

基础化工

2022年07月11日

雪峰科技 (603227)

—— 新疆民爆第一股，蝶变进行时

买入 (首次评级)

投资要点：

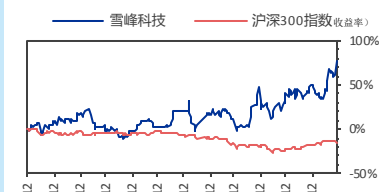
市场数据： 2022年07月11日

收盘价(元)	10.38
一年内最高/最低(元)	10.38/5.1
市净率	4.4
息率(分红/股价)	0.67
流通A股市值(百万元)	6837
上证指数/深证成指	3313.58/12617.23
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据： 2022年03月31日

每股净资产(元)	2.35
资产负债率%	49.80
总股本/流通A股(百万)	725/659
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

戴铭余 A0230520010001
daimy@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

丽悦轩 A0230518120002
liyxn@swsresearch.com

联系人

丽悦轩
(8621)23297818x7425
liyxn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **老牌新疆民爆龙头，蝶变进行时。**雪峰科技主营专注民爆六十载，系新疆区域内的绝对龙头，是典型的国有企业。当下，适逢国企改革三年行动工作收官年，公司以民爆业务为基石，立足区域优势，积极完成产业链一体化布局，“化工+能源”双轮驱动雏形初现，我们判断，今年起公司新一轮拐点将至。

● **“能源危机+基建发力”奠定最强 α ，供给侧改革主力民爆弹性加码。**民爆是当下稀缺的正在经历供给侧改革的行业，赛道 β 逻辑优势显著，且行业特性导致供需格局“划地为王”，为业绩弹性奠定基础。公司坐拥最强 α 新疆，两大下游“矿山+基建”增速领跑全国，有望量价共振：1) 碳中和导致国内煤炭紧俏加剧，保供产能亟待释放，新疆预计“十四五”期间产能增幅60%以上，弹性有望领跑全国；2) 新疆自治区“十四五”规划和新疆生产建设兵团“十四五”规划均提出统筹传统和新型基础设施建设，兵团更是提出固定资产投资年均增长15%，新一轮基建拐点可期；3) 国家要求2022年6月底前停止生产、8月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管，行业迎来大级别供给侧改革，除直观格局优化外，我们测算电子雷管亦将显著提升产品盈利能力。公司系疆内雷管绝对龙头，目前已基本完成置换任务，630已至，盈利能力即将再上台阶。

● **“LNG投产+国企改革红利”将显著增厚公司利润。**我们判断，随着公司“化工+能源”双轮驱动雏形初现，今年将成为公司新增长极兑现元年，有望超预期：一方面，公司LNG项目于去年底投产，今年将贡献全年利润，我们预计全年公司将实现12万吨销量，隐含利润即使考虑少数股东权益抵扣也将不亚于2021年公司整体业绩；另一方面，公司拟收购标的玉象胡杨已获得国资委批复并被证监会接受受理，该标的是去年实现归母净利润7.5亿，收购定价仅2.8倍(可比公司均值10倍以上)，性价比凸出，有望显著增厚公司EPS。

● **盈利预测及估值：**若不考虑重组，预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.96亿元、4.42亿元、5.33亿元，当下公司合理市值约87亿元，相较7月8日市值仍有27%空间。若考虑重组，公司2022-2024年归母净利润预计分别为12.01亿元、13.28亿元、15.07亿元，公司2022合理市值为167亿元，若以2022年7月8日股价作为定增价格估算，公司重组后总股本约10.52亿股，7月8日股价对应总市值约99亿元，仍有69%空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**新疆煤炭产量增长低于预期，新疆基建投资增速低于预期，重组进度不及预期

财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,606	703	4,210	4,985	5,883
同比增长率(%)	26.1	27.5	61.5	18.4	18.0
归母净利润(百万元)	146	74	396	442	533
同比增长率(%)	35.9	154.4	171.2	11.6	20.5
每股收益(元/股)	0.20	0.10	0.55	0.61	0.74
毛利率(%)	19.2	25.1	25.4	22.9	23.5
ROE(%)	9.0	4.4	19.7	18.0	17.8
市盈率	51		19	17	14

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

公司以民爆业务为基石，立足区域优势，积极完成产业链一体化布局，“化工+能源”双轮驱动雏形初现，我们判断，今年将是公司放业绩元年，新一轮拐点已至。若不考虑重组，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.96 亿元、4.42 亿元、5.33 亿元，当下公司合理市值约 87 亿元，相较 7 月 8 日市值仍有 27% 空间。若考虑重组，公司 2022-2024 年归母净利润预计分别为 12.01 亿元、13.28 亿元、15.07 亿元，公司 2022 合理市值为 167 亿元，若以 2022 年 7 月 8 日股价作为定增价格估算，公司重组后总股本约 10.52 亿股，7 月 8 日股价对应总市值约 99 亿元，仍有 69% 空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

炸药：受益于行业供需景气，预计公司 22-24 年炸药产品销量分别为 10.8、12.9 和 15.6 万吨，年报口径产品价格分别为 4490、4550 和 4600 元/吨。LNG：受益于 LNG 并表及新增产能预期，预计公司 22-24 年 LNG 收入增速分别为 1165%、25%、20%，毛利率为 60%、40%、40%。

有别于大众的认识

1) 市场普遍对民爆行业供给侧改革的影响有所低估。首先，供给侧改革之于建材行业属于投资侧的最强逻辑之一，以水泥行业为例，自 15 年供给侧改革定调以来，行业基本面红利在 2016-2017 年集中释放，期间指数涨幅超 1 倍，核心个股涨幅超 2 倍。而本来稳增长政策周期中，民爆是基建产业链中稀缺的具有供给侧改革逻辑的赛道，且实际力度更胜水泥，按要求 2022 年行业将全面推广工业数码电子雷管（2021 年占比不足 20%），若政策落地对行业供需格局的影响可称之为颠覆式，我们测算电子雷管的替代不但能小幅提升最终销售的综合货值更能显著提升产品盈利能力，行业格局和盈利能力的双重红利有望在下半年开始释放。

2) 市场对雪峰在民爆行业的 α 优势有所低估。我们认为，相对于供给侧改革对行业龙头的普惠性，雪峰的 α 则具备唯一性。民爆行业因关乎国民安全，供需关系存在浓厚的区域性约束，普遍“划地为王”，为业绩弹性奠定基础。公司坐拥最强 α 新疆，两大下游“矿山+基建”潜力巨大，或迎量价共振：1) 碳中和导致国内煤炭紧俏加剧，保供产能亟待释放，新疆预计“十四五”期间产能增幅 60% 以上，弹性有望领跑全国；2) 新疆自治区“十四五”规划和新疆生产建设兵团“十四五”规划均提出统筹传统和新型基础设施建设，兵团更是提出固定资产投资年均增长 15%，新一轮基建拐点可期。

股价表现的催化剂

新疆煤炭产量增长超预期，新疆基建投资增速超预期

核心假设风险

新疆煤炭产量增长低于预期，新疆基建投资增速低于预期，重组进度不及预期

目录

1. 忽视的新疆民爆龙头，蝶变进行时	6
2.“能源危机+基建发力”奠定最强 α，供给侧改革助力弹性加码	8
2.1 供给侧改革再加码，有望坐享龙头红利	8
2.2 新疆区域 α 优势显著，“矿山+基建”需求有望共振	13
3.“ LNG 投产+国企改革红利”铸就新增长极	16
3.1 LNG 一期投产元年，利润新增长点发力伊始	16
3.2 拟收购玉象胡杨，国企改革红利释放在即	20
4 . 盈利预测与估值	26
4.1 主营业务拆分	26
4.2 盈利预测与估值	27
5 . 风险提示	28

图表目录

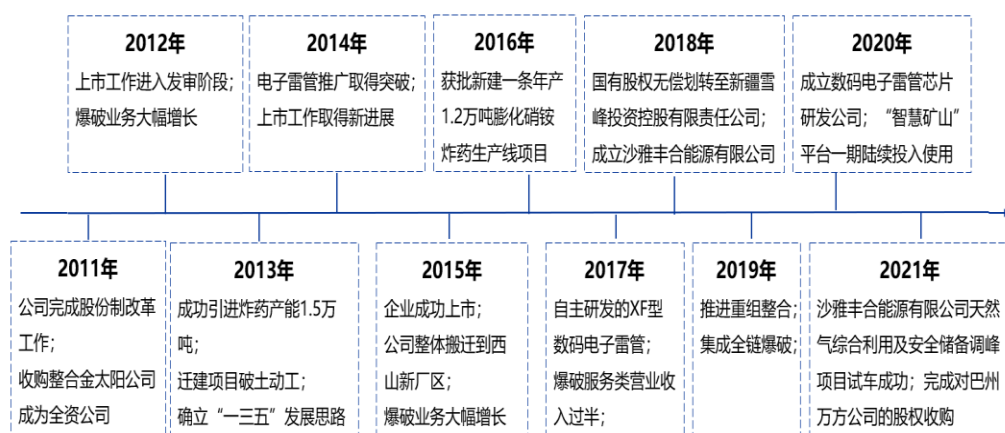
图 1：公司发展历程梳理.....	6
图 2：公司股权结构（截止 2022 年一季报）.....	6
图 3：公司历史主营业务结构图.....	7
图 4：2021 年公司营收结构图.....	7
图 5：公司历史分业务毛利结构图.....	7
图 6：公司历史毛利率图.....	7
图 7：民爆行业产业链示意图.....	8
图 8：民爆行业主管部门.....	9
图 9：2014-2021 中国民爆生产企业累计完成生产总值情况（单位：百万元）..	10
图 10：2015 年民爆行业 CR15 生产总值占比.....	10
图 11：2020 年民爆行业 CR15 生产总值占比.....	10
图 12：2021 年中国各类工业雷管产量占比.....	12
图 13：2021 年中国各类工业雷管销量占比.....	12
图 14：公司营收按地区分类（单位：百万元）.....	12
图 15：公司工业炸药许可产能、产能利用率（单位：吨）.....	12
图 16：公司工业雷管许可产能、产能利用率（单位：万发）.....	13
图 17：公司工业索类许可产能、产能利用率（单位：万米）.....	13
图 18：2020 年中国工业炸药下游应用结构占比情况.....	13
图 19：新疆固定投及基建增速情况.....	15
图 20：新疆固投增速全国排名情况.....	15
图 21：新疆总投资、计划完成投资情况（单位：百万元）.....	16
图 22：新疆单项目平均总投资、重点项目情况（单位：百万元；个）.....	16
图 23：2020 年我国二氧化碳消费结构.....	16
图 24：2020 年全球一次能源消费结构.....	16
图 25：我国天然气表观消费量.....	17
图 26：近一年 LNG 价格变动情况（元/吨）.....	17
图 27：我国 LNG 产量及增速（单位：万吨；%）.....	17
图 28：2021 年中国各地区液化天然气产量占比.....	18
图：年中国液化天然气产量前十地区（单位：万吨）.....	

