



## 民爆看新疆，强强联合落雪峰

### 全国民爆需求看新疆，煤化工加强疆煤消纳

区域景气分化明显，新疆区域民爆增速突出，2024 年煤炭大省新疆民爆生产总值同比+24.6%、25Q1 同比+11%。

从煤炭保供基地（2019-2024 年新疆原煤产量 CAGR 达 17.9%）到煤化工高速发展，煤化工项目为疆煤提供消化渠道，逻辑体现为“煤化工→煤矿→民爆”逐级传导。疆煤保障新疆民爆持续增长，“十四五”新疆区域炸药产量增速与疆煤产量增速呈现高相关性。

### 强强联合打造疆内民爆+硝酸铵龙头平台

公司工业炸药产能 11.95 万吨/年，产能全部位于新疆，疆内市占率达 22%。参考全国化布局企业，其新疆区域子公司净利率远高于全国整体。

2024 年 7 月公司控股股东新疆农牧投向广东宏大转让 21% 股权、转让后实控人变更为宏大，25Q1 股权转让完毕、宏大已正式并表雪峰。收购重点关注 2 个方向，①打造“广东+新疆”跨省国资委整合新模式，②宏大实现核心原材料硝酸铵自供。前期公司受制炸药产能新增量偏低、远低于同期新疆区域民爆产量增速，强强联合后有望打开产能瓶颈。

### 能化板块布局天然气化工产业链，疆内硝酸铵竞争格局优

2022 年公司全资收购玉象胡杨，2024 年玉象胡杨营收 28.29 亿元，净利润 3.57 亿元。①硝酸铵：同属民爆产业链，受益煤炭/煤化工产能快速释放，公司是疆内唯一硝酸铵生产企业，受益运费差、竞争格局优势明显。目前公司硝酸铵设计产能 66 万吨、许可产能 81 万吨，2024 年公司硝酸铵产量 44.93 万吨；②尿素及下游产业链：静待价格企稳，目前产能情况为合成氨 40 万吨、尿素 60 万吨、三聚氰胺 11 万吨等。

### 盈利预测、估值和评级

我们看好公司①全国民爆需求看新疆，煤化工加强疆煤消纳，②“广东+新疆”跨省国资委整合新模式，强强联合打造疆内民爆+硝酸铵龙头平台，③疆内唯一硝酸铵生产企业，受益运费差、竞争格局优势明显。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.04、8.69 和 10.11 亿元，现价对应动态 PE 分别为 14x、11x、10x，给以 2025 年 20 倍估值，目标价 12.49 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

### 风险提示

新疆区域煤炭及矿业开采节奏不及预期；收购整合不及预期；重大安全、环保事故风险；尿素/三聚氰胺/复合肥价格继续下行风险。

国金证券研究所

分析师：李阳（执业 S1130524120003）

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

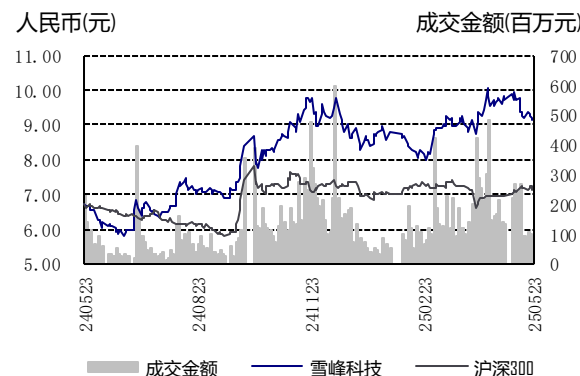
chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：赵铭（执业 S1130524120004）

zhaoming@gjzq.com.cn

市价（人民币）：9.16 元

目标价（人民币）：12.49 元



### 公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,021	6,101	6,276	7,460	8,463
营业收入增长率	1.72%	-13.10%	2.86%	18.88%	13.45%
归母净利润(百万元)	854	668	704	869	1,011
归母净利润增长率	28.20%	-21.69%	5.36%	23.38%	16.30%
摊薄每股收益(元)	0.796	0.624	0.657	0.811	0.943
每股经营性现金流净额	1.02	0.66	1.24	1.08	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.03%	13.62%	13.49%	15.13%	15.91%
P/E	11.50	14.69	13.94	11.30	9.71
P/B	2.19	2.00	1.88	1.71	1.55

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

1 全国民爆需求看新疆，煤化工加强疆煤消纳.....	4
1.1 民爆需求看“西部大开发”，“西部大开发”看新疆、西藏.....	4
1.2 从煤炭保供基地到煤化工高速发展，疆煤保障新疆民爆持续增长.....	4
2 强强联合打造疆内民爆+硝酸铵龙头平台.....	7
2.1 疆内民爆龙头、市占率 22%，新疆区域净利率远高于全国整体.....	7
2.2 强强联合打开产能瓶颈，打造新疆民爆+硝酸铵平台.....	9
3 能化板块布局天然气化工产业链，疆内硝酸铵竞争格局优.....	10
3.1 疆内唯一硝酸铵生产企业，受益运费差、竞争格局优势明显.....	11
3.2 尿素及下游产业链价格承压.....	13
4 盈利预测与投资建议.....	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 投资建议及估值.....	16
风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1： 2024 年 10 个省/直辖市/自治区的民爆生产总值同比正增长.....	4
图表 2： 2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨，同比+18.4%.....	4
图表 3： 2024 年中国原煤产量 47.59 亿吨，同比+2.2%.....	4
图表 4： 2019-2024 年新疆区域民爆生产总值 CAGR 达 22.4%.....	5
图表 5： 2019-2024 年新疆区域工业炸药产量 CAGR 达 20.2%.....	5
图表 6： 2017-2024 年疆煤铁路外运量 CAGR 达 37.1%.....	5
图表 7： 2020-2024 年疆煤公路外运量 CAGR 达 66.2%.....	5
图表 8： 2024 年新疆煤化工领域耗煤量约 9000 万吨，占比 17%.....	6
图表 9： 2017-2024 年新疆煤化工领域煤炭消费量（左侧单位：万吨）.....	6
图表 10： 新疆煤化工项目每万吨煤炭对应投资额测算.....	7
图表 11： 2024 年公司爆破服务收入 22.72 亿元、民爆产品收入 4.88 亿元.....	7
图表 12： 2024 年公司爆破服务+民爆产品收入占比为 45%（左侧单位：亿元）.....	8
图表 13： 2024 年公司爆破服务+民爆产品毛利占比为 58%（左侧单位：亿元）.....	8
图表 14： 民爆上市公司新疆区域收入.....	8
图表 15： 2024 年易普力新疆爆破工程营收 37.83 亿元，净利润 5.09 亿元.....	8
图表 16： 2019-2024 年江南化工子公司新疆天河营收 CAGR 达 14.8%.....	9
图表 17： 2024 年易普力新疆爆破工程营收 37.83 亿元，净利润 5.09 亿元.....	9



图表 18:	2019-2024 年广东宏大西部区域收入 CAGR 达 51.3%.....	9
图表 19:	2024 年江南化工/易普力新疆主体子公司净利率远高于整体净利率.....	9
图表 20:	硝酸铵占工业炸药生产成本的 44.3%.....	10
图表 21:	2019-2024 年公司工业炸药产量新增 2.71 万吨, 2024 年产能利用率打满.....	10
图表 22:	公司天然气化工循环经济产业链主要产品的转化工艺流程图.....	11
图表 23:	2024 年玉象胡杨营收 28.29 亿元, 净利润 3.57 亿元.....	11
图表 24:	煤炭/煤化工产能快速释放, 同样驱动疆内硝酸铵市场高景气.....	12
图表 25:	2024 年公司硝酸铵产量 44.93 万吨, 其中自用量约 10 万吨.....	12
图表 26:	2022-2023 年雪峰科技硝酸铵单价比凯龙股份高 650-800 元/吨.....	13
图表 27:	雪峰科技硝酸铵业务毛利率明显高于凯龙股份.....	13
图表 28:	2023 年公司硝酸铵毛利率为 38.09%, 吨毛利 1000 元.....	13
图表 29:	尿素下游应用领域拆分.....	14
图表 30:	2024 年尿素价格呈现下行趋势.....	14
图表 31:	我国尿素开工率(单位:%).....	14
图表 32:	雪峰科技单季度三聚氰胺销售单价走势.....	15
图表 33:	雪峰科技盈利预测拆分.....	15
图表 34:	可比公司估值比较(市盈率法).....	16



