

公司深度报告

2022 年 09 月 02 日



東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

民爆并购争龙头，“风光”发展拓空间

——江南化工（002226.SZ）首次覆盖报告

核心观点

公司集民爆及新能源业务于一体，双核驱动，多元发展。公司主营业务为爆破工程、民用炸药和风力与光伏发电。公司背靠中国兵器工业集团，民爆资产注入助力公司向龙头迈进；紫金矿业入股，后期或将有更多业务协同。公司工业炸药和电子雷管的许可产能分别为 37.55 万吨和 3670 万发，产能规模居行业前列。经前期整合并购，公司业绩迎来爆发，2021 年实现营收 64.81 亿元，归母净利润 10.53 亿元，同比增长 135.58%，5 年间期间费用下降超 12%，国企改革成效显著。

民爆内延外展争当龙头，新业务塑成长弹性。国内能源保供与海外“一带一路”建设，为民爆行业拓展长期增长空间。公司层面，在国内，公司民爆业务以安徽为中心向全国辐射，2021 年收购金建华开拓广西市场。在海外，公司收购北方爆破获得蒙古、刚果（金）、纳米比亚等新兴市场份额，2022 年再次开拓巴尔干市场。后续，兵器集团旗下北方民爆等全部民爆资产将并入公司，届时公司产能将达 63 万吨。新业务方面，公司收购庆华汽车，切入汽车用新型民爆市场，庆华汽车深度绑定 ARC 集团等优质客户，将助力产业延伸与协同，开辟成长空间。

7000 万千瓦优质“风光”储备，高毛利、高景气业务有望持续扩张。行业层面，我国风电光伏产业快速发展，2016-2021 年我国风电、光伏发电装机容量的 CAGR 分别为 14.93% 和 31.55%，增速高企。成本机制方面，风电及光伏发电成本降速显著，据 IRENA 数据，2020 年陆上风电、光伏发电平准化度电成本分别为 0.079 美元/kWh 和 0.057 美元/kWh，10 年内分别降低 56% 和 85%，成本降低助力产业健康发展。公司层面，公司实现累计装机 106 万千瓦，且在内蒙等优质资源区拥有 7000 万千瓦风光资源储备，高毛利、高景气业务有望持续扩张。

投资建议

民爆行业大变局下，公司海内外并购快速成长为行业龙头。公司有 7000 万千瓦优质风、光资源储备，后续将持续发力。预期 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 11.65/14.13/17.64 亿元，对应的 EPS 分别为 0.44/0.53/0.67 元/股。以 2022 年 9 月 2 日收盘价 5.24 元为基准，对应 PE 分别为 11.92/9.82/7.87 倍。结合行业景气度，我们看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

安全环保政策趋严、原材料价格波动、国际经营风险等。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6481.15	7917.45	9062.82	10429.64
增长率 (%)	65.39	22.16	14.47	15.08
归母净利润	1052.66	1164.78	1413.19	1764.46
增长率 (%)	135.58	10.65	21.33	24.86
EPS (元/股)	0.40	0.44	0.53	0.67
市盈率 (P/E)	14.97	11.92	9.82	7.87
市净率 (P/B)	1.85	1.45	1.27	1.09

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价基准为 2022 年 9 月 2 日收盘价 5.24 元

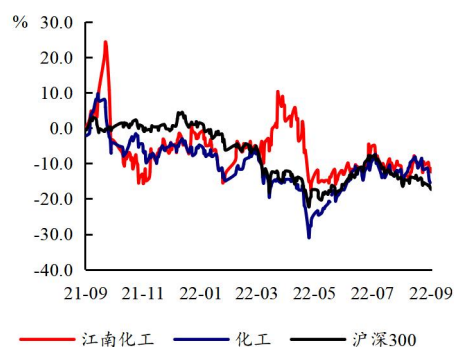
请仔细阅读报告尾页的免责声明

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 李子卓
资格证书 S1710521020003
电子邮箱 lizz@easec.com.cn
联系人 丁俊波
电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	1748.57
流通 A 股/B 股(百万股)	1748.57/0.00
资产负债率(%)	37.75
每股净资产(元)	3.78
市净率(倍)	1.39
净资产收益率(加权)	5.08
12 个月内最高/最低价	7.52/4.98

相关研究

正文目录

1. 布局民爆及新能源，双核驱动促发展	4
1.1. 民爆与新能源双核驱动，多元化发展	4
1.2. 民爆产能居全国前列，产能利用率高	6
1.3. 营收创历史新高，归母净利润翻倍	7
2. 民爆行业新生态，并购出海新业务	9
2.1. 能源保供与“一带一路”，民爆有长期增量需求	9
2.2. 民爆内延外展并行，新业务塑成长弹性	11
2.2.1. 国内国际加快扩张，资产注入助力龙头成长	11
2.2.2. 收购庆华汽车，切入新型民爆市场	13
3. 风电光伏高景气，优质储备待发力	14
3.1. 风光发展加速，成本降低显著	14
3.2. 优质资源储备在手，“风光”业务持续开拓	17
4. 盈利预测	18
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1. 部分民爆产品	4
图表 2. 陆上风力发电	4
图表 3. 公司已建立起民爆、新能源双核驱动业务布局	5
图表 4. 公司实控人为中国兵器工业集团	5
图表 5. 国内国际民爆业务稳扎稳打，新能源业务高景气持续	6
图表 6. 2021 年公司拥有电子雷管产能 3670 万发	7
图表 7. 2021 年公司工业炸药的产能利用率居主要上市民爆公司首位	7
图表 8. 2021 年公司工业雷管产能利用率居主要上市民爆公司第三	7
图表 9. 2017-2021 年公司营业收入持续增长	8
图表 10. 2021 年公司爆破工程营收占比大增	8
图表 11. 2021 年毛利润增长超 50%	8
图表 12. 2017-2021 年公司毛利率保持在 30% 以上	8
图表 13. 2021 年因并购导致期间费用总额有所上升	9
图表 14. 2017-2021 年公司期间费用率下降超 12pct	9
图表 15. 2017-2022Q1 年公司归母净利润持续增长	9
图表 16. 2021 年公司净利率大幅提升 4.68pct	9
图表 17. 2022 年以来国家核增煤炭产能超 1.8 亿吨	10
图表 18. 2015 年煤炭在我国能源消费结构中占比 63.8%	10
图表 19. 2020 年煤炭仍是我国第一大能源来源	10
图表 20. 2020 年我国煤炭储量分布示意图	11
图表 21. 2016-2021 年原煤生产向晋蒙陕三省集中	11
图表 22. 丝绸之路经过多个发展中国家	11
图表 23. 广西金建华拥有炸药产能 3.4 万吨	12
图表 24. 收购北方矿服，国际业务线展开	13
图表 25. 兵器集团下待并入公司的资产	13
图表 26. 庆华汽车各产品产能	14
图表 27. 切入比亚迪等大客户供应链	14
图表 28. 国家政策大力推动光伏、风电发展	15
图表 29. 2021 年我国风电装机量超 33.8 万千瓦	16
图表 30. 2021 年我国光伏累计装机量超 30.6 万千瓦	16

图表 31. 2021 年, 我国陆上风电累计装机量占全部的 92.70%	16
图表 32. 2021 年, 我国新增陆上风电装机量占全部新增的 74.10%	16
图表 33. 陆上风电和光伏发电降本显著	17
图表 34. 2021 年全国 70 米高度层年平均风速 (m/s)	17
图表 35. 2021 年全国年水平面总辐照量 (kWh/m ²)	17
图表 36. 2018-2021 年公司风力发电收入稳定增长	18
图表 37. 公司风力发电毛利率长期在 50% 以上	18
图表 38. 公司收入预测 (亿元)	19

1. 布局民爆及新能源，双核驱动促发展

1.1. 民爆与新能源双核驱动，多元化发展

公司是一家集民爆及新能源业务“双核驱动”的多元化上市公司。公司经营范围主要为民爆领域（爆破工程和民用炸药）和新能源领域（风力、光伏发电）等。民爆领域方面，公司主要从事工业炸药、工业雷管、工业索类等民爆物品的研产销以及为客户提供工程施工服务等；新能源方面，公司全资子公司盾安新能源主要从事风力发电、光伏发电的项目开发、建设及运营。民爆及新能源“双核驱动”下，叠加国企改革降本增效显著，公司发展加速。2021年，公司实现营业收入64.81亿元，同比增长超六成；归母净利润高达10.53亿元，同比增长135.58%。