图 30：丰合能源营业收入与净利润历史情况（单位：百万元）	19
图 31：丰合能源 LNG 项目销量（单位：万吨）	19
图 32：玉象胡杨近三年营业收入结构变动	21
图 33：2021 年玉象胡杨主营业务收入结构	21
图 34：我国三聚氰胺消费市场行业分布	21
图 35：2017 年以来我国三聚氰胺年度需求情况	21
图 36：玉象胡杨三聚氰胺营收（单位：百万元）	23
图 37：玉象胡杨硝酸铵营收（单位：百万元）	23
图 38：玉象胡杨复合肥营收（单位：百万元）	24
图 39：玉象胡杨尿素营收（单位：百万元）	24
图 40：玉象胡杨主要产品销量情况（单位：万吨）	24
图 41：玉象胡杨主要产品单价情况（单位：元/吨）	24
图 42：公司与玉象胡杨营业收入对比（单位：百万元）	25
图 43：交易前后公司盈利能力变动（单位：百万元）	25
表 1：雪峰科技盈利与市值增长情况（单位：百万元）	8
表 2：电子雷管政策复盘	11
表 3：新疆煤炭资源开发布局（亿吨，%，万吨/年）	14
表 4：丰合能源股权结构	19
表 5：玉象胡杨收购方案	20
表 6：截至 2021 年第 51 周我国三聚氰胺主要厂家产能、市场占有率情况（单位：万吨）	22
表 7：主营结构拆分	26
表 8：民爆领域可比公司过去三年平均 PE 估值（TTM）	27
表 9：LNG 领域可比公司估值	27
表 10：化工领域可比公司估值	28

1. 忽视的新疆民爆龙头，蝶变进行时

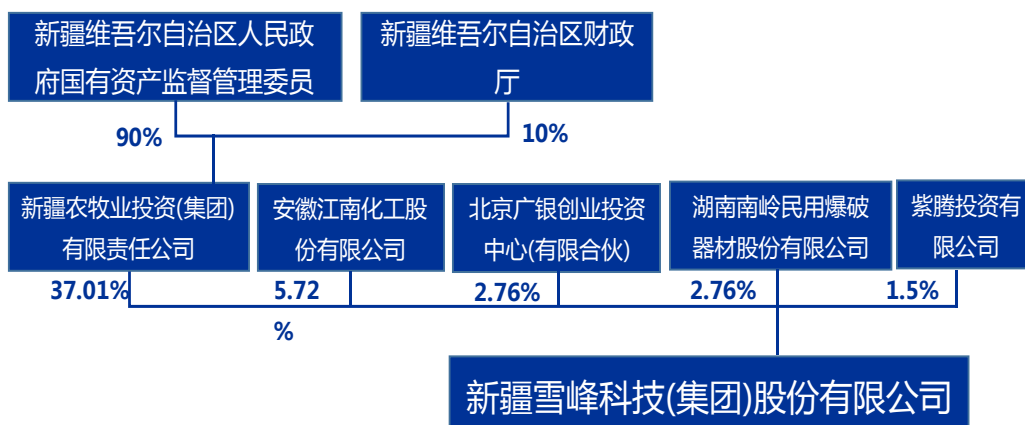
老牌新疆民爆龙头，背靠当地国资委。雪峰科技主营专注民爆六十载，系新疆区域内的绝对龙头。公司前身是始建于1958年的新疆煤矿化工厂，2001年改制为国有独资公司，2002年改制为有限责任公司，2011年12月整体改制为股份有限公司。2015年5月15日，公司成功在上海证券交易所挂牌上市。目前，新疆农牧业投（集团）有限责任公司为公司第一大股东，持股比例为37.01%，新疆国资委为公司实际控制人，是典型的国有企业。

图 1：公司发展历程梳理



资料来源：公司官网，申万宏源研究

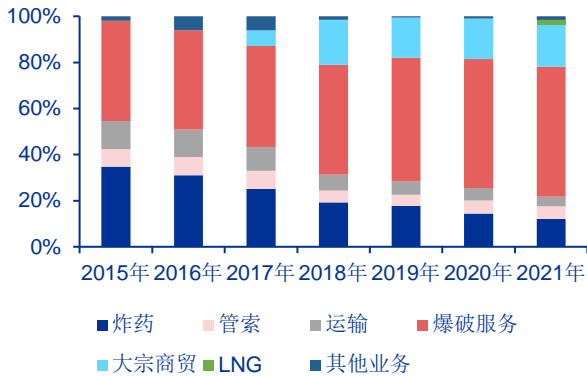
图 2：公司股权结构（截止 2022 年一季报）



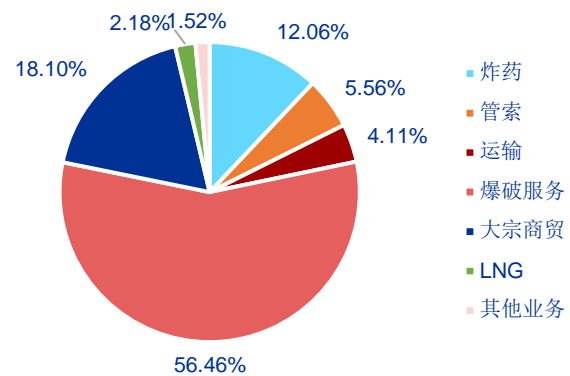
资料来源：公司公告，申万宏源研究

以民爆业务为基石，立足区域优势，积极完成产业链一体化布局。公司老牌主业为工业炸药、雷管、索类等民用爆炸物品的研发、生产、销售、配送，以及为客户提供爆破工程整体解决方案等相关服务。近年来，公司开始立足区域优势，积极向产业链上下游延伸，

上游拓展了硝酸铵生产企业天然气管输服务与 LNG 业务，下游进一步推进了民爆一体化服务。按产品结构分，公司主要业务范畴包括炸药、管索、爆破、运输、大宗商贸、LNG 及其他。其中炸药、管索、爆破、运输直接与民爆业务挂钩；LNG 指于 2021 年 11 月投产的新疆阿克苏天然气综合利用及安全储备调峰项目（一期），定位为城镇居民用气、LNG 加气站和“煤改气”等企业提供可靠气源保障。

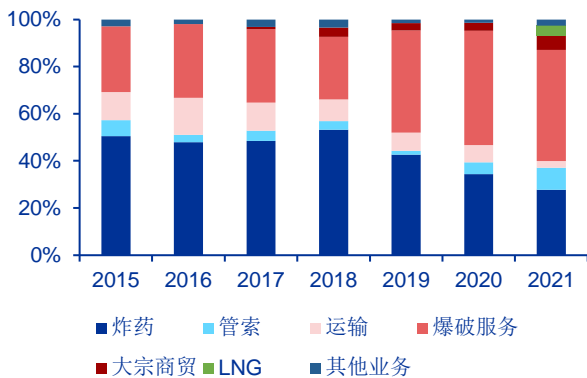
图 3：公司历史主营业务结构图


资料来源：WIND，申万宏源研究

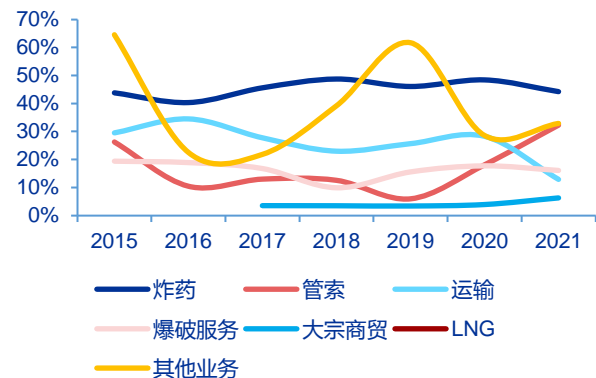
图 4：2021 年公司营收结构图


资料来源：WIND，申万宏源研究

民爆业务依然是公司绝对主业，LNG 业务追赶趋势清晰。截止 2021 年，炸药、管索、爆破服务、运输、大宗商贸、LNG 分别贡献公司 12.06%、5.56%、56.46%、4.11%、18.10%、2.18% 的收入，其中民爆相关业务占比达 78.19%。从毛利率看，公司综合毛利率为 19.21%，其中炸药、管索、LNG 盈利能力占优，分别达到 44.22%、32.31%、38.87%；爆破服务略低于公司整体水平，为 16.06%；大宗贸易盈利能力并不高仅为 6.26%，考虑 LNG 项目于 2021 年底刚投产，预计 2022 年起将为公司贡献可观利润，成为最主要的增长点之一。

图 5：公司历史分业务毛利结构图


资料来源：WIND，申万宏源研究

图 6：公司历史毛利率图


资料来源：WIND，申万宏源研究

定位“化工+能源”双轮驱动，蝶变进行时。从公司上市后的表现看，我们认为相对股价层面的大幅波动，公司的稳健增长性却被市场所低估，复盘看，2015-2021年公司收入从8.59亿元增长到26.06亿元，涨幅超过203%，年均复合增速达到20%，归母净利润从0.95亿元增长到1.46亿元，涨幅超过53%，年均复合增速达到7%。当下，适逢国企改革三年行动收官年，公司战略规划下的“化工+能源”双轮驱动雏形初现：一方面，民爆领域一体化布局迎来蝶变时刻，老牌主业产业政策、区域红利共振将至，同时从产业链延伸视角，收购玉象胡杨计划已获国资委批复并收到《中国证监会行政许可申请受理单》，有望使公司业绩实现跃升；另一方面，公司积极响应国家“双碳”政策，依托新疆丰富的天然气资源，在原有天然气管输业务基础上，开启LNG布局，一期建设的LNG项目实现投产运行后2022年为放业绩元年。我们判断，公司新一轮拐点已至。

表 1：雪峰科技盈利与市值增长情况（单位：百万元）

指标	2015	2021	年均复合增速	涨幅
收入	859	2606	20.32%	203.38%
归母净利润	95	146	7.42%	53.68%
指标	2015/5/15	2022/6/23	年均复合增速	涨幅
市值（分别选取 2015/5/15、2022/6/23 两个时间节点）	2361	5811	13.73%	146.12%

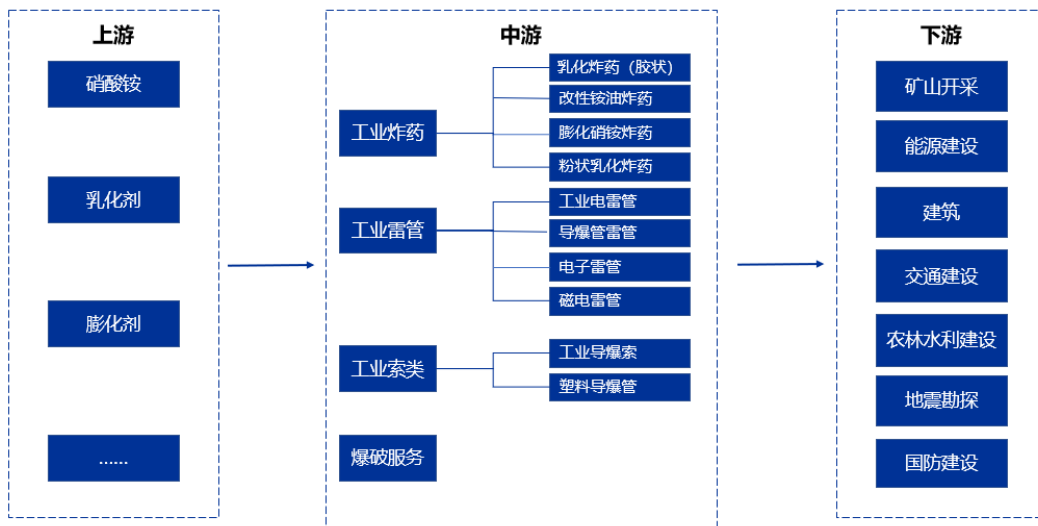
资料来源：WIND，申万宏源研究

2. “能源危机+基建发力”奠定最强 α ，供给侧改革助力弹性加码

2.1 供给侧改革再加码，有望坐享龙头红利

民爆行业，隐形的国民经济基石。民爆行业主要包括民用爆破器材的生产、销售和爆破工程服务三大业务。民爆行业产业链明晰，上游是以硝酸铵、乳化剂和膨化剂为代表的一系列原材料；下游广泛应用于矿山开采、能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、地震勘探及国防建设等领域。因为其在资源开发和基础设施建设领域具有不可替代的作用，素来被称作“能源工业的能源，基础工业的基础”。

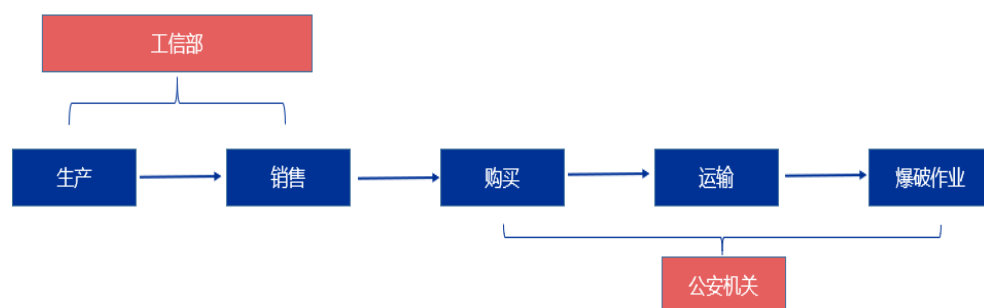
图 7：民爆行业产业链示意图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

