

# 供给受限+逆周期需求稳健，长短期逻辑支撑民爆行业拾阶前行

证券分析师：王亮

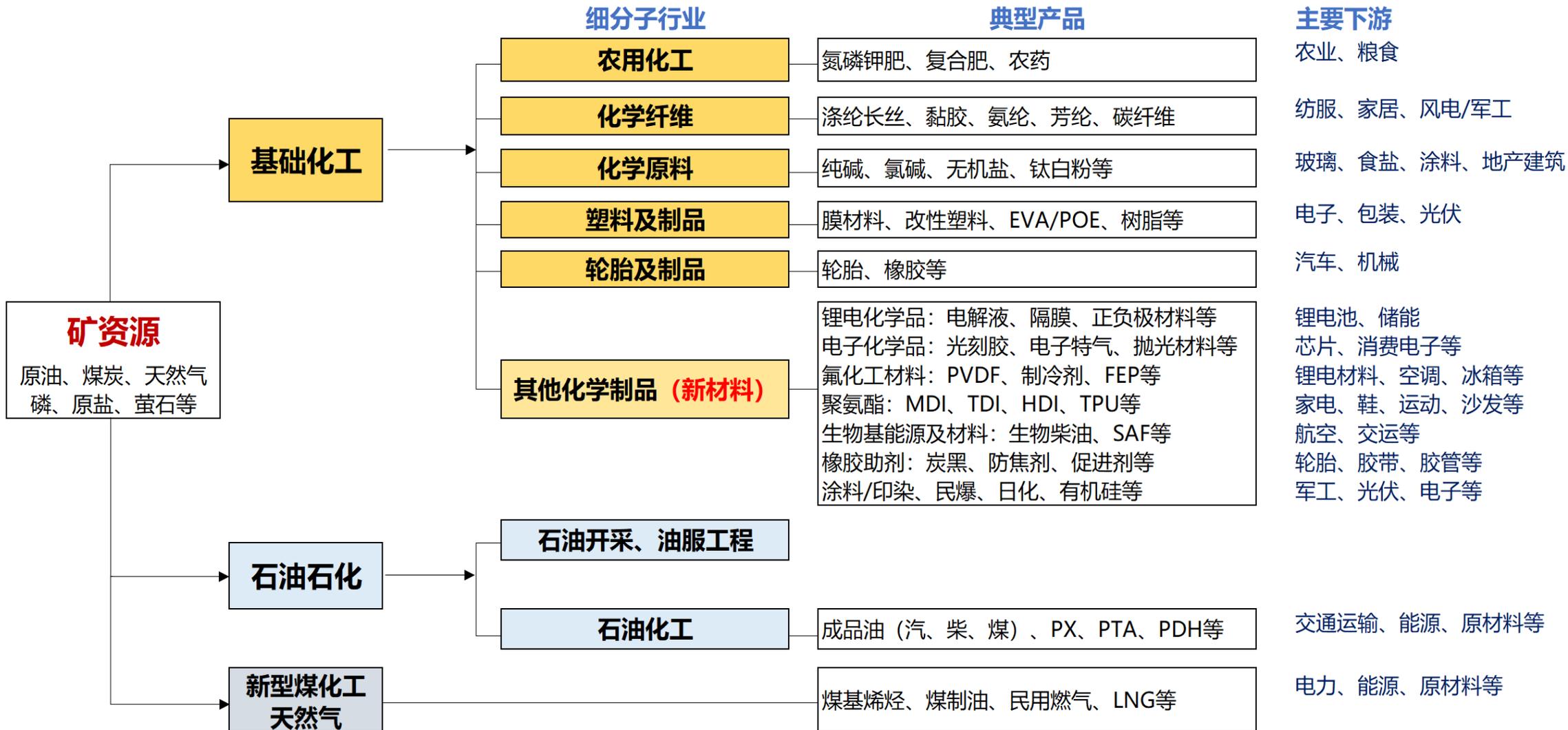
E-MAIL:wangl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522120001

证券分析师：王海涛

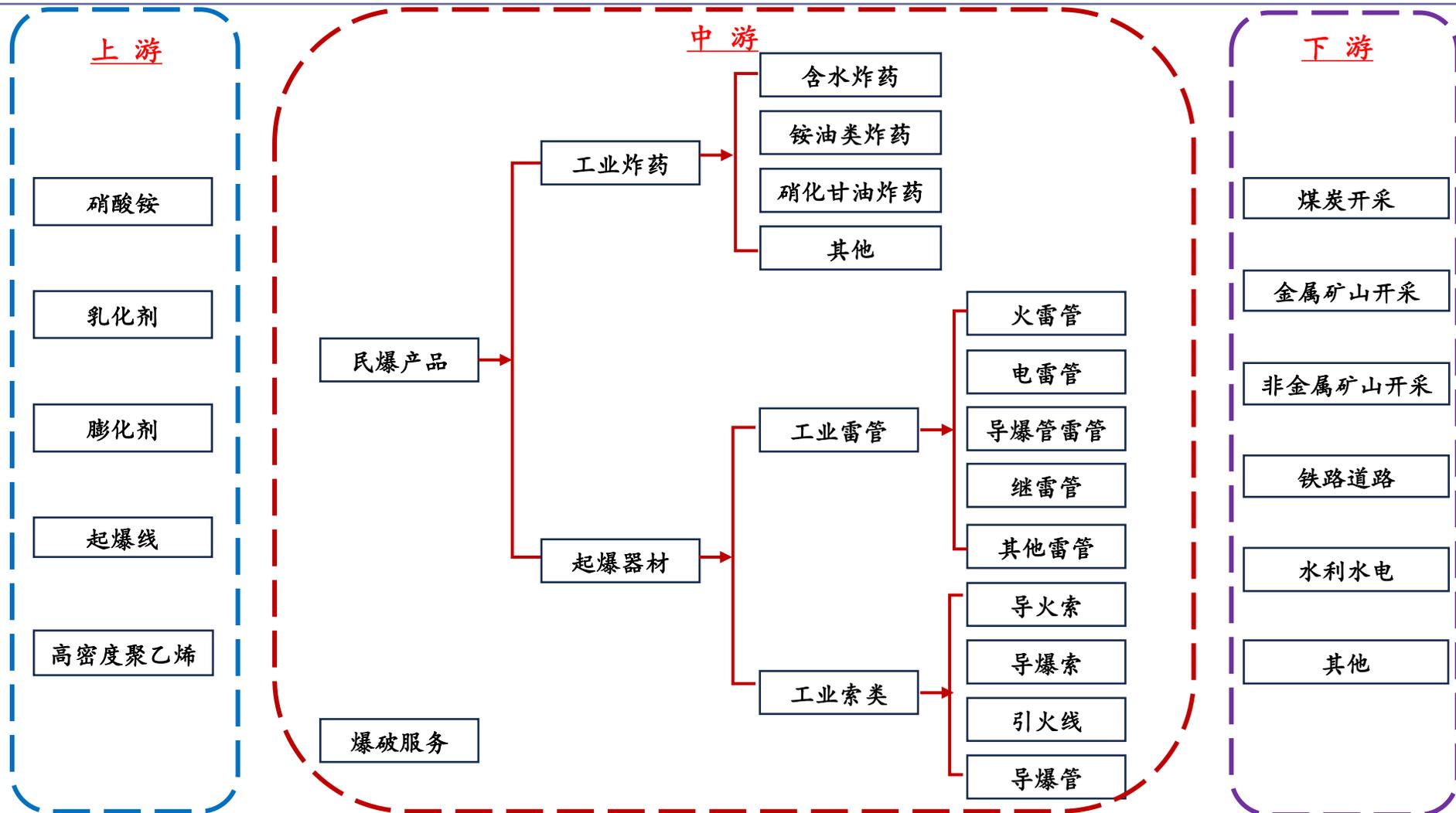
E-MAIL:wanght@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190523010001



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表1：民爆行业产业链



- **民爆行业**，即民用爆破器材和服务行业，被广泛应用于矿山开采、铁路道路建设、水利水电工程与基础设施建设等多个国民经济领域，被称为隐形的国民经济基石。
- **民爆行业基本可分为民爆产品和爆破服务**。民爆产品包括工业炸药、起爆器材；爆破服务是指由具备资质的专业爆破作业单位为民爆物品使用单位提供购买、运输、储存、爆破、清退等一条龙有偿爆破作业服务。