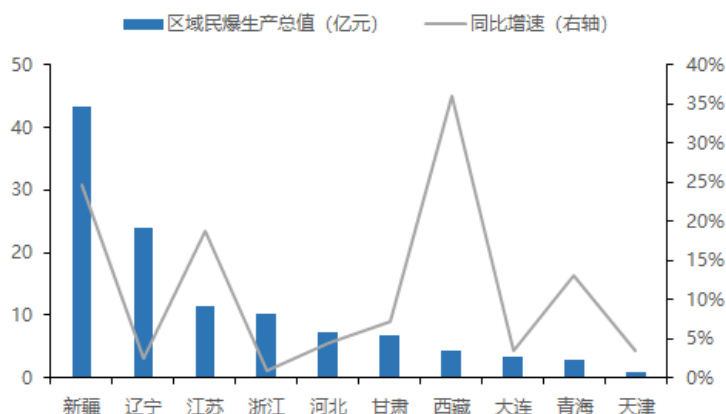
## 1 全国民爆需求看新疆，煤化工加强疆煤消纳

### 1.1 民爆需求看“西部大开发”，“西部大开发”看新疆、西藏

区域景气分化明显，西部区域民爆增速突出，重点区域看新疆、西藏。2024 年民爆行业生产总值为 417.0 亿元、同比-4.5%，西藏（生产总值为 4.3 亿元、同比+36.0%）是民爆行业生产总值同比增速最高的区域，煤炭大省新疆生产总值为 43.3 亿元、同比+24.6%。25Q1 趋势延续，全国区域民爆生产总值同比-1%，而新疆、西藏区域同比增速分别为 11%、18%，背后逻辑为：

- 新疆（煤矿）、西藏（铜矿）区域矿产资源丰富；
- 地区基建落后、“补短板”效应明显；
- “西部大开发”背景下，国家重点矿山及工程投资有意向中西部区域倾斜。

图表1：2024 年 10 个省/直辖市/自治区的民爆生产总值同比正增长



来源：中爆协，国金证券研究所

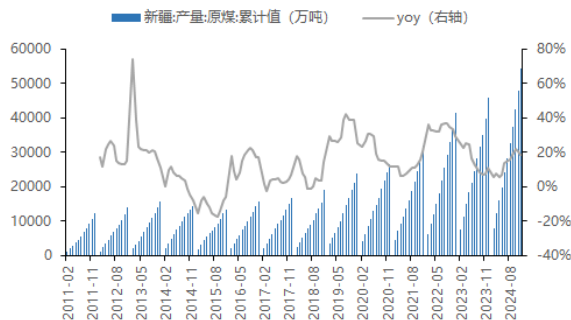
### 1.2 从煤炭保供基地到煤化工高速发展，疆煤保障新疆民爆持续增长

2019-2020 年起疆煤加速开采，2022 年 1 月国家发改委、能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》，明确提及“建设山西、蒙西、蒙东、陕北、新疆五大煤炭供应保障基地”，2022 年 5 月新疆维吾尔自治区印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，明确全面加快推进国家给予新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能，力争 2025 年煤炭产能达到 4.6 亿吨/年以上。同时，我们预计至少在“十五五”期间，煤化工高速发展将继续拉动疆煤增量。新疆作为本轮煤炭行业的重要保供基地：

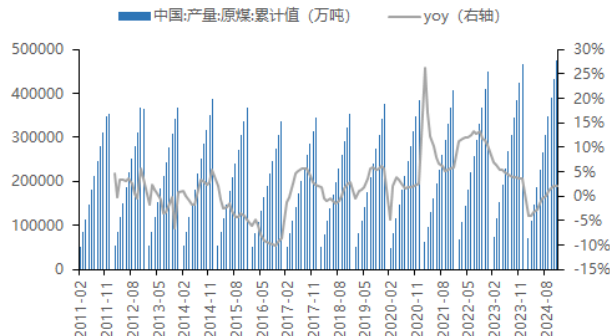
- 2019-2024 年新疆原煤产量 CAGR 达 17.9%，远高于同期全国原煤产量 CAGR 的 4.9%；
- 2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨（已提前达到 2025 年煤炭产能达 4.6 亿吨以上的目标）、同比+18.4%，同期全国原煤产量 47.59 亿吨、同比+2.2%。

图表2：2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨，同比+18.4%

图表3：2024 年中国原煤产量 47.59 亿吨，同比+2.2%



来源：wind，国金证券研究所



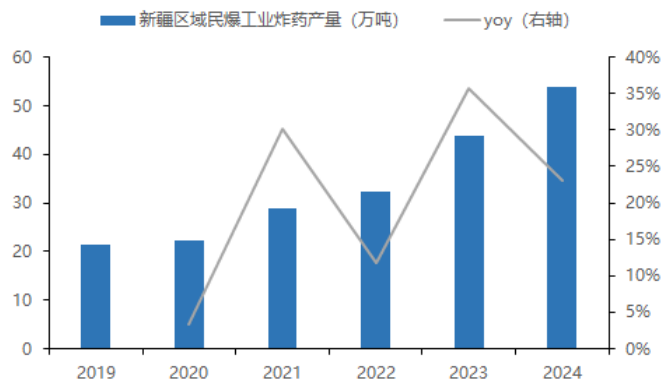
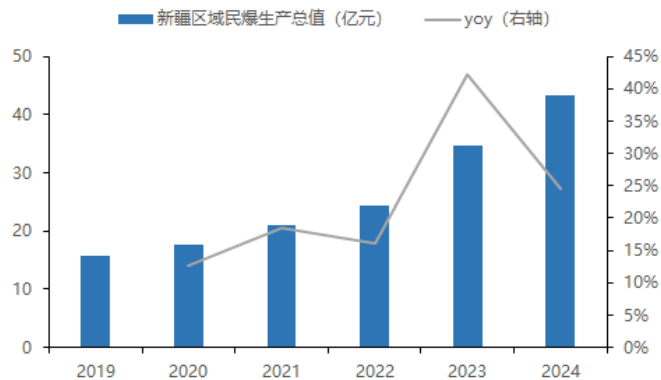
来源：wind，国金证券研究所



受益煤炭产能快速释放，新疆民爆市场步入高速发展阶段，“十四五”新疆区域炸药产量增速与疆煤产量增速呈现高相关性。2019-2024 年新疆区域民爆生产总值 CAGR 达 22.4%，同期全国民爆生产总值 CAGR 为 4.6%，2019-2024 年新疆区域工业炸药产量 CAGR 达 20.2%，同期全国民爆生产总值 CAGR 为 0.4%。截至 2024 年末，新疆区域民爆生产总值排名全国第一、工业炸药产量排名全国第二。

图表4：2019-2024 年新疆区域民爆生产总值 CAGR 达 22.4%

图表5：2019-2024 年新疆区域工业炸药产量 CAGR 达 20.2%



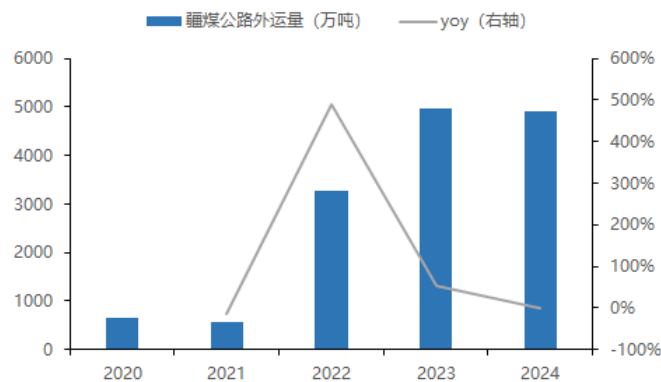
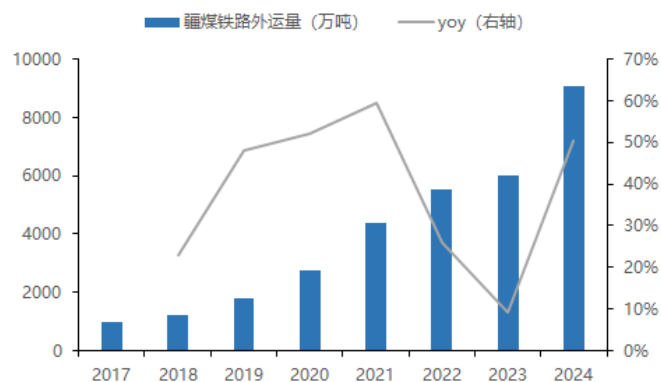
来源：民爆协，国金证券研究所