图表 1. 部分民爆产品



资料来源：壹化股份招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 2. 陆上风力发电



资料来源：CWEA，东亚前海证券研究所

国内国际业务持续开拓，已建立新能源和民爆“双核驱动”版图。公司成立于1988年，以民爆业务起家，2008年于深交所上市，公司通过收购新疆天河等公司股权的方式逐步拓展民爆业务版图。2018年，公司并购盾安新能源100%股权，依托其风机制造技术、风电运营经验及优质风光资源，正式切入新能源产业链，公司业务开始由民爆与新能源双核驱动。此外，公司依托特能集团优势，加快民爆国际市场开拓，收购北方爆破100%股权，布局蒙古等国外市场，同时收购庆华汽车65%股权，开拓新型民爆产品在汽车领域的应用市场，为公司提供新的成长空间。公司现已建立起民爆及新能源“双核驱动”的业务模式，未来将加快民爆国际市场开拓。

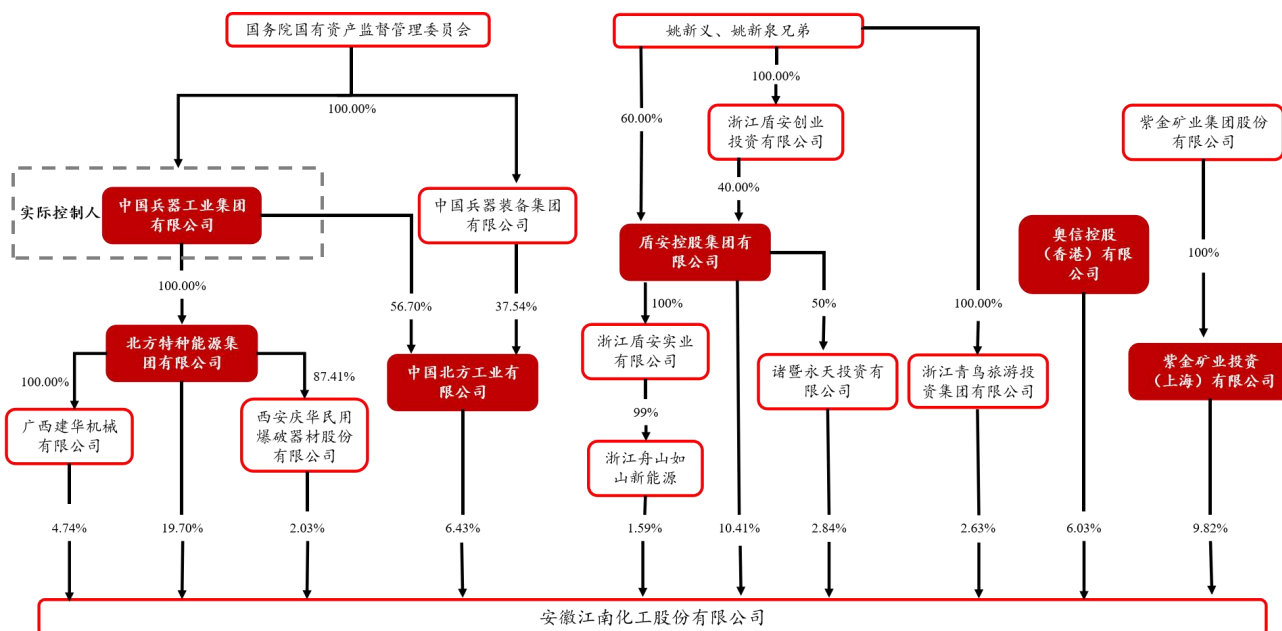
图表 3. 公司现已建立起民爆、新能源双核驱动业务布局



资料来源: 公司公告, Wind, 东亚前海证券研究所

公司实控人为中国兵器工业集团, 国资控股实力强劲。截至2022年8月24日, 公司的前五大股东分别为北方特种能源集团有限公司、盾安控股集团有限公司、紫金矿业投资(上海)有限公司、中国北方工业有限公司以及奥信控股(香港)有限公司, 上述五者的直接持股比例分别为19.70%、10.41%、9.82%、6.43%和6.03%。其中, 北方特种能源集团有限公司直接或间接持股比例为26.21%。公司实际控制人为中国兵器工业集团有限公司, 国资背景给公司提供优质支持。公司第二大股东盾安控股集团有限公司为中国500强企业, 市场化经营能力优秀。2022年4月, 紫金矿业投资(上海)有限公司成为公司第三大股东, 后期二者业务或将实现进一步协同。

图表 4. 公司实控人为中国兵器工业集团

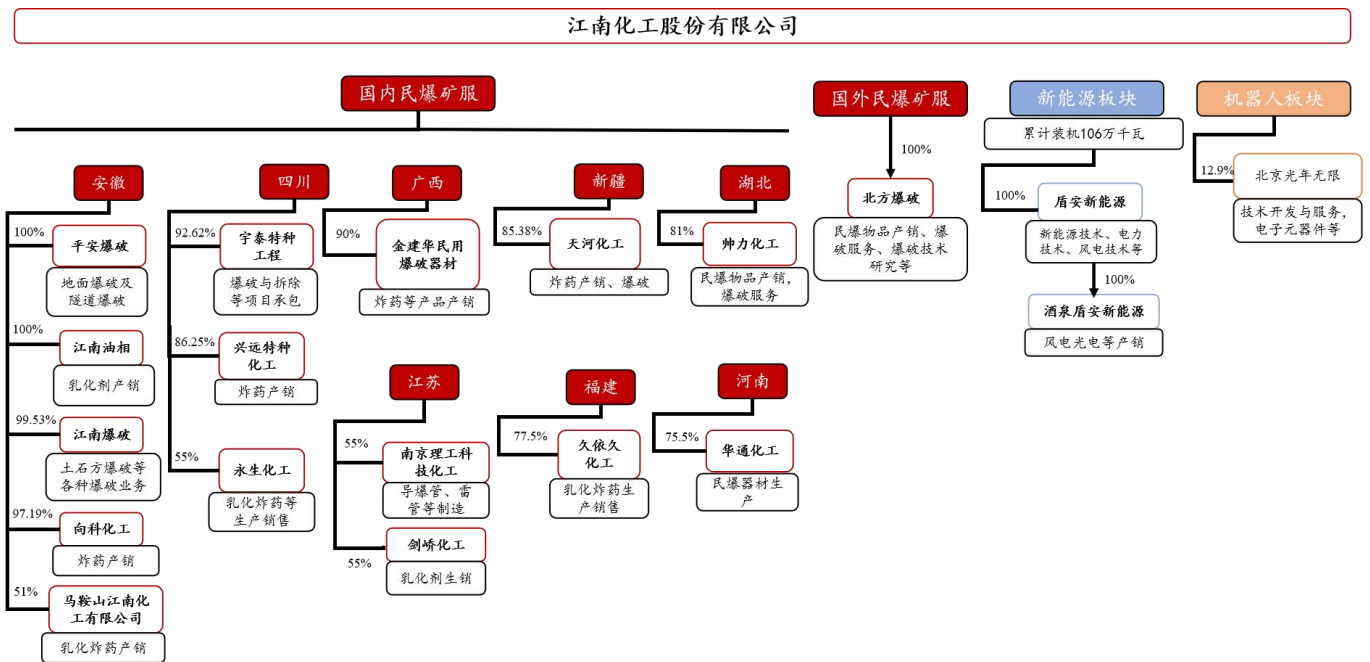


资料来源: 公司公告, Wind, 东亚前海证券研究所

布局民爆、新能源及机器人, 多元布局促发展。首先, 从民爆业务布

局来看，公司深耕安徽，在四川、广西、新疆、湖北、江苏、福建、河南等地均有布局，由于民爆物品具有区域性显著的特征，全国大范围布局助力公司业务持续拓展。其次，国外民爆业务方面，公司依托全资子公司北方爆破进行开展，是未来公司业绩提升的重要方向。再次，新能源板块方面，主要通过全资子公司浙江盾安新能源发展有限公司开展新能源相关业务。最后，机器人板块方面，公司持有北京光年 12.9% 股权，涉足人工智能和机器人领域。公司国内国际民爆业务与新能源业务稳扎稳打，多元化布局促发展。

