

## 优彩转债：国内涤纶纤维细分领域龙头

2022 年 12 月 13 日

## ► 转债基本情况分析：

优彩转债发行规模 6.00 亿元，债项与主体评级为 A+/A+ 级；转股价 7.35 元，截至 2022 年 12 月 13 日转股价值 102.45 元；发行期限为 6 年，各年票息的算术平均值为 1.58 元，到期补偿利率 15%，属于新发行转债较高水平。按 2022 年 12 月 13 日 6 年期 A+ 级中债企业债到期收益率 8.95% 的贴现率计算，债底为 75.26 元，纯债价值较低。其他博弈条款均为市场化条款，若全部转股对总股本的摊薄压力为 25.01%，对流通股本的摊薄压力为 53.70%，对现有股本的摊薄压力较大。

## ► 中签率分析：

截至 2022 年 12 月 13 日，公司前两大股东戴泽新、王雪萍分别持有占总股本 33.47%、15.11% 的股份，前十大股东合计持股比例为 48.58%，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售规模预计在 50% 左右。剩余网上申购新债规模为 3.00 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 1050-1150 万户，预计中签率在 0.0026%-0.0029% 左右。

## ► 申购价值分析：

公司所处行业为涤纶（申万三级），从估值角度来看，截至 2022 年 12 月 13 日收盘，公司 PE(TTM) 为 33 倍，在收入相近的 7 家同业企业中处于较高水平，市值 24.58 亿元，处于较低水平。截至 2022 年 12 月 13 日，公司今年以来正股下跌 12.44%，同期行业（申万一级）指数下跌 14.70%，万得全 A 下跌 15.93%，上市以来年化波动率为 45.10%，股价弹性较大。公司目前不存在股权质押风险。

优彩转债规模较小，债底保护较低，平价高于面值。综合考虑，我们给予优彩转债上市首日 18% 的溢价，预计上市价格为 121 元左右，建议积极参与新债申购。

## ► 公司经营情况分析：

2022 年 1-9 月实现营业收入 16.12 亿元，较上年同期增长 49.37%；营业成本 14.94 亿元，较上年同期上升 59.66%。归母净利润为 0.54 亿元，同比下降 33.26%，实现销售毛利率 7.30%，同比下降 5.97pct，实现销售净利率 3.35%，同比下降 4.14pct。

## ► 竞争优势分析：

**企业定位：国内涤纶纤维细分领域龙头。**1) **技术优势。**公司掌握泡料类再生原料的核心技术及低熔点再生共聚酯的制备方法，有效降本增效；2) **研发及产品优势。**公司具有完备的技术研发体系及以高品质、多品种、可定制为核心的产品优势，同时产品具备环保优势；3) **管理与品牌优势。**公司主要管理团队均具有多年的涤纶纤维行业经验，深入了解技术工艺细节，有效保障管理效率与品牌质量。

► **风险提示：**1) 发行可转债到期不能转股的风险；2) 摊薄每股收益和净资产收益率的风险；3) 信用评级变化的风险；4) 正股波动风险。



## 分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

## 研究助理 尚凌楠

执业证书：S0100122070033

电话：18801385469

邮箱：shanglingnan@mszq.com

## 相关研究

1. 城投随笔系列：协会募集资金用途新规反映了什么？-2022/12/12
2. 可转债打新系列：合力转债：国内叉车行业领军企业-2022/12/12
3. 城投、产业利差跟踪周报 20221211：城投、产业利差继续走阔-2022/12/11
4. 品种利差跟踪周报 20221211：收益率均上行，品种利差普遍走阔-2022/12/11
5. 信用一二级市场跟踪周报 20221211：城投债净融资小幅转正，信用利差继续走阔-2022/12/11

# 目录

<b>1 优彩转债基本条款与申购价值分析 .....</b>	<b>3</b>
1.1 转债基本条款 .....	3
1.2 中签率分析 .....	3
1.3 申购价值分析 .....	4
<b>2 优彩资源基本面分析 .....</b>	<b>5</b>
2.1 所处行业及产业链分析 .....	5
2.2 股权结构分析 .....	7
2.3 公司经营业绩 .....	8
2.4 同业比较与竞争优势 .....	9
<b>3 募投项目分析 .....</b>	<b>11</b>
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>12</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>13</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>13</b>