来源：民爆协，国金证券研究所

根据自然资源部发布的《2022 年全国矿产资源储量统计表》，截至 2022 年底，我国煤炭储量 2070.12 亿吨，其中，新疆地区储量达 342 亿吨、占比 17%，是我国第三大煤炭资源储藏地，具有埋藏浅、地质构造简单、开发条件良好、开采成本低等优势，开发潜力巨大。2021-2023 年疆煤产量高增，更多体现其作为我国新煤炭保供基地的逻辑，例如①2017 年前新疆煤炭铁路外运量基本保持在 1000-1500 万吨，随着“一主两翼”铁路通道持续扩能，2020 年后煤炭铁路外运量明显增长，2024 年疆煤铁路外运量已达 9060 万吨、同比+50.4%，2017-2024 年疆煤铁路外运量 CAGR 达 37.1%；②公路外运同样快速扩容，2024 年疆煤公路外运量达 4900 万吨，2020-2024 年疆煤公路外运量 CAGR 达 66.2%

图表6：2017-2024 年疆煤铁路外运量 CAGR 达 37.1%

图表7：2020-2024 年疆煤公路外运量 CAGR 达 66.2%



来源：“新疆发布”、“新疆煤炭交易中心”微信公众号，国金证券研究所

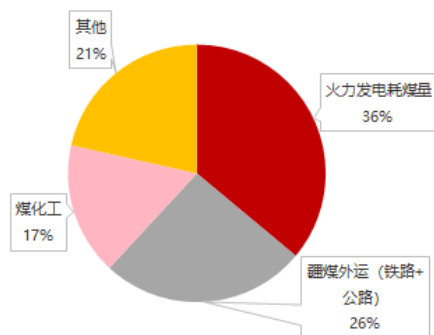
来源：“新疆煤炭交易中心”微信公众号，国金证券研究所

前期疆煤扩容更多用于火力发电+疆煤外运，2024 年新疆区域火力发电耗煤量占整体比重 36%、疆煤外运（铁路+公路）占 26%，而煤化工领域耗煤量约 9000 万吨，占比仅 17%。疆煤优势在于坑口成本较低，劣势为运距较长、运输成本较高。当前“天时地利人和”皆备，新疆作为煤炭资源大省、成本优势显著，水资源、运输问题逐步改善，同时煤炭及煤化工是新疆优势产业，“十大产业集群”中位列前位，我们预计疆煤扩容驱动力将从新煤炭保供基地逐步转变为煤化工高速发展带动。





图表8：2024 年新疆煤化工领域耗煤量约 9000 万吨，占比 17%



图表9：2017-2024 年新疆煤化工领域煤炭消费量（左侧单位：万吨）



来源：“新疆煤炭交易中心”微信公众号，国金证券研究所

来源：“新疆煤炭交易中心”微信公众号，国金证券研究所

民爆上游主要为矿山开采、新疆区域主要为煤矿，而煤化工项目为疆煤提供消化渠道，逻辑体现为“煤化工→煤矿→民爆”逐级传导。我们测算，不考虑疆煤外运、煤电以及其他领域增量，仅考虑目前规划投资的煤化工项目，有望新增煤炭耗用量约 2.02 亿吨：

（详细测算请参考我们外发报告《建材建筑行业研究：新疆煤化工，顺风启航》）

- 选取 3 个煤制气、2 个煤制油、1 个煤制烯烃项目，6 个项目合计投资额 2010 亿元、合计耗用 6411 万吨煤炭，对应每万吨煤炭对应投资额约 3135 万元。我们在已外发报告《建材建筑行业研究：新疆煤化工，顺风启航》中统计，仅考虑煤制气+煤制油+煤制甲醇+煤制烯烃项目，新疆煤化工合计投资额可达 6318 亿元，则对应新增煤炭耗用量约 2.02 亿吨；
- 2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨，仅考虑新疆煤化工项目，假设以上 2.06 亿吨煤矿项目按照 3-4 年时间建设（上游煤矿项目一般需提前建设，因此建设周期可能比煤化工更短）、同时满产释放，则对应 2027-2028 年新疆原煤产量有望达到 7.47 亿吨。实际煤矿增量预计将更高，因为除煤化工外，疆煤还有外运、发电等其他消化渠道，随着铁路通道继续扩能，疆煤外运增量可期；
- 2024 年新疆原煤产量 5.41 亿吨、对应区域内民爆工业炸药产量 53.93 万吨，假设 2027-2028 年新疆原煤产量达到 7.47 亿吨、同时炸药产量同比例扩容，则 2027--2028 年新疆区域内民爆工业炸药产量有望达 74.47 万吨。



图表10：新疆煤化工项目每万吨煤炭对应投资额测算

对应投资企业	项目	所在区域	投资额（亿元）	配套煤矿	每万吨煤炭对应投资额（万元）
国家能源集团	国家能源集团新疆能源有限责任公司 40 亿立方米/年煤制天然气项目（一期 20 亿立方米，对应 167.9 亿投资额）	准东	250	年就地转化原煤量 1612 万吨/年	1553
中国华能集团	中国华能新疆准东公司 40 亿立方米煤制天然气项目（一期 20 亿立方米）	准东	260	准东大井矿区六号井 1000 万吨/年矿井配套项目	2600
中煤集团	中煤集团条湖 40 亿方/年煤制天然气项目	哈密	320	中煤条湖一号井工矿，设计消纳原煤 1000 万吨/年	3200
国家能源集团	国家能源集团新疆哈密能源化工有限公司负责建设的哈密能源集成创新基地项目（一阶段煤制油工程）	哈密	567	建设年产 1500 万吨岔哈泉一号露天矿配套煤矿	3780
内蒙古伊泰集团	伊泰伊犁能源有限公司 100 万吨/年煤制油示范项目	伊犁	183	伊泰伊犁矿业有限公司年产 450 万吨煤矿项目于 2023 年 3 月开工建设，2025 年将建成达产	4067
伊吾疆纳新能源	伊吾疆纳新能源有限公司风光多能互补制绿色低碳高值煤基化学品新材料项目	哈密	430	原煤及燃煤需求总量约为 849 万吨	5059
合计			2010	6411 万吨	3135

来源：兵团第十三师官网，煤化工信息网，“新疆发展改革委”、“石油和化工园区”、“煤炭深加工现代煤化工”、“化化网煤化工”等微信公众号，国金证券研究所

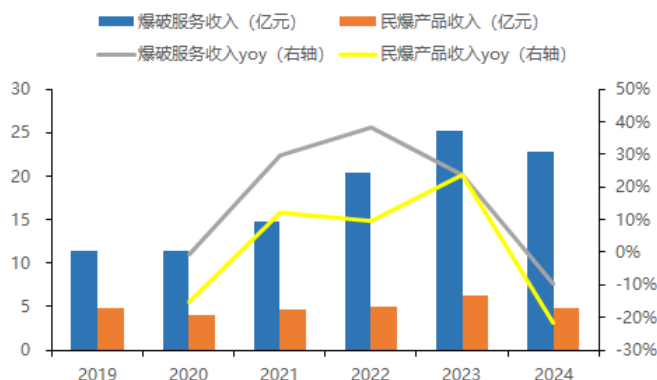
## 2 强强联合打造疆内民爆+硝酸铵龙头平台

### 2.1 疆内民爆龙头、市占率 22%，新疆区域净利率远高于全国整体

雪峰科技民爆业务以工程爆破一体化服务为核心，业务涵盖工业炸药、雷管、索类的“产、运、销”和工程爆破的“钻、爆、挖、运”，目前工业炸药产能 11.95 万吨/年、电子雷管产能 1890 万发/年，产能全部位于新疆。

2024 年公司爆破服务收入 22.72 亿元、民爆产品收入 4.88 亿元，近 5 年公司民爆业务收入增速主要来自于爆破服务（2019-2024 年爆破服务收入 CAGR 为 14.8%、民爆产品收入 CAGR 为 0.2%）。

图表11：2024 年公司爆破服务收入 22.72 亿元、民爆产品收入 4.88 亿元

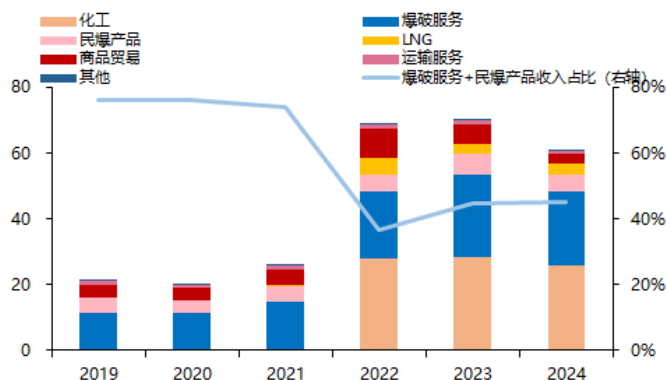


来源：wind，国金证券研究所

收入及毛利占比角度：2022 年前公司爆破服务+民爆产品收入占比在 70-80%、毛利占比在 80-90%；2022 年公司收购玉象胡杨，聚焦“民爆+能化”双主业发展，2022 年公司爆破服务+民爆产品收入占比降至 37%、毛利占比降至 31%；随着玉象胡杨化工产品尿素、三聚氰胺等降价，而民爆业务收入/利润率相对保持稳定，2024 年爆破服务+民爆产品收入占比提升至 45%、毛利占比降至 58%。

