仅供内部参考，请勿外传

行业评级	推荐（维持）
报告日期	2026 年 08 月 25 日

相关研究

氟化工覆盖报告：配额稀缺资产制冷剂篇-2026.08.23

【兴证能源化工】煤化工的α和β——能源套利与产业链布局-2026.06.25

【兴证化工】海峡通航预期升温，化工新周期有望加速到来-2026.06.24

分析师：张樨樨
S0190526040002
zhangxixi@xyzq.com.cn

分析师：吉金
S0190522030003
jijin@xyzq.com.cn

研究助理：李思桐
lisitong@xyzq.com.cn

矿安 78 号文强化民爆龙头的供给侧逻辑

投资要点：

- **78 号文将促使一体化民爆龙头融入矿山整体托管体系。**矿安 78 号文要求非煤地下生产矿山和露天生产矿山分别在 2027 年 5 月 1 日、2028 年 5 月 1 日前完成自建队伍或者委托具备相应条件的企业整体管理（即整体托管），严禁矿山爆破专项外包。结合 78 号文要求、爆破监管新规，矿山企业有如下三条合规路径：路径一：选择具备双资质企业实施整体托管；路径二：自主申办非营业性爆破资质，自建完整采掘+爆破队伍；路径三：与民爆、矿建企业合资设立控股专业化公司。

  不同类型矿山的选择倾向有所差异：大型央国企非建材类矿山倾向于自营模式；建材类矿山受行业需求下行影响，更倾向整体托管；民营矿山根据规模不同，普遍更倾向选择整体托管，降低管理复杂度。然而，矿山自建爆破客观上难度很大。

  民爆企业受益、受损情况分化：具备矿山工程施工总承包+爆破作业“双一级”资质、成熟项目经验的企业，或将有条件直接参与整体托管，业务范围从单一爆破服务拓展至钻爆挖运全流程，单项目合同规模将提升 20-30%。无相关资质的中小民爆企业的爆破服务业务将被压缩，存量爆破外包合同到期后无法续签。

- **民爆行业短期压力已然释放，中长期供需改善确定性高。**需求端，煤炭产量预期回升，矿产、基建重大项目的投资落地支撑需求增长；供给端，民爆一直是反内卷执行最严的细分行业之一，十五五限制新增产能、鼓励重组整合，78 号文将拔高民爆公司参与整体托管的壁垒，矿服市场份额有望向头部一体化企业倾斜。

- **投资建议：**

  供给侧逻辑：整合炸药产能、矿服一体化实现长期稳健增长，建议关注三家行业龙头广东宏大、易普力、江南化工；

  需求侧逻辑：重大项目贡献弹性增量，以及民爆+矿产双业务逻辑，建议关注高争民爆（西藏铜矿、雅下水电站）、雅化集团（雅下水电站）等区域性龙头。

- 风险提示：政策风险；项目进展不及预期风险；安全环保风险。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 78 号文将促使一体化民爆龙头融入矿山整体托管体系 3
二、 民爆行业下行见底了吗？ 6
三、 投资建议 10
四、 风险提示 10

图目录

图 1、 采掘一体化：爆破无法单独剥离 4
图 2、 我国民爆生产企业生产总值及 YOY 6
图 3、 我国民爆生产企业利润总额及 YOY 6
图 4、 2026 年 1-6 月生产企业生产销售总值排序表 7
图 5、 全国原煤单月产量（万吨） 8
图 6、 主要省份原煤产量月度同比（%） 8
图 7、 2023 年我国工业炸药下游占比分布 8
图 8、 民爆下游固定资产投资完成额累计同比（%） 8
图 9、 中国民爆行业利润率与硝酸铵价格呈反比 9
图 10、 硝酸铵均价（元/吨） 9
图 11、 硝酸铵开工率 9

表目录

表 1、 矿安〔2026〕78 号《关于规范金属非金属生产矿山采掘（剥）施工队伍的意见》内容梳理 3
表 2、 民爆上市企业产能及资质梳理（截至 2025 年报） 5
表 3、 相关标的盈利预测及估值（截至 2026 年 8 月 24 日） 10

