

易普力 (002096.SZ) :

新公司完成首份答卷，公司有望步入新阶段

证券分析师：王亮

E-MAIL:wangl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522120001

证券分析师：王海涛

E-MAIL:wanght@tpyzq.com

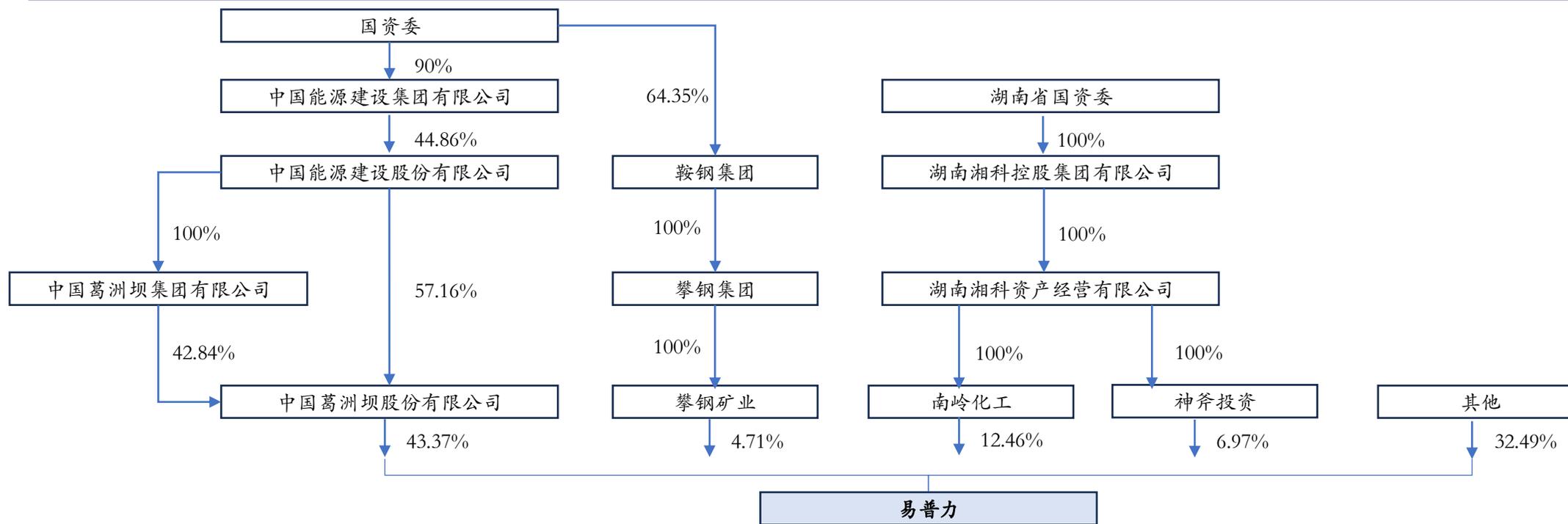
执业资格证书编码：S1190523010001

- 易普力（002096.SZ）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。易普力与1993年因服务三峡工程而诞生，现已发展为民爆一体化头部企业。2023年1月，易普力与南岭民爆顺利完成并购整合。合并重组后，易普力工业炸药产能达到52.15万吨，产能居全国第二位，2023年产量达50.31万吨（含托管企业产量），居行业前列。现有电子雷管产能6450万发/年，另有3400万发/年在建产能。
- 看点一：抢占优势区位，规模稳居行业前列；
- 看点二：以重点下游领域为抓手，乘顺周期之风，有望实现长期稳定增长；（2023年易普力新签及开始执行的在手订单达319.01亿元。2024年一季度，易普力新签订单39.18亿元。）
- 看点三：充分利用股东优势和产业基因，积极参与重点工程建设；
- 看点四：盈利能力有望持续提升；
- 预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为7.69亿、9.25亿和11.55亿，当前股价对应2024/2025/2026年PE分别为18.5X、15.5X和12.5X。给予“买入”评级。
- 风险提示：原材料市场波动剧烈的风险；下游需求不及预期的风险；安全生产、环保风险；政策风险

I	公司一览	3
II	并购整合落地+行业进入景气周期，公司有望迎来发展新机遇.....	7
III	投资建议和风险提示	26

- **民爆一体化央企。**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。易普力与1993年因服务三峡工程而诞生，现已发展为民爆一体化头部企业。
- 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日完成股权交割。2023年7月6日，公司证券简称由“南岭民爆”变更为“易普力”。

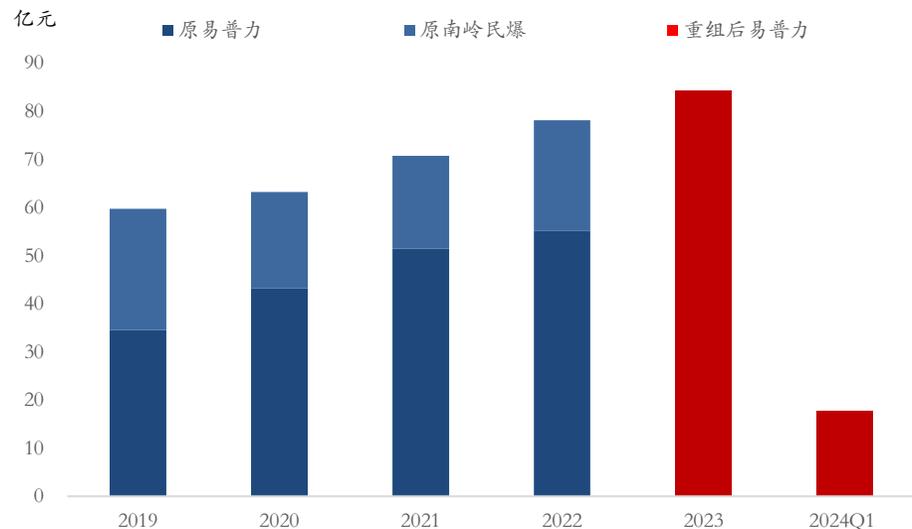
图表1：易普力股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院
截至2023年报

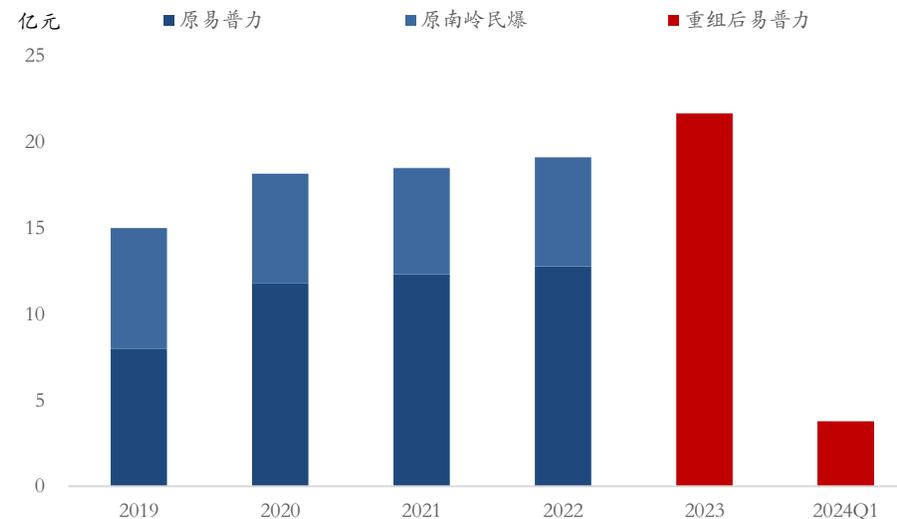
- 随着2023年易普力和南岭民爆的资产整合顺利完成，重组后的易普力公司实现收入规模的大幅提升。2023年，重组后的易普力实现营业收入84.28 亿元，实现归母净利润6.34 亿元，显著好于合并前两家的合计规模，显示了较好的协同效应。

图表2：公司营业收入情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

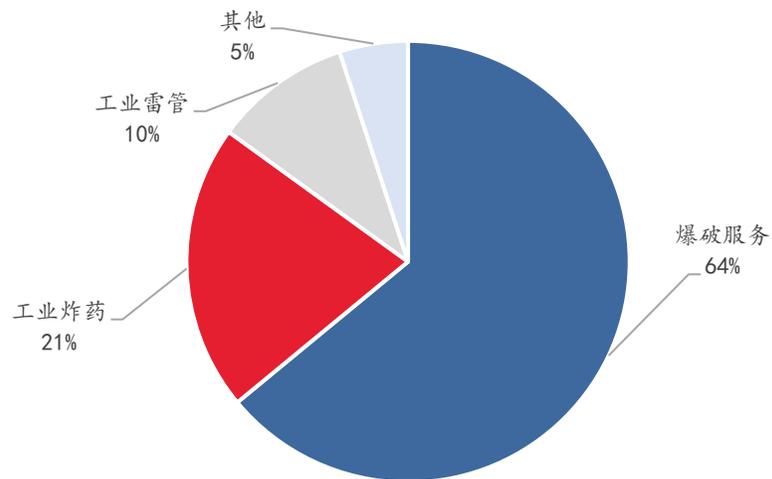
图表3：公司毛利情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