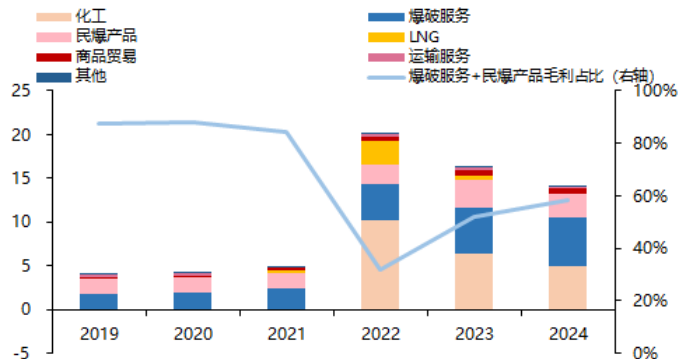


图表12：2024 年公司爆破服务+民爆产品收入占比为 45%  
(左侧单位：亿元)



来源：wind，国金证券研究所

图表13：2024 年公司爆破服务+民爆产品毛利占比为 58%  
(左侧单位：亿元)



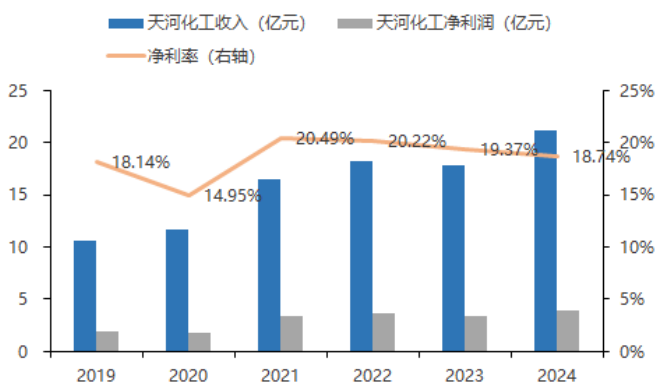
来源：wind，国金证券研究所

炸药产量角度，2024 年公司工业炸药产销量 11.95 万吨，其中包装炸药产销量 4.80 万吨、混装炸药 7.15 万吨。2024 年新疆区域工业炸药产量 53.93 万吨，公司疆内市占率达 22.2%。

除公司外，疆内有民爆产能布局的公司包括江南化工、易普力、广东宏大、凯龙股份等，参考全国化布局的江南化工+易普力新疆子公司报表，其新疆区域净利率远高于全国整体净利率：

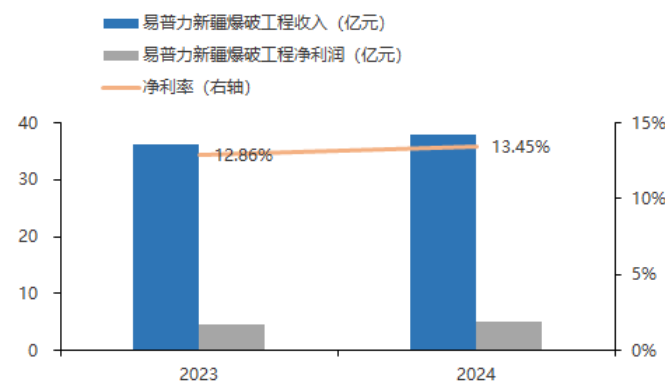
- 江南化工，子公司新疆天河、北方爆破、红旗民爆集团在新疆地区均有产能及业务布局，截至 2024 年末，江南化工在新疆区域拥有工业炸药产能 20.75 万吨，且以混装产能为主。新疆业务主体新疆天河 2024 年营收 21.19 亿元，净利润 3.97 亿元，2019-2024 年新疆天河营收 CAGR 达 14.8%，新疆天河净利率 18.74%、远高于江南化工整体净利率 11.94%；
- 易普力，子公司易普力新疆爆破工程 2024 年营收 37.83 亿元、同比+5%，净利润 5.09 亿元、同比+10%，易普力新疆爆破工程净利率 13.45%、远高于易普力整体净利率 8.92%；
- 广东宏大，闲置/收购产能转移至富矿区域新疆，2023-2024 年广东宏大新疆市场营收同比分别为 177%、96%，2024 年西北区域收入达 26.88 亿元、同比+42.7%，2019-2024 年广东宏大西北区域收入 CAGR 达 51.3%；
- 凯龙股份，收购山东天宝后、新疆民爆产能从并购时的 1.4 万吨增加到目前的 6.01 万吨。

图表14：民爆上市公司新疆区域收入



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表15：2024 年易普力新疆爆破工程营收 37.83 亿元，净利润 5.09 亿元

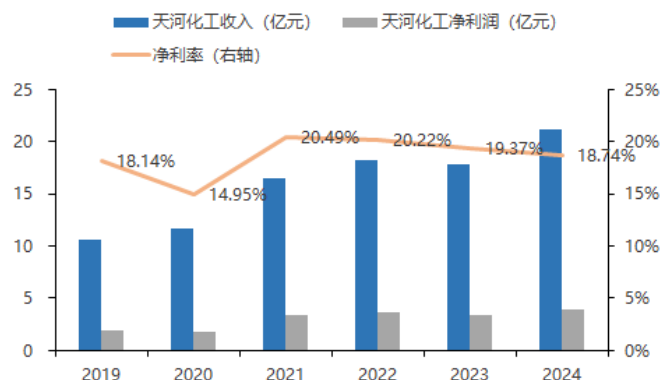


来源：各公司公告，国金证券研究所



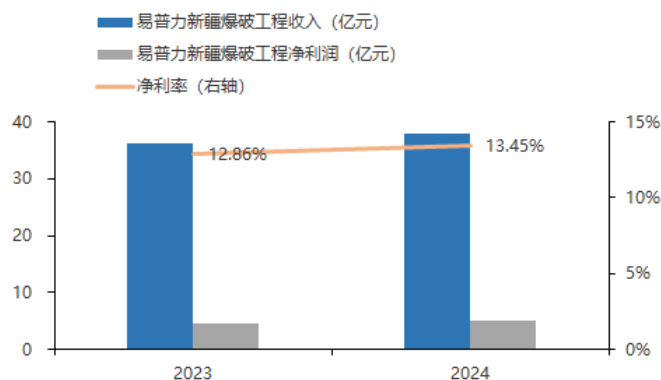


图表16：2019-2024 年江南化工子公司新疆天河营收 CAGR 达 14.8%



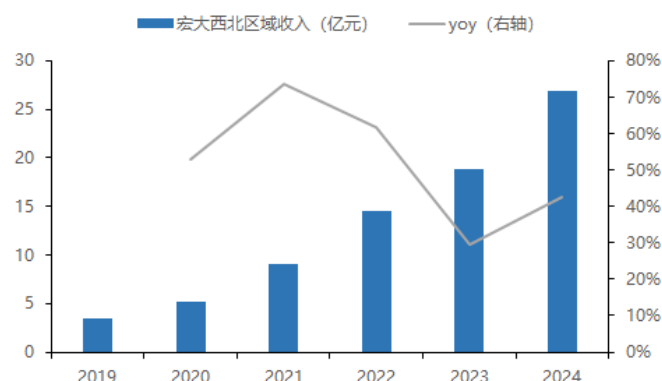
来源：江南化工公司公告，国金证券研究所

图表17：2024 年易普力新疆爆破工程营收 37.83 亿元，净利润 5.09 亿元



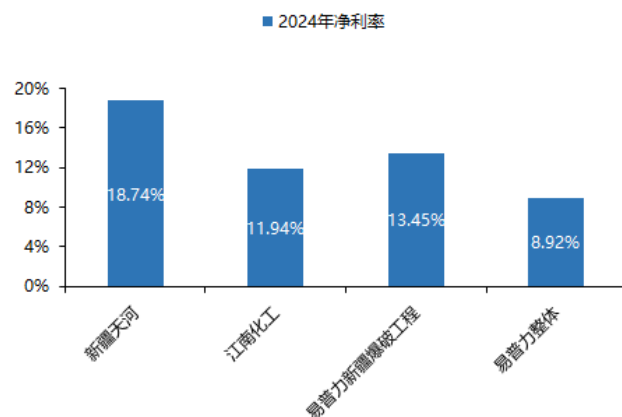
来源：易普力公司公告，国金证券研究所

图表18：2019-2024 年广东宏大西部区域收入 CAGR 达 51.3%



来源：广东宏大公司公告，国金证券研究所

图表19：2024 年江南化工/易普力新疆主体子公司净利率远高于整体净利率



来源：江南化工、易普力公司公告，国金证券研究所

## 2.2 强强联合打开产能瓶颈，打造新疆民爆+硝酸铵平台

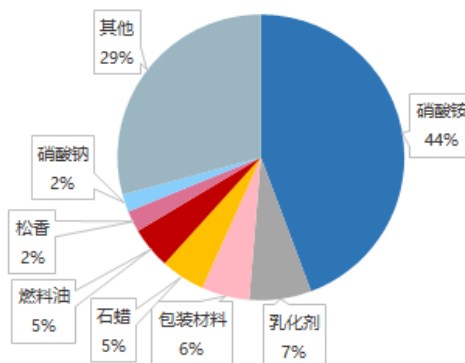
2024 年 7 月雪峰科技公告，控股股东新疆农牧投拟以 22.06 亿总转让价，向广东宏大转让 21% 股权（原第一大股东新疆农牧投持股 34.13%），2025 年 2 月股权转让完毕，25Q1 广东宏大已正式并表雪峰。