# 1 优彩转债基本条款与申购价值分析

## 1.1 转债基本条款

优彩转债发行规模 6.00 亿元，债项与主体评级为 A+/A+ 级；转股价 7.35 元，截至 2022 年 12 月 13 日转股价值 102.45 元；发行期限为 6 年，各年票息的算术平均值为 1.58 元，到期补偿利率 15%，属于新发行转债较高水平。按 2022 年 12 月 13 日 6 年期 A+ 级中债企业债到期收益率 8.95% 的贴现率计算，债底为 75.26 元，纯债价值较低。其他博弈条款均为市场化条款，若全部转股对总股本的摊薄压力为 25.01%，对流通股本的摊薄压力为 53.70%，对现有股本的摊薄压力较大。

表1：优彩转债发行要素表

债券代码	127078.SZ	债券简称	优彩转债
公司代码	002998.SZ		
公司名称	优彩资源		
债项/主体评级	A+/A+		
发行额	6.00 亿元		
期限（年）	6 年		
利率	0.40%、0.60%、1.20%、1.80%、2.50%、3.00%		
预计发行/起息日期	2022-12-14		
转股起始日期	2023-06-20		
转股价	7.35 元		
赎回条款	转股期，15/30，130%		
向下修正条款	存续期，15/30，85%		
回售条款	最后两个计息年度，30，70%		
补偿条款	到期赎回价格：115 元		
原始股东股权登记日	2022-12-13		
网上申购及配售日期	2022-12-14		
申购代码/配售代码	072998 / 082998		
主承销商	长江承销保荐		

资料来源：Wind, 民生证券研究院

## 1.2 中签率分析

截至 2022 年 12 月 13 日，公司前两大股东戴泽新、王雪萍分别持有占总股本 33.47%、15.11% 的股份，前十大股东合计持股比例为 48.58%，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售规模预计在 50% 左右。剩余网上申购新债规模为 3.00 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 1050-1150 万户，预计中签率在 0.0026%-0.0029% 左右。

### 1.3 申购价值分析

公司所处行业为涤纶（申万三级），从估值角度来看，截至 2022 年 12 月 13 日收盘，公司 PE(TTM)为 33 倍，在收入相近的 7 家同业企业中处于较高水平，市值 24.58 亿元，处于较低水平。截至 2022 年 12 月 13 日，公司今年以来正股下跌 12.44%，同期行业（申万一级）指数下跌 14.70%，万得全 A 下跌 15.93%，上市以来年化波动率为 45.10%，股价弹性较大。公司目前不存在股权质押风险。

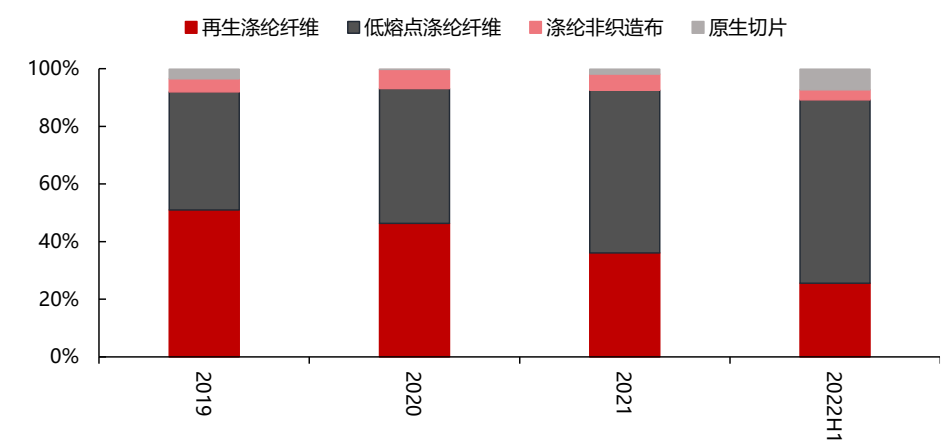
优彩转债规模较小，债底保护较低，平价高于面值。参考同行业内蒙泰转债（规模为 3.00 亿元，评级为 A+，转股溢价率为 15.66%）和锦鸡转债（规模为 6.00 亿元，评级为 AA-，转股溢价率为 42.04%），**综合考虑，我们给予优彩转债上市首日 18%的溢价，预计上市价格为 121 元左右，建议积极参与新债申购。**

