

高端产品有望持续放量，定增加码钛合金+高温合金产能

2022 年 04 月 29 日

➤ **事件概述：**公司发布 2021 年报及 2022 年一季报：2021 年，公司实现归母净利润 7.41 亿元，同比增长 100%；扣非归母净利润 6.54 亿元，同比增长 122.8%。2021Q4，公司实现归母净利润 2.04 亿元，同比增长 105.8%、环比减少 9.4%；扣非归母净利润 1.53 亿元，同比增长 182.5%、环比减少 28.8%。2022Q1，公司实现归母净利润 2.15 亿元，同比增长 67.4%、环比增长 5.6%；扣非归母净利润 2.02 亿元，同比增长 77.6%、环比增长 32%。

➤ 点评：

- ① **量：2021 年公司钛合金产品销量同比+41.04%。**2021 年公司订单饱满，主要产品销量均实现上升。其中钛合金销量 6813.49 吨，同比+41.04%；超导产品销量 556.92 吨，同比+13.20%；高温合金销量 502.77 吨，同比+104.17%。
- ② **价：高温合金毛利率转正，公司毛利率提升 2.91pct，至 40.83%。**公司主要产品下游维持高景气度，叠加产品产销大幅提升，摊薄固定成本，公司主要产品毛利率全部出现上升。其中钛合金毛利率同比提升 2.28pct，至 45.31%；超导产品毛利率同比提升 11.82pct，至 16.33%；高温合金毛利率转正，同比提升 15.43pct，至 4.01%。
- ③ **22Q1：单季度营收创历史新高，归母净利润同比+67.4%。**22Q1 公司主要产品下游需求旺盛，公司订单饱和，合同负债维持在 2.54 亿元高位。22Q1 营收同比增长 66.51%，至 8.8 亿元，创单季度新高，带动毛利同比增加 1.42 亿元。

➤ 未来核心看点：

- ① **发动机国产化进度提速，高温合金业绩贡献有望逐步显现。**公司作为国内高性能高温合金材料的新兴供应商之一，多个重点型号航空发动机高温合金材料已经通过了某型号发动机的长试考核，具备了供货资格，已开始供货。随着未来逐步释放产能，高温合金业务业绩贡献有望逐步显现。
- ② **定增项目加码高温合金+钛合金材料，未来或将充分受益下游军工等领域的快速发展。**定增募投的航空航天用高性能金属材料产业化项目新增钛合金材料 5050 吨，高温合金 1500 吨的生产能力，定增项目 2024 年投产后，钛合金总产能将达到 1 万吨。高温合金方面，随着 2019 年公司首发募投的 2500 吨在 2023 年投产，定增募投的 1500 吨在 2024 年投产，公司高温合金产能将达到 6000 吨，届时高温合金生产能力将处于国内第一梯队，未来将充分受益下游军工等领域的快速发展。

➤ **投资建议：**受益于航天航空等下游领域发展，公司产品需求空间广阔，随着高端产品项目投产，公司盈利能力有望持续攀升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 9.77/12.78/16.18 亿元，对应 2022 年 4 月 28 日收盘价 75.97 元，2022-2024 年 PE 依次为 36/28/22 倍，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；原材料涨价超预期；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,927	3,661	4,348	5,249
增长率（%）	38.5	25.1	18.8	20.7
归属母公司股东净利润（百万元）	741	977	1,278	1,618
增长率（%）	100.0	31.7	30.9	26.6
每股收益（元）	1.60	2.11	2.75	3.49
PE	48	36	28	22
PB	6.6	6.0	5.4	4.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

75.97 元


分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com


分析师：尹会伟

执业证号：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

- 1.【民生金属·公司点评】西部超导(688122)：产品订单饱满，驱动 2021 业绩高增长

目录

1 事件概述：2021 年归母净利同比增长 100%	3
2 点评：下游行业高景气度，公司业绩大幅提升	4
2.1 2021 年报点评：主要产品持续放量，公司业绩大幅提升	4
2.2 22Q1 点评：单季度营收创历史新高，归母净利润同比+67.4%	8
3 核心看点：定增项目加码高温合金+钛合金材料，未来或将充分受益下游军工等领域的快速发展	9
4 盈利预测与投资建议	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件概述：2021 年归母净利润同比增长 100%