收购重点关注 2 个方向，①打造“广东+新疆”跨省国资委整合新模式，②实现核心原材料硝酸铵自供：

- 宏大收购雪峰，是粤疆两地持续推进高质量合作的缩影，近年来广东-新疆经贸合作取得扎实合作成果；
- 硝酸铵是工业炸药生产最重要的原材料，呈现区域性特点、生产市场较为集中。公司是新疆唯一的硝酸铵生产企业，2024 年硝酸铵产量 44.93 万吨、其中自用 10 万吨左右，其余销售到疆内其他民爆企业，硝酸铵自供一体化优势明显。



图表20：硝酸铵占工业炸药生产成本的44.3%

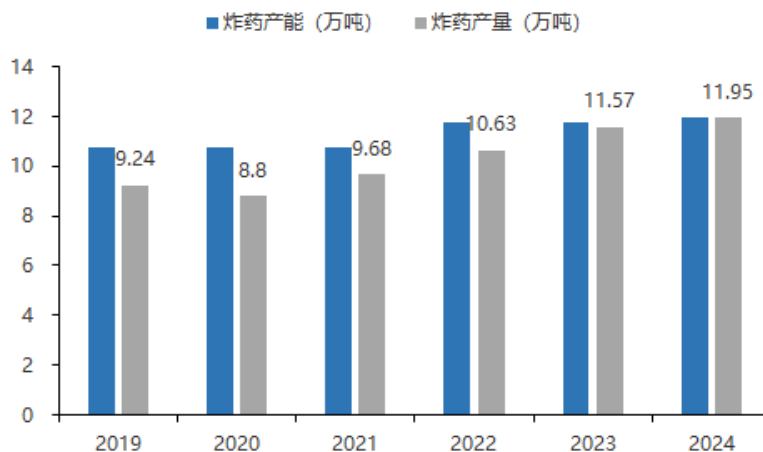


来源：观研天下，国金证券研究所

前文已述，受益煤炭产能快速释放，驱动新疆民爆需求高景气，2019-2024 年新疆区域民爆生产总产值 CAGR 达 22.4%、工业炸药产量 CAGR 达 20.2%。但前期公司受制于各种因素，炸药产能新增量偏低，例如 2019 年公司炸药产能 10.75 万吨、2024 年为 11.95 万吨，远低于同期新疆区域民爆产量增速。

为加强业务整合，同时解决可能存在的同业竞争问题，广东宏大承诺在本次股权交易完成后 5 年内，依据相关政策要求，并完成决策流程后，以资产置换、现金转让或以资产认购股份等方式，向雪峰科技注入全部民爆业务相关资产，对于其他涉及同业竞争的业务，广东宏大亦将在 5 年内运用股权或资产置换、委托管理、业务调整等监管机构认可且法律法规允许的方式，妥善解决。

图表21：2019-2024 年公司工业炸药产量新增 2.71 万吨，2024 年产能利用率打满



来源：公司公告，国金证券研究所

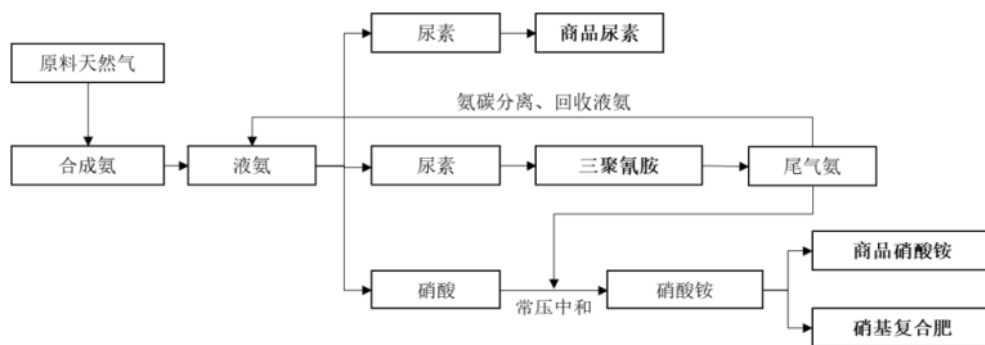
### 3 能化板块布局天然气化工产业链，疆内硝酸铵竞争格局优

2022 年公司全资收购玉象胡杨，在新疆阿克苏沙雅地区和昌吉州阜康市拥有 2 个生产基地，是新疆唯一的硝酸铵、硝基复合肥生产企业，其中：

- 阿克苏沙雅地区，以当地生产的天然气为原料，建成年产 40 万吨合成氨、46 万吨硝酸铵、60 万吨尿素、60 万吨硝基复合肥、11 万吨三聚氰胺、24 万吨 LNG 的生产装置；
- 昌吉州阜康市。以周边企业生产的尿素、液氨为原料，建成年产 10 万吨三聚氰胺、20 万吨硝酸铵、30 万吨硝基复合肥的生产装置。



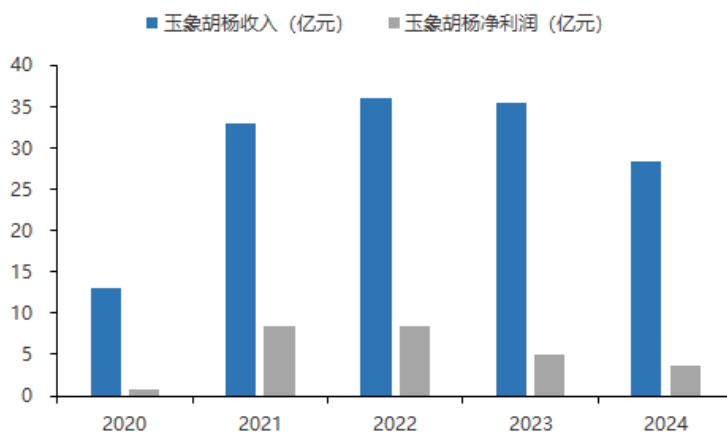
图表22：公司天然气化工循环经济产业链主要产品的转化工艺流程图



来源：公司公告，国金证券研究所

2024 年玉象胡杨营收 28.29 亿元，净利润 3.57 亿元，净利润连续 2 年下行，主因系化工产品均处于跌价周期，例如 2024 年全国尿素市场均价 2096 元/吨，同比-14%，三聚氰胺市场均价 6198 元/吨、同比-14%。

图表23：2024 年玉象胡杨营收 28.29 亿元，净利润 3.57 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

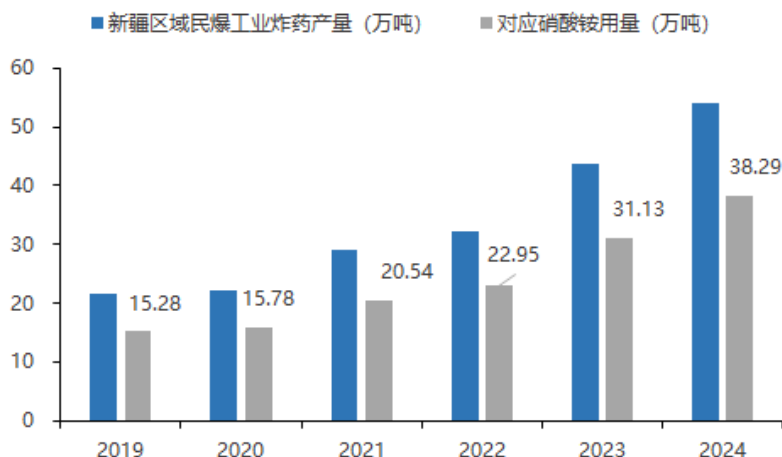
### 3.1 疆内唯一硝酸铵生产企业，受益运费差、竞争格局优势明显

硝酸铵同属民爆产业链，同样受益煤炭/煤化工产能快速释放，逻辑体现为“煤化工->煤矿->民爆->硝酸铵”逐级传导：

- 硝酸铵主要应用于民爆行业、是工业炸药主要原材料，另一重要应用是生产农用肥料，化肥中用到的硝酸铵要经过改性处理、方可作为农用氮肥或硝基复合肥的原材料。2023 年国内硝酸铵市场全年产量 393 万吨，其中民爆行业全年生产工业炸药 458 万吨、约使用硝酸铵 323 万吨（即单吨工业炸药约耗用 0.71 吨硝酸铵），工业炸药市场占硝酸铵下游需求的 82.8%；
- 煤炭/煤化工产能快速释放，在驱动疆内工业炸药需求景气的同时，驱动民爆上游硝酸铵市场高景气，例如新疆工业炸药产量从 2019 年的 21.52 万吨增长至 2024 年的 53.93 万吨，测算工业炸药硝酸铵单耗维持在 0.71 吨，对应新疆工业炸药领域硝酸铵用量从 2019 年的 15.18 万吨增长至 2024 年的 38.29 万吨。



