

易普力 (002096. SZ)

发力矿山服务业务，民爆一体化央企稳健成长

买入

核心观点

供需格局持续改善，民爆行业景气度上行。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，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%。易普力作为国内工业炸药产量第一，爆破服务业务收入第二的民爆一体化央企，正在充分享受行业景气度提升带来的发展红利。

政策强约束下行业集中度不断提升，公司有望进一步巩固行业头部地位。《民爆行业“十四五”规划》指出，到2025年前10家民爆企业行业生产总值占比将大于60%，目标形成3-5家大型民爆一体化企业。在工业炸药许可产能几无变化的背景下，行业内不断进行并购重组。易普力作为国内民爆行业综合产能规模前三的上市公司，股东实力雄厚，有望充分收益行业整合。

矿山爆破服务驱动公司由生产型企业向服务型企业转型升级。矿山爆破服务作为民爆制品下游主要需求领域，近些年受益于采矿业固定资产投资额大幅增加，爆破服务需求旺盛。矿山爆破服务具有较高的准入壁垒，对民爆企业的现场混装炸药占比及爆破技术提出了很高要求，目前国内爆破服务订单也在向头部企业集中。易普力爆破服务业务收入在国内排名第二，现场混装炸药产量排名第一，获取新订单能力较强，公司2023年新签订单超300亿，为未来几年的收入提供保障，我们认为公司爆破服务业务的收入规模将保持较快增长，成为公司业绩的主要增长点。

西北地区是公司矿山爆破一体化服务核心区域。得益于对新疆爆破服务市场的较早布局，子公司新疆爆破充分享受了近些年新疆矿业快速发展带来的需求端红利。2023年新疆爆破在易普力的营收占比达42.79%，净利润占比达68.68%，且利润率水平也高于易普力整体水平。在2023年公司公告的新签合同中，新疆爆破承接的合同数量占比59%，金额占比38%，未来几年新疆爆破将贡献易普力绝大部分的营收和利润的增量。

盈利预测与估值：我们预计2024-2026年公司归母净利润为7.75/8.86/9.60亿元，摊薄EPS为0.62/0.71/0.77元，当前股价对应PE为18.6/16.3/15.0x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游采矿业需求不及预期风险；产业政策风险；原材料价格波动风险；安全生产风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,304	8,428	9,300	10,422	11,313
(+/-%)	19.3%	265.8%	10.4%	12.1%	8.6%
归母净利润(百万元)	48	634	775	886	960
(+/-%)	-2.6%	1228.8%	22.3%	14.3%	8.4%
每股收益(元)	0.13	0.51	0.62	0.71	0.77
EBIT Margin	4.4%	9.8%	9.8%	10.0%	9.8%
净资产收益率(ROE)	2.5%	9.1%	10.4%	11.1%	11.2%
市盈率(PE)	90.7	22.8	18.6	16.3	15.0
EV/EBITDA	31.1	16.6	15.6	14.4	13.9
市净率(PB)	2.27	2.07	1.94	1.81	1.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

基础化工·化学制品

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

基础数据

投资评级

买入(首次评级)

合理估值

12.40 - 14.26元

收盘价

11.64元

总市值/流通市值

14439/5685百万元

52周最高价/最低价

13.39/8.59元

近3个月日均成交额

86.27百万元

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

内容目录

公司概况	6
因服务三峡工程而诞生民爆一体化央企	6
同业比较：易普力综合财务数据表现位于行业前列	9
供需格局持续改善，民爆行业景气度上行	12
民爆行业被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”	12
民爆行业生产总值及利润总额稳步提升	13
供给端：政策强约束下行业集中度不断提升	14
工业炸药：易普力工业炸药及现场混装炸药产量均排名国内第一	15
原材料：硝酸铵价格下行，公司盈利能力有望持续修复	18
电子雷管：重组后补齐电子雷管产能短板，受益于电子雷管的全面推广	19
矿山爆破服务驱动公司由生产型企业向服务型企业转型升级	23
民爆制品与爆破服务一体化是行业发展趋势	23
矿山爆破工程行业市场竞争格局有望持续改善	25
采矿业固定资产投资额提升，爆破服务需求增长	25
露天矿山产量占比提升，催生爆破服务需求	27
2023年新签订单金额超300亿，有利支撑公司长期业绩	29
西南水电基地建设有序推进，易普力综合竞争优势明显	31
“一带一路”带来新发展机遇，易普力持续开拓国际民爆市场发展空间	32
西北地区是公司矿山爆破一体化服务核心区域	33
子公司新疆爆破是易普力当下及未来主要利润来源	33
新疆地区煤矿储量丰富，疆煤保供价值日益凸显	34
当前新疆地区工业炸药供不应求，未来仍具有较大的增长空间	36
盈利预测	39
估值与投资建议	40
风险提示	44
附表：财务预测与估值	46

图表目录

图1: 易普力发展历程	6
图2: 易普力股权结构图（截至 2024 年 3 月 31 日）	7
图3: 易普力重组前后营业收入	7
图4: 易普力重组前后毛利润	7
图5: 2023 年易普力营业收入构成	8
图6: 2023 年易普力毛利润构成	8
图7: 2019-2023 年易普力营收区域构成	8
图8: 2019-2023 年易普力爆破服务和民爆产品销售业务毛利率	8
图9: 2023 年 Q1-Q4 易普力单季度销售毛利率	9
图10: 2019-2023 年易普力期间费用率	9
图11: 2019-2023 年易普力资产负债情况	9
图12: 2019-2023 年易普力现金流量	9
图13: 易普力与可比公司毛利率对比	10
图14: 2023 年易普力与可比公司营收规模及构成对比	10
图15: 易普力与可比公司民爆产品销售业务毛利率对比	10
图16: 易普力与可比公司爆破服务业务毛利率对比	10
图17: 易普力与可比公司期间费用率对比	11
图18: 易普力与可比公司研发费用对比	11
图19: 易普力与可比公司应收账款周转率对比	11
图20: 易普力与可比公司现金及现金等价物净增加额对比	11
图21: 易普力与可比公司资产负债率对比	11
图22: 2023 年易普力与可比公司 ROE 对比	11
图23: 民爆行业产业链	12
图24: 2020 年中国民爆行业产品结构（按产值计）	13
图25: 2021 年中国民爆行业下游需求占比	13
图26: 2017-2023 年中国民爆行业生产总值	13
图27: 2017-2023 年中国民爆生产企业利润总额	13
图28: 2017-2023 年中国工业炸药产量省份分布	14
图29: 2020-2023 年中国民爆行业月度生产总值	14
图30: 2020-2023 年中国民爆行业 CR10、CR5 集中度	15
图31: 2023 年中国民爆行业各企业产值占比	15
图32: 2018-2023 年中国工业炸药产量	15
图33: 2023 年中国工业炸药产品品种构成图	15
图34: 2015-2020 年中国工业炸药产能利用率	16
图35: 2023 年中国工业炸药市场份额（按产量计）	16
图36: 易普力历年工业炸药产能变化	16
图37: 2018-2023 年中国现场混装炸药产量	17

图38: 2018-2023年中国现场混装炸药产量占比	17
图39: 现场混装乳化炸药产品配方	18
图40: 民爆生产企业利润率与硝酸铵价格	18
图41: 硝酸铵价格、价差走势	19
图42: 硝酸铵行业开工率	19
图43: 电子雷管与传统工业雷管结构示意图	20
图44: 2015-2023年中国电子雷管产量及替代率	21
图45: 2022年以来电子雷管月度产量及替代率	21
图46: 2018-2023年中国每吨工业炸药雷管消耗量	22
图47: 易普力重组前后电子雷管产能(万发)	22
图48: 2018-2023年中国爆破服务行业收入	23
图49: 2017-2021年中国工业炸药销售流向占比变化	23
图50: 易普力矿山爆破一体化服务服务范围	24
图51: 2023年易普力爆破服务业务成本构成	24
图52: 2023年中国爆破服务行业各公司市场份额	25
图53: 2020-2023年中国爆破服务行业市场集中度	25
图54: 典型金属品种近年来价格走势	26
图55: 典型非金属矿物品种近年价格走势	26
图56: 2019-2023年中国采矿业固定资产投资总额	26
图57: 2019-2023年中国煤炭开采行业固定投资额变化	26
图58: 2019-2023年中国有色金属开采行业固定投资额变化	27
图59: 2019-2023年中国黑色金属开采行业固定投资额变化	27
图60: 2019-2023年中国非金属矿开采行业固定投资额变化	27
图61: 2019-2023年中国基础设施建设固定投资额	27
图62: 中国主要矿产资源露天开采比例	28
图63: 中国露天煤矿年产量及占煤炭总产量比例	28
图64: 中国不同发展阶段下典型露天煤矿分布情况	28
图65: 新疆工业炸药产量增速与原煤产量增速	29
图66: 2023年易普力新签日常经营合同金额	30
图67: 2023年易普力新签1亿元以上的合同下游行业分布	30
图68: 国家“十四五”规划专栏6现代能源体系建设工程	31
图69: “十四五”大型清洁能源基地布局示意图	31
图70: 主要民爆企业在西藏工业炸药产能	32
图71: 易普力纳米比亚湖山铀矿项目	32
图72: 2019-2023年易普力海外业务收入及占比	32
图73: 子公司新疆爆破营收及净利润	33
图74: 子公司新疆爆破营收及净利润占比	33
图75: 子公司新疆爆破净利润率与公司整体净利润率对比	33
图76: 子公司新疆爆破总资产及资产负债率	33
图77: 易普力2023年新签合同数量分布	34
图78: 易普力2023年新签合同金额分布	34

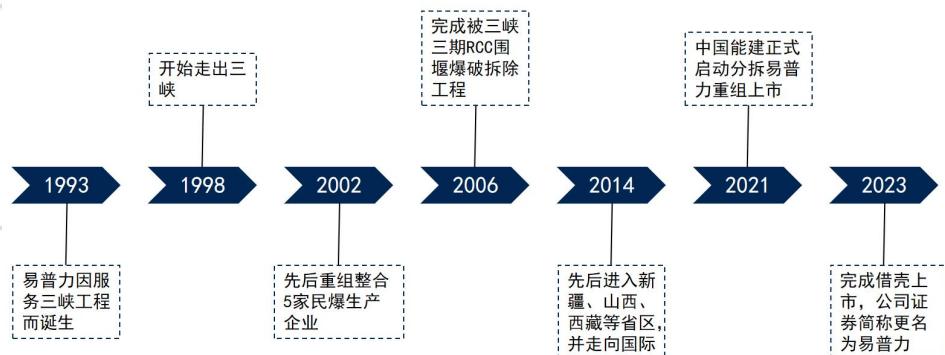
图79: 新疆历年原煤产量及全国占比	34
图80: 新疆与全国原煤产量增速对比	34
图81: 新疆自治区煤炭资源分布	35
图82: 易普力在新疆工业炸药产能分布	35
图83: 国内煤炭主产区煤炭价格走势	36
图84: 新疆历年“疆煤外运”量	36
图85: 新疆国有重点煤矿煤炭铁路发运量	36
图86: 2023年1-9月新疆广汇能源煤炭销售区域分布	36
图87: 新疆工业炸药产量及全国占比	37
图88: 新疆工业炸药产量增速与全国整体对比	37
图89: 新疆主要工业炸药生产企业产能	37
图90: 易普力工业炸药产能地域分布（截至2023年年末）	37
图91: 2023年上半年主要民爆企业在新疆营业收入	38
 表1: “十四五”民爆行业发展主要预期指标	14
表2: 现场混装炸药的五大优势	17
表3: 2022年生产企业集团工业炸药年产量排名及现场混装炸药占比	18
表4: 电子雷管与传统工业雷管性能对比	20
表5: 主要民爆行业上市公司电子雷管许可产能	22
表6: 2023年易普力新签或开始执行的单笔合同金额1亿元以上的合同	30
表7: 易普力前五大客户销售情况	31
表8: 新疆四大煤炭基地储量及开发定位	35
表9: 易普力业务盈利预测表	39
表10: 公司盈利预测假设条件	40
表11: 资本成本假设	41
表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	41
表13: 同类公司估值比较	43

公司概况

因服务三峡工程而诞生民爆一体化央企

公司发展历程：因服务三峡工程而诞生，现已发展为民爆一体化头部企业。易普力是英文爆破“explosive”的音译，另一层含义是“易于普及的科技生产力”。葛洲坝易普力于1993年因服务三峡工程而诞生，承担了三峡工程近70%的爆破工程量。1998年，易普力承接了连云港核电站爆破服务，开始走出三峡。2002-2008年，易普力先后重组整合5家民爆生产企业，并控股、参股了十几家民爆流通公司，并将公司本部由湖北宜昌搬迁至重庆，构筑了生产、经销、爆破服务一体化的民爆产业格局。2006年，公司圆满完成被誉为“天下第一爆”的三峡三期RCC围堰爆破拆除工程，并荣获爆破行业首个特等奖与国家科技进步奖。2006-2014年，公司先后进入新疆、山西、西藏等民爆需求旺盛省区，并进入非洲市场，正式走向国际。2021年，中国能建正式启动分拆葛洲坝易普力公司与南岭民爆重组上市并募集配套资金项目，2023年2月3日完成新股上市，股权交割完成。2023年7月6日，公司证券简称由“南岭民爆”变更为“易普力”。目前，易普力已成为国内市场覆盖面最广的民爆一体化央企，综合实力、发展潜力等均位于民爆行业前列。

图1：易普力发展历程

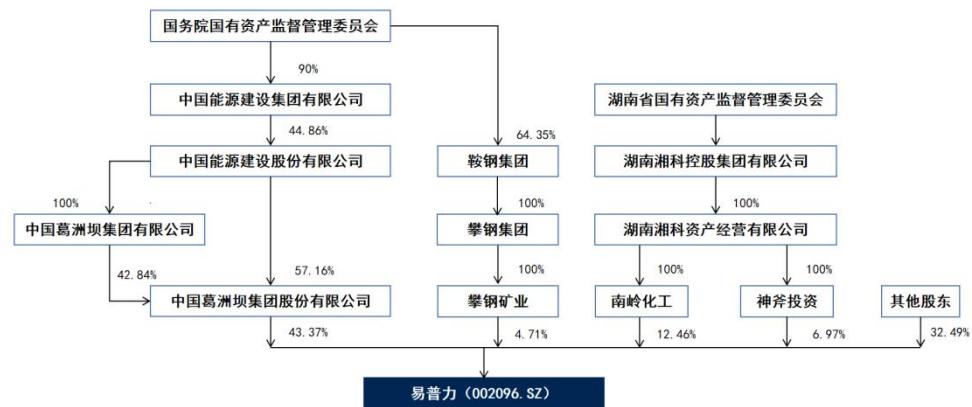


资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

公司于2023年完成重大资产重组+借壳上市+募集配套资金。易普力重大资产重组项目于2021年10月正式启动，由中国能建A+H股上市公司分拆易普力、重组南岭民爆实现上市和募集配套资金三部分组成。一是中国能建依据筛选符合条件的优质民爆资产，以重组借壳的方式进行分拆；二是南岭民爆采用向特定对象非公开发行股份的方式，购买葛洲坝集团、攀钢矿业及23名自然人合计持有的远超南岭民爆体量的95.54%易普力股权，实现“以股换股”，重组上市后南岭民爆由中国能建通过所属葛洲坝集团控股；三是重组后，易普力采用询价方式向不超过35名特定投资者非公开发行1.17亿股募集配套资金13.39亿元，用于持续支持新的上市公司高质量发展。本次发行新增股份于2023年2月3日在深圳证券交易所上市，自2023年7月6日起，公司证券简称由“南岭民爆”变更为“易普力”。

公司股东以央企、国企为主，实力强劲。公司的直接控股股东为中国葛洲坝集团股份有限公司，直接持有公司 43.37%的股权，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会；此外，湖南省国资委控股的南岭化工、神斧投资合计持有公司 19.43%的股权，鞍钢集团旗下的攀钢矿业持有公司 4.71%的股权，公司前四大股东均为央企、国企，合计持股比例达 67.51%。

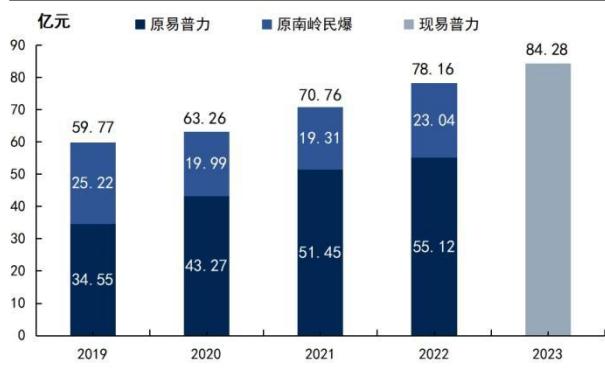
图2: 易普力股权结构图（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