## 2 优彩资源基本面分析

### 2.1 所处行业及产业链分析

公司是国内涤纶纤维细分领域龙头，为专业从事为涤纶纤维及其制品的研发、生产和销售的高新技术企业。涤纶纤维行业按原料来源可分为原生涤纶纤维和再生涤纶纤维，再生涤纶纤维为原生涤纶纤维的替代品和互补品。公司主要产品为再生涤纶纤维、低熔点涤纶纤维和涤纶非织造布等。2019-2022H1，公司再生涤纶纤维及低熔点涤纶纤维销售收入占主营业务收入的比重均超 90%，为公司的主要收入来源。其中低熔点涤纶纤维收入占比逐年攀升，并于 2020 年超过再生涤纶纤维成为公司第一大收入来源。

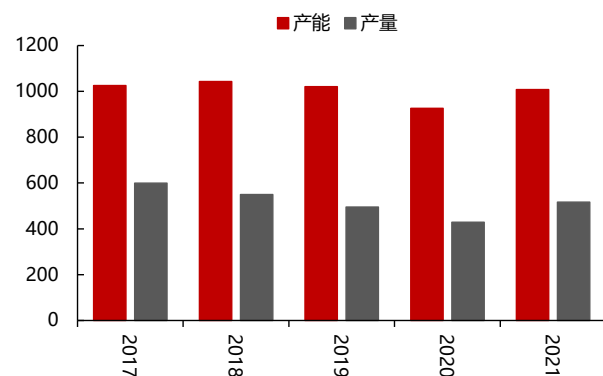
图1：主要营收产品构成



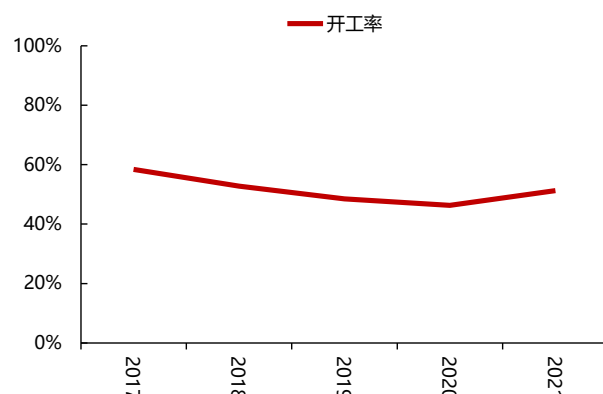
资料来源：优彩转债募集说明书，民生证券研究院

**公司所处行业化学纤维制造业**，细分行业为涤纶纤维制造行业。上游为石油化工和废旧 PET 聚酯回收处理行业，下游可广泛应用于服装、家纺、汽车内饰、工业用土工布等多个领域。

**再生涤纶纤维开工率有所回升。**2018 年之前受益于涤纶工业快速发展、社会环保意识增强、产业政策支持等原因，再生涤纶生产规模持续扩大，在行业整体产能过剩。2019 年至 2020 年，受贸易摩擦、国内外疫情等多重因素影响，化纤行业景气度整体有所下滑，再生涤纶细分行业整体开工率触及低点。2021 年随着终端市场需求逐步恢复，再生涤纶化纤的产能产量亦有所回升。