图表24: 煤炭/煤化工产能快速释放, 同样驱动疆内硝酸铵市场高景气



来源: 百川盈孚, 民爆协, 国金证券研究所

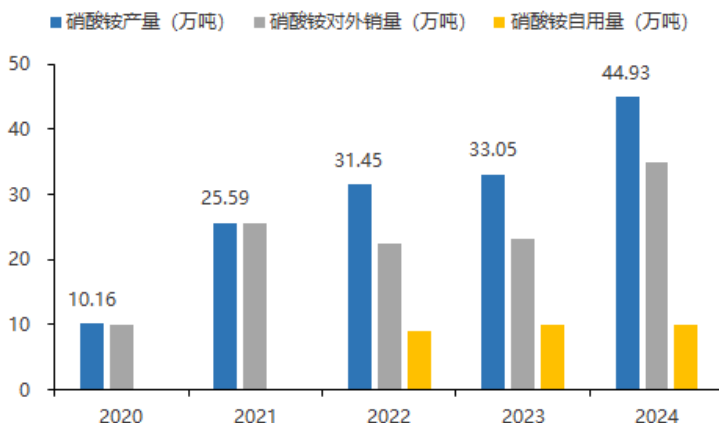
注: 测算工业炸药硝酸铵单耗为 0.71 吨, 测算方法为 2023 年民爆行业全年生产工业炸药 458 万吨、约使用硝酸铵 323 万吨

硝酸铵因生产资质壁垒较高, 受国家严格管制, 同时成本受上游原材料煤炭、天然气影响较大, 故硝酸铵行业呈现区域性, 生产市场较为集中。

公司硝酸铵业务具备牌照优势, 玉象胡杨是新疆地区唯一可以生产销售硝酸铵的企业, 目前公司硝酸铵设计产能 66 万吨、许可产能 81 万吨, 2024 年有望将疆内硝酸铵市占率提升至 85% 左右。按照公司硝酸铵 66-81 万吨产能倒算, 可保障疆内 93-114 万吨工业炸药产量需求 (2024 年为 53.93 万吨), 提前锁定未来 5-10 年疆内民爆增量。

2023 年公司硝酸铵产量 33.05 万吨, 其中对外销量 23.05 万吨, 自用 (自身工业炸药原材料) 约 10 万吨。2024 年公司硝酸铵产量 44.93 万吨, 估计自用量维持在 10 万吨左右, 对外销量约 33.93 万吨。

图表25: 2024 年公司硝酸铵产量 44.93 万吨, 其中自用量约 10 万吨



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 2024 年硝酸铵自用量 10 万吨为投资者交流公告的预计值、非精确值

疆内民爆企业采购硝酸铵, 除从玉象胡杨采购外、只能选择从疆外采购, 硝酸铵系危化品、疆外采购运输成本较高。玉象胡杨硝酸铵定价机制以新疆及周边省份硝酸铵市场价格为基准, 综合考虑运输距离、客户采购数量等因素独立定价:

例如参考 2020-2023 年雪峰科技及凯龙股份 (硝酸铵产能主要在湖北) 的硝酸铵价格, 2020-2021 年雪峰科技硝酸铵不含税价格高于凯龙股份 300 元/吨左右, 2022-2023 年高 650-800 元/吨左右, 体现疆内外运费价格较高、疆内硝酸铵价格有支撑;

受益疆内硝酸铵价格高于疆外, 公司硝酸铵业务毛利率整体保持较高水平, 2023 年公司硝酸铵毛利率为 38.09%、吨毛利 1000 元, 硝酸铵毛利率明显高于凯龙股份;

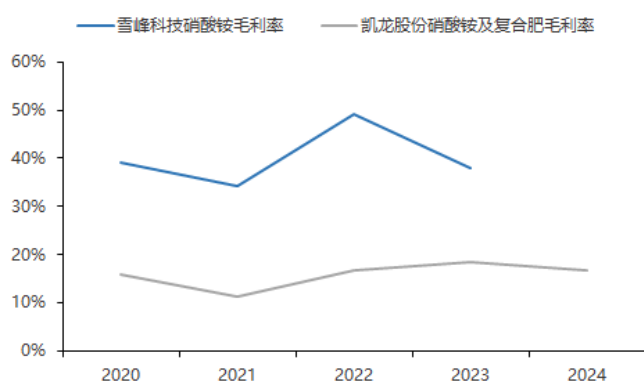
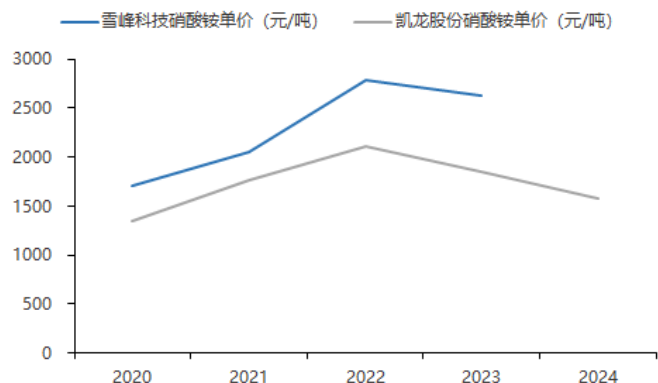
2024 年国内硝酸铵装置开工率多维持在 40-50%, 全年国内表观消费量 351 万吨、同比-



9.8%，全国市场均价 2497 元/吨，同比下跌 10.3%。（公司未单独披露 2024 年硝酸铵价格及毛利率）我们预计公司 2024 年硝酸铵价格及盈利能力均有所下调，但考虑到疆内运费差，预计公司硝酸铵盈利能力保持一定韧性。

图表26：2022-2023 年雪峰科技硝酸铵单价比凯龙股份高 650-800 元/吨

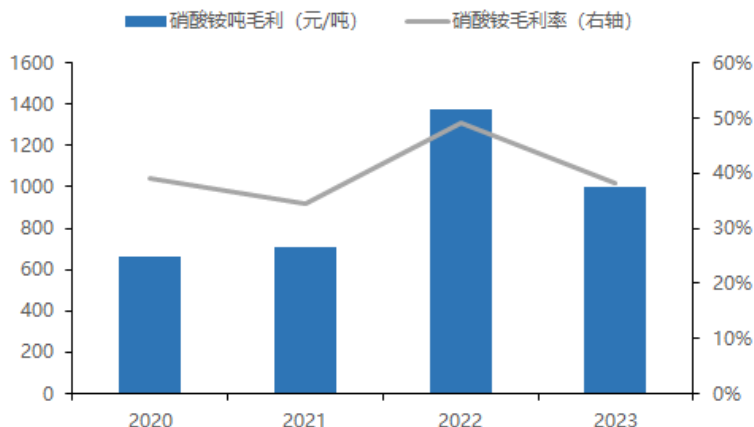
图表27：雪峰科技硝酸铵业务毛利率明显高于凯龙股份



来源：广东宏大公司公告，国金证券研究所

来源：江南化工、易普力公司公告，国金证券研究所

图表28：2023 年公司硝酸铵毛利率为 38.09%，吨毛利 1000 元



来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 尿素及下游产业链价格承压

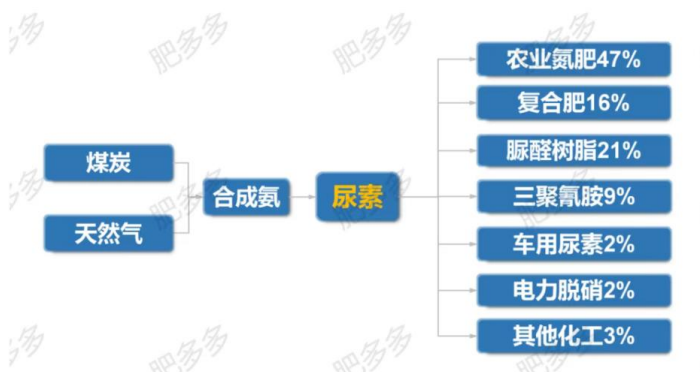
#### (1) 尿素

尿素属于高浓度氮肥，2024 年国内尿素表观消费量 6728 万吨，同比+16%。尿素下游需求分为农业及工业需求，农业施肥作为主要下游应用、约占总需求的 63%，其中直接施肥约占总需求量的 47%、复合肥占 16%。工业需求约占 37%，其中脲醛树脂约占总需求量的 21%，三聚氰胺占 9%，剩余需求包括车用尿素、脱硫脱硝等。





