

➤ **易普力：能建旗下唯一民爆服务平台**

易普力，是中国能建葛洲坝集团旗下子公司，2023年分拆重组上市，项目由中国能建 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。公司是中国能建旗下唯一的上市公司和唯一民爆服务平台，大股东协同效应明显，例如能建在水电工程领域施工市占率超 30%、大型水电超 50%。

➤ **爆破服务行业：行业现场混装占比提升，公司在手订单充足、高度绑定新疆煤炭项目**

政策引导下，“十三五”以来现场混装炸药占比迅速提升，现场混装炸药多用于大型露天煤矿、金属和非金属矿山。**2018-2023 年民爆行业爆破服务收入 CAGR 为 11.2%，增速明显高于民爆行业生产总值 (7.1%)。**爆破服务下游客户主要为各类矿山业主，下游矿山客户高度集中，因此爆破服务行业集中度天然较高，2023 年民爆行业爆破服务 CR10 达 87%，公司爆破服务市占率稳步提升，从 2019 年的 12.62% 提升至 2023 年的 16.86%。**2023 年工程类新签订单同比高增，23Q1-Q4 公司工程施工类新签订单分别达 65.21、35.92、81.85、136.03 亿元，其中 23Q1-Q3 新签订单增速分别为 128%、51%、239%，在手订单充分保障公司矿服业务稳健增长。新签订单结构角度，公司高度绑定新疆煤炭项目，同步关注紫金巨龙铜矿项目执行情况。**

➤ **炸药行业：供给偏紧，需求端煤炭、矿山带动景气度向上，公司炸药市占率约 11%**

(1) **民爆供给端：新增产能存在硬性约束，头部受益行业整合。**民爆行业供给端行政审批壁垒高，生产、销售、运输和爆破作业，均须取得相应许可证。政策支持整合，供给侧迈向头部集中。(2) **民爆需求端：煤炭、矿山带动景气度向上。**工业炸药下游应用领域 70% 以上来源于矿山开采，其余应用领域主要为基建。2022 年以来金属矿山、煤炭开采领域资本开支实现逆势增长，同时铜矿资本开支力度与铜价具有一定相关性，2024 年以来采矿业资本开支加速。(3) **公司：**截至 2024 年 5 月，公司目前管理工业炸药产能 56.55 万吨，**市占率约 10.98%**，其中混装炸药许可产能 29.75 万吨、产能占比 52.61%。

➤ **受益“西部大开发”，掘金西藏、新疆市场，同步关注出海步伐**

“西部大开发”背景下，西北、西南区域民爆行业景气度突出。民爆行业供给端偏紧，新增产能存在硬性约束，主要增量来自于将产能闲置的区域调至产能紧缺的区域，我们建议关注西藏、新疆、海外等重点区域市场：**(1) 西藏：**重点关注重点工程+巨龙铜矿进展。西藏区域民爆行业供给格局优，公司藏内建有 2.5 万吨混装产能；**(2) 新疆：**煤炭产能快速释放，驱动民爆产品及爆破服务需求量上升。相较西藏民爆尚处于起量阶段，新疆市场更为成熟；**(3) 海外：**基建业务出海依托大股东依托中国能建的国际水利工程等基础设施业务优势，矿服业务跟随国内矿企出海。2023 年公司海外收入达 4.39 亿元，占比为 5.21%。

➤ **投资建议：**我们看好公司①民爆行业供给偏紧，矿山需求向上，②受益“西部大开发”，掘金西藏、新疆市场，③能建葛洲坝集团旗下子公司，协同效应显著。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.64、8.89 和 10.08 亿元，现价对应动态 PE 分别为 19x、16x、14x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游矿山景气度不及预期；西部区域开发不及预期；原材料价格波动风险；重大安全、环保事故风险；海外市场开拓风险。

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,428	9,712	11,144	12,467
增长率 (%)	52.9	15.2	14.8	11.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	634	764	889	1,008
增长率 (%)	-0.2	20.5	16.4	13.4
每股收益 (元)	0.51	0.62	0.72	0.81
PE	22	19	16	14
PB	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 6 月 20 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

12.07 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang\_yj@mszq.com



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming\_yj@mszq.com

研究助理 李金凤

执业证书：S0100122070041

邮箱：lijinfeng@mszq.com

# 目录

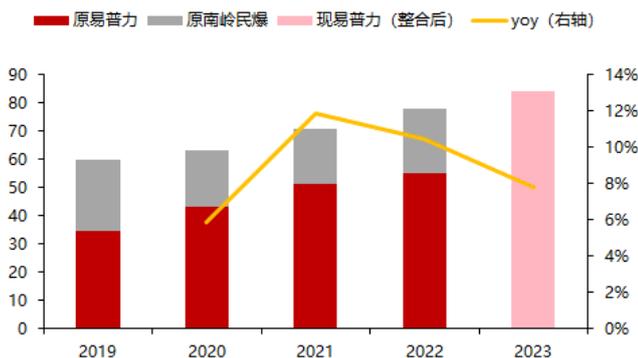
<b>1 易普力：能建旗下唯一民爆服务平台</b>	<b>3</b>
<b>2 行业供给偏紧、需求向上，公司在手订单充足</b>	<b>6</b>
2.1 爆破服务：行业现场混装占比提升，公司在手订单充足、高度绑定新疆煤炭项目	6
2.2 工业炸药：供给偏紧，需求端煤炭、矿山带动景气度向上，公司炸药市占率约 11%	9
<b>3 受益“西部大开发”，掘金西藏、新疆市场，同步关注出海步伐</b>	<b>11</b>
3.1 西藏：重点关注重点工程+巨龙铜矿进展	12
3.2 新疆：煤炭建设快速释放，公司民爆产能转移重点区域	14
3.3 跟紧国内基建+矿山企业步伐，加速出海	16
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>17</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	17
4.2 估值分析与投资建议	18
<b>5 风险提示</b>	<b>19</b>
<b>插图目录</b>	<b>21</b>
<b>表格目录</b>	<b>21</b>

## 1 易普力：能建旗下唯一民爆服务平台

易普力，是中国能建葛洲坝集团旗下子公司，2023 年分拆重组上市。中国能建采用“专业化整合+‘A+H’分拆+借壳上市+配套募集资金”等模式，分拆易普力、重组上市。项目于 2021 年 10 月正式启动，2023 年 1 月重大资产重组标的公司股权资产完成过户，项目由中国能建 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。

