

# 民爆行业专题

## 供需格局持续改善，民爆行业景气度上行

中性

### 核心观点

**民爆行业继续保持向好的运行态势，主要经济指标平稳增长。**2023年以来，受益于国家对基建、能源、矿采的规划推进，民爆制品下游需求向好，同时电子雷管全面替代普通雷管、工业炸药产销两旺，民爆行业景气度持续提升，2023年全年民爆生产企业累计完成生产总值436.58亿元，同比增长10.93%；累计实现利润总额85.27亿元，同比增长44.99%。

**电子雷管实现对传统工业雷管的完全替代，行业产值大幅提升。**《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》要求民爆企业2022年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，2023年12月我国电子雷管替代率已达95.45%。电子雷管价格是传统工业雷管的十倍，2017年中国工业雷管年产值约17.75亿元，而2023年中国电子雷管年产值约96.55亿元，是前者的5.44倍，电子雷管的全面推广使得民爆行业产值和利润大幅提升。

**供给端：政策强约束下行业集中度不断提升，民爆一体化增厚企业收入。**行业政策方面，据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，到2025年民爆生产企业数量将小于50家，前10家民爆企业行业生产总值占比将大于60%，2022年民爆行业CR10已经提升至53.13%，较2020年提升6.63pcts，预计“十四五”时期国内民爆行业将加速出清。另一方面，国家鼓励民爆企业与上游矿产开采进行有机衔接，完善一体化服务机制，实现民爆行业由生产型制造向服务型制造升级转换，民爆企业爆破服务收入逐年提升。

**需求端：国内需求平稳增长，“一带一路”带来新发展机遇。**2021年用于矿山开采的炸药量占总炸药量的71.50%，民爆行业发展情况与矿山开发联系密切。2023年国内原煤产量达46.58亿吨，同比增加3.62%，较2020年增加21.19%，短期看煤炭产量增长将增加民爆需求，催化民爆行情；长期看，煤炭的主要地位难以快速改变，拓展民爆发展空间。此外，近年来我国金属和非金属采矿业发展也呈现复苏势头，采矿业发展景气度提升，民爆需求稳步提升。国外方面，“一带一路”同样给全球矿业复苏带来动力，我国民爆企业将持续开拓国际民爆市场发展空间。

**风险提示：**宏观经济周期风险；产业政策风险；原材料价格波动风险等。

**投资建议：关注行业集中度提升背景下民爆行业龙头的长期投资价值。**当前民爆板块的估值水平处于近十年的较低位置，而中国民爆行业供需格局正持续改善，民爆企业的盈利水平普遍好转，首次覆盖，给予民爆行业“中性”评级，考虑到行业内资产整合仍在进行，暂未给予相关上市公司投资评级。

**相关标的：**股东背景雄厚、国内民爆行业产能规模前三、爆破服务项目经验丰富的央企民爆龙头【**易普力**】；矿服业务突出的民爆一体化龙头【**广东宏大**】；民爆一体化区域龙头【**国泰集团**】。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
002096.SZ	易普力	无评级	10.67	132.36	0.51	0.61	21.43	17.89
002683.SZ	广东宏大	无评级	17.15	130.30	0.92	1.05	19.17	16.67
603977.SH	国泰集团	无评级	10.09	62.68	0.49	0.61	21.31	17.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 行业研究·行业专题

#### 基础化工·化学制品

#### 中性·调低评级

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

联系人：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《化工行业2024年1月投资策略-看好油气、煤化工、氟化工、天然食品添加剂的投资方向》——2023-12-30
- 《聚醚醚酮(PEEK)行业专题-性能优异的特种工程塑料，高景气度应用场景不断扩充》——2023-12-29
- 《国信化工周观点-国际油价持续反弹，LNG、制冷剂价格上涨》——2023-12-22
- 《12月暨2024年度化工行业投资策略：布局上游核心资源品，推荐下游新兴化学品》——2023-11-30
- 《国信化工周观点-国际油价大幅下行，HFCs配额方案正式出台》——2023-11-10

## 内容目录

<b>民爆行业简介：应用广泛的基础行业</b> .....	<b>5</b>
行业简介：民爆器材广泛服务于矿业、基建等行业 .....	5
资质壁垒是进入民爆行业的主要壁垒 .....	7
民爆行业生产总值及利润总额稳步提升 .....	8
民爆制品与爆破服务一体化是行业发展趋势 .....	9
<b>供给端：政策强约束下行业集中度不断提升</b> .....	<b>12</b>
工业炸药：我国工业炸药产量平稳增长，现场混装炸药是主要发展方向 .....	14
电子雷管：政策推动普通雷管全面向电子雷管切换 .....	17
<b>需求端：国内需求平稳增长，“一带一路”带来新发展机遇</b> .....	<b>20</b>
煤炭、金属及非金属行业固定资产投资额增加，国内民爆需求有望平稳增长 .....	21
“一带一路”带来新发展机遇，民爆企业持续开拓国际民爆市场发展空间 .....	24
<b>民爆行业板块经营概况及主要民爆上市公司简介</b> .....	<b>26</b>
民爆板块：经营数据持续改善 .....	26
易普力：中国能建旗下综合性大型民爆一体化企业 .....	28
广东宏大：矿服业务突出的民爆一体化企业 .....	29
国泰集团：江西军工集团旗下民爆一体化区域龙头 .....	31
<b>投资建议</b> .....	<b>32</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>33</b>

## 图表目录

图 1: 民爆行业产业链 .....	5
图 2: 2020 年中国民爆行业产品结构 .....	7
图 3: 2021 年中国民爆行业下游需求占比 .....	7
图 4: 2017-2023 年中国民爆行业生产总值 .....	8
图 5: 2017-2023 年中国民爆生产企业利润总额 .....	8
图 6: 2022 年全国工业炸药、工业雷管年产量前五名省份分布图 .....	9
图 7: 民爆行业月度生产总值 .....	9
图 8: 2018-2023 年 11 月中国爆破服务收入 .....	10
图 9: 易普力爆破服务业务和民爆产品销售业务毛利率 .....	10
图 10: 广东宏大矿山民爆一体化服务模式 .....	11
图 11: 民爆产品全产业链均需接受监管 .....	12
图 12: 2020-2022 年民爆行业 CR10 集中度 .....	13
图 13: 2022 年民爆行业产值占比 .....	13
图 14: 2018-2023 年工业炸药产量 .....	14
图 15: 2023 年上半年工业炸药产品品种构成图 .....	14
图 16: 2018-2023 年现场混装炸药产量 .....	15
图 17: 现场混装炸药产量占比 .....	15
图 18: 乳化基质移动地面站 .....	16
图 19: 现场混装乳化炸药车 .....	16
图 20: 工业炸药成本构成 .....	16
图 21: 民爆生产企业利润率与硝酸铵价格 .....	16
图 22: 工业炸药-硝酸铵价格、价差 .....	17
图 23: 硝酸铵价格、价差走势 .....	17
图 24: 电子雷管与传统工业雷管结构示意图 .....	17
图 25: 电子雷管和工业电雷管销售均价（元/发） .....	18
图 26: 盛景微电子控制模块销售价格及毛利率 .....	18
图 27: 2015-2023 年中国电子雷管产量及替代率 .....	19
图 28: 2022 年以来电子雷管月度产量及替代率 .....	19
图 29: 2019-2023 采矿业固定资产投资总额与工业炸药销量 .....	20
图 30: 2017-2021 年我国工业炸药销售流向占比变化 .....	20
图 31: 典型金属近年来价格走势 .....	21
图 32: 典型非金属矿物近年价格走势 .....	21
图 33: 2019-2023 年我国煤炭开采固定资产投资额变化 .....	22
图 34: 2017-2023 年我国原煤产量 .....	22
图 35: 我国露天煤矿年产量及占煤炭总产量比例 .....	23
图 36: 我国不同发展阶段下典型露天煤矿分布情况 .....	23
图 37: 广汇物流“疆煤外运”示意图 .....	23

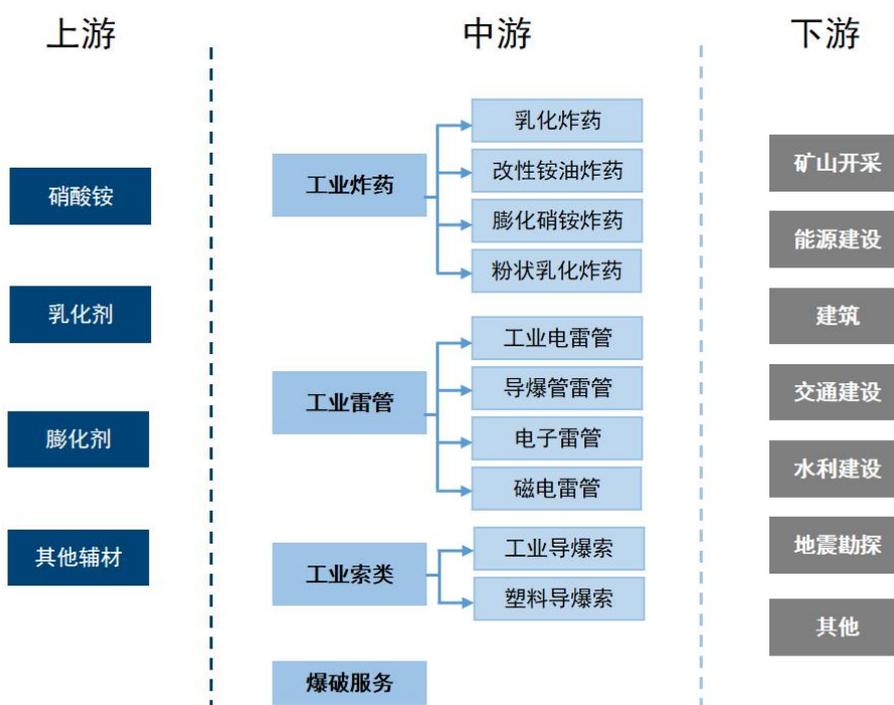
图 38: 2019-2023 年我国非金属矿开采固定投资额变化	23
图 39: 2019-2023 年我国有色金属开采固定投资额变化	24
图 40: 2019-2023 年我国黑色金属开采固定投资额变化	24
图 41: 2019-2023 年我国基础设施建设月度固定投资额	24
图 42: 2019-2023 年我国基础设施建设固定投资额	24
图 43: 部分民爆企业海外业务收入	25
图 44: “十三五”期间我国民爆企业集团海外并购分布图	25
图 45: SW 民爆制品板块季度营收及归母净利润	27
图 46: SW 民爆制品板块销售毛利率与销售净利率	27
图 47: SW 民爆制品板块市盈率 PE (TTM) 与历史分位点	28
图 48: SW 民爆制品板块市净率 PB 与历史分位点	28
图 49: 易普力股权结构图 (截至 2023 年 9 月底)	28
图 50: 2017-2023Q3 易普力营业及归母净利润变化	29
图 51: 2023 年中报易普力营收构成	29
图 52: 广东宏大股权结构图 (截至 2023 年 9 月底)	30
图 53: 2017-2023Q3 广东宏大营收及归母净利润变化情况	30
图 54: 2017-2023Q3 广东宏大营收构成	30
图 55: 国泰集团股权结构图 (截至 2023 年 9 月底)	31
图 56: 2017-2023Q3 国泰集团营业收入及归母净利润变化	32
图 57: 国泰集团营收构成	32
表 1: 民爆主要产品	6
表 2: 2022 年生产企业集团爆破服务收入前 10 名	12
表 3: “十四五”民爆行业发展主要预期指标	13
表 4: 现场混装炸药的五大优势	15
表 5: 电子雷管与传统工业雷管性能对比	18
表 6: 主要民爆行业上市公司电子雷管许可产能	20
表 7: “一带一路”沿线国家优势矿产资源	25
表 8: SW 民爆制品板块 12 家上市公司基本信息	26
表 9: 主要民爆公司民爆制品产能	27
表 10: 易普力各类民爆产品许可产能 (截至 2023 年年中)	29
表 11: 广东宏大各类民爆产品许可产能	30