重组后公司营收和毛利水平实现大幅提升，爆破服务业务成为公司第一大业务。2023 年，重组后的易普力实现营业收入 84.28 亿元，实现归母净利润 6.34 亿元，重组后易普力的营收和毛利润都实现了大幅增长。从公司的营收和毛利构成看，2023 年，爆破服务业务是公司第一大业务，贡献了公司 64%的营收和 48%毛利，工业炸药贡献了公司 21%的营收和 31%毛利，工业雷管贡献了公司 10%的营收和 13%毛利。

图3: 易普力重组前后营业收入

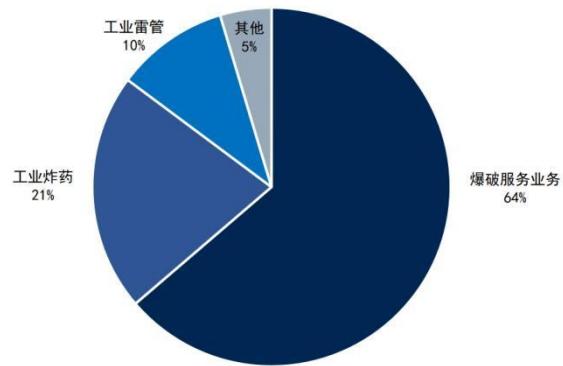


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

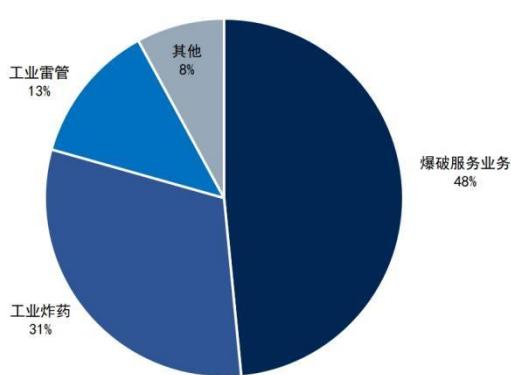
图4: 易普力重组前后毛利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 2023年易普力营业收入构成


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 2023年易普力毛利润构成


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

季度毛利率上行，期间费用率持续改善。公司的主要销售区域集中在西北地区、华中地区、西南地区，2023年以来销售毛利率同比呈现上涨趋势，四季度销售毛利率已提升至 31.47%，较一季度提升 9.13 pcts，主要原因一是在煤炭保供政策的推动下，优质煤炭产能继续释放，带动公司西北区域爆破业务大幅上涨，促进公司营业收入和利润总额攀升；二是调整产品和销售结构，加大市场开发力度，强化品牌建设，提升了民爆物品销售量；三是一企一策精准开展亏损企业治理工作，重组后的亏损面和亏损额得到有效控制。从期间费用率看，2023年公司完成资产重组使得管理费用率有所提升，由2022年的6.47%提升至9.79%；研发费用率由3.52%提升至4.11%，主要围绕民爆物品制造领域及爆破一体化服务关键环节进行研发投入，积极响应“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划中提及的龙头骨干企业研发经费占营业收入比重达到3.5%号召；财务费用率和销售费用率近年来维持在较低水平。

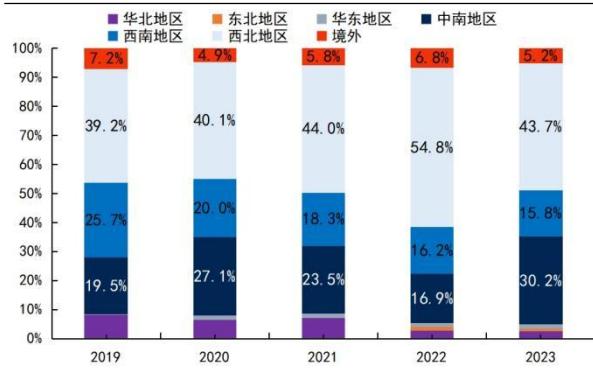
图7: 2019-2023年易普力营收区域构成

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：2022年及之前为易普力数据，不含南岭民爆

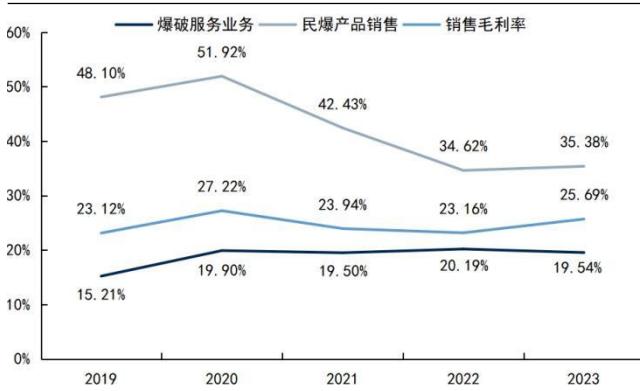
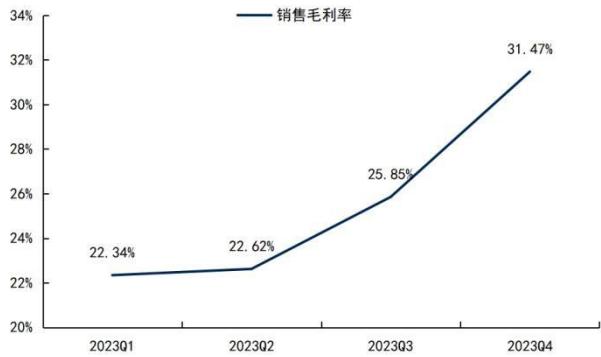
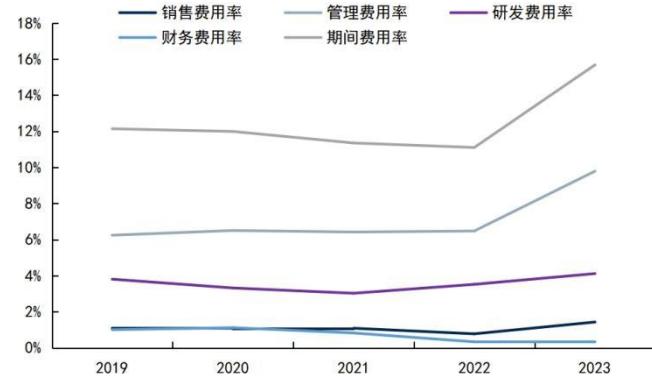
图8: 2019-2023年易普力爆破服务和民爆产品销售业务毛利率

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：2022年及之前为易普力数据，不含南岭民爆

图9: 2023年Q1-Q4易普力单季度销售毛利率


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

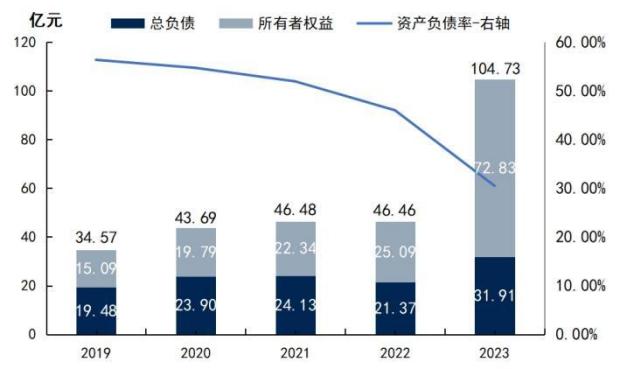
注: 2022年及之前为易普力数据, 不含南岭民爆

图10: 2019-2023年易普力期间费用率


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 2022年及之前为易普力数据, 不含南岭民爆

资产负债率下降, 现金流量向好。2019年以来, 易普力的总资产规模不断扩大, 所有者权益持续增长, 资产负债率不断降低, 2023年公司完成资产重组后, 所有者权益增加至72.83亿元, 资产负债率下降至30.46%, 资产负债结构持续优化。现金流量方面, 随着公司业务规模的不断扩大, 公司的现金流量也持续向好, 2023年, 公司现金及现金等价物净增加额达16.42亿元, 账上货币资金增加至26.73亿元, 现金储备充足, 为公司扩展业务规模提供有力保障。

图11: 2019-2023年易普力资产负债情况


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 2019-2023年易普力现金流量

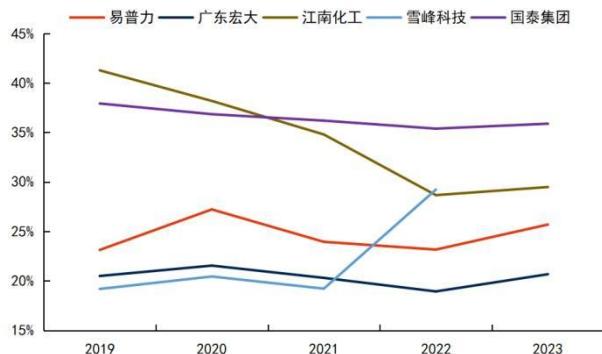

资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

同业比较: 易普力综合财务数据表现位于行业前列

易普力盈利能力与可比公司差异较小。2023年易普力整体销售毛利率为25.69%, 低于国泰集团与江南化工, 这与易普力毛利率较低的爆破服务业务收入占比较高有关, 公司营收构成与广东宏大较为接近, 毛利率略高于广东宏大。对于民爆产品销售以及爆破服务业务, 易普力与广东宏大、雪峰科技、江南化工的毛利率差异较小。国泰集团的爆破服务业务毛利率显著高于易普力, 主要系国泰集团的爆

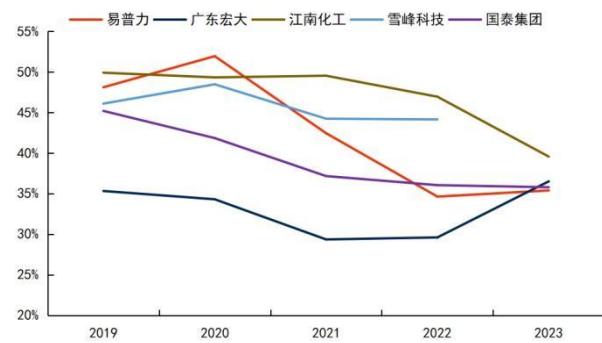
破业务规模较小，爆破工程项目较为分散，不同项目的定价存在差异，与易普力矿服为主的爆破服务业务不具有可比性。总的来说，对于民爆产品销售以及爆破服务两大细分业务，易普力与可比公司并不存在显著差异。

图13: 易普力与可比公司毛利率对比



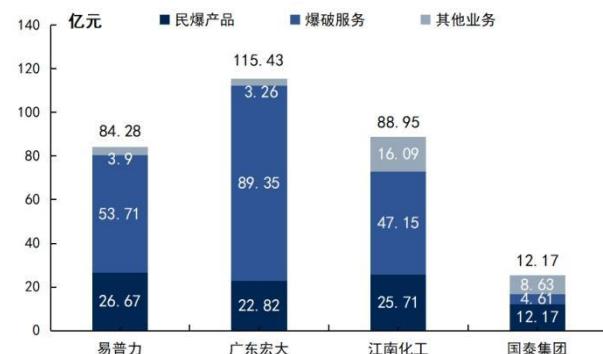
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 易普力与可比公司民爆产品销售业务毛利率对比



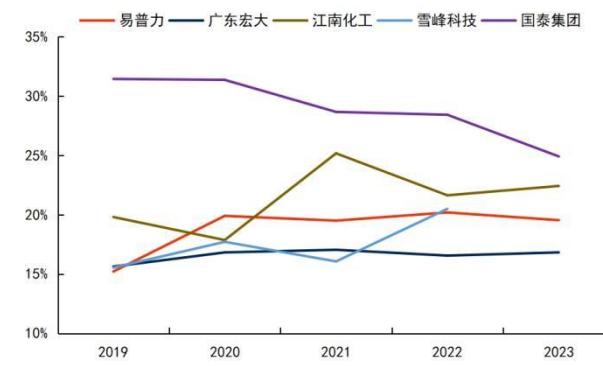
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 2023年易普力与可比公司营收规模及构成对比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

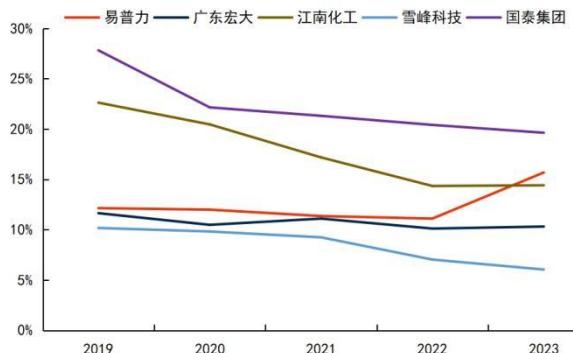
图16: 易普力与可比公司爆破服务业务毛利率对比



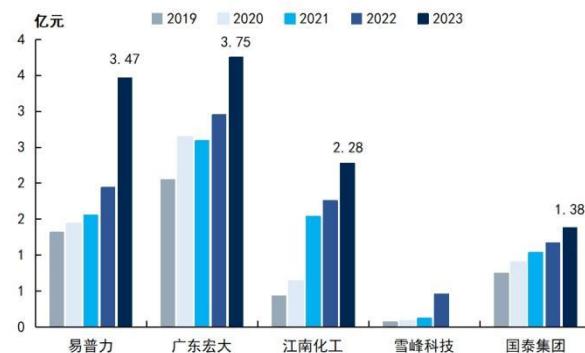
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

完成资产重组后易普力期间费用率有所提升，研发费用处于行业前列。2019-2022年，易普力的期间费用率与业务范围相似的广东宏大较为接近，且较为稳定，2023年易普力完成资产重组整合南岭民爆，管理费用率有所提升，央企管理团队管理能力较强，易普力管理费用率有降低的预期。研发费用方面，2023年易普力研发费用为3.47亿元，与广东宏大较为接近，高于其他民爆可比公司，广东宏大的部分研发费用用于军工业务，而易普力基本全部用于民爆一体化相关业务。

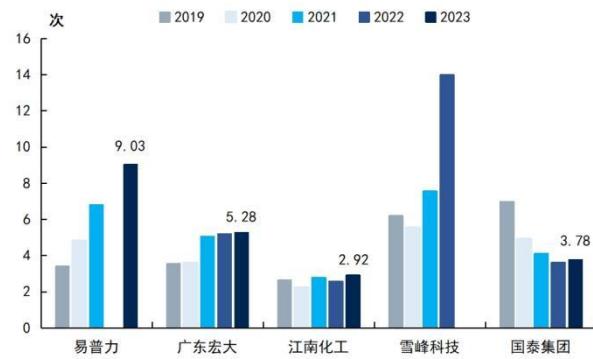
易普力净现金流健康、ROE行业领先，资产负债率较低。2023年易普力现金及现金等价物净增加额达16.42亿元，ROE为14.27%，均高于可比民爆公司，现金流持续向好，净资产收益率行业领先。2023年易普力资产负债率30.46%，低于可比民爆公司，营收账款周转率为9.03，高于可比公司的平均水平。总的来说，易普力资产结构健康，资金充足，营运能力良好，综合财务数据处于行业领先水平。

图17: 易普力与可比公司期间费用率对比


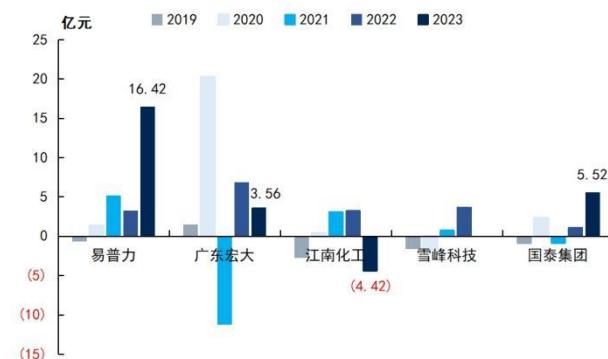
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图18: 易普力与可比公司研发费用对比


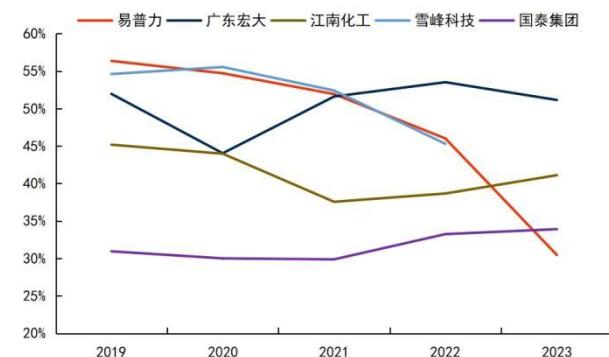
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 易普力与可比公司应收账款周转率对比