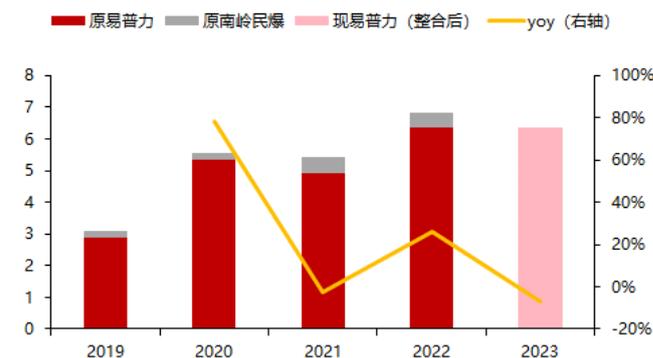
- **收入增速跟随行业趋势，保持平稳增长。**2019-2023 年易普力（整合后同口径，本文同）收入 CAGR 达 9%，各年度间保持 6-12% 平稳增长。2023 年易普力收入 84.28 亿元、同比+8%，主因系公司矿山总承包业务同比增长、爆破量增加。
- **2019-2023 年易普力归母净利 CAGR 达 20%，各年度间波动较大，**例如 2020 年公司合并归母净利 3.11 亿元、同比+78%，2022 年归母净利 6.83 亿元、同比+26%（预计主因系民爆行业景气度较高，2022 年民爆行业实现主营业务收入 437.44 亿元、同比+13%，实现利润总额 58.81 亿元，同比+9%）。2023 年易普力归母净利 6.34 亿元、同比-7%，收入同比增速高于归母净利，主因系 2022 年易普力利润中包含处置山东泰山民爆、卓力化工等股权+剥离部分资产获得处置收益及其他非经常性损益合计约 1.40 亿元。

图1：2019-2023 年公司营业收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

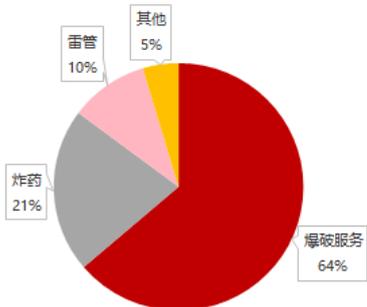
图2：2019-2023 年公司归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

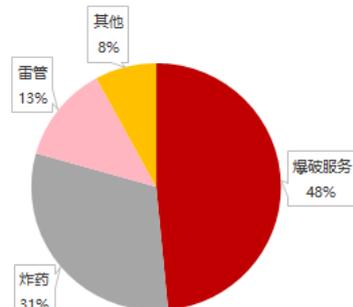
2023 年收入结构：①收入占比，爆破服务 64%、炸药 21%、雷管 10%，②毛利占比，爆破服务 48%（毛利率 19.54%）、炸药 31%（毛利率 36.98%）、雷管 13%（毛利率 32.00%）。

图3：2023 年公司收入拆分



资料来源：wind，民生证券研究院

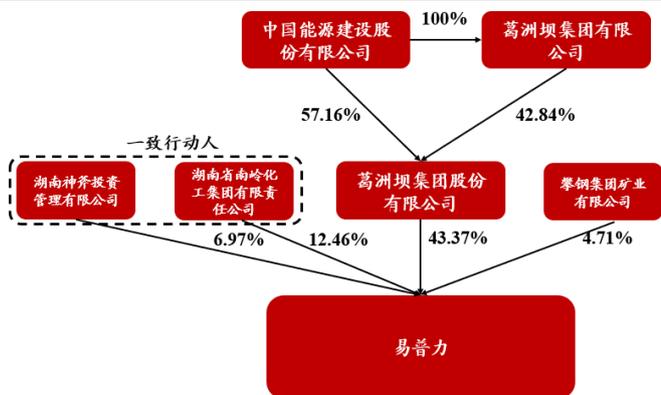
图4：2023 年公司毛利拆分



资料来源：wind，民生证券研究院

公司为能建葛洲坝集团旗下子公司，重组上市后，截至 24Q1 期末，葛洲坝集团股份有限公司（上市公司中国能建直接+间接持股葛洲坝集团股份有限公司 100%股份）持股 43.37%，原第一大股东湖南省南岭化工集团+其一致行动湖南神斧投资管理合计持股 19.43%，攀钢集团矿业有限公司持股 4.71%。

图5：公司股权结构（截至 24Q1）



资料来源：wind，民生证券研究院

公司是中国能建旗下唯一的上市公司和唯一民爆服务平台，大股东协同效应体现在：

- 中国能建是传统能源电力建设的国家队、排头兵和主力军，在火电建设领域代表世界最高水平，在水电工程领域施工市占率超 30%（大型水电超 50%），承建的白鹤滩水电站代表当今世界水电技术发展的最高水平。而 2020 年水利水电占民爆行业下游应用的 2.3%；
- 中国能建拥有全球市场布局和资源整优势，2023 年境外新签合同额 2807.3 亿元，同比+17.1%。依托中国能建的国际水利工程等基础设施业务，公司加速“走出去”步伐、拓展国际基建爆破服务；
- 葛洲坝集团水泥熟料产能位居全国 13 强（截至 2022 年），水泥产能约

3000 万吨/年，葛洲坝水泥上游石灰石矿山开采需用到公司民爆产品。

图6：白鹤滩水电站



资料来源：央视网，民生证券研究院

## 2 行业供给偏紧、需求向上，公司在手订单充足

### 2.1 爆破服务：行业现场混装占比提升，公司在手订单充足、高度绑定新疆煤炭项目

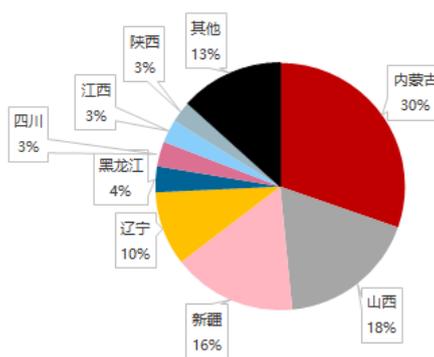
政策引导下，“十三五”以来现场混装炸药占比迅速提升，从 2016 年的 21.94% 提升至 2023 年的 35.79%，已提前达到工信部《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》要求（2025 年企业现场混装炸药许可产能占比须提升至 35% 以上）。我国现场混装炸药多用于大型露天煤矿、金属和非金属矿山，装药爆破区域经过人工修整后，炸药车即可开到爆区进行装药作业。因此国内现场混装炸药发展区域主要集中在北方煤炭大省，2022 年内蒙、山西、新疆和辽宁 4 个省份产量占现场混装炸药总产量的 74%。现场混装炸药占比提升，可推动民爆企业由“卖产品”向“卖服务”转变。