图表 5. 国内国际民爆业务稳扎稳打，新能源业务高景气持续



注：此为部分参控股子公司结构

资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

1.2. 民爆产能居全国前列，产能利用率高

民爆产能规模居行业前列。截至 2021 年 12 月 31 日，公司工业炸药、工业导爆索、导爆管雷管、数码电子雷管和工业塑料导爆管的许可产能分别为 37.55 万吨、1600 万米、4000 万发、3670 万发和 28000 万米。其中，公司下设两家雷管生产企业，南京理工科技化工目前拥有导爆管雷管许可产能 2000 万发及电子雷管许可产能 1000 万发；广西金建华拥有导爆管雷管许可产能 2000 万发及电子雷管许可产能 2670 万发，产能规模居于行业前列。

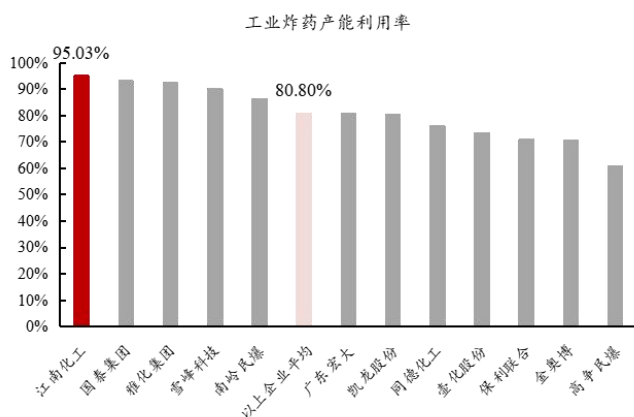
图表 6. 2021 年公司拥有电子雷管产能 3670 万发

民爆产品类别	许可产能	产能利用率
工业炸药及制品	37.55 万吨	95.03%
工业导爆索	1600 万米	100.00%
导爆管雷管	4000 万发	49.79%
数码电子雷管	3670 万发	35.23%
工业塑料导爆管	28000 万米	47.23%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

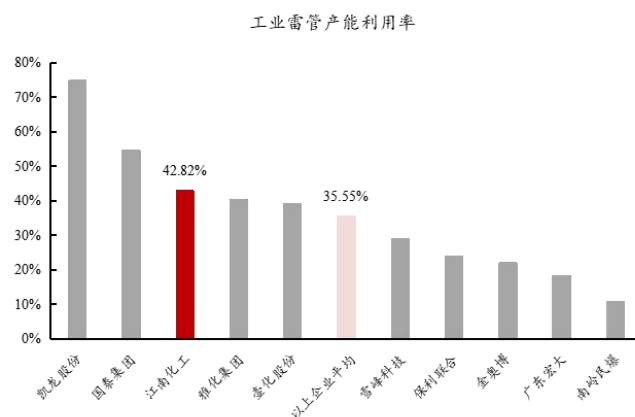
现有产能充分利用，企业经营向好。从工业炸药的产能利用率来看，2021 年公司该指标为 95.03%，居主要上市民爆公司首位，高于行业 80.80% 的平均水平；从工业雷管产能利用率来看，2021 年公司该指标为 42.82%，居主要上市民爆公司第三。公司的产能利用率高企从侧面验证公司经营稳定向好，订单饱满，下游客户认可度高。规模化经营下，有助于降低单位成本。

图表 7. 2021 年公司工业炸药的产能利用率居主要上市民爆公司首位



资料来源：中爆协，东亚前海证券研究所

图表 8. 2021 年公司工业雷管产能利用率居主要上市民爆公司第三

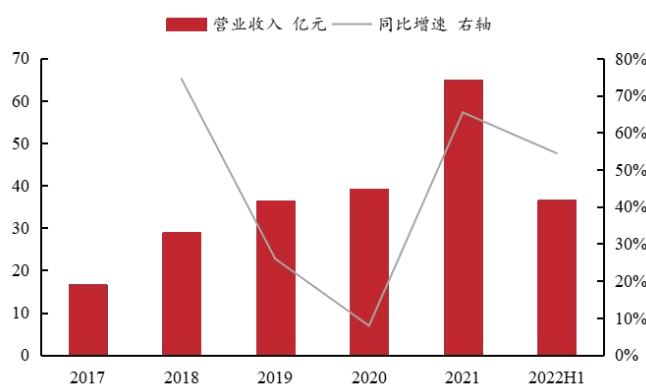


资料来源：中爆协，东亚前海证券研究所

1.3. 营收创历史新高，归母净利润翻倍

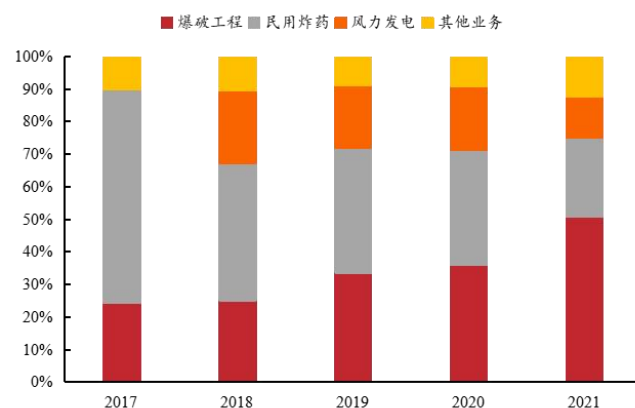
营业收入创历史新高，爆破工程占收入比逐年提升。营业收入方面，2017-2021 年公司营业收入持续增长，2021 年营业收入为 64.81 亿元，同比大增 65.39%，主要原因系公司完成对北方爆破科技有限公司收购，并表大幅提高公司营收，同时民爆物品产销及风电业务收入稳定增长。2022H1 营收延续前期高增速，同比增长 54.38%，公司经营走向快车道。营收构成方面，2017-2021 年公司营收主要来自于爆破工程、民用炸药和风力发电，2021 年公司以上三种业务的营收占比分别为 42.23%、20.86%和 10.00%。公司以民爆为主业，近年来在营收占比中逐年提升。

图表 9. 2017-2021 年公司营业收入持续增长



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

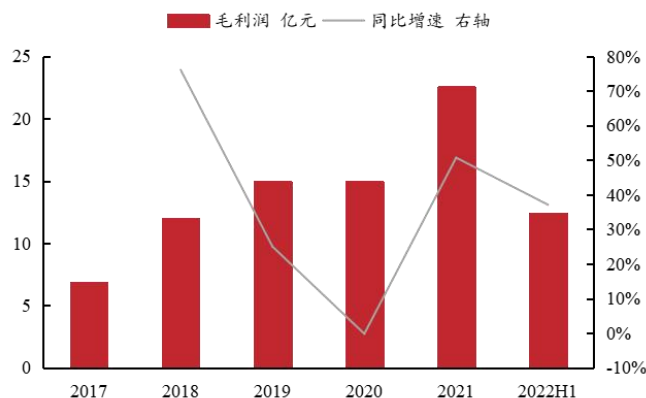
图表 10. 2021 年公司爆破工程营收占比大增



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

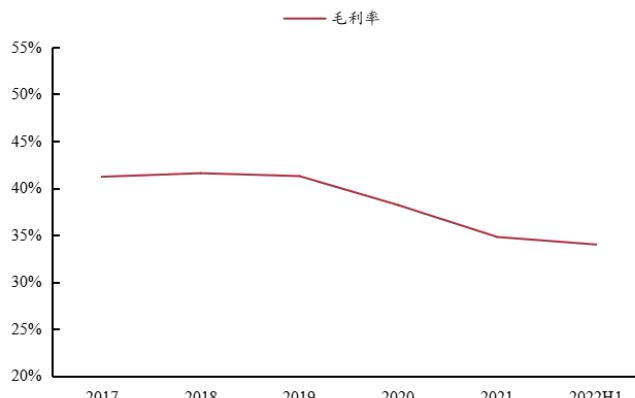
2021 年毛利润增长超 50%，近 5 年毛利率均超 30%。毛利润方面，2017-2021 年公司毛利润总体保持增势，2021 年毛利润达到 22.54 亿元，同比增长 50.69%，2022H1 毛利数据依然亮眼，同比增加 37.09%至 12.39 亿元。毛利率方面，2019-2022H1 公司毛利率有所下降，主要因为爆破产品的人力及原料成本有所提高，但均保持在 30%以上的良好盈利水平，待后期原材料价格回落，公司毛利率有望回升。