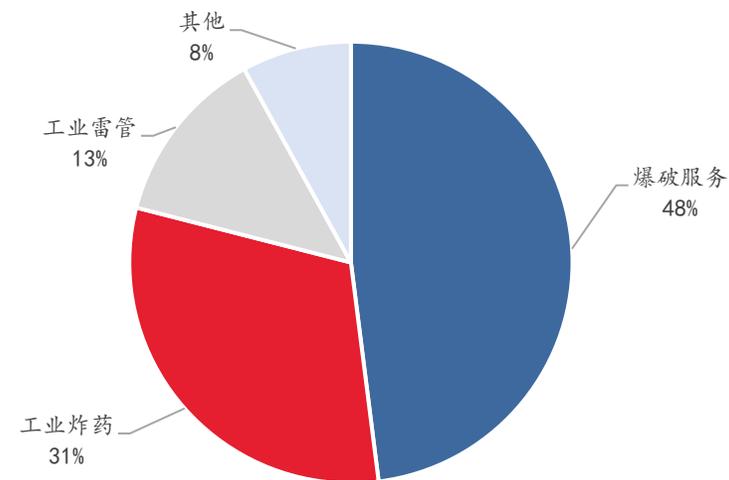
- 爆破服务业务在公司的历史积淀深厚。从公司的营收和毛利构成看，2023年，爆破服务业务是公司第一大业务，贡献了公司64%的营收和48%毛利，工业炸药贡献了公司21%的营收和31%毛利，工业雷管贡献了公司10%的营收和13%毛利。

图表4：2023年公司营业收入结构



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

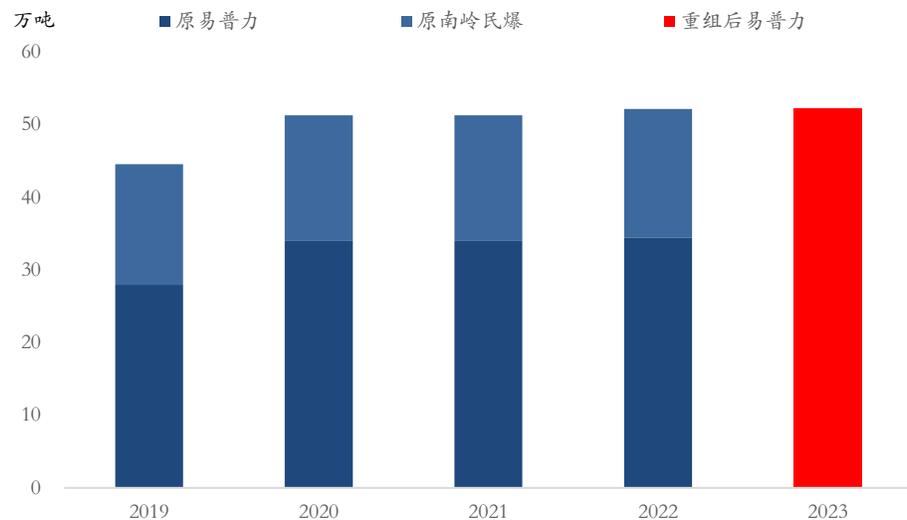
图表5：2023年公司毛利结构



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

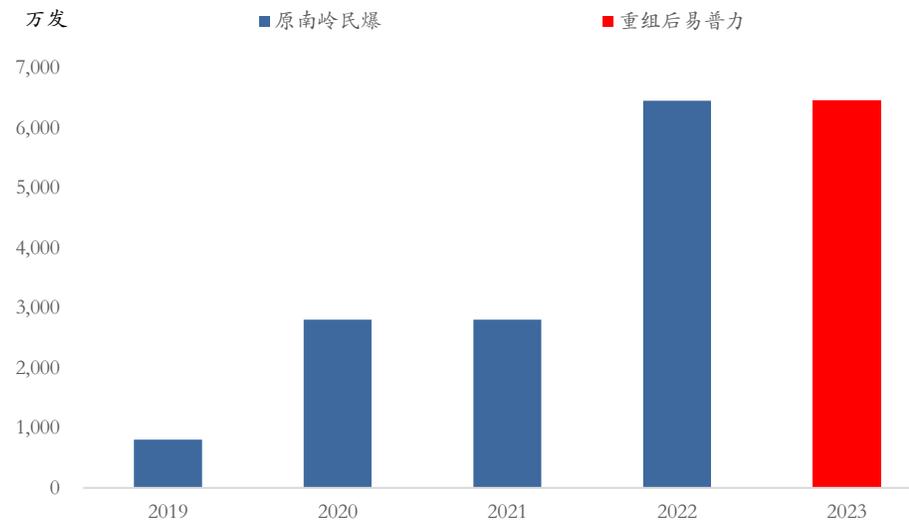
- **工业炸药行业头部地位稳固。**经过合并重组后，易普力工业炸药产能达到52.15万吨，产能居全国第二位，2023年产量达50.31万吨（含托管企业产量），居行业前列。
- **合并重组补齐了雷管产能短板。**在重组前，葛洲坝易普力将原有工业雷管产能剥离，目前易普力的电子雷管产能全部来自南岭民爆，现有产能6450万发/年，另有3400万发/年的在建产能。

图表6：公司工业炸药产能



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表7：公司电子雷管产能



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- 签单订单的金额和节奏延续较高水平。2023年四个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65.21亿元、35.92亿元、81.85亿元和136.03亿元，合计同比增长139.37%。
- 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39.18亿元。

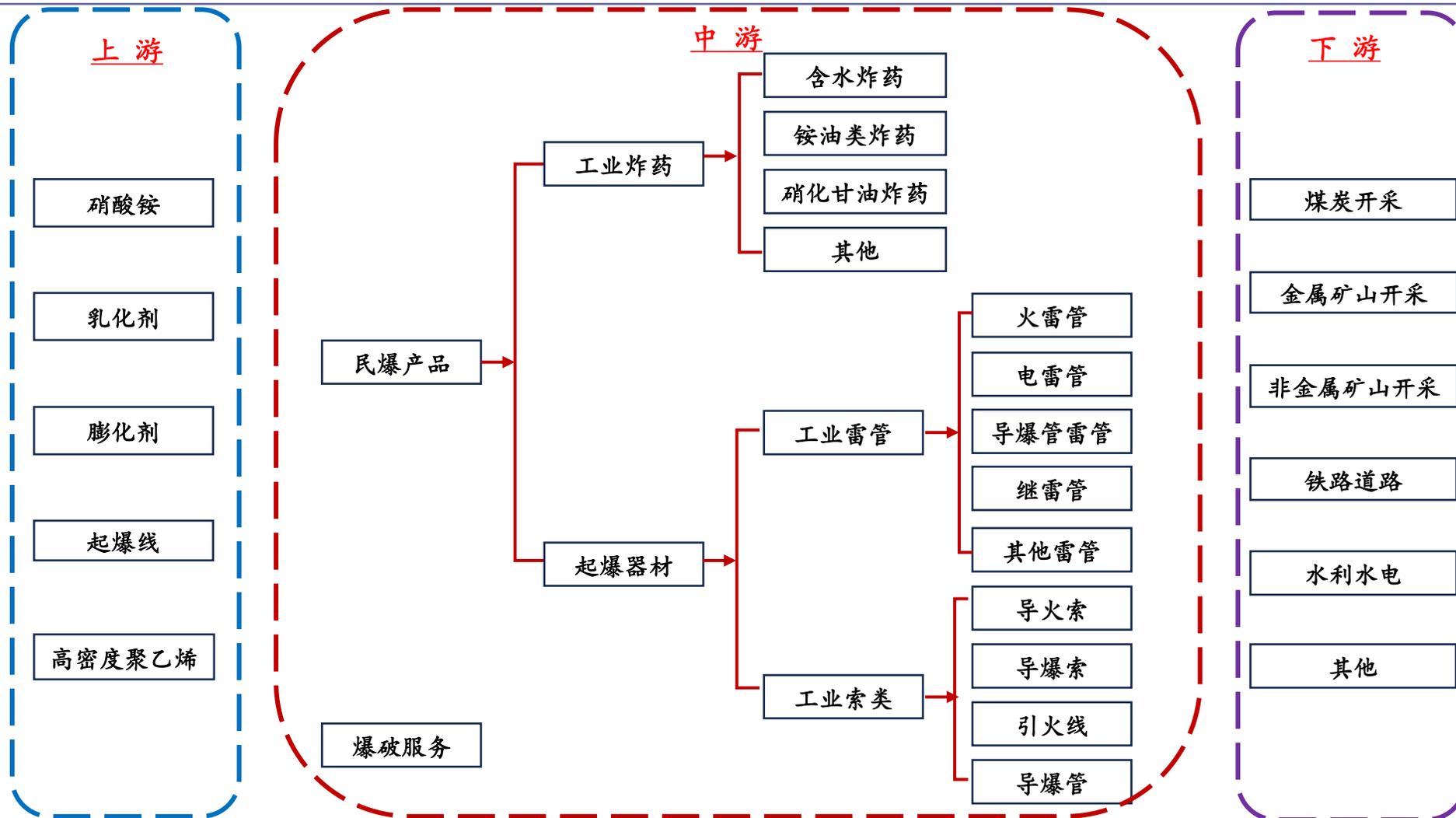
图表8：2023年易普力新签约1亿元以上合同统计

合同主体	合同金额 (亿元)	项目(合同)名称	地区	服务类型
易普力新疆爆破	47.13	新疆究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
易普力新疆爆破	12.67	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
易普力新疆爆破	9.68	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
易普力新疆爆破	6.73	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
易普力新疆爆破	3.86	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
易普力新疆爆破	3.15	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
易普力新疆爆破	2.79	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
易普力新疆爆破	11.05	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
易普力新疆爆破	1.83	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
易普力新疆爆破	1.32	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
易普力股份	22.69	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
易普力股份	8.1	《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
易普力股份	2.7	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
易普力股份	2.58	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
易普力股份	123.24	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
易普力股份	1.11	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
易普力四川爆破	1.17	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
合计		261.8		