图7：2016 年以来现场混装炸药占比迅速提升



资料来源：《工业炸药现场混装技术应用与影响因素研究》（作者：夏光），中爆协，民生证券研究院

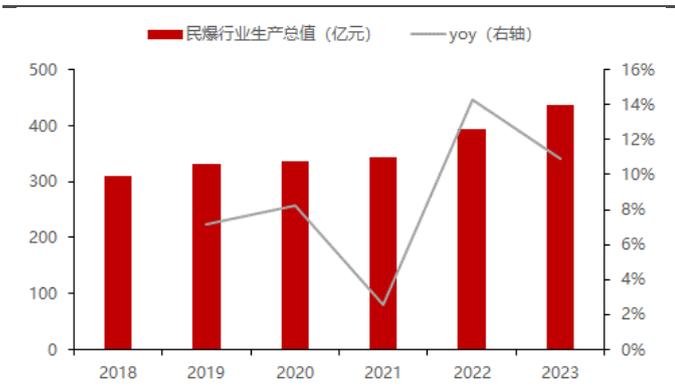
图8：2022 年国内现场混装炸药产量区域分布



资料来源：中爆协，民生证券研究院

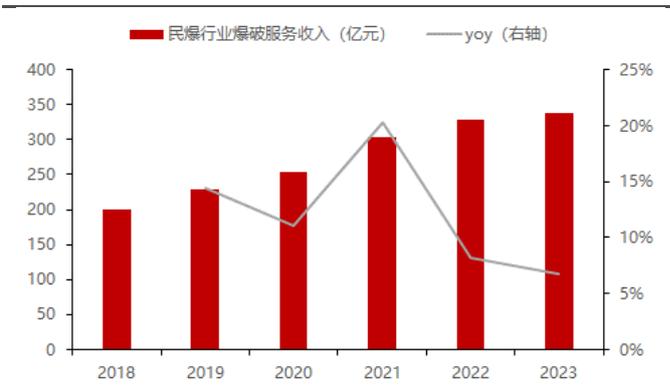
工信部《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》要求积极推动科研、生产、爆破服务一体化，民爆企业由“卖产品”向“卖服务”转变。生产、爆破服务一体化，可实现爆破作业专业化、爆炸物品管理封闭化、爆破服务市场化。2018-2023 年民爆行业爆破服务收入 CAGR 为 11.2%，增速明显高于民爆行业生产总值 (7.1%)，2023 年爆破服务收入达 338.04 亿元，同比+7%。

图9：2018-2023 年民爆行业生产总值 CAGR 为 7.1%



资料来源：中爆协，民生证券研究院

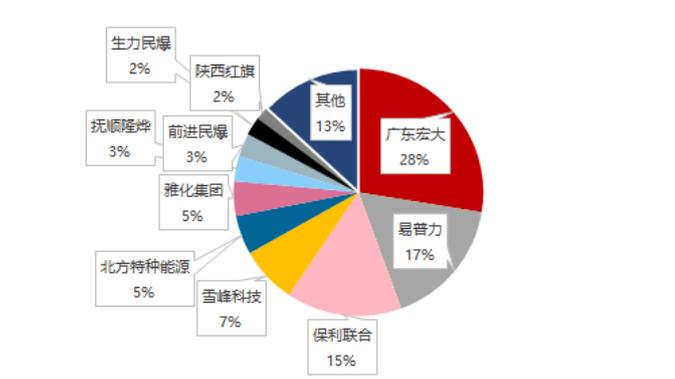
图10：2018-2023 年民爆行业爆破服务收入 CAGR 为 11.2%



资料来源：中爆协，民生证券研究院

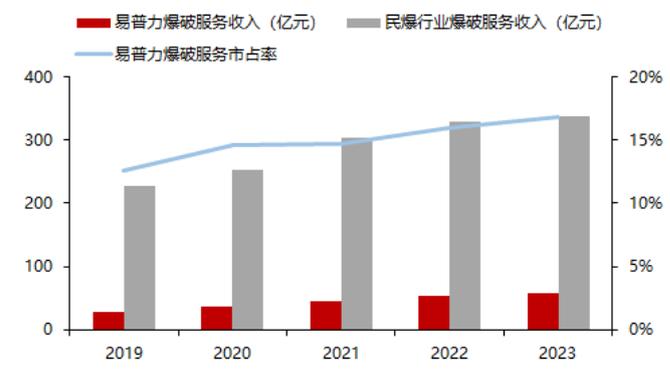
爆破服务下游客户主要为各类矿山业主，矿山爆破一体化服务处于矿山资源开采产业链中游，根据业主需要、在不同项目上采用差异化服务模式，整体承担矿山开采工程或部分承包与爆破服务相关的工程环节。下游矿山客户高度集中，因此爆破服务行业集中度天然较高，2023 年民爆行业爆破服务 CR10 达 87%，其中广东宏大、易普力、保利联合市占率分别为 28%、17%、15%。同时公司爆破服务市占率稳步提升，从 2019 年的 12.62% 提升至 2023 年的 16.86%。

图11：2023 年民爆行业爆破服务 CR10



资料来源：中爆协，民生证券研究院

图12：2019-2023 年易普力爆破服务市占率



资料来源：中爆协，公司公告，民生证券研究院

注：2019-2021 年易普力爆破服务收入为原易普力+原南岭民爆爆破服务收入，2022-2023 年易普力爆破服务收入为中爆协数据

2023 年工程类新签订单同比高增。23Q1-Q4 公司工程施工类新签订单分别达 65.21、35.92、81.85、136.03 亿元，其中 23Q1-Q3 新签订单增速分别为 128%、51%、239%。2023 年全年公司工程施工类新签订单金额达 319 亿元，而 2023 年公司爆破服务收入为 53.71 亿元，在手订单充分保障公司矿服业务稳健增长。24Q1 公司工程施工类新签订单为 39.18 亿元。

**图13: 23Q1-24Q1 公司施工类新签订单情况**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

新签订单结构角度, 公司高度绑定新疆煤炭项目, 同时 2023 年签订安徽宝镁冶镁用白云岩采矿 123 亿元大订单。我们统计公司 2023 年公告新签合同金额超 5 亿元订单, 共 10 个订单, 其中 6 个订单由易普力新疆爆破公司接单 (其中 5 个为煤矿业务), 除煤矿业务外, 其他矿服业务包括冶镁用白云岩矿 (安徽宝镁 123 亿元大订单)、石英砂岩矿、石灰石矿山。

**表1: 23Q1-24Q1 公司施工类新签超 5 亿元订单统计**

序号	合同签订主体	项目 (合同) 名称	合同金额 (亿元)
1	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	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)	12.67
2	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	矿山石灰石采装总承包合同 (广西中资控股集团股份有限公司)	11.05
3	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	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	9.68
4	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	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	6.73
5	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	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	47.13
6	中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	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	22.69
7	中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	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	123.24
8	中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	《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》	8.10
9	中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	彝良县大有矿业有限公司彝良松林克布石英砂岩矿开采施工及加工系统建设运行工程合作协议书	11.08
10	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国能新疆矿业红沙泉二矿有限公司 2023 年至 2026 年钻爆工程 (二标段) 施工合同	6.28

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

同步关注紫金巨龙铜矿项目执行情况。截至 2022 年 6 月 30 日, 公司与西藏巨龙铜业正在履行的订单包括铜多金属矿山开采爆破工程施工合同, 合同金额 120.15 亿元 (合同期为投产日至 2024.12.31)。

## 2.2 工业炸药：供给偏紧，需求端煤炭、矿山带动景气度向上，公司炸药市占率约 11%

### (1) 民爆供给端：新增产能存在硬性约束，头部受益行业整合

根据工信部《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，除对重组整合、拆线撤点减证等给予支持政策外，**产能过剩品种的民爆物品许可产能、原则上不新增**。同时民爆行业供给端行政审批壁垒高，**生产、销售、运输和爆破作业，均须取得相应许可证**。