图表 11. 2021 年毛利润增长超 50%



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

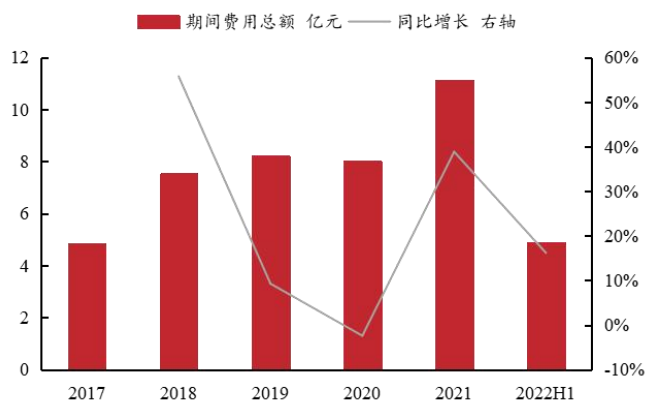
图表 12. 2017-2021 年公司毛利率保持在 30%以上



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

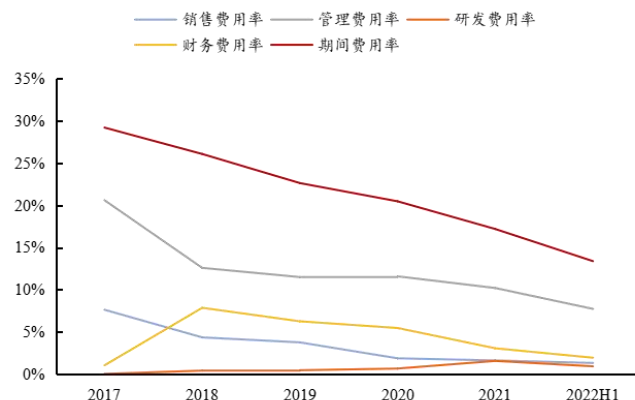
国企改革成效显著，5 年间期间费用率下降超 12pct。从期间费用总额来看，2021 年期间费用有较大的增幅，主要因为并购导致管理费用增加 45.6%，2022H1 公司管理费用率为 7.71%，明显下降。此外，公司加大研发投入，2021、2022H1 研发费用分别同比增加 143.33%和 129.46%，显示公司重视研发，为公司未来成长蓄力。公司积极执行国企改革部署，持续加大费用管控治理，公司费用管控能力持续提升。2017-2021 年公司期间费用率下降超 12pct，2021 年公司期间费用率为 17.18%，同比下降 3.28pct，2022H1 再次下降至 16.14%。2022 年正值三年国企改革收官之年，公司加快落实相关部署，期间费用率有望进一步下降，从而增厚公司利润。

图表 13. 2021 年因并购导致期间费用总额有所上升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

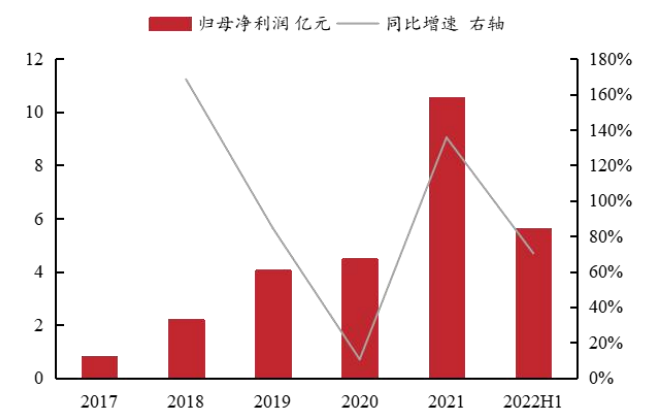
图表 14. 2017-2021 年公司期间费用率下降超 12pct



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

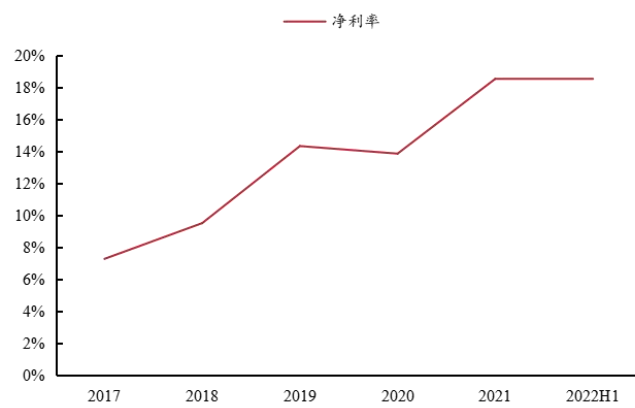
归母净利润与净利率持续增长，业绩稳定向好。归母净利润方面，2017-2021 年公司归母净利润连续增长，2021 年归母净利润同比增长 135.58%至 10.53 亿元，2022H1 继续保持增势，显示经前期整合与并购后，协同效应显现，公司业绩持续高增长式释放。净利率方面，2021 年公司净利率为 18.53%，同比大幅提升 4.68pct，公司盈利能力进一步增强，未来随着原料成本下降使毛利率回升，且公司费用控制能力有望持续加强，公司净利率有望长期维持高位。

图表 15. 2017-2022Q1 年公司归母净利润持续增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 16. 2021 年公司净利率大幅提升 4.68pct



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 民爆行业新生态，并购出海新业务

2.1. 能源保供与“一带一路”，民爆有长期增量需求

短期看，煤炭保供持续，先进产能建设催化民爆行情。2022 年 7 月，国新办在“加快建设能源强国 全力保障能源安全”新闻发布会上明确表示，延续去冬今春煤炭保供政策至 2023 年 3 月，并加快先进产能的投产。据国家矿山安监局公开信息，2022 年以来国家增加煤炭产能 1.8 亿吨，涉及 147 处煤矿，具体来说已核准煤矿项目先进产能 3770 万吨/年，调整建设规模增

加产能 900 万吨/年，并推动试生产产能 6000 万吨/年。煤矿建设为民爆产能上游，煤炭产能核增将增加民爆需求，催化民爆行情。

图表 17. 2022 年以来国家核增煤炭产能超 1.8 亿吨

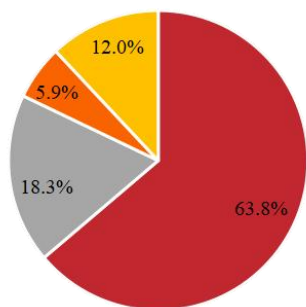
批复时间	地点	项目	产能规模
2022/1/20	宁夏回族自治区吴忠市盐池县	宁夏积家井矿区新乔煤矿项目	建设规模 240 万吨/年
2022/2/8	陕西省榆林市	陕西榆横矿区南区黄蒿界煤矿项目	建设规模 300 万吨/年
2022/3/15	山西省古交市	山西西山矿区中社煤矿项目	建设规模 150 万吨/年
2022/5/24	内蒙古自治区鄂尔多斯市准格尔旗	内蒙古准格尔矿区东坪煤矿项目	建设规模 400 万吨/年

资料来源：国家能源局，国家矿山安监局，东亚前海证券研究所

长期看，煤炭的主要地位难以快速改变，拓展民爆发展空间。从我国的能源消费结构来看，2015 年煤炭在我国能源消费结构中占比 63.8%。近年来我国虽多举措并行，以加快“双碳”目标的实现，但到 2020 年，煤炭仍是我国第一大能源来源，占比 56.8%。煤炭《“十四五”现代能源体系规划》明确指出，要加强煤炭安全托底保障。“双碳”目标的实现需要结合具体国情，煤炭在我国能源消费中的重要地位难以快速改变，能源保供下，民爆行业将有广阔发展空间。