## 民爆行业简介：应用广泛的基础行业

### 行业简介：民爆器材广泛服务于矿业、基建等行业

民爆器材是民用爆破器材的简称，广泛用于矿山开采、冶金、交通、水利、电力和建筑等领域。民爆产业上游为硝酸铵、乳化剂和膨化剂等化工品；民爆行业主要包括民用爆破器材的生产销售及爆破服务；下游为采矿业、基础工业、基础设施建设等领域，民爆行业被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”。

图1：民爆行业产业链



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

根据《民用爆炸物品品名表》，民爆物品分为工业炸药、工业雷管、工业索类火工品、其他民用爆炸物品和原材料 5 个大类。工业炸药是指用于采矿和工程爆破等作业的猛炸药，又称民用炸药，具有燃烧爆炸特性，是由氧化剂、可燃剂和其他添加剂等组分按照氧平衡的原理配置，并均匀混合制成的爆炸物。工业雷管是指在管壳内有起爆药和猛炸药的工业火工品，是采矿和工程爆破作业中常用的起爆器材。起爆能来引爆各类炸药及导爆索、传爆管等。工业索类火工品是指具有连续细长装药的绳索状工业火工品的总称。

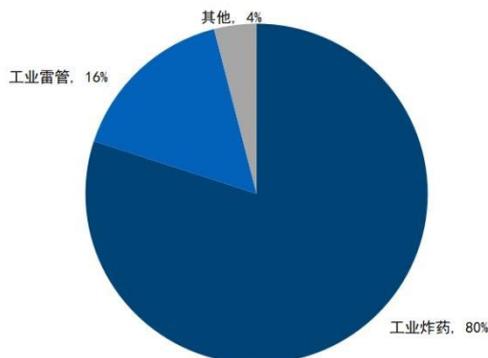
表1: 民爆主要产品

品种	名称	简介	图片
	乳化炸药	通过乳化剂作用,使氧化剂的水溶液的微滴均匀地分散在含有空气泡或空心微球等多孔性物质的油相连续介质中,形成的一种油包水性的含水炸药。	
	粉状乳化炸药	在乳化炸药制造过程中将刚制得的乳胶基质经过喷雾制粉工艺,除去其中所含大部分水分而加工制成的粉状工业炸药。	
<b>工业炸药</b>	改性铵油炸药	以硝酸铵或多孔状硝酸铵为氧化剂,木粉和复合油(燃料油与石蜡的混合物)为可燃剂,再加入少量改性剂,并按一定比例均匀混合制得的粉状工业炸药。	
	膨化硝酸铵炸药	以膨化硝酸铵为氧化剂,复合油(燃料油与石蜡的混合物)和木粉为可燃剂,并按一定比例均匀混合制得的工业炸药。	
	导爆管雷管	由导爆管的冲击波冲能激发的工业雷管。	
<b>工业雷管</b>	工业电雷管	由电能作用而发生爆炸变化的一种雷管,广泛应用于各种爆破作业。	
	数码电子雷管	又称电子雷管、数码雷管或工业数码电子雷管,即采用电子控制模块对起爆过程进行控制的电雷管。	
<b>工业索类</b>	塑料导爆管	引发后管内形成爆轰,且爆轰以恒速传播,可以引爆雷管。	

资料来源: 壶化股份招股说明书, 国信证券经济研究所预测

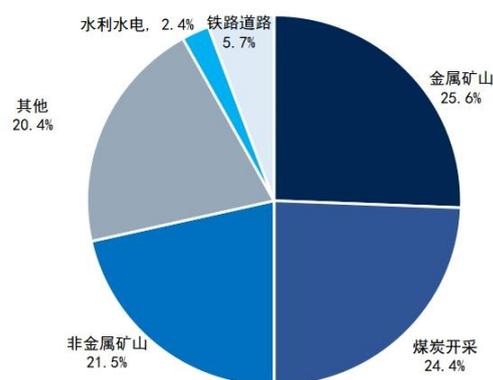
**工业炸药占据中国民爆市场主要份额, 矿业开采是民爆行业主要需求。**工业炸药在民爆产品结构中占据主导地位, 2020年工业炸药在产品结构占比80%, 工业雷管次之占比16%, 其他产品只约占据市场4%份额。我国民爆主要服务于矿山开采, 2020年, 金属矿山、非金属矿山及煤炭开采分别占民爆需求的25.9%、24.7%及22.00%, 合计占比72.6%。

图2：2020年中国民爆行业产品结构



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图3：2021年中国民爆行业下游需求占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

### 资质壁垒是进入民爆行业的主要壁垒

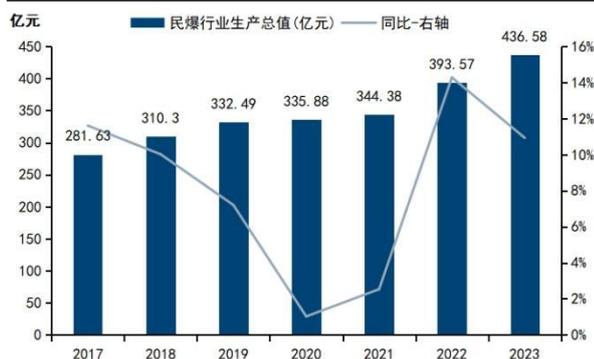
国家严格限制审批新的民爆器材生产企业，严格的准入制度和安全管理要求是进入民爆行业的主要障碍。由于民爆物品易燃、易爆的特性，我国对民爆物品的生产、销售、购买、运输爆破作业实行许可证制度，所有流程都由主管部门严格监管，形成了该行业的资质壁垒。未经许可，任何单位或者个人不得生产、销售、购买、运输民爆物品，不得从事爆破作业。

民爆行业受到政府严格监管。我国政府对民爆器材和服务的监管主要体现在两个方面：首先，政府对民爆器材生产、销售、运输和爆破作业实行许可证制度，所有流程都由主管部门严格监管；其次，政府对民爆器材流向进行监控，政府建立了民用爆炸物品信息管理系统，对民用爆炸物品实行标识管理，民爆器材生产、销售、流通、使用均需要进行实名登记，监控民用爆炸物品流向。从实际销售情形看，工业炸药属危险品，在运输中按照危险品货物进行计价，运价较高，销售半径区域一般不超过200km。而工业雷管体积小，重量轻，相较于工业炸药的运输成本可忽略不计，且不存在运输限制，跨区域销售制约因素少。

## 民爆行业生产总值及利润总额稳步提升

民爆行业生产总值及利润稳步提升。根据中国爆破器材行业协会数据，2017-2021年，民爆行业生产总值保持增长，但增速趋势放缓。2022年，行业生产总值增速恢复至14.28%，2023年民爆行业生产总值达436.58亿元，同比增长10.93%，延续了较高的增速。2017-2023年，我国民爆生产企业利润总额稳中有升，2023年我国民爆生产企业利润总额达到85.27亿元，同比增长44.99%。

图4：2017-2023年中国民爆行业生产总值



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图5：2017-2023年中国民爆生产企业利润总额



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

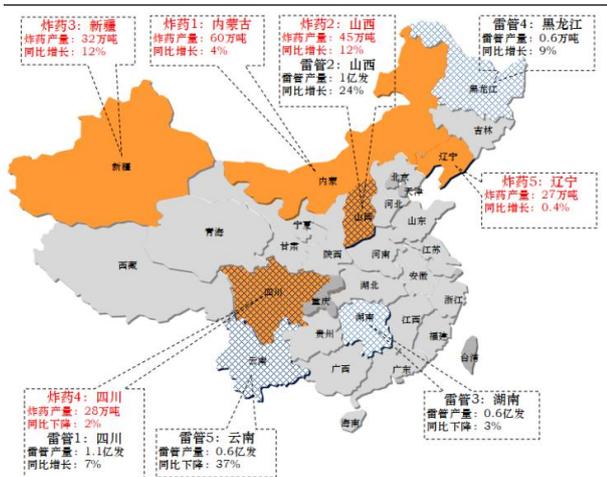
**民爆行业的周期性、区域性和季节性特征。**

1) **周期性：与国民经济增速高度相关。**民爆行业的发展与基础产业、基础设施建设、国民经济发展等紧密关联。在国民经济景气，固定资产投资增长，煤炭、石油及各类矿产开发需求旺盛时期，民爆行业也随之处于良好的发展阶段；相反，如果国民经济萧条，固定资产投资大幅减少，民爆行业市场需求也随之下落。

2) **区域性：产能和需求向中西部转移。**民爆器材具有易燃、易爆、高危等特点，运输风险较高，同时我国早期政府政策对民爆器材流通实施了严格管制。因此，民爆器材的购销一般采用“就近就地”的原则，多年来形成了一定的区域性供需关系格局。与此同时，民爆器材需求也呈现出一定的区域性。东部沿海、长三角、珠三角等经济发达地区对民爆产品的需求量呈现下降趋势；中西部等经济欠发达，且资源丰富，基建需求旺盛的地区，对民爆器材的需求将明显增加。未来，我国民爆行业产能和需求将呈现由东部沿海地区向中西部地区转移的特征。

3) **季节性：一季度为传统产销淡季。**民爆行业没有明显的季节性。但春节期间出于安全管理的考虑，矿山、基建等下游终端客户会较长时间的停产停工，同时民爆主管部门也会要求加强春节期间的安全管理，因此民爆企业在一季度开工时间较短，产销量及工程量均较少。

图6: 2022年全国工业炸药、工业雷管年产量前五省份分布图



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

图7: 民爆行业月度生产总值



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

## 民爆制品与爆破服务一体化是行业发展趋势

国家政策的大力推动及市场需求不断增长,“民爆一体化”模式在我国呈现出强劲的发展势头。民爆行业的产业链根据上下游关系可以分为民爆器材生产企业、民爆器材流通企业、爆破服务企业,民爆一体化指民爆器材产品的生产、配送、爆破作业一体化的经营模式。2006年9月1日起实施的《民用爆炸物品安全管理条例》明确提出鼓励发展民爆物品生产、配送、爆破作业一体化的经营模式。《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》提出科研、生产、销售、爆破服务一体化的先进发展模式。《民爆行业“十三五”规划》提出,推动民爆生产、爆破服务与矿产资源开采、基础设施建设等有机衔接,推进生产、销售、爆破作业一体化服务,鼓励民爆企业延伸产业链,完善一体化运行机制,提升一体化运作水平。《民爆行业“十四五”规划》提出,鼓励民爆企业开展爆破服务业务,积极推动科研、生产、爆破服务一体化,鼓励发展模式创新,促进民爆企业由生产型向生产服务型转变。因此,一体化经营模式将成为我国民爆行业发展的主要方向。受国家政策的大力推动及市场需求不断增长的影响,“爆破服务一体化”模式在我国呈现出强劲的发展势头,一类是以露天矿山采剥服务商为主向上游民爆物品生产领域延伸;另一类是以民爆物品生产企业为主向下游矿山爆破工程服务领域延伸。行业内已出现一批跨地区的生产、销售和爆破服务一体化的大型民爆企业集团。