行业管控程度高，许可证制度构建天然壁垒。我国对民用爆炸物品的生产、销售、购买、运输和爆破作业实行严格的许可证制度。根据 2006 年 9 月 1 日实施的《民用爆炸物品安全管理条例》，我国民用爆炸物品行业的主管部门为国防科技工业主管部门和公安机关。其中国防科技工业主管部门负责民用爆炸物品生产、销售的安全监督管理；公安机关负责民用爆炸物品的公共安全管理 and 民爆器材产品的购买、运输、爆破作业的安全监督管理，监控民用爆炸物品的流向。2008 年 3 月，根据国务院公布并实施的《关于国务院机构改革的决定》，国防工委除核电管理以外的职责划入工信部，因此，工信部成为民用爆炸物品生产和销售的行业主管部门。

图 8：民爆行业主管部门



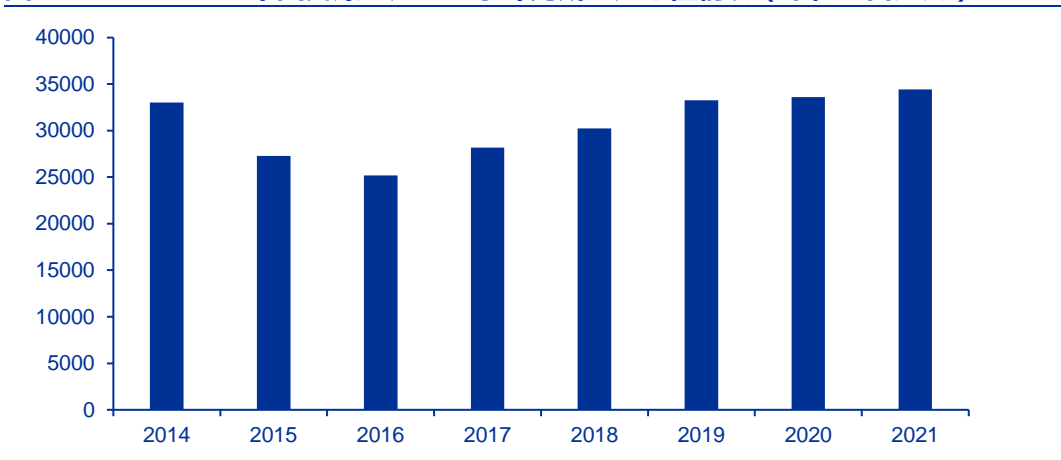
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

行业约束使得民爆行业呈现区域性特征，“划地为王”比较普遍。一方面，民用爆炸物品，尤其是工业炸药产品属于危险化学品，涉及公共安全，因此国家对民用爆炸物品的生产、销售、运输、存储、使用等均采取了严格的管制措施；另一方面，由于民用爆炸物

品安全管理及运输成本较高，其大范围、远距离经营能力受到了较大限制。上述两点的存在使得我国民爆产品市场区域化特征明显、生产企业规模小数量多，且行业内企业竞争范围一般局限在各自所在省份，市场区域化色彩浓厚。

行业发展稳中有进，集中度和产能利用率仍有大幅改善空间空间。近年来，民爆行业产值增速有所放缓，但依然稳中有进。根据中国爆破器材行业协会数据，2016-2021 年，民爆行业生产总值年均复合增速为 6.45%。2021 年，民爆行业生产企业完成生产总值 344.38 亿元，同比增长 2.53%；实现利润总额 53.86 亿元，同比增长 1.80%。但从行业格局而言，我国民爆行业仍面临集中度低、产能过剩的特点，近年来随着政策鼓励，格局正稳步改善。2020 年工业炸药产能前 15 名的企业集团约占行业总产能的 56.8%，比 2015 年增长了 7 个百分点；2020 年工业雷管产能前 15 名的企业集团约占行业总产能的 69.1%，比 2015 年增长了 3 个百分点。截止 2020 年，工业炸药全国许可年产能 540 万吨，实际生产炸药 448 万吨，平均产能利用率 83%；工业雷管安全许可年产能约 29 亿发，实际产量 9.56 亿发，平均产能利用率仅 33%，集中度和产能利用率仍有大幅可改善空间。

图 9：2014-2021 中国民爆生产企业累计完成生产总值情况（单位：百万元）



资料来源：中国爆破器材行业协会，申万宏源研究

图 10：2015 年民爆行业 CR15 生产总值占比

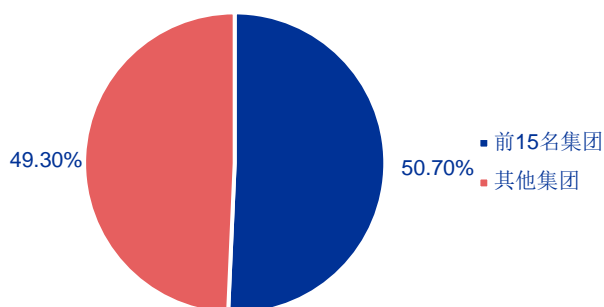
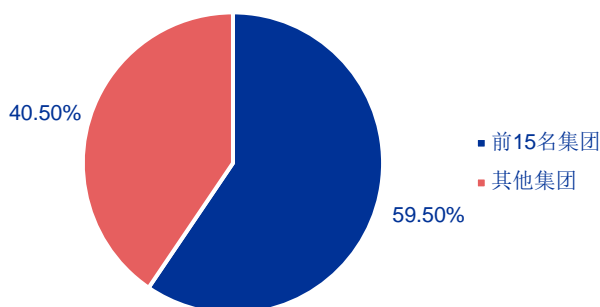


图 11：2020 年民爆行业 CR15 生产总值占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，申万宏源研究

资料来源：中国爆破器材行业协会，申万宏源研究

十四五政策再加码，行业供给侧改革加速深化。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》从推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构、推动企业转型四个方面部署以下工作：一是加快企业重组整合步伐，按照“政府引导、企业自愿”的原则，鼓励企业重组整合。在行业政策上，向排名前十位的企业倾斜，以支持优势企业并购重组，支持企业间联优并强，提升产业集中度。同时，通过重组整合，更好地发挥企业集团安全生产责任主体的作用，建强安全管理队伍，配强安全专业人才，充分运用信息化手段，切实强化内部安全管理，更直接、更有效地提升企业安全管理效能。二是统筹考虑市场、安全、环境等政策要素，进一步优化产能布局，除对重组整合、撤线拆点等给予支持政策外，一律不新增传统民爆物品的许可产能。加强各项支持政策的协调和落实，指导地方和企业按照市场需求，调整产能布局，使区域市场供需趋于平衡。三是进一步优化产品结构，2022年全面推广工业数码电子雷管，继续压减包装型工业炸药许可产能，稳步提升企业现场混装炸药许可产能占比。四是积极推动科研、生产、爆破服务“一体化”，加快推广现场混装作业方式，促进民爆企业由“生产销售型”向“服务型制造”转变，即由“卖产品”向“卖服务”转变。

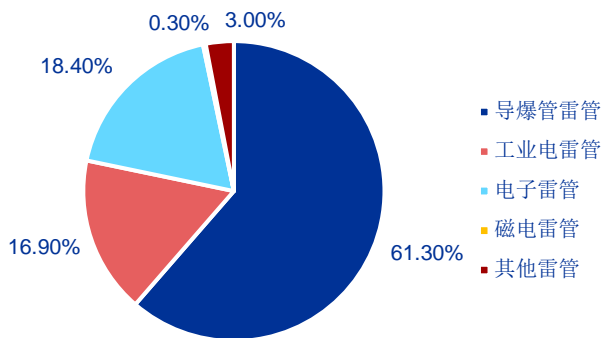
表 2：电子雷管政策复盘

时间	文件	主要内容
2018.11	《关于推进民爆行业高质量发展的意见》	加大对数码电子雷管的推广应用力度，鼓励雷管生产企业重组整合，实施撤点并线，化解普通雷管产能过剩。将普通雷管转型升级为数码电子雷管的，按 10：1 比例将普通雷管产能置换为数码电子雷管产能；对于拆除基础雷管生产线的，拆除部分产能置换比例调整为 5：1；对拆除整条雷管生产线的，拆除部分产能置换比例调整为 3：1；对于撤销生产厂点的，撤销部分产能置换比例调整为 2：1。
2018.12	关于贯彻执行《工业电子雷管信息管理通则》有关事项的通知	各地公安机关、民爆行业主管部门要以贯彻落实《通则》为契机，结合正在开展打击整治枪爆违法犯罪专项行动，联合相关部门和行业协会，大力推广应用电子雷管，确保实现 2022 年电子雷管全面使用的目标。
2021.12	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	全面推广工业数码电子雷管，除保留少量产能用于出口或其它经许可的特殊用途外，2022 年 6 月底前停止生产、8 月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管。

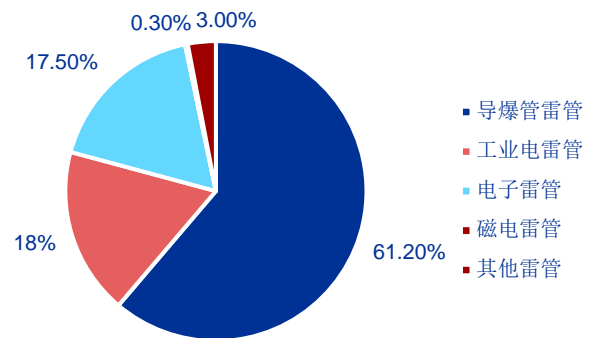
资料来源：政府网站，申万宏源研究

数码电子雷管政策落地节点已至，行业格局和盈利能力有望双升。从《规划》实际力度来看，我们判断关于数码电子雷管的政策对产业的直接格局影响最大，其中明确提出“严格执行工业雷管减量置换为工业数码电子雷管政策，全面推广工业数码电子雷管，除保留少量产能用于出口或其它经许可的特殊用途外，2022 年 6 月底前停止生产、8 月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管”。按照工信部在《工业和信息化部关于推

进民爆行业高质量发展的意见》中提出，将普通雷管转型升级为数码电子雷管的，按 10 : 1 比例将普通雷管产能置换为数码电子雷管产能；对于拆除基础雷管生产线的，拆除部分产能置换比例调整为 5 : 1；对拆除整条雷管生产线的，拆除部分产能置换比例调整为 3 : 1；对于撤销生产厂点的，撤销部分产能置换比例调整为 2 : 1。电子雷管相对于导爆管雷管等普通雷管，在安全管理、使用安全和提高爆破效果等方面均具有明显优势。根据中国爆破器材行业协会数据，2021 年我国电子雷管仅占产量和销量的 18.4%和 17.5%，若政策落地对行业供需格局的影响可称之为颠覆式。因此，我们测算电子雷管的替代不但能小幅提升最终销售的综合货值（通常电子雷管的单价是传统雷管的 3-5 倍，但用量也会减少 2/3 左右）更能显著提升产品盈利能力（预计毛利率有望较传统雷管翻倍）。目前 630 已至，行业格局和盈利能力的双重红利有望在下半年开始释放。