仅供内部参考，请勿外传

一、78 号文将促使一体化民爆龙头融入矿山整体托管体系

矿安〔2026〕78 号《关于规范金属非金属生产矿山采掘（剥）施工队伍的意见》，要求非煤地下生产矿山和露天生产矿山分别在 2027 年 5 月 1 日、2028 年 5 月 1 日前完成**自建队伍**或者委托具备相应条件的企业整体管理（即**整体托管**）。

表 1、矿安〔2026〕78 号《关于规范金属非金属生产矿山采掘（剥）施工队伍的意见》内容梳理

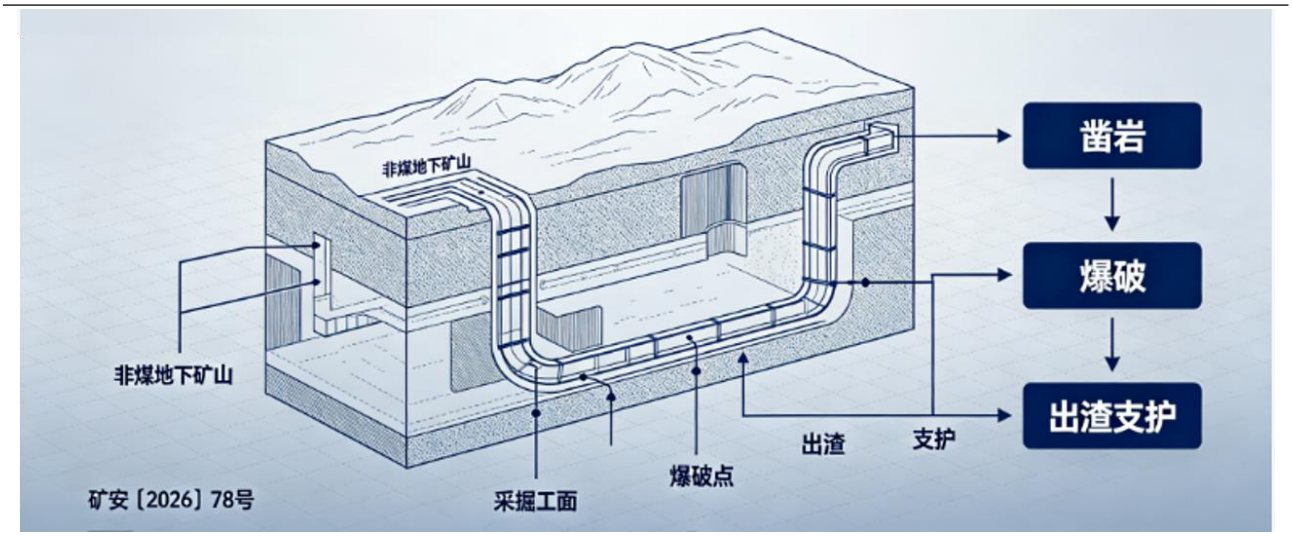
整体要求		
时间节点	**矿山类型**	**要求**
2027 年 5 月 1 日前	非煤地下生产矿山	完成自建队伍或者委托具备相应条件的企业整体管理(以下简称整体托管)
2028 年 5 月 1 日前	非煤露天生产矿山	
两条实现路径		
	定义	**管理规范**
自建队伍	主要包括自招采掘（剥）施工人员、整建制接收采掘（剥）施工单位人员、与采掘（剥）施工单位共同组建控股的、具有法人资格的公司，使用同属一家上级公司的专业化施工队伍等情形。鼓励非煤矿山根据自身实际，选择上述方式逐步实现队伍自建。	**1）自招采掘（剥）施工人员。**可采取社会招聘、内部转岗等方式，鼓励非煤矿山变招工为招生，优先录取相关专业毕业生。须依法签订劳动合同，经安全生产教育和培训合格后上岗。 **2）整建制接收采掘（剥）施工单位人员。**直接与从业人员依法签订劳动合同，按规定为从业人员缴纳保险，将从业人员全面纳入本矿山生产调度、安全管理、技能培训与劳动管理体系。非煤矿山井下不得使用劳务派遣工。 **3）组建具有法人资格的公司。**非煤矿山可与采掘（剥）施工单位（矿山工程施工总承包二级及以上资质企业）共同出资组建由非煤矿山控股的、具有法人资格的专业化公司。 **4）使用同属一家上级公司的专业化施工队伍。**专业化施工队伍与所服务的非煤矿山同属一家上级公司管理的，上级公司统一负责非煤矿山和专业化施工队伍的安全管理，并承担相应责任。
整体托管	整体托管是指具备相应条件的承托方，依据法律法规和委托管理合同，对委托方非煤矿山安全管理、技术管理、生产运行实施全面统一管理。	**1）规范非煤矿山整体托管范围。**整体托管应当以独立的生产系统为最小单元，委托方和承托方应当依据国家相关法律法规等有关规定签订合同。 **2）严格承托方准入条件。**承托方原则上为大型非煤矿山企业或者具有矿山工程施工总承包一级及以上资质的企业。 **3）明确双方安全生产责任。**委托方承担安全生产主体责任，保证安全投入所需资金；承托方对施工现场的安全生产负总责。承托方实施整体托管，按照规定办理安全生产许可证后，方可组织生产，不得将整体托管的非煤矿山进行分包、转包。承托方的上级企业，要对整体托管非煤矿山实施统一安全管理和监督。