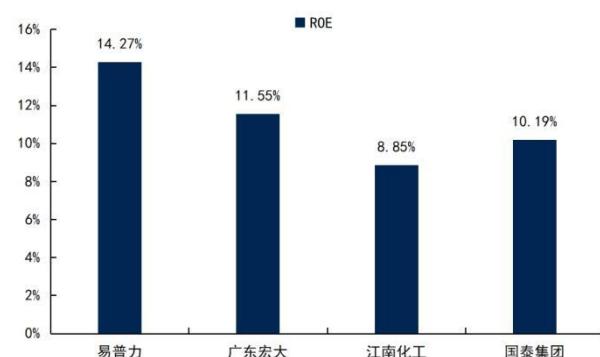
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图20: 易普力与可比公司现金及现金等价物净增加额对比


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图21: 易普力与可比公司资产负债率对比


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图22: 2023年易普力与可比公司ROE对比


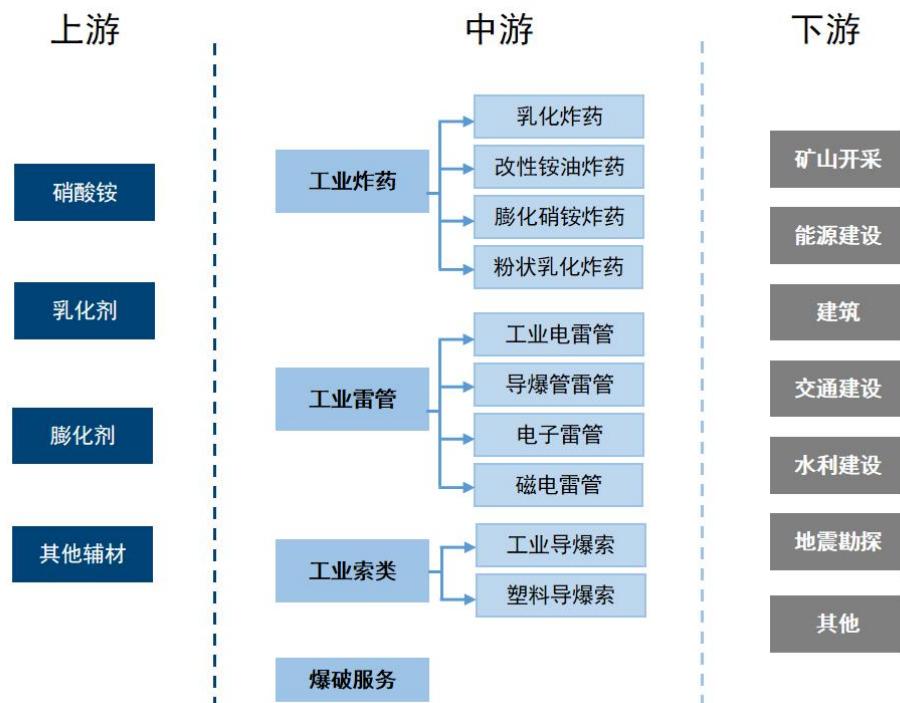
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

供需格局持续改善，民爆行业景气度上行

民爆行业被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”

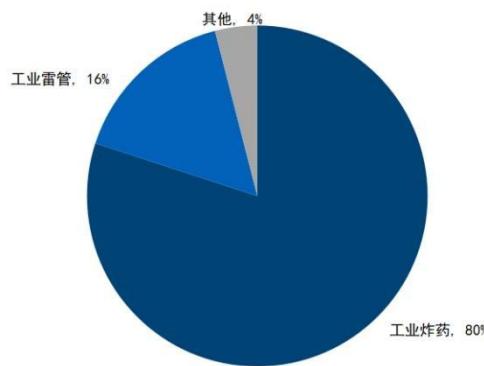
民爆是民用爆破器材的简称，民爆产业上游为硝酸铵、乳化剂和膨化剂等化工品；下游为采矿业、基础工业、基础设施建设等领域，民爆行业被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”。

图23：民爆行业产业链

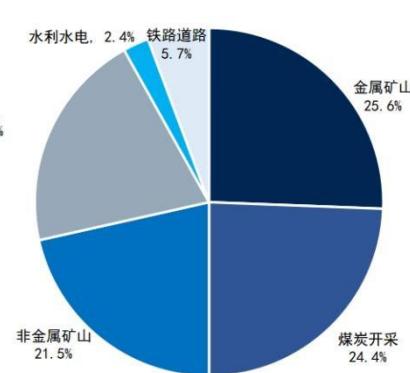


资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

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领域。工业炸药在民爆产品结构中占据主导地位，以产值计算，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，2021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24: 2020年中国民爆行业产品结构(按产值计)


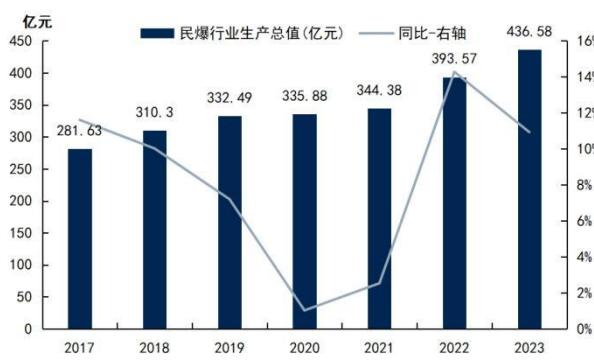
资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

图25: 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

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。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%的较高水平, 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%。2024年1-2月份, 民爆生产企业累计完成生产总值为50.11亿元, 同比增长7.31%; 累计实现利润总额4.73亿元, 同比增长125.22%, **民爆行业景气度持续回暖**。

图26: 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

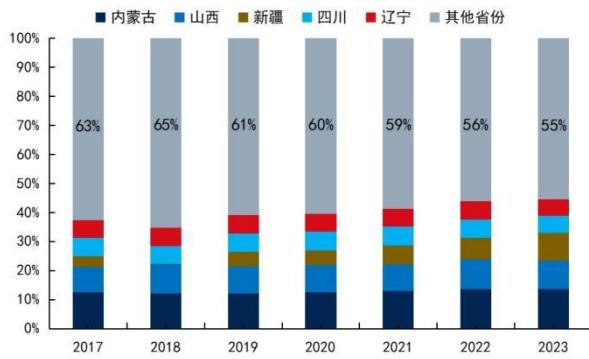
图27: 2017-2023年中国民爆生产企业利润总额


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

民爆行业的区域性和季节性特征: 1) **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, 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

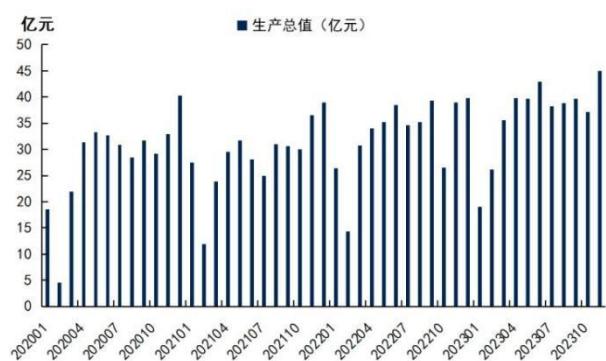
求将持续由东部地区向中西部地区转移。2) **季节性：一季度为传统产销淡季。**民爆行业没有明显的季节性。但春节期间出于安全管理的考虑，矿山、基建等下游终端客户会较长时间的停产停工，同时民爆主管部门也会要求加强春节期间的安全管理，因此民爆企业在一季度开工时间较短，产销量及工程量均较少。

图28: 2017-2023年中国工业炸药产量省份分布



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29: 2020-2023年中国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

供给端：政策强约束下行业集中度不断提升

政策指引行业结构优化，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。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，民爆市场份额正快速向头部企业集中。

表1：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

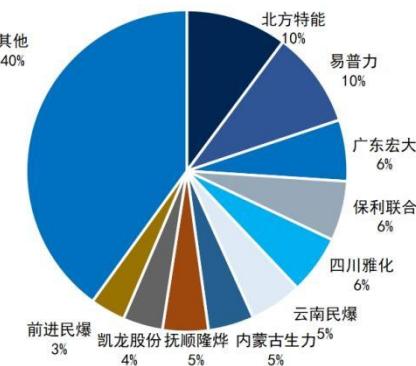
指标	2020年	2025年	属性
重特大生产安全事故起数	0	0	预期性
企业安全生产标准化二级及以上达标率(%)	-	100	约束性
龙头骨干企业研发经费占营业收入比重(%)	2.8	3.5	预期性
现有危险岗位操作人员机器人替代比例(%)	-	≥40	预期性
包装型工业炸药生产线最小许可产能(吨/年)	>10000	≥12000	约束性
企业现场混装炸药许可产能占比(%)	≥30	≥35	约束性
生产企业(集团)数量	76	≤50	预期性
排名前10家民爆企业行业生产总值占比(%)	49	≥60	预期性

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

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，2023年民爆企业重组整合稳步推进，有20余家民爆企业进行了并购、重组或签署战略合作协议，持续有力的提升了产业集中度。2023年，排名前10的民爆企业行业生产总值占比已达60%，较2022年提升6.85 pcts，提前2年完成政策指引目标。展望未来，我们认为行业整合将持续进行下去，一方面当前多数组民爆行业上市公司有较丰厚的现金储备，为收购中小民爆企业提供了充足现金保障；另一方面，近两年民爆行业景气度不断提升，中小民爆企业的估值溢价相比前些年有较大提升，中小民爆企业出售企业的意愿有所提升。易普力作为国内工业炸药产量第一、产值第二的民爆行业骨干企业，将有望在行业持续整合的背景下进一步巩固自身的头部地位。

图30：2020–2023年中国民爆行业CR10、CR5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31：2023年中国民爆行业各企业产值占比


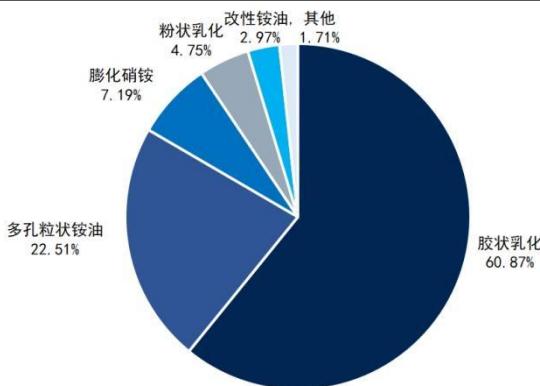
资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

工业炸药：易普力工业炸药及现场混装炸药产量均排名国内第一

我国工业炸药产量平稳增长，安全性更高的炸药已成主流产品。据中国爆破器材行业协会统计，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%。从工业炸药产品结构看，2023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90.57%。

图32：2018–2023年中国工业炸药产量


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33：2023年中国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

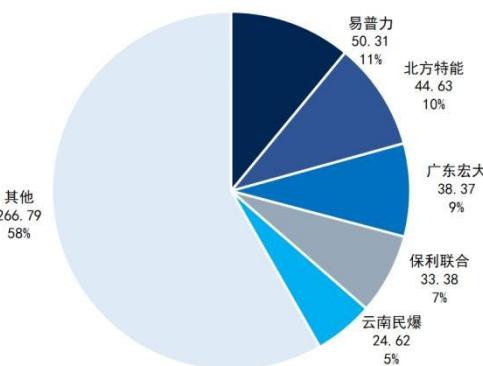
工业炸药行业产能过剩问题已得到大幅缓解。据中国爆破器材行业协会数据,2015年我国工业炸药安全生产许可产能为538万吨/年,产能利用率为68%,2020年产能约为540万吨/年,产能平均利用率约为83%,而2020年至今我国的工业炸药总产能并未发生较大变化,因此,近十年来我国的工业炸药总许可产能一直维持在540万吨/年左右。工业炸药行业在供给侧结构性改革的大背景下严控行业总产能,通过需求增长化解过剩产能,表现为产能利用率逐年提升,目前行业头部企业的产能利用率可达90%以上,行业产能过剩问题已得到大幅缓解。此外,虽然近十年来工业炸药行业总产能变化不大,但结构变化明显,表现为安全性更好的工业炸药占比、现场混装炸药占比、头部企业的市场占有率均不断增加。2023年,易普力工业炸药产量达50.31万吨(含托管企业产量),排名国内第一,行业头部地位稳固。

图34: 2015-2020年中国工业炸药产能利用率



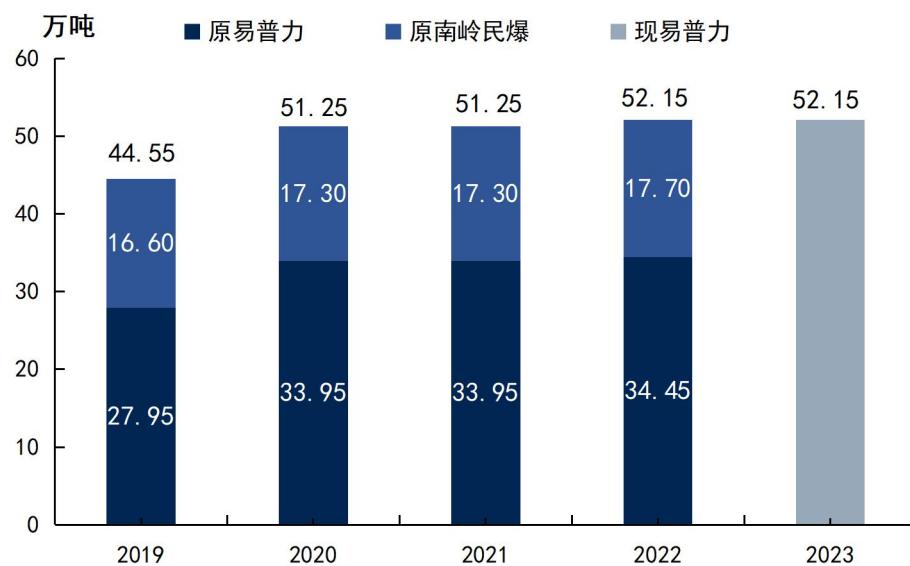
资料来源:中国爆破器材行业协会,国信证券经济研究所整理

图35: 2023年中国工业炸药市场份额(按产量计)



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36: 易普力历年工业炸药产能变化



资料来源:公司公告,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主要发展方向。工业炸药按其生产方式可划分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。

政策鼓励民爆企业提高现场混装炸药产量占比，爆破服务领先的民爆企业具有优势。据 2018 年发布的《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》，民爆企业现场混装炸药产能占比应当达到 30%，不足 30% 的将核减差额部分 50% 的包装炸药许可产能。《民爆行业“十四五”规划》进一步指出，到 2025 年民爆企业现场混装炸药许可产能占比应 $\geq 35\%$ 。我们认为，现场混装炸药多用于民爆企业的爆破服务业务，头部民爆企业爆破服务业务规模不断扩大，现场混装炸药产量占比普遍较高；而中小民爆企业爆破服务业务规模普遍偏小，业务开展更多依赖将包装炸药卖给民爆销售企业，现场混装炸药销售应用场景受限。因此，政策指引提升民爆企业现场混装炸药产量占比将倒逼中小落后工业炸药产能出清或寻求被收购机会，利好爆破服务业务规模较大的民爆企业市场份额提升。

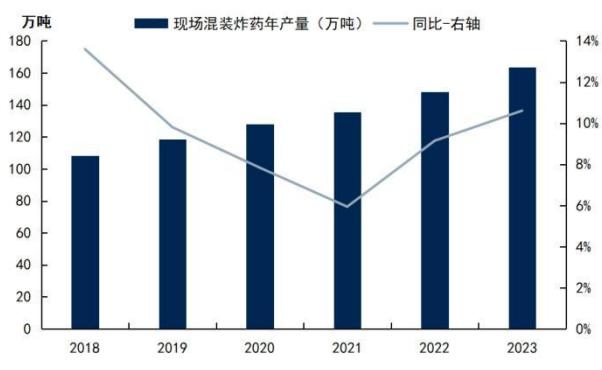
表2：现场混装炸药的五大优势

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氧化剂，无雷管感度，不会存在炸药流失的安全隐患，更有利于地区防恐。
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：公司公告，国信证券经济研究所整理

