

易普力（002096）深度研究

全国民爆龙头，受益西部大开发和矿山水电水运等景气方向

2024年09月06日

【投资要点】

◆ 易普力：水利项目起家的民爆龙头，规模技术领先。

公司系中国能建葛洲坝旗下优质民爆资产，2023年与南岭民爆重组后上市，拥有营业性爆破作业单位、矿山工程施工总承包“双一级”资质，一体化覆盖生产、销售、服务。2023年生产总值、工业炸药年产量分别位列民爆生产企业的第2名、第1名。

◆ 民爆行业：矿山、能源、水利等高景气方向支撑需求，供给格局持续改善

需求端：民爆下游需求约70%为矿山开采，基建（水利水电、公路铁路等）占比接近10%，我们认为上述下游有望在未来3-5年保持高景气。

1) **矿山开采：**煤炭、铜等金属矿处于价格高位，推升矿企资本开支意愿。尤其西部省份矿山开采需求有望进一步受益西部大开发政策支持；2) **基建：**能源水利等投资增速近年保持较高水平，我们长期看好能源和水利等基建细分领域发展前景，提示关注水电、运河两个领域未来均将带来百万吨级别的爆破增量需求。

供给端：1) 民爆服务重点项目特点包括投资大、周期长、错误成本高、专业性强，有利于提高下游客户及产业集中度。2) 2006年以来行业出台多个指导政策推动出清落后产能，十四五规划生产企业降至50家；3) 混装炸药、电子雷管替代率提升，强化头部企业领先优势。

◆ 公司优势分析：我们认为公司作为全国民爆龙头，重组后经营效率提升，率先受益国内数个高景气领域投资建设，同时起步拓展海外市场，是当前市场较为稀缺的高确定稳健增长标的。

1) **强势拓展西部增量市场：**2024年8月23日中共中央政治局召开会议审议《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》，未来新疆、西藏等西部地区的矿山、水利预计维持较高需求。中国能建作为头部建筑央企，在西部承接较多重大基建项目，公司有望依托母公司资源进一步开拓西部地区业务，提供增长动能；

2) **规模效应凸显，降本增效：**重组上市后进一步强化规模效应，提升效率，叠加硝酸铵价格下跌、预算体系建设等因素，有望实现降本增效；

3) **海外拓展起步：**目前多家国内大型矿企逐渐扩大海外矿山布局。公司已布局利比亚、巴基斯坦、纳米比亚、马来西亚多个一带一路沿线国家，并于利比亚投资子公司及乳化炸药产线，进一步注入发展动力。

◆ 估值分析：截至2024年9月4日，公司PE和PB为21.88倍、2.10倍，纵向来看处于十年来历史低位。我们判断当前估值并未充分反映公司成长性和行业龙头地位，存在低估。

东方财富证券
Eastmoney Securities

增持（维持）

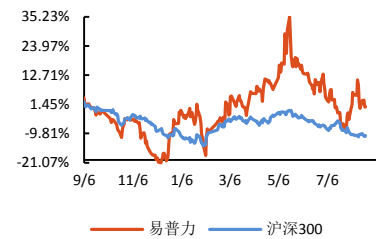
东方财富证券研究所

证券分析师：王翩翩

证书编号：S1160524060001

电话：021-23586458

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	14798.46
流通市值（百万元）	5826.97
52周最高/最低（元）	15.27/8.59
52周最高/最低（PE）	241.73/19.40
52周最高/最低（PB）	7.46/1.60
52周涨幅（%）	5.50
52周换手率（%）	402.41

相关研究

《易普力2024年中报点评：Q2利润两位数高增，西北业务保持增（2024-08-29）》

《建筑行业专题研究：大风起兮、云起龙骧——大国重器系列报告之水电（2024-06-27）》

【投资建议】

- ◆ 我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入同比增长 13.0%/11.8%/9.8%，归母净利润同比增长 20.7%/15.6%/16.3%，按 9 月 5 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 19.3/16.7/14.4 倍，维持“增持”评级。

盈利预测（截至 2024-09-05 收盘）

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	84.28	95.27	106.51	116.98
增长率（%）	52.90%	13.04%	11.79%	9.84%
EBITDA（亿元）	10.90	12.32	13.94	16.11
归属母公司净利润（亿元）	6.34	7.65	8.84	10.28
增长率（%）	-0.24%	20.66%	15.60%	16.31%
EPS（元/股）	0.56	0.62	0.71	0.83
市盈率（P/E）	18.50	19.30	16.70	14.35
市净率（P/B）	1.84	1.96	1.79	1.65
EV/EBITDA	9.82	10.30	9.02	7.59

资料来源：Choice 易普力深度资料，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 宏观经济发展不及预期；
- ◆ 企业安全风险；
- ◆ 财务风险。