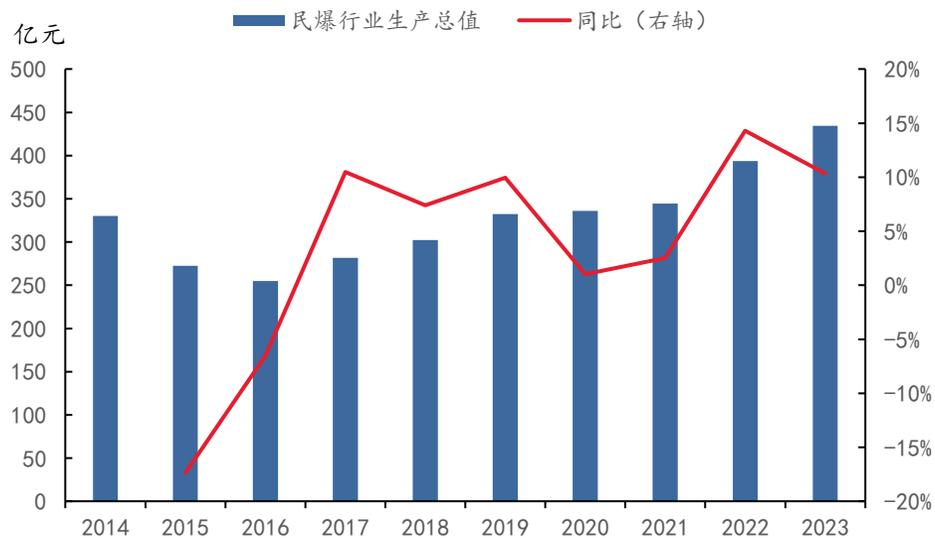
资料来源：公开资料，太平洋证券研究院

I	经营环境改善，民爆行业有望迎来景气周期 .....3
II	短期行业维持较高景气：矿山开采规模平稳+基建投资托底+原材料价格下降.....7
III	中长期趋势利好头部企业：横向并购+纵向民爆服务一体化延伸.....23
IV	投资建议和风险提示 .....26

# 1.1 民爆行业市场平稳增长；西北、西南是重要的生产、消费地区

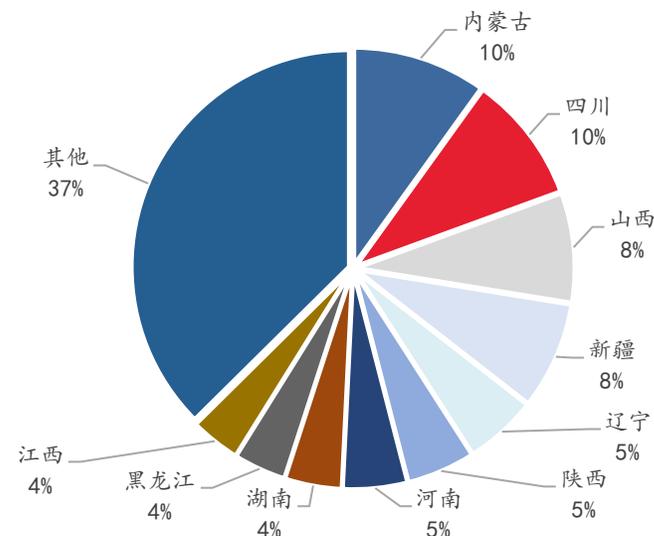
- 我国民爆行业市场规模保持平稳较快增长。根据中爆协数据，行业生产总值从2015年的273亿元增长到2023年的434.3亿元，年均增长约6%。其中，2023年行业生产总值同比增长10.34%。
- 分地区来看，西北、西南等矿产资源较为集中的地区的民爆行业发展较好。内蒙古、四川、陕西、新疆等四个我国传统资源大省合计占民爆市场的接近四成。

图表2：民爆行业生产总值



资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

图表3：民爆行业生产总值分地区情况

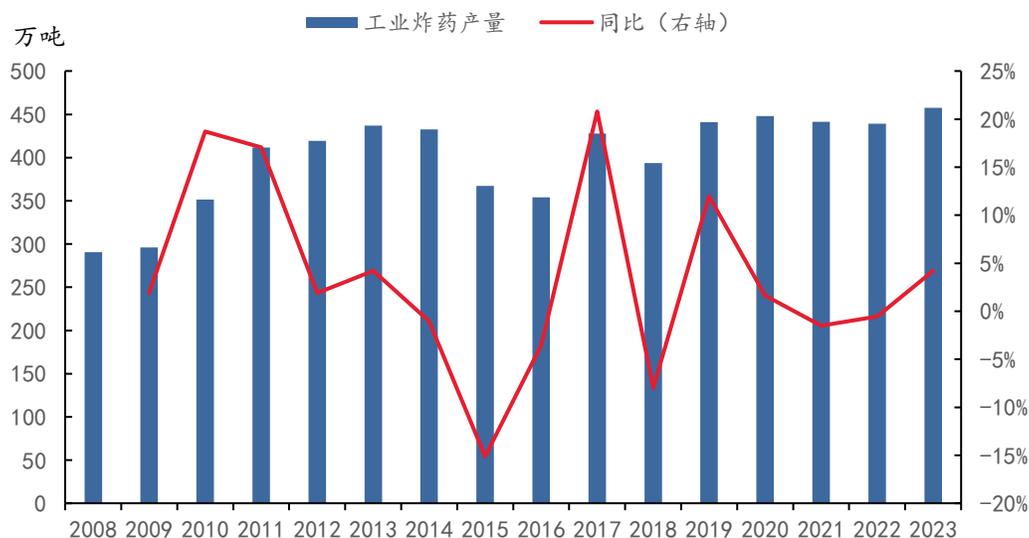


资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

## 1.2 工业炸药产量持稳，工业雷管完成向电子雷管的转换

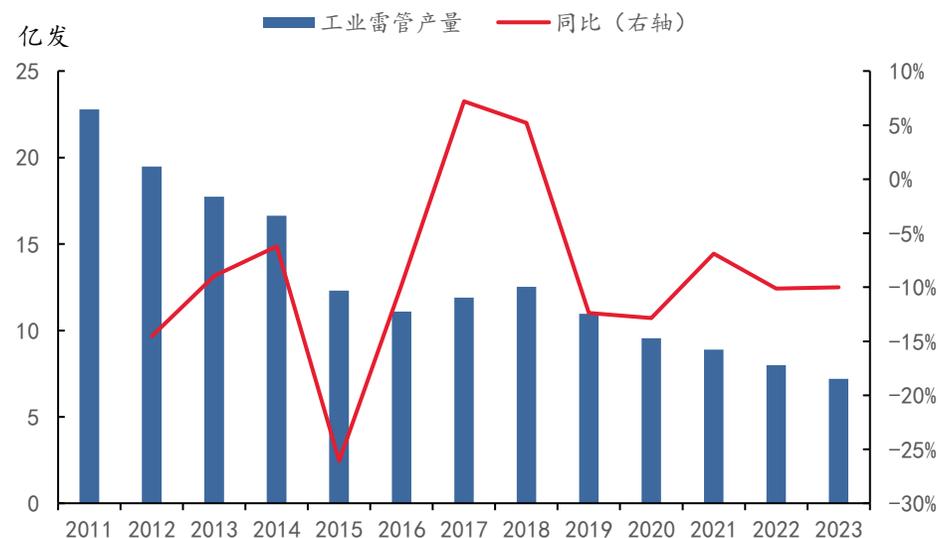
- 当前我国工业炸药的产量总体平稳。根据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，我国工业炸药产能暂按500万吨进行约束，原则上不再新增产能。2023年，我国生产工业炸药457万吨，同比增长4.21%。
- 根据监管部门的要求，2022年我国将传统工业雷管替换升级为电子雷管。2023年，我国电子雷管的渗透率已经达到96%以上，初步实现政策发展目标。受高效电子雷管替代的影响，我国工业雷管的产量逐步下降。