图 12：2021 年中国各类工业雷管产量占比


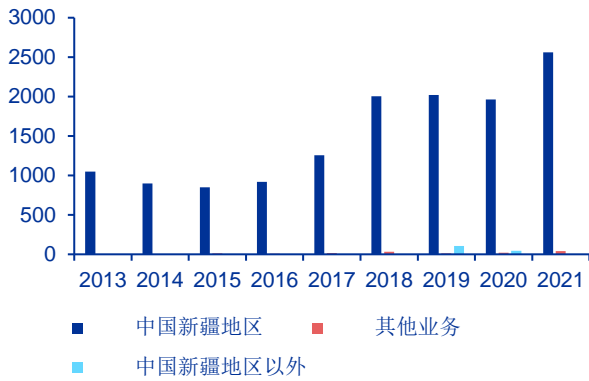
资料来源：中国爆破器材行业协会，申万宏源研究

图 13：2021 年中国各类工业雷管销量占比


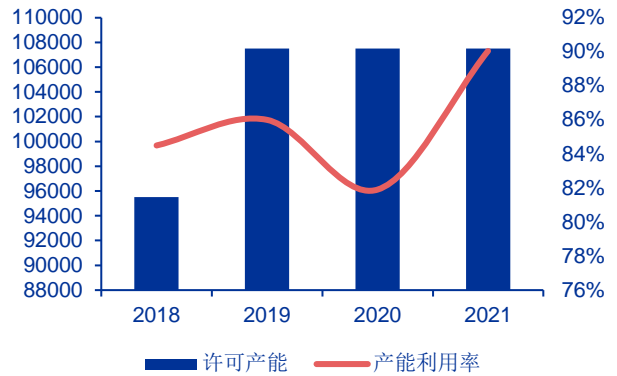
资料来源：中国爆破器材行业协会，申万宏源研究

新疆区域龙头地位夯实，有望坐享政策红利。公司是新疆自治区生产规模最大、产业链最完整的民爆行业龙头企业。目前公司拥有工业炸药许可产能 10.75 万吨，工业电子雷管产能 1900 万发（考虑置换）、工业索类 6200 万米（其中工业导爆索产能 1200 万米）。其中除工业炸药市占率在 30%以上，雷管和导火索在疆内几乎处于寡头地位，产业链优势明显，是这一轮雷管政策的核心受益者，未来伴随供给侧改革的持续推进，有望优先卡位区域政策红利。

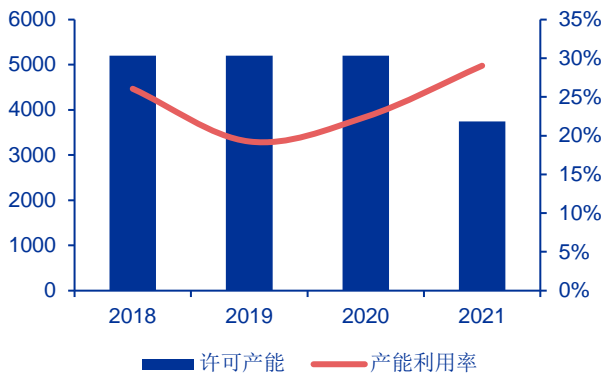
图 14：公司营收按地区分类（单位：百万元）
图 15：公司工业炸药许可产能、产能利用率（单位：吨）



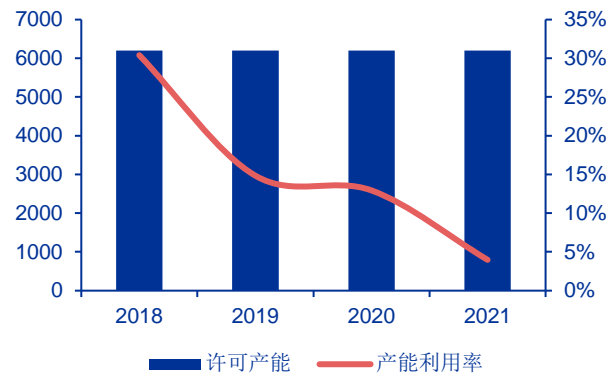
资料来源：WIND，申万宏源研究



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 16：公司工业雷管许可产能、产能利用率（单位：万发）
图 17：公司工业索类许可产能、产能利用率（单位：万米）


资料来源：WIND，申万宏源研究

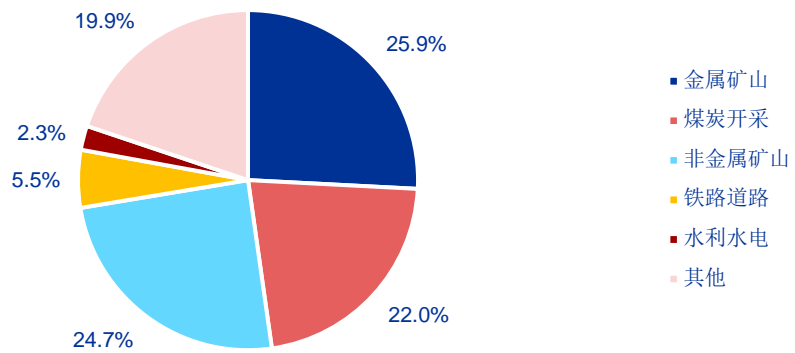


资料来源：WIND，申万宏源研究

2.2 新疆区域 α 优势显著，“矿山+基建”需求有望共振

新疆区域 α 优势显著，“矿山+基建”需求有望共振。民爆行业下游约 70%应用于矿山开采，剩余则主要与基础设施建设相关。正如此前提到，民爆行业的“区域为王”造成了不同省份供需关系有所差异且具有独立性。新疆地缘优势突出，口岸众多，是丝绸之路经济带核心区和亚欧交通枢纽中心，我国向西开放的桥头堡。同时，区域内矿产资源丰富，种类全、储量大，是我国西电东送、西气东输、西煤东运的重要基地。2021 年，内蒙、山西、新疆、四川和辽宁 5 个省份工业炸药年产量超过 25 万吨，新疆位居第三，是典型的民爆大省。我们判断，十四五期间，新疆大规模的煤炭、矿山和铁路公路建设将显著提速，公司有望充分受益。

图 18：2020 年中国工业炸药下游应用结构占比情况



资料来源：中国爆破器材行业协会，申万宏源研究

1) 矿山开采：

新疆为我国重要矿山开采区域，民爆需求天然禀赋突出。新疆矿产资源丰富，种类全、储量大，全国已发现的 162 个矿种中，新疆有 122 种。其中，铍、白云母、钠硝石、陶土、蛇纹岩、蛭石矿居全国首位，锰、铬、钽、铯、自然硫、菱镁矿、泥灰岩、铸造石辉绿岩、水泥配料用泥岩、玻璃脉石英等 10 种矿产居西北地区首位，有较大的金矿 16 处，为民爆需求打开天然空间。

国内煤炭保供承压，新疆产能扩张弹性领跑。“碳中和”背景下，国内煤炭产能进入供需错配期：一方面，国内煤炭产能加速退出，同时，新刑法修正案压制煤矿超产；另一方面，新能源和过渡能源供给增长仍需时间，即便部分煤炭核增产能释放仍难改中期 3-5 年供给紧张状态。此外，进口端与中国相关国际主要煤炭生产主体产量整体大幅下滑，无法弥补该缺口，煤炭供给紧缺局面正全球化，预计 22-25 年国内供给缺口逐年扩大，保供紧迫性显著提升将促使政策开始加码。2022 年 5 月新疆维吾尔自治区政府印发《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》，规划新疆“十四五”煤炭产业目标为产能 4.6 亿吨/年以上，产量 4 亿吨/年以上。我们预计“十四五”期间新疆新增煤炭产能合计 1.64 亿吨，产能增幅 60%以上，公司坐拥新疆区位，民爆业务需求弹性有望领跑全国。

表 3：新疆煤炭资源开发布局（亿吨，%，万吨/年）

地区	煤种	累计查明资源量(亿吨)	资源量占比 (%)	“十四五”新增产能(万吨/年)	
准噶尔区	昌吉州 塔城地区	长焰煤、不粘煤、弱粘煤	2747	61%	5860 480
吐哈区	吐鲁番市 哈密市	长焰煤、不粘煤	1407	0.31	2100 6500
库拜区	阿克苏地区	气煤、瘦煤、焦煤		%	

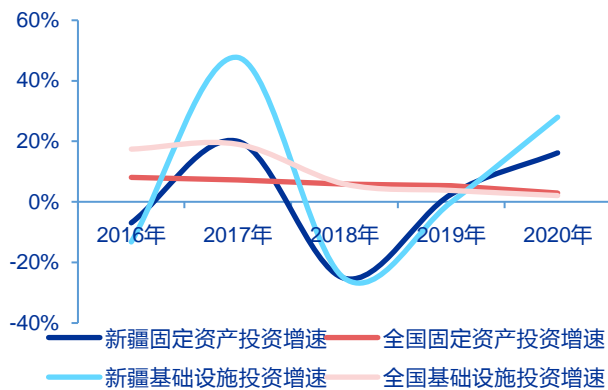
伊犁区	伊犁州	长焰煤、不粘煤	273	0.06	800
	巴州				120
巴州及南疆三地州	卡达希区	长焰煤、不粘煤	26	1%	120
	和田地区				60
合计			4499	100%	16420

资料来源：煤炭工业网，申万宏源研究

2) 基建投资：

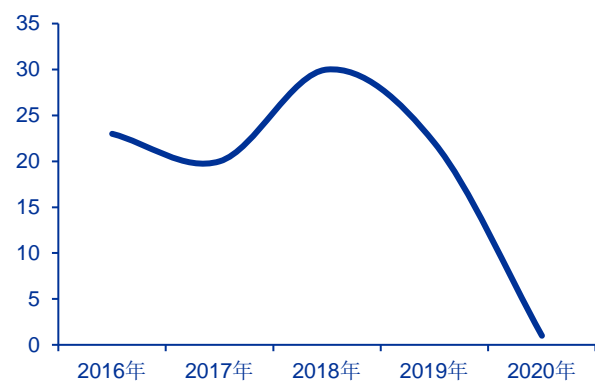
新疆战略地位重要，但近年来基础设施建设发展缓慢。作为我国交接邻国最多、民族成份最全的省级行政区，新疆自治区具有重要的战略地位。一方面，新疆自治区与中亚、南亚、西亚及欧洲共八个国家接壤，是我国西北的战略屏障，对维护国家安全起着重要作用。另一方面，新疆自治区是我国丝绸之路经济带的核心区、西部大开发的重点地区、向西开放的桥头堡，现有 20 个国家一类口岸，包括 17 个边境陆路口岸、3 个航空口岸，区位优势突出。但“十三五”期间，新疆固定资产投资节奏较慢，具体来看，2016~2020 年，新疆自治区固定资产投资（不含农户）和基础设施投资增速均呈较大波动状态，除 2017 年和 2020 年外，其他年份的同比增速均显著低于全国平均水平，部分年份甚至出现较大幅度负增长，投资对自身经济的拉动效应不强。我们认为，这主要因为期间新疆自治区以社会稳定和长治久安为首要工作目标，且本身财政造血能力较弱。

图 19：新疆固定投及基建增速情况



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 20：新疆固投增速全国排名情况

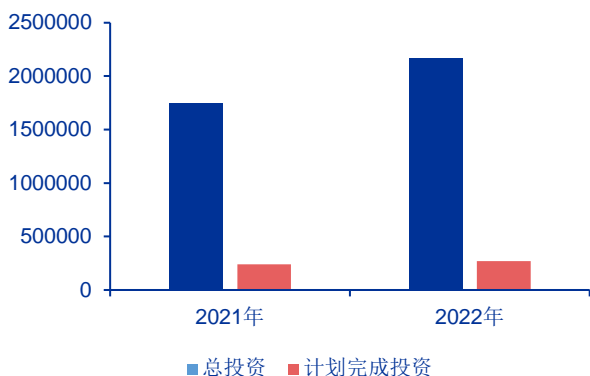


资料来源：WIND，申万宏源研究

十四五疆内基建有望再提速，民爆业务放量可期。“十四五”伊始，新疆自治区将经济发展放在重要位置，新疆生产建设兵团“十四五”规划更是提出了明确的经济发展目标：期间兵团生产总值年均增长 7% 以上，固定资产投资年均增长 15%。同时，新疆自治区“十四五”规划和新疆生产建设兵团“十四五”规划均提出统筹传统和新型基础设施建设，加大基础设施领域补短板力度，发挥政府投资的撬动作用，并围绕交通、水利、能源和通信领域实施一大批重点项目，基础设施投资或将成为新疆自治区经济发展的贡献主力。根据政府工作报告，今年新疆计划实施重点项目 370 项，总投资达到 2.17 万亿元。与 2021 年相比，年新疆重点项目增加 个，总投资增加 亿元，年度计划投资增加