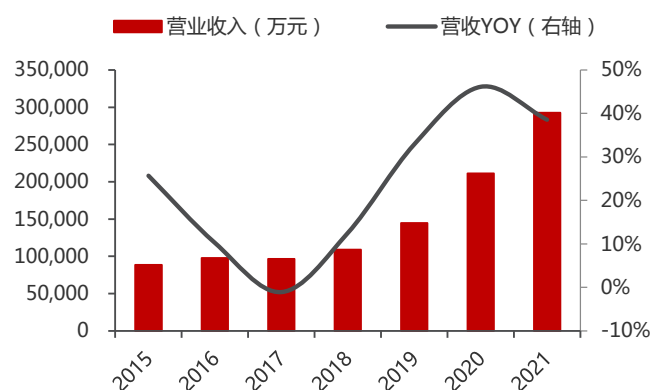
公司公布 2021 年年报 2021 年,公司实现营收 29.27 亿元,同比增长 38.5%;归母净利润 7.41 亿元,同比增长 100%;扣非归母净利润 6.54 亿元,同比增长 122.8%。21 年业绩超过此前业绩预增公告 3%。

分季度来看：

2021Q4,公司实现营收 8.37 亿元,同比增长 40.7%、环比增长 0.2%;归母净利润 2.04 亿元,同比增长 105.8%、环比减少 9.4%;扣非归母净利润 1.53 亿元,同比增长 182.5%、环比减少 28.8%。

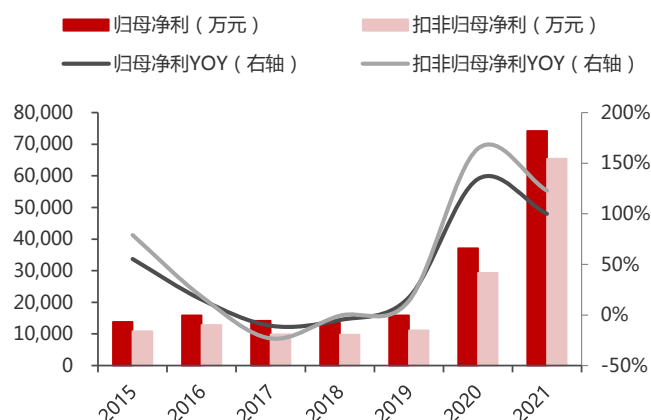
2022Q1,公司实现营收 8.87 亿元,同比增长 66.5%、环比增长 6.1%;归母净利润 2.15 亿元,同比增长 67.4%、环比增长 5.6%;扣非归母净利润 2.02 亿元,同比增长 77.6%、环比增长 32%。

图 1：2021 年，公司实现营收 29.27 亿元



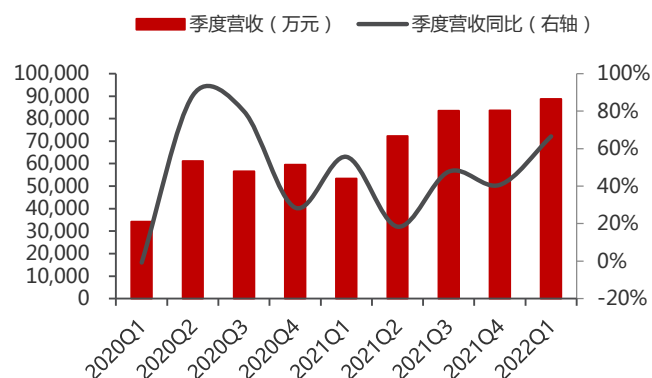
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现归母净利润 7.41 亿元



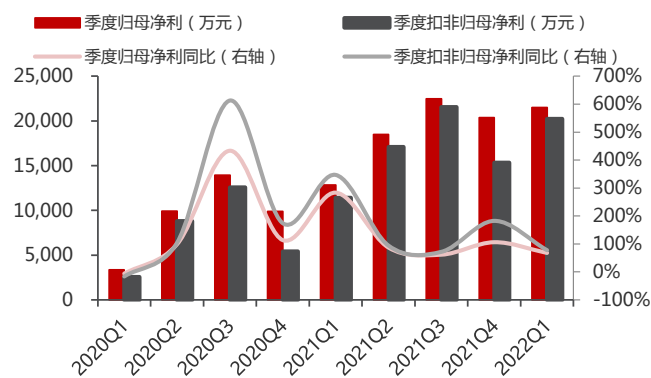
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：公司 21Q4 营收同比+40.7%，22Q1 营收同比+66.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：公司 21Q4 归母净利润同比+105.8%，22Q1 归母净利润同比+57.4%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：下游行业高景气度，公司业绩大幅提升