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

I	公司一览	3
II	并购整合落地+行业进入景气周期，公司有望迎来发展新机遇.....	7
III	投资建议和风险提示	26

图表9：民爆行业产业链



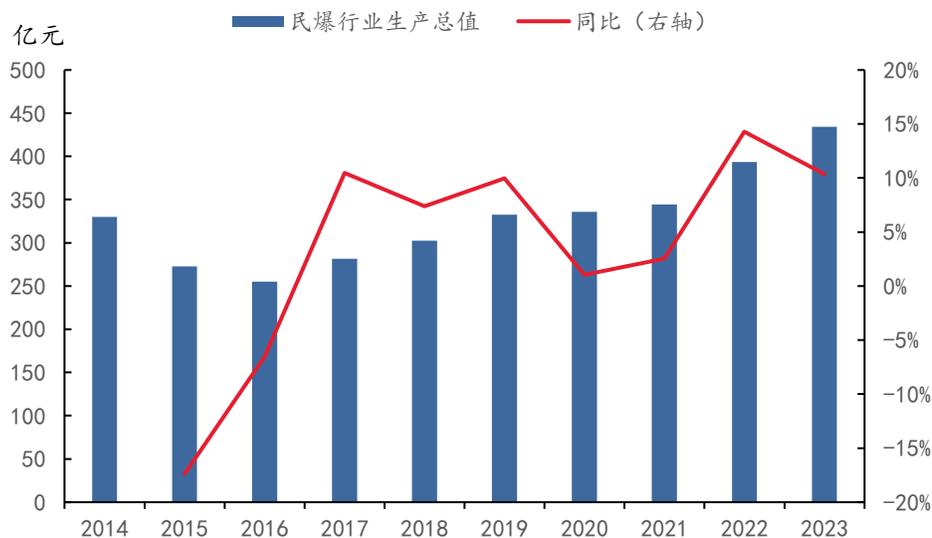
- **民爆行业**，即民用爆破器材和服务行业，被广泛应用于矿山开采、铁路道路建设、水利水电工程与基础设施建设等多个国民经济领域，被称为隐形的国民经济基石。
- **民爆行业基本可分为民爆产品和爆破服务**。民爆产品包括工业炸药、起爆器材；**爆破服务**是指由具备资质的专业爆破作业单位为民爆物品使用单位提供购买、运输、储存、爆破、清退等一条龙有偿爆破作业服务。

资料来源：公开资料，太平洋证券研究院

看点一： 抢占优势区位， 规模稳居行业前列

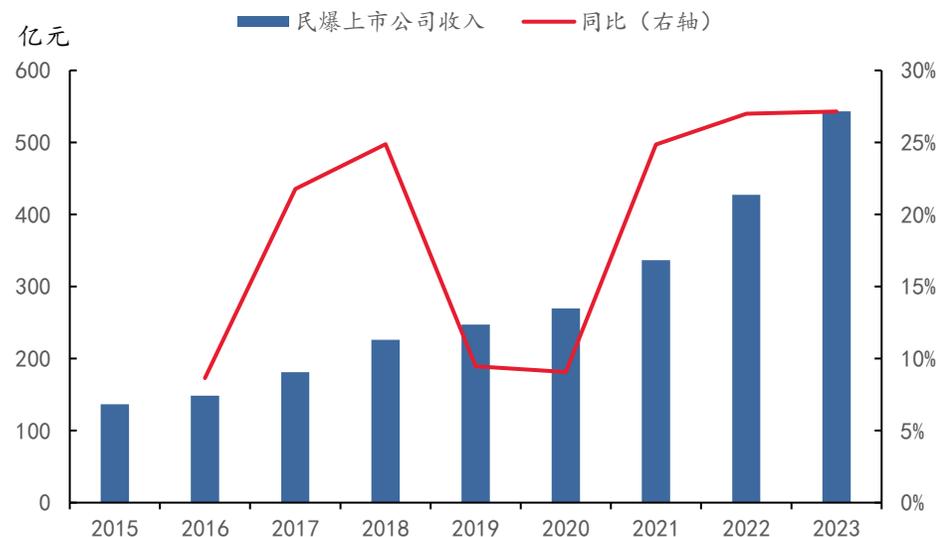
- 我国民爆行业市场规模保持平稳较快增长。根据中爆协数据，行业生产总值从2015年的273亿元增长到2023年的434.3亿元，年均增长约6%。其中，2023年行业生产总值同比增长10.34%。
- 作为行业佼佼者，民爆行业上市公司收入增速快于行业。2023年，11家民爆行业上市公司合计实现营业收入543.21亿元，同比增长27%。（上市公司营收包含了非民爆业务，与民爆行业生产总值非统一口径）

图表10：民爆行业生产总值



资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

图表11：民爆行业上市公司收入

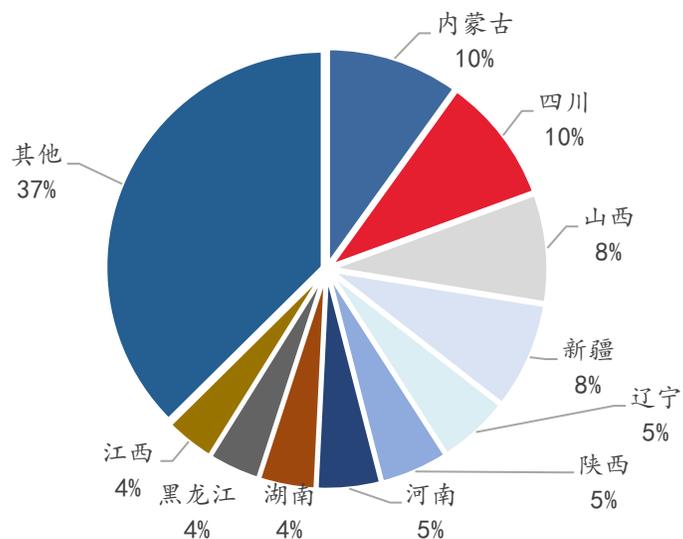


资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

看点一：抢占优势区位，规模稳居行业前列

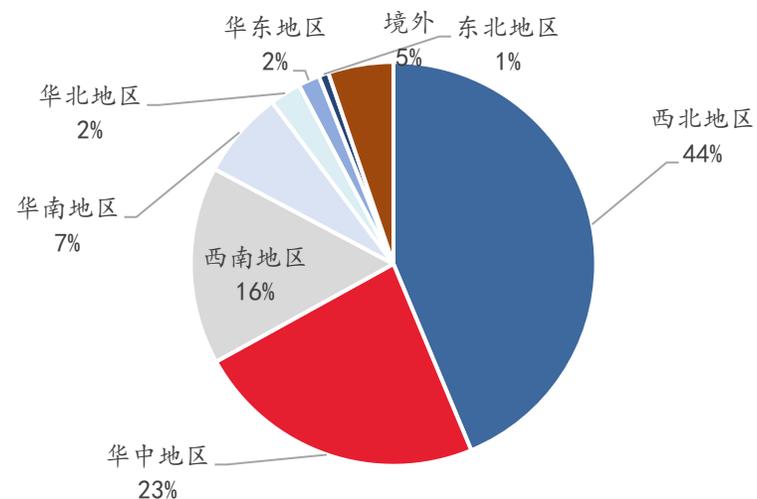
- 分地区来看，西北、西南等矿产资源较为集中的地区的民爆行业发展较好。内蒙古、四川、陕西、新疆等四个我国传统资源大省合计占民爆市场的接近四成。
- 根据2023年年报，易普力44%的收入来自西北地区，是公司最重要的客户所在地，华中地区、西南地区次之。公司目前已经在20余个省份（自治区、直辖市）开展产品销售和矿区服务业务，尤其是对我国重点的富矿地区覆盖较好，给公司业绩的持续增长提供了保证。