图表4：工业炸药生产情况



资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

图表5：工业雷管生产情况

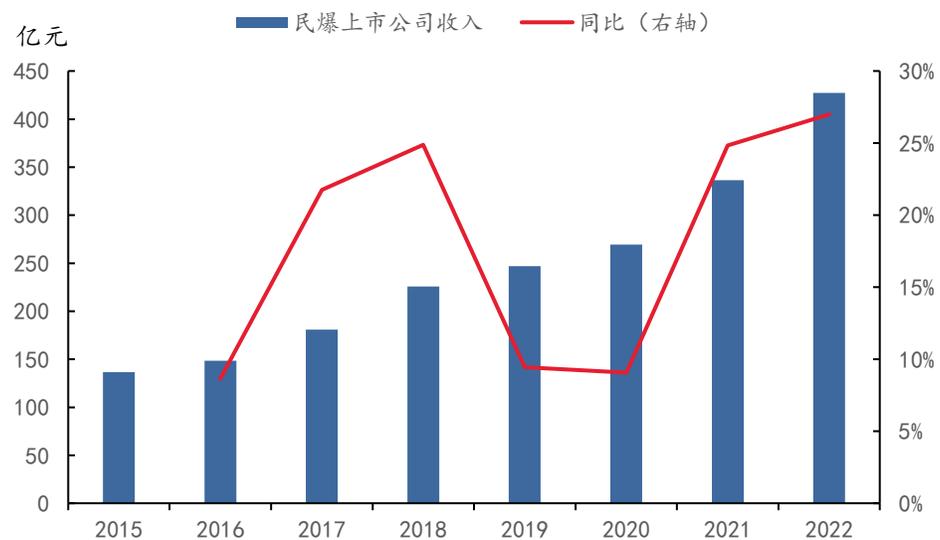


资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

# 1.3 民爆上市公司收入、利润总体维持平稳增长

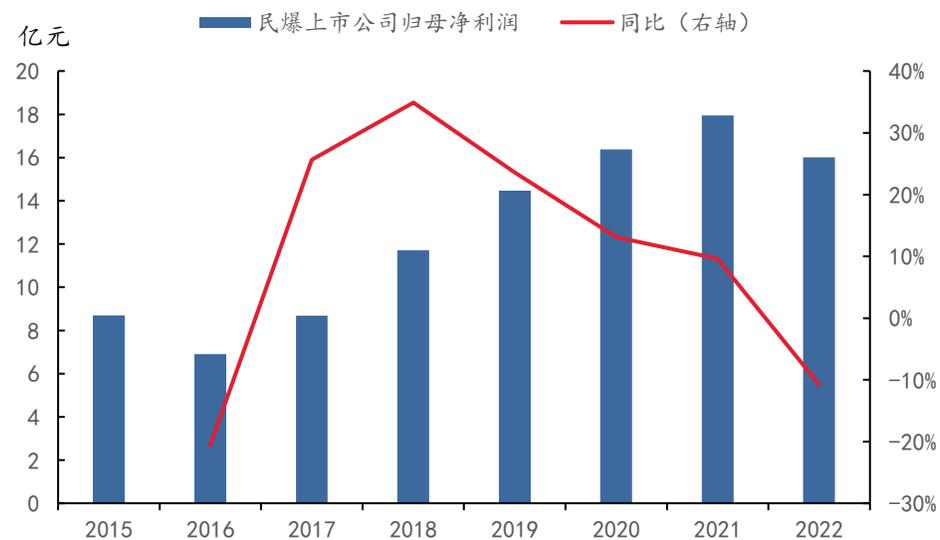
- 截止到2023年末，A股民爆上市公司共有11家。自2015年以来，民爆上市公司收入保持平稳增长。
- 归母净利润亦保持相似趋势。2022年受原材料价格上涨、疫情以及电子雷管替换的政策影响，民爆上市公司的整体利润出现下滑。

图表6：民爆上市公司收入情况



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

图表7：民爆上市公司归母净利润情况

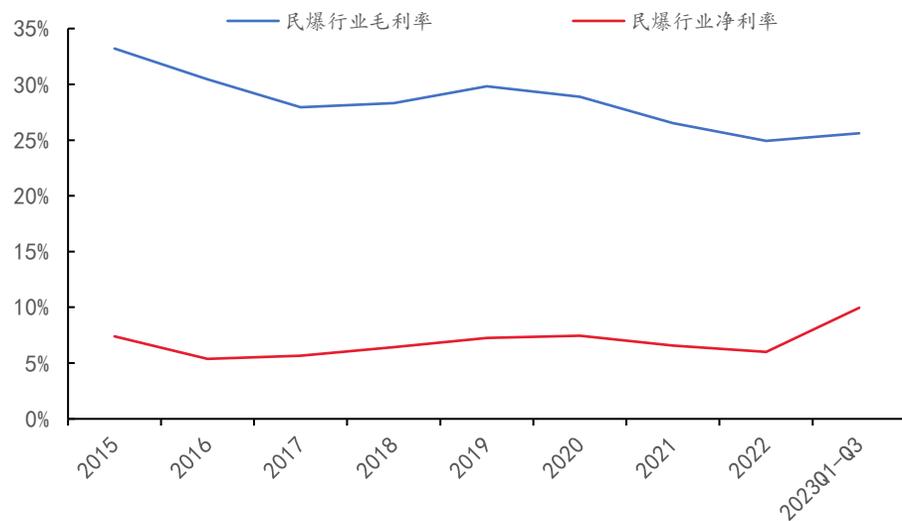


资料来源：ifind，太平洋证券研究院

## 1.4 民爆上市公司2023年盈利能力得到修复

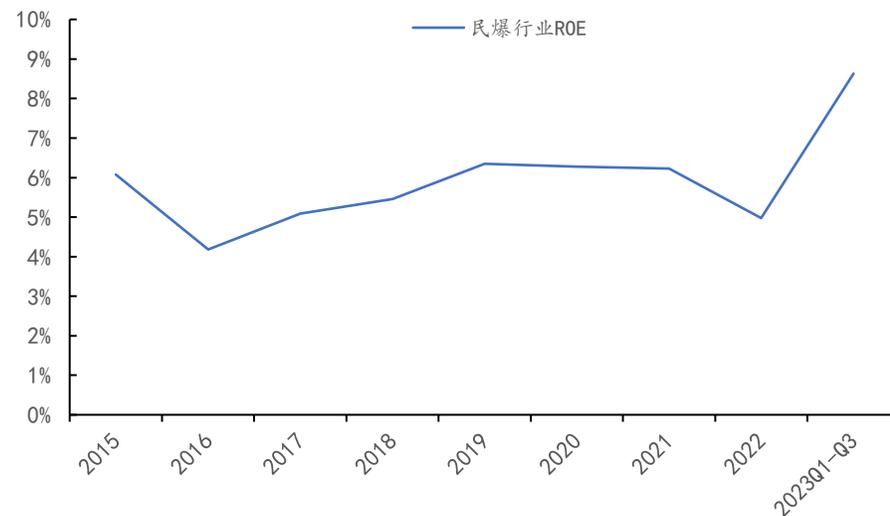
- 民爆上市企业的毛利率、净利率总体稳定，平均分别维持在25%以上和7%附近。
- 2023年以来，受原材料价格回落的影响，民爆上市企业的盈利能力出现较大幅改善，行业净利率、ROE分别创2015年以来的新高。

图表8：民爆上市公司毛利率、净利率情况



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

图表9：民爆上市公司ROE情况



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

## 1.5.1 民爆行业指数行情一：“四万亿投资计划”（2008年11月-2010年12月）

- 2008年美国次贷危机引发全球金融恐慌，国内南方雨雪冰冻灾害和汶川大地震，中国经济出现下滑趋势。
- 2008年11月5日，国常会决定推行4万亿基建刺激政策，同时配合执行了5次降息和3次降准，促进经济平稳增长。从2008年12月到2009年12月，基建投资增速一路高涨，PPI从底部快速反弹。

概括

- 2008年11月5日，国常会确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，“扩大内需十项措施”主要集中在保障性安居工程建设，农村基础设施建设，铁路、公路和机场等重大基础设施建设等领域，到2010年底约需投资4万亿元，刺激力度空前。同时，2007年底开始的地产调控也逐渐转向宽松，央行配合实施了5次降息3次降准。

扩大内需十项举措

- 加快建设保障性安居工程；加快农村基础设施建设；加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设；加快医疗卫生、文化教育事业的发展；加强生态环境建设；加快自主创新和结构调整；加快地震灾区灾后重建各项工作；提高城乡居民收入；在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革，鼓励企业技术改造，减轻企业负担1200亿元；加大金融对经济增长的支持力度。

财政政策

- 主要措施包括增加政府支出、加大“三农”领域的财政支出、采取减税退税和抵免税等多种方式减轻企业与居民等市场主体的税务负担、发行国债以弥补大量财政支出形成的缺口等。