**图2：我国再生涤纶化学纤维产能及产量（万吨）**


资料来源：化纤信息网，民生证券研究院

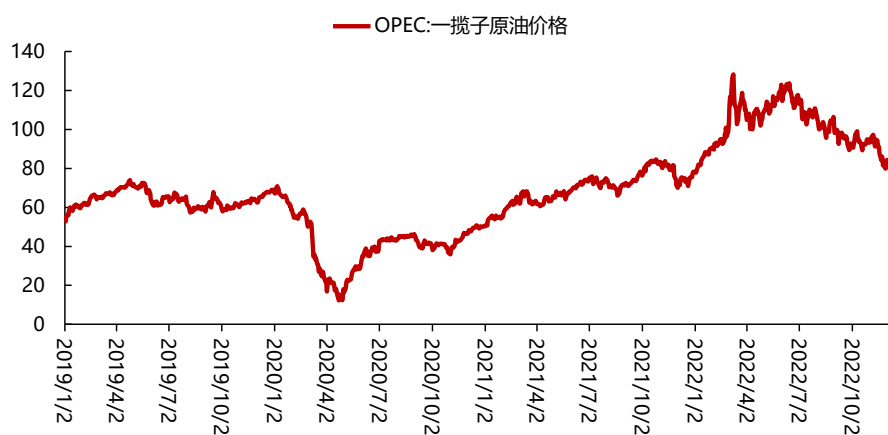
**图3：我国再生涤纶化学纤维开工率**


资料来源：化纤信息网，民生证券研究院

注：开工率=当期产量/当期产能

**低熔点纤维前景广阔。**根据恒州博智的调研数据，2021 年全球低熔点纤维市场规模大约为 125 亿元，预计 2028 年将达到 220 亿元，2022-2028 年 CAGR 将达 8.3%。且低熔点纤维下游应用领域广泛，能够大量应用于服装家纺、家具、汽车内饰、医用卫生等领域，需求前景广阔。

**上游原材料受石油价格波动影响。**公司上游主要原材料最终来源均为石油，因此原料采购价格波动与石油价格波动具有关联性。近三年来，受宏观经济环境及政治因素的影响，石油供需增速不平衡，价格波动较大。

**图4：国际原油（OPEC）变动趋势（美元/桶）**


资料来源：wind，民生证券研究院

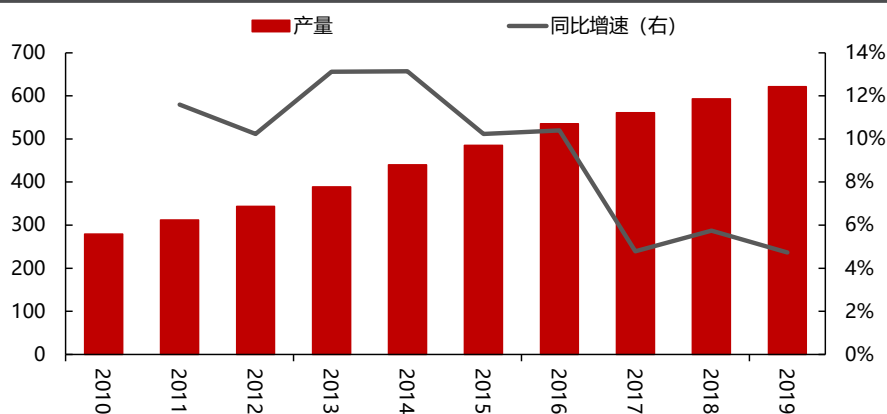
**上游废旧 PET 聚酯回收利用率有望逐步提高。**再生涤纶纤维原材料直接来源于废旧 PET 聚酯。不同于石油制品等大宗原料，废旧 PET 聚酯供应具有分散程度高、规模增长缓慢等特点。2017 年下半年固废禁止进口政策实施之前我国再生 PET 原料一定程度上依赖进口。2022 年，国家发展改革委等部门联合印发了《关于加快推进废旧纺织品循环利用的实施意见》，指出废旧纺织品循环利用率到

2025 及 2030 年将分别达到 25% 及 30%，废旧纺织品再生纤维产量到 2025 及 2030 年将分别达到 200 万吨及 300 万吨，废旧 PET 聚酯回收利用率有望提高。

**下游行业包括工业和民用多领域。**涤纶纤维下游可广泛应用于服装、家纺、汽车内饰、工业用土工布等多个领域。

**工业领域需求广阔。**以工业织物应用领域的产业非织造布为例，近年来我国非织造布产量增长迅猛。据中国产业用纺织品行业协会及前瞻产业研究院数据，2010-2019 年，我国非织造布产量由 279.5 万吨增至 621 万吨，CAGR 为 9.28%。由于再生涤纶纤维具有良好抗拉强度、抗变形能力、耐高温、抗冷冻、耐老化、耐腐蚀、抗虫蛀、渗透性好，可在工程中起到隔离、排水、加筋、防护等作用，市场空间广阔。