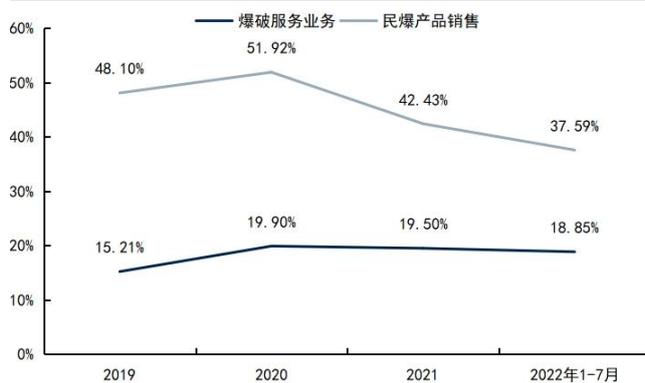
**爆破服务行业加快成长，民爆企业是爆破工程行业市场的主流。**“十四五”时期，国家积极鼓励民爆生产企业加强爆破服务布局，鼓励民爆企业与上游矿产开采进行有机衔接，完善一体化服务机制，加强产业链延伸，实现民爆行业由生产型制造向服务型制造升级转换，爆破服务加快成长。2018至2022年，我国爆破服务收入从199.1亿元增长至329.4亿元，CAGR达13.41%；2023年1-11月，我国累计实现爆破服务收入304.75亿元，同比增长5.03%。仅就民爆行业开展爆破服务的生产型企业而言，“十三五”时期累计收入达801.73亿元，占行业收入比例90.35%，同比增长160.44%，民爆行业生产企业凭借一体化服务优势占据了我国矿山爆破工程行业市场的主流。

图8: 2018-2023年11月中国爆破服务收入



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

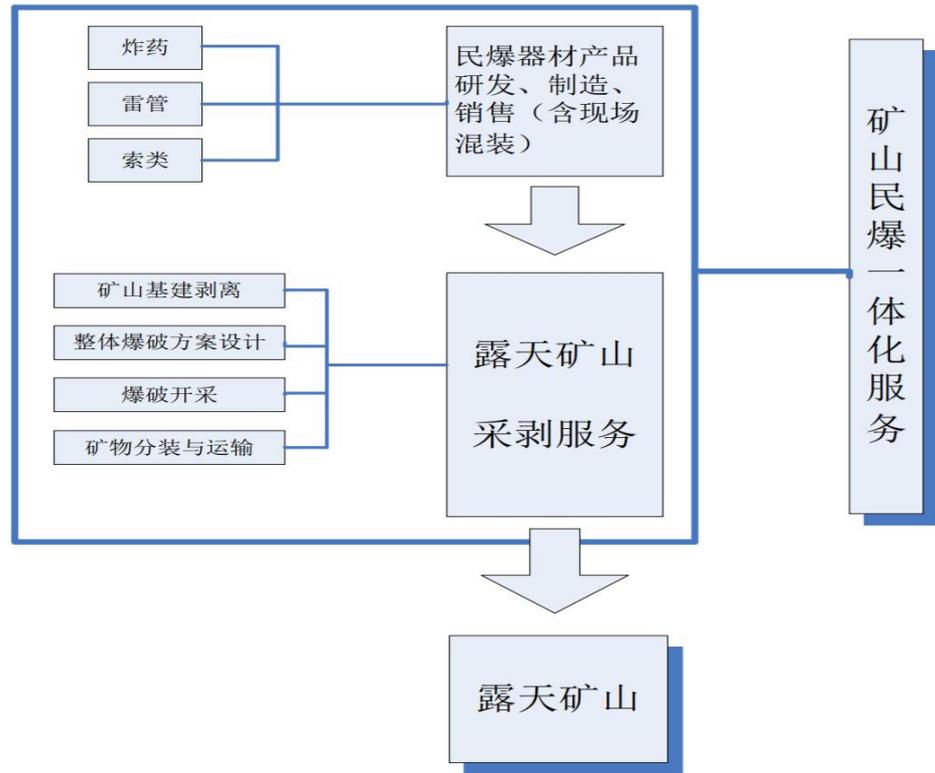
图9: 易普力爆破服务业务和民爆产品销售业务毛利率



资料来源：易普力公告，国信证券经济研究所整理

**矿山爆破工程行业是民爆一体化最重要分支。**随着我国民爆行业参与企业逐渐由生产型企业向以工程爆破为核心的矿山爆破工程服务型企业转型，我国民爆行业逐步形成矿山爆破工程行业和民爆物品制造业两个分支。矿山爆破一体化服务是指为各类矿山业主提供民爆器材产品研发生产和销售、矿山基建剥离、整体爆破方案设计、以爆破技术为核心的爆破开采、矿物分装与运输等一系列服务的总称，矿山爆破一体化服务处于矿山资源开采产业链的中游。

图10: 广东宏大矿山民爆一体化服务模式



资料来源：广东宏大公告，国信证券经济研究所整理

**矿山开发的专业化分工为民爆企业带来发展机遇。**矿山工程建设和采矿运营管理外包服务已是国际通行的运营模式，国内新建大中型矿山大部分已采用了该模式运作。中国有色、金川集团、江西铜业、云南铜业、包钢集团、紫金矿业、中国黄金、驰宏锌锗等大型资源类企业正逐步将矿山建设、采矿业务实施专业外包，将自身精力专注于资源管理和资本运作。采矿运营仍采用“自采”模式的大中型矿山企业也正在转变经营模式，为矿山爆破工程行业提供了新的市场空间，民爆一体化企业迎来新的发展机遇。近年来，行业外资本大量进入矿产资源开发行业，为民爆行业服务、生产企业提供了持续的业务来源，进一步加速了矿山开发的专业化分工与协作的发展进程。

**矿山爆破工程行业市场竞争格局有望持续改善。**随着我国供给侧结构性改革不断推进，矿山爆破工程行业的发展逐渐转向专业化、大型化、集约化，大中型矿山开采工程成为未来矿业发展趋势，亦是矿山民爆一体化服务的主要应用场景。大中型矿山开采工程项目规模大，由于开采周期较长、施工难度较大，对安全、环保要求较高，从而对矿山开发服务企业的资质、施工能力、人员素质、装备水平、行业经验、融资能力等有非常高的要求，市场进入门槛较高，一定程度上限制了市场参与者的范围，具有资质、技术、设备优势的企业在大中型露天矿山采剥服务领域占据主导地位，市场参与者数量短期内不会大幅增加。而为数众多的小型服务商，受监管力度加大和市场竞争的淘汰，可能会呈逐步缩减的趋势。目前我国大型矿山开采服务行业中行业资质等级较高、年收入规模较大的民爆行业企业主要为广东宏大爆破股份有限公司、易普力、保利联合化工控股集团股份有限公司等少数几家。

表2：2022年生产企业集团爆破服务收入前10名

序号	集团名称	爆破服务收入（亿元）
1	广东宏大爆破股份有限公司	81.64
2	中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	52.75
3	保利联合化工控股集团股份有限公司	40.74
4	新疆雪峰科技(集团)股份有限公司	19.45
5	北方特种能源集团有限公司	18.17
6	四川雅化实业集团股份有限公司	14.69
7	前进民爆股份有限公司	12
8	内蒙古盛安化工有限责任公司	8.84
9	抚顺隆烨化工有限公司	8.72
10	内蒙古生力民爆股份有限公司	6.11

资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

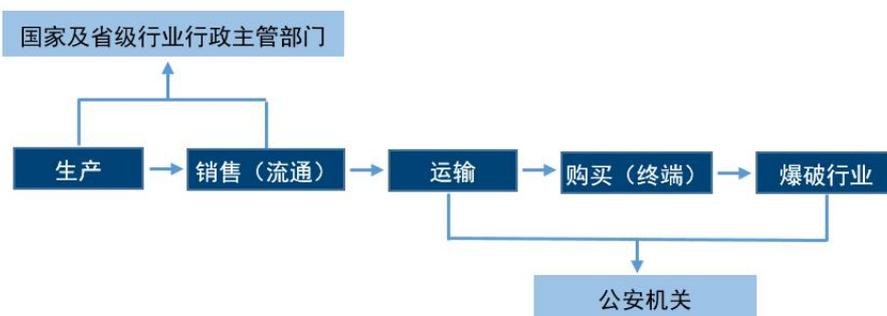
注：表中“爆破服务收入”指民爆生产企业集团独资或控股的下属企业从事爆破服务业务所获得的营业收入。

## 供给端：政策强约束下行业集中度不断提升

### 政策强约束下产能向头部集中

工业和信息化部以及公安机关负责民爆行业的管理工作，我国民爆行业已形成“部-省-县”三级安全监管体系。民爆行业由工业和信息化部统一负责全国民爆器材的科研、生产、销售、质量检测、进出口的管理工作。根据《民用爆炸物品安全管理条例》相关规定，公安机关负责民爆器材产品的公共安全管理 and 民爆器材产品的购买、运输、爆破作业的安全监督管理，监督民爆器材产品的流向。此外，公安机关还负责爆破作业单位的资质申请、爆破项目全过程的管理等。目前，我国民爆行业监管体系呈现以工信部（安全生产司）和省级民爆行业主管部门构成的两级行政管理体系和工信部（安全生产司）、省级民爆行业主管部门以及设区的市级人民政府指定的民爆行业安全监管部门构成的三级安全监管体系。

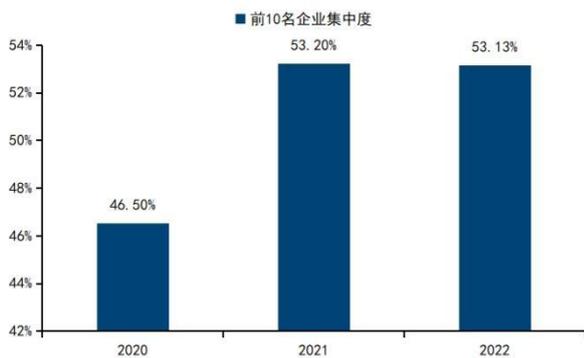
图11：民爆产品全产业链均需接受监管



资料来源：壶化股份招股说明书，国信证券经济研究所整理

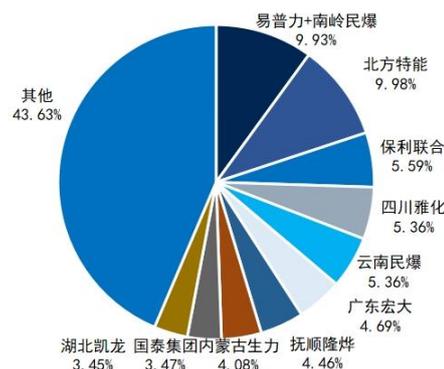
民爆企业集团重组整合稳步推进，行业集中度持续提升。据中国爆破器材行业协会数据，2022年，行业排名前20家企业集团合计生产总值达297亿元，约占行业总产值的76%，所占比例比2021年增长约1个百分点；行业排名前20家企业集团合计炸药产量达340万吨，约占行业总产量的78%，所占比例比2021年增长约1个百分点；行业排名前20家企业集团合计雷管产量近8亿发，约占行业总产量的99%，所占比例比2021年增长约5个百分点。2022年民爆行业排名前10家企业集团合计生产总值占全行业总产值的比例已经提升至53.13%，较2020年提升6.63pcts。

图12: 2020-2022年民爆行业CR10集中度



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图13: 2022年民爆行业产值占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

“十四五”期间政策要求更加细化，利好行业头部企业。2021年12月《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》发布。规划中指出要通过推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构、推动企业转型四个方面来调整优化行业结构。最终到2025年民爆行业安全水平再上新台阶，创新能力得到新提升，结构调整取得新成效，发展质量达到新水平，治理效能得到新提高的目标。规划指出，到2025年，民爆生产企业数量预期从76家减少到少于50家，排名前10的民爆企业行业生产总值预期占比大于60%。目标形成3-5家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业（集团），未来民爆市场份额会快速向头部企业集中。在产业政策的引领下，我国民爆行业企业数量不断压缩，一批中小产能被淘汰，行业企业积极开展重组整合，市场集中度不断提升。行业集中度提升将有利于行业龙头企业的发展，在政策的长期引领下，预计未来民爆行业集中度将继续提升。