图表 18. 2015 年煤炭在我国能源消费结构中占比 63.8%

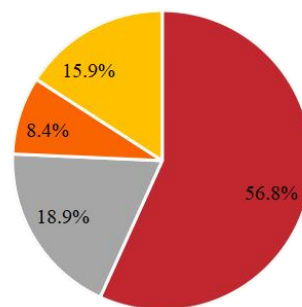
■ 煤炭 ■ 石油 ■ 天然气 ■ 非化石能源



资料来源：《“十四五”现代能源体系规划》，东亚前海证券研究所

图表 19. 2020 年煤炭仍是我国第一大能源来源

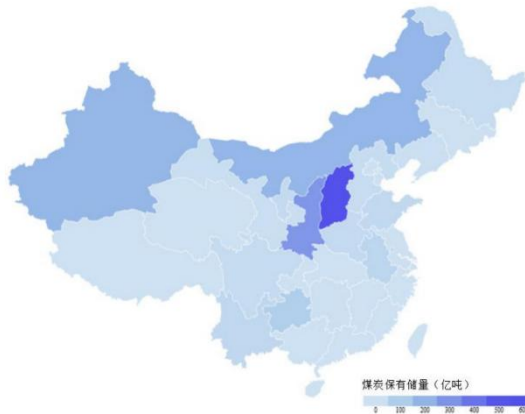
■ 煤炭 ■ 石油 ■ 天然气 ■ 非化石能源



资料来源：《“十四五”现代能源体系规划》，东亚前海证券研究所

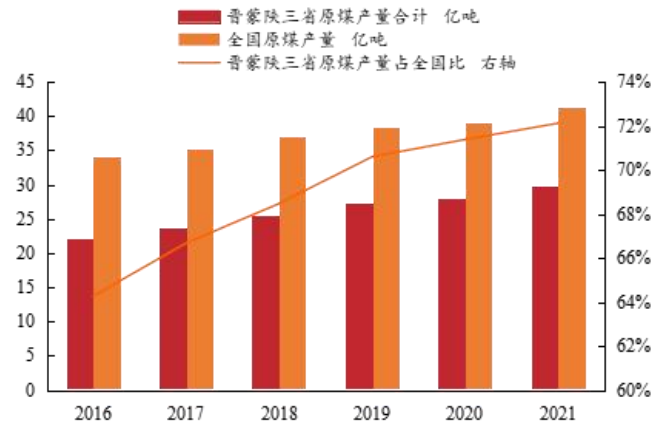
煤矿建设进一步向富矿区集中，相关民爆企业充分享受红利。我国煤炭分布不均，呈现“北多南少”“西多东少”的分布格局，富矿多集中在山西、陕西、内蒙、新疆等地区。2016-2021 年，我国原煤生产进一步向晋蒙陕三省集中，2021 年三省原煤产量合计为 29.75 亿吨，占全国原煤产量的 72%，集中度进一步提升。《“十四五”现代能源体系规划》明确指出，要建设山西、蒙西、蒙东、陕北、新疆五大煤炭供应保障基地，优化煤炭产能布局。同时，要持续优化煤炭生产结构、发展先进产能，加快落后产能、无效产能和不具备安全生产条件的煤矿关闭退出。煤矿建设进一步向富矿区集中，带动相应民爆需求，布局富矿区企业充分享受红利。

图表 20. 2020 年我国煤炭储量分布示意图



资料来源：《2020 年全国矿产资源储量统计表》，东亚前海证券研究所

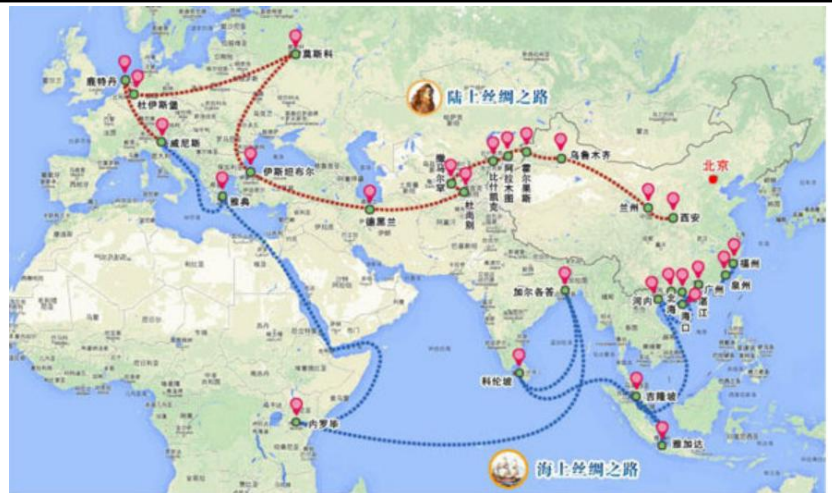
图表 21. 2016-2021 年原煤生产向晋蒙陕三省集中



资料来源：国家统计局，Wind，东亚前海证券研究所

“一带一路”贡献需求增量，民爆企业出海加速抢占市场。国外方面，“一带一路”沿线国家和地区的平均发展水平相对较低，有大量基础设施建设需求；同时，“一带一路”同样给全球矿业复苏带来动力，提升矿服爆破一体化服务需求。此外，在除“一带一路”沿线外的国家或地区，我国企业亦加快开拓步伐，2021 年初，民爆行业生产总值前 20 名生产企业集团中，有 8 家分别在亚洲、非洲、南美洲的 14 个国家有建厂或并购等投资计划，总投资额近 7.1 亿元。南美矿产资源丰富，随着我国民爆企业在海外逐渐建立口碑，将持续开拓国际民爆市场发展空间。

图表 22. 丝绸之路经过多个发展中国家



资料来源：《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，东亚前海证券研究所

2.2. 民爆内延外展并行，新业务塑成长弹性

2.2.1. 国内国际加快扩张，资产注入助力龙头成长

背靠优质股东，获民爆资产注入。2020 年 7 月 31 日，公司原控股股东盾安控股、浙商银行杭州分行和特能集团签署《股份转让协议》和《表决

权委托协议》等协议，盾安控股向特能集团转让江南化工 15%的股权和 29.99%的表决权，2020 年 12 月 25 日转让完成，特能集团成为公司控股股东，兵器工业集团成为公司实际控制人。为避免同业竞争风险，特能公司承诺，在成为上市公司控股股东/实际控制人后的 60 个月内完成相关民爆资产注入程序，实现兵器工业集团民爆资产的整体上市。

国内产能扩张，打开广西市场。民爆业务国内方面，公司已覆盖安徽等十余个省市，并加强新疆等重点资源区域的民爆业务布局。2021 年开启的资产注入中，公司收购广西金建华这一广西区域民爆龙头企业，助力公司进一步打开广西市场。“十四五”时期，广西工业炸药生产许可能力向工信部申请调整至 14.5 万吨，其中广西金建华为 5 万吨，区域龙头地位进一步稳固。

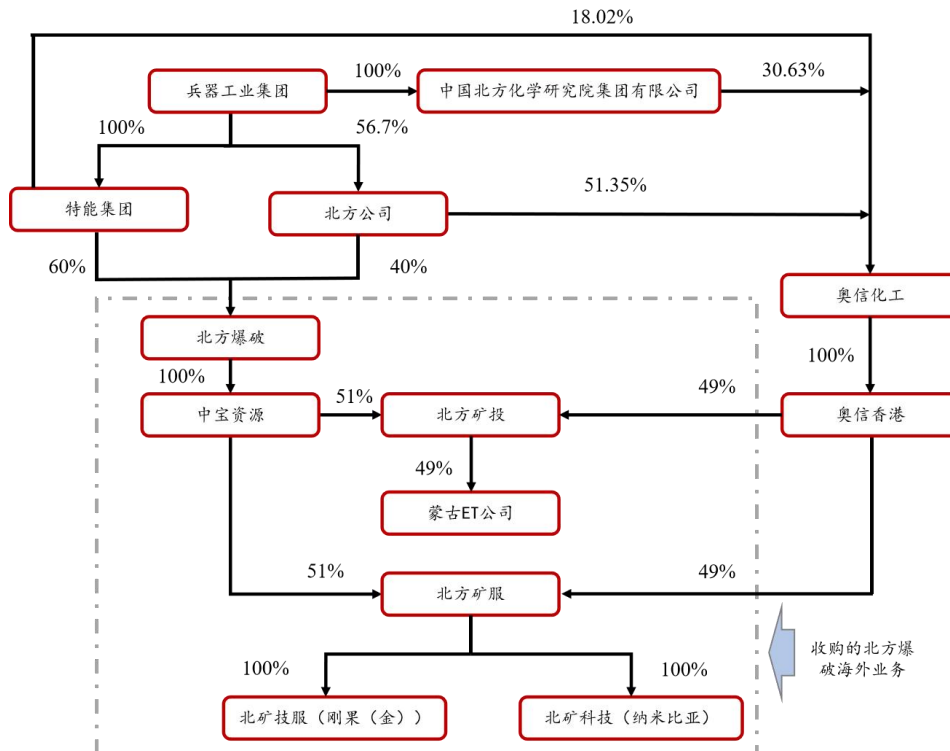
图表 23. 广西金建华拥有炸药产能 3.4 万吨

产品名称	年产能	单位
导爆管雷管	2000	万发
电子雷管	2670	万米
工业导爆索	600	万米
乳化炸药（胶状）	28000	吨
乳化炸药（胶状）（混装）	6000	吨
塑料导爆管	8000	万米