**图5：2010-2019 中国非纺织布产量（万吨）**



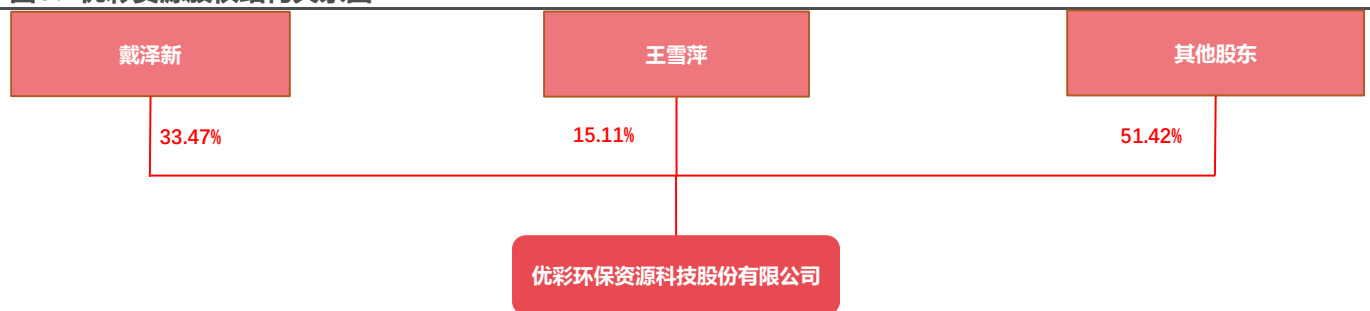
资料来源：中国产业用纺织品行业协会，前瞻产业研究院，民生证券研究院

**民用是化学纺织纤维主要应用方向。**以汽车内饰应用领域为例，低熔点纤维则可以有效替代汽车内饰中的化学胶黏剂，符合国家有关汽车内饰降低 VOCs 的产业政策与环保理念。根据中国汽车工业协会数据统计，2021 年中国汽车产量为 2608.20 万辆，销量为 2627.50 万辆，以每辆汽车平均消耗 30 公斤的低熔点纤维替代胶水测算，汽车内饰市场将每年贡献近 79 万吨低熔点纤维市场需求。汽车行业的快速发展将带动涤纶纤维的需求提升。

## 2.2 股权结构分析

截至 2022 年 12 月 13 日，公司前二大股东戴泽新、王雪萍分别持有占总股本 33.47%、15.11% 的股份，公司的实际控制人为戴泽新、王雪萍夫妇及其女儿戴梦茜。