图表12：2023年民爆行业生产总值分地区情况



资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

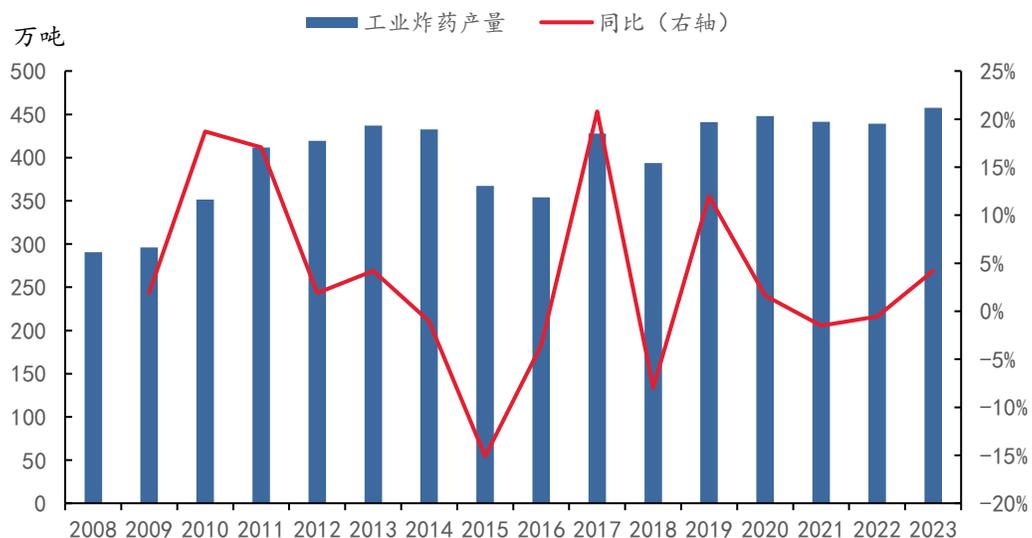
图表13：易普力2023年分地区收入占比



资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

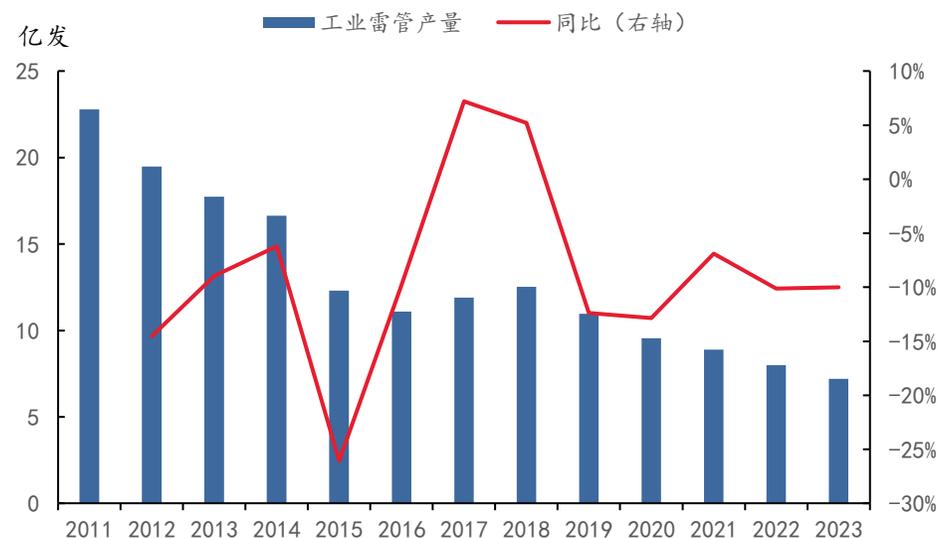
- 当前我国工业炸药的产量总体平稳。根据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，我国工业炸药产能暂按500万吨进行约束，原则上不再新增产能。2023年，我国生产工业炸药457万吨，同比增长4.21%。
- 根据监管部门的要求，2022年我国将传统工业雷管替换升级为电子雷管。2023年，我国电子雷管的渗透率已经达到96%以上，初步实现政策发展目标。受高效电子雷管替代的影响，我国工业雷管的产量逐步下降。

图表14：工业炸药生产情况



资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

图表15：工业雷管生产情况



资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

- 民爆产品易燃易爆，安全管理事关重大，因此我国对民爆行业有非常严格的监督管理措施。国家及省级行业行政主管部门和公安部对我国民爆企业从生产到销售、储运以及工程施工使用的全周期进行监管，存在生产许可、销售许可和工程认证资质等三重政策壁垒，也促成了行业发展较为明显的区域性特征。

图表16：民爆行业主要监管政策

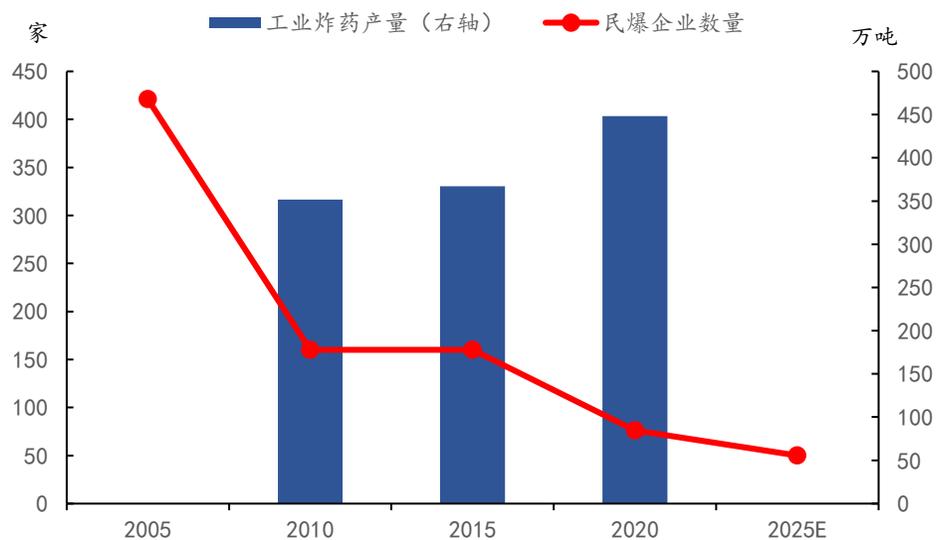
生产环节	销售环节	爆破环节
1、必须具有《民用爆炸物品生产许可证》	1、调查市场次年需求并与各类下游用户洽谈销售数量并签下合同，销售价格在国家指导价上下15%范围内定价	1、必须具有《爆破作业单位许可证》
2、每年年底提前与客户签订销售合同，并向行业主管部门预测和申请次年生产计划	2、客户须办理《民用爆炸物购买许可证》和《民用爆炸物品运输许可证》	2、公安等相关部门对爆破项目等全程监督管理
3、以销定产，根据客户销售合同提交具体订单执行计划生产环节	3、双证齐备则由公司发货，成交后3日内买卖双方就成交品种和数量向公安机关备案销售环节	
4、如无另行申请补充生产计划，则不得超计划生产	4、产品一经发出，不能退回。在公安部门监督下原地销毁产品	

资料来源：公司公告、政府网站、太平洋证券研究院

看点一：抢占优势区位，规模稳居行业前列

- 当前，我国民爆行业已经度过了行业发展初期的无序竞争阶段。考虑到民爆行业生产、运营的高危特点，在整体市场需求较为稳健的背景下，行业监管部门希望将行业不断整合，鼓励国内龙头企业做大做强。从行业企业数来看，民爆企业数量已经从2005年的420余家减少到2020年的76家，未来有望进一步整合并下降至50家以内（行业十四五规划目标）。

图表17：民爆行业企业数量



资料来源：历年行业规划，太平洋证券研究院

图表18：主要民爆企业收并购情况（非不完全统计）

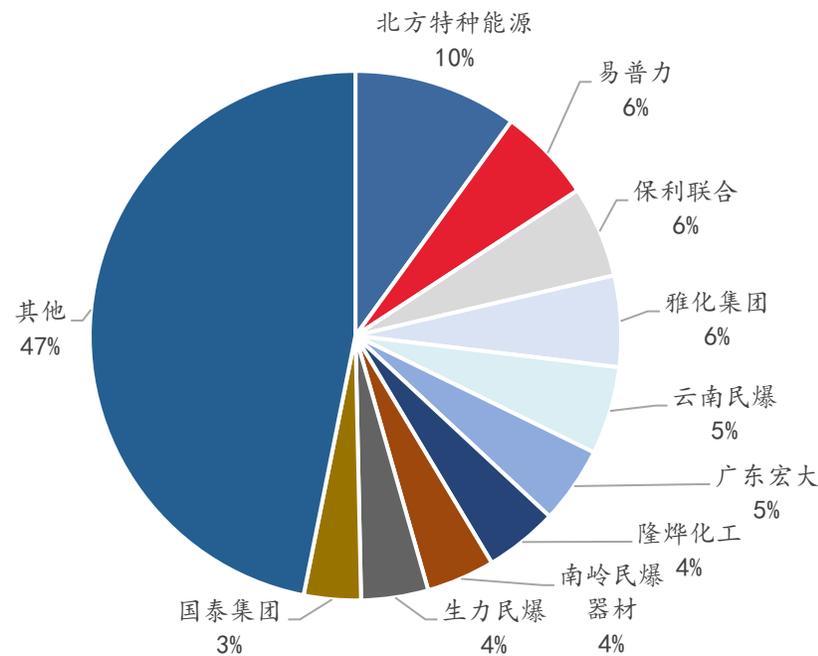
收购方	披露时间	交易标的（民爆生产企业）
凯龙股份	2020/7/31	增资山东天宝化工获40.72%股权
凯龙股份	2020/8/25	收购山东天宝化工18.36%股权
凯龙股份	2016/12/14	吴忠市天力民爆器材专营有限公司85%股权
凯龙股份	2016/12/14	吴忠市安盛民爆有限公司85%股权
抚顺隆焯化工有限公司	2019/12/2	黑龙江盛安51%股权
雅化集团	2011/3/22	内蒙古柯达化工82.4811%股权
雅化集团	2012/7/11	凯达化工79.8102%股权
国泰集团	2018/9/20	江西铜业民爆100%股权
国泰集团	2018/9/20	威源民爆100%股权
金奥博	2018/3/21	天明化工60%股权
南岭民爆	2012/11/1	神斧民爆95.10%股权
南岭民爆	2012/5/15	神斧民爆4.90%股权
易普力	2023/01/31	南岭民爆定增收购易普力95.54%股权