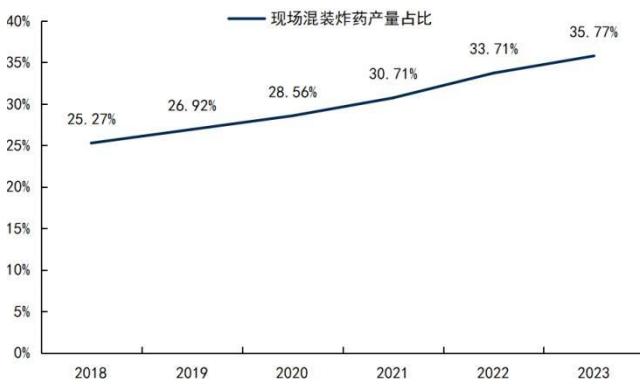
现场混装炸药产量占比持续提升，产品结构不断优化。我国现场混装炸药产量由 2018 年的 108.1 万吨增长至 2023 年的 163.7 万吨，年均复合增长率为 8.65%；2023 年现场混装炸药产量占工业炸药总产量比例达 35.77%，较 2018 年提升了约 10.5 个百分点，提前 2 年完成政策指引目标，工业炸药的产品结构不断优化。

图37：2018–2023 年中国现场混装炸药产量



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38：2018–2023 年中国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

易普力现场混装炸药产量排名国内第一，深度赋能爆破服务业务。我国民爆企业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。据中国爆破器材行业协会数据，2022年易普力现场混装炸药产量达18.24万吨，排名国内第一。目前易普力管理的工业炸药产能52.15万吨/年，其中工业包装炸药许可产能24.1万吨/年，混装炸药许可产能28.05万吨/年，混装炸药产能占比53.79%。依托于自身现场混装炸药产能，易普力在矿山总承包业务中打造出自身核心竞争力与业务壁垒，新签爆破服务订单量增速远高于行业平均水平。

表3：2022年生产企业集团工业炸药年产量排名及现场混装炸药占比

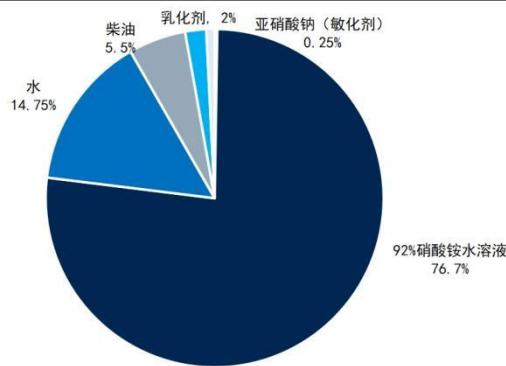
		工业炸药年产量/万吨	现场混装炸药年产量/万吨	现场混装炸药占比
1	北方特能	40.74	11.03	27.07%
2	易普力	35.35	18.24	51.60%
3	保利联合	29.13	4.59	15.76%
4	广东宏大	28.35	13.24	46.70%
5	云南民爆	23.80		
6	雅化集团	20.45	6.37	31.15%
7	内蒙古生力民爆	16.90	13.61	80.53%
8	抚顺隆烨化工	16.11	2.06	
9	凯龙股份	15.55	1.91	12.28%
10	国泰集团	15.08	4.16	27.59%
11	南岭民爆	14.09		

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

原材料：硝酸铵价格下行，公司盈利能力有望持续修复

硝酸铵是工业炸药最主要的原材料，其价格变动会直接影响公司盈利能力。据葛洲坝易普力四川爆破工程有限公司米易生产点变更技术改造项目环评公告，现场混装乳化炸药产品配方中92%硝酸铵水溶液占比达76.7%，是工业炸药最主要的原材料，因此硝酸铵的价格波动会对公司的利润水平会产生一定影响。据中国爆破器材行业协会数据，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。从南岭民爆季度毛利率看，2021年10月硝酸铵价格暴涨，使得南岭民爆2021Q4及2022Q1两个季度的销售毛利率均出现明显下滑。

图39：现场混装乳化炸药产品配方



资料来源：葛洲坝易普力四川爆破工程有限公司米易生产点变更技术改造项目环境影响报告表，国信证券经济研究所整理

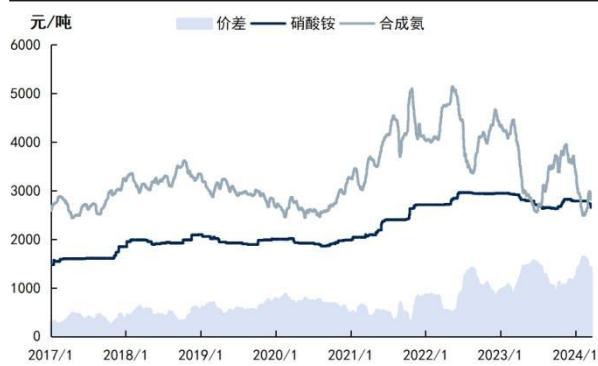
图40：民爆生产企业利润率与硝酸铵价格



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

硝酸铵供需正重新恢复平衡，公司原材料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，硝酸铵同时也是一种氮肥，我国 70%的硝酸铵用于生产炸药，25%的硝酸铵用作化肥，因此硝酸铵价格会受到炸药、化肥供需两端的影响。2021 年第四季度煤炭价格大幅上涨，推动硝酸铵的价格从约 2200 元/吨快速上涨至最高 3300 元/吨，叠加一季度季节性淡季，民爆生产企业整体利润率从 2021 年 12 月的 17.66% 跌至 2022 年 2 月的 -2.37%。2022 年，受俄乌冲突影响，俄罗斯作为全球最大的化肥出口国，受到制裁后化肥出口受阻，全球化肥供需失衡使得硝酸铵价格一直在高位运行，但民爆企业通过调价的方式很快便将成本压力转移到下游企业，行业利润率快速修复。2023 年以来，随着全球主要经济体通胀增速回落、国内能源结构趋于平稳、农产品价格回调降低硝酸铵化肥需求，硝酸铵供需正重新恢复平衡，2023 年全年国内硝酸铵市场便整体保持小幅下行走势，全年跌幅约 8%，2024 年 1-2 月份，工业硝酸铵价格继续保持下降趋势，粉状硝酸铵价格为 2820 元/吨，同比下降 8.5%。**展望未来**，考虑当前硝酸铵价格仍处于历史上较高位置，价差及盈利水平良好，行业开工率在 50% 左右，因此我们认为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，2024 年国内硝酸铵价格有望延续 2023 年的小幅下降趋势，原材料跌价有望使得公司盈利水平进一步修复。

图41：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

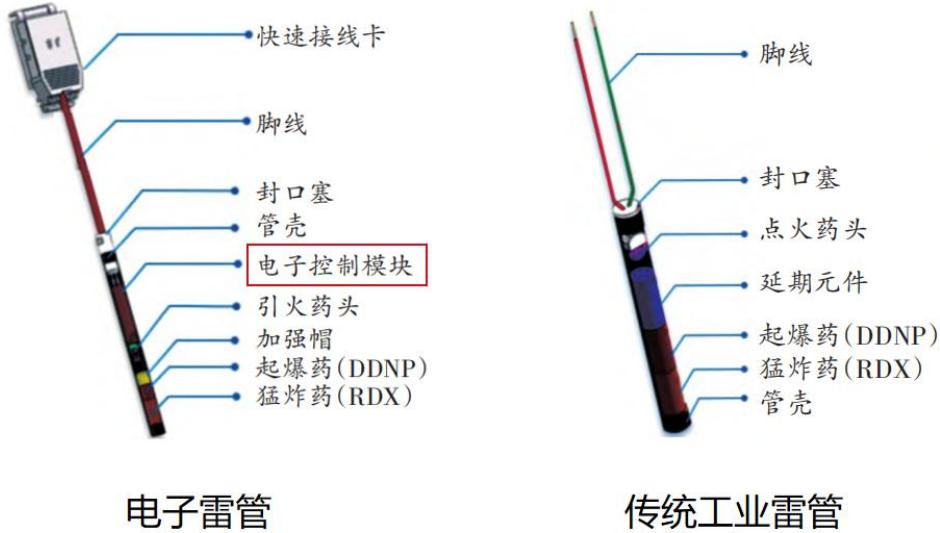
图42：硝酸铵行业开工率



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

电子雷管：重组后补齐电子雷管产能短板，受益于电子雷管的全面推广

电子雷管具有更高的安全性、可靠性与爆破效率。工业雷管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。同时，电子控制模块能够内置密码和身份码，可实现电子雷管从生产到使用的全过程管控。

图43: 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4: 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	社会安全性较高: 可通过物联网智能管控, 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 使用安全性较高: 具有抗静电、抗杂散电流功能, 除专用起爆器外均不能起爆	社会安全性较低: 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 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
可靠性	可在线检测: 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 延期精度较高: 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	检测效果较差: 导爆管雷管无法通过仪器检测, 只能通过人工检查; 电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; 延期精度较差: 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
爆破效率	可实现大规模高效组网: 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	组网能力较差: 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段别, 采用胶布连接, 可靠性差

资料来源: 盛景微招股说明书, 国信证券经济研究所整理

政策强制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》, 提出将普通工业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, 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。**

电子雷管基本实现了对工业工业雷管的全面替代，雷管行业产值大幅提升。据中国爆破器材行业协会数据，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，2023 年 12 月我国电子雷管替代率已达 95.45%，电子雷管全面替代普通工业雷管的政策已实现预期效果。

据壶化股份招股书披露，2017 年其普通工业雷管平均售价 1.49 元/发，当年我国工业雷管产量 11.99 亿发；而到 2023 年，我国工业雷管产量 7.2 亿发，国泰集团 2023 年前三季度电子雷管平均售价 14.41 元/发；结合当年的电子雷管渗透率数据，我们大致测算出 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和利润水平大幅提升。

图44: 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45: 2022 年以来电子雷管月度产量及替代率



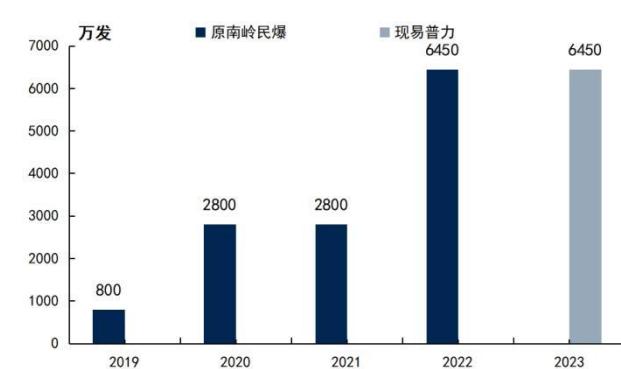
资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

爆破技术水平不断提高，雷管产量逐年下降。随着民爆产品结构调整和爆破技术水平的提高，中深孔爆破方式在逐年增加，使爆破开采过程中工业炸药和工业雷管的消耗比明显下降，导致了工业雷管的需求量逐年下降，2018-2023 年，每吨工业炸药消耗工业雷管的数量由 2018 年的 293 发/吨下降到 2023 年的 157 发/吨。另一方面，电子雷管的全面推广使得爆破成本提升，也倒逼爆破服务企业改变爆破方式和提高爆破水平，提高雷管使用效率。

行业落后产能加速出清，普通雷管产能过剩问题得到有效缓解。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，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。

图46: 2018-2023 年中国每吨工业炸药雷管消耗量


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47: 易普力重组前后电子雷管产能 (万发)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

雷管产能向头部企业集中，易普产能将排名国内第二。2023年，我国工业雷管生产企业仅有22家，总产量为7.24亿发，CR5、CR10分别为44.34%、74.03%，行业产能进一步向头部企业集中。在重组前，葛洲坝易普力将原有工业雷管产能剥离，目前易普力的电子雷管产能全部来自南岭民爆，现有产能6450万发/年，另有3400万发/年的在建产能，通过重组补齐了雷管产能短板。2023年，易普力工业雷管产量约5300万发（协会数据），排名行业第5，市占率7.32%。目前行业内仅保利联合、易普力等少数企业有电子雷管在建产能，若顺利投产，未来易普力的电子雷管产能将排名国内第二，在通过并购重组补齐电子雷管产能短板后又通过扩产进一步巩固自身的头部地位。

表5: 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)	在建产能 (万发/年)	2023年工业雷管产量 (万发)
保利联合	17265	11500	5200
金奥博	8522		3800
易普力	6450	3400	5300
壶化股份	5880		4800
江南化工	3670		2617
广东宏大	3334		1900
凯龙股份	2900		3100
国泰集团	2510		2500
雪峰科技	1890	740	1500

资料来源：中国爆破器材行业协会，各公司公告，国信证券经济研究所整理

电子雷管仍将保持可观的毛利率。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，是电子雷管最大的成本来源。目前国内电子雷管的芯片供应市场已经成熟，价格已趋于稳定，易普力通过集中采购方式获取大客户优惠，价格成本可控，同时与行业内芯片头部企业合作，产品质量稳定，保障雷管技术性能满足客户需求。2023年，易普力工业雷管的毛利率为32%，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，公司正充分享受电子雷管全面推广带来的行业红利。

矿山爆破服务驱动公司由生产型企业向服务型企业转型升级

民爆制品与爆破服务一体化是行业发展趋势

政策鼓励民爆企业由生产型向生产服务型转变。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。《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企业向服务型企业转型升级。

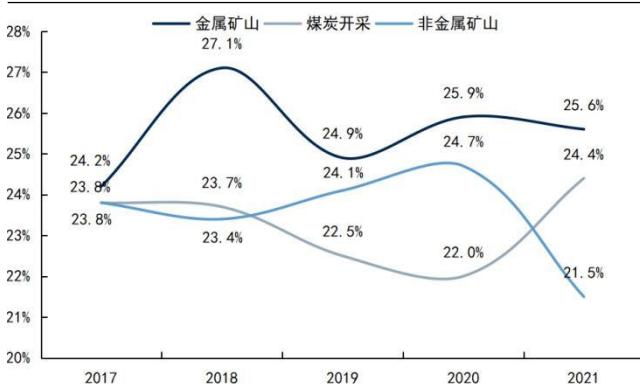
爆破服务行业规模快速增长，民爆企业是爆破工程行业市场的主流。据中国爆破器材行业协会数据，2018至2023年，我国爆破服务行业收入从199.1亿元增长至349.51亿元，CAGR达11.91%；2024年1-2月份，我国爆破服务行业收入34.28亿元，同比增长14.37%，行业景气度继续维持在较高水平。仅就民爆行业开展爆破服务的生产型企业而言，“十三五”时期累计收入达801.73亿元，占行业收入比例90.35%，民爆行业生产企业凭借一体化服务优势占据了我国矿山爆破工程行业市场的主流。

图48：2018-2023年中国爆破服务行业收入



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49：2017-2021年中国工业炸药销售流向占比变化

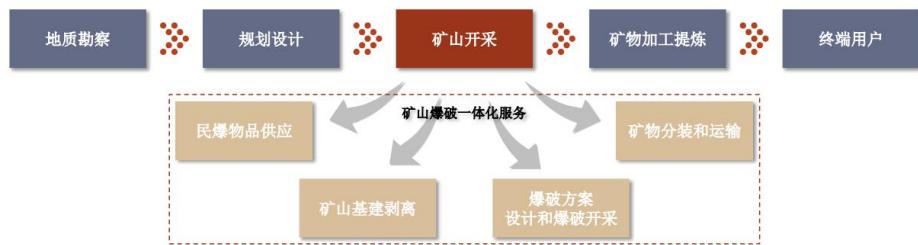


资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

矿山爆破一体化服务是民爆一体化最重要分支。从我国工业炸药的下游流向看，爆破服务70%以上的业务来自于以煤炭、金属、非金属开采为代表的矿山服务行业，因而矿山爆破工程行业是民爆一体化最重要分支。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与销售、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上游。

矿山开发的专业化分工为爆破企业带来发展机遇。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，中国有色、金川集团、江西铜业、包钢集团、紫金矿业、中国黄金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，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。

图50: 易普力矿山爆破一体化服务服务范围

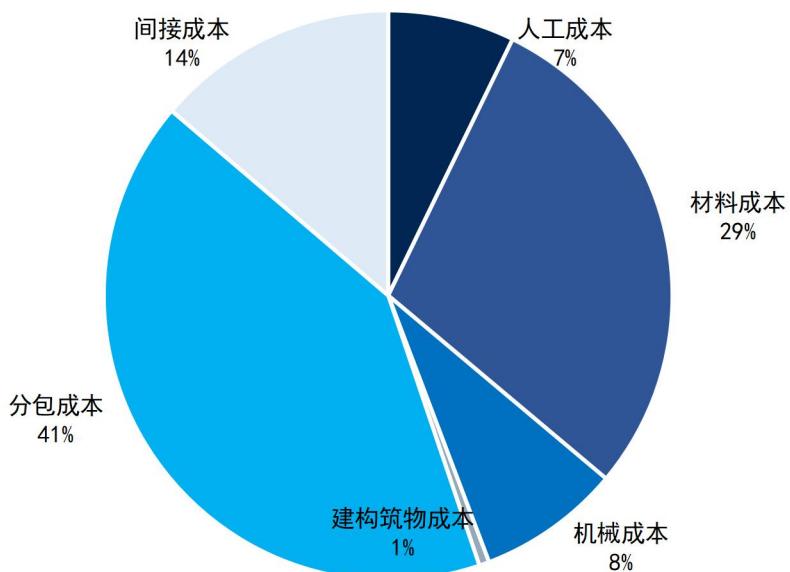


注: 红框中所描述业务为易普力矿山爆破一体化服务业务范围。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

矿山爆破一体化服务成本分析: 分包成本占比较高。易普力历年爆破服务业务的毛利率维持在19%-20%左右, 低于民爆制品销售业务。爆破服务过程涉及“钻、爆、挖、运”等多个环节, 分包成本、材料成本是最主要的成本, 2023年易普力两种成本占爆破服务总成本的比例分别为41%、29%。“工程分包”类供应商分包提供的具体业务内容主要是挖装运输业务, 相较于由易普力自行实施的矿山爆破一体化服务中较为核心的现场混装炸药制造、爆破设计、爆破实施等重要工序, 挖装运输等工序附加值不高、技术门槛低, 且市场竞争充分、可替代性强。对于此类不涉及矿山爆破一体化服务核心环节的业务进行外包, 有利于减少资源投入, 控制施工成本, 提升公司的运营质效。

图51: 2023年易普力爆破服务业务成本构成

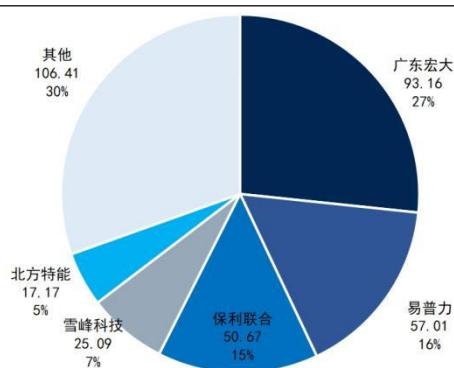


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

矿山爆破工程行业市场竞争格局有望持续改善

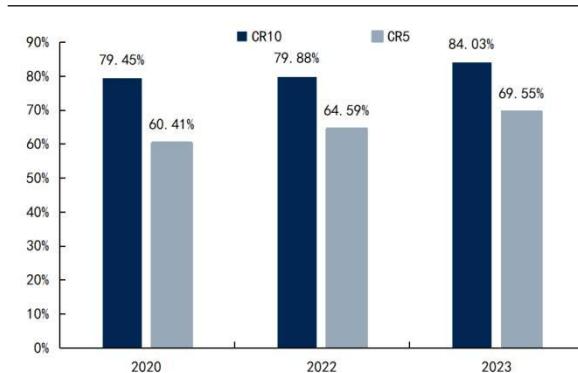
矿山爆破工程行业集中度不断提升，易普力市场份额国内第二。随着我国供给侧结构性改革不断推进，矿山爆破工程行业的发展逐渐转向专业化、大型化、集约化，中大型矿山开采工程成为未来矿业发展趋势，亦是矿山民爆一体化服务的主要应用场景。中大型矿山开采工程项目规模大，由于开采周期较长、施工难度较大，对安全、环保要求较高，从而对矿山开发服务企业的资质、施工能力、行业经验等有非常高的要求，市场进入门槛较高，一定程度上限制了市场参与者的范围，具有资质、技术、设备优势的企业在大中型露天矿山采剥服务领域占据主导地位，市场参与者数量短期内不会大幅增加。而为数众多的小型服务商，受监管力度加大和市场竞争的淘汰，可能会呈逐步缩减的趋势。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、易普力、保利联合等少数几家，2023年广东宏大、易普力的市场份额分别为27%、16%。从行业向头部企业集中趋势看，爆破服务行业CR5已从2020年的60.41%提升至2023年的69.55%，我们预计行业头部企业的市场份额将会进一步提升。

图52: 2023年中国爆破服务行业各公司市场份额



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

图53: 2020-2023年中国爆破服务行业市场集中度



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

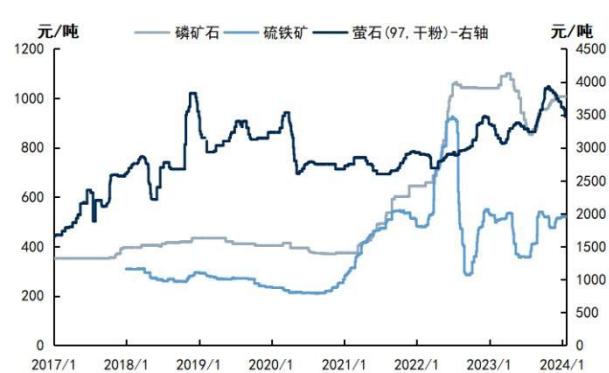
采矿业固定资产投资额提升，爆破服务需求增长

煤炭、金属和非金属矿山开采业是我国工业炸药最主要的使用领域。据中国爆破器材行业协会数据，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。

全球主要矿产品价格中枢上移，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。

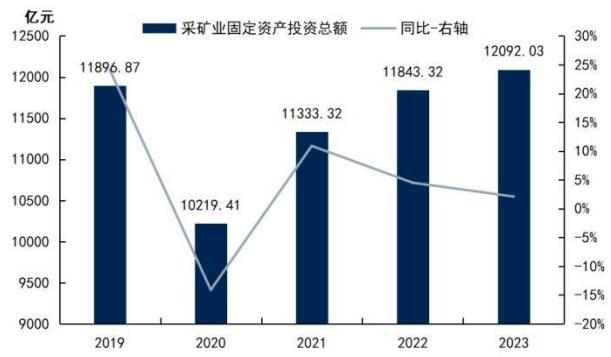
图54: 典型金属品种近年来价格走势


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图55: 典型非金属矿物品种近年价格走势


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

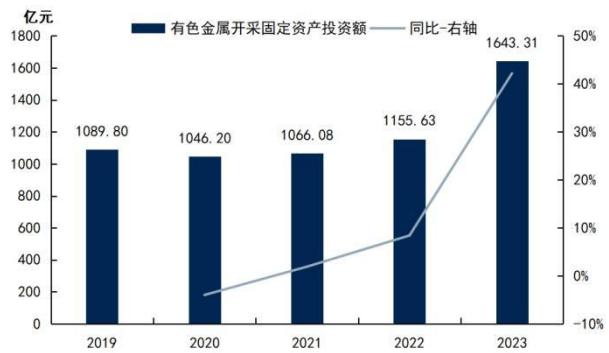
民爆器材广泛应用于矿山开采、冶金、交通、水利、电力、建筑等领域，尤其在矿山开采、重要的大型基础设施建设中具有不可替代的作用，因而民爆行业的发展与国民经济增速、基础设施建设、采矿业固定资产投资增速等宏观经济因素密切相关。“十四五”期间，国家在金属、非金属矿产资源开采和铁路、公路、港口机场、水利水电、新型城镇化建设等基础建设方面持续投入，将推动国内民爆市场需求保持平稳增长。2023年，我国采矿业、煤炭开采业、有色金属开采业、非金属矿产开采业、基础设施建设的固定资产投资额均创下历史新高，且均较2020年有较大幅度增长。民爆下游行业固定资产投资额提升，对民爆制品和爆破服务的需求不断增加，支撑民爆行业景气度提升。

图56: 2019-2023年中国采矿业固定资产投资总额


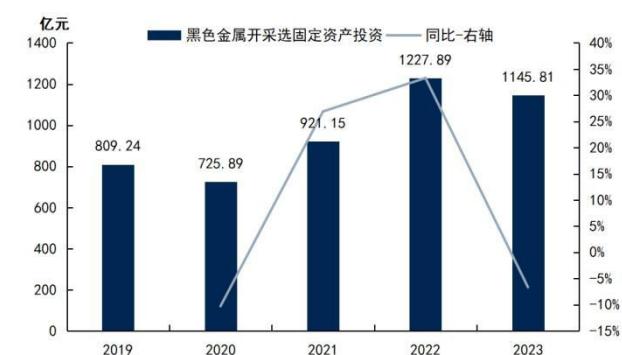
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图57: 2019-2023年中国煤炭开采行业固定资产投资变化

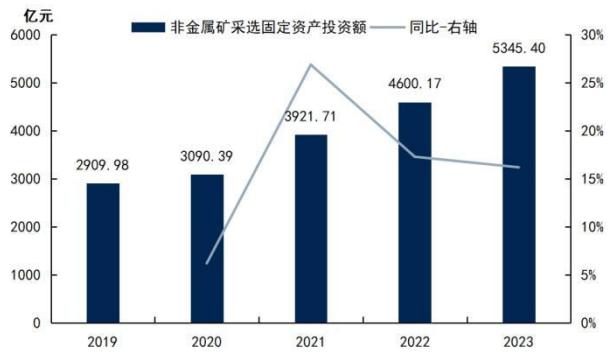

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图58: 2019-2023 年中国有色金属开采行业固定投资额变化


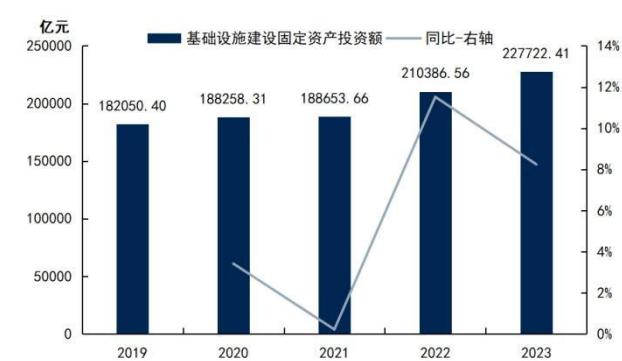
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图59: 2019-2023 年中国黑色金属开采行业固定投资额变化


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图60: 2019-2023 年中国非金属矿开采行业固定投资额变化


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

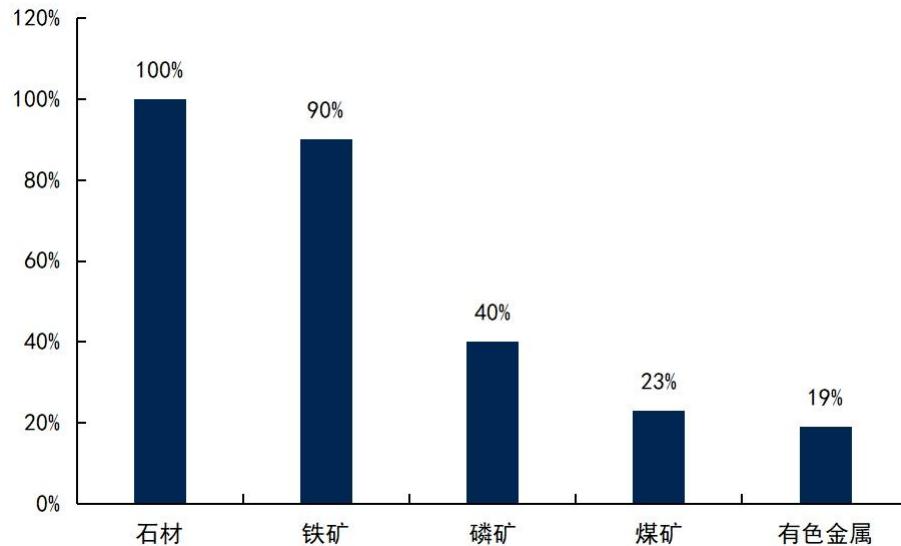
图61: 2019-2023 年中国基础设施建设固定投资额


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

露天矿山产量占比提升，催生爆破服务需求

露天矿山产量占比提升。目前市场上的矿山开发服务商按照开采方式划分为露天矿山开发服务商和地下矿山开发服务商，民爆企业大多从事露天矿山开发服务。目前，我国露天矿采出的铁矿石占 90%、磷矿占 40%、煤矿占 23%、有色金属占 19%，随着我国矿产资源开发向中西部地区转移，露天矿山的产量占比越来越大。

相比于井下矿山，露天矿山的民爆制品使用量大幅增加，以煤炭开采为例，《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%。

图62: 中国主要矿产资源露天开采比例


资料来源：中国矿业科技网、智研咨询、中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

以煤炭为例，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 2022 年露天煤矿产量 3.2 亿吨，占新疆煤炭总产量的 77%。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，**民爆制品的需求增速高于原煤产量增速**。展望未来，2022 年我国露天煤矿的产量占比为 23%，远低于国家“十五五”末规划的 30% 目标，更与澳大利亚、印尼等主要产煤国家 70%—90% 以上的露天煤炭开采占比有较大差距，露天煤矿产量仍有巨大的增长空间，中产期都将对民爆制品与爆破服务需求形成有力支撑。

图63: 中国露天煤矿年产量及占煤炭总产量比例

图64: 中国不同发展阶段下典型露天煤矿分布情况


资料来源：才庆祥，《中国露天煤矿 70 年成就回顾及高质量发展架构体系》[J]. 煤炭学报:1-25 [2024-01-29]，国信证券经济研究所整理

资料来源：才庆祥，《中国露天煤矿 70 年成就回顾及高质量发展架构体系》[J]. 煤炭学报:1-25 [2024-01-29]，国信证券经济研究所整理

图65: 新疆工业炸药产量增速与原煤产量增速



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

2023年新签订单金额超300亿, 有利支撑公司长期业绩

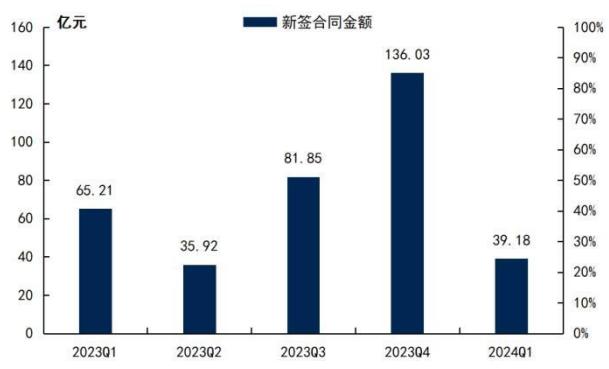
2023年新签合同订单金额同比高速增长, 将有力支撑公司矿服业务增长。截止公司资产重组交易报告书公告的2023年1月12日, 易普力在手矿山爆破一体化服务订单约120亿元, 能够覆盖2到3年的收入水平。另据公司2023年4次日常经营合同情况公告, 2023年一至四季度, 易普力新签或开始执行的工程施工类日常经营合同金额合计人民币分别为65.21、35.92、81.85、136.03亿元, 其中一至三季度分别同比增长128.47%、51.18%、239.05%, 合计同比增长139.37%。2023年第四季度, 公司更是一举签下了“安徽宝镁轻合金有限公司花园吴家冶镁用白云岩矿”项目合同, 项目合同金额123.24亿元, 服务期限30年, 进一步提升了公司工程爆破领域的竞争实力和市场份额。2024年一季度, 易普力新签或开始执行的爆破服务工程类日常经营合同金额合计人民币39.18亿元, 签单金额和节奏延续较高水平。

表6: 2023年易普力新签或开始执行的单笔合同金额1亿元以上的合同

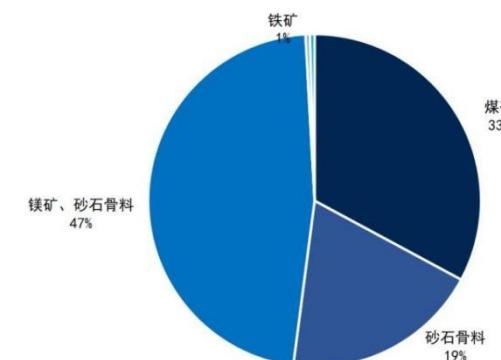
序号	合同签订主体	项目(合同)名称	合同地区	合同类型	合同金额(亿元)	预计合同执行期限
1	易普力新疆爆破	新疆兖矿其能煤业有限公司准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程项目钻爆剥离工程PC总承包合同	新疆	煤矿	47.13	5
2	易普力新疆爆破	国能新疆准东能源有限责任公司2023年至2027年钻爆工程合同(一标段)	新疆	煤矿	12.67	5
3	易普力新疆爆破	新疆天池能源有限责任公司南露天煤矿2024年至2028年钻爆工程承包合同	新疆	煤矿	9.68	5
4	易普力新疆爆破	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁一号露天煤矿2024年至2028年钻爆工程承包合同	新疆	煤矿	6.73	5
5	易普力新疆爆破	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿2023年至2025年生产剥离钻爆工程承包合同	新疆	煤矿	3.86	3
6	易普力新疆爆破	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿2023年至2024年基建剥离钻爆工程承包合同	新疆	煤矿	3.15	2
7	易普力新疆爆破	国网能源哈密煤电有限公司大南湖二矿2023-2027年钻爆工程施工合同	新疆	煤矿	2.79	5
8	易普力新疆爆破	矿山石灰石采装运承包合同(广西中资控股集团股份有限公司)	广西	砂石骨料	11.05	3
9	易普力新疆爆破	广西兴业县司马岭矿区建筑用花岗岩矿矿山开采施工总承包合同	广西	砂石骨料	1.83	5
10	易普力新疆爆破	葛洲坝老河口水泥有限公司上油榨沟矿山石灰石开采工程合同	湖北	砂石骨料	1.32	3
11	易普力股份	彝良县天成矿业有限公司彝良奎香红岩沟石英砂岩矿开采施工及加工系统建设运行工程合同	云南	砂石骨料	22.69	30
12	易普力股份	《许昌市鼎鑫矿业科技有限公司光伏砂生产系统运行工程管理承包合同》及其《补充协议》	河南	砂石骨料	8.1	5
13	易普力股份	禹州市宜鑫建材有限公司砂石骨料矿山土石挖装工程承包合同	河南	砂石骨料	2.7	5
14	易普力股份	禹州市宜鑫建材有限公司砂石骨料矿山矿石运输工程承包合同	河南	砂石骨料	2.58	10
15	易普力股份	安徽宝镁轻合金有限公司花园吴家冶镁用白云岩矿年产4000万吨采矿及加工工程和物流园区矿产品加工一体化建设运营总承包项目合同	安徽	镁矿、砂石骨料	123.24	30
16	易普力股份	中国黄金集团建设有限公司乌努格吐山铜钼矿区2022-2024年穿孔及协助爆破工程承包合同	内蒙古	铜矿	1.11	3
17	易普力四川爆破	新白马公司炸药销售及爆破技术服务合同(攀钢集团攀枝花新白马矿业有限责任公司)	四川	铁矿	1.17	3

