比为30%计算，对应钛焊管用量约150吨。而且，国际远洋船正在大力开展脱硫系统改造升级，这些都将有效拉动公司相关材料的产品需求。

图表37：钛加工材在海洋工程领域的消费（单位：吨）



资料来源：wind、万联证券

3、公司业务前景分析

3.1 供应商与客户总体情况：供应商和客户集中度低

2018年，公司的从主要供应商的采购情况及向主要客户的销售情况如下表所示。2018年，公司从前五大供应商的采购额合计3.79亿元，占总采购额27.82%；公司向前五大客户的销售金额总计2.53亿元，占总销售额14.69%。前五大供应商采购额占比及前五大客户销售额占比均处于较低水平，说明企业对单个供应商和客户的依赖性较小，有利于提高企业的议价和压款能力。

图表38：公司供应商及客户基本信息

序号	供应商名称	采购额 (元)
1	第一大供应商	127,968,392.06
2	第二大供应商	76,640,281.93
3	第三大供应商	65,821,300.00
4	第四大供应商	56,716,500.00
5	第五大供应商	51,943,600.00
合计	--	379,090,073.99
序号	客户名称	销售额 (元)
1	第一大客户	73,044,537.49
2	第二大客户	56,079,761.91
3	第三大客户	55,839,321.55
4	第四大客户	35,203,420.05
5	第五大客户	32,445,859.42
合计	--	252,612,900.42

资料来源：公司公告、万联证券

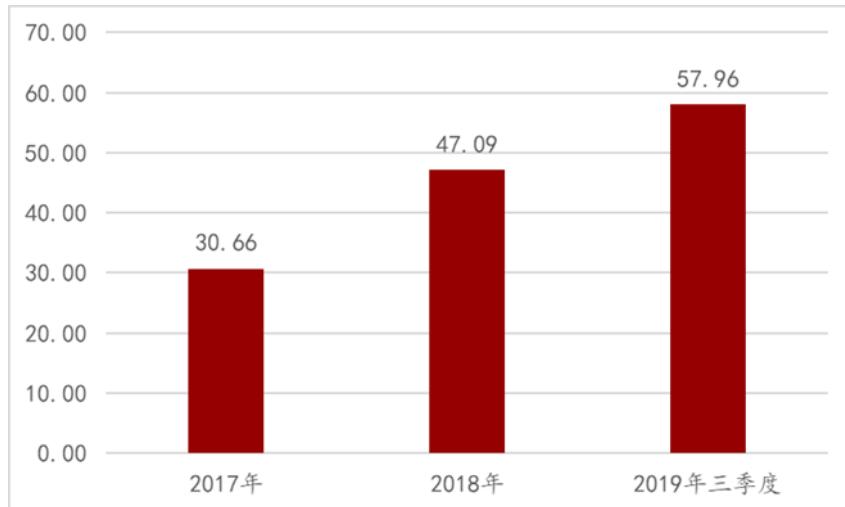
3.2 科技创新引领产业发展，产业转型升级不断见效

2017年-2019年第三季度，公司的研发费用高速增长，2018年的研发费用同比增长53.56%，主要原因是公司在军工、环保、核电领域投入的开发支出增加及新品开发力度加大。2019年第三季度公司研发费用同比上涨41.04%，主要系本年公司在核电、航空、环保等领域所投入的稀有金属材料应用开发支出增加及新品开发力度加大所致。

公司大力加强研发投入，2019年前三季度的研发费用已经远超2018年全年，预计2019年全年的研发投入仍保持在较高水平。2019年，公司继续加强创新研发工作，2019年上半年积极申报工信、发改、科技和商务口各类项目25多项，申请专利8件，授权专利46件。开发了新型的低成本、高模量的钛合金板材；紧固件及高强管材用新型钛合金，表现出较优综合性能；根据新用户对钛合金异形件的需求，采用自主设计的新型低成本钛合金制备了部分结构件，产品已交付客户进行相关考核试验；开展了航空用超塑性钛合金宽幅薄板、高温用钛合金中厚板以及薄板的开发，已提供样品板；开展了航空用高品质钛合金厚板研发试制；多种不同规格的钛/不锈钢复合棒的研制，部分实现交货；关键设备用铬锆铜/不锈钢复合板已完成工艺试验；高端导电滑环用金銀铜合金复合刷丝交付用户试用；完成了部分金属纤维、纤维毡生产工艺改进，采用集束拉拔法制备出新型辐射防护材料用钽纤维；完成隔膜阀样品制备，正在上线验证评价；完成伞型结构微通道反应器成套装置开发；开展了钨钼石墨复合靶制备工艺改进研究；高性能大规格钨板坯开发；针对各类钛水具阳极氧化，逐步进入半自动化生产工艺摸索阶段，实现小批量生产。