图表29：尿素下游应用领域拆分



来源：“肥多多数据组”微信公众号，国金证券研究所

2024 年国内尿素市场供大于求格局凸显，国内总产能达 7696 万吨，2024 年产量达 6754 万吨、同比+8%。价格方面，在尿素新增产能集中投放、库存高位、出口受限的局面下，价格重心大幅下移，2024 年全国尿素市场均价 2096 元/吨、同比-14%。

图表30：2024 年尿素价格呈现下行趋势



来源：wind，国金证券研究所

图表31：我国尿素开工率（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

2024 年公司尿素产能 60 万吨，产量 61.62 万吨，销量 26.83 万吨（产量与销量差额为自用制三聚氰胺、复合肥等）。公司尿素产量市占率低于 1%，经营情况主要取决于行业供需及价格。

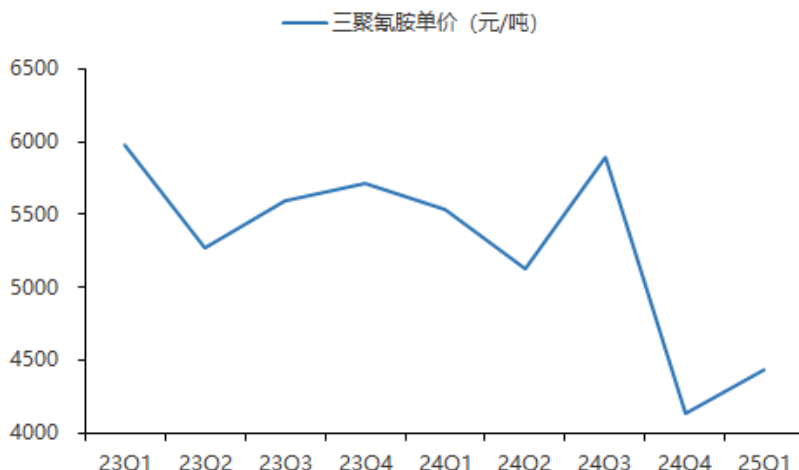
## （2）三聚氰胺

三聚氰胺可由天然气、煤炭生成合成氨生产，也可由尿素熔融后生产（公司路径，前文已述三聚氰胺占尿素下游需求占比在 9%），主要用于板材及浸渍行业，其中板材占 35%、浸渍占 28%，以上 2 个领域终端需求为房地产市场。

2024 年国内三聚氰胺市场供需格局宽松，供应端国内总产能达 235.5 万吨，全年产量 156 万吨、同比+11%，需求端依赖出口，出口量 58 万吨、同比+21%，国内表观消费量 98 万吨、同比+6%。价格方面，受下游需求不振、产能扩增等因素影响，近 2 年价格整体呈现下行趋势，2024 年全国三聚氰胺市场均价 6198 元/吨、同比-14%。



图表32：雪峰科技单季度三聚氰胺销售单价走势



来源：公司公告，国金证券研究所

2024 年公司三聚氰胺产能 21 万吨，产量 17.95 万吨，产量口径三聚氰胺市占率约 11.5%。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

**爆破服务：**2024 年雪峰混装炸药销量为 7.15 万吨，每万吨混装炸药对应矿服收入为 3.18 亿元，毛利率为 24.34%。新疆区域内民爆主要用途为煤矿、绝大部分为混装生产，我们预计整合后雪峰炸药产量或有望迎来弹性，预计雪峰 2025-2027 年混装炸药销量分别为 8、11、14 万吨，每万吨混装炸药对应矿服收入分别为 3.1、3.1、3 亿元，因此 2025-2027 年公司雪峰矿服业务收入分别为 24.8、34.1、42 亿元，同比增速分别为 9%、38%、23%。预计 2025-2027 年公司矿服业务毛利率分别为 24.19%、24.19%、24.33%，新疆供需关系相对偏紧，毛利率有望维持较高水平。

**民爆产品：**2024 年雪峰包装炸药销量为 4.8 万吨，民爆产品业务毛利率为 55.43%。我们预计整合后雪峰炸药产量或有望迎来弹性，但主要增量体现在混装、包装增量预计小于混装，预计雪峰 2025-2027 年包装炸药销量分别为 5、6、7 万吨，民爆产品业务收入分别为 5.09、6.10、7.12 亿元，同比增速分别为 4%、20%、17%。预计 2025-2027 年公司民爆产品业务毛利率维持在 55%，新疆供需关系相对偏紧，毛利率有望维持较高水平。

**化工业务：**2024 年雪峰化工业务收入 25.79 亿元，毛利率为 19.21%。雪峰主要化工产品包括硝酸铵、尿素、三聚氰胺、复合肥等。①硝酸铵，下游主要应用于民爆，雪峰为疆内唯一硝酸铵生产企业，我们预计疆煤产量未来能保持两位数增量，因此预计 2025-2027 年雪峰硝酸铵对外销量增速分别为 14%、14%、10%。②尿素、三聚氰胺：尿素、三聚氰胺 2024 年价格降幅较大，我们预计 2025 年或仍有一定压力，后续价格给以企稳预期，销量预计维持稳定。综合来看，我们预计 2025-2027 年雪峰化工业务收入分别为 25.26、26.79、27.90 亿元，同比增速分别为-2%、6%、4%，增量主要来自于硝酸铵业务，其他产品如尿素、三聚氰胺等给以 2025 年后稳定预期。预计 2025-2027 年雪峰化工业务毛利率分别为 16.5%、17.2%、17.5%，2025 年化工业务盈利能力仍有压力，2026-2027 年随着高毛利的硝酸铵业务占比提升、整体化工业务毛利率略微上升。

**注：**宏大收购雪峰后，雪峰部分硝酸铵预计将给宏大自用（宏大未披露目前新疆区域营收及产能，仅披露目前西藏、新疆、甘肃地区合计拥有 11.1 万吨产能，单吨工业炸药约耗用 0.71 吨硝酸铵），可能导致原先部分外销量变为集团内部消化。但考虑到疆煤产量未来能保持两位数增量，此处我们仍预计 2025-2027 年雪峰硝酸铵对外销量保持两位数增速

**费用率：**①我们预计 2025-2027 年公司销售费用率保持在 1%（2024 年为 0.99%），公司整体销售费用率偏低；②我们预计 2025-2027 年公司管理费用率维持在 6%（2024 年为 6.07%）；③2023-2024 年公司研发费用分别为 0.44%、0.29%，我们预计 2025-2027 年公司研发费用率保持在 0.40%。

图表33：雪峰科技盈利预测拆分



	2023	2024	2025E	2026E	2027E
爆破服务					
收入（亿元）	25.21	22.72	24.80	34.10	42.00
YoY		-10%	9%	38%	23%
混装炸药销量（万吨）	6.77	7.15	8	11	14
每万吨混装产量对应矿服收入（亿元）	3.72	3.18	3.1	3.1	3.0
毛利率	20.83%	24.34%	24.19%	24.19%	24.33%
民爆产品					
收入（亿元）	6.24	4.88	5.09	6.10	7.12
YoY		-22%	4%	20%	17%
包装炸药产量（万吨）	4.80	4.80	5	6	7
毛利率	52.29%	55.43%	55.00%	55.00%	55.00%
化工业务					
收入（亿元）	28.31	25.79	25.26	26.79	27.90
YoY		-9%	-2%	6%	4%
毛利率	22.32%	19.21%	16.50%	17.20%	17.50%
雪峰收入					
收入（亿元）	70.21	61.01	62.76	74.60	84.63
YoY		-13%	3%	19%	13%
毛利率	23.42%	23.21%	22.89%	23.61%	24.13%

来源：wind，雪峰科技年度报告，国金证券研究所

根据以上假设，我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 62.76、74.69、84.63 亿元，同比增速分别为 3%、19%、13%，2025-2027 年归母净利润分别为 7.04、8.69 和 10.11 亿元，同比增速分别为 5%、23%、16%。