1、关键假设

1) 爆破一体化服务业务：2023 年公司爆破服务业务实现营业收入 53.7 亿元，在“煤炭保供”、“西部大开发”等政策引导下，下游需求较为旺盛，公司实现新签订单 319 亿元，在手订单超 450 亿元。预期未来新疆等重点地区煤炭需求增长带动公司业务加速，预期公司爆破服务收入增长 20%/16%/12%。

2) 工业炸药业务：2023 年公司工业炸药业务实现营业收入 18.1 亿元，同比增长 76.5%，占主营业务收入 22.5%。公司近年来在“十四五”民爆行业规划引导下积极布局混装炸药的产能调增、技术改造工作，公司目前工业炸药许可产量行业第一，预计未来生产、销售保持平稳。我们预计 2024-2026 年公司工业炸药业务收入增速 0.5%/3%/5%。

3) 工业雷管业务：2019-2023 年工业雷管行业整体产量同比增速为-11.6%/-11.7%/-6.9%/-9.6%/-10.1%，行业产量呈现逐渐下降趋势；公司 2022-2023 年分别实现营业收入 5.1/8.6 亿元，同比增长 55.4%/69.7%。我们预计 2024-2026 年在行业产量下降影响下公司工业雷管收入增速放缓，营收同比增速 0.5%/3%/5%。

4) 其他业务：2023 年公司其他业务实现营业收入 3.9 亿元，营业收入占比达到 4.8%。其中其他业务以南岭民爆的消防、军用火工品业务为主。我们假设公司未来主要聚焦民爆业务主业，消防业务维持稳健。预计 2024-2026 年公司其他业务营收同比增速 3.0%/3.0%/3.0%。

2、创新之处

1) 市场对公司的发展历程可能认知不足：易普力作为中国能建、葛洲坝的子公司，发展历程中得到了母公司层面的诸多资源倾斜。我们梳理了公司依托三峡爆破项目成立至今的诸多重大业务发展节点，厘清了公司如何在承接三峡项目后发展至今；

2) 市场对公司市场地位可能认知不足：民爆行业在“十四五”规划等政策下供给逐渐减少，而下游需求在煤炭、水利水电等项目建设催动下提升。在政策引导下，民爆行业产能、准入门槛等限制逐渐提升，而公司作为工业炸药许可产能第一的民爆企业龙头，有望占据行业顶尖资源，保持市场龙头地位；

3) 市场对民爆需求端景气度可能认知不足：1、在矿山开采领域，目前新疆地区煤炭年产量仅 4 万余吨，远低于当地煤炭储备量。在“煤炭保供”等一系列政策支持下，新疆将持续提升煤炭新增产能，未来民爆炸药需求将在煤炭开采的高需求下大幅增长，公司有望依托龙头地位、母公司资源获得更多订单。2、在基建领域，我们在 6 月外发的水电深度报告中具体测算了雅鲁藏布江下游水电开发项目的爆破需求潜力，在本篇报告中进一步具体测算了浙赣粤、湘桂、荆汉、三峡新通道等 6 个重要水运项目的爆破需求潜力，并提示关注水电、运河两个领域未来均将带来百万吨级别的爆破增量需求。

3、潜在催化

1) 国内及海外的煤炭开采、矿山开采等重要项目开工建设；

2) 水利水电、公路建设等大型基建项目开工建设；

3) 硝酸铵等原材料的价格下挫；

4) 行业或公司层面的国企改革举措。

正文目录

1. 易普力：全国民爆龙头，水电渊源深	7
1.1. 公司概述：水电项目起家的全国爆破龙头	7
1.2. 业务结构：爆破服务业务占比 64%，西北地区占比较高	10
2. 行业分析：民爆行业为“隐形的国民经济基石”，需求提升，供给集中	13
2.1. 需求端：采矿、水电投资稳健增长，民爆下游需求提升	13
2.1.1. 下游需求结构：矿山开采为主，基建为需求增长点	13
2.1.2. 矿山开采：占民爆总需求 70%，高煤价/金属价格有望使得资本开支维持高位	14
2.1.3. 基建方面：水利、电力行业有望保持高景气	18
2.2. 供给端：行业整合加速，头部份额提升	21
2.2.1. 政策端：十四五政策出台助推行业规范化、集中化	21
2.2.2. 行业集中度提升仍有空间，格局有望进一步优化	22
2.2.3. 产品结构趋势：混装炸药和电子雷管替代率提升	24
3. 公司业务分析：一体化龙头，有望驶入发展快车道	26
3.1. 公司优势突出：“一体化”服务规模最大的专业化企业，占据行业发展引领地位	26
3.1.1. 业务优势：规模优势明显，“一体化”产业链完整	26
3.1.2. 产品优势：研发能力强，持续投入混装炸药、电子雷管产能升级替换	27
3.2. 增长点一：西部大开发背景下，公司依托能建股东优势，深耕新疆等西北地区	29
3.3. 增长点二：规模效应凸显，公司有望实现降本增效，盈利能力提升	32
3.4. 增长点三：“一带一路”政策下境外业务布局加速	34
4. 盈利预测与公司估值	36
4.1. 盈利预测	36
4.2. 公司估值分析	37
4.3. 投资建议：首次覆盖给予“增持”评级	38
5. 风险提示	39