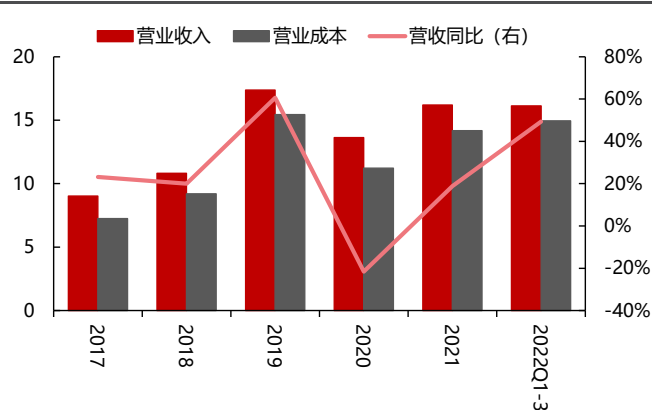
**图6：优彩资源股权结构关系图**


资料来源：wind，民生证券研究院

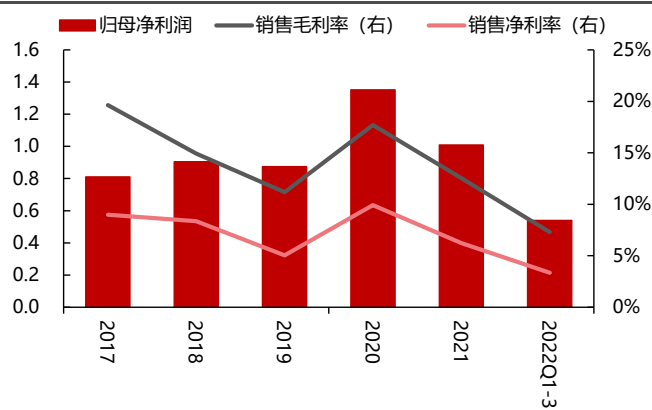
## 2.3 公司经营业绩

2022 年 1-9 月实现营业收入 16.12 亿元，较上年同期增长 49.37%；营业成本 14.94 亿元，较上年同期上升 59.66%。营业收入增长主要受益于低熔点涤纶纤维产品销售收入持续上升。

**归母净利润及毛利率有所下滑。**2022 年 1-9 月公司实现归母净利润为 0.54 亿元，同比下降 33.26%，实现销售毛利率 7.30%，同比下降 5.97pct，实现销售净利率 3.35%，同比下降 4.14pct。公司毛利率下降系原油价格整体呈上升，造成公司产品单位成本上升。同时，新冠疫情的反复及管控措施导致下游客户的订单饱和程度、开工率、流运输通畅程度等均受到影响，从而影响上游原材料价格波动向下游传导的接受程度。

**图7：营业收入、营业成本及增长情况（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

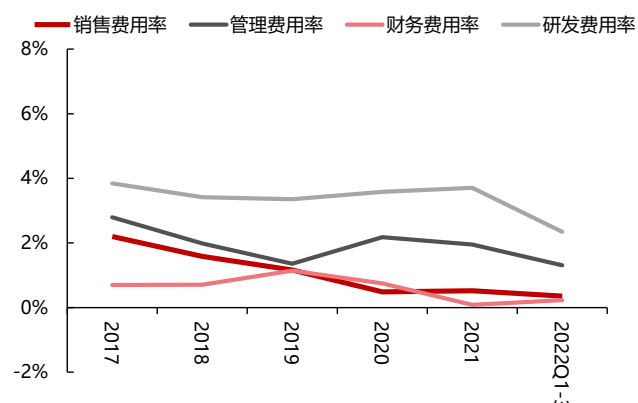
**图8：归母净利润、毛利率与净利率变动（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

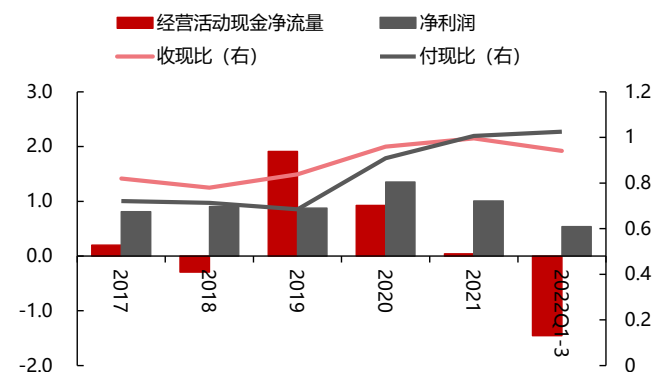
**期间费用率下降。**2022 年 1-9 月公司期间费用率为 4.24%，同比下降 0.78pct。销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 0.36%、1.31%、0.23%、2.35%。其中变动幅度最大的管理费用率同比下降 0.99pct。

**现金流减少。**2022 年 1-9 月公司现金流量净额为-1.45 亿元，同比下降 29%。收现比 0.94，同比下降 0.05；付现比 1.02，同比下降 0.09。



**图9：费用率情况（%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图10：现金流情况（亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.4 同业比较与竞争优势