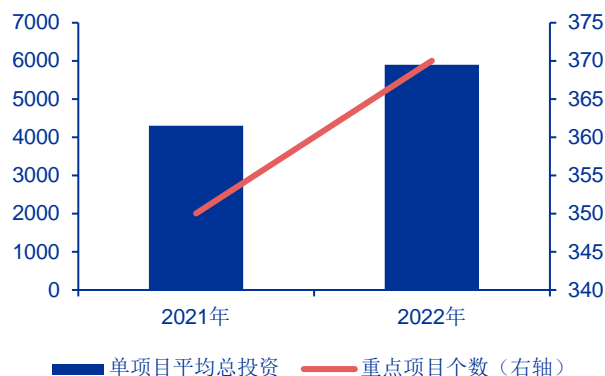
亿元。同时，单个项目平均总投资较 2021 年增加 16 亿元，达到 59 亿元。考虑涉及的水利、交通、能源、产业项目为民爆主要下游，我们估算对应重点项目投资约 1.84 万亿，新一轮基建拐点有望与公司民爆业务发展形成共振。

图 21：新疆总投资、计划完成投资情况（单位：百万）



资料来源：新疆维吾尔自治区人民政府新闻办公室，申万宏源研究

图 22：新疆单项目平均总投资、重点项目情况（单位：百万元；个）



资料来源：新疆维吾尔自治区人民政府新闻办公室，申万宏源研究

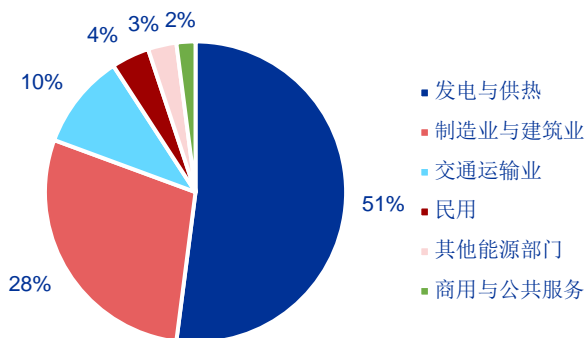
3. “LNG 投产+国企改革红利”铸就新增长极

3.1 LNG 一期投产元年，利润新增长点发力伊始

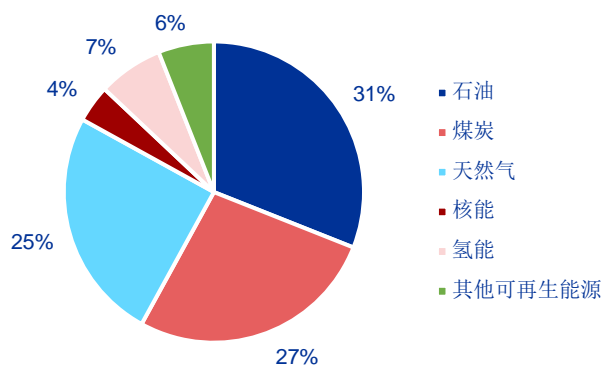
天然气代替煤和石油是通往碳中和的必经之路。我国温室气体排放主要来自发电供热、制造业和建筑业，分别占比约 51%、28%。按大类行业来看，能源行业始终为我国最主要的二氧化碳排放大户。背后深层次原因是由于我国资源禀赋“富煤、贫油、少气”，煤炭长期以来是我国能源消费的主体，占 2020 年能源消费总量的 57%，这导致我国二氧化碳排放量稳居世界第一，降低煤炭在能源中的消费比例是实现碳达峰的当务之急。同时，我们必须意识到，虽然长期来看，大力发展非化石能源是实现碳中和的最终路径，但是若着眼短期，风能和太阳能等非化石燃料替代品还处于相对早期阶段，技术发展不成熟，供应不稳定且成本较高。而天然气做为最清洁的化石能源，单位热值碳排放量，仅为原煤的 61%，原油的 77%。相比于非化石能源，在供应稳定性和获取成本方面具有较大的优势，因此若要在中短期内减缓碳排放的上升速度乃至碳达峰，在发展非化石能源的同时，也必须大力推动天然气的使用。

图 23：2020 年我国二氧化碳消费结构

图 24：2020 年全球一次能源消费结构



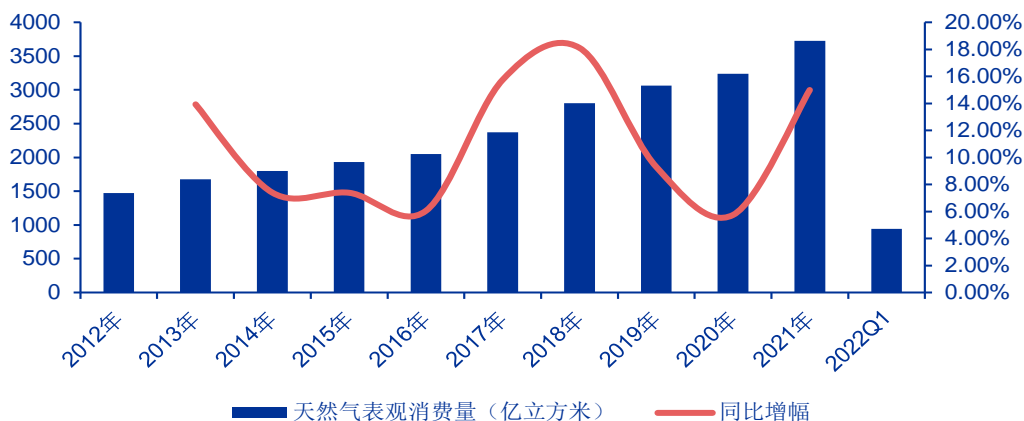
资料来源：WIND，申万宏源研究



资料来源：WIND，申万宏源研究

中国天然气消费量高增长趋势大概率延续。在能源结构调整的大背景下，中国多年来天然气消费数据维持高增长，即使疫情期间也保持了 5% 以上增速，成为全球多年天然气消费持续高增长的主要经济体之一。根据《中国“十四五”天然气消费趋势分析》的预测，由于能源转型的任务依然繁重，天然气将承担重要桥梁作用，预计 2025 年消费量可以达到 4200 亿方以上，2035 年可以达到 6000 亿方以上。

图 25：我国天然气表观消费量

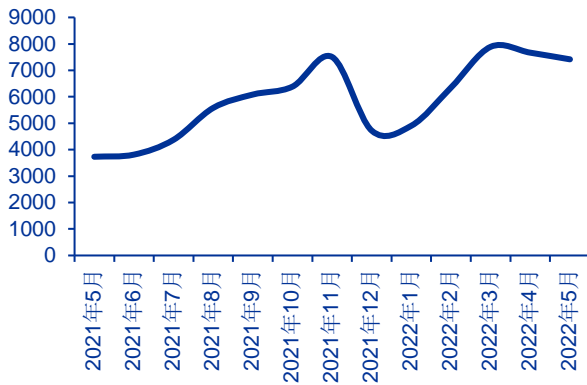


资料来源：WIND，申万宏源研究

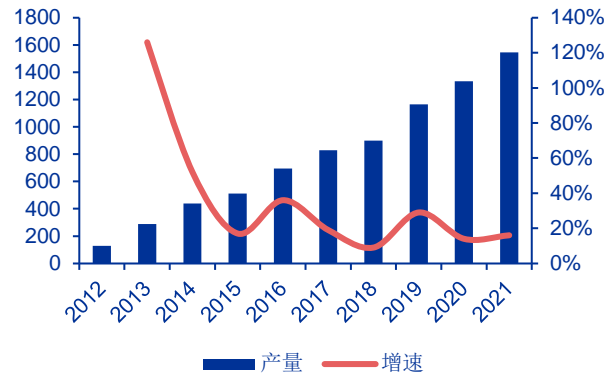
LNG,碳中和背景下举足轻重的过渡能源。液化天然气,简称 LNG(Liquefied Natural Gas),是天然气经压缩、冷却至-161.5℃后,形成的无色、无味、无毒且无腐蚀性的液态天然气。其体积约为同量气态天然气体积的 0.16%,质量仅为同体积水的 45%,因而相较于管道气运输更为灵活。在碳中和背景下,天然气作为过渡能源有着举足轻重的作用,而更灵活的装载运输方式也使得 LNG 需求逐年上升,行业发展前景乐观。

图 26：近一年 LNG 价格变动情况 (元/吨)

图 27：我国 LNG 产量及增速 (单位：万吨；%)

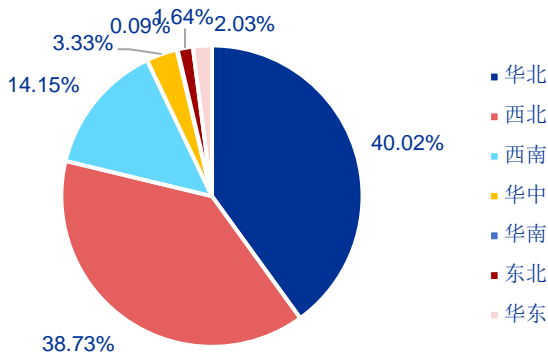


资料来源：WIND，申万宏源研究

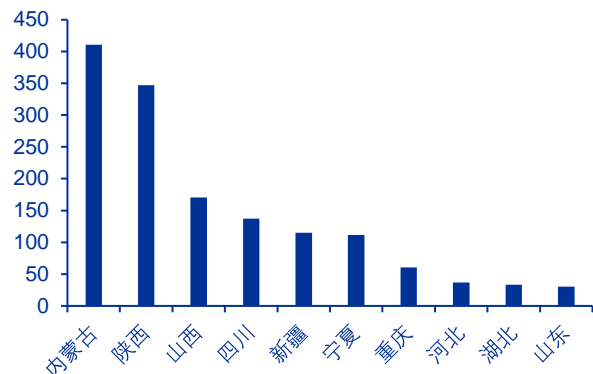


资料来源：WIND，申万宏源研究

新疆天然气资源丰富，是我国天然气储备要地。新疆已探明天然气资源量 17.5 万亿立方米，占全国的 28%，被定位为我国西气东输的战略要地，2021 年，新疆液化天然气总产量 114 万吨，居全国第五位。此外，新疆虽然距离天然气消费市场远，但地广人稀，可用于油气勘探和工业用地的资源相对丰富，地产油气就近加工，原料成本较低，导致新疆石化企业大多产品链长，产品依存度高。

图 28：2021 年中国各地区液化天然气产量占比


资料来源：WIND，申万宏源研究

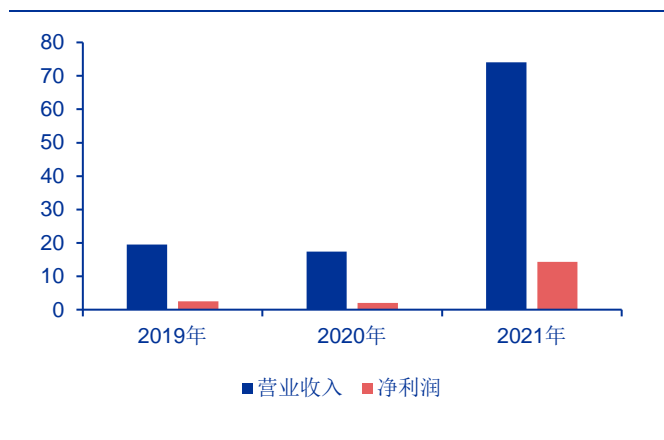
图 29 2021 年中国液化天然气产量前十地区(单位：万吨)