货币政策

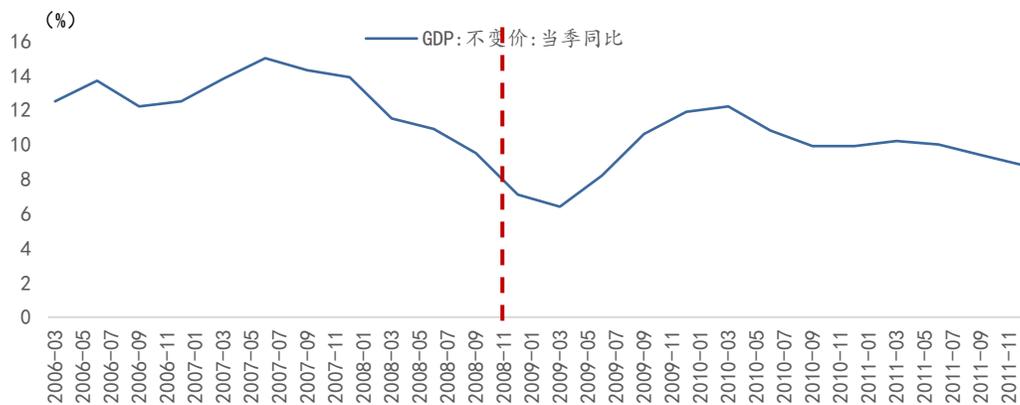
- 2008年9月开始，央行5次下调贷款基准利率及3次下调存款准备金率，其中1年期贷款基准利率由2008年9月16日前的7.47%下调至2008年12月23日后的5.31%，大型金融机构存款准备金率由10月15日之前的17.50%下调至12月25日之后的15.50%。

房地产

- 2007年底开始的地产调控也逐渐转向宽松，2008年10月央行宣布将商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的0.7倍，最低首付款比例亦调整为20%，同时下调个人住房公积金贷款利率，各档次利率分别下调0.27个百分点。

# 1.5.1 民爆行业指数行情一：“四万亿投资计划”（2008年11月-2010年12月）

图表10: GDP走势 (2006.01-2011.12)



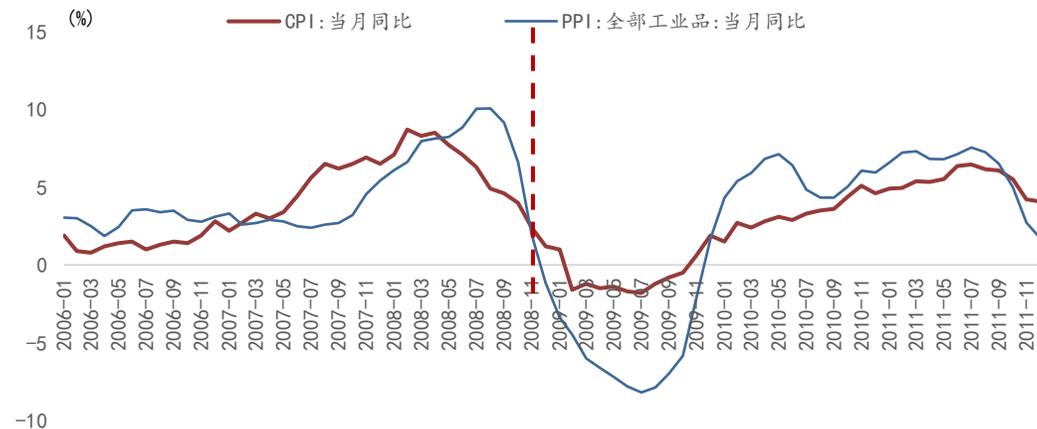
资料来源: ifind, 太平洋证券研究院

图表11: 基础设施建设投资走势 (2006.01-2011.12)



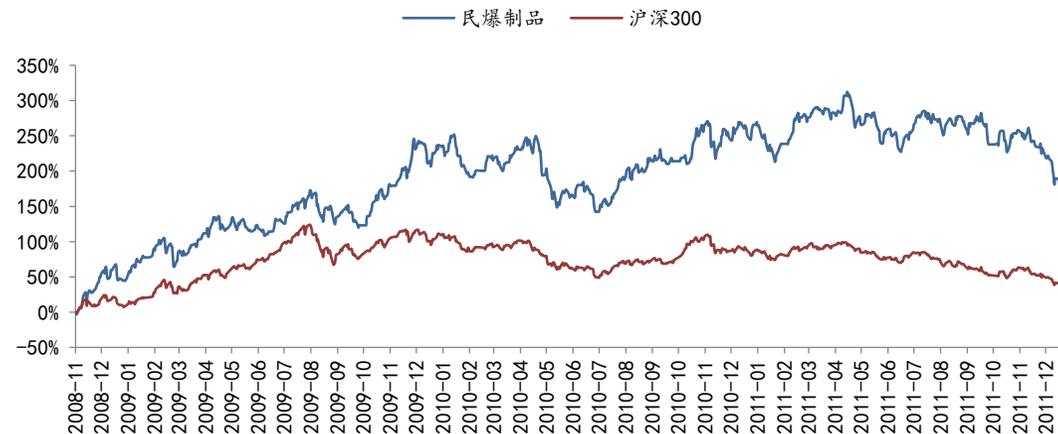
资料来源: ifind, 太平洋证券研究院

图表12: CPI和PPI走势 (2006.01-2011.12)



资料来源: ifind, 太平洋证券研究院

图表13: 民爆制品 (申万) 指数相对大盘走势对比 (2008.11-2011.12)



资料来源: ifind, 太平洋证券研究院

## 1.5.2 民爆行业指数行情二：“基建水平再升级”（2012年4月-2013年12月）

- 2010年后政府出台了一系列政策举措抑制房价过快上涨，央行开始紧缩“银根”。基建投资由于资金需求量大，受政策紧缩冲击较为明显，同比增速下降，甚至低于2008年金融危机时期的低位水平，GDP增速也自2011年下半年降至个位数。
- 2012年政府稳增长措施主要落在加大基建投资上，2012年4月国常会提出要“保持适度的投资规模”、“有序推进‘十二五’规划重大项目按期实施，尽快启动一批事关全局、带动作用强的重大项目”。
- 自2012年3月开始，国内基建投资增速开始明显上升。

概括

总理要求尽快启动  
重大项目

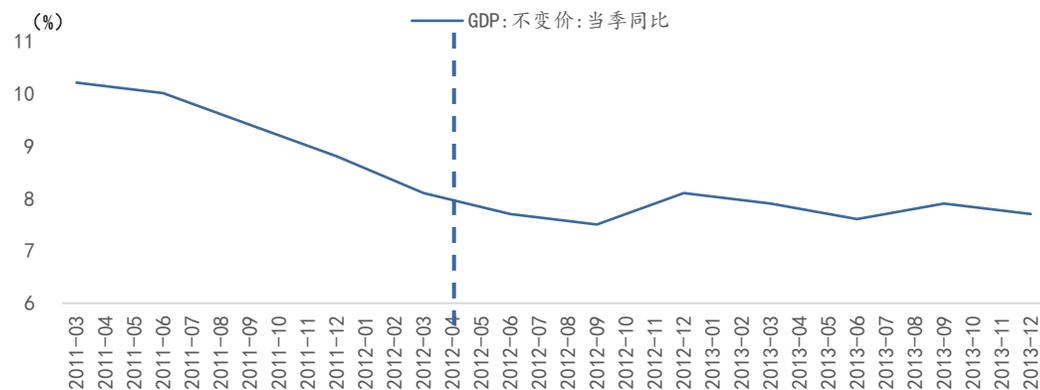
发改委集中批复基  
建项目

中央经济工作会议

- 2011年12月9日中央政治局会议强调2012年要“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，随后在12月12-14日的中央经济工作会议提出2012年的第一任务是稳增长。在稳增长总体目标下，鉴于防止地产泡沫进一步扩大的考虑，2012年政府主导的投资计划更多源于基建投资。
- 2012年4月1日-3日，总理主持召开福建、上海、江苏、浙江四省(市)经济形势座谈会，提出要“保持适度的投资规模”、“有序推进“十二五”规划重大项目按期实施，尽快启动一批事关全局、带动作用强的重大项目”。2012年前4月发改委批准了868个大型基建项目，超过上年同期一倍有余。
- 2012年下半年发改委加快了基建投资审批进程：9月5日批复了25个城市规划项目，9月6日批复了13个公路项目、10个市政类项目、7个港口和航道项目，总投资规模超过一万亿。此外，地方政府也陆续出台基建投资规划，如重庆市规划“十二五”期间将累计投入1.5万亿，建成7大千亿级产业集群和30个百亿级产业集群等。
- 2012年中央经济工作会议提出，要积极稳妥推进城镇化，走集约、智能、绿色、低碳的新型城镇化道路。进一步提升基建投资需求。