2022年1-9月公司实现营业收入16.12亿元，较上年同期增长49.37%；毛利率为7.30%。公司营收增长率高于行业平均水平，毛利率低于行业平均水平。

**表2：2022年1-9月同业上市公司经营情况比较**

公司名称	营业收入（亿元）	营收增长率	销售毛利率	主营业务
华西股份	22.17	23.96%	7.37%	华西村差别化纤维、华西村涤纶短纤维、华西村精纺呢绒、华西村聚酯切片
江南高纤	6.07	-3.57%	15.79%	江南高纤涤纶短纤维、江南高纤涤纶毛条、江南高纤复合短纤维
新凤鸣	379.43	3.76%	5.12%	DTY、FDY、POY、复合丝、聚酯切片、平牵丝、再生聚酯
东方盛虹	467.08	16.17%	8.71%	民用涤纶长丝、平台贸易、苏州热电供应、中国东方丝绸市场
可比公司算数均值		10.08%	9.25%	
优彩资源	16.12	49.37%	7.30%	低熔点涤纶短纤维、涤纶非织造布、再生有色涤纶短纤维

资料来源：wind，募集说明书，民生证券研究院

### 企业定位：国内涤纶纤维细分领域龙头企业

**技术优势。**行业内企业生产同等级产品所需的瓶片、泡料配比存在较大差异。公司通过技术研发，突破并掌握了泡料类再生原料的核心技术，提高原料中泡料的使用比例，降低生产成本。同时，公司掌握低熔点再生共聚酯的制备方法，可获得色泽良好的结晶性低熔点再生共聚酯，所采用的催化剂有较高的催化活性，无需将催化剂从解聚产物中除去便可用于再共聚，大大提高生产效率。

**研发优势。**公司为高新技术企业，设立江阴市院士工作站、全国循环经济技术中心，被认定为“国家再生有色纤维新材料研发生产基地”、“2016年度全国化纤行业应用创新企业”。公司形成了完备的技术研发体系，具备较强的自主研发能

力和产品设计能力，还与东华大学建立了产、学、研合作关系。

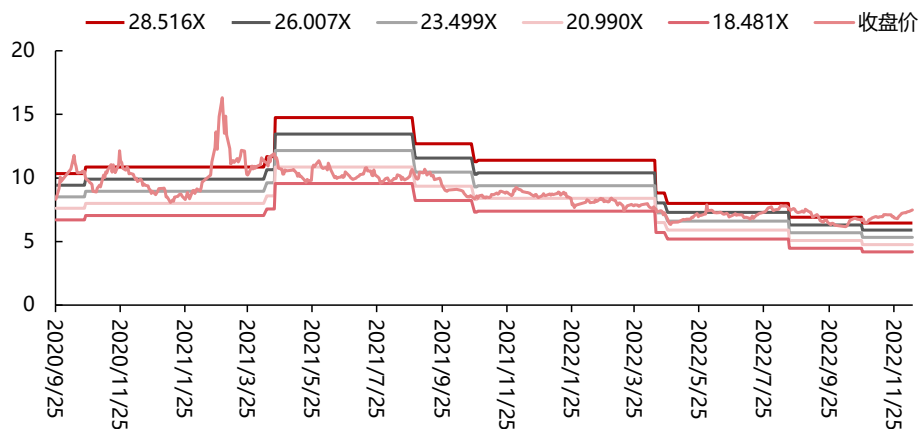
**产品优势。**公司具有高品质、多品种、可定制为核心的产品优势，产品定位于差异化、功能型，产品系列较为丰富，可以满足水利、公路土工用布、地毯、隔音材料、汽车内饰、纺织服饰等多领域需求。

**环保优势。**公司顺应国家“构建节约型社会、发展循环经济、发展战略性新兴产业”的政策导向。公司基于原液着色工艺生产再生有色涤纶短纤维产品，可以省去印染工序，避免产生大量印染废水。低熔点涤纶短纤维产品在下游应用过程中消除了传统化学黏胶剂使用带来的挥发性有机物污染，有利于人的身体健康，大气环境质量，提升制造业绿色化水平。

**管理与品牌优势。**公司主要管理团队均具有多年的涤纶纤维行业经验，深入了解技术工艺细节，从而保持在行业内的市场领先与技术领先优势。公司属于第一批《再生化学纤维（涤纶）行业规范条件》生产企业名单，获得“中国纺织工业联合会科学技术奖”、国家科学技术进步二等奖等奖项。