数据来源：国家矿山安全监察局，兴业证券经济与金融研究院整理

78 号文将严禁矿山爆破专项外包。矿山采掘是完整作业链条，“采”包含凿岩、爆破、出渣、支护整套工序。78 号文虽并未直接出现“爆破”，但作为采掘作业的核心工序，自然不允许单独切出对外承包。意味着民爆公司单独承接矿山爆破业务，采掘施工队只做掘进开采、爆破另行外包的操作模式，不再合规。

仅供内部参考，请勿外传

图 1、采掘一体化：爆破无法单独剥离



数据来源：永图教育，兴业证券经济与金融研究院整理

结合 78 号文要求、爆破监管新规，矿山企业有如下三条合规路径：

路径一：选择具备双资质企业实施整体托管

- 要求：承托方同时拥有一级矿山工程施工总承包资质、一级营业性爆破作业单位资质，托管覆盖矿山完整生产系统。
- 优势：矿企无需重金投入建设库房、大批量招募爆破持证人员，短期内最快实现合规。
- 劣势：符合条件的承托方选择范围极少，托管综合费用对比传统切块外包普遍上浮 25%-35%，长期生产成本压力显著增加。

路径二：自主申办非营业性爆破资质，自建完整采掘+爆破队伍

- 优势：生产自主权完全掌握在企业手中，长期稳定运营有利于管控成本。
- 劣势：前期一次性投入巨大；爆破人才招募困难；炸药仓库选址属于硬性难题，很多中小型矿山客观条件无法满足。适合持续稳产、营收规模较高的矿山。

路径三：与民爆、矿建企业合资设立控股专业化公司

- 要求：矿山控股成立新主体，配齐采掘、爆破两套人员与设施，双证并行办理。
- 优势：多方分摊资金、人员压力。
- 劣势：尚无成熟落地指引和范本，各方面存在不确定性。

仅供内部参考，请勿外传

不同类型矿山的选择倾向或将有所差异。大型央国企非建材类矿山倾向于自营模式；建材类矿山受行业需求下行影响，更倾向整体托管；民营矿山根据规模不同，普遍更倾向选择整体托管，降低管理复杂度。然而，矿山自建爆破客观上难度很大。

78 号文落地后，民爆企业受益、受损情况分化。具备矿山工程施工总承包+爆破作业“双一级”资质、成熟项目经验的企业，或将有条件直接参与整体托管，业务范围从单一爆破服务拓展至钻爆挖运全流程，单项目合同规模将提升 20-30%。无相关资质的中小民爆企业的爆破服务业务将被压缩，存量爆破外包合同到期后无法续签。