#### 4.2 投资建议及估值

同行业可比上市公司包括广东宏大（2024 年含收购雪峰后产能达 69.95 万吨，全国布局，新疆、西藏均有产能）、易普力（2024 年产能 52.15 万吨，全国布局，新疆、西藏均有产能）、江南化工（2024 年产能 76.55 万吨，全国布局）、高争民爆（西藏当地民爆公司）。可比公司股价对应 2025-2027 年平均 PE 分别为 19x、16x、13x，公司目前股价对应 2025-2027 年 PE 在 14x、11x、10x，估值低于可比公司。

投资建议：我们看好公司①全国民爆需求看新疆，煤化工加强疆煤消纳，②“广东+新疆”跨省国资委整合新模式，强强联合打造疆内民爆+硝酸铵龙头平台，③疆内唯一硝酸铵生产企业，受益运费差、竞争格局优势明显。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.04、8.69 和 10.11 亿元，现价对应动态 PE 分别为 14x、11x、10x，给以 2025 年 20 倍估值，目标价 12.49 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表34：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002683.SZ	广东宏大	30.73	0.96	1.18	1.58	1.84	2.13	19	17	14
002096.SZ	易普力	11.39	0.56	0.57	0.69	0.80	0.91	16	14	13
002226.SZ	江南化工	5.21	0.29	0.34	0.39	0.45	0.52	13	12	10
002827.SZ	高争民爆	28.19	0.35	0.54	0.99	1.42	2.05	28	20	14
平均值								19	16	13
603227.SH	雪峰科技	9.16	0.80	0.62	0.66	0.81	0.94	14	11	10

来源：Wind，国金证券研究所

注：股价基准日为 2025 年 5 月 23 日收盘价；广东宏大、易普力、江南化工为国金团队已覆盖标的，高争民爆采用 wind 一致预期（180 天）



## 风险提示

新疆区域煤炭及矿业开采节奏不及预期：公司民爆及硝酸铵产能全部位于新疆，如果新疆区域开发不及预期/新增供给过多、可能会导致疆内民爆价格出现活动，进而导致公司业绩低于我们测算值。

收购整合不及预期：2024年7月雪峰科技公告，控股股东新疆农牧投拟以22.06亿总转让价，向广东宏大转让21%股权，25Q1广东宏大已正式并表雪峰。但如果收购后整合节奏不及预期，公司仍无法在疆内新增产能，可能导致公司业绩低于我们测算值。

重大安全、环保事故风险：民爆行业供给端行政审批壁垒高，生产、销售、运输和爆破作业，均须取得相应许可证，如果出现重大安全、环保事故风险，可能导致公司面临行政处罚以及舆论风险。

尿素/三聚氰胺/复合肥价格继续下行风险：公司尿素主要成本为天然气，三聚氰胺、复合肥以尿素为主要原材料进行生产，因此如果尿素价格继续下行，可能带动尿素及下游产业链价格持续下行，进而导致公司业绩低于我们测算值。



# 附录：三张报表预测摘要

## 损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	6,903	7,021	6,101	6,276	7,460	8,463
增长率		1.7%	-13.1%	2.9%	18.9%	13.4%
主营业务成本	-4,885	-5,377	-4,685	-4,839	-5,699	-6,422
%销售收入	70.8%	76.6%	76.8%	77.1%	76.4%	75.9%
毛利	2,017	1,644	1,416	1,436	1,761	2,042
%销售收入	29.2%	23.4%	23.2%	22.9%	23.6%	24.1%
营业税金及附加	-54	-53	-57	-58	-69	-79
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-44	-44	-60	-63	-75	-85
%销售收入	0.6%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-336	-348	-370	-377	-448	-508
%销售收入	4.9%	5.0%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-46	-31	-18	-25	-30	-34
%销售收入	0.7%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	1,536	1,168	911	914	1,140	1,337
%销售收入	22.2%	16.6%	14.9%	14.6%	15.3%	15.8%
财务费用	-58	-31	-12	-2	-5	-5
%销售收入	0.8%	0.4%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-47	-36	-38	-14	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	28	22	22	20	20	20
%税前利润	1.9%	1.9%	2.3%	2.1%	1.7%	1.4%
营业利润	1,501	1,165	931	962	1,198	1,395
营业利润率	21.7%	16.6%	15.3%	15.3%	16.1%	16.5%
营业外收支	-15	1	1	1	1	1
税前利润	1,486	1,166	932	963	1,199	1,396
利润率	21.5%	16.6%	15.3%	15.3%	16.1%	16.5%
所得税	-228	-215	-176	-176	-228	-267
所得税率	15.3%	18.4%	18.9%	18.3%	19.0%	19.1%
净利润	1,258	951	756	787	971	1,129
少数股东损益	592	98	87	83	102	119
归属于母公司的净利润	666	854	668	704	869	1,011
净利率	9.6%	12.2%	11.0%	11.2%	11.6%	11.9%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,258	951	756	787	971	1,129
少数股东损益	592	98	87	83	102	119
非现金支出	413	390	430	372	387	422
非经营收益	67	34	6	54	-5	-5
营运资金变动	-653	-286	-487	120	-193	-203
经营活动现金净流	1,084	1,089	705	1,333	1,160	1,343
资本开支	-128	-183	-109	-194	-365	-365
投资	21	5	-1	0	0	0
其他	8	1	10	20	20	20
投资活动现金净流	-99	-176	-100	-174	-345	-345
股权募资	1	793	0	-45	0	0
债权募资	-265	-284	-170	-260	0	0
其他	-349	-1,720	-348	-360	-364	-420
筹资活动现金净流	-612	-1,211	-518	-664	-364	-420
现金净流量	370	-296	88	496	452	578

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,232	890	1,004	1,499	1,950	2,528
应收款项	1,612	1,429	1,669	1,505	1,778	2,042
存货	619	505	448	464	570	635
其他流动资产	407	247	359	255	274	313
流动资产	3,869	3,071	3,480	3,723	4,572	5,518
%总资产	46.4%	40.1%	44.1%	47.4%	52.6%	57.6%
长期投资	267	273	311	311	311	311
固定资产	3,401	3,509	3,330	3,209	3,191	3,138
%总资产	40.8%	45.9%	42.2%	40.8%	36.7%	32.8%
无形资产	626	629	619	609	608	608
非流动资产	4,474	4,582	4,410	4,136	4,117	4,063
%总资产	53.6%	59.9%	55.9%	52.6%	47.4%	42.4%
资产总计	8,343	7,653	7,890	7,859	8,689	9,581
短期借款	704	463	437	300	300	300
应付款项	1,902	946	787	859	1,011	1,140
其他流动负债	656	275	375	191	242	281
长期贷款	3,263	1,683	1,599	1,349	1,553	1,721
其他长期负债	200	336	234	264	264	264
负债	315	292	260	52	54	53
负债	3,777	2,311	2,093	1,665	1,871	2,038
普通股股东权益	3,294	4,486	4,907	5,222	5,744	6,350
其中：股本	967	1,072	1,072	1,072	1,072	1,072
未分配利润	1,024	1,681	2,019	2,442	2,963	3,569
少数股东权益	1,271	856	890	972	1,074	1,193
负债股东权益合计	8,343	7,653	7,890	7,859	8,689	9,581

## 比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.689	0.796	0.624	0.657	0.811	0.943
每股净资产	3.408	4.186	4.579	4.873	5.359	5.925
每股经营现金净流	1.122	1.016	0.658	1.244	1.083	1.254
每股股利	0.150	0.250	0.200	0.263	0.324	0.377
回报率						
净资产收益率	20.21%	19.03%	13.62%	13.49%	15.13%	15.91%
总资产收益率	7.98%	11.15%	8.47%	8.96%	10.00%	10.55%
投入资本收益率	23.51%	15.37%	11.34%	11.05%	12.51%	13.34%
增长率						
主营业务收入增长率	164.86%	1.72%	-13.10%	2.86%	18.88%	13.45%
EBIT 增长率	496.26%	-23.95%	-21.98%	0.27%	24.76%	17.27%
净利润增长率	355.63%	28.20%	-21.69%	5.36%	23.38%	16.30%
总资产增长率	97.74%	-8.27%	3.10%	-0.39%	10.55%	10.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.1	39.0	51.6	55.0	52.0	52.0
存货周转天数	30.9	38.1	37.1	35.4	36.9	36.4
应付账款周转天数	32.7	44.1	47.7	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	174.4	181.1	197.8	184.1	154.0	133.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.26%	-1.71%	-5.75%	-15.10%	-20.34%	-26.04%
EBIT 利息保障倍数	26.4	37.3	76.0	378.3	221.6	260.7
资产负债率	45.28%	30.19%	26.53%	21.18%	21.53%	21.27%

来源：公司年报、国金证券研究所




**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	2
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究