资料来源：WIND，申万宏源研究

一步一脚印，稳健加速布局天然气领域。2018 年，公司与四川金象赛瑞化工公司、玉象胡杨化工公司、沙雅县振兴国有资产投资公司共同投资，成立了沙雅丰合能源有限公司，占股 35%，开始尝试进军能源行业。首个项目主要经营天然气管道输送及销售等业务，旨在保障周边民生用气的同时为玉象胡杨化工在内的园区企业提供充足的油气支撑，从而保证雪峰科技原材料的充足供应。项目总投资 2.85 亿元，管线全长 97 公里，供气规模每年 10 亿立方米。2020 年 8 月，公司公告拟投资建设天然气综合利用及安全储备调峰项目（一期），进一步加大天然气领域布局。同年 12 月公司受让四川金象赛瑞化工股份有限公司持有的丰合能源股份，完成后公司持有丰合能源 .% 的股权。年公司进一步通过对丰合能源增资，将控股比例提升至 55%。

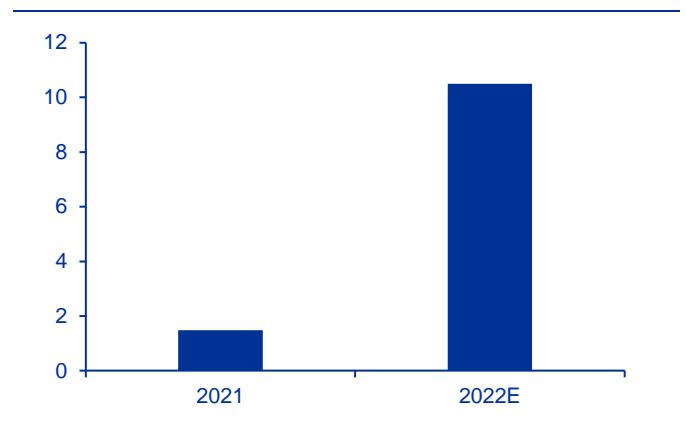
LNG 一期投产元年，将显著增厚公司利润。2021 年 11 月，LNG 项目一期正式投产，产能理论规模达 50 万吨，定位可为城镇居民用气、LNG 加气站和“煤改气”等企业提供可靠气源保障。根据公开新闻采访披露，2022 年截至 5 月底，企业累计已生产 LNG 4.48 万吨，输送天然气 1.97 亿立方米，利润超过 1.25 亿元。相比去年投产时，每月生产 1.1 万吨 LNG，提高产量 3000 吨。我们预计，全年看即使考虑少数股东权益抵扣，LNG 盈利亦将超过民爆业务，成为公司新的利润增长大户。

图 30：丰合能源营业收入与净利润历史情况(单位：百万元)



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 31：丰合能源 LNG 项目销量(单位：万吨)



资料来源：WIND，申万宏源研究

中期盈利扩张路径清晰，增长可期。以更长视角看，我们认为公司能源业务仍然颇具看点：一方面，预计随着一期项目的如期投产运营，LNG 二期项目落地亦将推上日程，有望进一步提升公司盈利天花板。另一方面，值得一提的是，公司公告拟收购的标的资产玉象胡杨正是丰合能源的第二大股东，持股比例达 32%，若收购成功，公司对丰合能源持股比例将提升至 87%，这将减弱少数股东权益影响，进一步增厚公司并表归母净利润。

表 4：丰合能源股权结构

股东姓名或名称	出资额	出资比例
新疆雪峰科技(集团)股份有限公司	12,859.86 万元	55.00%
新疆玉象胡杨化工有限公司	7,482.29 万元	32.00%
四川金象赛瑞化工股份有限公司	1840.00 万元	7.87%
沙雅县振兴国有资产投资有限责任公司	1200.00 万元	5.13%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 拟收购玉象胡杨，国企改革红利释放在即

国企改革不断推进，三年行动即将收官。2020年6月30日召开的中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国有企业改革三年行动计划（2020-2022年）》。重点任务包括完善中国特色现代企业制度，推进国有经济布局优化和结构调整，积极稳妥深化混合所有制改革，健全市场化经营机制等，国企改革的目标、时间表、路线图进一步明确。今年恰逢国企改革三年行动收官之年，预计在二十大前后完成，未班车推进有望加速。

拟收购玉象胡杨，新疆国企改革再下一城。新疆国企改革三年行动整体完成率居全国上游，自治区制定了《关于进一步深化自治区国有企业改革的若干意见》等改革文件，着力构建上下联动、共同发展的国资监管“大格局”。作为自治区国资委直属国有集团单位，公司控股股东新疆农牧投亦积极着力于公司资产配置优化。2022年1月18日，公司发布《新疆雪峰科技（集团）股份公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，拟收购新疆农牧投等股东持有的玉象胡杨100.00%股权，拉开了自身国企改革序幕，截止目前该重组计划已获得国资委批复并收到《中国证监会行政许可申请受理单》的公告，按照传统经验，若重组推进顺利，进程落地已进入倒计时阶段。

表5：玉象胡杨收购方案

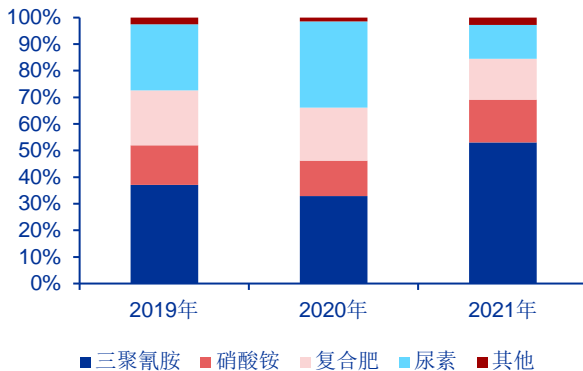
项目	内容
方案概述	拟通过发行股份及支付现金的方式，购买新疆农牧投、四川金象、合肥五丰、国衡壹号、阿克苏投资、沙雅瑞杨、眉山金桦、鑫发矿业、统众公司、三叶外贸、丁玲、沙雅城建投、金鼎重工、任虎、朱学前、周骏合计持有的玉象胡杨100.00%股权。本次交易完成后，玉象胡杨将成为上市公司的全资子公司。
交易对方	新疆农牧投、四川金象、合肥五丰、国衡壹号、阿克苏投资、沙雅瑞杨、眉山金桦、鑫发矿业、统众公司、三叶外贸、丁玲、沙雅城建投、金鼎重工、任虎、朱学前、周骏
支付方式	上市公司拟向沙雅瑞杨支付100%现金对价，向新疆农牧投、四川金象、合肥五丰、国衡壹号、阿克苏投资、眉山金桦、鑫发矿业、统众公司、三叶外贸、丁玲、沙雅城建投、金鼎重工、任虎、朱学前、周骏支付65%股权对价及35%现金对价
标的资产	玉象胡杨100%股权
交易对价	本次重组的交易对价为210,632.70万元
发行股份数	发行股份的数量为241,997,854股
发行对象	本次募集配套资金的发行对象为不超过35名特定投资者
发行股份调整后价格/转股价格	5.54元/股
方案实施后公司持股比例	玉象胡杨100%股权

资料来源：公司公告，申万宏源研究

玉象胡杨行业地位突出，上游资源成本优势明显。玉象胡杨主要基于天然气化工循环经济产业链模式从事三聚氰胺、硝基复合肥、硝酸铵、合成氨、尿素等产品的生产销售，系西北地区龙头企业。三聚氰胺、硝酸铵、复合肥和尿素四项产品，2021年分别占主营业务的.%、.%、.%、.%。相对于行业可比竞争对手，其最大优势在

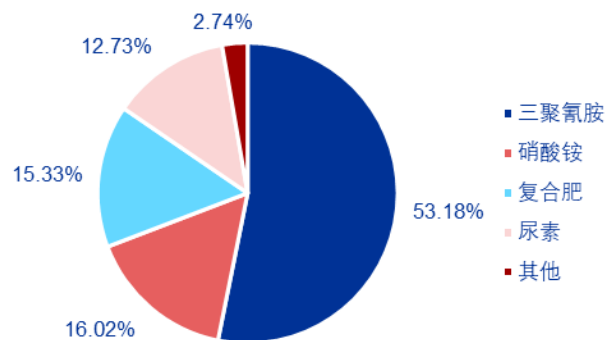
于所处地区靠近天然气气源，具有成本优势。新疆阿克苏地区天然气储量非常丰富，西气东输一线工程的主力气田克拉玛依 2 号气田就位于阿克苏北部山区，公司采购天然气具备成本优势；同时，由于玉象胡杨靠近天然气供气源头，气压充足，输气管道无需增压即可直接接入生产装置，有利于降低生产能耗。

图 32：玉象胡杨近三年营业收入结构变动



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 33：2021 年玉象胡杨主营业务收入结构

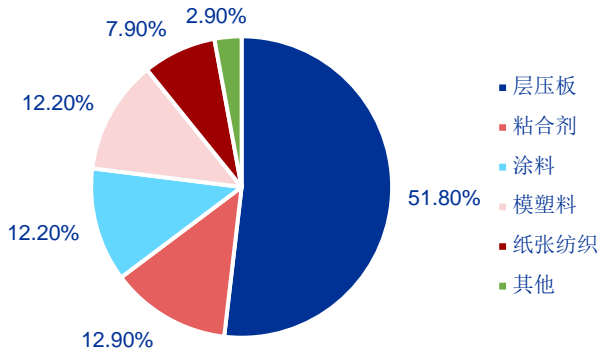


资料来源：WIND，申万宏源研究

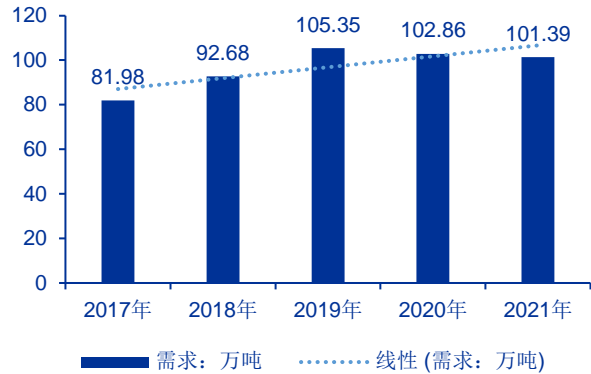
1) **三聚氰胺：国内绝对龙头，成本优势有望助力公司进一步扩展。**三聚氰胺以天然气或尿素为原材料进行生产，下游应用领域包括层压板、粘合剂、涂料、模塑料、阻燃剂等，广泛应用于木材、塑料、涂料、纺织行业、皮革、造纸等行业，相对而言和房地产需求更为挂钩。从行业空间看，目前行业已经进入稳步增长阶段，2018 年、2019 年消费量增长幅度都在 10% 左右，2020 年、2021 年受疫情、市场价格暴增等影响出现负增长，但下降幅度不大，且随着全球后疫情时代经济复苏、三聚氰胺下游应用市场拓展，三聚氰胺消费量增长空间仍大。从供给来看，近年来，随着行业落后产能淘汰、行业集中程度提高，根据百川盈孚统计数据 2021 年末我国三聚氰胺总产能降至 202.35 万吨，相比 2018 年减少产能 13.85 万吨，但产量增加至 151.79 万吨，产能利用率显著提高至 75%，行业供求格局得到明显改善。此外，三聚氰胺对成本较为敏感，当生产地距离原材料产地较近时，有利于原材料的便捷采购和稳定供应、降低三聚氰胺的生产成本、提高企业的盈利能力和竞争能力，因此资源布局对三聚氰胺生产企业的经营有较大影响。而其原材料天然气、煤炭在我国地理分布不均匀，天然气主要分布在新疆、四川等西部地区，煤炭主要分布在新疆、山东、河南等地。**玉象胡杨拥有产能 21 万吨，目前已居国内第一，考虑公司坐拥新疆地理优势在成本侧竞争力充足，后续存在进一步做大做强可能。**

图 34：我国三聚氰胺消费市场行业分布

图 35：2017 年以来我国三聚氰胺年度需求情况



资料来源：化工在线，申万宏源研究



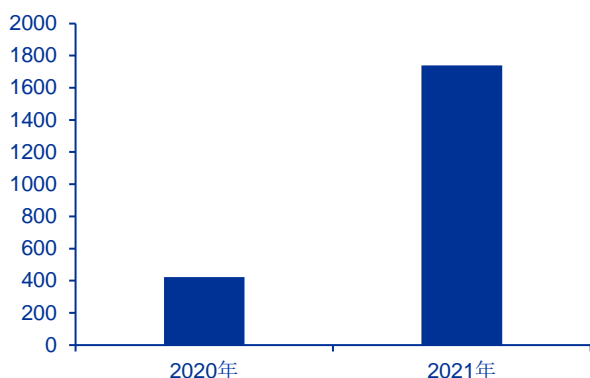
资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