表3：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

指标	2020年	2025年	属性
重特大生产安全事故起数	0	0	预期性
企业安全生产标准化二级及以上达标率 (%)	-	100	约束性
龙头骨干企业研发经费占营业收入比重 (%)	2.8	3.5	预期性
现有危险岗位操作人员机器人替代比例 (%)	-	≥40	预期性
包装型工业炸药生产线最小许可产能(吨/年)	>10000	≥12000	约束性
企业现场混装炸药许可产能占比 (%)	≥30	≥35	约束性
生产企业(集团)量	76	≤50	预期性
排名前10家民爆企业行业生产总值占比 (%)	49	≥60	预期性

资料来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，国信证券经济研究所预测

## 工业炸药：我国工业炸药产量平稳增长，现场混装炸药是主要发展方向

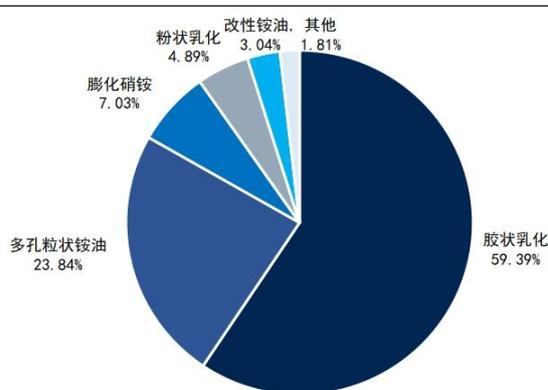
我国工业炸药产量平稳增长，性能更为安全可靠的乳化炸药是最主要品种。工业炸药又称民用炸药，是以氧化剂和可燃剂为主体，按照氧平衡原理构成的爆炸性混合物。工业上常用的有粉状硝铵类炸药（如铵梯炸药、铵油炸药、铵松蜡炸药、膨化硝铵炸药、粉状乳化炸药等）、含水硝铵类炸药（如浆状炸药、水胶炸药、重铵油炸药、乳化炸药等）、硝化甘油炸药等。根据中国爆破器材行业协会统计，2023年上半年，胶状乳化炸药、多孔粒状铵油炸药和膨化硝铵炸药是应用最为广泛的工业炸药品种，这三种性能更为安全可靠的炸药产量合计占我国工业炸药产量的90.26%。近些年我国工业炸药产量保持平稳增长，我国工业炸药产量由2018年的427.7万吨增长至2023年的457.6万吨，年均复合增长率约为1.36%。

图14：2018-2023年工业炸药产量



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图15：2023年上半年工业炸药产品品种构成图



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

现场混装炸药是工业炸药技术的一个主要发展方向。工业炸药按其生产方式可划分为为固定生产线生产和现场混装两种方式，其中，现场混装方式具有机械化、高效率作业，同时也省去了工业炸药的众多储存、流通环节，大大提高了工业炸药使用的安全性，也降低了流通成本，成为当今工业炸药技术的一个主要发展方向。我国矿山爆破服务商的现场混装炸药产能主要服务于自身承接的矿山爆破服务项目所需，混装炸药技术也已成为矿山爆破工程服务核心能力的体现。

现场混装炸药助力民爆企业扩大业务范围，符合监管部门对于行业发展引导的趋势。实际应用方面，工业炸药属危险品，在运输中按照危险品货物进行计价，运价较高，销售半径区域一般不超过200km；国家对包装炸药的生产、销售、运输、存储均采取严格的监管。以上两点导致了我国民爆企业市场区域化较强，生产规模较小，与行业集中化发展趋势相悖。近些年来，以现场混装炸药为主爆破服务模式使得民爆器材区域流通需求逐步下降，民爆企业得以降低传统运输半径的限制，业务范围不断扩大。产业政策方面，根据《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》，“企业（集团）现场混装炸药许可产能占比应达到本企业工业炸药生产许可产能总量的30%；不足30%的，可将包装炸药许可产能转换为现场混装炸药许可产能，或核减差额部分50%的包装炸药许可产能”。《民爆行业“十四五”规划》进一步明确，“十四五”民爆行业主要预期指标之企业现场混装炸药许可产能占比为截至2025年大于或等于35%。

表4: 现场混装炸药的五大优势

优势	具体解释
更安全	混装炸药在装入炮孔之前属于非爆炸性的半成品，在装入炮孔并经敏化之后才成为真正意义上的炸药，半成品在生产、运输、储存环节的安全等级高，而且混装炸药的中间体乳胶基质属于5.1类氧化剂，无雷管敏感度，不会存在炸药流失的安全隐患，更有利于地区反恐。
更高效	露天爆破采取机械化装药的方式，装药效率可达到250kg/min，所需作业人员少，在大直径中深孔爆破和水孔复杂条件下爆破，装药效率可达人工装药方式的30倍；地下等狭小空间的爆破，可采取双管机械化装药的方式，装药人员可减少30%，装药时间可减少50%。
更经济	现场混装炸药采取全耦合装药方式，线装药密度大，钻爆参数可扩大20%-40%，可节约钻爆成本；通过提供装药到炮孔的“一站式”服务，可减少炸药流转的中间环节，可通过“甲供材”直供的方式来控制建设成本。
更优质	混装炸药装药连续性好，不存在“断药”、“断爆”等施工质量问题；同时，混装炸药耦合装药方式，能量利用率高，有利于改善破岩效果，提高循环进尺效率。
更环保	混装乳化炸药的配方采取零氧平衡设计，其“油包水”结构使水油两相可达到准分子结合的程度，爆破产生的有毒气体少，而且爆破现场不存在包装废弃物。

资料来源：易普力公告，国信证券经济研究所整理

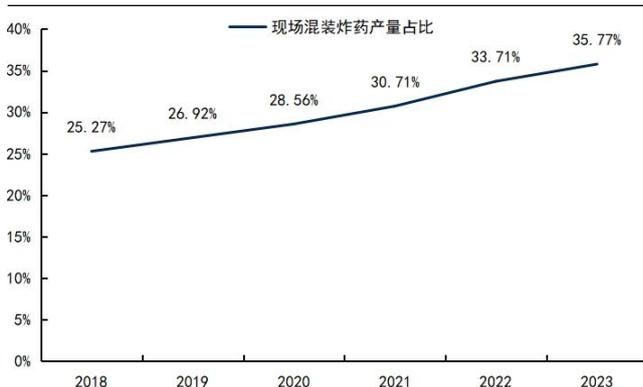
现场混装炸药产量占比持续提升，产品结构不断优化。近些年，我国现场混装炸药产量由2018年的108.1万吨增长至2023年的163.7万吨，年均复合增长率为8.65%；2023年现场混装炸药产量占工业炸药总产量比例达35.77%，较2018年提升了约10.5个百分点，产品结构不断优化。

图16: 2018-2023年现场混装炸药产量



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图17: 现场混装炸药产量占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

现场混装炸药系统包括地面制备站和现场混装炸药车两部分。地面站是为现场混装炸药车提供炸药混制所需的半成品生产和原材料储存的设施，所有混装炸药的原材料经地面制备站分别装在现场混装炸药车的各个料仓内，到达爆破现场后进行混制、敏化和装填，未用完的原料返回地面制备站，取代了传统的炸药制备、储存、运输和人工装药过程及方法。地面制备站通常设立在矿山施工现场，具有生产施工一体化的特点。

图18: 乳化基质移动地面站



资料来源: 工业炸药现场混装车及地面站技术, 国信证券经济研究所整理

图19: 现场混装乳化炸药车

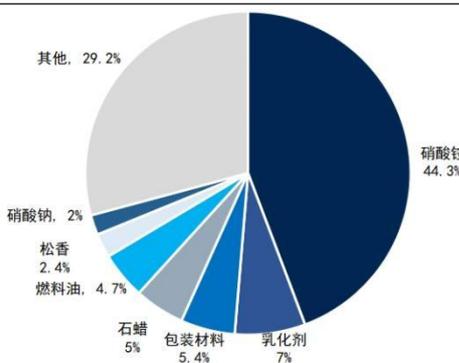


资料来源: 金奥博官网, 国信证券经济研究所整理

现阶段对民爆物品制造业企业的盈利能力的主要影响因素系原材料成本。从工业炸药成本结构来看, 硝酸铵在工业炸药中的成本占比达 44.3%, 硝酸铵的价格波动对民爆行业的利润水平会产生一定影响。从民爆生产企业的利润率和硝酸铵价格走势可以看出, 民爆生产企业的利润率与硝酸铵价格走势大致相反, 且企业的利润率变化有一定的滞后性, 这与民爆企业的调价周期有关。

硝酸铵供需正重新恢复平衡, 民爆行业成本压力有望继续缓解。硝酸铵是由硝酸和合成氨制得, 其中合成氨的主要原料有煤、天然气等, 除用于生产炸药外, 硝酸铵同时也是氮肥的重要原料, 其价格会受到供需两端的影响。2021 年四季度至 2022 年一季度, 煤炭价格大幅上涨, 很大程度推动了合成氨及硝酸铵的价格上涨。2022 年一季度以来, 受俄乌冲突影响, 俄罗斯作为全球最大的化肥出口国、第二大氮肥出口国, 受到制裁后化肥出口受阻, 化肥结构化供需失衡带动全球化肥价格上涨。随着全球主要经济体通胀增速回落、国内能源结构及硝酸铵产业结构趋于平稳、黑海港口农业产品外运协议得到落实等因素, 硝酸铵供需正重新恢复平衡。在不出现重大突发因素的前提下, 硝酸铵价格不具备持续上涨的内在动因, 2023 年国内硝酸铵市场便整体保持阶梯状下行走势, 预计 2024 年也将在一定范围内维持小幅振荡, 民爆行业的成本压力有望持续缓解。

图20: 工业炸药成本构成



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图21: 民爆生产企业利润率与硝酸铵价格



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理  
注: 民爆生产企业利润率=利润/生产总值

图22: 工业炸药-硝酸铵价格、价差



资料来源: 国泰集团公告、中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理  
注: 价差=工业炸药价格-0.86\*硝酸铵价格

图23: 硝酸铵价格、价差走势

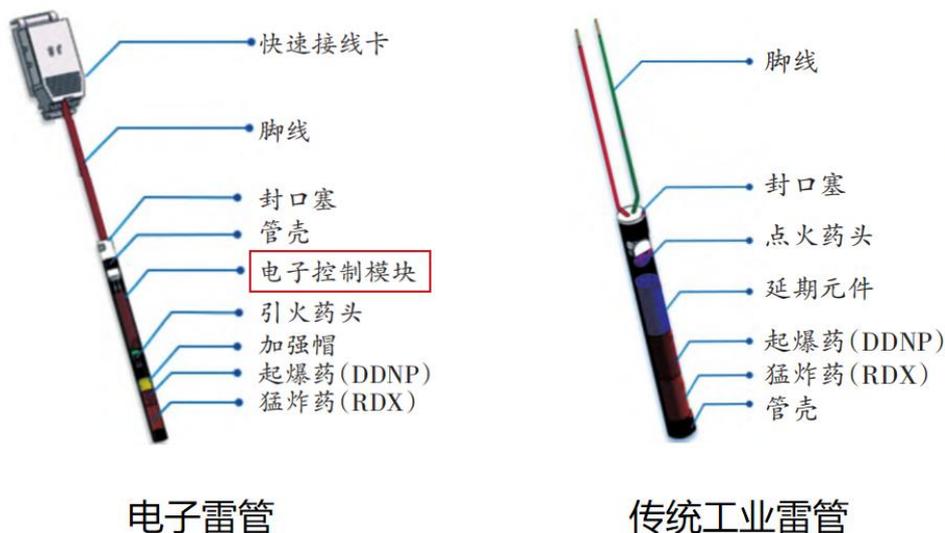


资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理  
注: 价差=工硝酸铵价格-0.46\*合成氨价格