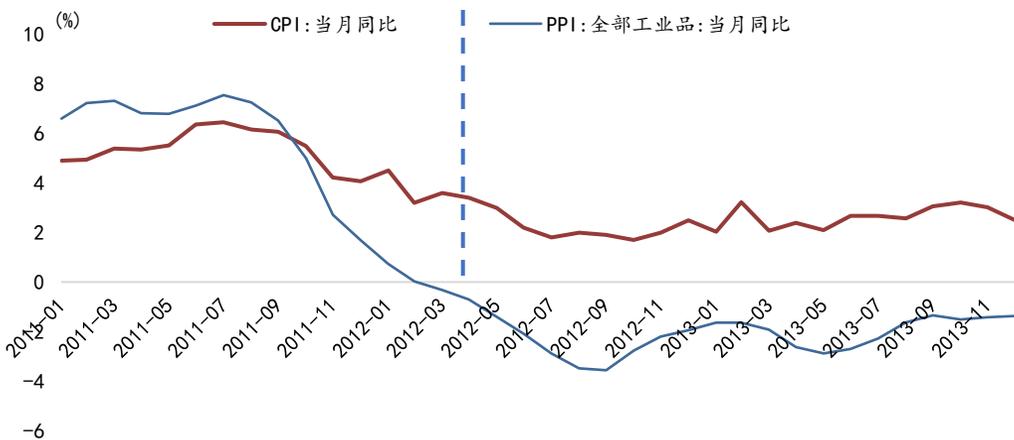
# 1.5.2 民爆行业指数行情二：“基建水平再升级” (2012年4月-2013年12月)

图表14: GDP走势 (2011.02-2013.12)



资料来源: ifind, 太平洋证券研究院

图表16: CPI和PPI走势 (2011.02-2013.12)



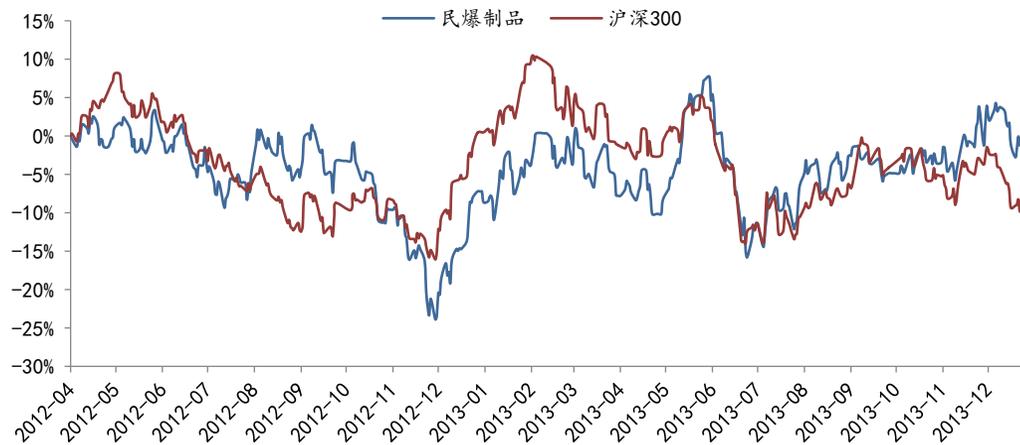
资料来源: ifind, 太平洋证券研究院

图表15: 基础设施建设投资走势 (2011.02-2013.12)



资料来源: ifind, 太平洋证券研究院

图表17: 民爆制品 (申万) 指数相对大盘走势对比 (2012.04-2013.12)



资料来源: ifind, 太平洋证券研究院

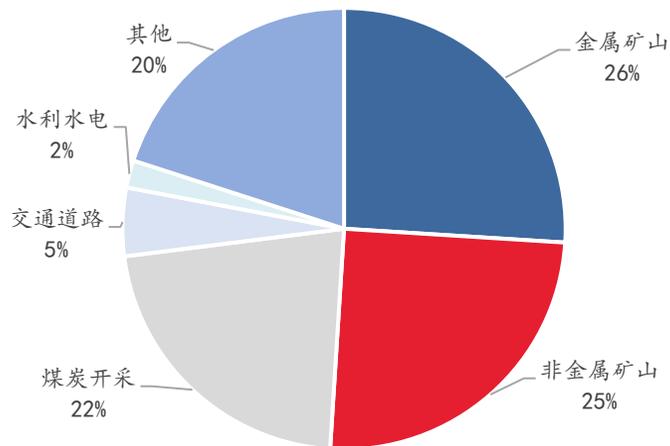
- 我国民爆行业市场规模保持平稳较快增长。根据中爆协数据，民爆行业生产总值已经从2015年的273亿元增长到2023年的434.3亿元，年均增长约6%。
- 截止于2023年末，A股民爆上市公司共有11家。自2015年以来，民爆上市公司总体收入、利润保持平稳增长。
- 2023年以来，受原材料价格回落的影响，民爆上市企业的盈利能力出现较大幅改善，行业净利率、ROE分别创2015年以来的新高。
- 回溯历史，近十五年以来，A股市场曾出现过两次民爆行业指数行情，分别发生在“四万亿投资计划”（2008年11月-2010年12月）和“基建水平再升级”（2012年4月-2013年12月）。

I	经营环境改善，民爆行业有望迎来景气周期 .....	3
II	短期行业维持较高景气：矿山开采规模平稳+基建投资托底+原材料价格下降...	7
III	中长期趋势利好头部企业：横向并购+纵向民爆服务一体化延伸.....	23
IV	投资建议和风险提示 .....	26

## 2.1 煤炭、金属和非金属矿山等重点下游行业的固定资产投资同比回升

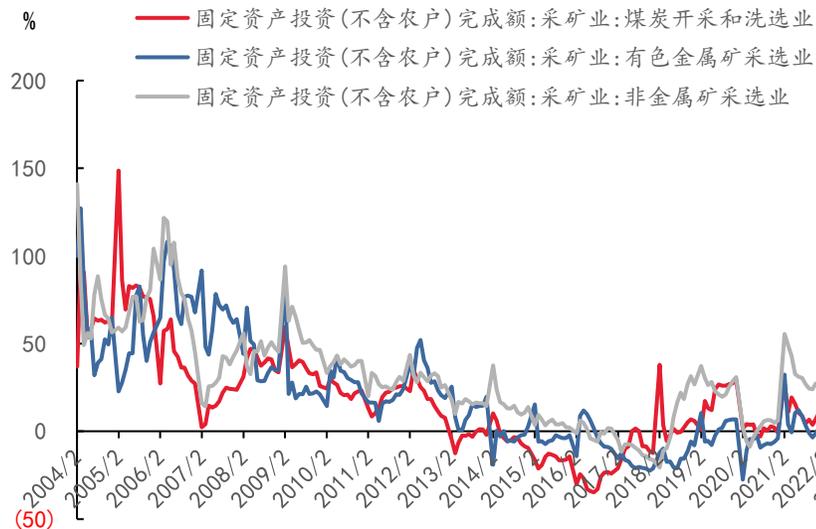
- 根据中国爆破器材行业协会，在2023年全国民爆器材销售流向分布中，用于煤炭、金属和非金属矿山开采的工业炸药消耗量达到总消耗量的70%以上；用于铁路道路、水利水电等基础设施建设方面的工业炸药消耗量约占总消耗量的8.5%。
- 2023年以来，金属采矿业、非金属采矿业、煤炭的行业景气度较高，行业固定资产投资额同比回升，带动民爆需求向好。