表 6：截至 2021 年第 51 周我国三聚氰胺主要厂家产能、市场占有率情况（单位：万吨）

企业名称	产能	市场占有率	原料来源
新疆玉象胡杨化工有限公司	21.00	9.69%	自有
阳煤丰喜肥业（集团）有限责任公司	18.00	8.31%	自有
昊华骏化集团有限公司	16.50	7.61%	外采
奎屯锦疆化工有限公司	15.00	6.92%	自有
成都玉龙化工有限公司	15.00	6.92%	自有
山东省舜天化工集团有限公司	14.00	6.46%	外采
新疆心连心能源化工有限公司	12.00	5.54%	自有
辛集市九元化工有限责任公司	12.00	5.54%	外采
四川金象赛瑞化工股份有限公司	12.00	5.54%	自有
山东华鲁恒升化工股份有限公司	11.00	5.08%	自有
河南金山化工有限责任公司	9.00	4.15%	外采
新疆宜化化工有限公司	8.00	3.69%	自有
山东合力泰化工有限公司	7.00	3.23%	外采
安徽金禾化工有限责任公司	7.00	3.23%	外采
重庆建峰化工股份有限公司	6.00	2.77%	自有
河南省中原大化集团有限责任公司	6.00	2.77%	自有
江苏金象赛瑞化工科技有限公司	5.00	2.31%	外采
华强化工集团股份有限公司	5.00	2.31%	自有
广西川化天禾钾肥有限责任公司	5.00	2.31%	外采
四川美青化工有限公司	3.00	1.38%	自有
安徽华尔泰化工股份有限公司	3.00	1.38%	外采
山西天泽煤化工集团股份公司	1.20	0.55%	自有
其他	5.00	2.31%	自有
合计	216.70	100.00%	

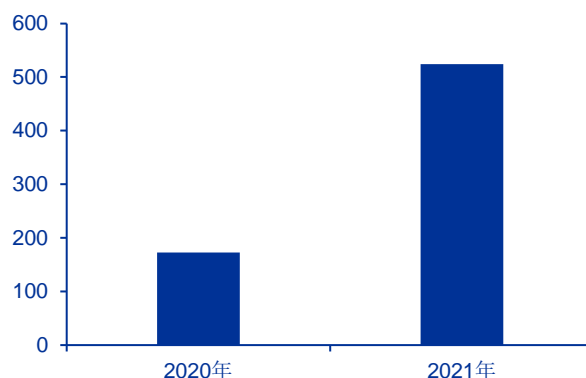
数据来源：百川盈孚，申万宏源研究

图 36：玉象胡杨三聚氰胺营收（单位：百万元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 37：玉象胡杨硝酸铵营收（单位：百万元）



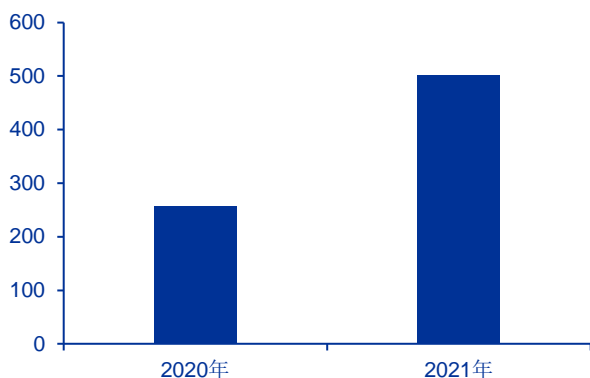
资料来源：WIND，申万宏源研究

2) **硝酸铵：新疆地区唯一生产企业，有望全面赋能民爆行业。**硝酸铵可生产工业炸药、硝基复合肥等，下游分别用于民爆行业、农业领域。近年来，随着我国工业化发展，在能源开采、基础设施建设上的投资规模不断加大，下游民爆行业对硝酸铵的需求稳定增长；而以硝基复合肥为代表的肥料的开发、推广、应用亦成为硝酸铵需求增长的有利支撑。相比于一般行业，硝酸铵由于属于民爆物品，受到国家的严格管控，行业进入难度大，造成行业集中程度较高、产能变化不大，截止 2021 年，我国前十大生产企业的产量约占行业的 70%-80%，且由于硝酸铵对运输和存储条件的要求较高，其销售半径一般为 500 公里，销售具有区域性，因此各生产企业之间不存在直接、明显的竞争关系。此外，硝酸铵的生产同样高度依赖于原材料的地理分布，因此生产企业主要分布在东北、西南等天然气、煤炭资源丰富的地区。**玉象胡杨目前拥有硝酸铵产能 66 万吨，是西北最大，新疆唯一的生产企业，有望全面赋能公司民爆行业发展。**

3) **复合肥：新疆唯一可自主生产销售硝基复合肥的现代化大型化工企，天然气化工循环经济产业链确保生产优势。**硝基复合肥主要用于农业生产，下游客户主要为农资经销商、大型种植户、农户等，因兼具高效和环保的特点，适合我国土壤特性和现代农业需求，是国家重点支持、鼓励发展的农用化工产品，在政策引导、科学施肥的影响下，我国基础肥料复合化程度预期将持续提升，硝基复合肥市场增长空间广阔且增速较快。但因硝基复合肥生产过程中会生成硝酸、硝酸铵等化学品，根据《中华人民共和国工业产品生产许可证管理条例》、《危险化学品安全管理条例》、《肥料登记管理办法》、《安全生产许可证条例》、《危险化学品安全管理条例》等条例的要求，企业需要针对硝酸、硝酸铵、硝基复合肥等产品，获取对应的生产与经营许可证，以及肥料登记证书，因此形成进入行业的资质壁垒。此外，硝基复合肥上游系氮、磷、钾基础肥料工业，若硝基复合肥生产企业拥有循环产业链，可以从天然气或煤炭生成合成氨后进一步生产硝酸铵，无需采购、运输、破碎和加热熔融氮元素肥料，可以直接利用自有熔融氮肥，其外购基础肥料主要为磷酸一铵、氯化钾和硫酸钾等单质肥，相比需要外采氮肥的硝基复合肥企业，自有氮肥可以节约相应的采购及运输成本，产品成本也更低。**玉象胡杨拥有硝基复合肥产能 万吨，是**

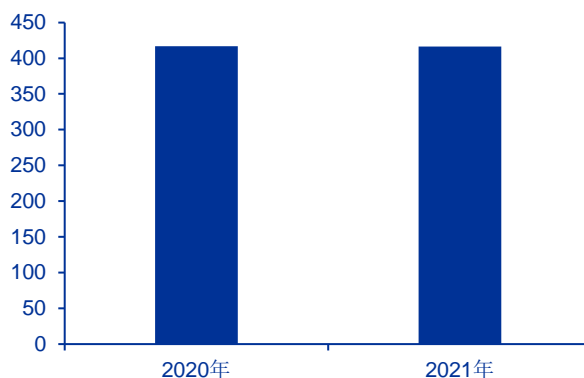
新疆唯一可自主生产销售硝基复合肥的现代化大型化工企，天然气化工循环经济产业链确保生产优势，长期前景可期。

图 38：玉象胡杨复合肥营收（单位：百万元）



资料来源：WIND，申万宏源研究

图 39：玉象胡杨尿素营收（单位：百万元）

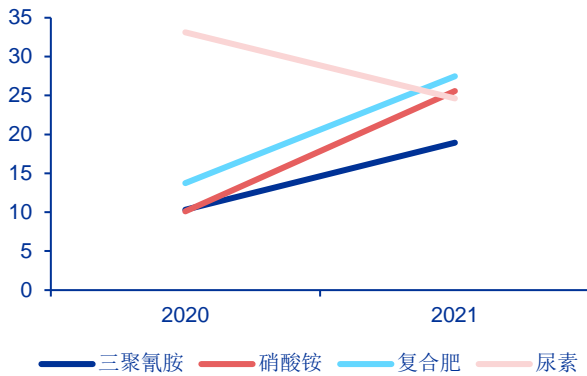


资料来源：WIND，申万宏源研究

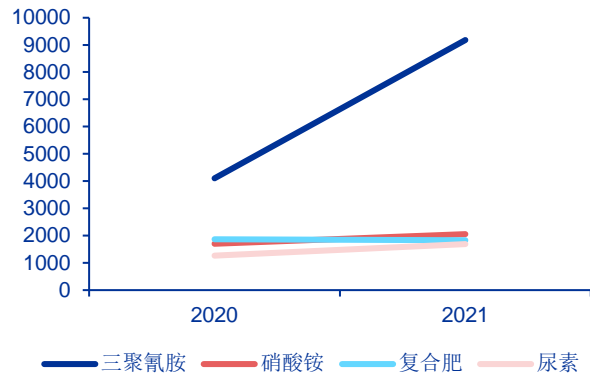
4) **尿素**：尿素是由碳、氮、氧、氢组成的有机化合物，从下游消费端来看，尿素在农业和工业领域都发挥着重要作用。农业需求是将尿素作为氮肥直接施用在农作物上，目前国内农作物种植面积较为稳定，尿素使用量波动不大，农业需求偏刚性。工业需求包括复合肥、人造板、三聚氰胺、脲醛树脂、车用尿素、火电脱硝等化工产品生产，应用较为广泛。近年来，在农业需求增量空间有限的背景下，工业需求成为推动尿素需求增长的主要驱动因素，更多尿素企业向下延伸产业链，进入附加值更高的化工产品行业。尿素的上游原材料主要为天然气或煤炭，企业通过建设合成氨生产装置，采购天然气或煤炭生成合成氨，再进一步生产尿素，因此原材料供给、生产装置投资建设对企业经营影响较大。国内，由于天然气资源的地理分布不均匀，且需要平衡生产生活需要，部分生产企业采购的工业用气价格较高，故选择采用煤炭为原材料。2021年，在动力煤价格大涨和限产的影响下，采用固化床、流化床工艺的生产企业成本骤升，导致尿素价格持续跟涨。**玉象胡杨拥有尿素产能 60 万吨，因采用天然气工艺又位于新疆阿克苏地区，天然气储备丰富、供应稳定又具有明显的成本优势，因此其生产的尿素也具有价格优势。**

图 40：玉象胡杨主要产品销量情况（单位：万吨）

图 41：玉象胡杨主要产品单价情况（单位：元/吨）



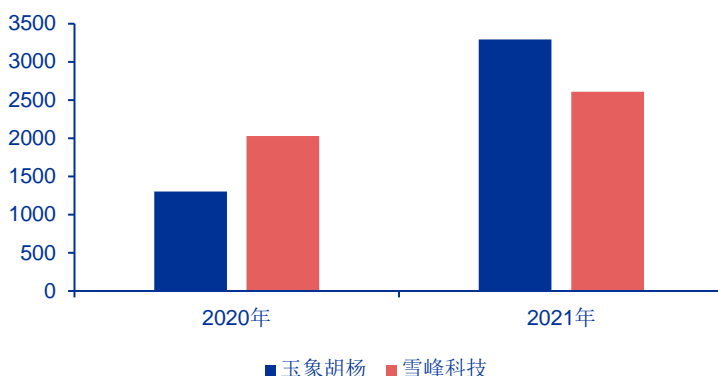
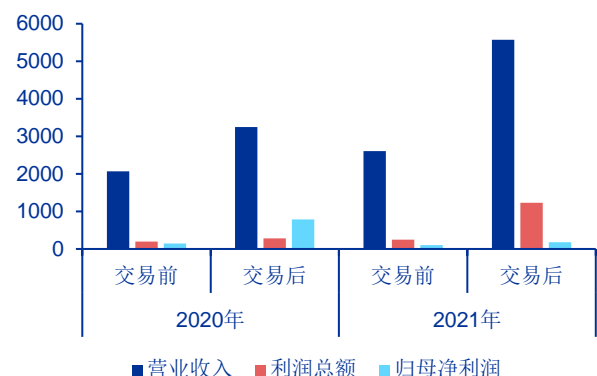
资料来源：WIND，申万宏源研究