### 电子雷管: 政策推动普通雷管全面向电子雷管切换

电子雷管具有更高的安全性、可靠性与爆破效率。工业雷管是指工业炸药的起爆装置，是爆破工程的主要起爆材料，它的作用是产生起爆能来引爆各种炸药及导爆索、传爆管，目前工业雷管主要分为传统工业雷管和电子雷管。传统工业雷管主要为导爆管雷管、工业电雷管，通过内置的化学延期药剂实现延期。电子雷管采用电子控制模块替代化学延期药剂实现延期，相较传统工业雷管具有更高的安全性、可靠性与爆破效率。

图24: 电子雷管与传统工业雷管结构示意图



资料来源: 张良杰等, 《数码电子雷管与传统工业雷管对比分析》[J]. 煤矿爆破, 2023, 41 (03) :35-38., 国信证券经济研究所整理

表5: 电子雷管与传统工业雷管性能对比

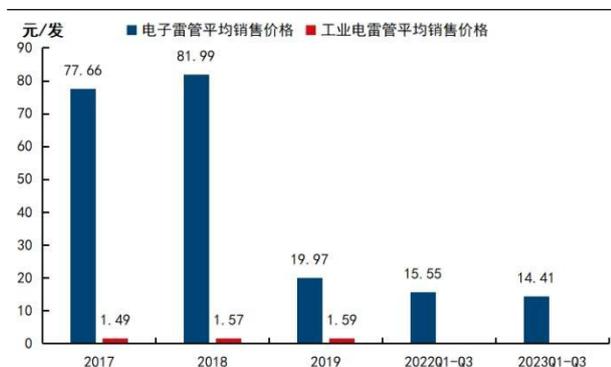
特性	电子雷管	传统工业雷管
安全性	<p><b>社会安全性较高:</b> 可通过物联智能管控, 需授权使用, 能够实现在生产、存储、流通和使用各环节的闭环管控</p> <p><b>使用安全性较高:</b> 具有抗静电、抗杂散电流功能, 除专用起爆器外均不能起爆</p>	<p><b>社会安全性较低:</b> 通过公安系统管控, 记录流通使用记录, 无法对使用终端管控, 有流失隐患</p> <p>使用安全性较低: 抗静电、抗杂散电流功能较差, 可用普通起爆器等起爆</p>
可靠性	<p><b>可在线检测:</b> 电子雷管网络在爆破前可以对网络中的每发雷管进行状态检测, 能够快速进行故障定位, 确保网络起爆的可靠性</p> <p><b>延期精度较高:</b> 由于采用了电子控制模块实现延期, 可以做到无段别区分生产和使用, 延期精度可以精确到 ms, 有利于优化爆破方案</p>	<p><b>检测效果较差:</b> 导爆管雷管无法通过仪器检测, 只能通过人工检查; 雷管可通过测量电阻检测, 但检测项目有限。从而导致检测效果较差, 易产生拒爆现象;</p> <p><b>延期精度较差:</b> 主要依靠化学延期体来控制延期时间, 存在较大的误差, 为防止延期重叠, 一般在延期时间上做段别划分, 但即使做了段别划分, 仍然会发生窜段现象, 使用限制较大</p>
爆破效率	<p><b>可实现大规模高效组网:</b> 组网能量强, 可一次完成大规模爆破; 组网连接便捷, 联网快、可靠性高; 能够实现可靠通讯</p>	<p><b>组网能力较差:</b> 组网设计较为复杂, 限制较多, 大型网络设计成本较高; 爆破网络连接需要现场确认装孔段别, 采用胶布连接, 可靠性差</p>

资料来源: 盛景微招股说明书, 国信证券经济研究所整理

电子控制模块是电子雷管的核心组件, 可实现对电子雷管的闭环管控。电子雷管通过电子控制模块实现可靠通信、身份识别、状态检测、精准延时、起爆控制等关键功能。同时, 电子控制模块能够内置密码和身份码, 使得电子雷管起爆系统具有安全管控功能, 行业主管部门已建立电子雷管的安全管控机制, 能够实现电子雷管在生产、存储、流通和使用各环节的闭环管控, 特别是通过密码与授权控制起爆的功能有效杜绝了涉爆危险品的非法使用, 有利于提高社会公共安全水平。

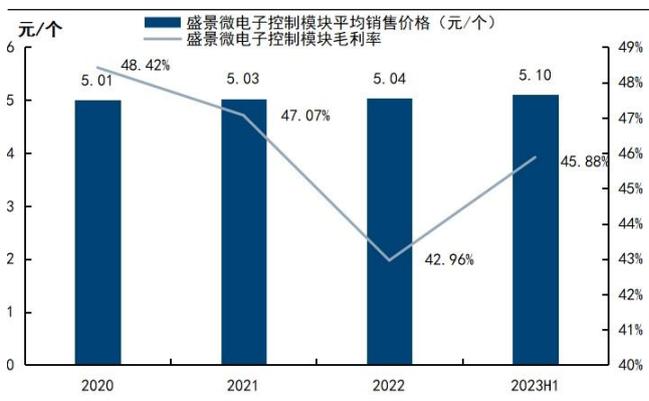
电子雷管毛利水平较高, 电子控制模块成本占比较大。根据壶化股份招股说明书, 2019 年其电子雷管销售均价约 19.97 元/发, 而工业电雷管销售均价仅约 1.59 元/发, 电子雷管对比传统工业电雷管附加值提升巨大, 考虑到当年壶化股份电子雷管 44.87% 的毛利率, 则电子雷管成本约 11.01 元/发, 毛利为 8.96 元/发。此外, 根据盛景微招股说明书, 2020 年至 2023 年上半年, 其电子雷管用电子控制模块销售均价一直维持在 5.01-5.10 元/个的区间, 销售价格较为稳定。综合壶化股份电子雷管的生产成本以及盛景微电子控制模块销售价格, 电子控制模块在电子雷管中的成本占比约 45.5%, 是电子雷管成本居高不下的一个主要原因。根据国泰集团公告, 2023 年前三季度其电子雷管销售均价为 14.41 元/发, 考虑到电子雷管的生产成本趋于稳定, 我们认为电子雷管仍将保持可观的毛利率。

图25: 电子雷管和工业电雷管销售均价 (元/发)



资料来源: 壶化股份招股说明书、国泰集团公告, 国信证券经济研究所整理

图26: 盛景微电子控制模块销售价格及毛利率



资料来源: 盛景微招股说明书, 国信证券经济研究所整理

**国内政策明确全面推广使用电子雷管。**工业和信息化部于2018年11月发布《关于推进民爆行业高质量发展的意见》，提出将普通雷管按相应比例减量置换为数码电子雷管；并于2021年11月、12月先后发布《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》、《民爆行业“工业互联网+安全生产”实施指南》，提出结合各地实际，遵循“分步推进，逐步开展”原则，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。

**电子雷管全面替代传统工业雷管已取得显著进展，雷管行业产值大幅提升。**电子雷管产量从2015年的0.015亿发增长至2023年的6.7亿发，年均复合增长率达114.41%；电子雷管替代率（电子雷管产量/工业雷管总产量）逐年上升，从2015年的0.12%提升至2023年的93.06%。从月度数据来看，2022年7月是电子雷管替代率快速提升的拐点，与政策要求的时间节点相一致，2023年12月我国电子雷管替代率已达95.45%，我国的工业雷管减量置换为工业数码电子雷管政策已经取得显著成效。根据中国中国爆破器材行业协会数据，2017年，我国工业雷管产量11.99亿发，电子雷管渗透率仅0.63%，壶化股份普通工业雷管平均售价1.49元/发；而到2023年，我国工业雷管产量7.2亿发，电子雷管渗透率达93.06%，国泰集团2023年前三季度电子雷管平均售价14.41元/发；据此，我们可以大致测算出2017年中国普通工业雷管年产值约17.75亿元，而2023年中国电子雷管年产值约96.55亿元，是前者的5.44倍，由此可见电子雷管的全面推广使得雷管行业产值大幅提升。

图27：2015-2023年中国电子雷管产量及替代率



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图28：2022年以来电子雷管月度产量及替代率



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

**行业落后产能加速出清，产能进一步向头部企业集中。**工业和信息化部2018年发布的《关于推进民爆行业高质量发展的意见》指出，要“推进起爆器材结构调整，化解工业雷管产能过剩”，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。随着我国工业雷管全面转产电子雷管工作的顺利推进，国内工业雷管产能大幅降低，同时电子雷管的行业集中度也不断提高，普通雷管产能过剩问题得到有效缓解。

表6: 主要民爆行业上市公司电子雷管许可产能

	电子雷管许可产能 (万发/年)	2023年上半年产能利用率	在建产能 (万发/年)
保利联合	17265	11.88%	11500
金奥博	8522	19.98%	
易普力	6450	37.53%	3900
壶化股份	5880	31.75%	
江南化工	3670	33.40%	
广东宏大	3334	24.16%	
凯龙股份	2900	39.12%	
国泰集团	2510		
雪峰科技	1890		740

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 需求端: 国内需求平稳增长, “一带一路”带来新发展机遇

民爆市场需求有望保持平稳增长。民爆行业素有“能源工业的能源, 基础工业的基础”之称, 市场相对稳定, 民爆器材广泛应用于矿山开采、冶金、交通、水利、电力、建筑等领域, 尤其在基础工业、重要的大型基础设施建设中具有不可替代的作用, 因而民爆行业的发展与国民经济增速、基础设施建设、采矿业固定资产投资增速等宏观经济因素密切相关。“十四五”(2021-2025年)期间, 国家将会在金属、非金属矿产资源开采和铁路、公路、港口机场、水利水电、新型城镇化建设等基础建设方面持续投入, 将推动国内民爆市场需求保持平稳增长。

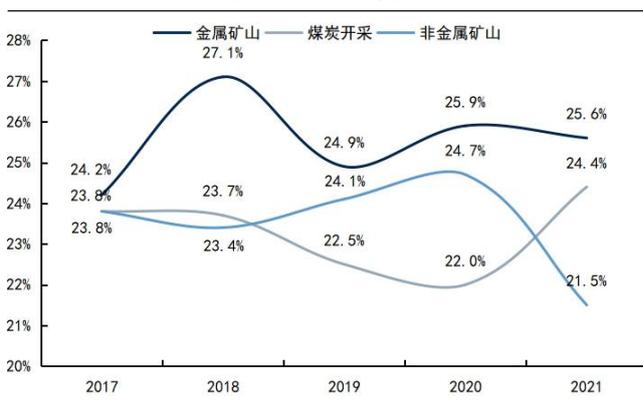
现阶段煤炭、金属和非金属矿山开采业仍是我国工业炸药最主要的使用领域。根据《中国爆破器材行业工作简报》, 2021年全国民爆器材销售流向分布中, 用于煤炭、金属和非金属矿山开采的工业炸药消耗量达到总消耗量的71.5%, 用于铁路道路、水利水电等基础设施建设方面的工业炸药消耗量, 占总消耗量的5.7%和2.4%。2020年以来, 流向煤炭开采行业的工业炸药占比持续提升。