截至 2022 年 12 月 13 日，公司 PE (TTM) 为 33 倍，同行业（申万三级）内与公司收入相邻的 7 家公司 PE 中位数为 23 倍，公司目前估值处于同业较高水平。

**图11：公司近两年 PE-Band（收盘价单位：元）**



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 募投项目分析

本次公开发行可转债计划募集资金总额不超过 6 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于以下项目：

**表3：募集资金运用项目（亿元）**

项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金
年产8万吨功能性复合型特种纤维技改项目	4.14	4.10
废旧纺织品综合利用8万吨/年（二期）项目	0.41	0.40
补充流动资金及偿还银行贷款	1.50	1.50
<b>合计</b>	<b>6.05</b>	<b>6.00</b>

资料来源：募集说明书,民生证券研究院

**募投项目利于优化产品结构，顺应行业发展方向。**就功能性复合型特种纤维技改项目来看，国内常规纤维中部分同质化产品的产能相对过剩，提高纤维产品的附加值和品质，开发差异化复合纤维产品是行业的发展方向。本项目主要用于满足对不同颜色、熔点、线密度等性能及外观等定制化要求较高的低熔点复合纤维产品的订单需求，从而提高公司低熔点复合产品的差别化率，进一步丰富细分产品品类，拓宽业务布局的广度和深度，加速培育新的利润增长点。

**募投项目利于提高柔性定制化生产能力以及生产智能化水平。**年产 8 万吨功能性复合型特种纤维技改项目可直接利用各类原生或者再生聚酯材料，采用精细化、柔性化、连续化的工艺技术流程，可以满足客户多品种、小批量的定制化需求。同时，项目引入自动注色及干燥系统等先进的智能化生产设备以及集散控制系统等信息系统，提高现有生产模式的自动化和智能化制造水平，提高生产效率，降低产品的单位人工成本。

**募集具有良好的经济效益。**根据募集说明书，年产 8 万吨功能性复合型特种纤维技改项目所得税后投资内部收益率为 21.33%，含建设期的税后投资回收期 5.76 年；营业收入为 8.28 亿元，净利率为 12.12%。废旧纺织品综合利用 8 万吨/年（二期）项目所得税后投资内部收益率为 19.61%，含建设期的税后投资回收期 5.93 年；营业收入为 2.03 亿元，净利率为 4.93%。项目经济效益良好。

## 4 风险提示

**1) 发行可转债到期不能转股的风险。**如因外部因素导致可转债未能在转股期内转股，公司则需对未转股的可转债偿付本息，从而增加公司财务费用和生产经营压力。

**2) 摊薄每股收益和净资产收益率的风险。**本次发行完成后，若投资者在转股期内转股，将会在一定程度上摊薄公司的每股收益和净资产收益率，因此公司在转股期内将可能面临每股收益和净资产收益率被摊薄的风险。

**3) 信用评级变化的风险。**在债券存续期内，东方金诚将对本期债券的信用状况进行定期或不定期跟踪评级，并出具跟踪评级报告。定期跟踪评级在债券存续期内每年至少进行一次。

**4) 正股波动风险。**可转债上市后价格受到正股价格影响，正股股价波动会增加可转债投资风险。

## 插图目录

图 1: 主要营收产品构成 .....	5
图 2: 我国再生涤纶化学纤维产能及产量 (万吨) .....	6
图 3: 我国再生涤纶化学纤维开工率 .....	6
图 4: 国际原油 (OPEC) 变动趋势 (美元/桶) .....	6
图 5: 2010-2019 中国非纺织布产量 (万吨) .....	7
图 6: 优彩资源股权结构关系图 .....	8
图 7: 营业收入、营业成本及增长情况 (亿元) .....	8
图 8: 归母净利润、毛利率与净利率变动 (亿元) .....	8
图 9: 费用率情况 (%) .....	9
图 10: 现金流情况 (亿元) .....	9
图 11: 公司近两年 PE-Band (收盘价单位: 元) .....	10

## 表格目录

表 1: 优彩转债发行要素表 .....	3
表 2: 2022 年 1-9 月同业上市公司经营情况比较 .....	9
表 3: 募集资金运用项目 (亿元) .....	11

## 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
行业评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026