表 2、民爆上市企业产能及资质梳理（截至 2025 年报）

股票代码	证券名称	炸药年产能（万吨）	电子雷管年产能（万发）	矿山工程施工总承包及爆破作业资质	整体托管/大型总包项目代表案例
002683.SZ	广东宏大	70.15	5224	公司有 6 家企业拥有矿山工程施工总承包和爆破作业“双一级”资质	钟祥市城投矿业建筑石料用灰岩矿项目（整体托管），西藏玉龙铜矿采剥工程，巴基斯坦塔尔露天煤矿剥离工程项目等
002226.SZ	江南化工	89.2	15065	下属工程施工单位 25 家，其中拥有营业性爆破一级资质单位 14 家，矿山施工总承包壹级资质单位 4 家。下属北方爆破、江阳爆破等已拥有“双一级”资质。	安徽省石台县坑电石用灰岩矿石料开采加工总承包项目，纳米比亚罗辛铀矿采矿一体化服务项目，纳米比亚中广核湖山一体化服务项目等
002096.SZ	易普力	62.95	7550	拥有“营业性爆破作业单位”和“矿山工程施工总承包”“双一级”资质	五彩湾露天煤矿施工总承包项目，宜鑫砂石骨料矿山钻爆破施工及砂石系统运行工程管理总承包项目等
002037.SZ	保利联合	48.45	16165	公司拥有 6 家具有爆破作业一级资质企业，3 家矿山工程施工总承包一级资质企业	广东省韶关市红尾坑矿项目（一体化）等
002497.SZ	雅化集团	33	8777	目前公司具有双一级矿服资质，21 家爆破公司（拥有矿山总包资质 5 家），15 个炸药生产点（含混装生产点）	卡玛蒂维锂矿一体化项目（自有）等
002783.SZ	凯龙股份	25.97	5000	现有各级资质爆破公司共 14 家，其中一级资质 3 家。旗下湖北中爆公司 2026 年 7 月取得矿山工程施工总承包二级资质。	天宝爆破涞水京涞建材项目（总承包）等
603227.SH	雪峰科技	19.05	1890	具备矿山工程施工总承包和营业性爆破作业单位许可证“双壹级”资质	南疆和田县布雅煤矿项目（一体化）
603977.SH	国泰集团	18.8	2727	9 个民爆生产点，6 家爆破公司，全资子公司国泰五洲 2025 年取得矿山工程施工总承包壹级资质，成为省内首家“双一级”资质企业。	海螺水泥矿山混装炸药爆破服务一体化项目
003002.SZ	壶化股份	11.4	5880	本集团具有工程爆破一级资质、矿山工程施工总承包一级资质、隧道工程专业承包二级资质。全资子公司壶化爆破，具有工程爆破和矿山施工总承包双一级资质	神华集团黑岱沟露天矿爆破项目
002917.SZ	金奥博	8.05	7167	公司有两个控股爆破公司和一个	辽宁葫芦岛凌河化工矿山装药爆

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

				参股爆破公司，拥有爆破作业施工一级、二级资质，以及矿山工程施工总承包二级资质	破项目
002360.SZ	ST 同德	6.8	-	同德爆破持有一级爆破作业单位资质、矿山工程施工总承包贰级资质，同力爆破持有二级爆破作业单位许可证	山西煤炭进出口集团河曲旧县露天煤业有限公司穿爆工程项目
002827.SZ	高争民爆	2.2	-	控股子公司成远矿业开发股份有限公司拥有“双一级”（爆破作业单位许可一级、矿山工程施工总承包一级）资质，控股子公司西藏高争爆破工程有限公司持有营业性爆破作业二级资质、矿山工程施工总承包二级资	西藏翔龙矿业有限公司露天采矿与剥离爆破工程

数据来源：各公司公告（2025 年年报、ESG 报告、投资者关系等）、官方公众号、官网等，兴业证券经济与金融研究院整理

二、民爆行业下行见底了吗？

2025 年国内民爆生产企业生产、销售总值均同比下降，2026H1 同比降幅扩大至双位数。据中爆协数据，分区域看，民爆生产总值前五大省份内蒙古、新疆、四川、山西、辽宁，2026 年 1-6 月生产总值同比分别为-4.03%、-8.87%、-15.95%、-19.50%、-12.57%。

图 2、我国民爆生产企业生产总值及 YOY



数据来源：中爆协，壶化股份招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、我国民爆生产企业利润总额及 YOY



数据来源：中爆协，壶化股份招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图 4、2026 年 1-6 月生产企业生产销售总值排序表