图表18：2023年民爆行业下游应用结构



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

图表19：民爆重点下游行业固定资产投资情况

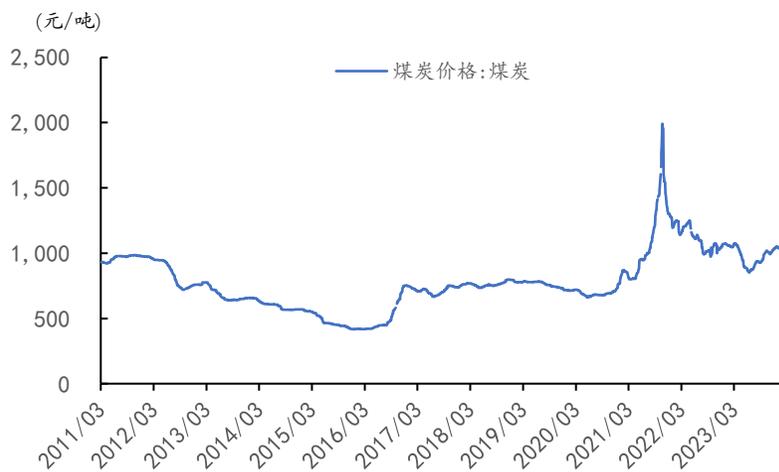


资料来源：ifind，太平洋证券研究院

## 2.1 重点下游应用领域的产品价格处于高位，有利于民爆行业需求向好

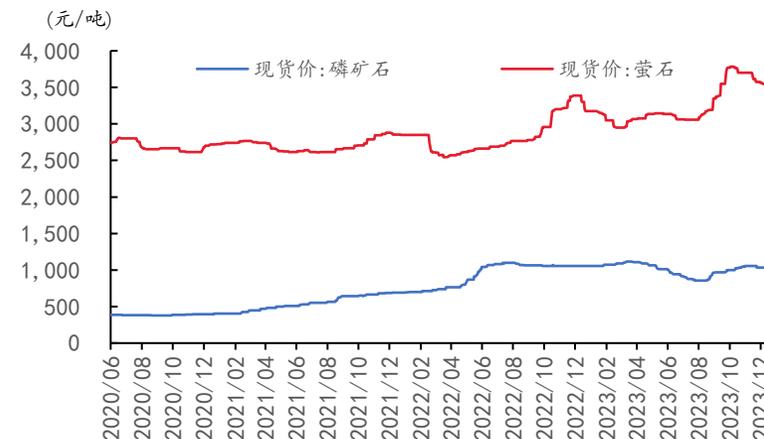
- 非金属矿产品（以磷矿石、萤石为例）、金属矿产品（以铜、铝为例）、煤炭等民爆行业主要下游应用领域的产品价格普遍位于较高水平，相关行业企业的盈利能力较高，对民爆行业来讲具有较好的价格承受力和采购意愿，有利于民爆行业的需求持续向好和盈利能力改善。

图表21：煤炭价格



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

图表20：磷矿石、萤石价格



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

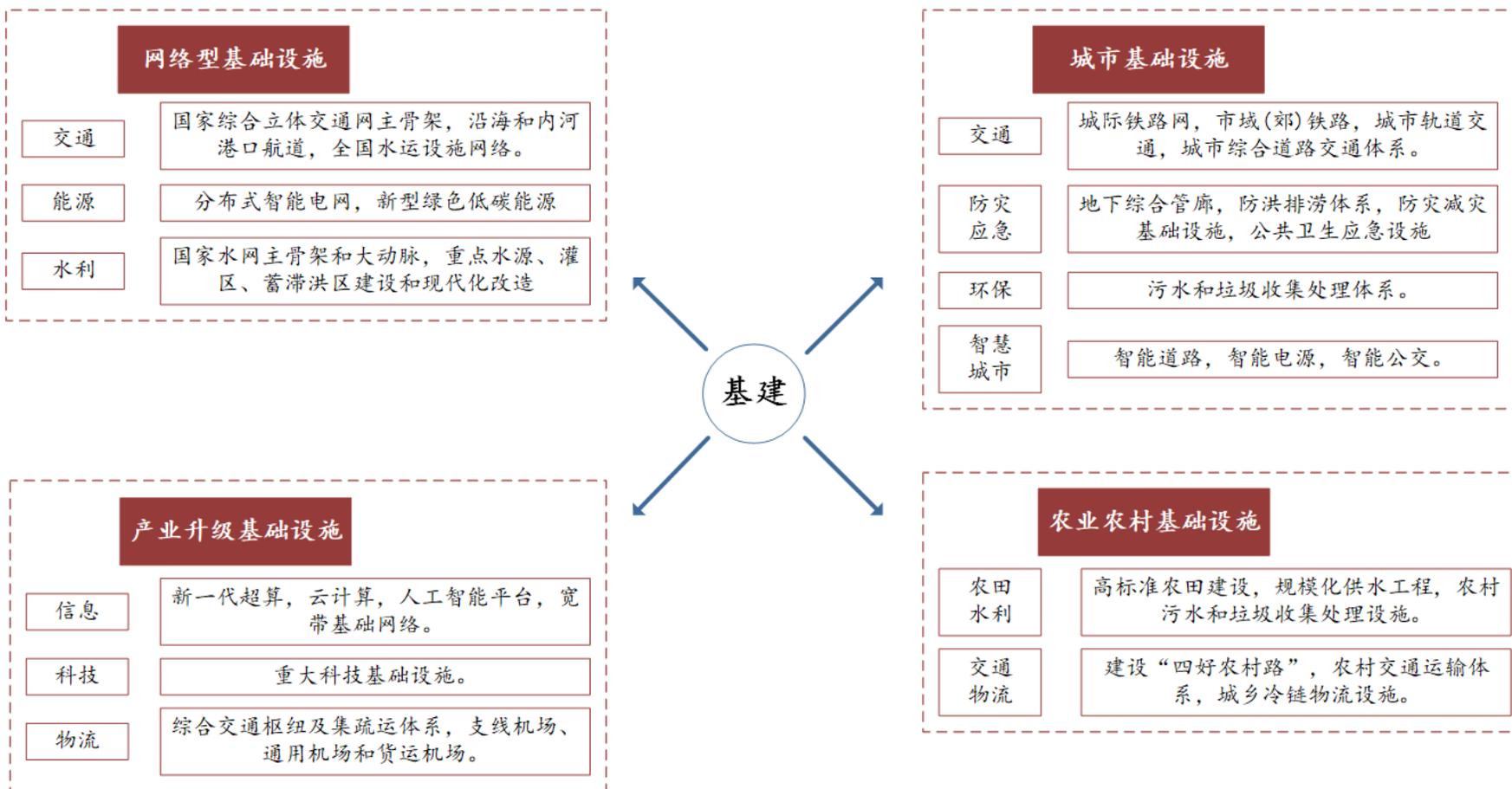
图表22：铜、铝价格



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

## 2.2 水利、交通铁路等基础设施建设投资稳健，逆周期特点显著

图表23：基建重点建设方向



资料来源：中国政府网，太平洋证券研究院

- 从各省“十四五”规划以及年度重大项目投资方向来看，交通、能源、水利、城乡基础设施占比最大。
- 2022年4月26日中财委会议明确，未来基建的四大重点建设方向：网络型基础设施建设、产业升级基础设施建设、城市基础设施建设、农业农村基础设施建设。其中，未来轨道交通和水利水电两个领域将是基建中的重点建设方向。

## 2.2 水利、交通铁路等基础设施建设投资稳健，逆周期特点显著

- 2023年以来，水利、公路水路、铁路等公共基础设施的固定资产投资保持增长，为疫情后我国经济的稳增长提供了重要的支撑，民爆行业间接受益，也显示了民爆行业逆周期需求稳健的行业特点。

图表24: 水利、电力、热力、燃气等行业固定资产投资



资料来源: ifind, 太平洋证券研究院

图表25: 公路水路固定资产投资



资料来源: ifind, 太平洋证券研究院

图表26: 铁路固定资产投资



资料来源: ifind, 太平洋证券研究院

## 2.2 万亿特别国债的发行将扩大水利工程建设投资，民爆行业将间接受益

- 2023年10月24日，人大常委会表决通过，批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案，明确在四季度增发2023年国债1万亿元（简称“万亿特别国债”）。按此测算，2023年财政赤字由3.88万亿元增加至4.88万亿元，财政赤字率由3%提高至3.8%左右。主要投向灾后重建、防洪治理、灾害应急、灌区建设和水土流失治理、城市排水防涝、高标准农田建设等八个重点方向，以水利建设方向为主。
- 万亿特别国债的发行使用，推升了四季度财政支出强度并有望在2024年尽快形成实物工作量，尤其会拉动在水利工程方面的建设，有利于提升民爆行业的下游需求。

图表27：万亿特别国债重点建设方向

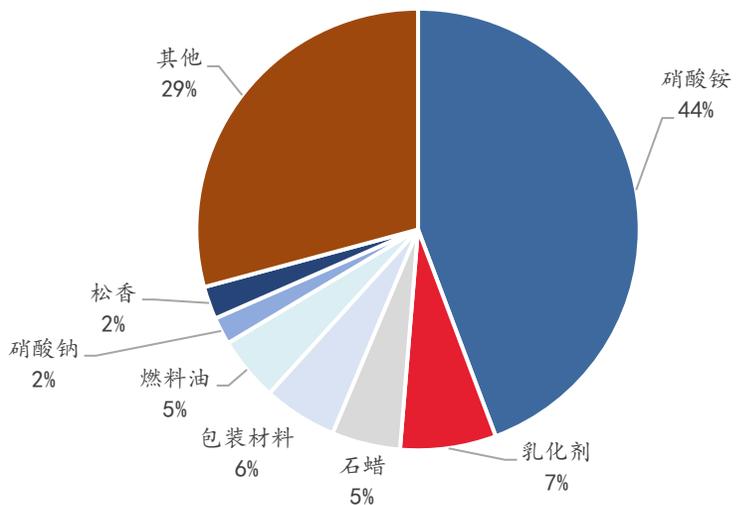
序号	投资建设的重点方向	重点地区
1	灾后恢复重建、提升防灾减灾能力	京津冀为重点的华北地区
2	骨干防洪治理工程	海河、松花江流域等北方地区
3	自然灾害应急能力提升工程	全国范围
4	其他重点防洪工程	全国范围内主要支流、中小河流和山洪沟
5	灌区建设改造和重点水土流失治理工程	灌区、东北黑土区、丹江口水库
6	城市排水防涝能力提升行动	全国范围
7	重点自然灾害综合防治体系建设工程	全国范围
8	高标准农田建设	东北地区和京津冀受灾地区

资料来源：中国政府网，太平洋证券研究院

## 2.3 原材料价格高位回落提升民爆行业的盈利水平

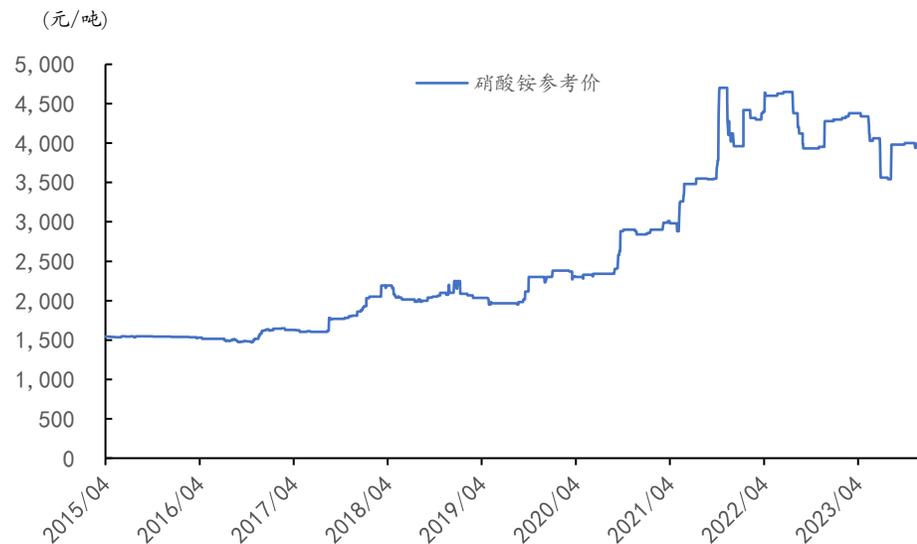
- 在工业炸药的成本构成中，超过40%为硝酸铵，另有石蜡、燃料油、硝酸钠、松香等化工产品。2021年以来的大宗产品价格上涨给民爆行业的盈利带来较大压力。2023年以来，原材料价格从高位回落，逐步改善了民爆企业的盈利水平。

图表28：工业炸药成本构成



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

图表29：硝酸铵价格走势



资料来源：ifind，生意社，太平洋证券研究院

I	经营环境改善，民爆行业有望迎来景气周期.....	3
II	短期行业维持较高景气：矿山开采规模平稳+基建投资托底+原材料价格下降...	7
III	中长期趋势利好头部企业：横向并购+纵向民爆服务一体化延伸.....	23
IV	投资建议和风险提示.....	26

### 3.1 民爆行业的高危属性决定了该行业面临着强监管，经营壁垒极高

- 民爆产品易燃易爆，安全管理事关重大，因此我国对民爆行业有非常严格的监督管理措施。国家及省级行业行政主管部门和公安部对我国民爆企业从生产到销售、储运以及工程施工使用的全周期进行监管，存在生产许可、销售许可和工程认证资质等三重政策壁垒，也促成了行业发展较为明显的区域性特征。

图表30：民爆行业主要监管政策

生产环节	销售环节	爆破环节
1、必须具有《民用爆炸物品生产许可证》	1、调查市场次年需求并与各类下游用户洽谈销售数量并签下合同，销售价格在国家指导价上下15%范围内定价	1、必须具有《爆破作业单位许可证》
2、每年年底提前与客户签订销售合同，并向行业主管部门预测和申请次年生产计划	2、客户须办理《民用爆炸物购买许可证》和《民用爆炸物品运输许可证》	2、公安等相关部门对爆破项目等全程监督管理
3、以销定产，根据客户销售合同提交具体订单执行计划生产环节	3、双证齐备则由公司发货，成交后3日内买卖双方就成交品种和数量向公安机关备案销售环节	
4、如无另行申请补充生产计划，则不得超计划生产	4、产品一经发出，不能退回。在公安部门监督下原地销毁产品	

资料来源：公司公告、百川盈孚、太平洋证券研究院

## 3.2 产业链向下游延伸实现“民爆服务一体化”符合行业发展趋势

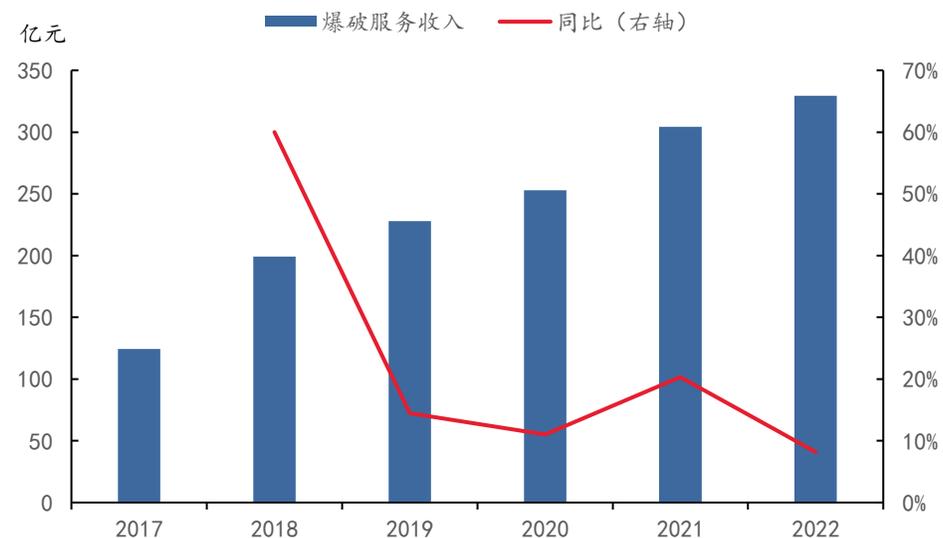
- 借鉴国外经验，结合国内行业现状，我们认为实现“民爆服务一体化”经营模式符合市场需求和民爆行业发展需要。从美国、澳大利亚等国外成熟市场的经验来看，社会对民爆产品的需求将会逐步趋向稳定，依靠产能扩张的发展方式必将在长远发展过程中遭遇瓶颈。为了寻求新增长点，民爆行业逐渐转型去追求产业链延伸、提高业务的附加值，才有可能实现行业和公司的可持续、高质量发展。
- 得益于国家政策的大力推动及市场需求不断增长，爆破市场的服务收入体量持续增长，爆破服务与产品生产的“一体化”模式在我国呈现出较为强劲的发展势头。

图表31：民爆行业对“一体化”发展的主要政策指引

相关政策	主要指引内容
2006年9月1日起实施的《民用爆炸物品安全管理条例》	明确提出鼓励发展民爆物品生产、配送、爆破作业一体化的经营模式
《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》	提出科研、生产、销售、爆破服务一体化的先进发展模式
《民爆行业“十三五”规划》	推动民爆生产、爆破服务与矿产资源开采、基础设施建设等有机衔接，推进生产、销售、爆破作业一体化服务，鼓励民爆企业延伸产业链，完善一体化运行机制，提升一体化运作水平
《民爆行业“十四五”规划》	鼓励民爆企业开展爆破服务业务，积极推动科研、生产、爆破服务一体化，鼓励发展模式创新，促进民爆企业由生产型向生产服务型转变