资料来源：公司网站、公告，太平洋证券研究院

看点一：抢占优势区位，规模稳居行业前列

- 《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》提出（下称“发展规划”），未来行业政策将向排名前十位的企业倾斜，以支持优势企业并购重组，目前扩大许可产能的方式仅余重组整合和产能升级置换。《发展规划》提出，到“十四五”末，前10名企业产值占比达60%及以上，民爆生产企业需减少到50家以内，产业集中度持续提高，形成3-5家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业（集团）。

图表19：2023年主要民爆企业市场份额占比



资料来源：中爆协，太平洋证券研究院

看点一：抢占优势区位，规模稳居行业前列

- 通过与南岭民爆的整合，新易普力工业炸药产能达到52.15万吨（另有4万吨托管产能），控制产能超过56万吨，稳居行业第二。2023年产量居行业第一。
- 在行业强供给约束的背景下，公司依靠内生产能实现扩张的可能性越来越小，更多将依靠外延并购、产能负荷挖潜、产能结构优化实现未来的持续增长。近期易普力已经在向新疆、西藏等重点富矿地区进行产能调整，进一步增加在市场潜力大的区域进行布局，提高现有产能的盈利能力。

图表20：易普力产能竞争优势

公司	工业炸药 (万吨)	在建产能 (万吨)	电子雷管 (万发)	在建产能 (万发)	主要业务地区
江南化工	57.95		3670		西北地区
易普力	52.15	4.7	6450	3400	全国
广东宏大	49.7	1.1	3334		东北地区
保利联合	46.45	1.2	17265	11500	贵州
凯龙股份	18.085		2900		
国泰集团	17.4		2510		江西
雪峰科技	11.75		1890	740	新疆
金奥博	11.5		8522		
同德化工	10.6				山西
壶化股份	6.7		5880		山西
高争民爆	2.2				西藏

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表21：易普力主要产能建设情况

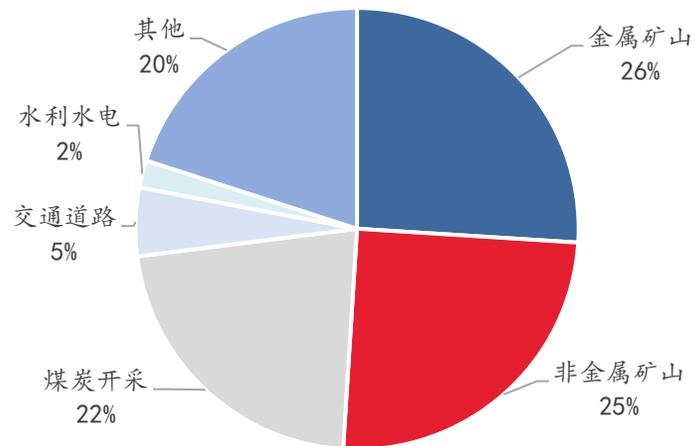
在建产能情况	投资建设情况
新疆准东生产点调增2.1万吨混装炸药产能； 黑山生产点调增1万吨混装炸药产能； 奇台生产点调增0.8万吨混装炸药产能	新疆准东生产点建设投入2700万元； 黑山生产点建设投入1100万元； 奇台生产点扩建投入1300万元。 以上三个项目均已通过试生产验收
四川米易生产点调增0.3万吨混装炸药产能	四川米易生产点技改投入600万元。已通过试生产验收
广西崇左生产点新建0.5万吨混装炸药产能	广西崇左生产点建设投入4800万元。按计划建设中
西藏墨竹工卡生产点混装炸药品种调整技术改造	西藏墨竹工卡生产点技改投入1800万元。按计划建设中

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

看点二：以重点下游领域为抓手，乘顺周期之风，有望实现长期稳定增长

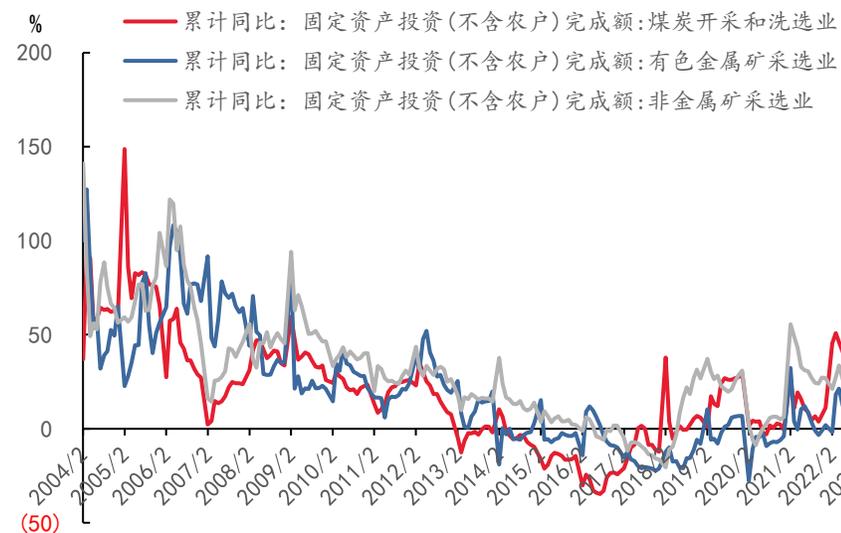
- 根据中国爆破器材行业协会，在2023年全国民爆器材销售流向分布中，用于煤炭、金属和非金属矿山开采的工业炸药消耗量达到总消耗量的70%以上；用于铁路道路、水利水电等基础设施建设方面的工业炸药消耗量约占总消耗量的8.5%。
- 2023年以来，金属采矿业、非金属采矿业、煤炭的行业景气度较高，行业固定资产投资额同比回升，带动民爆需求向好。

图表22：2023年民爆行业下游应用结构



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

图表23：民爆重点下游行业固定资产投资同比增长情况

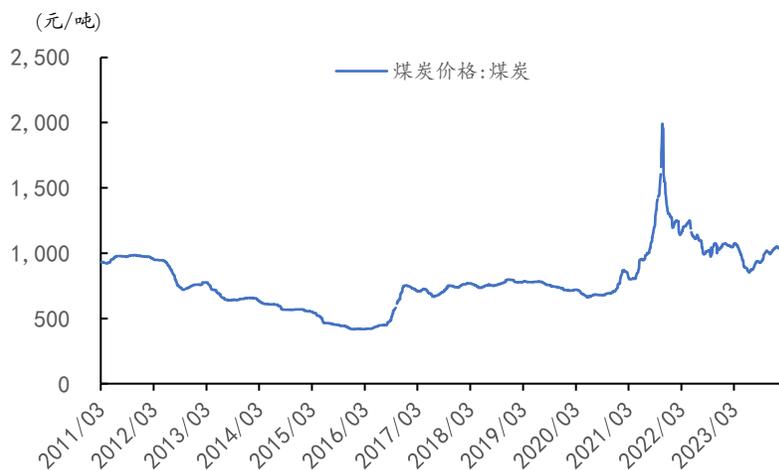


资料来源：ifind，太平洋证券研究院

看点二：以重点下游领域为抓手，乘顺周期之风，有望实现长期稳定增长

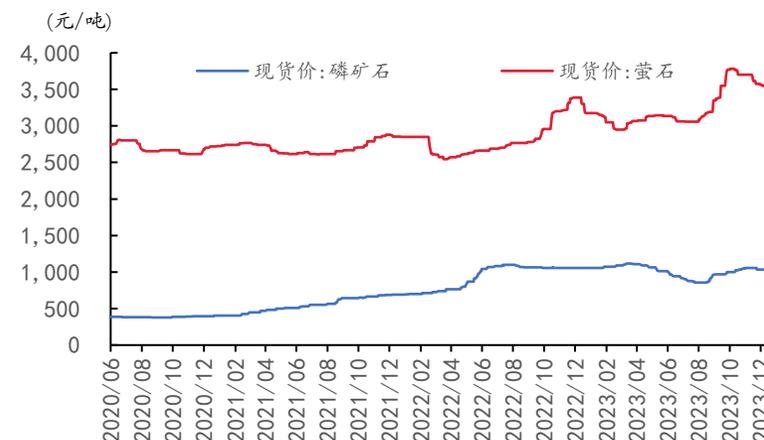
- 非金属矿产品（以磷矿石、萤石为例）、金属矿产品（以铜、铝为例）、煤炭等民爆行业主要下游应用领域的产品价格普遍位于较高水平，相关行业企业的盈利能力较高，对民爆行业来讲具有较好的价格承受力和采购意愿，有利于民爆行业的需求持续向好和盈利能力改善。