2.1 2021 年报点评：主要产品持续放量，公司业绩大幅提升

量：2021 年公司主要钛合金产品销量同比+41.04%。2021 年公司订单饱满，主要产品销量均实现上升。其中钛合金销量 6813.49 吨，同比+41.04%；超导产品销量 556.92 吨，同比+13.20%；高温合金销量 502.77 吨，同比+104.17%。

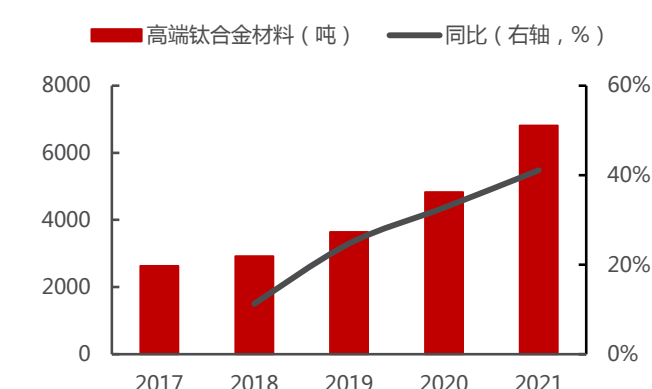
价：高温合金毛利率转正，公司毛利率提升 2.91pct，至 40.83%。2021 年主要原材料价格上涨，其中海绵钛价格同比+16.49%，电解镍价格同比+25.98%。公司主要产品下游维持高景气度，叠加产销大幅提升，摊薄固定成本，公司主要产品毛利率全部出现上升。其中钛合金毛利率同比提升 2.28pct，至 45.31%；超导产品毛利率同比提升 11.82pct，至 16.33%；高温合金毛利率转正，同比提升 15.43pct，至 4.01%。

表 1：公司主要产品销量情况（单位：吨）

类别	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
高端钛合金材料	2,919.66	3,640.49	4,830.75	6,813.49
超导产品	177.42	330.09	492.00	556.92
高性能高温合金材料	7.78	81.59	246.25	502.77

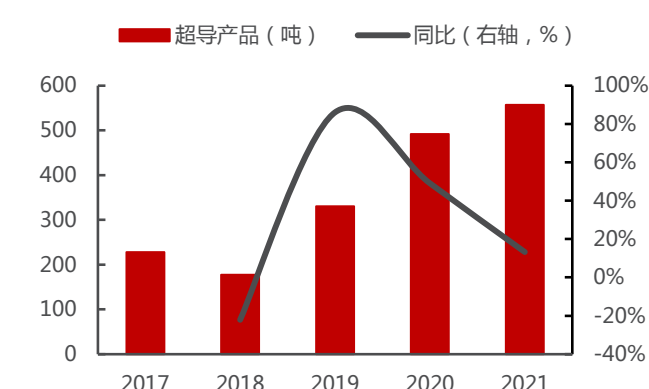
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：2021 年高端钛合金销量同比+41.04%



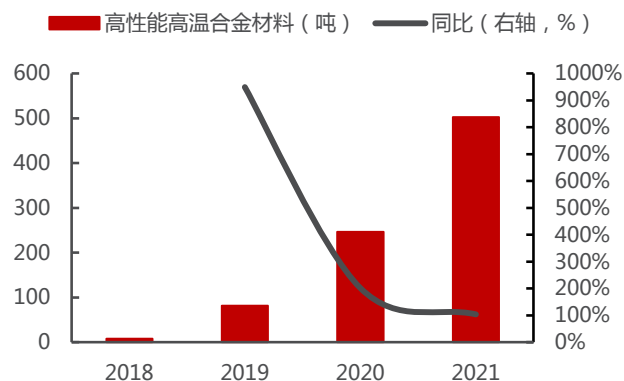
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年超导产品销量同比+13.20%



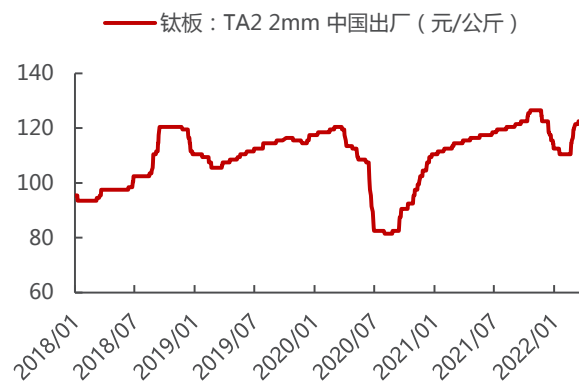
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021 年高温合金销量同比+104.17%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：钛板价格走势（单位：元/公斤）



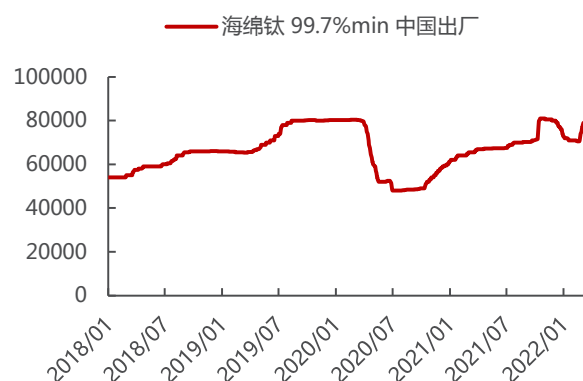
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：电解镍价格走势（单位：元/吨）



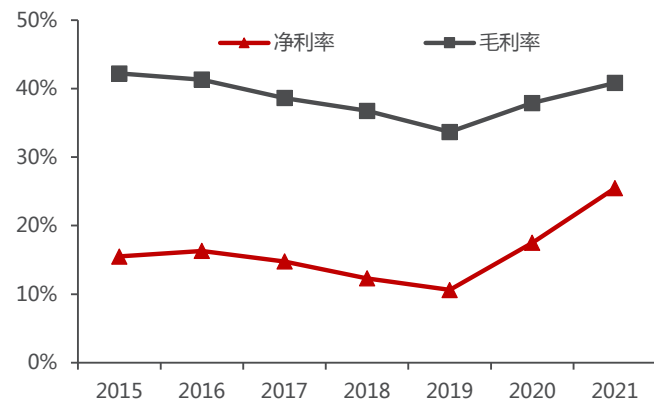
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：海绵钛价格走势（单位：元/吨）



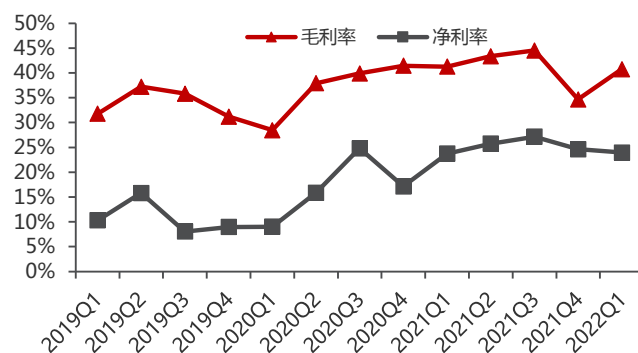
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年公司毛利率回升

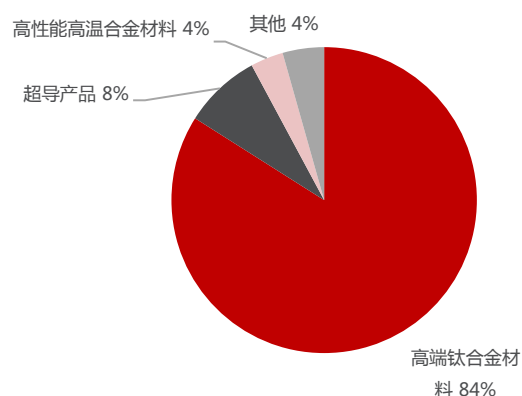


资料来源：wind，民生证券研究院

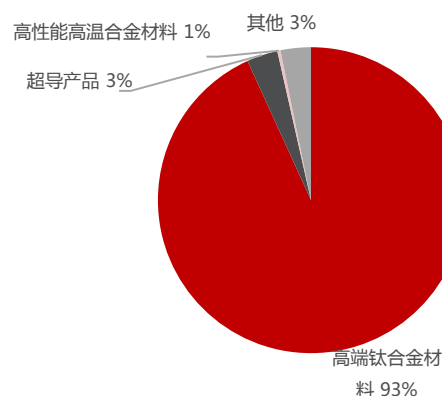
图 12：公司分季度毛利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年公司分产品营收占比（单位：%）


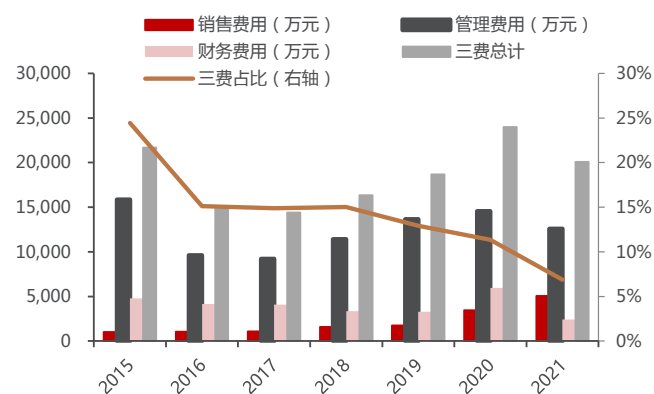
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年公司分产品毛利占比（单位：%）


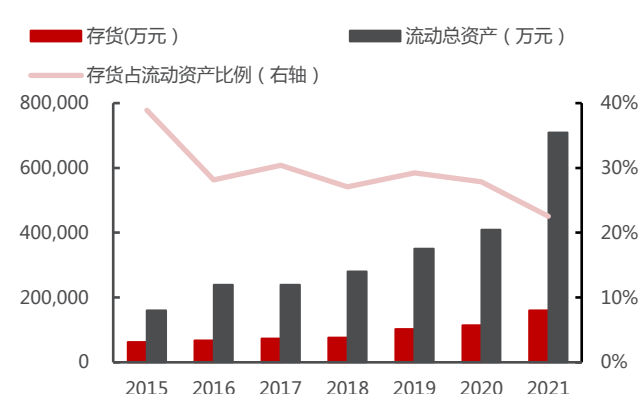
资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用率下滑。公司 2021 年期间费用同比-16.21%，至 2.01 亿元，期间费用率同比下滑 4.48pct，至 6.86%。其中财务费用减少 0.35 亿元，主要是外币货币性项目汇率波动使得当期汇兑收益增加（+0.33 亿元）所致；管理费用减少 0.20 亿元，主要是维修费减少（-0.45 亿元）所致；销售费用增加 0.16 亿元，主要为购买新材料应用保险与员工薪酬增加所致。

期末存货增加。由于公司产品产销量增长，产品在制量与发出商品有所增加，公司 2021 年末存货同比+40.32%，至 15.99 亿。其中，在产品增加 3.04 亿，发出商品增加 1.44 亿，库存商品增加 0.16 亿。

图 15：2021 年公司期间费用率下滑


资料来源：wind，民生证券研究院

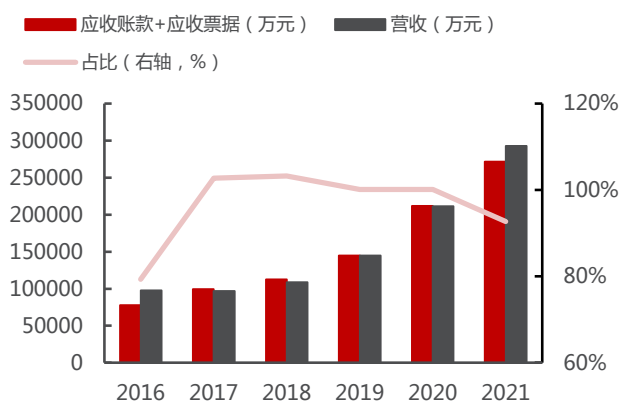
图 16：2021 年末公司存货增加


资料来源：wind，民生证券研究院

应收账款及应收票据占营业收入比重下滑。由于下游军工企业付款结算周期较长且下游军工行业客户多以商业承兑汇票进行结算，公司应收账款及应收票据一直较高。2021 年公司回款状况有所改善，应收账款及应收票据占营业收入比重下滑 7.42pct，至 92.73%。

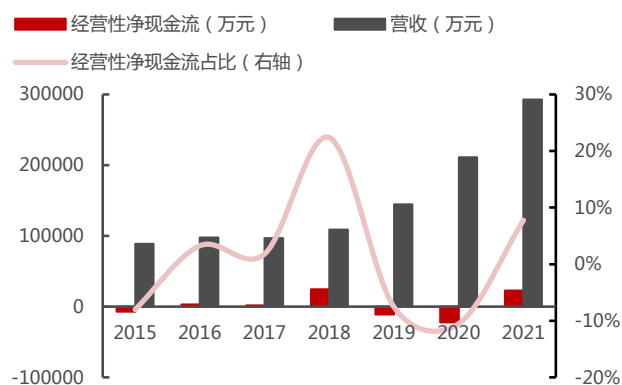
经营活动产生的现金流量净额同比大幅增加 4.49 亿元。2021 年公司回款状况有所改善,虽然原材料等价格上涨,但商品与接受劳务支出增幅不及回款,公司 2021 年经营活动产生的现金流量净额同比增加 4.49 亿元,至 2.27 亿元。

图 17 : 2021 年公司应收账款及应收票据占营收比重下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