序 号	省 份	生产总值（亿元）	同 比（%）	销售总值（亿元）	同 比（%）
	合计	166.52	-11.47	165.64	-11.19
1	内蒙古	18.22	-4.03	18.30	-1.98
2	新疆区	17.38	-8.87	16.79	-11.34
3	四川省	13.58	-15.95	13.33	-14.20
4	山西省	13.11	-19.50	13.29	-16.86
5	辽宁省	9.98	-12.57	10.00	-11.61
6	陕西省	8.02	-7.73	8.00	-10.09
7	江西省	6.61	-19.72	6.47	-19.74
8	河南省	6.47	-18.63	6.82	-18.97
9	江苏省	6.41	2.14	6.43	4.14
10	湖北省	6.15	-9.08	6.22	-6.62
11	山东省	5.49	-16.67	4.96	-24.62
12	黑龙江	5.18	-0.77	5.80	6.27
13	安徽省	5.17	-2.33	5.13	-2.25
14	湖南省	4.52	-32.72	4.65	-28.51
15	云南省	4.32	-19.64	4.19	-25.34
16	贵州省	4.00	3.48	3.98	4.86
17	浙江省	3.88	-14.41	3.82	-15.86
18	广东省	3.81	-14.80	3.58	-18.05
19	河北省	3.75	26.62	3.59	18.91
20	西藏区	3.05	1.13	3.06	3.70
21	重庆市	3.02	-21.86	2.97	-21.87
22	福建省	2.97	-8.71	2.99	-6.92
23	甘肃省	2.45	-15.18	2.45	-13.07
24	广西区	2.32	-24.29	2.29	-21.46
25	吉林省	2.19	-24.02	2.04	-25.87
26	大连市	1.59	-3.12	1.56	-3.86
27	宁夏区	1.11	9.22	1.12	13.34
28	青海省	0.72	-17.71	0.71	-16.27
29	海南省	0.65	47.84	0.63	48.41
30	天津市	0.42	33.13	0.44	25.79

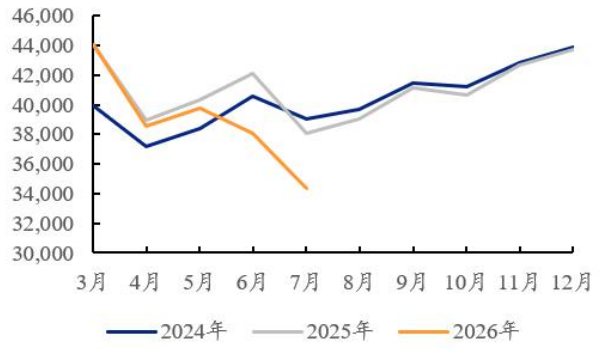
数据来源：中爆协，兴业证券经济与金融研究院整理

煤炭产量下滑是 25H2 以来民爆行业承压的主因。2025 年 7 月国家能源局出台煤炭“查超产”政策，新疆地区产量增速由正转负。2026 年 5 月山西沁源煤矿事故发生后，停产导致山西 6 月产量同比大幅下滑。随着政策、事故的影响逐步消纳，下半年煤炭产量预期缓慢回升，低基数下同比增速有望修复。此外，电子雷管产

仅供内部参考，请勿外传

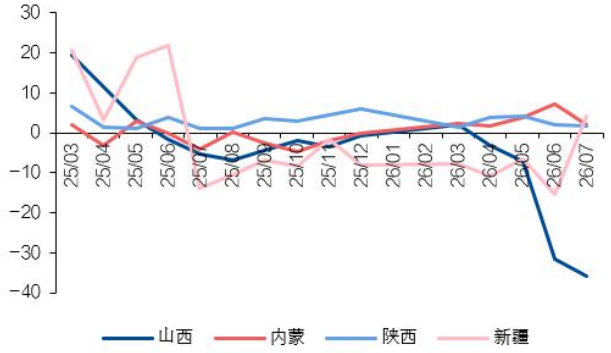
能过剩、价格回落，26Q1 生产端行政管控也对行业销售总值带来负面影响，预计下半年库存消化后会有所恢复。