**政策支持整合，供给侧迈向头部集中**。根据工信部《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，按照政府引导、企业自愿、市场化运作原则，**支持行业龙头骨干企业实施跨地区、跨所有制重组整合**。“十三五”期间民爆行业集中度明显提升，**2025 年 CR10 有望提升至 60%**。2015-2020 年，民爆行业生产企业（集团）数量由 145 家减少至 76 家，生产总值 CR10 由 41% 提升至 49%，淘汰关闭生产场点 28 个、拆除生产线 89 条、压减包装型工业炸药许可产能 39 万吨。行业“十四五”规划要求，**包装型工业炸药生产线最小许可产能由 10000 吨/年提升至 12000 吨/年，企业数量由 2020 年的 76 家预期下降至 2025 年的 50 家，生产总值 CR10 由 2020 年的 49% 预期上升至 2025 年的 60%（2023 年 CR10 已达 58.9%）**。

表2：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

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

资料来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，民生证券研究院

### (2) 民爆需求端：煤炭、矿山带动景气度向上

**工业炸药下游应用领域 70% 以上来源于矿山开采**，2020 年金属矿山、非金属矿山、煤炭开采分别占工业炸药下游应用领域的 25.9%、24.7%、22%，其余应用领域主要为基建，铁路道路、水利水电分别占 5.2%、2.3%。2016-2018 年金属矿山、煤炭开采受供给侧改革影响，资本开支下滑；**“新旧能源”切换背景下，传统旧能源存在供给瓶颈，2022 年以来金属矿山、煤炭开采领域资本开支实现逆势增长**。2022 年我国煤炭开采、采矿业固定资产投资增速分别为 24.4%、

4.5%，2023 年煤炭开采、采矿业固定资产投资增速分别为 12.1%、2.1%。**铜矿资本开支力度与铜价具有一定相关性，2024 年以来采矿业资本开支加速**，2024 年 1-4 月煤炭开采、采矿业固定资产投资增速分别为 24.9%、21.3%。

图14：我国煤炭开采固定资产投资增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：我国采矿业固定资产投资增速

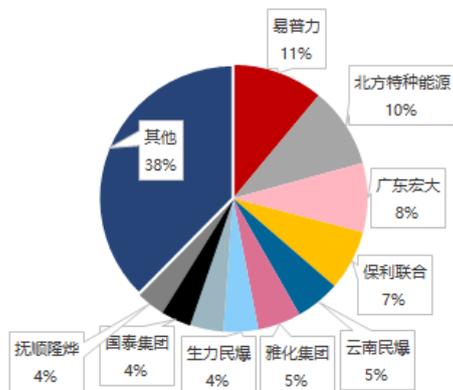


资料来源：wind，民生证券研究院

**(3) 公司：2023 年易普力产量 50.31 万吨，市占率约 10.98%**

截至 2024 年 5 月，公司目前管理工业炸药产能 56.55 万吨，其中混装炸药许可产能 29.75 万吨、产能占比 52.61%，公司炸药产能主要分布在新疆、西藏、湖南、重庆、四川、广西等区域。**公司未来将在国内将重点在新疆、西藏等西北富矿地区进行业务布局和产能转移**，在建产能（截至 2023 年末）包括：①新疆准东生产点调增 2.1 万吨混装炸药产能，②新疆黑山生产点调增 1 万吨混装炸药产能，③新疆奇台生产点调增 0.8 万吨混装炸药产能，④四川米易生产点调增 0.3 万吨混装炸药产能，⑤广西崇左生产点新建 0.5 万吨混装炸药产能，⑥西藏墨竹工卡生产点混装炸药品种调整技术改造。

图16：2023 年民爆行业炸药产量 CR10 达 62%



资料来源：中爆协，民生证券研究院

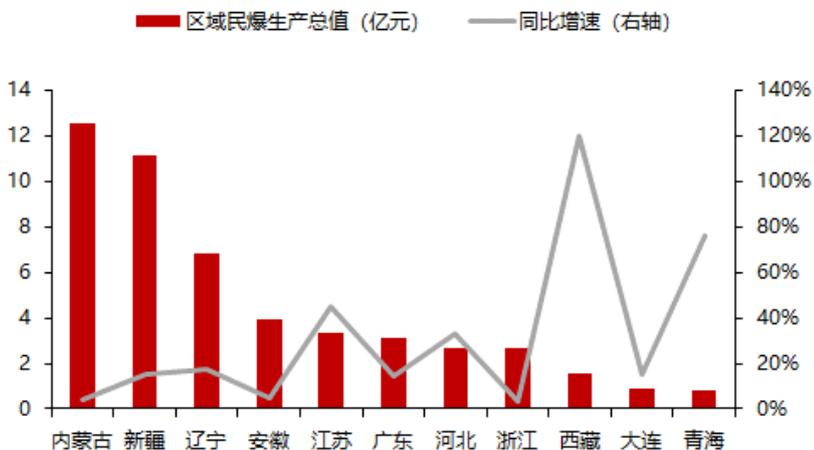
### 3 受益“西部大开发”，掘金西藏、新疆市场，同步关注出海步伐

2024年4月23日，习近平在重庆主持召开“新时代推动西部大开发座谈会”，强调进一步形成大保护大开放高质量发展新格局，加快建设重要能源基地、管网互联互通，加强矿产资源、水资源等开发利用和项目建设。

“西部大开发”背景下，西北、西南区域民爆行业景气度突出。2024年1-4月民爆行业生产总值同比-2.7%，**西藏**（同比+119.9%）、**青海**（+76.3%）是民爆行业生产总值同比增速最高的2个省份，**新疆**（+15.4%）、**内蒙古**（+3.8%）是民爆大省中同比增速为正的区城，印证西北、西南是当前民爆景气度最高的区域。背后隐含逻辑为：①区域矿产资源丰富，例如新疆（煤矿）、内蒙古（煤矿）、西藏（铜矿），②地区基建落后、“补短板”效应明显，例如新疆、西藏，③

“西部大开发”背景下，国家重点矿山及工程投资有意向中西部区域倾斜。因此，考验头部民爆公司区域布局能力，将其闲置及低效产能转移至西藏、新疆等西部富矿地区，例如易普力将其湖南区域闲置产能转移至新疆区域。

图17：2024年1-4月民爆生产总值同比增速为正的省份



资料来源：中爆协，民生证券研究院

**同步关注民爆企业出海步伐。**①基建业务出海依托大股东依托中国能建的国际水利工程等基础设施业务优势，②矿服业务跟随国内矿企出海。民爆企业跟随国内基建+矿山企业加速“走出去”步伐，2023年公司海外收入达4.39亿元，占比为5.21%。

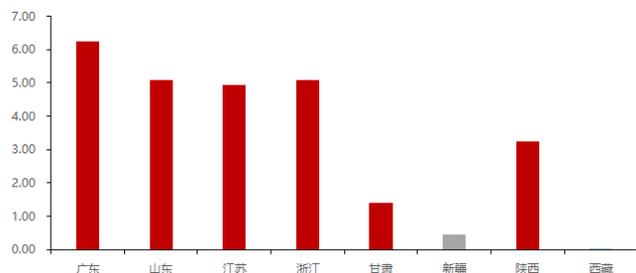
### 3.1 西藏：重点关注重点工程+巨龙铜矿进展

“十四五”规划提及“建设雅鲁藏布江下游水电基地”。在国家“十四五”规划和 2035 远景目标中，关于大型清洁能源基地建设提及“加快西南水电基地建设”、“建设雅鲁藏布江下游水电基地”。雅鲁藏布江流域干流水能资源极其丰富，理论蕴藏量近 8000 万千瓦，占全藏水能资源 40%。其下游从米林县派镇到墨脱县西让村的大拐弯地区被誉为“世界水能富集之最”，在 50 公里直线距离内形成 2000 米落差，汇集近 7000 万千瓦可开发资源，**规模是三峡水电站（总装机容量 2250 万千瓦）的 3 倍以上。**