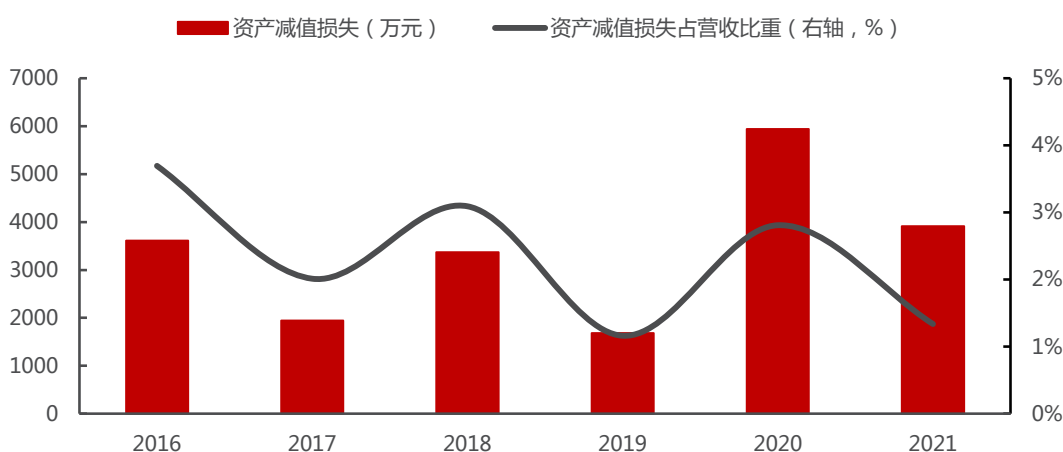
图 18 : 2021 年公司经营性现金流改善



资料来源：wind，民生证券研究院

资产减值损失减少 2024.62 万。由于依会计政策计提的存货跌价损失减少, 2021 年资产减值损失减少 2024.62 万, 至 3913.06 万元, 其中存货跌价损失及合同履约成本减值损失 3840.14 万元, 同比减少 2097.54 万元。

图 19 : 2021 年资产减值损失减少



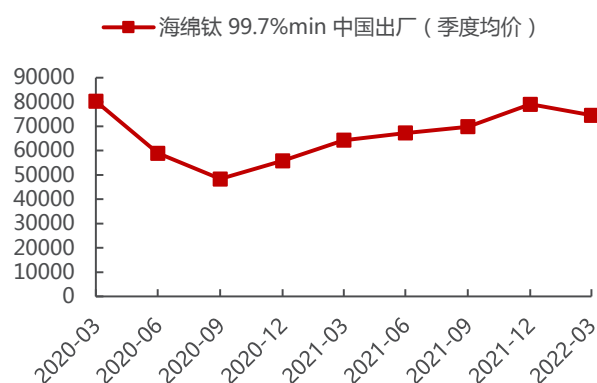
资料来源：wind，民生证券研究院

21Q4 归母净利润同比增长 105.8%、环比减少 9.4%。21Q4 原材料价格继续上涨,21Q4 毛利率环比下滑 9.85pct,至 34.67%,公司毛利环比下滑 0.82 亿元。**环比来看**,其他减利项主要在于销售费用(-0.28 亿元)、研发费用(-0.24 亿元)、资产减值损失(-0.21 亿元),增利项主要在于管理费用(+0.46 亿元)、信用减值损失(+0.37 亿元),其他收益(+0.44 亿元)。其他收益增加主要是与日常活动相关的政府补助增加所致。

2.2 22Q1 点评:单季度营收创历史新高,归母净利润同比+67.4%

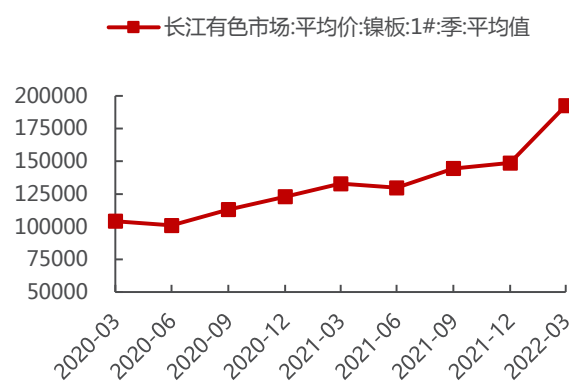
22Q1 归母净利润同比增长 67.4%、环比增长 5.6%。原材料方面,22Q1 海绵钛价格维持高位(同比+15.98%),电解镍价格继续上涨(同比+44.97%),22Q1 毛利率同比小幅下滑 0.50pct,至 40.76%。销售方面,22Q1 公司主要产品下游需求旺盛,公司订单饱和,合同负债维持在 2.54 亿元高位。22Q1 营收同比大幅增长 66.51%,至 8.8 亿元,创单季度新高,带动公司毛利同比增加 1.42 亿元。**同比来看**,减利项主要在于研发费用(-0.12 亿元)、管理费用(-0.07 亿元)、信用减值损失(-0.13 亿元),所得税(-0.16 亿元)。