图表24：煤炭价格



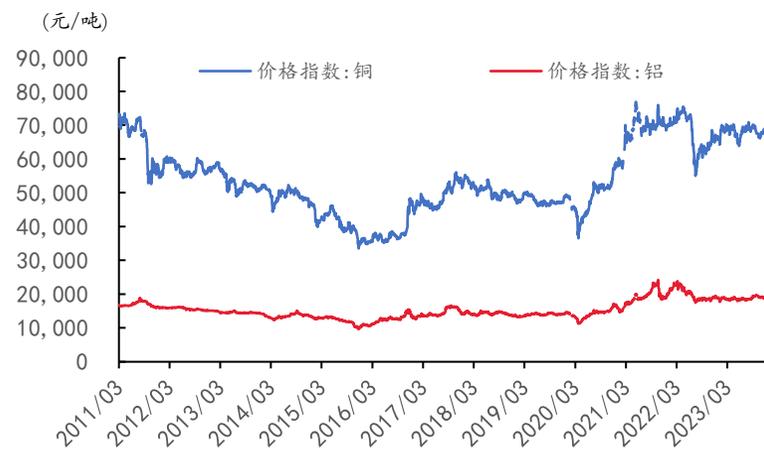
资料来源：ifind，太平洋证券研究院

图表25：磷矿石、萤石价格



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

图表26：铜、铝价格

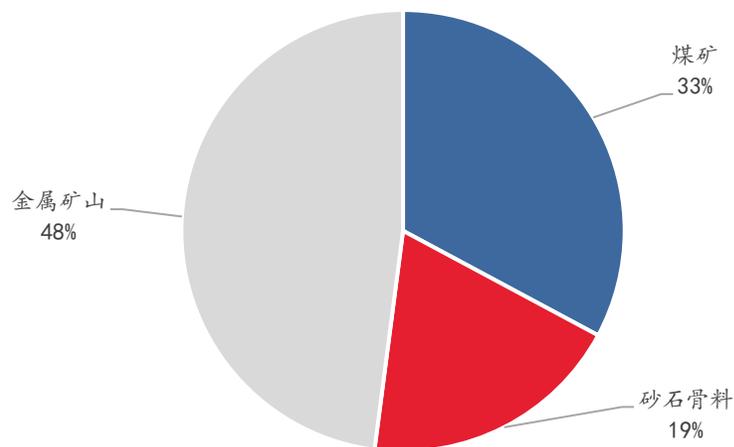


资料来源：ifind，太平洋证券研究院

看点二：以重点下游领域为抓手，乘顺周期之风，有望实现长期稳定增长

- 根据中国爆破器材行业协会，在2023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70%以上；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约占总消耗量的8.5%。
- 2023年以来，金属采矿业、非金属采矿业、煤炭的行业景气度较高，行业固定资产投资额同比回升，带动民爆需求向好。
- 2023年易普力新签及开始执行的在手订单达319.01亿元。2024年一季度，易普力新签订单39.18亿元。

图表27：2023年易普力重点新签订单行业分布



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表28：近期易普力重点客户情况

2021年		2022年1-7月		2023年	
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
宜化矿业	17.52%	国家能源	15.06%	客户一	16.42%
国家能源	10.72%	宜化矿业	13.78%	客户二	9.44%
圣雄能源	7.15%	圣雄能源	9.08%	客户三	5.50%
中国能建	6.04%	紫金矿业	6.07%	客户四	4.69%
攀钢集团	3.71%	中国能建	5.58%	客户五	2.96%
合计	45.14%	合计	49.57%	合计	39.01%

资料来源：ifind，太平洋证券研究院

看点三：充分利用股东优势和产业基因，积极参与重点工程建设

- 2023年1月，葛洲坝易普力与南岭民爆顺利完成重大资产重组，致力于打造民爆行业龙头，并打开央地合作和湖南省民爆行业改革发展新篇章。
- 控股股东中国能建先后承建了三峡工程、南水北调、西气东输、西电东送、三代核电等一系列关系国计民生的重大工程，具有集规划咨询、评估评审、勘察设计、工程建设及管理、运行维护和投资运营、技术服务、装备制造、建筑材料为一体的完整产业链。
- 1993年葛洲坝易普力正式成立，专注于三峡工程的建设，这也奠定了公司服务于重大工程建设，尤其是水利水电工程的良好发展基因。

图表29：控股股东中国能建情况

控股股东中国能建——能源及基础设施建设的国家队

ENR Top 250 Global Contractors

全球承包商
250强第10位

ENR Top 150 Global Design Firms

全球工程设计公司
150强第2位

FORTUNE 500

《财富》
世界500强第192位



主营业务和分布情况

主营业务涵盖：传统能源、新能源及综合智慧能源、水利、生态环保、综合交通、市政、房建、房地产（新型城镇化）、建材（水泥、砂石骨料等）、民爆、装备制造、资本（金融）等领域

中国能建在**90**多个国家和地区设立了**200**多个境外分支机构，业务遍布世界**140**多个国家和地区

基础设施建设业务

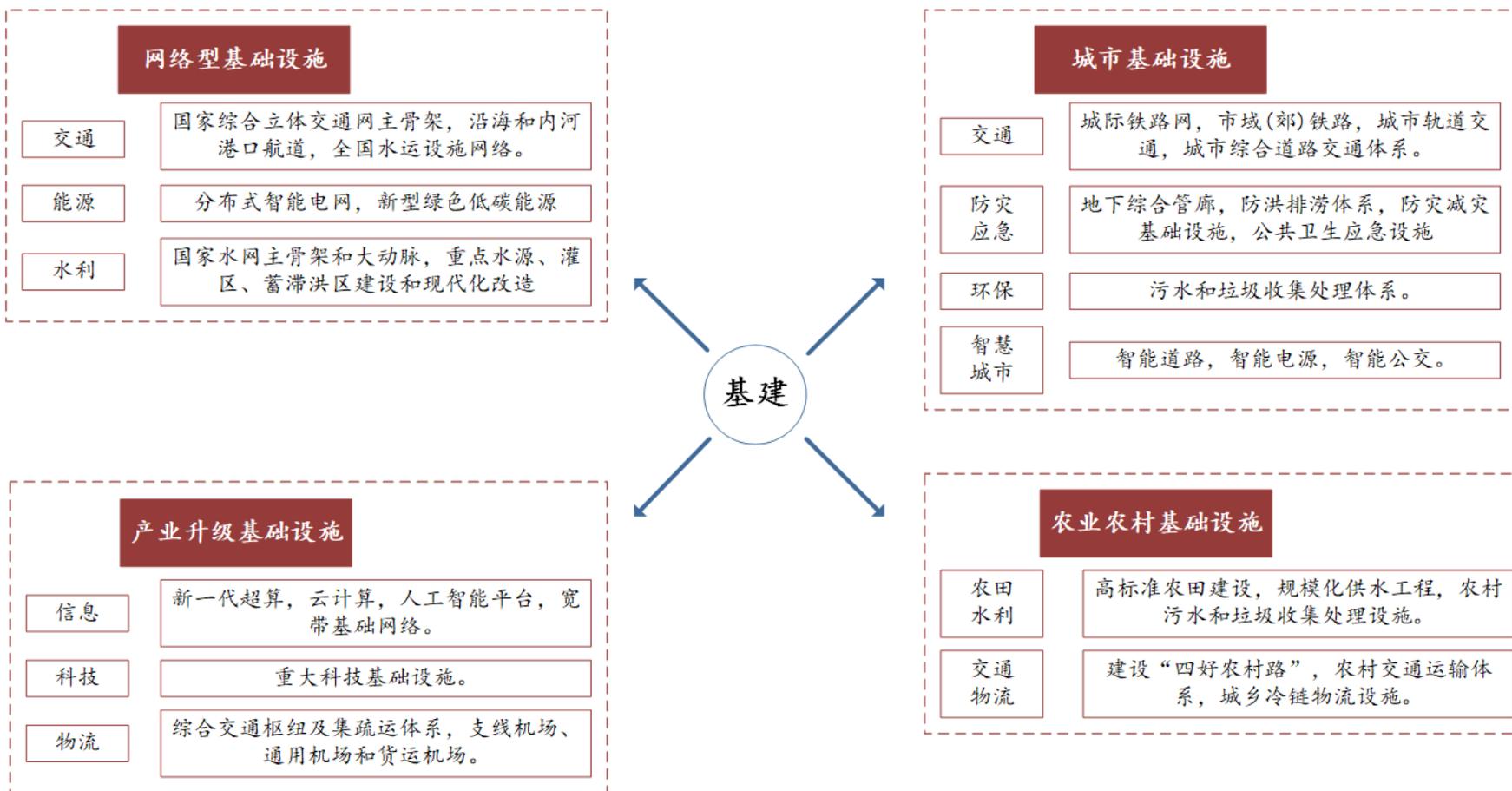
先后承建了三峡工程、南水北调、西气东输、西电东送、三代核电等一系列关系国计民生的重大工程