2020年，公司持续推进新品开发和工艺改进。公司研发工作将重点开展新产品开发、新技术储备、工艺技术改进等，带动企业转型升级。

图表39：研发费用变化（单位：百万）



资料来源：公司公告、万联证券

3.3 积极推动两个平台建设

通过联合技术中心、博士后创新基地和院士专家工作站等“创新平台”开展主营产业的共性关键技术研究和新品开发，以高端和低成本为导向，持续提高创新能力与水平；加大制修订国军标、申报专利的力度，保护科研成果，夯实公司的行业地位和话语权。

巩固第一阶段建设成果，启动“信息化平台”二期建设，实施生产制造系统（MES）、客户关系管理（CRM）、供应商管理（SRM）以及决策支持系统（BI）等系统的建设和集成，通过信息化的手段进一步提升公司的精细化管理水平。

3.4 开拓下游优质客户，市场开拓取得重大突破

2018年，公司集中力量加强关键市场开发，与中航工业、恩菲集团、中铝环保、中材装备集团及美国绿叶集团等行业龙头企业深度战略合作。2018年，国防军工产品销售额增加约3,500万元，增幅超过30%；外贸出口（含间接出口）产品销售额增加5,200多万元，增幅约52%；化工用复合板销售额增加约21000万元，增幅达134%；锆及锆钢复合板销售额突破22,000万元，市场占有超90%；环保高温烟气除尘用金属过滤器应用取得实质性突破，销售额达到5,000万元，增幅达600%。以无形资产投资设立中钛西材公司，促进钛材在军工方面的应用。

3.5 非公开发行股票募集资金，为项目建设提供资金保障

2016年公司以非公开发行股票的方式募集资金9.18亿元，截止2018年底已使用6.23亿元，尚未使用2.95亿元，公司尚未使用的募集资金将用于募投项目建设，为项目建设提供资金支持和保障。

图表40：非公开发行股票募集资金使用情况（单位：万元）

承诺投资项目 和超募资金投 向	募集资金 承诺投资 总额	调整后 投资总 额(1)	本报告 期投入 金额	截至期末 累计投入 金额(2)	截至期末 投资进度 (3)=(2)/(1)
自主化核电站					
堆芯关键材料 国产化项目	35000		3498.39	6693.89	0.1913
能源环保用高 性能金属复合 材料生产线建 设项目	28000	500		500	1
通过增资取得 西部新锆 8.33%股权项目	2835.53		0	0	
偿还银行贷款	25995.63			26070	1.0029
承诺投资项目 小计	91831.16	500	3498.39	33263.89	--

资料来源：公司公告、万联证券

4、盈利预测与投资建议：

我们预计19-21年，公司归母净利润分别为：0.65、0.71、0.78亿元，EPS分别为：0.15、0.17、0.18元，对应收盘价6.73元的PE分别为：44.13、40.44、36.92倍，给予“增持”评级。