图 20: 22Q1 海绵钛价格小幅走弱(单位:元/吨)



资料来源:wind,民生证券研究院

图 21: 22Q1 镍板价格继续走高(单位:元/吨)



资料来源:wind,民生证券研究院

3 核心看点：定增项目加码高温合金+钛合金材料，未来或将充分受益下游军工等领域的快速发展

公司拥有钛合金、超导、高温合金三大业务。公司是我国高端钛合金棒丝材、锻坯主要研发生产基地之一，2021 年钛合金营收占比 84%；公司是目前国内唯一的低温超导线材生产企业，是目前全球唯一的铌钛锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业；公司也是我国高性能高温合金材料重点研发生产企业之一。公司众多产品广泛应用于国家军工重大装备、大型科学工程等，业务前景广阔。

发动机国产化进度提速，高温合金业绩贡献有望逐步显现。公司作为国内高性能高温合金材料的新兴供应商之一，已陆续承担了国内重点国防装备用多个高温合金材料的研制任务，高温合金铸锭纯净化熔炼控制技术显著提升，实现重大冶金缺陷“零发生”，多个重点型号航空发动机高温合金材料已经通过了某型号发动机的长试考核，具备了供货资格，已开始供货。2021 年公司高温合金销量 502.77 吨，同比+104%，随着未来逐步释放产能，高温合金业务业绩贡献有望逐步显现。

定增项目加码高温合金+钛合金材料，未来或将充分受益下游军工等领域的快速发展。公司完成定增，共募集资金净额 19.81 亿元，其中 9.91 亿元规划建设航空航天用高性能金属材料产业化项目，新增钛合金材料 5050 吨，高温合金 1500 吨的生产能力。定增项目 2024 年投产后，钛合金总产能将达到 1 万吨。高温合金方面，随着 2019 年公司首发募投的 2500 吨在 2023 年投产，定增募投的 1500 吨在 2024 年投产，公司高温合金产能将达到 6000 吨，届时高温合金生产能力将处于国内第一梯队，未来将充分受益下游军工等领域的快速发展。

表 2：主要项目投资建设情况

在建项目	主要产品产能	项目进度	预计投产时间
发动机用高性能高温合金材料及粉末盘项目	高温合金 2500 吨	65.04%	2023 年 1 月
航空航天用高性能金属材料产业化项目	高温合金 1500 吨 钛合金材料 5050 吨	0.58%	2024 年 12 月
高性能超导线材产业化项目	MRI 用超导线材 2000 吨	0	2023 年 12 月

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

受益于航天航空等下游领域发展,公司产品需求空间广阔,随着高端产品项目投产,公司盈利能力有望持续攀升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 9.77/12.78/16.18 亿元,对应 2022 年 4 月 28 日收盘价 75.97 元,2022-2024 年 PE 依次为 36/28/22 倍,维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期。高端钛合金材料是公司的主要收入来源，随着航空工业的发展，飞机和发动机制造对钛合金材料的性能质量提出了越来越高的要求，如果公司不能通过长期的市场跟踪和持续研发成为未来发展的新型飞机和发动机钛合金材料供应商，公司未来订单可能受到影响。

3) 原材料价格大幅波动。公司原材料采购主要包括海绵钛、铌锭、镍、无氧铜及中间合金等，如果未来海绵钛、中间合金等原材料出现大幅波动，可能会给公司生产经营带来不利影响。

2) 项目进展不及预期。国家环保等政策、疫情等因素可能对公司在建项目产生影响，导致项目进展不及预期，进而延迟相关产品产能释放。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,927	3,661	4,348	5,249
营业成本	1,732	2,130	2,473	2,946
营业税金及附加	29	35	42	46
销售费用	51	57	63	76
管理费用	126	150	165	199
研发费用	186	220	226	252
EBIT	804	1,070	1,378	1,729
财务费用	24	36	42	46
资产减值损失	-39	-26	-17	-19
投资收益	14	16	19	26
营业利润	852	1,115	1,458	1,835
营业外收支	-1	0	1	2
利润总额	852	1,115	1,459	1,837
所得税	106	134	175	211
净利润	745	981	1,284	1,625
归属于母公司净利润	741	977	1,278	1,618
EBITDA	913	1,205	1,537	1,915