相较华东、华南等经济发达区域，或同样对标边陲大省新疆，西藏交通基建基数低，“补短板”空间广阔。西藏自治区总面积 120.28 万平方公里，约占全国总面积的 1/8，仅次于新疆、列全国第二位。西藏内与新疆、青海、四川、云南相邻，外与缅甸、印度、不丹、尼泊尔等国及克什米尔地区接壤，战略地位关键。2022 年西藏百平方公里面积对应高速里程数为 0.03km，广东、山东、江苏、浙江、陕西、甘肃分别为 6.24、5.10、4.93、5.08、3.25、1.39km，新疆为 0.47km；2022 年西藏百平方公里面积对应铁路营业里程为 0.10km，广东、山东、江苏、浙江、陕西、甘肃分别为 3.08、4.64、4.27、3.56、2.71、1.34km，新疆为 0.53km。根据《西藏自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》：

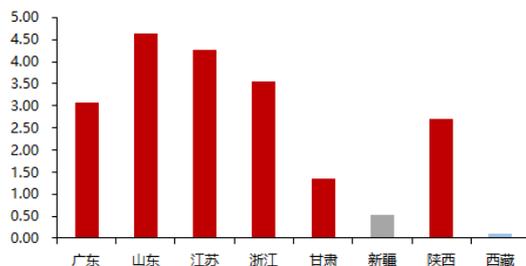
- 铁路方面，加快川藏铁路建设，推进滇藏铁路重点路段、中尼铁路日喀则至吉隆段、青藏格拉段和拉日铁路电气化改造及外部配套供电工程前期工作；
- 公路方面，加快 G318、G219 及其并行线等骨干公路改造升级，推进建设 G6 那曲至拉萨段、G4218 拉萨至日喀则机场段高速公路。

**图18：2022 年西藏百平方公里面积对应高速里程数为 0.03km (图表单位：km)**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图19：2022 年西藏百平方公里面积对应铁路营业里程为 0.10km (图表单位：km)**



资料来源：wind，民生证券研究院

**西藏为全国基建区域弹性较大方向。**2024 年 1-4 月西藏全区固定资产投资同比增长 27.9%，24Q1 全区亿元及以上有施工量项目（不含房地产开发投资）

305 个，较去年同期增加 52 个。

### 铜矿资源开采潜力大，巨龙二期预计 2025 年底投产、关注三期规划节奏。

根据藏格矿业投资者公告，巨龙铜矿二期预计于 2025 年底建成投产，开采方式为露天开采、矿山服务年限 36 年。后续巨龙铜矿还将进一步规划实施三期工程，若项目得到政府有关部门批准，最终评估报告报批及被审批通过后，将于 25H2 开始采矿工程建设、并于 2026 年投产。西藏巨龙二期改扩建工程目前已获有关部门核准，建成达产后总体年采选矿石量将超过 1 亿吨，年矿产铜将达 30-35 万吨，预期将成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。

图20：2024 年 1-4 月西藏固投同比+27.9%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图21：紫金矿业巨龙铜矿项目

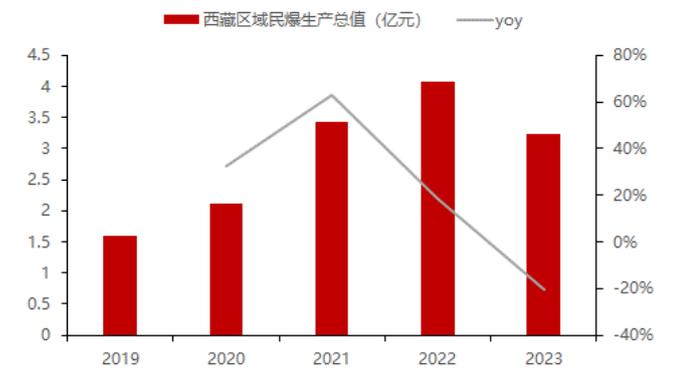


资料来源: 紫金矿业官网, 民生证券研究院

**西藏区域民爆行业供给格局优，公司藏内建有 2.5 万吨混装产能。**藏内民爆市场尚处于起量阶段，2023 年工业炸药产量为 4.89 万吨、是 2019 年的 3 倍以上，**主要增量来自于全国化布局企业（易普力、广东宏大、保利联合）产能转移至藏内。**2019-2023 年西藏区域民爆生产总值 CAGR 达 19.5%，同期全国民爆生产总值 CAGR 为 7.0%，2019-2023 年西藏区域工业炸药产量 CAGR 达 32.2%，同期全国民爆生产总值 CAGR 为 1.0%。目前藏内产能包括：

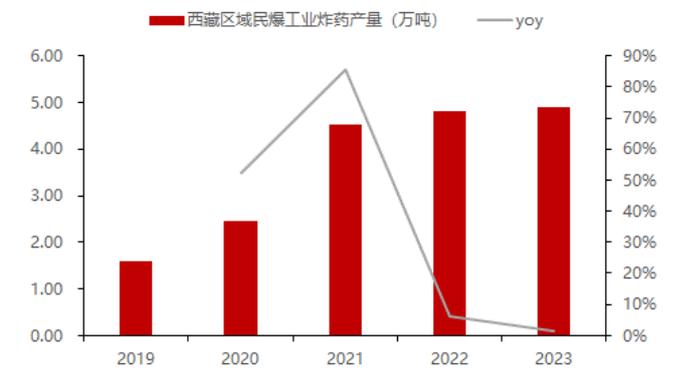
- **包装产能**，①高争民爆（西藏国资委控股）胶状乳化炸药产能 1.2 万吨，2023 年产能利用率为 100%。②保利联合，控股西藏保利久联 51% 股份（高争民爆持股 20%），保利久联 1.2 万吨产线已建设完成、目前处于试生产阶段；
- **混装产能**，①易普力，藏内拥有 2.5 万吨/年产能的混装地面站，用于保障巨龙铜矿爆破开采需求，同时结合项目履约需要、动态调整内部工业炸药产能资源。②广东宏大，西藏地区产能 1.5 万吨、其中 7000 吨产能处于建设阶段；③高争股份混装炸药产能 1 万吨，2023 年产能利用率为 39%。