图表目录

图表 1：易普力及南岭民爆关键发展节点	7
图表 2：合并公司营业收入保持稳健增长	8
图表 3：2019 年后公司利润高速增长	8
图表 4：公司水利爆破项目案例：三峡工程	8
图表 5：公司水利爆破项目案例：拉西瓦水电站项目	8
图表 6：公司矿山爆破项目案例：新疆准东露天煤矿开采工程	9
图表 7：公司矿山爆破项目案例：澳华黄金有限公司贵州锦丰金矿开采工程	9
图表 8：近年来公司新签订单充足	9
图表 9：24H1 公司新签新疆大订单占比过半	9
图表 10：易普力股权结构图（截至 2023 年年报）	10
图表 11：2023 年公司爆破服务收入占比过半	11
图表 12：公司工业炸药、爆破服务业务毛利率提升	11
图表 13：2023 年公司西北、华中地区收入占比较高	11
图表 14：2023 年公司西北地区业务毛利率较低	11
图表 15：民爆行业生产总值稳健提升	13

图表 16 : 民爆行业销售总值增速较高.....	13
图表 17 : 民爆行业产业链结构	13
图表 18 : 2023 年民爆行业下游应用领域占比	13
图表 19 : 近年来煤炭、采矿业政策梳理.....	14
图表 20 : 目前煤炭价格处于历史高位水平.....	15
图表 21 : 煤炭开采业投资加速	15
图表 22 : 近期铜、铝价格处于历史高位水平.....	15
图表 23 : 金属及非金属采选业投资加速.....	15
图表 24 : 重点矿业企业资本性开支提升.....	15
图表 25 : 中国神华 2024 年各业务计划资本开支.....	15
图表 26 : 新疆煤炭、金属矿储备量充足.....	16
图表 27 : 西藏铜矿等金属矿储量较高.....	16
图表 28 : 西藏巨龙铜矿	17
图表 29 : 新疆大南湖二矿	17
图表 30 : 紫金矿业境外营收占比提升.....	17
图表 31 : 2023 年金诚信境外营收占比过半	17
图表 32 : 基建投资保持稳健增长	18
图表 33 : 电力、交运投资保持稳健增长.....	18
图表 34 : 近年来水电投资加速增长.....	19
图表 35 : 水电装机量稳健提升	19
图表 36 : 交通运输投资额保持稳健增长.....	19
图表 37 : 公路建设投资实现双位数高增.....	19
图表 38 : 新疆和静抽水储能电站鸟瞰效果图.....	20
图表 39 : 青海哇让抽水蓄能电站	20
图表 40 : 近年来民爆行业政策梳理.....	21
图表 41 : “十四五”民爆行业主要预期指标.....	22
图表 42 : 民爆企业数量逐年下降	22
图表 43 : 民爆生产企业营收、利润均有提升.....	22
图表 44 : 2024H1 易普力新签亿元以上订单金额及周期梳理.....	23
图表 45 : 工业炸药产销量加速提升.....	25
图表 46 : 多孔粒状铵油（混装炸药）占比提升.....	25
图表 47 : 工业雷管产量呈下降趋势.....	25
图表 48 : 电子雷管占比显著提升	25
图表 49 : 2023 年爆破服务收入 CR10 企业	26
图表 50 : 易普力爆破服务业务毛利率高于同业.....	26
图表 51 : 公司研发人员占比提升	27
图表 52 : 公司研发金额及费用率均有提升.....	27
图表 53 : 2023 年工业炸药产量 CR10 企业	28
图表 54 : 2023 年主要民爆企业工业炸药毛利率对比	28
图表 55 : 2023 年各民爆企业许可产能及产能利用率	28
图表 56 : 公司在建产能（截至 2023 年 12 月）.....	28
图表 57 : 2023 年工业雷管产量 CR10.....	29
图表 58 : 公司已基本完成电子雷管产能替换.....	29
图表 59 : 易普力西北地区业务规模较高.....	30
图表 60 : 易普力西北地区毛利率略低于同业.....	30
图表 61 : 2023 年易普力新疆子公司贡献营收较高	31
图表 62 : 2024 年公司新签亿元以上订单区域占比	31
图表 63 : 2023-2024H1 公司新签亿元以上新疆地区订单	31
图表 64 : 近期中国能建新签新疆地区订单.....	31
图表 65 : 2023 年公司民爆器材产品营业成本占比	32
图表 66 : 硝酸铵价格处于下行趋势.....	32
图表 67 : 公司各项费用率稳中有降.....	33
图表 68 : 2023 年各民爆企业毛利率、净利率对比	33