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

国际业务持续开拓，发展空间广阔。2021 年 7 月，公司收购北方爆破 100%股权、北方矿服 49%股权、北方矿投 49%股权，通过收购，公司快速取得在蒙古、刚果（金）、纳米比亚等国家和地区的成熟爆破服务项目，包括卡莫亚铜钴矿、湖山铀矿（业主为中广核集团控股子公司）、蒙古塔温陶勒盖煤矿等储量丰富、具备长期开采基础的矿山，并获得海外爆破服务人才队伍，为未来海外民爆市场的开拓奠定基础。2022 年公司收购塞尔维亚 EKSPLIZIVI RUDEX D.O.O.公司 60%股权，助力于公司抢占巴尔干地区民爆市场。

图表 24. 收购北方矿服，国际业务线展开



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

后续民爆资产继续并入，届时炸药产能将达到 63 万吨。兵器集团旗下另有北方民爆、庆华民爆、江兴民爆、奥信厄瓜多尔、中刚开发、NITRO SIBIR AUSTRALIA PTY LTD、奥信几内亚、庆阳民爆等多处民爆资产，到 2019 年该部分资产总额合计为 27.32 亿元，根据股权转让协议的约定，后期该部分资产将继续并入公司，届时公司炸药产能将增至 63 万吨，民爆行业龙头加速成长。

图表 25. 兵器集团下待并入公司的资产

公司名称	2019 年末资产总额 (亿元)
北方民爆	3.93
庆华民爆	8.81
江兴民爆	2.47
奥信厄瓜多尔	0.69
中刚开发	5.84
NITRO SIBIR AUSTRALIA PTY LTD	1.81
奥信几内亚	2.52
庆阳民爆	1.26
合计	27.32




资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.2.2. 收购庆华汽车，切入新型民爆市场

收购庆华汽车切入新型民爆业务，实现产业延伸与协同。2021 年 7 月，

公司收购庆华汽车 65%股权，正式切入新型民爆产业。庆华汽车主要产品为汽车安全系统核心零部件，是一家集研、产、销为一体的高新技术企业，已经形成以点火具、微型气体发生器和产气药为核心的三大系列产品布局，三大产品产能分别为 1000 万发/年、1500 万只/年和 500 吨/年。庆华汽车具有本土化、技术成熟、客户优质等多种优势，是国内唯一能自主研发并低成本规模化生产被动安全系统点火具的本土品牌。通过收购庆华汽车，公司将进一步实现传统民爆与新型民爆业务的融合与协同，实现精细化管理水平和研发能力的提升，开辟未来增长空间。

图表 26. 庆华汽车各产品产能

	应用领域	产能	产品形态
安全气囊用点火具	应用于气体发生器，触发气体发生器中产气药	1000 万发/年	
微型气体发生器 (MGG)	气体发生器及安全带	1500 万只/年	
产气药剂	气体发生器产气及微型气体发生器，主要起到产气的作用	500 吨/年	

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

切入优质大客户供应链，深度绑定拓展稳定与长期发展空间。庆华汽车产品已经进入 ARC 集团、延锋智能、Key Safety Systems、丰田合成株式会社等国际汽车安全系统知名企业供应链，并通过了通用、福特、丰田、大众、比亚迪等国内外主流汽车厂商认证。通过与优质客户的持续深入合作，庆华汽车不断进行生产工艺改进，促进了自身技术实力的提高，未来庆华汽车有望继续开拓新的市场。

图表 27. 切入比亚迪等大客户供应链



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3. 风电光伏高景气，优质储备待发力

3.1. 风光发展加速，成本降低显著

多部门出台政策推进“风光”建设，碳中和目标下发展加速。我国大力支持清洁能源发展，发改委、能源局等多部门推出政策支持和引导风力发电、光伏发电领域的发展，内容涵盖重点建设区域、主要建设方向以及各类费用优惠等。2021 年的《“十四五”规划》提出，要“坚持集中式和

分布式并举，大力提升风电、光伏发电规模”；2022年发布的《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》进一步提出要“以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点，加快推进大型风电、光伏发电基地建设”。碳中和目标下，我国加快新型电力系统构建，加速清洁能源体系建设。

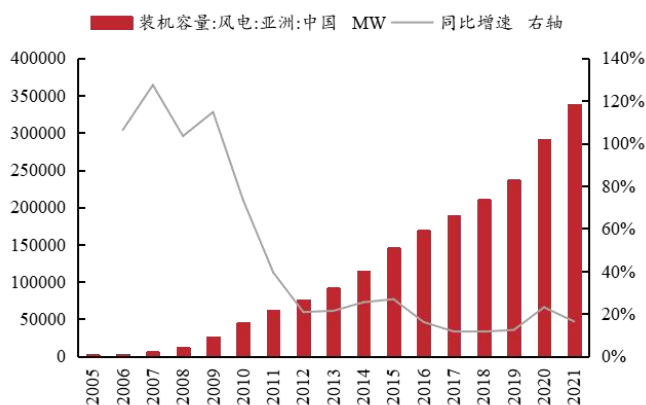
图表 28. 国家政策大力推动光伏、风电发展

时间	文件名	发文机构	相关内容
2022 年	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	国家发改委、国家能源局	以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点，加快推进大型风电、光伏发电基地建设；鼓励利用农村地区适宜分散开发风电、光伏发电的土地；符合条件的海上风电等可再生能源项目可按规定申请减免海域使用金。
2022 年	《“十四五”现代能源体系规划》	国家发改委、国家能源局	全面推进风电和太阳能发电大规模开发和高质量发展；鼓励建设海上风电基地，推进海上风电向深水远岸区域布局；积极推进东部和中部等地区分散式风电和分布式光伏建设。
2021 年	《“十四五”规划》	全国人大	坚持集中式和分布式并举，大力提升风电、光伏发电规模，加快发展东中部分布式能源，有序发展海上风电。
2020 年	《2020 年能源工作指导意见》	国家能源局	有序推进集中式风电、光伏和海上风电建设，加快中东部和南方地区分布式光伏、分散式风电发展。
2019 年	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	国家发改委	鼓励类“5MW 及以上海上风电机组技术开发与设备制造”、“海上风电场建设与设备及海底电缆制造”等。

资料来源：国家能源局，国家矿山安监局，东亚前海证券研究所

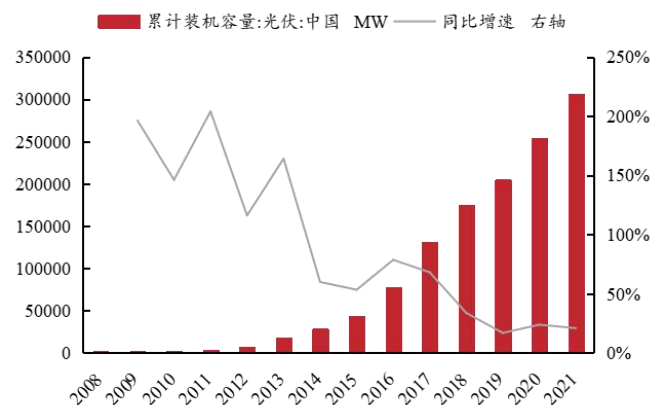
总量上，我国“风光”装机量大幅提升，在全球范围内举足轻重。在政策支持及引导下，我国风电与光伏发电产业已取得显著发展成果。首先，风力发电方面，2005 年我国风电装机规模仅为 1,260MW，经十余年发展，2021 年为 338,309MW，2005-2021 年均复合增速达 41.84%，2016-2021 年均复合增速为 14.93%；其次，光伏发电方面，装机增速更加迅猛，2021 年累计装机量为 306,403MW，2016-2021 年均复合增速高达 31.55%。再次，从我国风、光电装机规模在全球的占比来看，2021 年我国风电累计装机量占全球的 40.40%，光伏累计装机量占全球的 36.34%，我国风、光电装机容量占据全球重要位置。