具有集规划咨询、评估评审、勘察设计、工程建设及管理、运行维护和投资运营、技术服务、装备制造、建筑材料为一体的完整产业链

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

看点三：充分利用股东优势和产业基因，积极参与重点工程建设

图表30：基建重点建设方向



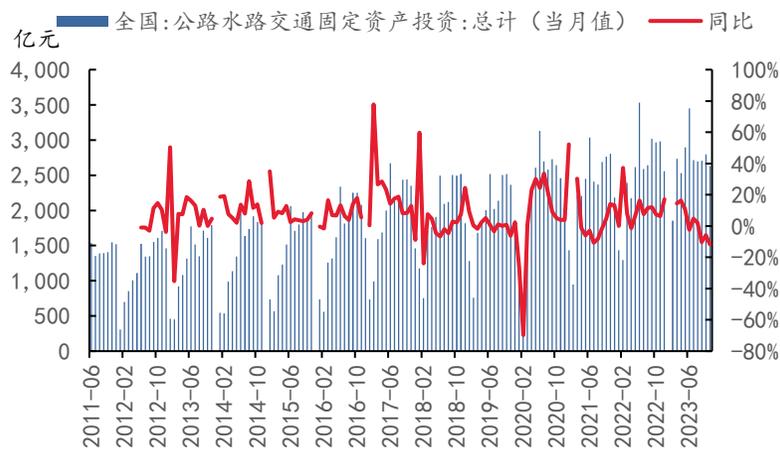
- 从各省“十四五”规划以及年度重大项目投资方向来看，交通、能源、水利、城乡基础设施占比最大。
- 2022年4月26日中财委会议明确，未来基建的四大重点建设方向：网络型基础设施建设、产业升级基础设施建设、城市基础设施建设、农业农村基础设施建设。其中，未来轨道交通和水利水电两个领域将是基建中的重点建设方向。

资料来源：中国政府网，太平洋证券研究院

看点三：充分利用股东优势和产业基因，积极参与重点工程建设

- 2023年以来，水利、公路水路、铁路等公共基础设施的固定资产投资保持增长，为疫情后我国经济的稳增长提供了重要的支撑，民爆行业间接受益，也显示了民爆行业逆周期需求稳健的行业特点。

图表31：公路水路固定资产投资



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

图表32：水利、电力、热力、燃气等行业固定资产投资



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

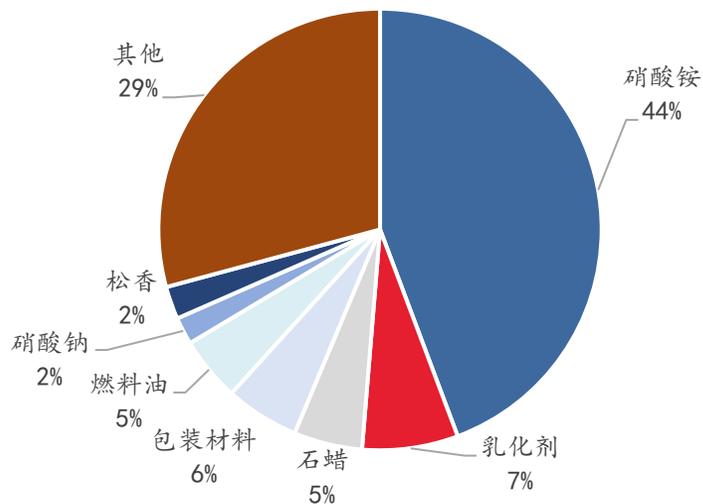
图表33：铁路固定资产投资



资料来源：ifind，太平洋证券研究院

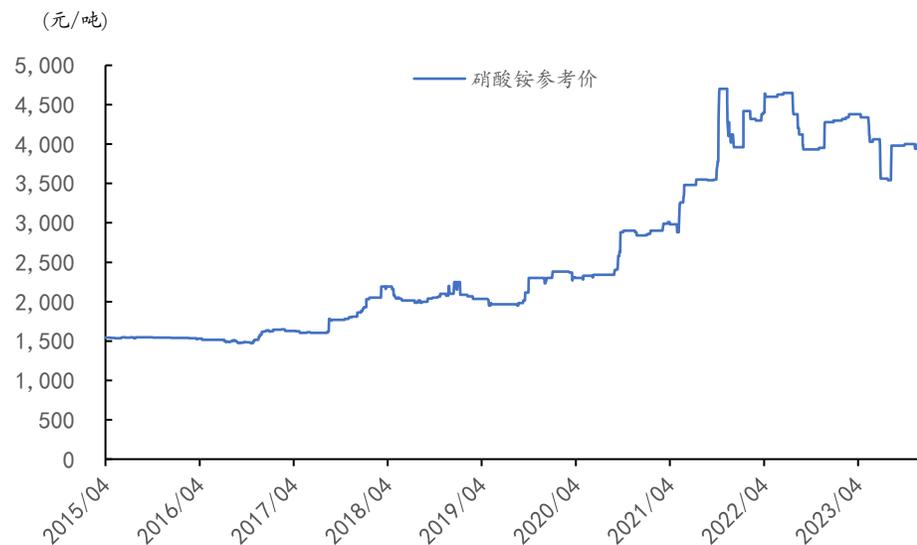
- 在工业炸药的成本构成中，超过40%为硝酸铵，另有石蜡、燃料油、硝酸钠、松香等化工产品。2021年以来的大宗产品价格上涨给民爆行业的盈利带来较大压力。2023年以来，原材料价格从高位回落，逐步改善了民爆企业的盈利水平。

图表34：2023年工业炸药成本构成



资料来源：百川盈孚、太平洋证券研究院

图表35：硝酸铵价格走势（更新）

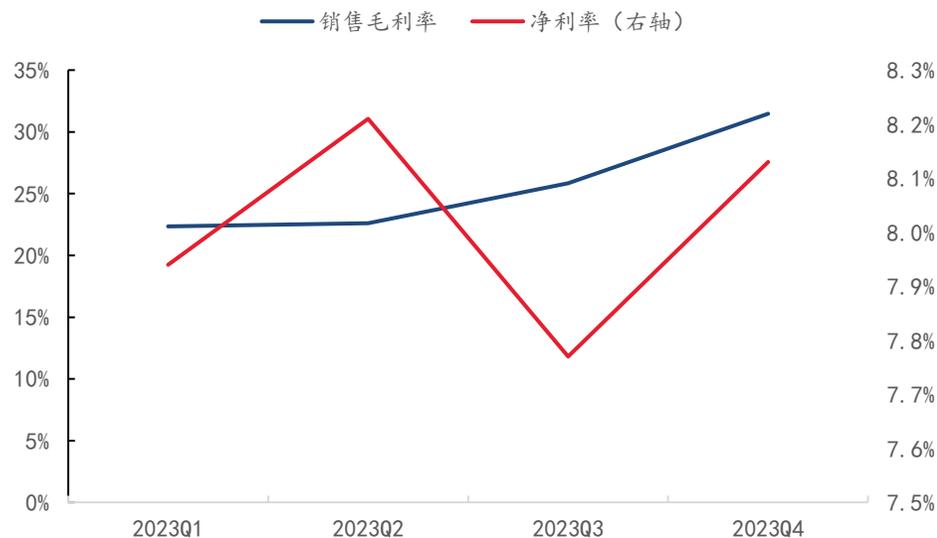


资料来源：ifind，生意社，太平洋证券研究院

看点四：盈利能力有望持续提升

- 2023 年以来易普力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个百分点。
- 公司西北区域爆破业务大幅上涨，且煤炭价格持续位于高位，促进公司营业收入和利润总额攀升，盈利能力显著改善。另外，原材料成本下降、产品结构优化等也是重要因素。

图表36：2023年易普力毛利率水平



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

I	公司一览	3
II	并购整合落地+行业进入景气周期，公司有望迎来发展新机遇	7
III	投资建议和风险提示	26

- 公司受益于下游需求稳健增长、原材料价格回落，收入规模稳健增长；
- 民爆产品价格稳定，盈利水平持稳；
- 宏观经济稳健。

图表37：公司盈利结构预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
爆破服务业务				
营业收入	5371.04	6391.54	7605.93	9127.11
营业成本	4321.75	5145.19	6122.77	7301.69
毛利	1049.29	1246.35	1483.16	1825.42
毛利率	19.5%	19.5%	19.5%	20.0%
工业炸药				
营业收入	1808.23	2151.79	2560.63	3072.76
营业成本	1139.47	1366.39	1613.20	1935.84
毛利	668.76	785.40	947.43	1136.92
毛利率	37.0%	36.5%	37.0%	37.0%
工业雷管				
营业收入	858.67	1021.81	1215.96	1459.15
营业成本	583.89	699.94	832.93	999.52
毛利	274.77	321.87	383.03	459.63
毛利率	32.0%	31.5%	31.5%	31.5%
其他业务				
营业收入	389.81	448.28	515.52	592.85
营业成本	217.72	251.04	288.69	332.00
毛利	172.09	197.24	226.83	260.86
毛利率	44.1%	44.0%	44.0%	44.0%
公司合计				
营业收入	8427.7	10013.4	11898.0	14251.9
营业成本	6262.8	7462.6	8857.6	10569.0
毛利	2164.9	2550.9	3040.4	3682.8
毛利率	25.7%	25.5%	25.6%	25.8%