图29: 2019-2023 采矿业固定资产投资总额与工业炸药销量



资料来源: Wind、中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

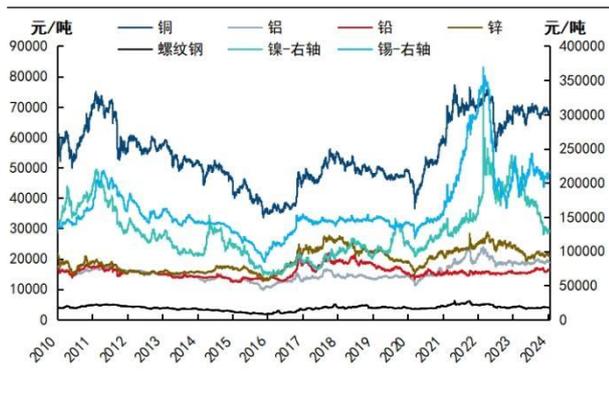
图30: 2017-2021 年我国工业炸药销售流向占比变化



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

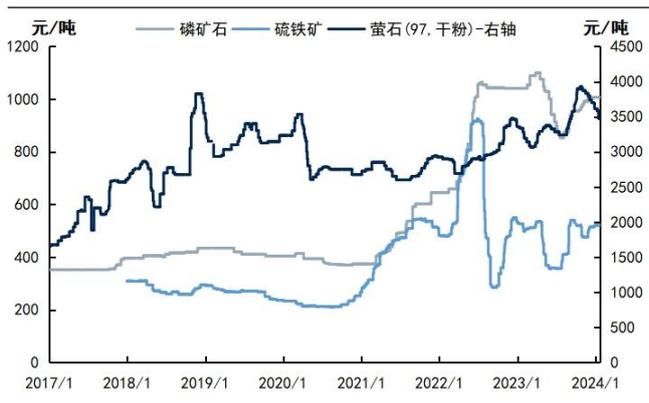
全球主要矿产产品价格中枢上移，支撑矿产行业资本开支增长。2016年以来，全球经济逐渐恢复，以中国为代表的发展中国家对原料需求保持持续增长，伴随主要矿产品的生产成本中枢不断抬升，全球主要矿产产品价格保持趋势性上涨。2021年以来，世界经济预期处于平稳增长态势，对能源及重要矿产品的需求有望保持稳步增加，主要矿产品价格保持高位震荡，有效刺激矿产固定资产投资增长，继而带动民爆产品消费量增加。

图31：典型金属近年来价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：典型非金属矿物近年价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 煤炭、金属及非金属行业固定资产投资额增加，国内民爆需求有望平稳增长

煤炭产量稳步提升，民爆市场需求向好。煤炭目前仍是我国能源最为重要的压舱石，预期在2030年碳达峰前，煤炭消耗量仍将保持稳定增长。**短期煤炭保供持续，产量提升催化民爆行情。**2021年全国煤炭供需出现错配，全国加速批复核增煤炭产能，煤炭开采固定投资额出现显著上升。2022至今煤炭价格保持高位震荡，极大刺激了煤炭企业的固定资产支出，2023年我国煤炭开采行业固定资产投资额达6030.33亿元，同比增长20.89%，创下历史新高。产量方面，2023年我国原煤产量达46.58亿吨，同比增长3.62%，也创下历史新高。煤炭生产为民爆产能上游，煤炭产量提升将增加民爆需求，催化民爆行情。**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2022年，煤炭仍是我国第一大能源来源，煤炭消费量占能源消费总量的56.2%。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，这将为民爆行业的发展拓展空间。

图33: 2019-2023 年我国煤炭开采固定资产投资额变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 2017-2023 年我国原煤产量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**新疆地区矿业快速发展为民爆行业带来需求端红利。**新疆煤炭资源总体禀赋条件好、煤层厚，新疆煤炭预测储量 2.19 万亿吨，占全国预测储量的 40%以上；全疆预测量超过 100 亿吨的煤田有 24 个，约占预测总量的 98%。因受地理条件限制，新疆煤炭资产现阶段尚未进行大规模开发，但随着传统矿区煤炭资源的日益枯竭，新疆地区煤炭生产在全国煤炭生产中的重要性日益显著。根据新疆煤炭交易中心的数据显示，2019-2022 年，新疆地区煤炭生产增速为 14.20%、9.30%、18.30%、28.6%，在全国煤炭生产占比也逐渐提升，而随着“疆煤外运”运输能力的不断提升，预计新疆地区煤炭产量仍将保持较快增长，进而为民爆行业带来需求端红利。

**露天煤矿贡献我国绝大多数煤炭产量增量，有效提振民爆制品需求。**据国家能源局数据，截至 2022 年年底，全国共有露天煤矿 357 处，产能 11.62 亿吨，平均产能 325 万吨/年，约为井工煤矿的 3 倍，千万吨级露天煤矿超过 30 处。产量方面，2013—2022 年，露天煤矿产量从 5.2 亿吨增长到 10.57 亿吨，净增 5.37 亿吨，占全国煤炭增长量的 91%，占全国煤炭总产量的比重由 13.1%增长至 23%，露天煤矿以占比约 8%的煤矿数量贡献了全国约 23%的煤炭产量。从地区分布看，内蒙古和新疆两地的露天煤矿数量和产能占比分别达到全国的 75%和 85%左右，其中新疆维吾尔自治区 2022 年露天煤矿产量 3.2 亿吨，占自治区煤炭产量的 77%；适合露天开采的资源储量 1274 亿吨，具备建设 8~10 亿吨露天煤矿基地的资源条件，可建设一批世界一流的特大型现代化露天煤矿群。相比于井下矿山，露天矿山的民爆制品使用量将大幅增加，《山西省应急管理厅关于切实加强我省矿山井下民爆物品安全管理的通知》便要求各矿山要推动矿山企业主动减少甚至取消井下爆破作业，降低井下使用民爆物品带来的安全风险，而露天采矿作业主要包括穿孔、爆破、采装、运输和排土，爆破是其中非常重要的一环，爆破费占据了露天采矿总费用的 15-20%。因此，在近些年露天煤矿贡献了我国绝大多数煤炭产量增量的背景下，民爆制品需求得到有效提振。



图39: 2019-2023 年我国有色金属开采固定投资额变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

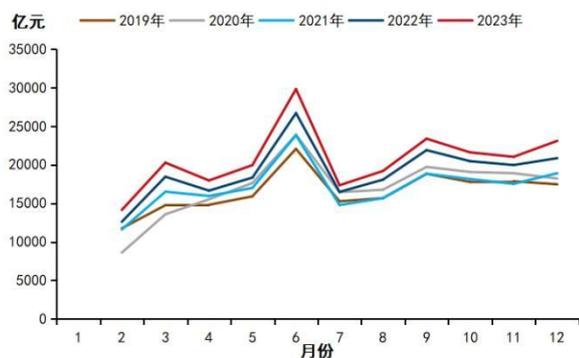
图40: 2019-2023 年我国黑色金属开采固定投资额变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**基础设施建设速度有增无减，一万亿国债带来民爆市场新增长点。**基建投资是我国深化供给侧结构性改革、实行逆周期调节的重要工具，是稳增长的重要抓手之一。2022 及 2023 年我国加大了基建投资力度，基建投资额实现了高速增长。2023 年 10 月 24 日，全国人大常委会通过了中央财政增发一万亿元特别国债的议案。特别国债投向围绕灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，其中包括水库建设、重点区域排涝能力建设、水土流失等方向。相关基础设施建设投资的增加，有望提高民爆产品的需求。

图41: 2019-2023 年我国基础设施建设月度固定投资额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 2019-2023 年我国基础设施建设固定投资额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

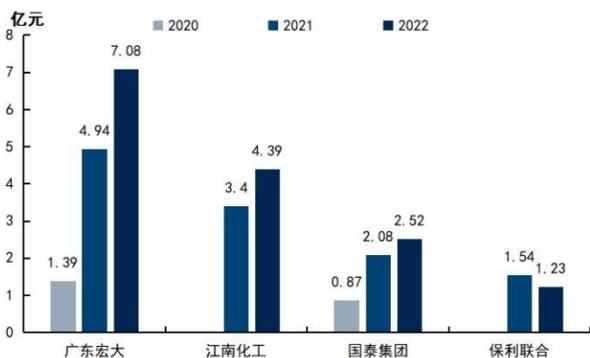
### “一带一路”带来新发展机遇，民爆企业持续开拓国际民爆市场发展空间

**“一带一路”带来新发展机遇，民爆企业持续开拓国际民爆市场发展空间。**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”沿线国家矿种近 200 种，经济价值占全球的 61%，其中煤炭、油气、铜金等矿产资源在全球占有重要地位，“一带一路”正在给全球矿业复苏带来动力，提升矿服爆破一体化服务需求。近年来，民爆行业抓住“一带一路”机遇，积极开拓国际市场，参与国际市场竞争与经济技术合作实现新突

破。民爆企业集团积极响应国家“走出去”战略号召，致力于融入和参与全球民爆业务产业链，通过并购重组、投资服务，中国民爆企业在亚洲、非洲区域整体实力继续提升。“十三五”期间，云南民爆在哈萨克斯坦建厂；四川雅化分别在澳大利亚和新西兰投资和新建爆破公司4家；北方特能分别在刚果金厄瓜多尔、蒙古国和几内亚投资建厂和收购爆破公司；江西国泰在尼日利亚新建炸药生产企业；保利联合化工分别在纳米比亚和坦桑尼亚新建爆破公司和炸药生产厂；内蒙古生力参股在塔吉克斯坦建设炸药生产厂；葛洲坝易普力分别在利比里亚、巴基斯坦建厂和设立爆破公司。

在民爆企业“走出去”的同时，还把先进的民爆技术“引进来”，国内民爆企业与世界顶级民爆生产商、设备制造商签订合资合作协议，将国外先进技术成果、管理经验和经营理念引入中国。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43: 部分民爆企业海外业务收入



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: “十三五”期间我国民爆企业集团海外并购分布图



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

表7: “一带一路”沿线国家优势矿产资源

地区	国家	优势矿产资源
东南亚地区	印度尼西亚	煤炭、铜、镍、铝土矿、锡矿等
	泰国	钾盐、长石、锡、钨等
	越南	煤、铝土矿、磷等
	老挝	钾盐、铝土矿、铜、锡等
	缅甸	玉石、石油、天然气、钨、锡等
	柬埔寨	铝土矿等
中蒙俄经济走廊	蒙古国	石膏、铜、磷、金刚石、煤等
	俄罗斯	铜、锌、铁、铝、铀、金、银、煤、石油、天然气、钾盐等
中亚	哈萨克斯坦	铬、铜、金、煤、铀、钾盐等
	乌兹别克斯坦	天然气、石油、金、铀、铜、钾盐、铅锌及磷矿等
	吉尔吉斯斯坦	金、锑、汞、锡、钨、铜、铁、煤等
	塔吉克斯坦	铀矿、岩盐、金等
	土库曼斯坦	石油、天然气等
南亚	印度	铁、铝土矿、锰、铬铁矿、煤等
	巴基斯坦	铜、铁、煤等
中东欧	波兰	铜、煤等

	塞尔维亚	煤、锂等
	罗马尼亚	石油、岩盐等
西亚	伊朗	天然气、石油、铁、铜、锌、铀、膨润土等
	沙特阿拉伯	石油、天然气等
非洲	埃及	铁、锰、铌钽矿、石油、天然气、磷酸盐、石膏等
	几内亚	铝土矿、铁、金、铜等
	尼日利亚	金、铁、石油、天然气、煤等
	南非	锰、铂、铬、金、煤等
	摩洛哥	磷酸盐、铜、铅等