图表 29. 2021 年我国风电装机容量超 33.8 万千瓦



资料来源: 世界风能协会, Wind, 东亚前海证券研究所

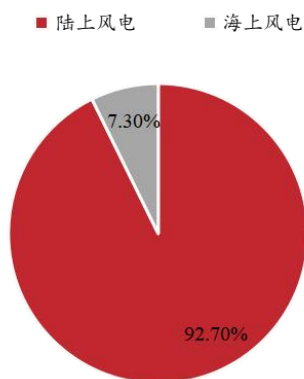
图表 30. 2021 年我国光伏累计装机容量超 30.6 万千瓦



资料来源: 世界风能协会, Wind, 东亚前海证券研究所

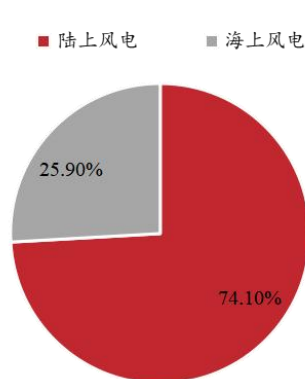
结构上, 陆上风电占主要地位, 海上风电发展提速。从我国风电构成比例上看, 陆上风电占主要地位, 截至 2021 年, 我国陆上风电累计装机容量 3.2 亿千瓦, 占我国全部风电累计装机容量的 92.7%, 我国海上风电累计装机容量 2535 万千瓦, 占比 7.3%。从 2021 年的新增装机容量来看, 2021 年陆上风电装机容量为 4144 万千瓦, 占全部新增装机容量的 74.1%, 海上风电新增装机容量 1448 万千瓦, 占比 25.9%, 可以看出陆上风电仍占主要地位, 同时, 海上风电也正在迅速发展。

图表 31. 2021 年, 我国陆上风电累计装机量占全部的 92.70%



资料来源: CWEA, 东亚前海证券研究所

图表 32. 2021 年, 我国新增陆上风电装机量占全部新增的 74.10%



资料来源: CWEA, 东亚前海证券研究所

陆上风电与光伏发电快速降本, 成本优势显著。成本由于关系到某种发电方式的可持续性、发展进度及应用范围, 在各种新型电力的综合评价中占据重要地位。从目前主流的几种新能源发电方式来看, 陆上风电及光伏发电方式降本速度亮眼。根据国际可再生能源署 IRENA 发布《2020 年可再生能源发电成本》报告, 2020 年太阳能光伏总安装成本从 2010 年的 4731 美元/kW 降至 883 美元/kW, 降幅为 81%; 陆上风电则从 1971 美元/kW 降至 1355 美元/kW, 降幅为 31%。2020 年太阳能光伏平准化度电成本从 2010 年的 0.381 美元/kWh 降至 0.057 美元/kWh, 降幅为 85%; 陆上风电则从 0.089 美元/kWh 降至 0.039 美元/kWh, 降幅为 56%。综合来看, 陆上风电与光伏

发电十年间快速降本，成本优势显著，长期发展动力充足。

图表 33. 陆上风电和光伏发电降本显著

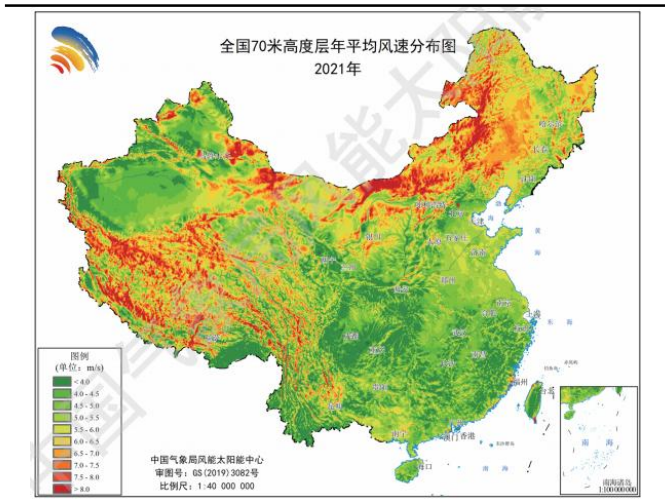
	总安装成本			利用率			平准化度电成本		
	(2020 USD/kW)			(%)			(2020 USD/kWh)		
	2010	2020	变动	2010	2020	变动	2010	2020	变动
生物能	2619	2543	-3%	72	70	-0.02	0.076	0.076	0%
地热能	2620	4468	71%	87	83	-0.05	0.049	0.071	45%
水电	1269	1870	47%	44	46	-0.04	0.038	0.044	18%
太阳能光伏	4731	883	-81%	14	16	0.17	0.381	0.057	-85%
聚光太阳能	9095	4581	-50%	30	42	0.4	0.34	0.108	-68%
陆上风电	1971	1355	-31%	27	36	0.31	0.089	0.039	-56%
海上风电	4706	3185	-32%	38	40	0.06	0.162	0.084	-48%

资料来源：IRENA, CWEA, 东亚前海证券研究所

3.2. 优质资源储备在手，“风光”业务持续开拓

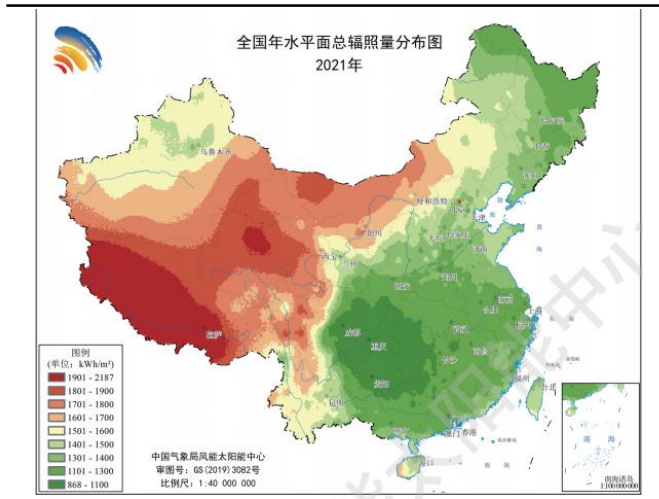
西北地区风光资源优质，我国陆上风电的区域性特征显著。首先，风资源分布方面，2021 年内蒙、新疆、甘肃、西藏等地高空 70 米风力发电机常用安装高度的风能资源较好，有利于风力发电；其次，光资源分布方面，2021 年新疆、西藏、内蒙中、西部等地年水平面总辐照量超 1400kWh/m²，太阳能资源丰富。另外，西北部地区由于人口密集程度低，“风光”建设成本低，因此具有较好的经济性。

图表 34. 2021 年全国 70 米高度层年平均风速 (m/s)



资料来源：中国气象局风能太阳能中心，东亚前海证券研究所

图表 35. 2021 年全国年水平面总辐照量 (kWh/m²)

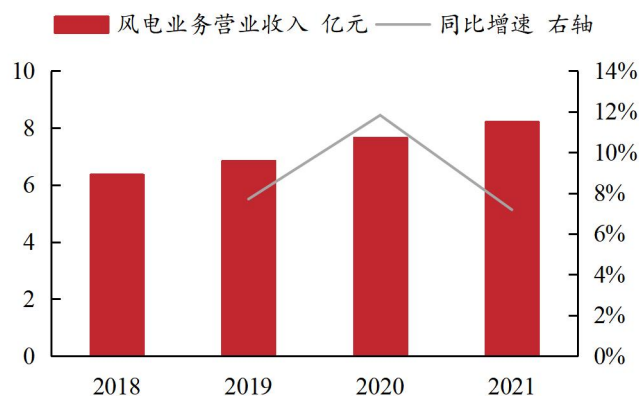


资料来源：中国气象局风能太阳能中心，东亚前海证券研究所

坐拥 7000 万千瓦优质风、光储备，高毛利、高景气业务持续扩张。首先，存量方面，公司新能源业务以风电业务为主，以合肥为核心并辐射全国，截至 2022 年 4 月 21 日，公司实现累计装机 106 万千瓦。公司风、光业务自 2018 年以来营收稳步增长，CAGR 达 8.9%，同时毛利率长期维持在 50%以上，为公司带来稳定的利润增长。其次，增量方面，公司内蒙、新疆、宁夏、贵州、甘肃、山西、云南等资源优势区有 7000 万千瓦风光资源储备。

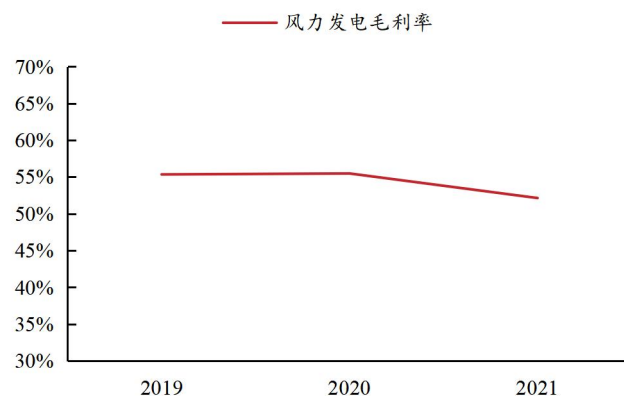
最后，信息化方面，公司积极推进新能源业务的信息化改革，盾安新能源以风电场、光伏电站运行数据结合“互联网+”和云计算等技术，逐步建立起集功率预测、能量管理、生产运行管理和视频监控等功能于一体的新能源信息化平台，将加快风机改进和技术提升。