图22: 2019-2023 年西藏区域民爆生产总值及 yoy



资料来源: 中爆协, 民生证券研究院

图23: 2019-2023 年西藏区域工业炸药产量及 yoy



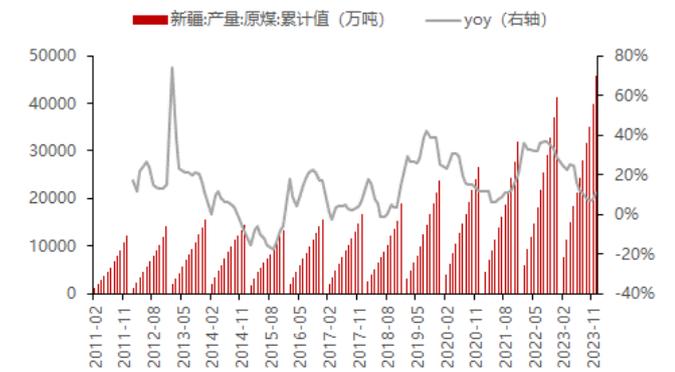
资料来源: 中爆协, 民生证券研究院

## 3.2 新疆: 煤炭建设快速释放, 公司民爆产能转移重点区域

**新疆矿产资源优势突出**, 根据《关于印发 2023 年自治区国民经济和社会发展规划及主要指标的通知》, 绿色矿业作为新疆“八大产业集群”建设, 按照“深化北疆东疆, 加快南疆勘查开发”思路, 新疆积极推进锂、锰、萤石、石英、钾盐等重点矿产勘查开发, 培育发展黑色金属、有色金属、贵金属、稀有金属、冶金及化工原料、硅基等产业链。

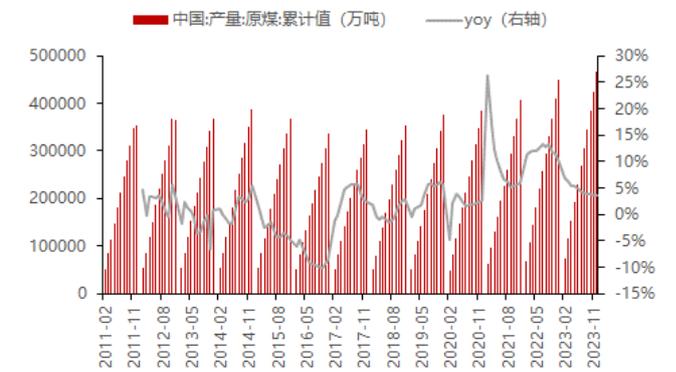
**煤炭产能快速释放, 驱动民爆产品及爆破服务需求量上升**。2022 年 5 月, 新疆人民政府印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》, 明确全面加快推进国家给予新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设, 充分释放煤炭先进优质产能, 力争 2025 年煤炭产能达到 4.6 亿吨/年以上。新疆作为本轮煤炭行业的重要保供基地, 2019-2023 年新疆原煤产量 CAGR 达 17.7%, 远高于同期全国原煤产量 CAGR 的 5.6%。

图24: 2023 年新疆原煤产量 4.57 亿吨, 同比+11%



资料来源: wind, 民生证券研究院

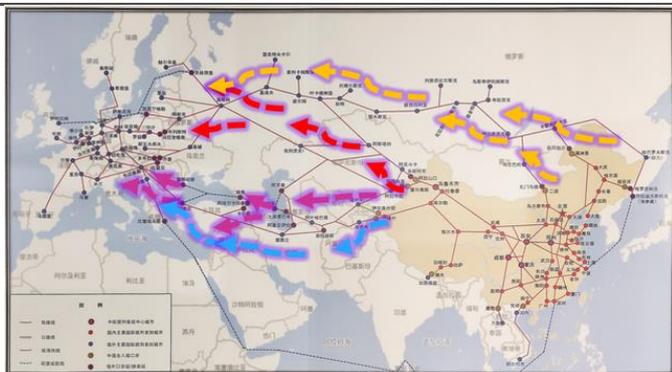
图25: 2023 年我国原煤产量 46.58 亿吨, 同比+4%



资料来源: wind, 民生证券研究院

新疆自古以来就是丝绸之路经济带的核心区、连接东西方的重要枢纽，是对外开放的前沿。“一带一路”大背景下，新疆基建大有可为。此外，参考本文 2.1.1 内容，对比华东、华南等经济发达区域，新疆交通基建空间仍然很大。

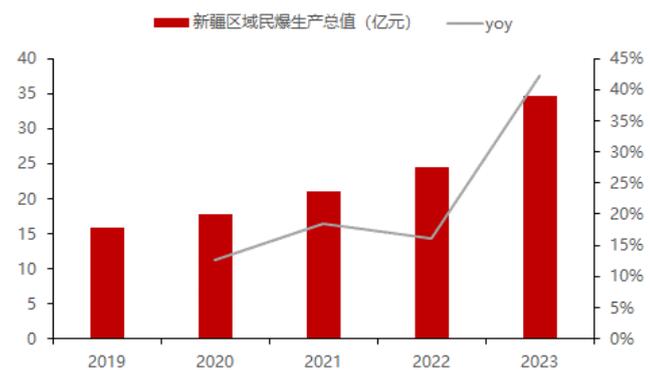
图26：中欧班列图示，新疆是中欧班列的关键战略点



资料来源：百度地图，民生证券研究院

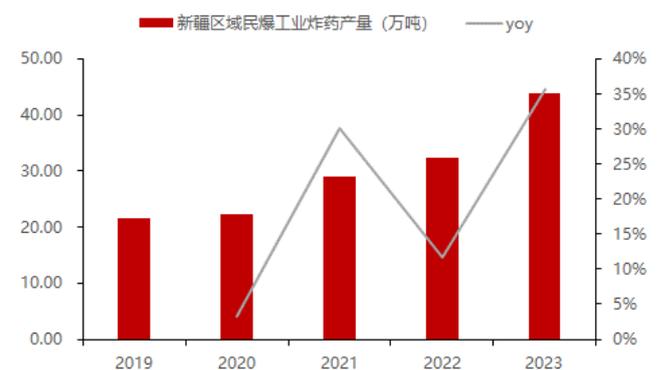
相较西藏民爆尚处于起量阶段，受益前期煤炭产能快速释放+基建需求，新疆市场更为成熟。2023 年工业炸药产量为 43.85 万吨、是 2019 年的 2 倍以上，2019-2023 年新疆区域民爆生产总值 CAGR 达 21.8%，同期全国民爆生产总值 CAGR 为 7.0%，2019-2023 年新疆区域工业炸药产量 CAGR 达 19.5%，同期全国民爆生产总值 CAGR 为 1.0%。截至 2023 年末，新疆区域民爆生产总值排名全国第四、工业炸药产量排名全国第三。

图27：2019-2023 年新疆区域民爆生产总值及 yoy



资料来源：中爆协，民生证券研究院

图28：2019-2023 年新疆区域工业炸药产量及 yoy



资料来源：中爆协，民生证券研究院

截至 2022 年 8 月，公司疆内共有 6.7 万吨产能、全部为混装，2023 年公司通过产能转移在新疆调整 3.9 万吨产能。除易普力外，疆内民爆产能规模较大企业还有江南化工（2023 年末 17 万吨产能）、雪峰科技（2023 年炸药产量 11.57 万吨，含外购疆内占有率约 33%）等。