资料来源：太平洋证券研究院

- 易普力（002096.SZ）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。易普力与1993年因服务三峡工程而诞生，现已发展为民爆一体化头部企业。2023年1月，易普力与南岭民爆顺利完成并购整合，工业炸药、雷管等民爆产品产能居行业前列。
- **民爆行业持续优化，易普力龙头地位愈加稳固。**民爆产品易燃易爆，安全管理事关重大，因此我国对民爆行业有非常严格的监督管理措施，行业监管部门希望将行业不断整合，鼓励国内龙头企业做大做强。易普力已经顺利抢占优势区位，规模稳居行业前列；下游应用领域的需求较为旺盛，尤其是矿山开采规模平稳，甲方近期盈利能力较强，采购和作业意愿较为强烈。易普力以重点下游领域为抓手，乘顺周期之风，有望实现长期稳定增长（2023年易普力新签及开始执行的在手订单达319.01亿元。2024年一季度，易普力新签订单39.18亿元）；基建投资托底经济，尤其是水利工程建设方面投资较多。易普力有望充分利用股东优势和产业基因，积极参与重点工程建设；原材料价格下降有利于提升民爆行业的盈利能力。
- 预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为7.69亿、9.25亿和11.55亿，当前股价对应2024/2025/2026年PE分别为18.5X、15.5X和12.5X。给予“买入”评级。

图表38：公司盈利预测

损益表 (人民币百万元)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,931	5,512	8,428	10,013	11,898	14,252	
%增长率	-3.5%	185.5%	52.9%	18.8%	18.8%	19.8%	
营业成本	1,314	4,235	6,263	7,463	8,858	10,569	
%销售收入	68.1%	76.8%	74.3%	74.5%	74.4%	74.2%	
毛利	617	1,277	2,165	2,551	3,040	3,683	
%销售收入	31.9%	23.2%	25.7%	25.5%	25.6%	25.8%	
税金及附加	18	28	47	56	66	80	
%销售收入	0.9%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	
销售费用	78	43	120	143	170	204	
%销售收入	4.0%	0.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	
管理费用	344	357	825	980	1,165	1,395	
%销售收入	17.8%	6.5%	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	
研发费用	78	194	347	412	489	586	
%销售收入	4.0%	3.5%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	
财务费用	43	18	29	-16	-19	-43	
%销售收入	2.3%	0.3%	0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	
息税前利润 (EBIT)	82	664	827	977	1,176	1,448	
%销售收入	4.3%	12.1%	9.8%	9.8%	9.9%	10.2%	
其他收益	21	4	20	18	21	26	
投资收益	12	84	36	11	13	16	
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	4	4	0	0	0	
信用减值损失	-35	5	-19	0	0	0	
资产减值损失	-3	0	-3	0	0	0	
资产处置收益	23	49	-1	0	0	0	
营业利润	74	783	833	1,005	1,203	1,503	
%增长率	16.1%	964.7%	6.4%	20.6%	19.8%	24.9%	
营业外收支	-21	0	-15	-12	-9	-8	
利润总额	52	783	819	993	1,195	1,491	
%增长率	-0.14%	1402.8%	4.5%	21.3%	20.3%	24.8%	
所得税	0	127	143	174	209	261	
所得税率	0.4%	16.2%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	
合并报表的净利润	52	657	675	819	985	1,230	
少数股东损益	3	21	42	50	61	76	
归属于母公司股东的净利润	49	635	634	769	925	1,155	
净利率	2.5%	11.5%	7.5%	7.7%	7.8%	8.1%	

现金流量表 (人民币百万元)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
净利润	49	635	634	769	925	1,155	
少数股东损益	3	21	42	50	61	76	
非现金支出	126	145	286	286	294	300	
非经营收益	0	-113	3	12	-2	-8	
营运资金变动	-83	70	-243	-1,355	754	-615	
经营活动现金流	95	758	722	-238	2,032	907	
资本开支	-101	21	-142	-122	-119	-122	
投资	0	210	0	-38	-31	-108	
其他	7	8	493	9	11	16	
投资活动现金流	-95	240	351	-151	-139	-214	
股权融资	38	4	1,303	0	0	0	
债权融资	-193	-368	-672	-291	-387	-205	
其他	-68	-324	-62	-11	-3	4	
筹资活动现金流	-223	-688	569	-117	-131	-75	
现金净流量	-225	317	1,642	-507	1,762	618	
期初现金	693	710	1,026	2,668	2,161	3,923	
期末现金	468	1,026	2,668	2,161	3,923	4,541	

资产负债表 (人民币百万元)							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
货币资金	481	1,031	2,673	2,166	3,928	4,546	
应收票据	90	651	715	833	1,135	1,251	
应收账款	363	715	1,336	1,589	1,772	2,214	
其他应收款	81	42	141	221	184	258	
存货	817	127	454	1,800	1,015	1,509	
其他流动资产	162	360	453	525	610	723	
流动资产	1,994	2,925	5,771	7,133	8,643	10,501	
长期股权投资	131	40	145	137	122	122	
固定资产	1,095	759	2,023	1,854	1,681	1,479	
在建工程	51	24	97	103	105	132	
无形资产	353	164	991	986	981	976	
商誉	14	462	862	862	862	862	
其他非流动资产	257	272	585	626	665	763	
非流动资产	1,901	1,721	4,702	4,566	4,416	4,334	
资产总计	3,894	4,646	10,473	11,699	13,059	14,835	
短期借款	659	0	67	-118	-376	-502	
应付票据	43	0	85	116	86	137	
应付账款	237	666	1,049	1,257	1,456	1,763	
其他应付款	281	145	296	352	418	499	
其他流动负债	398	848	901	1,120	1,387	1,574	
流动负债	1,619	1,658	2,398	2,728	2,971	3,471	
长期借款	45	310	212	241	306	305	
应付债券	0	0	0	0	0	0	
长期应付款	184	1	131	131	131	131	
其他长期负债	157	168	450	499	565	612	
负债	2,005	2,137	3,191	3,599	3,973	4,518	
股本	380	700	1,240	1,240	1,240	1,240	
资本公积	588	78	3,611	3,611	3,611	3,611	
其他综合收益	42	0	-29	-29	-29	-29	
归属所有者权益	1,847	2,382	6,978	7,746	8,671	9,826	
少数股东权益	42	127	305	355	416	491	
所有者权益合计	1,889	2,509	7,283	8,101	9,086	10,317	
负债股东权益合计	3,894	4,646	10,473	11,699	13,059	14,835	

比率分析							
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力							
净资产收益率	2.7%	26.7%	9.1%	9.9%	10.7%	11.8%	
总资产收益率	1.3%	13.7%	6.1%	6.6%	7.1%	7.8%	
投入资本收益率	2.9%	18.6%	8.7%	9.5%	10.3%	11.4%	
成长能力							
营业总收入增长率	-3.5%	185.5%	52.9%	18.8%	18.8%	19.8%	
EBIT增长率	-42.1%	706.2%	24.5%	18.2%	20.3%	23.2%	
归母净利润增长率	-3.2%	1196.9%	-0.2%	21.3%	20.3%	24.8%	
总资产增长率	-3.8%	19.3%	125.4%	11.7%	11.6%	13.6%	
资产管理能力							
应收账款周转天数	65	35	44	53	51	50	
存货周转天数	150	40	17	54	57	43	
应付账款周转天数	66	38	49	56	55	55	
总资产周转天数	740	279	323	399	375	352	
偿债能力							
资产负债率	51.5%	46.0%	30.5%	30.8%	30.4%	30.5%	
流动比率	1.2	1.8	2.4	2.6	2.9	3.0	
速动比率	0.7	1.6	2.1	1.8	2.4	2.5	
EBIT利息保障倍数	2.2	27.2	23.1	90.9	421.6	-347.5	

资料来源：iFind，太平洋证券研究院

- 原材料市场波动剧烈的风险；
- 下游需求不及预期的风险；
- 安全生产、环保风险；
- 政策风险

行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300水平-5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300水平5%以下。

公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；
增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；
持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；
减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

公司地址

北京市西城区北展北街9号华远企业号D座二单元七号
上海市浦东南路500号国开行大厦17楼 太平洋证券
深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心19层1904
广州大道中圣丰广场988号102 太平洋证券

研究院

中国北京100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
投诉电话：95397
投诉邮箱：kefu@tpyzq.com