图表 36. 2018-2021 年公司风力发电收入稳定增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 37. 公司风力发电毛利率长期在 50% 以上



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

民爆行业并购出清趋势下，行业集中度进一步提高，竞争格局愈加清晰。公司作为区域民爆行业龙头，背靠优质股东，海内外民爆资产注入助力公司民爆体量扩大；“碳中和”目标下，风力发电、光伏发电景气高企，公司拥有 7000 万千瓦优质风、光资源储备，预计公司新能源业务加速发展。我们假设：（1）公司民爆板块将发挥大体量优势进行收购整合，股东后续将旗下民爆资产并入公司，公司民爆许可产能将进一步扩张。紫金矿业入股，或将与公司业务实现协同，公司民爆板块营业收入稳步增长；（2）新能源业务加速发展，未来将贡献利润。

图表 38. 公司收入预测（亿元）

单位：亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
爆破工程					
收入	14.11	32.95	42.83	49.26	56.65
YoY		133.46%	30.00%	15.00%	15.00%
毛利率	17.86%	25.17%	20.94%	21.33%	22.48%
收入占比	36.01%	50.84%	54.10%	54.35%	54.31%
民用炸药					
收入	13.79	15.72	18.07	20.78	23.90
YoY		14.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	49.31%	49.52%	49.57%	49.47%	49.52%
收入占比	35.18%	24.25%	22.83%	22.93%	22.92%
风力、光伏发电					
收入	8.44	8.96	9.86	10.84	12.43
YoY		6.18%	10.00%	10.00%	14.58%
毛利率	56.04%	52.77%	54.97%	54.58%	54.08%
收入占比	21.54%	13.83%	12.45%	11.97%	11.91%
民爆器材及其他业务					
收入	2.85	7.19	8.41	9.74	11.32
YoY		152.24%	17.05%	15.84%	16.23%
毛利率	32.03%	24.21%	27.19%	26.81%	25.37%
收入占比	7.27%	11.09%	10.62%	10.75%	10.86%
总收入	39.19	64.81	79.17	90.63	104.30
YoY		65.39%	22.16%	14.47%	15.08%
毛利率	38.18%	34.79%	32.38%	32.35%	32.76%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

民爆行业大变局下，公司海内外并购快速成长为行业龙头。公司有 7000 万千瓦优质风、光资源储备，后续将持续发力。预期 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 11.65/14.13/17.64 亿元，对应的 EPS 分别为 0.44/0.53/0.67 元/股。以 2022 年 9 月 2 日收盘价 5.24 元为基准，对应 PE 分别为 11.92/9.82/7.87 倍。结合行业景气度，我们看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

安全环保政策趋严、原材料价格波动、国际经营风险等。

安全环保政策趋严：公司所从事的民爆及矿服业务与矿山开采密切相关，碳中和背景下，若国家施行更加严格的安全环保政策，或将影响矿山开采进度及强度，从而对公司经营带来较大影响；

原材料价格波动：公司民爆产品的原材料成本占营业成本比重高，若

硝酸铵等原材料价格大幅上涨，将侵蚀公司利润；

国际经营风险：公司全资子公司北方爆破有较多海外业务，庆华汽车部分产品销往国外，若有国际地缘政治变化、国际贸易争端、项目所在地政局稳定性有变、跨国经营人才流失等状况出现，将对公司国际业务开展产生不利影响，进而影响公司利润。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6481.15	7917.45	9062.82	10429.64
%同比增速	65.39%	22.16%	14.47%	15.08%
营业成本	4226.67	5353.84	6131.21	7013.40
毛利	2254.48	2563.61	2931.61	3416.24
%营业收入	34.79%	32.38%	32.35%	32.76%
税金及附加	54.92	55.00	55.08	55.16
%营业收入	0.85%	0.69%	0.61%	0.53%
销售费用	103.25	103.76	104.26	104.75
%营业收入	1.59%	1.31%	1.15%	1.00%
管理费用	659.93	686.96	787.00	911.95
%营业收入	10.18%	8.68%	8.68%	8.74%
研发费用	153.71	136.19	172.31	208.35
%营业收入	2.37%	1.72%	1.90%	2.00%
财务费用	196.60	99.27	65.58	46.61
%营业收入	3.03%	1.25%	0.72%	0.45%
资产减值损失	-107.78	-1.65	-6.10	-8.13
信用减值损失	-28.64	0.00	0.00	0.00
其他收益	37.16	111.44	80.47	99.74
投资收益	19.34	41.16	38.90	43.37
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	95.27	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	340.58	66.22	174.06	278.54
营业利润	1442.00	1699.61	2034.72	2502.92
%营业收入	22.25%	21.47%	22.45%	24.00%
营业外收支	-10.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	1431.60	1699.61	2034.72	2502.92
%营业收入	22.09%	21.47%	22.45%	24.00%
所得税费用	230.55	289.00	355.94	422.17
净利润	1201.05	1410.61	1678.78	2080.75
%营业收入	18.53%	17.82%	18.52%	19.95%
归属于母公司的净利润	1052.66	1164.78	1413.19	1764.46
%同比增速	135.58%	10.65%	21.33%	24.86%
少数股东损益	148.38	245.83	265.59	316.29
EPS (元/股)	0.40	0.44	0.53	0.67

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.40	0.44	0.53	0.67
BVPS	3.22	3.60	4.14	4.80
PE	14.97	11.92	9.82	7.87
PEG	0.11	1.12	0.46	0.32
PB	1.85	1.45	1.27	1.09
EV/EBITDA	9.48	6.02	4.99	3.59
ROE	12.32%	12.20%	12.89%	13.87%
ROIC	8.04%	9.45%	9.34%	9.78%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1883.13	3753.73	4896.61	7124.18
交易性金融资产	291.18	291.18	291.18	291.18
应收账款及应收票据	2749.94	3963.23	3907.49	4707.49
存货	393.57	508.97	595.87	622.95
预付账款	426.02	315.27	425.85	535.67
其他流动资产	889.36	1048.92	1237.30	1282.26
流动资产合计	6633.21	9881.29	11354.30	14563.74
长期股权投资	122.96	126.69	142.86	151.84
投资性房地产	1.70	2.27	3.03	3.32
固定资产合计	6233.83	6288.96	6195.71	6087.70
无形资产	715.58	804.65	887.91	990.56
商誉	730.79	673.27	609.05	541.39
递延所得税资产	103.74	103.74	103.74	103.74
其他非流动资产	743.04	731.10	720.57	660.51
资产总计	15284.85	18611.97	20017.16	23102.79
短期借款	503.67	689.98	876.30	1079.05
应付票据及应付账款	688.84	1723.31	1059.95	1885.10
预收账款	0.00	15.87	6.05	9.29
应付职工薪酬	158.03	295.49	334.64	344.03
应交税费	108.29	157.17	189.32	199.72
其他流动负债	677.57	1330.02	1471.98	1425.94
流动负债合计	2136.39	4211.83	3938.24	4943.13
长期借款	3089.58	3089.58	3089.58	3089.58
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	58.06	58.06	58.06	58.06
其他非流动负债	455.49	455.49	455.49	455.49
负债合计	5739.52	7814.96	7541.37	8546.25
归属于母公司的所有者权益	8542.27	9548.11	10961.30	12725.76
少数股东权益	1003.07	1248.90	1514.49	1830.78
股东权益	9545.33	10797.01	12475.79	14556.54
负债及股东权益	15284.85	18611.97	20017.16	23102.79

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金净额	645.29	2616.63	1584.21	2622.04
投资	-6.92	-4.51	-17.22	-9.66
资本性支出	145.24	-673.14	-508.66	-486.39
其他	-62.12	41.16	38.90	43.37
投资活动现金净额	76.20	-636.49	-486.98	-452.67
债权融资	-3758.21	0.00	0.00	0.00
股权融资	5.63	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	4122.17	186.31	186.31	202.75
筹资成本	-362.45	-295.86	-140.65	-144.54
其他	-408.51	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金净额	-401.37	-109.55	45.66	58.21
现金净流量	311.67	1870.59	1142.88	2227.57

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>