图 5、全国原煤单月产量（万吨）



数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

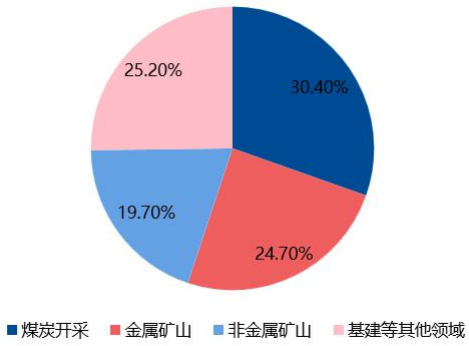
图 6、主要省份原煤产量月度同比（%）



数据来源：wind，国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

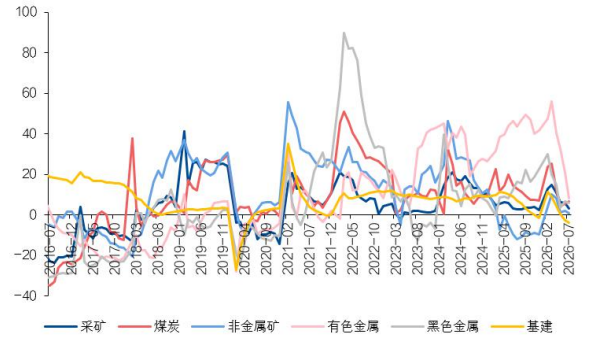
固定资产投资完成额反映了民爆行业长期的业务扩张，截至 2026 年 7 月，采矿和基建固定投资完成额累计同比分别为 3.3%、-3.6%。2021 年以来采矿业固定资本投入持续提升，尤其是有色金属近两年受到资本的青睐，其背后包括西藏铜矿（巨龙、玉龙等）的大规模增量，海外资源民族主义兴起，镍、钴、锂、铀等新能源与战略矿产的本土开发力度也有望加大。基建方面，雅下水电站、三峡新通道、新藏铁路等大型基建工程将带来确定性的增量。

图 7、2023 年我国工业炸药下游占比分布



数据来源：江南化工投资者关系，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、民爆下游固定资产投资完成额累计同比（%）



数据来源：wind，国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

硝酸铵价格回落，民爆行业利润持续修复。硝酸铵是工业炸药最主要的成本来源，其价格与民爆生产企业的利润率成反比。3 月地缘冲突导致硝酸铵价格冲高，后因供给宽松再次回落。

仅供内部参考，请勿外传

图 9、中国民爆行业利润率与硝酸铵价格呈反比



数据来源：百川盈孚，中爆协，壶化股份招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、硝酸铵均价（元/吨）



数据来源：百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、硝酸铵开工率



数据来源：百川盈孚，兴业证券经济与金融研究院整理

总结而言，民爆行业短期压力已然释放，中长期供需改善确定性高。需求端，煤炭产量预期回升，矿产、基建重大项目的投资落地支撑需求增长；供给端，民爆一直是反内卷执行最严的细分行业之一，十五五限制新增产能、鼓励重组整合，78 号文将拔高民爆公司参与整体托管的壁垒，矿服市场份额有望向头部一体化企业倾斜。

仅供内部参考，请勿外传

三、投资建议

供给侧逻辑：整合炸药产能、矿服一体化实现长期稳健增长，建议关注三家行业龙头广东宏大、易普力、江南化工；

需求侧逻辑：重大项目贡献弹性增量，以及民爆+矿产双业务逻辑，建议关注高争民爆（西藏铜矿、雅下水电站）、雅化集团（雅下水电站）等区域性龙头。

表 3、相关标的盈利预测及估值（截至 2026 年 8 月 24 日）

股票代码	证券名称	总市值（亿元）	归母净利润及预测（亿元）				PE			
			2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
002683.SZ	广东宏大	222.80	9.57	13.04	14.99	17.24	23.28	17.08	14.86	12.92
002096.SZ	易普力	114.62	7.93	9.04	10.35	11.86	14.46	12.67	11.08	9.66
002226.SZ	江南化工	133.77	7.58	7.99	9.20	10.53	17.66	16.75	14.55	12.71
002827.SZ	高争民爆	151.99	1.98	2.40	3.15	3.93	76.76	63.28	48.22	38.66
002497.SZ	雅化集团	225.21	6.32	26.56	31.58	34.97	35.61	8.48	7.13	6.44

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：上表归母净利润预测均采用 wind 一致预期

四、风险提示

1）政策风险；

2）项目进展不及预期风险；

3）安全环保风险。

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn