

# 易普力 (002096.SZ)

## 公司快报

基础化工 | 民爆用品III

投资评级

**增持-B(首次)**

股价(2024-05-30)

12.68元

### 交易数据

总市值(百万元)	15,728.79
流通市值(百万元)	6,193.35
总股本(百万股)	1,240.44
流通股本(百万股)	488.43
12个月价格区间	13.98/8.75

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.63	21.04	13.8
绝对收益	8.81	25.22	7.55

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号: S0910523100001  
 luohongyong@huajinsec.cn

### 相关报告

### 投资要点

◆ **事件:** 易普力发布 2023 年报和 2024 年一季报, 2023 年实现营收 84.28 亿元, 同比增长 52.90% (重组追溯调整后口径); 归母净利润 6.34 亿元, 同比下降 0.24% (重组追溯调整后口径); 扣非归母净利润 6.28 亿元, 同比增长 26.77% (重组追溯调整后口径)。2024Q1, 实现营收 17.76 亿元, 同比增长 4.46%, 环比下降 17.13%; 归母净利润 1.35 亿元, 同比增长 4.20%, 环比下降 15.92%; 扣非归母净利润 1.31 亿元, 同比增长 4.33%, 环比下降 17.16%。

◆ **业绩稳健, 订单充足。** 易普力构建了集研发、生产、销售、运输、爆破服务为一体的完整民爆业务产业链, 是目前国内从事现场混装炸药生产和爆破施工一体化服务规模最大的专业化公司。分板块看, 2023 年公司工业炸药实现收入 18.08 亿元, 同比增长 151.80%; 毛利率 36.98%, 同比提升 1.64pct。工业雷管实现收入 8.59 亿元, 同比增长 382.69%; 毛利率 32.00%, 同比提升 0.30pct。爆破服务业务实现收入 53.71 亿元, 同比提升 19.16%; 毛利率 19.54%, 同比下降 0.65pct。2023 年公司新签订单合同超 300 亿元, 创历史最好水平, 2024Q1 新签或开始执行爆破服务工程类项目订单金额 39.18 亿元, 保持良好态势, 为业务发展蓄力, 后续随着项目陆续开工, 业绩将逐步释放。

◆ **采矿复苏基建发力, 民爆景气上行。** 在煤炭保供政策持续发力及基建项目拉动的影响下, 民爆产品和服务的市场需求进一步增加。2023 年, 民爆行业总体运行情况稳中向好, 主要经济指标保持两位数增长。据易普力年报, 2023 年生产企业累计完成生产总值 436.58 亿元, 同比增长 10.93%; 生产企业累计实现主营业务收入 499.51 亿元, 同比增长 14.19%; 累计实现利润总额 85.27 亿元, 同比增长 44.99%; 累计实现爆破服务收入 338.04 亿元, 同比增长 6.80%。公司抓住行业发展契机, 全面调研重点省域民爆市场现状, 创新商业模式, 差异化制定市场竞争策略, 坚持重点项目专班工作机制, 在新疆、西藏、内蒙等煤矿市场和有色金属市场积极布局, 驱动产能高质量释放。

◆ **政策推动行业格局优化, 公司受益行业整合和一体化跨区域布局。** 政策鼓励以产业链为纽带的上下游企业进行资源整合和业务延伸, 推进一体化进程, 促进产业集中度提升, 化解产能过剩问题。工信部发布的民爆行业“十四五”规划提出, 到“十四五”末, 重特大生产安全事故零发生, 企业安全生产标准化二级及以上达标率达到 100%, 龙头骨干企业研发经费占营业收入比重达到 3.5%, 现有危险岗位操作人员机器人替代比例达到 40%, 包装型工业炸药生产线最小许可产能大于等于 12000 吨/年, 企业现场混装炸药许可产能占比达到 35% 以上, 生产企业 (集团) 数量由 76 家减少到 50 家以内, 排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比大于 60%, 除保留少量产能用于出口或其他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他工业雷管, 按期对普通工业雷管实施停产、停售。易普力围绕产业链上下游积极拓展, 逐步形成了在行业地位、跨区域服务能力、全产业链布局、技术研发能力和科研团队配置、安全管理水平、人才团队等方面的竞争优势。公司是国内工业炸药产量第一, 爆破服务业务收入第二的企业,



有望在政策加持下充分受益行业整合。目前公司的许可产能有工业炸药 52.15 万吨/年、电子雷管 6450 万发/年、导爆管雷管 2000 万发/年、工业电雷管 1000 万发/年。此外，新疆多个生产点、四川米易生产点等共计 4.7 万吨工业炸药在建产能，向红公司、湘器公司分别在建 1500 万发电子雷管和 1900 万发电子雷管生产线。

◆ **投资建议：**易普力为民爆行业龙头，民爆供给管控严格，行业整合不断推进，结构和格局持续优化，需求端受益矿山资本开支上升和基建发力，行业景气度上行。预计公司 2024-2026 年收入分别为 96.54/109.29/122.12 亿元，同比增长 14.6%/13.2%/11.7%，归母净利润分别为 7.66/9.00/10.21 亿元，同比增长 20.8%/17.5%/13.5%，对应 PE 分别为 20.5x/17.5x/15.4；首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；行业政策变化；项目进度不确定性；安全环保风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,304	8,428	9,654	10,929	12,212
YoY(%)	19.3	265.8	14.6	13.2	11.7
归母净利润(百万元)	48	634	766	900	1,021
YoY(%)	-2.6	1228.8	20.8	17.5	13.5
毛利率(%)	27.5	25.7	25.9	26.0	25.9
EPS(摊薄/元)	0.04	0.51	0.62	0.73	0.82
ROE(%)	2.8	9.3	10.4	11.0	11.2
P/E(倍)	329.7	24.8	20.5	17.5	15.4
P/B(倍)	8.2	2.3	2.1	1.9	1.7
净利率(%)	2.1	7.5	7.9	8.2	8.4

数据来源：聚源、华金证券研究所（模型设置缘故，2022 年及相关数据为重组调整前）

## 一、盈利预测及业务分拆

**爆破服务:** 根据公司已有订单和释放情况, 预计 2024-2026 年收入分别为 64.45/75.73/87.09 亿元, 毛利率分别为 20.5%/21.00%/21.50%。

**炸药:** 工业包装炸药产能稳定, 产销随行业景气度稳步提升, 原料下降叠加景气提升, 毛利率稳中有升, 预计 2024-2026 年收入分别为 19.00/19.74/20.31 亿元, 毛利率分别为 37.50%/38.41%/38.71%。

**雷管:** 产量稳中有升, 行业竞争激烈毛利率有所下滑, 预计 2024-2026 年收入分别为 8.80/9.11/9.53 亿元, 毛利率分别为 31.25%/30.57%/29.03%。

表 1: 公司业务分拆和预测

易普力	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>					
收入 (百万元)	2304.21	8427.74	9654.04	10929.20	12211.73
YoY (%)	19.33%	265.75%	14.55%	13.21%	11.73%
毛利率 (%)	27.55%	25.69%	25.91%	25.98%	25.95%
<b>爆破服务</b>					
收入 (百万元)	416.67	5371.04	6445.25	7573.17	8709.14
YoY (%)	24.54%	1189.04%	20.00%	17.50%	15.00%
毛利率 (%)	18.56%	19.54%	20.50%	21.00%	21.50%
<b>炸药</b>					
收入 (百万元)	1024.28	1808.23	1900.00	1973.76	2030.50
YoY (%)	0.38%	76.54%	5.08%	3.88%	2.87%
毛利率 (%)	30.88%	36.98%	37.50%	38.41%	38.71%
<b>雷管</b>					
收入 (百万元)	506.04	858.67	880.00	910.60	953.25
YoY (%)	55.44%	69.68%	2.48%	3.48%	4.68%
毛利率 (%)	33.99%	32.00%	31.25%	30.57%	29.03%
<b>其他</b>					
收入 (百万元)	357.22	389.80	428.78	471.66	518.82
YoY (%)	42.65%	9.12%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	19.35%	44.15%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源: wind, 华金证券研究所 (模型设置缘故, 2022 年及相关数据为重组调整前)

## 二、估值对比

我们选择民爆行业广东宏大、国泰集团、金奥博作为可比公司, 2024-2026 可比公司平均 PE 分别为 18.3x/14.4x/11.3x, 易普力对应 PE 分别为 20.5x/17.5x/15.4x。易普力背靠中国能建项目资源优势显著, 爆破服务、炸药、雷管产业链协同效应强, 受益行业整合和结构优化, 行业在矿业资本开支上行和基建发力背景下景气上行, 助力公司业绩增长。

表 2: 可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002683.SZ	广东宏大	21.75	165	1.10	1.29	1.50	19.7	16.8	14.5
603977.SH	国泰集团	10.37	64	0.62	0.70	0.90	16.8	14.8	11.6
002917.SZ	金奥博	10.13	35	0.55	0.88	1.31	18.4	11.5	7.7
平均值							18.3	14.4	11.3
002096.SZ	易普力	12.68	157	0.62	0.73	0.82	20.5	17.5	15.4

资料来源: 数据截止 2024 年 5 月 30 日, wind (可比公司采用 wind 一致预期), 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1691	5771	6008	6828	7395	<b>营业收入</b>	2304	8428	9654	10929	12212
现金	494	2673	2748	3489	3941	营业成本	1669	6263	7152	8090	9043
应收票据及应收账款	625	2050	2193	2179	2262	营业税金及附加	20	47	53	60	67
预付账款	47	139	158	178	198	营业费用	81	120	135	144	159
存货	343	454	487	494	540	管理费用	356	825	927	1033	1148
其他流动资产	182	455	422	488	455	研发费用	76	347	386	437	488
<b>非流动资产</b>	1846	4702	5003	5324	5652	财务费用	31	29	-8	-16	-31
长期投资	102	145	189	232	275	资产减值损失	-21	-23	-19	-19	-18
固定资产	1083	2023	2201	2370	2520	公允价值变动收益	0	4	0	0	0
无形资产	346	991	1078	1187	1322	投资净收益	15	36	0	0	0
其他非流动资产	315	1544	1536	1535	1535	<b>营业利润</b>	77	833	989	1162	1319
<b>资产总计</b>	3537	10473	11012	12152	13047	营业外收入	6	15	0	0	0
<b>流动负债</b>	1134	2398	2335	2579	2485	营业外支出	3	30	0	0	0
短期借款	400	67	70	70	70	<b>利润总额</b>	80	819	989	1162	1319
应付票据及应付账款	320	1134	1250	1239	1273	所得税	25	143	173	203	231
其他流动负债	413	1197	1015	1269	1142	<b>税后利润</b>	55	675	816	959	1088
<b>非流动负债</b>	432	792	832	858	864	少数股东损益	8	42	50	59	67
长期借款	135	212	252	278	284	<b>归属母公司净利润</b>	48	634	766	900	1021
其他非流动负债	297	580	580	580	580	EBITDA	192	1014	1112	1296	1465
<b>负债合计</b>	1566	3191	3167	3437	3349	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	62	305	355	414	481	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	371	1240	1240	1240	1240	<b>成长能力</b>					
资本公积	555	3611	3611	3611	3611	营业收入(%)	19.3	265.8	14.6	13.2	11.7
留存收益	900	2117	2606	3180	3832	营业利润(%)	4.4	985.9	18.7	17.5	13.5
归属母公司股东权益	1909	6978	7490	8301	9218	归属于母公司净利润(%)	-2.6	1228.8	20.8	17.5	13.5
<b>负债和股东权益</b>	3537	10473	11012	12152	13047	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	27.5	25.7	25.9	26.0	25.9
						净利率(%)	2.1	7.5	7.9	8.2	8.4
						ROE(%)	2.8	9.3	10.4	11.0	11.2
						ROIC(%)	2.5	8.2	9.3	9.9	10.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	44.3	30.5	28.8	28.3	25.7
						流动比率	1.5	2.4	2.6	2.6	3.0
						速动比率	1.1	2.0	2.2	2.3	2.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	1.2	0.9	0.9	1.0
						应收账款周转率	4.3	6.3	4.6	5.0	5.5
						应付账款周转率	5.6	8.6	6.0	6.5	7.2
						<b>估值比率</b>					
						P/E	329.7	24.8	20.5	17.5	15.4
						P/B	8.2	2.3	2.1	1.9	1.7
						EV/EBITDA	84.2	13.9	12.7	10.4	9.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所 (模型设置缘故, 2022 年及相关数据为重组调整前)

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)