**表3：公司疆内产能统计**

生产品种	年生产能力 (吨)	生产地址	备注
<b>截至 2022 年 8 月，公司疆内民爆产能布局</b>			
乳化炸药 (胶状) (混装)	2000	新疆维吾尔自治区阿勒泰地区富蕴县库尔特乡	现场混装车 2 台
多孔粒状铵油炸药 (混装)	10000	新疆维吾尔自治区昌吉州奇台县将军庙	现场混装车 4 台
乳化炸药 (胶状) (混装)	6000	新疆维吾尔自治区昌吉州奇台县将军庙	现场混装车 4 台，仅限本矿区使用，不得转移
乳化炸药 (胶状) (混装)	9500	新疆维吾尔自治区托克逊黑山露天煤矿	现场混装车 4 台
多孔粒状铵油炸药 (混装)	10000	新疆维吾尔自治区托克逊黑山露天煤矿	现场混装车 4 台，仅限本矿区使用，不得转移
多孔粒状铵油炸药 (混装)	20500	新疆维吾尔自治区昌吉州吉木萨尔县准东煤矿	现场混装车 9 台，其中 6000 吨仅限本矿区使用，不得转移
乳化炸药 (胶状) (混装)	6000	新疆维吾尔自治区昌吉州吉木萨尔县准东煤矿	现场混装车 3 台
多孔粒状铵油炸药 (混装)	3000	新疆维吾尔自治区哈密市伊州区大南湖矿区	现场混装车 1 台
<b>2023 年转移产能</b>			
混装炸药	21000	新疆准东生产点	
混装炸药	10000	新疆黑山生产点	
混装炸药	8000	新疆奇台生产点	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.3 跟紧国内基建+矿山企业步伐，加速出海

跟随国内基建+矿山企业加速“走出去”步伐，2023年公司海外收入达4.39亿元，占比为5.21%。

- **基建业务出海依托大股东依托中国能建的国际水利工程等基础设施业务优势：**公司紧跟中资企业海外工程开展国际化业务，先后推进中资企业承建的在巴基斯坦、马来西亚、科威特等国别的大型水电和房建爆破一体化服务项目。
- **矿服业务跟随国内矿企出海：**公司在纳米比亚、利比里亚等国别开展大型矿山施工服务项目。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

#### 关键假设:

**爆破服务:** 2023 年公司爆破服务业务收入 53.71 亿元, 2023 年全年公司工程施工类新签订单金额达 319 亿元, 在手订单充分保障公司矿服业务稳健增长。我们预计 2024-2026 年公司爆破服务业务收入分别为 66.92、77.63、87.72 亿元, 同比增速分别为 25%、16%、13%。公司高度绑定新疆煤炭项目, 期待巨龙铜矿放量, 利润率有望稳中有升, 预计 2024-2026 年毛利率分别为 20.2%、20.5%、20.7%。

**民爆器材:** 2023 年公司民爆器材业务收入 26.67 亿元, 其中工业炸药贡献 18.08 亿元收入 (53.15 万吨产能, 产能利用率 90%), 工业雷管贡献 8.59 亿元收入。考虑到公司仍有潜在民爆产能转移进入新疆、西藏等重点区域, 产能及产能利用率仍有提升空间, 我们预计 2024-2026 年公司民爆器材业务收入分别为 30.19、33.81、36.95 亿元, 同比增速分别为 13%、12%、9%。盈利能力预计维持稳定, 预计 2024-2026 年毛利率均为 35.7%。

表4: 公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>爆破服务</b>					
收入 (亿元)	4.17	53.71	66.92	77.63	87.72
YoY			25%	16%	13%
毛利率	18.56%	19.54%	20.20%	20.45%	20.70%
<b>民爆器材</b>					
收入 (亿元)	15.83	26.67	30.19	33.81	36.95
YoY			13%	12%	9%
毛利率	32.02%	35.38%	35.70%	35.70%	35.70%
<b>合计</b>					
收入 (亿元)	23.04	84.28	97.12	111.44	124.67
YoY			15%	15%	12%
毛利率	27.55%	25.69%	25.02%	25.08%	25.15%
<b>业绩</b>					
归母净利润 (亿元)	6.35	6.34	7.64	8.89	10.08
YoY			21%	16%	13%
归母净利润/收入	11.53%	7.52%	7.87%	7.97%	8.08%

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测

注: 2023 年同比涉及易普力和南岭民爆合并, 同比参考意义不大

根据以上假设, 我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 97.12、111.44、124.67 亿元, 同比增速分别为 15%、15%、12%, 2024-2026 年归母净利润分别为 7.64、8.89 和 10.08 亿元, 同比增速分别为 21%、16%、13%。

## 4.2 估值分析与投资建议

同行业可比上市公司包括广东宏大（全国布局的民爆行业龙头，目前爆破服务收入体量国内第一，2023 年整体收入体量为 115.43 亿元）、国泰集团（江西省民爆行业龙头，2023 年整体收入体量为 25.41 亿元）。A 股可比上市公司股价对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 17x、15x、12x，公司目前股价对应 2024-2026 年 PE 在 19x、16x、14x。

公司目前股价对应 2024-2026 年 PE 在 19x、16x、14x，PE 估值水平略高于可比公司（可比上市公司股价对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 17x、15x、12x）。考虑到①民爆行业供给端偏紧，新增产能存在硬性约束，主要增量来自于将产能闲置的区域调至产能紧缺的区域（例如新疆、西藏、海外等），因此民爆行业主要看点为是否能率先布局增量市场。公司提前布局西部（产能转移至新疆、已成为疆内民爆头部企业，西藏区域民爆行业供给格局优、公司藏内建有 2.5 万吨混装产能）+海外，未来产能边际弹性较大；②公司是能建旗下唯一民爆服务平台，能建在水电工程领域施工市占率超 30%（大型水电超 50%），同时能建拥有全球市场布局和资源整合优势，公司在水电工程以及出海方向具备明显协同优势。因此我们认为公司当前 PE 处于合理水平。

**表5：可比公司 PE 对比**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002683.SZ	广东宏大	20.18	1.10	1.29	1.50	18	16	13
603977.SH	国泰集团	10.12	0.62	0.70	0.90	16	14	11
	平均					<b>17</b>	<b>15</b>	<b>12</b>
002096.SZ	<b>易普力</b>	11.46	<b>0.62</b>	<b>0.72</b>	<b>0.81</b>	19	16	14

资料来源：wind，民生证券研究院

注：广东宏大、国泰集团数据采用 wind 一致预期（180 天），股价时间为 2024 年 6 月 20 日

**投资建议：**我们看好公司①民爆行业供给偏紧，矿山需求向上，②受益“西部大开发”，掘金西藏、新疆市场，③能建葛洲坝集团旗下子公司，协同效应显著。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.64、8.89 和 10.08 亿元，现价对应动态 PE 分别为 19x、16x、14x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 下游矿山景气度不及预期。**工业炸药下游应用领域 70%以上来源于矿山开采，前文所述，2022 年以来金属矿山、煤炭开采领域资本开支实现逆势增长，拉动民爆行业需求。若下游矿山景气度不及预期，可能导致民爆行业需求走弱，公司产能利用率受到一定程度影响。