资料来源：梁冬青，《以矿产视角看“一带一路”投资机遇》[J]. 中小企业管理与科技(中旬刊), 2021, (09):95-97. 国信证券经济研究所整理

## 民爆行业板块经营概况及主要民爆上市公司简介

### 民爆板块：经营数据持续改善

民爆制品产销两旺，行业景气度上行。截至 2024 年 1 月 26 日，SW 民爆制品板块共有 12 家上市公司，市值 50 亿元以上的公司有易普力、广东宏大、江南化工、雪峰科技、国泰集团。2023 年以来，受益于国家对基建、能源、矿采的规划推进，民爆制品下游需求向好，同时电子雷管全面替代普通雷管、工业炸药产销两旺，民爆行业景气度持续提升，2023 年民爆制品板块实现增收又增利。2023 年前三季度，SW 民爆制品板块实现营业收入 409.72 亿元，同比增长 13.09%；实现归母净利润 33.57 亿元，同比增长 11.43%。销售毛利率方面，2023 年前三季度 SW 民爆制品板块整体销售毛利率 25.37%，相比 2022 年提升 0.77pcts。

表8：SW 民爆制品板块 12 家上市公司基本信息

序号	证券简称	证券代码	上市日期	注册地	2023 年前三季度营业收入(亿元)	2023 年前三季度归母净利润(亿元)	总市值(亿元)	市盈率 PE(TTM)
1	易普力	002096.SZ	2006/12/22	湖南省长沙市	62.85	4.74	135.58	28.00
2	广东宏大	002683.SZ	2012/6/12	广东省广州市	79.41	4.97	133.49	20.03
3	江南化工	002226.SZ	2008/5/6	安徽省宁国市	64.74	7.00	113.90	36.20
4	雪峰科技	603227.SH	2015/5/15	新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市	53.90	7.37	74.48	7.21
5	国泰集团	603977.SH	2016/11/11	江西省南昌市	18.11	2.26	65.35	38.75
6	北化股份	002246.SZ	2008/6/5	四川省泸州市	14.81	0.11	42.06	246.80
7	高争民爆	002827.SZ	2016/12/9	西藏自治区拉萨市	11.56	0.83	41.68	43.26
8	保利联合	002037.SZ	2004/9/8	贵州省贵阳市	49.87	0.75	36.78	-6.22
9	凯龙股份	002783.SZ	2015/12/9	湖北省荆门市	27.14	1.70	35.49	24.56
10	金奥博	002917.SZ	2017/12/8	广东省深圳市	10.42	0.81	30.42	51.38
11	同德化工	002360.SZ	2010/3/3	山西省忻州市	7.32	1.50	26.84	14.11
12	壶化股份	003002.SZ	2020/9/22	山西省长治市	9.59	1.54	26.48	13.94

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理  
 注：截至 2024 年 1 月 26 日

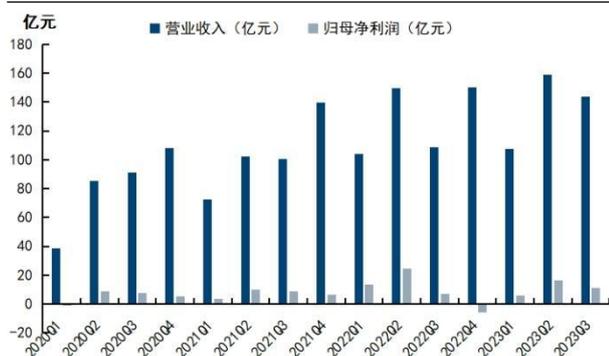
表9：主要民爆公司民爆制品产能

	工业炸药（万吨）	电子雷管（万发）	在建产能
易普力	52.15	6450	4.7万吨工业炸药，3900万发电子雷管
广东宏大	49.7	3334	1.1万吨工业炸药
江南化工	57.95	3670	
雪峰科技	11.75	1890	740万发电子雷管
国泰集团	17.4	2510	
高争民爆	2.2	/	
保利联合	46.45	17265	1.2万吨工业炸药，11500万发/年电子雷管
凯龙股份	18.085	2900	
金奥博	11.5	8522	
同德化工	10.6		
壶化股份	6.7	5880	

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

注：产能数据为2023年半年报中公司披露数据

图45：SW民爆制品板块季度营收及归母净利润



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

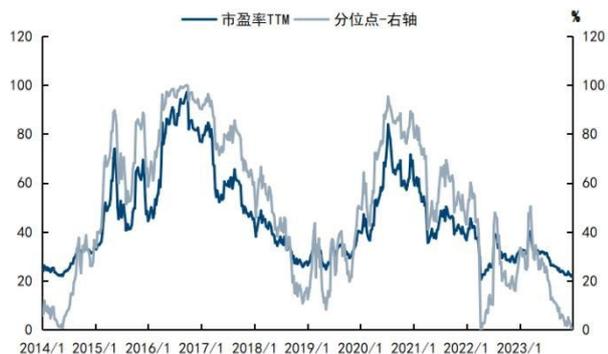
图46：SW民爆制品板块销售毛利率与销售净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

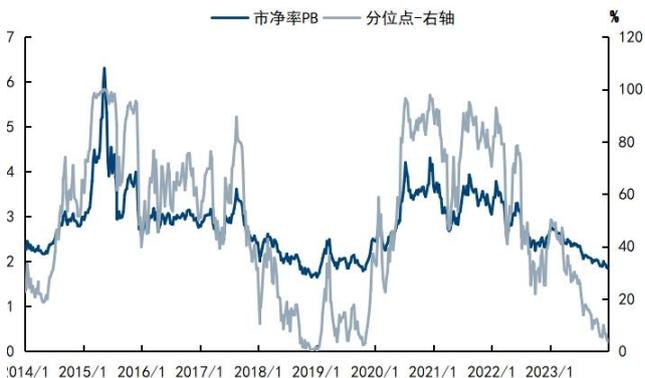
当前民爆制品板块的估值水平处于近十年较低位置。截至2023年1月26日，SW民爆制品板块动态市盈率PE-TTM为21.53倍，处于近十年0.39%的分位点；而市净率PB则为1.84倍，处于近十年3.62%的分位点，整体来看当前民爆制品板块的估值水平处于近十年较低位置。

图47: SW 民爆制品板块市盈率 PE (TTM) 与历史分位点



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: SW 民爆制品板块市净率 PB 与历史分位点

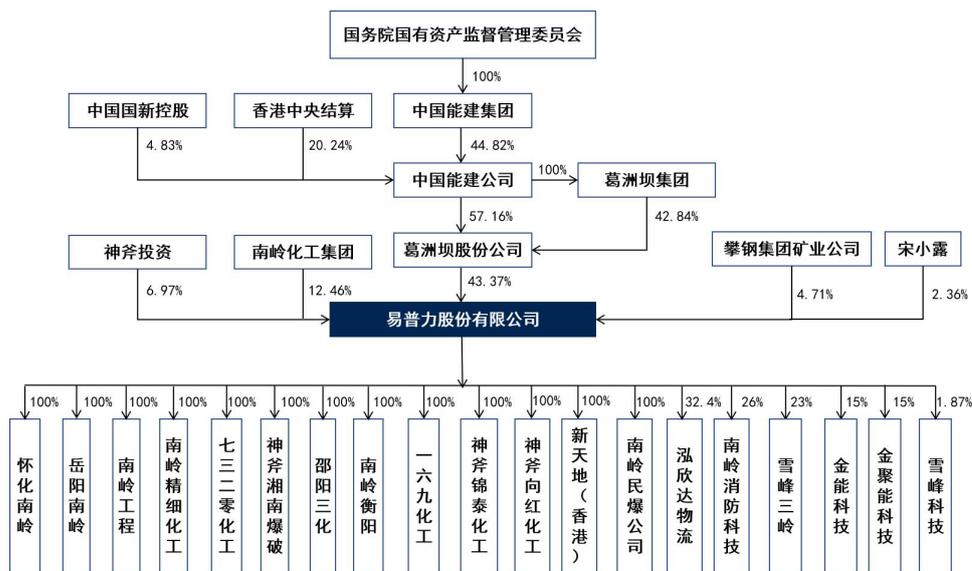


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 易普力: 中国能建旗下综合性大型民爆一体化企业

**公司简介:** 易普力于 1993 年随三峡水利枢纽工程上马而成立, 是国务院国资委直属企业、世界 500 强中国能建的成员企业。易普力拥有集民爆物品研发、生产、销售、爆破一体化和矿山开采施工总承包及绿色矿山建设于一体的完整产业链, 具备营业性爆破作业单位、矿山工程施工总承包“双一级”资质, 工业炸药许可产能 56.55 万吨/年, 工业电子雷管 7550 万发/年, 是国内民爆行业产能规模前三的上市公司、工信部重点扶持的民爆行业龙头企业, 业务覆盖国内超 20 个省(自治区、直辖市)和纳米比亚、利比里亚、巴基斯坦、马来西亚等“一带一路”沿线国别, 是国内市场覆盖面最广的央企民爆企业, 综合实力、发展潜力等均位于民爆行业前列。

图49: 易普力股权结构图(截至 2023 年 9 月底)



资料来源: 公司公告, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

**公司业绩情况：**2023 年前三季度，公司重组后民爆业务结构得到全面优化，综合实力显著提升，实现营收 62.82 亿元，归母净利润 4.74 亿元。2023 年半年报显示，易普力爆破服务为最重要业务板块，营收占比 64.74%，工业炸药、工业雷管、其他业务占营收比例分别为 20.05%、10.63%及 4.58%。

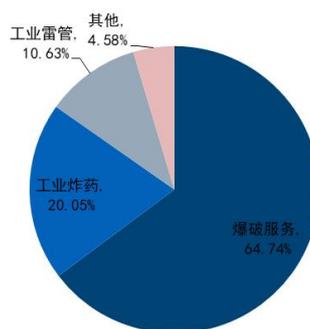
**股票投资评级：**易普力是国内市场覆盖面最广的央企民爆企业，综合实力、发展潜力等均位于民爆行业前列，考虑到易普力 2023 年才完成资产重组，公司的经营、管理、业绩情况仍需进一步观察，暂未给予易普力投资评级。

图50: 2017-2023Q3 易普力营业及归母净利润变化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图51: 2023 年中报易普力营收构成



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表10: 易普力各类民爆产品许可产能（截至 2023 年年中）

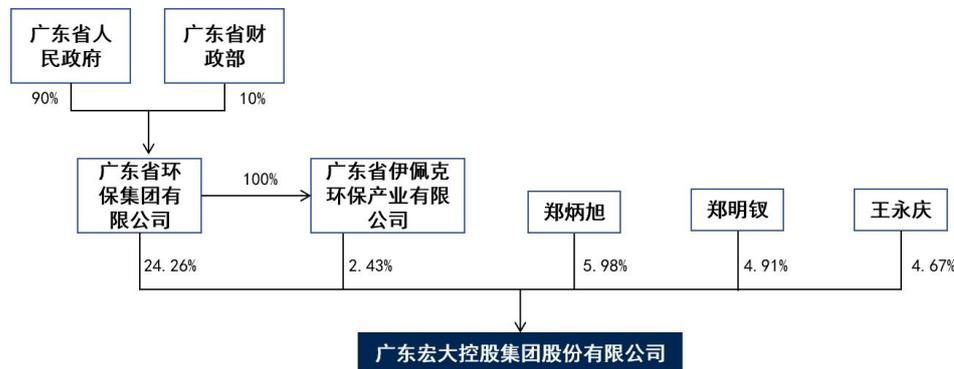
产品类别	许可产能	产能利用率	在建产能
工业炸药	52.15 万吨	41.94%	4.7 万吨
导爆管雷管	2000 万发	1.6%	
电子雷管	6450 万发	37.53%	3900 万发
工业电雷管	1000 万发	0	
导爆管	38000 万米	0	
工业导爆索	2000 万米	12.01%	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 广东宏大：矿服业务突出的民爆一体化企业