资料来源：相关政策、太平洋证券研究院

图表32：民爆行业服务收入情况

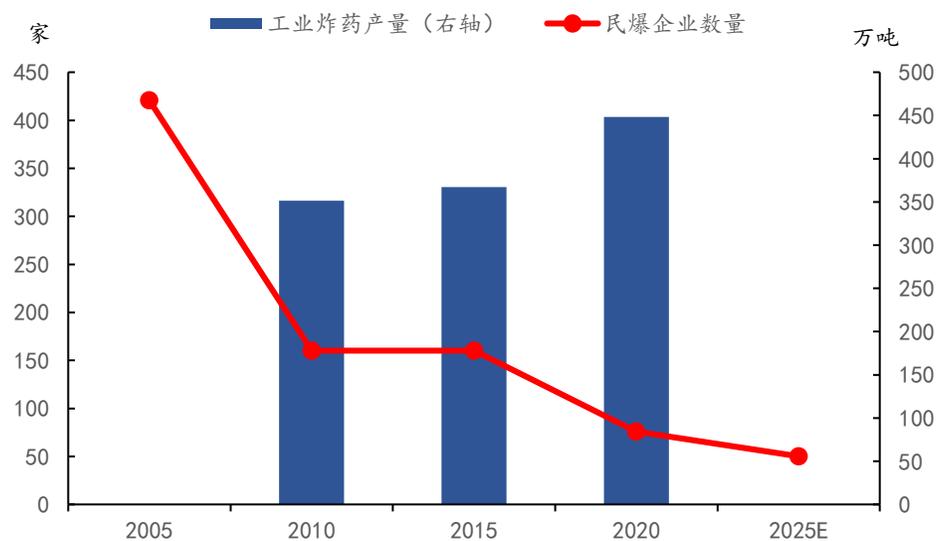


资料来源：中爆协、太平洋证券研究院

### 3.3 行业整合势在必行，龙头企业市占率将持续提升

- 当前，我国民爆行业已经度过了行业发展初期的无序竞争阶段。考虑到民爆行业生产、运营的高危特点，在整体市场需求较为稳健的背景下，行业监管部门希望将行业不断整合，鼓励国内龙头企业做大做强。从行业企业数来看，民爆企业数量已经从2005年的420余家减少到2020年的76家，未来还可能进一步整合并下降。

图表33：民爆行业企业数量



资料来源：历年行业规划，太平洋证券研究院

图表34：主要民爆企业收并购情况（不完全统计）

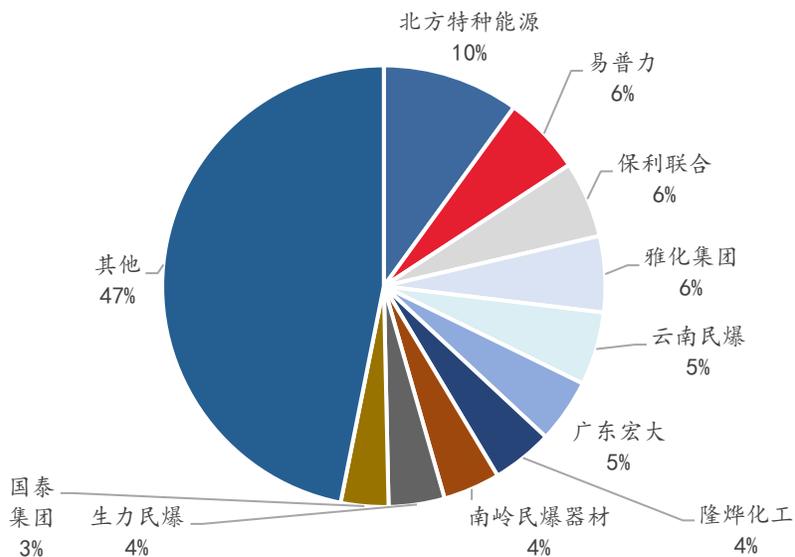
收购方	披露时间	交易标的（民爆生产企业）
凯龙股份	2020/7/31	增资山东天宝化工获40.72%股权
凯龙股份	2020/8/25	收购山东天宝化工18.36%股权
凯龙股份	2016/12/14	吴忠市天力民爆器材专营有限公司85%股权
凯龙股份	2016/12/14	吴忠市安盛民爆有限公司85%股权
抚顺隆烨化工有限公司	2019/12/2	黑龙江盛安51%股权
雅化集团	2011/3/22	内蒙古柯达化工82.4811%股权
雅化集团	2012/7/11	凯达化工79.8102%股权
国泰集团	2018/9/20	江西铜业民爆100%股权
国泰集团	2018/9/20	威源民爆100%股权
金奥博	2018/3/21	天明化工60%股权
南岭民爆	2012/11/1	神斧民爆95.10%股权
南岭民爆	2012/5/15	神斧民爆4.90%股权

资料来源：公司网站、公告，太平洋证券研究院

### 3.3 行业整合势在必行，龙头企业市占率将持续提升

- 《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》提出（下称“发展规划”），未来行业政策将向排名前十位的企业倾斜，以支持优势企业并购重组，目前扩大许可产能的方式仅余重组整合和产能升级置换。《发展规划》提出，到“十四五”末，前10名企业产值占比达60%及以上，民爆生产企业需减少到50家以内，产业集中度持续提高，形成3-5家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业（集团）。
- 受此影响，通过行业并购整合，民爆行业有望形成少数区域龙头，龙头企业的发展速度会显著快于行业平均增速，且竞争优势有望不断保持和强化。

图表35：2022年主要民爆企业市场份额占比



资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

图表36：主要民爆企业产能

公司	工业炸药 (万吨)	在建产能 (万吨)	电子雷管 (万发)	在建产能 (万发)	主要业务地区
江南化工	57.95		3670		西北地区
易普力	52.15	4.7	6450	3900	西南地区、湖南
广东宏大	49.7	1.1	3334		东北地区
保利联合	46.45	1.2	17265	11500	贵州
凯龙股份	18.085		2900		
国泰集团	17.4		2510		江西
雪峰科技	11.75		1890	740	新疆
金奥博	11.5		8522		
同德化工	10.6				山西
壶化股份	6.7		5880		山西
高争民爆	2.2				西藏

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

I	经营环境改善，民爆行业有望迎来景气周期 .....	3
II	短期行业维持较高景气：矿山开采规模平稳+基建投资托底+原材料价格下降 ...	7
III	中长期趋势利好头部企业：横向并购+纵向民爆服务一体化延伸.....	23
IV	投资建议和风险提示.....	26

- 我国民爆行业市场规模保持平稳较快增长。根据中爆协数据，行业生产总值从2015年的273亿元增长到2023年的434.3亿元，年均增长6%。2023年以来，受原材料价格回落的影响，民爆上市企业的盈利能力出现较大幅改善，行业净利率、ROE分别创2015年以来的新高。
- **从中长期的逻辑来看**，民爆产品易燃易爆，安全管理事关重大，因此我国对民爆行业有非常严格的监督管理措施，行业监管部门希望将行业不断整合，鼓励国内龙头企业做大做强。另外，从行业发展规律来看，民爆行业逐渐转型去追求产业链延伸、提高产品的附加值，才有可能实现行业和公司的可持续、高质量发展。因此，民爆行业有望形成少数区域龙头、全产业链龙头，龙头企业的发展速度有望显著快于行业平均增速，且竞争优势有望不断保持甚至强化。
- **从短中期的逻辑来看**，下游应用领域的需求较为旺盛，尤其是矿山开采规模平稳，甲方近期盈利能力较强，采购和作业意愿较为强烈；基建投资托底，尤其是水利工程建设方面投资较多；原材料价格下降有利于改善民爆行业的盈利能力。
- 回溯历史，近十五年以来，曾出现过两次民爆行业民爆行业指数行情，为别是“四万亿投资计划”（2008年11月-2010年12月）和“基建水平再升级”（2012年4月-2013年12月），体现了民爆行业较为明显的逆周期调节的行业发展特点。
- **建议关注**：易普力、国泰集团等。

- 产品价格大幅下跌的风险；
- 原材料市场波动剧烈的风险；
- 下游需求不及预期的风险；
- 安全生产、环保风险

## 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；  
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；  
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

## 公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；  
增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；  
持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；  
减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

## 公司地址

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七号  
上海市浦东南路500号国开行大厦17楼 太平洋证券  
深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904  
广州大道中圣丰广场988号102 太平洋证券

## 研究院

中国北京100044  
北京市西城区北展北街九号  
华远·企业号D座  
投诉电话：95397  
投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