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,597	2,048	1,798	1,650
应收账款及票据	2,715	3,243	3,878	4,673
预付款项	29	29	36	42
存货	1,599	1,901	2,236	2,659
其他流动资产	157	163	170	176
流动资产合计	7,096	7,383	8,117	9,200
长期股权投资	149	203	255	308
固定资产	1,038	1,249	1,512	1,824
无形资产	171	170	166	159
非流动资产合计	1,662	2,015	2,417	2,669
资产合计	8,758	9,399	10,534	11,869
短期借款	1,001	851	951	1,031
应付账款及票据	1,061	1,222	1,451	1,715
其他流动负债	519	602	704	826
流动负债合计	2,581	2,675	3,106	3,572
长期借款	428	493	538	563
其他长期负债	306	306	306	306
非流动负债合计	734	799	844	869
负债合计	3,315	3,474	3,950	4,441
股本	464	464	464	464
少数股东权益	83	87	93	101
股东权益合计	5,443	5,925	6,584	7,428
负债和股东权益合计	8,758	9,399	10,534	11,869

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	38.54	25.07	18.76	20.73
EBIT 增长率	71.98	33.15	28.79	25.46
净利润增长率	99.98	31.75	30.86	26.56
盈利能力 (%)				
毛利率	40.83	41.83	43.11	43.87
净利润率	25.46	26.80	29.54	30.96
总资产收益率 ROA	8.47	10.39	12.14	13.63
净资产收益率 ROE	13.83	16.73	19.69	22.08
偿债能力				
流动比率	2.75	2.76	2.61	2.58
速动比率	2.12	2.04	1.88	1.82
现金比率	1.01	0.77	0.58	0.46
资产负债率 (%)	37.85	36.96	37.50	37.42
经营效率				
应收账款周转天数	145.90	135.28	138.82	137.64
存货周转天数	336.86	330.25	332.45	331.72
总资产周转率	0.33	0.39	0.41	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	1.60	2.11	2.75	3.49
每股净资产	11.55	12.58	13.99	15.79
每股经营现金流	0.49	1.24	1.81	2.18
每股股利	1.00	1.13	1.42	1.77
估值分析				
PE	48	36	28	22
PB	6.6	6.0	5.4	4.8
EV/EBITDA	37.40	28.71	22.77	18.41
股息收益率 (%)	1.32	1.49	1.86	2.33

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	745	981	1,284	1,625
折旧和摊销	109	135	159	186
营运资金变动	-667	-638	-685	-883
经营活动现金流	227	577	840	1,013
资本开支	-287	-433	-504	-379
投资	181	-53	-52	-53
投资活动现金流	-98	-471	-537	-405
股权募资	1,985	0	0	0
债务募资	197	-85	145	105
筹资活动现金流	1,958	-656	-553	-756
现金净流量	2,085	-549	-250	-147

插图目录

图 1：2021 年，公司实现营收 29.27 亿元.....	3
图 2：2021 年，公司实现归母净利润 7.41 亿元.....	3
图 3：公司 21Q4 营收同比+40.7%，22Q1 营收同比+66.5%.....	3
图 4：公司 21Q4 归母净利润同比+105.8%，22Q1 归母净利润同比+57.4%.....	3
图 5：2021 年高端钛合金销量同比+41.04%.....	4
图 6：2021 年超导产品销量同比+13.20%.....	4
图 7：2021 年高温合金销量同比+104.17%.....	5
图 8：钛板价格走势（单位：元/公斤）.....	5
图 9：电解镍价格走势（单位：元/吨）.....	5
图 10：海绵钛价格走势（单位：元/吨）.....	5
图 11：2021 年公司毛利率回升.....	5
图 12：公司分季度毛利率变化.....	5
图 13：2021 年公司分产品营收占比（单位：%）.....	6
图 14：2021 年公司分产品毛利占比（单位：%）.....	6
图 15：2021 年公司期间费用率下滑.....	6
图 16：2021 年末公司存货增加.....	6
图 17：2021 年公司应收账款及应收票据占营收比重下滑.....	7
图 18：2021 年公司经营性现金流改善.....	7
图 19：2021 年资产减值损失减少.....	7
图 20：22Q1 海绵钛价格小幅走弱（单位：元/吨）.....	8
图 21：22Q1 镍板价格继续走高（单位：元/吨）.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：公司主要产品销量情况（单位：吨）.....	4
表 2：主要项目投资建设情况.....	9
公司财务报表数据预测汇总.....	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001