5、风险因素

钛材需求不及预期、项目建设不及预期。

万联证券

资产负债表

	单位: 百万元					单位: 百万元			
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,114.02	2,804.75	3,719.38	4,514.76	营业收入	1,720.16	1,843.55	1,960.37	2,068.27
货币资金	252.51	1,359.78	1,987.62	2,661.00	营业成本	1,354.38	1,438.71	1,522.98	1,632.17
应收及预付	895.35	656.85	806.02	861.84	营业税金及附加	15.53	16.64	17.70	18.67
存货	870.49	713.44	841.82	898.05	销售费用	38.03	40.76	43.34	45.73
其他流动资产	95.66	74.68	83.92	93.87	管理费用	126.35	135.41	143.99	151.92
非流动资产	1,758.33	1,561.41	1,366.15	1,242.28	财务费用	47.18	14.82	45.07	76.69
长期股权投资	1.60	1.60	1.60	1.60	研发费用	47.09	50.46	53.66	56.61
固定资产	1,219.86	1,111.15	980.52	858.03	资产减值损失	15.45	115.00	95.00	40.00
在建工程	112.77	50.36	30.60	61.58	公允价值变动收益	-0.14	0.00	0.00	0.00
无形资产	283.51	258.57	212.87	180.77	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	140.60	139.73	140.56	140.29	营业利润	118.46	74.19	81.08	88.93
资产总计	3,872.35	4,366.16	5,085.52	5,757.04	营业外收入	2.11	2.11	2.11	2.11
流动负债	1,497.26	1,426.19	1,474.76	1,518.73	营业外支出	0.89	0.89	0.89	0.89
短期借款	547.00	547.00	547.00	547.00	利润总额	119.68	75.41	82.29	90.14
应付及预收	519.80	435.73	476.58	510.87	所得税	16.72	10.54	11.50	12.60
其他流动负债	430.46	443.46	451.19	460.86	净利润	102.95	64.87	70.79	77.55
非流动负债	259.61	759.61	1,359.61	1,909.61	少数股东损益	42.64	0.00	0.00	0.00
长期借款	19.40	519.40	1,119.40	1,669.40	归属母公司净利润	60.32	64.87	70.79	77.55
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	257.17	273.14	291.36	275.36
其他非流动负债	240.21	240.21	240.21	240.21	EPS (元)	0.14	0.15	0.17	0.18
负债合计	1,756.86	2,185.80	2,834.37	3,428.34					
股本	4,254.14	4,254.14	4,254.14	4,254.14					
资本公积	1,261.95	1,261.95	1,261.95	1,261.95					
留存收益	536.52	30,327.00	38,556.00	47,442.00					
归属母公司股东权益	1,798.47	1,863.34	1,934.13	2,011.68					
少数股东权益	317.02	317.02	317.02	317.02					
负债和股东权益	3,872.35	4,366.16	5,085.52	5,757.04					

现金流量表

	单位: 百万元					主要财务比率			
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	113.86	648.74	82.32	225.41	成长能力				
净利润	102.95	64.87	70.79	77.55	营业收入	10.33%	7.17%	6.34%	5.50%
折旧摊销	133.83	226.57	207.66	152.18	营业利润	7.49%	-37.37%	9.28%	9.68%
营运资金变动	-180.25	345.46	-238.21	-78.03	归属于母公司净利润	11.54%	7.55%	9.13%	9.54%
其它	57.33	11.83	42.08	73.71	获利能力				
投资活动现金流	-70.41	-26.66	-9.42	-25.33	毛利率	21.26%	21.96%	22.31%	21.09%
资本支出	-2.00	0.00	0.00	0.00	净利率	3.51%	3.52%	3.61%	3.75%
投资变动	-68.41	-26.66	-9.42	-25.33	ROE	3.35%	3.48%	3.66%	3.85%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	4.64%	6.84%	7.41%	6.92%
筹资活动现金流	-44.67	485.18	554.93	473.31	偿债能力				
银行借款	-50.10	500.00	600.00	550.00	资产负债率	45.37%	50.06%	55.73%	59.55%
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	83.05%	100.25%	125.91%	147.22%
股权融资	40.77	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.41	1.97	2.52	2.97
其他	-35.34	-14.82	-45.07	-76.69	速动比率	0.78	1.43	1.91	2.33
汇率变动影响	-69.47	0.00	0.00	0.00	营运能力				
期初现金余额	163.86	252.51	1,359.78	1,987.62	总资产周转率	0.46	0.45	0.41	0.38
现金净增加额	-70.70	1,107.26	627.84	673.39	应收账款周转率	2.09	2.86	2.47	2.43
期末现金余额	93.16	1,359.78	1,987.62	2,661.00	存货周转率	1.66	2.02	1.81	1.82
					每股指标(元)				
					每股收益	0.14	0.15	0.17	0.18
					每股经营现金流	0.27	1.52	0.19	0.53
					每股净资产	0.42	0.44	0.45	0.47
					估值比率				
					P/E	37.45	44.13	40.44	36.92
					P/B	12.56	15.37	14.80	14.23
					EV/EBITDA	89.70	104.35	97.73	102.96

资料来源: WIND、万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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受到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场