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2023年公司新签订单结构：从公司2023年公告的17单新签或开始执行的单笔合同金额1亿元以上的合同结构看，若不考虑安徽宝镁123.24亿元超大合同影响，煤矿服务仍是公司最大的下游服务领域；从合同的执行区域看，项目地在新疆的合同达到7个，占比41%，远高于其他省份；从合同签订主体看，子公司新疆爆破新签合同订单达10个，占比59%，远高于其他业务主体。

图66: 2023年易普力新签日常经营合同金额


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图67: 2023年易普力新签1亿元以上的合同下游行业分布


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

深度绑定新疆大型煤炭央企国企，充分享受疆煤产量高速增长红利。在客户资源方面，易普力与前五大客户中的国家能源集团、宜化矿业、圣雄能源合作项目主要位于新疆，由新疆爆破具体执行，主要为煤矿服务订单。2023年，公司又与新疆兖矿签订47.13亿元的大合同。目前，公司已与在疆的主要煤炭企业达成合作，2022年紫金矿业也跻身公司前五大客户之列，公司通过与大型矿产资源开发央企、国企深度绑定，为公司长期业绩提供保障。

表7：易普力前五大客户销售情况

2019年		2020年		2021年		2022年1-7月	
客户名称	占当期主营业务收入比例	客户名称	占当期主营业务收入比例	客户名称	占当期主营业务收入比例	客户名称	占当期主营业务收入比例
1 宜化矿业	18.41%	宜化矿业	19.91%	宜化矿业	17.52%	国家能源	15.06%
2 圣雄能源	11.69%	国家能源	9.58%	国家能源	10.72%	宜化矿业	13.78%
3 中国能建	8.72%	圣雄能源	8.95%	圣雄能源	7.15%	圣雄能源	9.08%
4 国家能源	7.01%	中国能建	6.99%	中国能建	6.04%	紫金矿业	6.07%
5 攀钢集团	4.95%	中煤科工	4.19%	攀钢集团	3.71%	中国能建	5.58%
合计	50.78%	合计	49.62%	合计	45.14%	合计	49.57%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

西南水电基地建设有序推进，易普力综合竞争优势明显

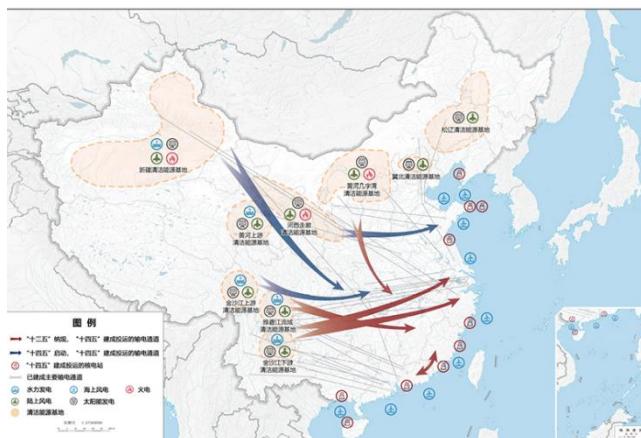
西南水电基地建设有序推进，易普力综合竞争优势明显。2021年，国家“十四五”规划和2035年远景目标纲要出台，文件指出，要建设雅鲁藏布江下游水电基地、金沙江上游外送等特高压输电通道等大型清洁能源基地及配套设施。考虑西南水电基地地形复杂，建设难度较大，使用爆破技术可以起到加速工程进度、降低工程成本等作用。随着国家加大对西南水电基地的开发力度，我们认为易普力随三峡水利枢纽工程上马而成立，承担了三峡工程近70%的爆破工程量，具备丰富的水利设施爆破服务经验，同时公司在西藏、四川、重庆的工业炸药产能也占优，有望承接一批水利设施爆破服务订单。

图68：国家“十四五”规划专栏6现代能源体系建设工程

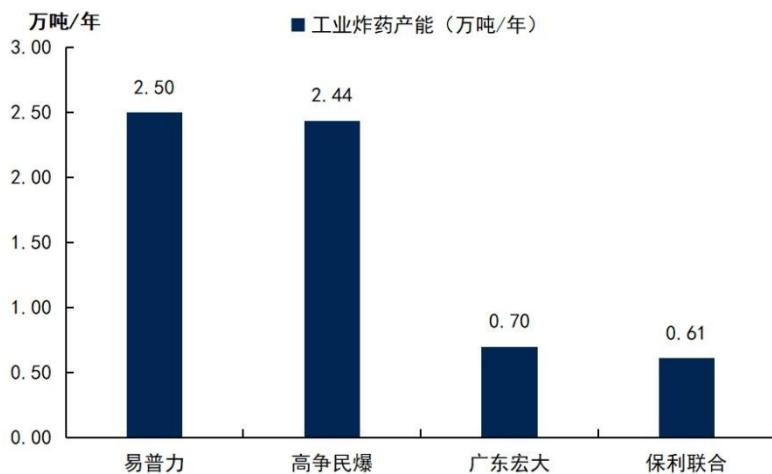
专栏6 现代能源体系建设工程	
01 大型清洁能源基地	建设雅鲁藏布江下游水电基地。建设金沙江上下游、雅鲁藏江流域、黄河上游和几字湾、河西走廊、新疆、冀北、松辽等清洁能源基地，建设广东、福建、浙江、江苏、山东等海上风电基地。
02 沿海核电	建成华龙一号、国和一号、高温气冷堆示范工程，积极有序推进沿海三代核电建设。推动模块式小型堆、60万千瓦级商用高温气冷堆、海上浮动式核动力平台等先进堆型示范。建设核电站中低放废物处置场，建设乏燃料后处理厂。开展山东海阳等核能综合利用示范。核电运行装机容量达到7000万千瓦。
03 电力外送通道	建设白鹤滩至华东、金沙江上游外送等特高压输电通道，实施闽粤联网、川渝特高压交流工程。研究论证陇东至山东、哈密至重庆等特高压输电通道。
04 电力系统调节	建设桐城、磐安、泰安二期、浑源、庄河、安化、贵阳、南宁等抽水蓄能电站，实施电化学、压缩空气、飞轮等储能示范项目。开展黄河梯级电站大型储能项目研究。
05 油气储运能力	新建中俄东线境内段、川气东送二线等油气管道。建设石油储备重大工程。加快中原文23、辽河储气库群等地下储气库建设。

资料来源：中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要，国信证券经济研究所整理

图69：“十四五”大型清洁能源基地布局示意图



资料来源：中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要，国信证券经济研究所整理

图70: 主要民爆企业在西藏工业炸药产能


资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 合资公司按权益产能计算

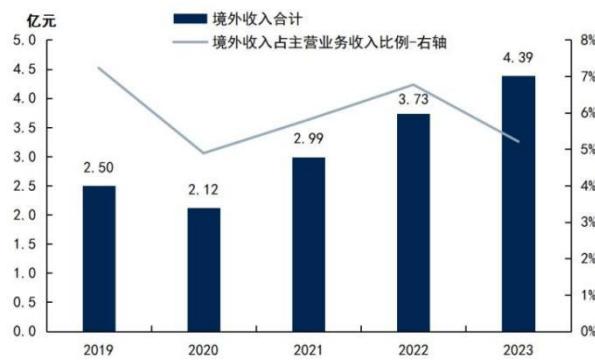
“一带一路”带来新发展机遇，易普力持续开拓国际民爆市场发展空间

“一带一路”为我国民爆企业带来新发展机遇。国外方面，“一带一路”沿线国家矿服爆破一体化服务需求日益增长，为我国民爆企业提供了广阔的发展空间。易普力的海外业务存在与中广核、中国能建等央企在“一带一路”国家“走出去”重点项目的合作，通常作为大型基础设施钻爆施工承包商或矿山业务的采矿施工承包商进入当地市场，与项目业主、总包间的协同效应较为明显。

境外收入占比约 5%，未来发展空间广阔。易普力紧扣在“一带一路”沿线国别和能建集团传统优势国别加快布局，在利比里亚、巴基斯坦、科威特、马来西亚、纳米比亚 5 个国别实现工程项目落地，国际贸易涵盖亚洲、非洲、欧洲、美洲区域共计 20 余个国家。目前，易普力积累了丰富的爆破一体化服务国际化运营经验，也形成了稳定的国际业务收入来源和业务发展基础，2023 年，易普力境外收入合计 4.39 亿元，占主营业务收入的 5.21%，未来仍有很大的发展空间。

图71: 易普力纳米比亚湖山铀矿项目


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图72: 2019–2023 年易普力海外业务收入及占比


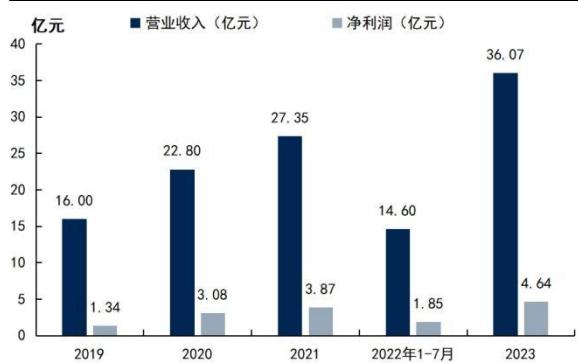
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

西北地区是公司矿山爆破一体化服务核心区域

子公司新疆爆破是易普力当下及未来主要利润来源

易普力全资子公司新疆爆破成立于2010年，注册资本1.6亿元，拥有矿山工程施工总承包一级资质，主要开展爆破工程业务。得益于对新疆爆破服务市场的较早布局，子公司新疆爆破充分享受了近些年新疆矿业快速发展带来的需求端红利，收入、利润、资产总额、所有者权益均稳步增长。2023年，子公司新疆爆破实现营业收入36.07亿元，实现净利润4.64亿元。在不考虑母子公司合并报表抵消分录的前提下，2023年新疆爆破在易普力总营业收入中的占比达42.79%，净利润占比达68.68%；从利润率水平看，2020年以来新疆爆破的净利润率便始终高于易普力整体的净利润率，2023年，新疆爆破净利润率为12.86%，而易普力整体净利润率则为8.01%。因此，子公司新疆爆破是易普力当前最重要的营收和利润来源。

图73：子公司新疆爆破营收及净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图74：子公司新疆爆破营收及净利润占比



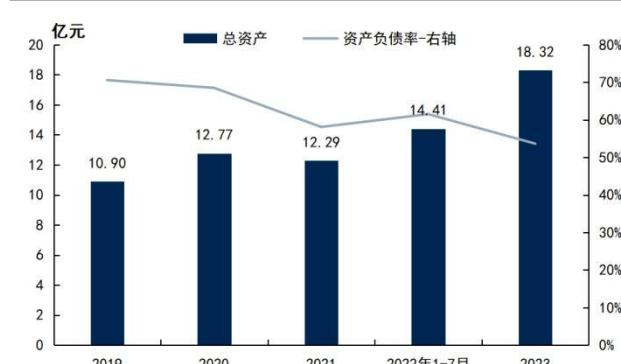
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图75：子公司新疆爆破净利润率与公司整体净利润率对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

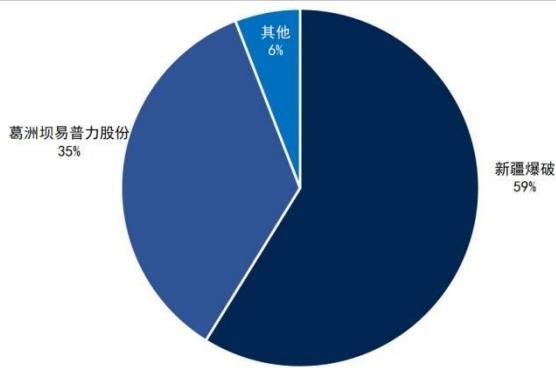
图76：子公司新疆爆破总资产及资产负债率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

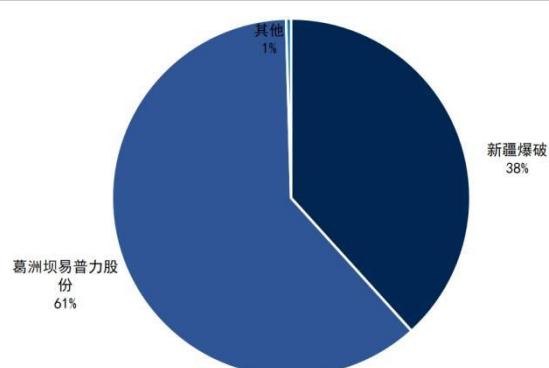
子公司新疆爆破将是易普力未来最重要的营收和利润来源。根据易普力 2023 年公告的 17 单新签或开始执行的单笔合同金额 1 亿元以上的合同目录，子公司新疆爆破承接 10 单，数量占比 59%，金额占比 38%，若考虑安徽宝镁 123.24 亿元超大合同期限为 30 年，则未来几年公司绝大部分的营收和利润的增量也将来自子公司新疆爆破。

图77：易普力 2023 年新签合同数量分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图78：易普力 2023 年新签合同金额分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新疆地区煤矿储量丰富，疆煤保供价值日益凸显

新疆煤炭资源丰富，产量增速远高于全国平均水平。新疆煤炭大多是整装待开发煤田，储量大、埋藏浅、开采条件好、煤炭种类齐全，预测储量 2.19 亿吨，占全国的 39.3%。另据《新疆维吾尔自治区矿产资源总体规划（2021-2025 年）》，新疆查明煤炭资源储量 4500.4 亿吨，全国排名第 2，仅次于内蒙古自治区。2016 年开始新疆煤炭产量开始快速增长，年产量从 2016 年的 1.57 亿吨增长至 2023 年的 4.57 亿吨，CAGR 达 16.51%，远高于同期全国 4.76% 的水平，且除 2017 年外，新疆原煤产量年同比增速均在 10% 以上。2023 年，新疆原煤产量占全国总产量的比重升至 9.8%，新疆逐渐从之前的能源“储备基地”升级为“保供基地”。

图79：新疆历年原煤产量及全国占比



资料来源：Wind、国家统计局，国信证券经济研究所整理

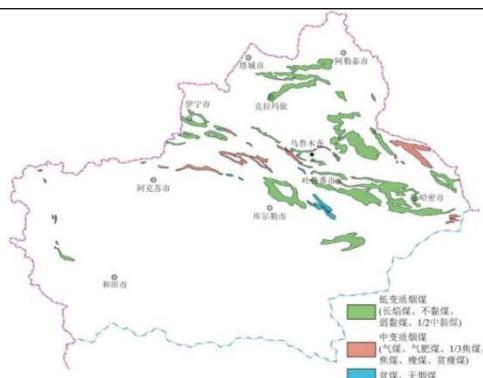
图80：新疆与全国原煤产量增速对比



资料来源：Wind、国家统计局，国信证券经济研究所整理

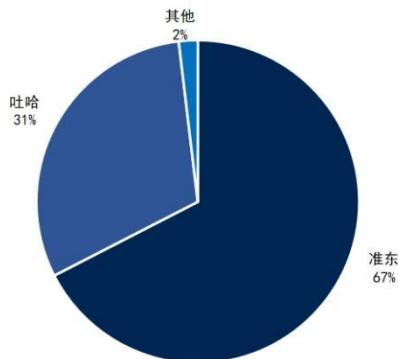
新疆煤矿资源分布较为集中，公司在疆炸药产能围绕煤炭主产区进行布局。新疆煤炭主要集中在准东、吐哈、伊犁、库拜四大煤炭基地，分布较为集中。据公司公告，截至 2023 年年中，公司在新疆共设有炸药 10.6 万吨/年工业炸药产能，且全部为用于矿山爆破一体化服务的混装炸药产能，主要分布在准东煤田（7.15 万吨）和吐哈煤田（3.25 万吨），主要用于服务煤炭矿山开采。