**2) 西部区域开发不及预期。**“西部大开发”背景下，西北、西南区域民爆行业景气度突出，西藏市场重点关注重点工程+巨龙铜矿进展，新疆市场煤炭建设快速释放、成为公司民爆产能转移重点区域。公司重点布局西藏、新疆市场，如果以上区域开发不及预期，可能导致公司部分产能闲置、产能利用率受到一定程度影响。

**3) 原材料价格波动风险。**民爆行业主要原材料成份是硝酸铵，如果硝酸铵价格向上大幅波动，可能导致公司毛利率、净利率水平受到一定程度影响。

**4) 重大安全、环保事故风险。**民爆行业供给端行政审批壁垒高，生产、销售、运输和爆破作业，均须取得相应许可证，如果出现重大安全、环保事故风险，公司可能面临行政处罚以及舆论风险。

**5) 海外市场开拓风险。**民爆企业跟随国内基建+矿山企业加速“走出去”步伐，公司加快海外市场开拓力度。但海外业务可能面临政策、地缘政治等方面风险，如果后续公司出海不及预期，可能导致公司海外业务收入增长不及预期。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,428	9,712	11,144	12,467
营业成本	6,263	7,282	8,350	9,332
营业税金及附加	47	60	70	79
销售费用	120	126	145	162
管理费用	825	874	1,003	1,122
研发费用	347	398	457	511
EBIT	827	975	1,127	1,270
财务费用	29	25	22	18
资产减值损失	-3	-4	-4	-4
投资收益	36	39	45	50
营业利润	833	985	1,146	1,298
营业外收支	-15	-6	-6	-6
利润总额	819	979	1,140	1,292
所得税	143	166	194	220
净利润	675	813	946	1,073
归属于母公司净利润	634	764	889	1,008
EBITDA	1,090	1,254	1,429	1,602

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,673	2,830	3,330	3,812
应收账款及票据	2,050	2,351	2,591	2,981
预付款项	139	160	184	205
存货	454	495	545	584
其他流动资产	455	512	577	637
流动资产合计	5,771	6,347	7,226	8,219
长期股权投资	145	145	145	145
固定资产	2,023	2,046	2,054	2,061
无形资产	991	989	987	985
非流动资产合计	4,702	4,685	4,661	4,632
资产合计	10,473	11,032	11,888	12,851
短期借款	67	37	37	37
应付账款及票据	1,134	1,326	1,487	1,684
其他流动负债	1,197	1,108	1,213	1,310
流动负债合计	2,398	2,472	2,737	3,032
长期借款	212	162	162	162
其他长期负债	580	593	593	593
非流动负债合计	792	755	755	755
负债合计	3,191	3,226	3,492	3,786
股本	1,240	1,240	1,240	1,240
少数股东权益	305	353	410	474
股东权益合计	7,283	7,805	8,396	9,065
负债和股东权益合计	10,473	11,032	11,888	12,851

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	52.90	15.23	14.75	11.87
EBIT 增长率	24.45	18.00	15.53	12.73
净利润增长率	-0.24	20.54	16.35	13.41
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	25.69	25.02	25.08	25.15
净利润率	7.52	7.87	7.98	8.09
总资产收益率 ROA	6.05	6.93	7.48	7.85
净资产收益率 ROE	9.08	10.25	11.13	11.74
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.41	2.57	2.64	2.71
速动比率	2.09	2.23	2.30	2.38
现金比率	1.11	1.14	1.22	1.26
资产负债率 (%)	30.46	29.25	29.37	29.46
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	57.85	57.91	54.36	56.71
存货周转天数	26.47	25.00	24.00	23.00
总资产周转率	1.11	0.90	0.97	1.01
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.51	0.62	0.72	0.81
每股净资产	5.63	6.01	6.44	6.93
每股经营现金流	0.58	0.69	0.90	0.94
每股股利	0.21	0.25	0.29	0.33
<b>估值分析</b>				
PE	22	19	16	14
PB	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	12.50	10.86	9.53	8.50
股息收益率 (%)	1.79	2.15	2.50	2.84

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	675	813	946	1,073
折旧和摊销	263	279	302	332
营运资金变动	-243	-241	-133	-235
经营活动现金流	722	862	1,112	1,161
资本开支	-142	-250	-266	-290
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	351	-203	-222	-240
股权募资	1,303	0	0	0
债务募资	-672	-175	0	0
筹资活动现金流	569	-502	-391	-439
现金净流量	1,642	157	500	483

## 插图目录

图 1: 2019-2023 年公司营业收入及增速.....	3
图 2: 2019-2023 年公司归母净利润及增速.....	3
图 3: 2023 年公司收入拆分.....	4
图 4: 2023 年公司毛利拆分.....	4
图 5: 公司股权结构 (截至 24Q1) .....	4
图 6: 白鹤滩水电站.....	5
图 7: 2016 年以来现场混装炸药占比迅速提升.....	6
图 8: 2022 年国内现场混装炸药产量区域分布.....	6
图 9: 2018-2023 年民爆行业生产总值 CAGR 为 7.1%.....	7
图 10: 2018-2023 年民爆行业爆破服务收入 CAGR 为 11.2%.....	7
图 11: 2023 年民爆行业爆破服务 CR10.....	7
图 12: 2019-2023 年易普力爆破服务市占率.....	7
图 13: 23Q1-24Q1 公司施工类新签订单情况.....	8
图 14: 我国煤炭开采固定资产投资增速.....	10
图 15: 我国采矿业固定资产投资增速.....	10
图 16: 2023 年民爆行业炸药产量 CR10 达 62%.....	10
图 17: 2024 年 1-4 月民爆生产总值同比增速为正的省份.....	11
图 18: 2022 年西藏百平方公里面积对应高速里程数为 0.03km (图表单位: km).....	12
图 19: 2022 年西藏百平方公里面积对应铁路营业里程为 0.10km (图表单位: km).....	12
图 20: 2024 年 1-4 月西藏固投同比+27.9%.....	13
图 21: 紫金矿业巨龙铜矿项目.....	13
图 22: 2019-2023 年西藏区域民爆生产总值及 yoy.....	14
图 23: 2019-2023 年西藏区域工业炸药产量及 yoy.....	14
图 24: 2023 年新疆原煤产量 4.57 亿吨, 同比+11%.....	14
图 25: 2023 年我国原煤产量 46.58 亿吨, 同比+4%.....	14
图 26: 中欧班列图示, 新疆是中欧班列的关键战略点.....	15
图 27: 2019-2023 年新疆区域民爆生产总值及 yoy.....	15
图 28: 2019-2023 年新疆区域工业炸药产量及 yoy.....	15

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 23Q1-24Q1 公司施工类新签超 5 亿元订单统计.....	8
表 2: “十四五”民爆行业发展主要预期指标.....	9
表 3: 公司疆内产能统计.....	16
表 4: 公司营收拆分-假设表.....	17
表 5: 可比公司 PE 对比.....	18
公司财务报表数据预测汇总.....	20

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026