资料来源：WIND，申万宏源研究

产业化一体化协同+新增长极构建，国企改革红利可期。截止去年，公司仍然以民爆产业单一主业为主，受行业政策变化、行业波动、上下游价格波动等影响较大。而玉象胡杨所处行业在政策、上下游等方面均异于民爆行业，若注入成功，一方面，可实现对上游核心原材料硝酸铵的自主可控，在全面赋能的同时一定程度上平衡民爆行业的盈利波动风险，协同效应显著；另一方面，借助上市平台可将化工产业进一步做大做强，将有效拓宽其业务范围，从单一民爆业务拓宽至“民爆+化工”双主业，从而实现业务的快速扩张，打造新的盈利增长点。

收购定价性价比突出，有望显著增厚公司 EPS。根据公司公告披露，因新疆金象并表及产品价格景气，2021年，标的公司玉象胡杨实现营业收入 32.93 亿元，同比增长 153%；实现归母净利润 7.51 亿元，同比增长 818%。按照评估价值 21 亿元估算，对应 21 年市盈率仅 2.8 倍，而同期公共披露的可比公司估值中位数和平均值分别为 10.46 倍和 12.78 倍，注入性价比突出。展望今年，虽然三聚氰胺价格因疫情及房地产冲击有所回落，但硝酸铵、复合肥、尿素仍然同比上行，盈利能力仍有望进一步提升，落地后大概率显著提升公司每股收益。

图 42：公司与玉象胡杨营业收入对比（单位：百万元）

图 43：交易前后公司盈利能力变动（单位：百万元）


资料来源：WIND，申万宏源研究

资料来源：WIND，申万宏源研究

4 . 盈利预测与估值

4.1 主营业务拆分

炸药：受益于行业供需景气，预计公司 22-24 年炸药产品销量分别为 10.8、12.9 和 15.6 万吨，年报口径产品价格分别为 4490、4550 和 4600 元/吨。

管索：受益于行业供给侧改革，预计公司 22-24 年管索营收增速分别为 15%、20%、20%，毛利率为 35%、45%、50%。

爆破服务：受益于行业景气及公司战略性加码，预计公司 22-24 年爆破服务营收增速分别为 50%、20%、20%，毛利率为 14%、14%、14%。

LNG：受益于 LNG 并表及新增产能预期，预计公司 22-24 年 LNG 收入增速分别为 1165%、25%、20%，毛利率为 60%、40%、40%。

表 7：主营结构拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1 炸药					
收入（百万元）	294	314	483	587	717
YOY	-22.49%	6.87%	53.59%	21.61%	22.16%
成本（百万元）	152	175	278	335	405
毛利（百万元）	143	139	204	252	312
毛利率	48.46%	44.22%	42.30%	42.86%	43.48%
2 管索					
收入（百万元）	115	145	167	200	240
YOY	10.24%	25.72%	15.00%	20.00%	20.00%
成本（百万元）	94	98	108	110	120
毛利（百万元）	21	47	58	90	120
毛利率	18.09%	32.32%	35.00%	45.00%	50.00%
3 爆破服务					
收入（百万元）	1136	1471	2207	2649	3178
YOY	-0.49%	29.52%	50.00%	20.00%	20.00%
成本（百万元）	935	1235	1898	2278	2733
毛利（百万元）	201	236	309	371	445
毛利率	17.71%	16.06%	14.00%	14.00%	14.00%
4 LNG					
收入（百万元）		57	720	900	1080
YOY			1164.93%	25.00%	20.00%
成本（百万元）					

毛利 (百万元)	22	432	360	432
毛利率	38.86%	60.00%	40.00%	40.00%

资料来源：WIND，申万宏源研究

4.2 盈利预测与估值

我们预计若不考虑重组，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.96 亿元、4.42 亿元、5.33 亿元，若考虑重组，公司 2022-2024 年归母净利润预计分别为 12.01 亿元、13.28 亿元、15.07 亿元。

考虑到公司重组落地后将呈现赛道三分，我们认为分部估值法将更为合适：

我们按照民爆相关业务和 LNG 业务的毛利占比估算归母净利润占比，预计民爆相关业务 22-24 年归母净利润分别为 2.36、3.03、3.66 亿元；LNG 业务 22-24 年归母净利润分别为 1.60、1.40、1.67 亿元。假设拟收购标的玉象胡杨盈利稳定增长，22-24 年归母净利润增速分别为 7.2%、10.1%、9.9%，对应 22-24 年归母净利润分别为 8.05 亿元、8.86 亿元、9.74 亿元

1) **民爆相关**：公司民爆等传统主业预计 22-24 年归母净利润分别为 2.36、3.03、3.66 亿元。由于民爆行业机构覆盖度不高，我们无法选取可比公司 22-23 年预测 PE 进行对比，故我们选择行业可比公司过去 3 年 PE (TTM) 估值均值作为参照；因行业下游贴近军工且普遍存在盈利大幅改善预期估值中枢高达 93 倍，我们认为，以此直接作为公司目标估值并不合适，综合考虑行业的高估值特性、供给侧改革红利以及新疆区域的稀缺性，我们给予公司民爆相关业务 2022 年 30 倍估值，对应市值 71 亿元。

表 8：民爆领域可比公司过去三年平均 PE 估值 (TTM)

	高争民爆	南岭民爆	金奥博	平均值
过去三年平均 PE	102	130	48	93

资料来源：WIND，申万宏源研究

2) **LNG**：公司 LNG 业务预计 22-24 年归母净利润分别为 1.60、1.40、1.67 亿元。我们选取同在新疆具有天然气相关业务的公司新天然气和广汇能源作为可比公司，两者 22 年 PE 估值均值为 10 倍，我们给予公司 LNG 业务 2022 年 10 倍估值，对应市值 16 亿元。

表 9：LNG 领域可比公司估值

证券代码	证券简称	股价 (元)			EPS			PE	
		2022/7/8	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
600256.SH	广汇能源	9.65	1.59	2.16	2.76	6.06	4.47	3.49	
603393.SH	新天然气	21.37	1.64	1.88	2.10	13.01	11.39	10.16	
	平均值								

资料来源：WIND，申万宏源研究

- 3) **化工**：公司拟收购标的玉象胡杨预计 22-24 年归母净利润分别为 8.05 亿元、8.86 亿元、9.74 亿元。考虑公司主要产品为三聚氰胺、硝酸铵、复合肥、尿素，我们选取具有类似业务的阳煤化工、新洋丰、华鲁恒升作为可比公司，三者 22 年 PE 估值均值为 13 倍，考虑公司属于相关产品国内或西北龙头企业且具备成本优势，我们保守给予公司化工业务 2022 年 10 倍估值，对应市值 81 亿元。

表 10：化工领域可比公司估值

证券代码	证券简称	股价（元）				EPS			PE		
		2022/7/8	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600691.SH	阳煤化工	4.01	0.23	0.26	0.28	17.17	15.59	14.20			
000902.SZ	新洋丰	18.30	1.23	1.59	1.93	14.84	11.48	9.47			
600426.SH	华鲁恒升	27.92	3.67	3.95	4.64	7.60	0.93	0.85			
	平均值					13.20	9.33	8.17			

资料来源：WIND，申万宏源研究

综上，若不考虑重组，预计公司 2022 合理市值约 87 亿元，相较 7 月 8 日市值仍有 27% 空间。若考虑重组，预计公司 2022 合理市值为 167 亿元，若以 2022 年 7 月 8 日股价作为定增价格估算，公司重组后总股本约 10.52 亿股，7 月 8 日股价对应总市值约 99 亿元，仍有 69% 空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

- 1)：虽然新疆煤炭产能在十四五期间已有规划出台，且增量空间明确，但仍有可能因政策实际执行情况以及碳中和落地节奏而有所变化，或对民爆下游需求产生不利影响；
- 2)：虽然目前新疆政府和兵团都已释放关于“十四五”期间基建发力的信号，但在实际执行过程中仍可能因资金和政策环境而有所波动，或对民爆下游需求产生不利影响；
- 3)：虽然公司目前重组预案已经得到国资委批复且获得证监会受理，但在落地过程中仍可能存在延期和失败的可能，或对公司发张规划构成不利影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,067	2,606	4,210	4,985	5,883
营业收入	2,067	2,606	4,210	4,985	5,883
营业总成本	1,861	2,368	3,505	4,251	4,953
营业成本	1,625	2,105	3,141	3,844	4,501
税金及附加	17	22	35	42	49
销售费用	23	24	42	50	59
管理费用	165	186	295	349	412
研发费用	8	12	21	25	29
财务费用	24	19	-29	-58	-97
其他收益	27	26	26	26	26
投资收益	3	7	8	8	8
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-8	-7	-3	-1	-1
资产减值损失	-14	-21	-23	30	0
资产处置收益	1	11	11	11	11
营业利润	214	254	724	808	974
营业外收支	-17	-6	0	0	0
利润总额	197	248	724	808	974
所得税	54	53	157	176	212
净利润	143	196	566	632	761
少数股东损益	35	49	170	190	228
归母净利润	107	146	396	442	533

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	143	196	566	632	761
加：折旧摊销减值	131	165	191	136	178
财务费用	25	20	-29	-58	-97
非经营损失	0	-23	-19	-19	-19
营运资本变动	-158	-206	-408	-227	-286
其它	18	11	0	0	0
经营活动现金流	159	161	300	462	537
资本开支	168	167	89	99	104
其它投资现金流	3	-28	7	7	8
投资活动现金流	-165	-194	-82	-92	-96
吸收投资	13	231	0	0	0
负债净变化	-112	87	129	166	166
支付股利、利息	79	73	-29	-58	-97
其它融资现金流	-	-	-	-	-

融资活动现金流	-189	109	158	224	263
净现金流	-195	76	377	595	705

资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,990	2,030	3,018	3,985	5,105
现金及等价物	330	328	705	1,300	2,004
应收款项	1,383	1,405	1,912	2,206	2,555
存货净额	199	207	313	390	457
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	77	89	89	89	89
长期投资	32	35	35	35	35
固定资产	1,344	1,613	1,520	1,474	1,399
无形资产及其他资产	568	542	547	562	575
资产总计	3,934	4,219	5,120	6,056	7,114
流动负债	1,662	1,612	1,782	1,921	2,052
短期借款	469	387	350	350	350
应付款项	610	418	624	764	895
其它流动负债	583	807	807	807	807
非流动负债	460	599	765	930	1,096
负债合计	2,122	2,211	2,546	2,852	3,148
股本	659	725	725	725	725
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	418	430	430	430	430
其他综合收益	-5	-8	-9	-10	-10
盈余公积	56	70	109	151	203
未分配利润	284	380	738	1,138	1,619
少数股东权益	376	388	558	747	976
股东权益	1,812	2,008	2,573	3,204	3,966
负债和股东权益合计	3,934	4,219	5,120	6,056	7,114

资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.15	0.20	0.55	0.61	0.74
每股经营现金流	0.22	0.22	0.41	0.64	0.74
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	1.98	2.24	2.78	3.39	4.13
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	6.6	7.9	18.2	18.4	20.1
ROE	7.5	9.0	19.7	18.0	17.8
毛利率	21.4	19.2	25.4	22.9	23.5
EBITDA Margin	16.4	15.8	20.4	18.3	17.9
EBIT Margin	10.7	10.3	16.5	15.0	14.9
营业总收入同比增长	-3.2	26.1	61.5	18.4	18.0
归母净利润同比增长	12.9	35.9	171.2	11.6	20.5
资产负债率	53.9	52.4	49.7	47.1	44.3
净资产周转率	1.44	1.61	2.09	2.03	1.97
总资产周转率	0.53	0.62	0.82	0.82	0.83
有效税率	28.0	21.8	22.0	22.0	22.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。