图81：新疆自治区煤炭资源分布



资料来源：霍超，新疆煤炭资源分布特征与勘查开发布局研究[J].
中国煤炭, 2020, 46(10):16-21, 国信证券经济研究所整理

图82：易普力在新疆工业炸药产能分布



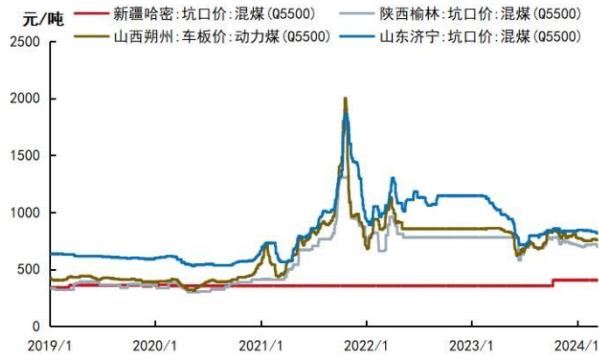
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表8：新疆四大煤炭基地储量及开发定位

煤炭基地	预测储量/亿吨	开发定位
吐哈基地	5700	以疆煤外运和疆电外送为主
准东基地	3900	煤电、煤化工，参与疆煤外运和疆电外送
伊犁基地	3000	煤化工、煤电
库拜基地	1370	满足南疆生活和工业用煤为主，适度发展煤电和现代煤焦化，

资料来源：霍超，新疆煤炭资源分布特征与勘查开发布局研究[J]. 中国煤炭, 2020, 46(10):16-21, 国信证券经济研究所整理

疆煤保供价值日益凸显，疆煤外运量持续增长。受煤炭资源赋存丰度和行业供给侧结构性改革影响，经济发达且煤炭需求量大的东部地区剩余煤炭资源量小，煤炭产量严重滑坡，煤炭资源供需缺口大，需要从煤炭资源富裕度高的晋陕蒙新地区调入煤炭。而随着近些年来晋陕蒙核心煤炭产区煤电、煤化工项目加快推进，煤炭就地转化率提高，调出能力逐步减弱。新疆煤炭资源储备丰富、开采条件简单，价格相对低廉，“能源保供”价值越来越受到重视，近些年来疆煤外运量逐年增大。据新疆维吾尔自治区 2024 年政府工作报告，2023 年新疆“疆煤外运”量突破 1 亿吨、同比增长 26.7%，其中通过铁路运往疆外的煤炭达到 6033.1 万吨，同比增长 9.5%。另据中国铁路乌鲁木齐局集团，2024 年 1 月，新疆发运煤炭 1386.7 万吨，同比增长 13.5%；其中疆煤外运 722 万吨，同比增长 50.9%，疆煤外运量继续保持高速增长。

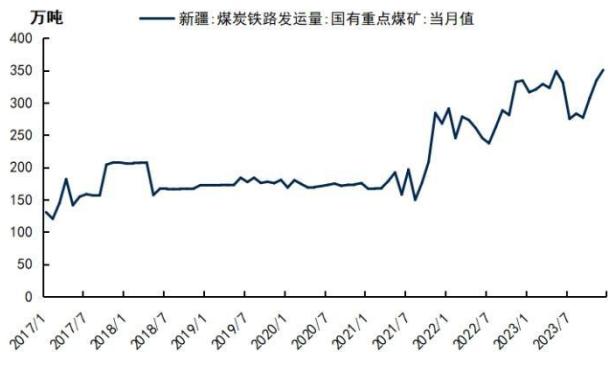
图83: 国内煤炭主产区煤炭价格走势


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

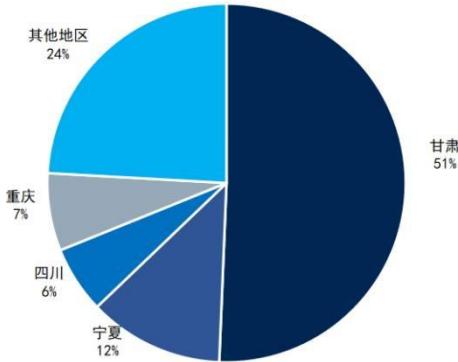
图84: 新疆历年“疆煤外运”量


资料来源: Wind、新疆维吾尔自治区人民政府官网、新疆日报, 国信证券经济研究所整理

从疆煤流向看, 据广汇能源公告, 2023 年前三季度其生产的煤炭主要运往以甘肃/宁夏为代表的西北地区和以四川/重庆为代表的西南地区, 四地占到其煤炭销量的 76%, 说明即便考虑到较高的运价, 较低的坑口价也使得疆煤在西北/西南等地具有一定价格优势。

图85: 新疆国有重点煤矿煤炭铁路发运量


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图86: 2023 年 1~9 月新疆广汇能源煤炭销售区域分布


资料来源: 广汇能源公告, 国信证券经济研究所整理

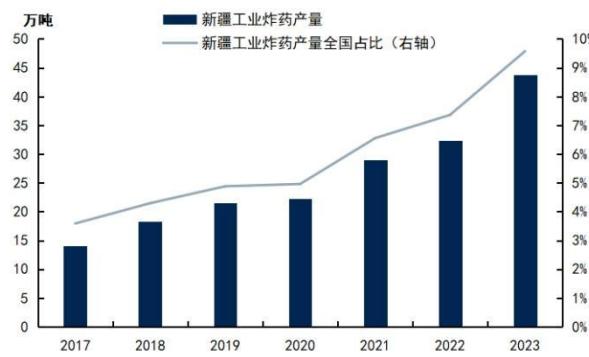
当前新疆地区工业炸药供不应求, 未来仍具有较大的增长空间

当前新疆工业炸药市场处于供不应求状态。据中国矿山安全学会及全国露天煤矿绿色低碳发展会数据, 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。另据国家能源集团新疆能源有限责任公司托克逊县黑山露天煤矿 1300 万吨/年产能核定项目环评公告, 项目达产后年消耗工业炸药 24550 吨, 据此可以测算出露天煤矿的工业炸药单耗约为 18.89 吨/万吨。根据以上数据, 我们可以大致测算出 2022 年新疆维吾尔自治区露天煤矿的理论工业炸药消耗量约 60.45 万吨, 而根据新疆维吾尔自治区人民政府工作报告, 2024 年将力争原煤产量达到 5 亿吨, 则新疆露天煤矿的理论工业炸药消耗量将达到 72.73 万吨。另据雪峰科技公告数据,

新疆 4 亿吨/年煤炭产量对应工业炸药的需求量约 50 万吨，则 5 亿吨煤炭产量对应约 62.5 万吨工业炸药需求量。考虑到 2023 年新疆原煤产量便已达到 4.57 亿吨，同比增长 10.63%，我们认为 2024 年新疆原煤产量达到 5 亿吨的可能性较大，据此推算出新疆工业炸药理论需求量在 62.5 万吨-72.7 万吨。

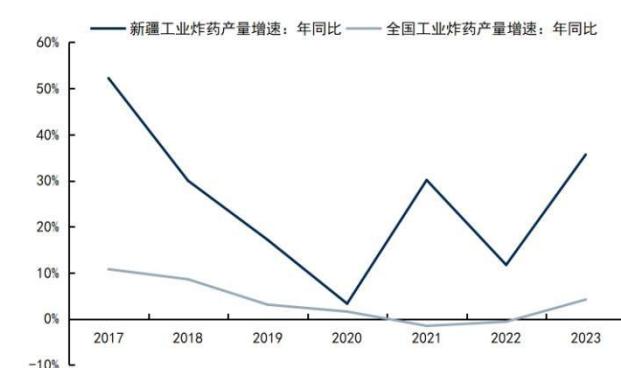
从供应端看，据中国爆破器材行业协会数据，2023 年新疆工业炸药产量 43.85 万吨，同比增长 35.65%，销量 43.93 万吨，同比增长 35.8%，虽然产销量均保持高速增长，但仍难以满足新疆日益增长的工业炸药需求。

图87: 新疆工业炸药产量及全国占比



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

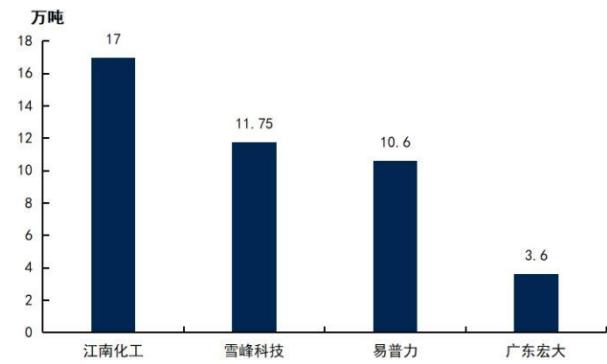
图88: 新疆工业炸药产量增速与全国整体对比



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

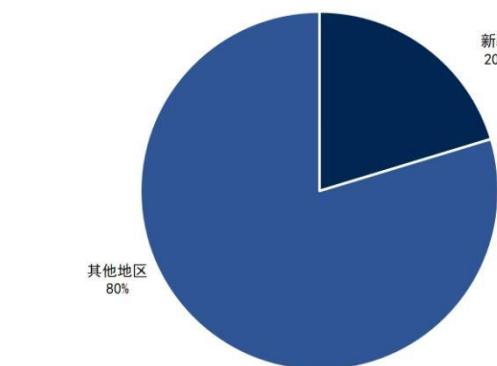
公司较早布局新疆民爆市场，工业炸药产能规模排名全疆第三。易普力早在 2006 年便布局新疆民爆市场，并于 2010 年成立新疆爆破子公司。据易普力发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书披露，截至 2022 年 12 月 20 日，易普力在新疆共有 6.7 万吨/年工业炸药产能，且全部为现场混装炸药。据易普力 2023 年年报披露，正在向新疆调增 3.9 万吨/年现场混装工业炸药产能，2024 年易普力在新疆工业炸药产能将达 10.6 万吨/年，占公司总产能的 20%，排名全疆第三。

图89: 新疆主要工业炸药生产企业产能



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

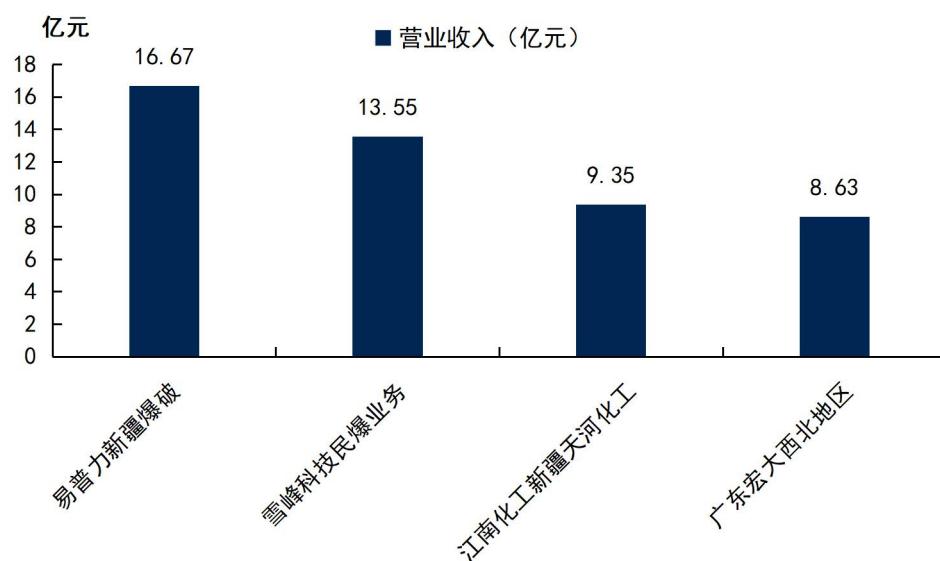
图90: 易普力工业炸药产能地域分布（截至 2023 年年末）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司已成为新疆综合实力最强的民爆一体化企业。虽然易普力在疆工业炸药产能规模不及江南化工与雪峰科技，但易普力民爆制品与爆破服务两大民爆业务的营收规模排名全疆第一。2023年上半年，易普力新疆爆破子公司实现营业收入16.67亿，高于新疆本地民爆企业雪峰科技两项民爆主营业务营收之和的13.55亿，也高于江南化工在新疆开展民爆业务的主体公司天河化工的9.35亿。易普力新疆爆破子公司成为新疆综合实力最强的民爆一体化企业，这主要得益于公司在新疆民爆市场布局较早，深度绑定了国家能源集团、新疆宜化矿业、圣雄能源、兖矿能源等疆煤头部企业；且易普力在疆工业炸药产能全部为现场混装炸药，现场混装炸药占比远高于其他竞争对手，业务形式开展灵活，进一步增强了公司获取新疆矿服订单的业务能力。

图91：2023年上半年主要民爆企业在新疆营业收入



资料来源：Wind、各公司公告，国信证券经济研究所整理

注：雪峰科技民爆业务营业收入取自民爆产品与爆破服务两个主营业务之和

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

工业炸药业务：1) 量：2023 年易普力工业炸药产量 46.92 万吨，产能利用率达 89.97%，随着公司持续向西北等民爆需求旺盛地区调配产能以及公司 2023 年新签订单逐渐进入执行周期，我们认为公司未来三年工业炸药产量将逐年提升，在不考虑收购新增产能的前提下，假设 2024-2026 年公司工业炸药产能利用率为 93%/95%/97%；同时考虑到调增的产能均为现场混装炸药产能，因此我们假设 2024-2026 年公司爆破服务业务自用的工业炸药产量分别为 25.50/25.54/26.59 万吨，包装工业炸药销量分别为 23.00/24.00/24.00 万吨。2) 价：目前国内工业炸药供需格局稳定，中西部地区售价一般高于东部地区售价，我们假设 2024-2026 年公司包装工业炸药售价稳定在 6500 元/吨。3) 毛利率：2023 年下半年公司工业炸药销售毛利率已提升至 41.17%，而原材料硝酸铵价格持续下行，我们假设 2024-2026 年公司包装工业炸药销售毛利率分别为 42%/41%/40%。

电子雷管业务：1) 量：2023 年易普力电子雷管产量约 5118.72 万发，产能利用率为 79.36%，公司现有电子雷管产能 6450 万发/年，另有 3400 万发/年在建产能，我们认为目前雷管需求向好，公司新产能投产后将快速释放产能，假设 2024-2026 年公司电子雷管产销量分别为 6000/7000/8000 万发。2) 价：未来电子雷管市场竞争将变激烈，我们假设 2024-2026 年公司电子雷管售价分别为 16/15/15 元/发。3) 毛利率：2023 年下半年易普力电子雷管毛利率为 35.74%，当前电子雷管用电子芯片企业盈利水平良好，考虑到公司电子雷管产能较大，话语权较强，我们认为公司可以通过批量采购压低电子芯片的采购价格来稳定毛利率，假设 2024-2026 年公司电子雷管毛利率分别为 34%/32%/30%。

爆破服务业务：1) 量：2023 年易普力爆破服务业务收入约 53.71 亿元，公司 2023 年新签的超 300 亿订单逐步进入执行周期，将公司在手订单进行拆分，我们预计 2024-2026 年公司爆破服务业务营收增速分别为 20%/15%/10%。2) 毛利率：2023 年下半年公司的爆破服务业务毛利率已提升至 20.54%，公司未来的爆破服务业务订单分布在新疆较多，而目前新疆爆破服务需求比东部地区旺盛，订单毛利率较高，同时考虑到原材料硝酸铵价格持续下行，因此我们假设公司 2024-2026 年公司爆破服务业务的毛利率分别为 20.5%/21%/21%。

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 93.00/104.22/113.13 亿元，分别同比+10.35%/12.06%/8.55%，毛利率分别为 25.76%/25.45%/24.89%，毛利润分别为 23.96/26.52/28.16 亿元，分别同比+10.65%/10.71%/6.19%。