**公司简介：**广东宏大创建于 1988 年，是广东省国资委下属广东省环保集团有限公司控股企业，全国军民融合创新示范企业，中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司，是国内爆破技术先进、采剥能力强、矿山工程服务项目最齐全的矿山民爆一体化服务商之一。广东宏大拥有军工“四证”、矿山工程施工总承包一级资质、爆破作业单位许可营业性一级资质、民用爆炸物品生产许可资质等，是地方重点保军企业之一，拥有每年 49.7 万吨工业炸药、3334 万发电子雷管许可产能，产能遍布全国各地，包括广东、内蒙、甘肃、辽宁、黑龙江、西藏、新疆等地区。目前，公司形成了军工、矿服和民爆三大业务板块齐头并进，实现了全面的产业布局。

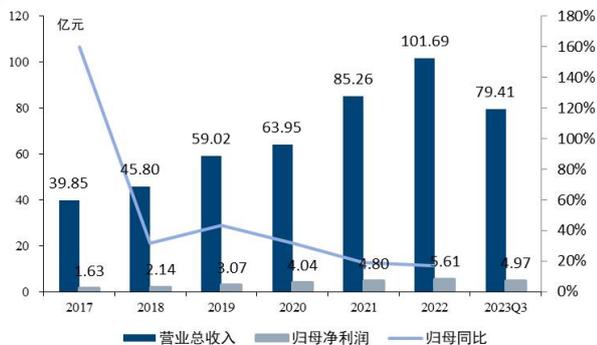
图52: 广东宏大股权结构图（截至 2023 年 9 月底）



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

**广东宏大营业收入保持快速增长，归母净利润稳步增加。**广东宏大 2023 年三季报显示，前三季度公司主营收入 79.41 亿元，同比增加 15.66%；归母净利润 4.97 亿元，同比增加 26.98%。矿山开采贡献公司主要营收，且公司矿服订单充足，未来三年业绩预期稳定；民爆器材板块公司在积极谋划整合并购做大规模；此外，2023 年公司通过收购江苏红光实现黑索金的布局与销售，增厚了公司利润。

图53: 2017-2023Q3 广东宏大营收及归母净利润变化情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图54: 2017-2023Q3 广东宏大营收构成



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 11: 广东宏大各类民爆产品许可产能

产品类别	许可产能	产能利用率	在建产能
工业炸药	49.7 万吨	37.6%	新建产能 1.1 万吨，转移产能 1 万吨
电子雷管	3334 万发	24.16%	
导爆管、工业电雷管	2000 万发	0%	
塑料导爆管	7000 万米	0%	
中继起爆器	200 吨	0%	

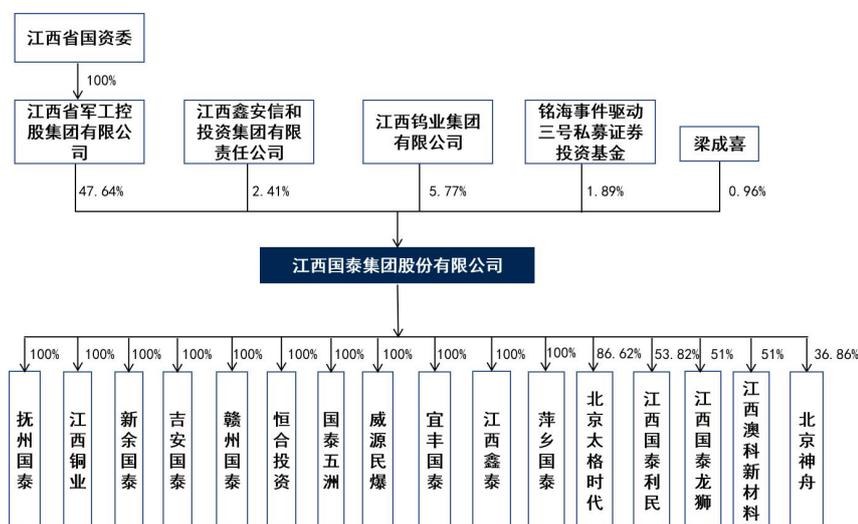
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**股票投资评级：**广东宏大民爆制品产能位居国内前三，同时是国内民爆行业中矿服业务规模最大的民爆一体化上市公司，综合实力位于民爆行业前列，考虑到公司新业务发展仍存在一定的不确定性，暂未给予广东宏大投资评级。

### 国泰集团：江西军工集团旗下民爆一体化区域龙头

**公司基本情况：**国泰集团是江西省军工控股集团有限公司下属的一家从事民爆及爆破工程业务、军工新材料、轨交电气自动化与信息化业务三大业务板块的上交所上市公司。目前公司工业炸药生产许可能力 17.4 万吨/年，其中现场混装许可产能在工业炸药总许可产能中占比达到 30%，工业雷管产能 4980 万发/年，业务区域覆盖江西、广东、贵州、海南、山东、广西、福建、湖南等地区。

图55: 国泰集团股权结构图（截至 2023 年 9 月底）



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

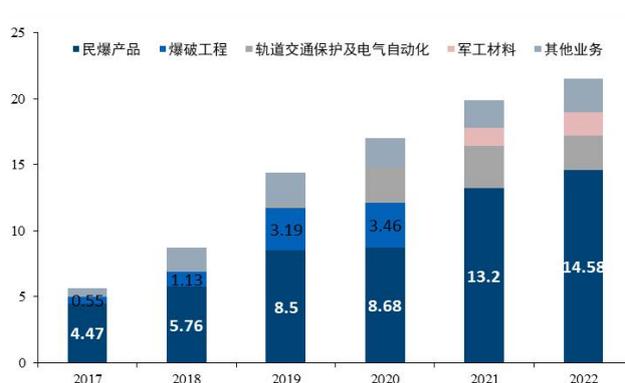
**公司业绩情况：**2023 年前三季度，公司实现营业收入 18.11 亿元，同比增长 16.54%；实现归母净利润 2.26 亿元，同比增长 12.41%。另据公司 2023 年年度业绩预告，预计 2023 年公司将实现归母净利润 2.87 亿元到 3.31 亿元，同比增加 100%到 130%。

图56: 2017-2023Q3 国泰集团营业收入及归母净利润变化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图57: 国泰集团营收构成



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**股票投资评级:** 国泰集团民爆产业整体实力位列全国民爆行业前八强, 是扎根江西、业务范围向全国拓展的向民爆一体化区域龙头, 预计 2023 年归母净利润同比增加 100%到 130%。考虑到公司业绩波动较大, 铁路、运河等民爆订单的释放周期需进一步跟踪, 暂未给予国泰集团投资评级。

## 投资建议

**关注行业集中度提升背景下民爆行业龙头的长期投资价值。**当前民爆板块的估值水平处于近十年的较低位置, 而中国民爆行业供需格局正持续改善, 民爆企业的盈利水平普遍好转, 行业景气度持续提升, 首次覆盖, 给予民爆行业“中性”评级。

**相关标的:** 股东背景雄厚、国内民爆行业产能规模前三、爆破服务项目经验丰富的央企民爆龙头【易普力】; 矿服业务突出的民爆一体化龙头【广东宏大】; 民爆一体化区域龙头【国泰集团】。

## 风险提示

### 政策风险

**宏观经济周期风险：**民爆物品广泛应用于煤炭、金属、非金属等矿山开采，公路、铁路、水利等基础设施建设，民爆行业对采矿业、基础设施建设等行业的依赖性较强，而这些行业的景气程度又与宏观经济状况紧密相关。当宏观经济处于上升阶段，固定资产投资和基础建设规模通常较大，对矿产品的需求较大，从而对民爆产品的需求旺盛；当宏观经济低迷时，固定资产投资增速可能放缓，采矿业一般开工不足，从而导致对民爆产品需求降低。随着中国经济进入新常态，经济增速从高速增长转换为中高速增长，增长动力从投资驱动为主转向以创新驱动为主，固定资产投资、基础设施建设等增速存在逐步回落的可能，对民爆产品的整体需求也将降低，可能对民爆行业相关上市公司的生产经营造成不利影响。

**产业政策风险：**《民爆行业高质量发展意见》提出诸多的行业发展目标，如产业集中度进一步提高、引导生产企业开展重组整合、原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能等。同时，《民爆行业“十四五”规划》也要求继续调整优化行业结构，要求行业继续推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构等。考虑到相关产业政策已对民爆行业提出诸多发展目标，如果未来民爆行业相关上市公司不能把握行业发展机遇，有可能面临失去竞争优势的风险，持续盈利能力将受到一定影响。

### 经营风险

**安全生产风险：**民爆行业存在固有的高危性，在生产、储存、销售、运输以及工程施工等各业务环节中，都必然存在一定的安全风险，因而安全生产具有特殊重要的意义。若未来因突发重大安全责任事故导致人员伤亡、财产损失、行政处罚、诉讼纠纷、合同提前终止等严重情形，将给民爆行业相关上市公司的生产经营、盈利水平和品牌信誉带来。

**经营资质风险：**民用爆炸物品的研发、生产、销售等业务以及工程爆破一体化服务业务均需在获得民爆行业主管部门等政府有关部门颁发的经营资质的前提下进行，且均必须遵守各级主管部门的相关规定，合法合规经营，以确保持续拥有相关经营资质。若民爆行业相关上市公司在日常经营中出现违反相关法规的情况，则将可能被暂停或吊销已有的经营资质，或者导致相关经营资质到期后无法及时延续，将会直接影响到相关上市公司正常的业务经营活动。

**原材料价格波动风险：**原材料成本是民爆产品生产成本的主要构成部分，原材料价格的波动将对民爆行业相关上市公司主要产品的生产成本产生一定的影响。若原材料价格发生大幅波动，而由于民爆行业的市场竞争和市场需求原因，民爆企业难以将该波动带来的影响完全转嫁给下游企业，将在一定程度上对民爆行业相关上市公司的盈利能力构成影响。

**境外经营风险：**境外市场环境或政策的变化将影响有海外业务的民爆上市公司的境外服务与销售，当前国际贸易环境多变，个别地区提高对中国产品进口的贸易壁垒或设置了其他不合理的限制等不利情况有可能对民爆行业相关上市公司的境外经营带来不利影响。此外，开展海外业务的民爆企业也面临着汇兑损益而带来的业绩波动风险。

## 管理风险

**子公司管控风险：**近些年来民爆行业持续进行行业整合，行业内并购事件不断增加，使得多数民爆企业合并范围内子公司较多，子公司的经营效益、生产质量、生产安全等都直接影响到相关上市公司的声誉。随着资产、业务、人员规模的不扩大，对相关上市公司的组织结构、管理体系、工程技术、人力资源等各方面都提出了更高要求。相关上市公司若不能进一步优化管控措施、加强管控力度，加大对设备、技术等的投入，加快培养与引进高级专业人才的步伐，完善资源流动机制，充分激发各分、子企业的经营活力，则可能对相关上市公司的经营业绩产生一定影响。

**人才储备风险：**民爆行业对企业管理人才、专业技术人才数量及素质要求较高。由于民爆行业的快速发展、竞争的日趋激烈以及公司规模的不扩张，对行业内专业人才的需求量逐年增加，民爆行业相关上市公司在未来行业竞争中可能面临专业人才缺失的风险。

**合规风险：**近年来民爆行业上市公司业务规模普遍持续增长、行业监管政策要求不断提高，尽管民爆行业上市公司治理水平及管理持续完善，但在开展业务和经营管理过程中，仍然可能存在因违反相关法律、行政法规的规定或合同约定而引发诉讼或纠纷、监管处罚等风险。

单击此处输入文字。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032