表9：易普力业务盈利预测表

	2023A	2024E	2025E	2026E
工业炸药				
营业收入（万元）	180822.90	149500.00	156000.00	156000.00
营业成本（万元）	113947.15	86710.00	92040.00	93600.00
毛利润（万元）	66875.75	62790.00	63960.00	62400.00
毛利率（%）	36.98%	42.00%	41.00%	40.00%
电子雷管				
营业收入（万元）	85866.65	96000.00	105000.00	120000.00
营业成本（万元）	58389.32	63360.00	71400.00	84000.00
毛利润（万元）	27477.33	32640.00	33600.00	36000.00
毛利率（%）	32.00%	34.00%	32.00%	30.00%
爆破服务业务				

营业收入（万元）	537103. 80	644524. 56	741203. 24	815323. 56
营业成本（万元）	432175. 04	512397. 02	585550. 56	644105. 62
毛利润（万元）	104928. 76	132127. 53	155652. 68	171217. 95
毛利率（%）	19. 54%	20. 50%	21. 00%	21. 00%
其他业务				
营业收入（万元）	38981. 01	40000. 00	40000. 00	40000. 00
营业成本（万元）	21771. 92	28000. 00	28000. 00	28000. 00
毛利润（万元）	17209. 09	12000. 00	12000. 00	12000. 00
毛利率（%）	44. 15%	30. 00%	30. 00%	30. 00%
合计				
营业收入（万元）	842774. 36	930024. 56	1042203. 24	1131323. 56
营业成本（万元）	626283. 43	690467. 02	776990. 56	849705. 62
毛利润（万元）	216490. 93	239557. 53	265212. 68	281617. 95
毛利率（%）	25. 69%	25. 76%	25. 45%	24. 89%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：每股股价 11. 25-16. 51 元

依托大型央企专业的管理能力，我们认为重组后公司的管理效能将得到提升，我们预计未来公司的管理费用率将小幅下降。研发费用率方面，公司重视新型民爆器材及爆破服务效率提升的研发，结合民爆行业十四五规划中对头部企业 3. 5% 的研发费用率指引，我们假设公司未来几年的研发费用率始终保持在 4% 上下。我们假设未来三年公司的销售、财务费用率大致维持稳定。基于行业供需格局以及公司在建产能投放进度，我们预计公司未来收入、业绩端保持一定增长，未来三年估值假设条件见下表：

表10：公司盈利预测假设条件

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	-3. 41%	19. 33%	265. 75%	10. 35%	12. 06%	8. 55%
营业成本/营业收入	68. 07%	72. 45%	74. 31%	74. 24%	74. 55%	75. 11%
管理费用/营业收入	17. 26%	15. 03%	9. 41%	9. 40%	9. 00%	8. 60%
研发费用/营业收入	4. 05%	3. 29%	4. 11%	4. 20%	4. 20%	4. 20%
销售费用/销售收入	4. 02%	3. 51%	1. 43%	1. 40%	1. 40%	1. 40%
营业税及附加/营业收入	0. 95%	0. 88%	0. 56%	0. 50%	0. 50%	0. 50%
所得税税率	0. 40%	30. 81%	17. 50%	17. 50%	17. 50%	17. 50%
股利分配比率	81. 80%	91. 20%	17. 50%	40. 00%	40. 00%	40. 00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

表11: 资本成本假设

项目	值	项目	值
无杠杆 Beta	1. 38	T	17. 50%
无风险利率	2. 50%	Ka	11. 47%
股票风险溢价	6. 50%	有杠杆 Beta	1. 42
公司股价	11. 65	Ke	11. 71%
发行在外股数	1240	E/(D+E)	96. 90%
股票市值(E)	14451	D/(D+E)	3. 10%
债务总额(D)	462	WACC	11. 48%
Kd	5. 30%	永续增长率	2. 00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析:

表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

	WACC 变化					
	13. 23	10. 48%	10. 98%	11. 48%	11. 98%	12. 48%
永续增长率变化	3. 50%	16. 51	15. 40	14. 43	13. 57	12. 81
	3. 00%	15. 89	14. 87	13. 98	13. 19	12. 48
	2. 50%	15. 34	14. 41	13. 58	12. 84	12. 18
	2. 00%	14. 85	13. 99	13. 23	12. 54	11. 92
	1. 50%	14. 42	13. 62	12. 91	12. 26	11. 67
	1. 00%	14. 04	13. 29	12. 62	12. 01	11. 45
	0. 50%	13. 69	12. 99	12. 35	11. 78	11. 25

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 11. 25-16. 51 元, 在 2% 的永续增长率以及 11. 48% 的 WACC 假设前提下公司的每股合理价值为 13. 23 元。从估值方法特征来看, 以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司, 在成长股预测中存在失真现象。

相对估值: 每股股价 12. 4-14. 26 元

选择民爆行业的广东宏大、江南化工、国泰集团、金奥博作为易普力的可比公司, 选择理由如下:

1、广东宏大 (002683.SZ) : 广东宏大是国内整体爆破方案设计能力较强、爆破技术先进、服务内容齐全的矿山民爆一体化服务商之一。公司以大中型露天矿山为主要业务领域, 为客户提供民爆器材产品、矿山基建剥离、整体爆破方案设计、爆破开采、矿物分装与运输等垂直化系列服务。考虑到: (1) 广东宏大现有工业炸药产能 49. 4 万吨/年, 产能遍布全国各地, 2023 年产量 41. 63 万吨, 现场混装炸药产能 27 万吨, 占比 54. 66%; 拥有电子雷管产能 3334 万发/年, 2023 年产量 1789. 02 万发。广东宏大的工业炸药与电子雷管产能、产量略低于易普力。 (2) 2023 年广东宏大实现矿山开采服务收入 89. 35 亿元, 高于易普力的 53. 71 亿元, 目前广东宏大矿服业务在手订单约 300 亿元, 而易普力 2023 年新签合同订单总计 319. 01 亿元 (含民爆器材销售订单), 未来 3-5 年广东宏大、易普力都有充足的在手订单将要执行, 为两家公司矿服业绩释放提供了保障。 (3) 2023 年广东宏

大营业收入为 115.43 亿元，高于易普力的 84.28 亿元，从营收构成看，2023 年广东宏大矿山服务、民爆器材销售的营收占比分别为 77.4%、19.77%，而易普力则分别为 63.73%、31.65%，两家公司的民爆器材销售与矿山服务业务收入占比合计均超过 95%，营收构成相似。（4）广东宏大近几年投入资金进行防务装备的研发，但 2023 年防务装备业务在公司的营收占比仅为 1.49%，未来几年矿山服务、民爆器材销售仍将是广东宏大的重要利润来源。故，我们选择广东宏大公司作为易普力的可比公司之一。

2、江南化工（002226.SZ）：江南化工是中国兵器工业集团北方特种能源集团控股的民爆及新能源业务“双核驱动”上市公司，公司全面布局民爆产品服务、工程施工服务、矿山经营管理、新能源发电等业务板块。考虑到：（1）江南化工现有工业炸药产能 59.15 万吨/年，2023 年产量 49.42 万吨，略高于易普力；拥有电子雷管产能 3670 万发/年，2023 年产量 2617.08 万发，低于易普力，民爆板块整体规模与易普力相近。2023 年江南化工爆破工程业务营业收入为 47.15 亿元，低于易普力的 53.71 亿元。（2）2023 年江南化工实现营业收入 88.95 亿元，实现归母净利润 7.73 亿元，江南化工营收规模与易普力较为接近。从营收构成看，江南化工民用炸药业务营收占比 28.9%，爆破工程业务营收占比 53.01%，新能源发电业务营收占比 9.86%，民爆行业业务合计营收占比 89.18%，营收构成与易普力较为相似。（3）2023 年江南化工爆破工程业务毛利率为 22.42%，民用炸药业务毛利率为 39.55%，与易普力也较为相似。故，我们选择江南化工公司作为易普力的可比公司之一。

3、国泰集团（603977.SH）：国泰集团是江西省国资委控股的区域性民爆企业，核心业务主要涵盖民爆业务、军工新材料、轨交自动化及信息化三大板块，国泰集团整合了江西省民爆生产企业，民爆产业整体实力位列全国民爆行业前八强。考虑到：（1）2023 年国泰集团实现营业收入 25.42 亿元，民爆一体化业务占比 68.68%，军工新材料业务占比 6.81%，轨交自动化及信息化业务占比 9.57%，民爆一体化业务营收占比较高。（2）国泰集团是目前拥有工业炸药生产许可能力 17.4 万吨，现场混装炸药产能占比达到 30%，拥有电子雷管产能为 2510 万发，产能方面与易普力存在一定差距。（3）2023 年国泰集团民爆产品的毛利率 40.81%，爆破工程毛利率为 24.91%，与易普力较为相似。故，我们选择江南化工公司作为易普力的可比公司之一。

4、金奥博（002917.SZ）：金奥博是国内集研发、设计、制造、生产、服务于一体的民爆智能装备与综合信息化服务企业。金奥博主营业务包括“民爆一体化、精细化工、智能制造、金奥博智慧云”四大业务板块，总部位于深圳。考虑到：（1）金奥博目前拥有工业炸药年许可生产能力 11.5 万吨/年，小于易普力，拥有工业数码电子雷管年许可生产能力 8522 万发/年，目前金奥博电子雷管产能高于易普力，待易普力在建产能投产后产能将略大于金奥博，两家企业的电子雷管产能相近。（2）2023 年上半年金奥博营业收入 6.53 亿元，工业炸药占比 25.41%，起爆器材占比 31.27%，工程爆破占比 2.11%，民爆专用设备占比 10.80%，民爆产业链相关业务合计占比 69.59%，占比较高。（3）2023 年上半年金奥博工业炸药毛利率 29.61%，起爆器材毛利率 32.24%，与易普力较为相近。故，我们选择金奥博公司作为易普力的可比公司之一。

表13: 同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价 (2024/4/3)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
300596. SZ	广东宏大	民爆器材销售、爆破服务	21.25	0.94	1.09	1.28	21.31	19.52	16.65	2.5	161.43
603255. SH	江南化工	民爆器材销售、爆破服务、新能源发电	4.73	0.29	0.35	0.40	15.01	13.53	11.82	1.44	125.29
301100. SZ	国泰集团	民爆器材销售、军工新材料	12.64	0.49	0.63	0.73	21.21	19.94	17.26	2.52	78.52
002917. SZ	金奥博	民爆器材、专用设备销售	8.80	0.34	0.57	0.87	25.71	15.30	10.13	2.05	30.59
平均值							20.81	17.07	13.97	2.13	
688625. SH	易普力	民爆器材销售、爆破服务	11.65	0.51	0.62	0.71	22.8	18.6	16.3	2.07	144.51

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 广东宏大、江南化工、国泰集团、金奥博的盈利预测为 Wind 一致预期

相对估值方面, 考虑到公司业务为民爆器材销售与爆破服务, 因此我们选取民爆行业的广东宏大、江南化工、国泰集团、金奥博作为可比公司。根据可比公司的平均 PE (2024 年) 约 17.07 倍, 我们预计公司 2024 年的 PE 为 18.6 倍, 略高于可比公司平均水平。公司作为国内工业炸药产量第一、爆破服务业务规模第二的民爆一体化骨干企业, 股东实力强劲, 现场混装炸药产量第一, 协同的爆破服务业务经验丰富、口碑良好, 此外, 根据公司合同订单, 我们预计未来 3 年公司业绩仍将保持较快增长, 具有中长期成长性, 应当享有一定的估值溢价, 所以 2024 年按 20-23 倍 PE 来估值较合理, 对应股价区间 12.4-14.26 元。

投资建议: 看好公司中长期稳健成长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

综合绝对及相对方法估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 12.4-14.26 元之间, 2024 年动态市盈率 20-23X, 相对于公司目前股价 (11.65 元) 有 6.44%-22.40% 的溢价空间。我们认为, 公司股东背景雄厚、工业炸药产能全国第一、爆破服务收入全国第二, 在手订单超 300 亿可保障未来中长期收入, 同时获取新订单能力较强, 在民爆制品销售与爆破服务行业集中度不断提升的背景下有望持续巩固自身的头部地位, 看好公司中长期稳健成长。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 7.75/8.86/9.60 亿元, 摊薄 EPS 为 0.62/0.71/0.77 元, 当前股价对应 PE 为 18.6/16.3/15.0x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

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，公司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公司的声誉。随着资产、业务、人员规模的不断扩大，对公司的组织结构、管理体系、工程技术、人力资源等各方面都提出了更高要求。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断扩张，对行业内专业人才的需求量逐年增加，公司在未来行业竞争中将可能面临专业人才缺失的风险。

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在12.4-14.26元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的民爆企业比如广东宏大、江南化工、国泰集团、金奥博共4家可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司2024年平均PE做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，给予公司2024年20-23倍PE估值，在行业平均动态PE的基础上给予17.16%-34.74%的溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入增长10.35%/12.06%/8.55%，可能存在对公司产品销量、价格及矿服业务营收预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利率分别为25.76%/25.45%/24.89%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受原材料硝酸铵的价格影响较大，我们预计2024年硝酸铵的价格将延续2023年小幅下降的趋势，若发生影响行业供需格局的突发事件，硝酸铵的市场价格可能出现大幅波动，从而影响公司未来3年业绩释放的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	494	2673	3551	4566	5609	营业收入	2304	8428	9300	10422	11313
应收款项	701	2192	2293	2427	2480	营业成本	1669	6263	6905	7770	8497
存货净额	343	454	498	520	569	营业税金及附加	20	47	47	52	57
其他流动资产	152	453	465	521	566	销售费用	81	120	130	146	158
流动资产合计	1691	5771	6808	8034	9224	管理费用	356	825	914	978	1013
固定资产	1112	2120	2105	2077	2036	研发费用	76	347	391	438	475
无形资产及其他	346	991	951	912	872	财务费用	31	29	(57)	(76)	(97)
投资性房地产	286	1446	1446	1446	1446	投资收益	15	36	30	30	30
长期股权投资	102	145	190	235	280	资产减值及公允价值变动	(11)	0	0	0	0
资产总计	3537	10473	11501	12705	13858	其他收入	(73)	(346)	(391)	(438)	(475)
短期借款及交易性金融负债	490	161	160	160	160	营业利润	77	833	1001	1145	1240
应付款项	320	1134	1200	1352	1480	营业外净收支	3	(15)	0	0	0
其他流动负债	324	1103	1200	1345	1416	利润总额	80	819	1001	1145	1240
流动负债合计	1134	2398	2560	2857	3057	所得税费用	25	143	175	200	217
长期借款及应付债券	135	212	302	392	482	少数股东损益	8	42	51	58	63
其他长期负债	297	580	860	1110	1360	归属于母公司净利润	48	634	775	886	960
长期负债合计	432	792	1162	1502	1842	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1566	3191	3722	4360	4899	净利润	48	634	775	886	960
少数股东权益	62	305	335	370	408	资产减值准备	(16)	2	1	(0)	(1)
股东权益	1909	6978	7443	7975	8551	折旧摊销	88	237	253	268	281
负债和股东权益总计	3537	10473	11501	12705	13858	公允价值变动损失	11	(0)	0	0	0
						财务费用	31	29	(57)	(76)	(97)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	147	(1184)	285	335	303
每股收益	0.13	0.51	0.62	0.71	0.77	其它	17	32	30	35	38
每股红利	0.12	0.09	0.25	0.29	0.31	经营活动现金流	294	(279)	1344	1525	1582
每股净资产	5.14	5.63	6.00	6.43	6.89	资本开支	0	(1215)	(200)	(200)	(200)
ROIC	2.15%	13.66%	11%	14%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	2.50%	9.08%	10%	11%	11%	投资活动现金流	29	(1259)	(245)	(245)	(245)
毛利率	28%	26%	26%	25%	25%	权益性融资	12	1303	0	0	0
EBIT Margin	4%	10%	10%	10%	10%	负债净变化	90	77	90	90	90
EBITDA Margin	8%	13%	13%	13%	12%	支付股利、利息	(44)	(111)	(310)	(354)	(384)
收入增长	19%	266%	10%	12%	9%	其它融资现金流	(415)	2482	(1)	0	0
净利润增长率	-3%	1229%	22%	14%	8%	融资活动现金流	(310)	3716	(221)	(264)	(294)
资产负债率	46%	33%	35%	37%	38%	现金净变动	13	2178	878	1015	1043
股息率	0.3%	0.8%	2.1%	2.5%	2.7%	货币资金的期初余额	481	494	2673	3551	4566
P/E	90.7	22.8	18.6	16.3	15.0	货币资金的期末余额	494	2673	3551	4566	5609
P/B	2.3	2.1	1.9	1.8	1.7	企业自由现金流	0	(1481)	1093	1261	1303
EV/EBITDA	31.1	16.6	15.6	14.4	13.9	权益自由现金流	0	1077	1229	1413	1473

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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提供。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