图表 69 : 利比里亚现场混装炸药半成品制备站.....	35
图表 70 : 巴基斯坦 DASU 水电站项目.....	35
图表 71 : 纳米比亚铀矿 EPC 项目	35
图表 72 : 马来西亚 BALEH 水电站项目.....	35
图表 73 : 公司财务指标预测（截至 2024-08-23 收盘）	37
图表 74 : 公司 PE 处于历史低位	37
图表 75 : 公司 PB 处于历史低位	37
图表 76 : 民爆行业各企业 PE 对比（截至 2024-08-23）	38
图表 77 : 民爆行业各企业 PB 对比（截至 2024-08-23）	38
图表 78 : 公司与头部同业公司估值对比（截至 2024-08-23 收盘）	38

1. 易普力：全国民爆龙头，水电渊源深

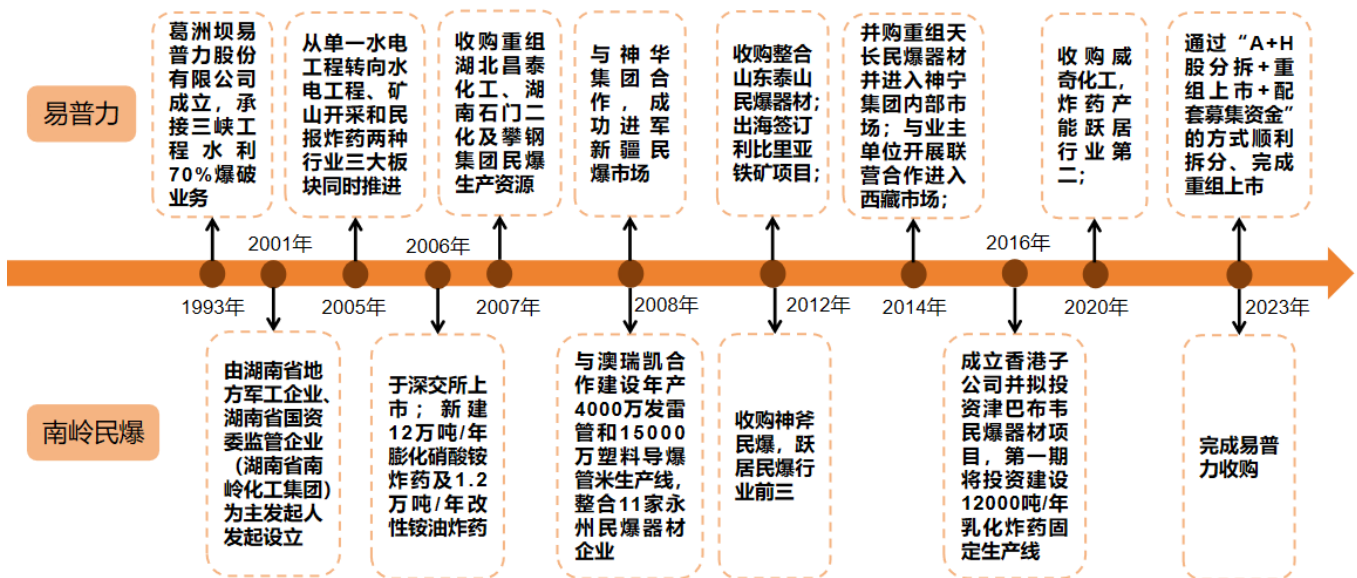
1.1. 公司概况：水电项目起家的全国爆破龙头

公司为民爆企业龙头，年产值行业领先。易普力集民爆物品的研发、生产、销售、爆破服务及绿色矿山建设、矿山开采施工总承包服务为一体，是全国领先的现场混装一体化服务模式应用单位。据中国爆破器材行业协会统计，在2023年民爆生产企业集团排名中，公司生产总值排名第二，工业炸药年产量排名第一，工业雷管年产量排名第五，爆破服务收入排名第二。

➤ 发展历程：三峡爆破需求应运而生，投资并购加速拓展市场

公司为能建葛洲坝旗下爆破子公司，依托母公司平台发展迅速。1993年，易普力在三峡工程的爆破需求下成立。三峡工程顺利完成后，公司研发国内首套移动式地面站，开启混装车跨省作业先河，率先在民爆行业掀起爆破的革命。2005年，易普力进军矿山市场，实施“市场开发+投资并购”双轮驱动战略，完成全国19个省域市场布局，不断完善民爆行业全产业链。2013年，公司提前两年完成既定战略目标，迅速形成了技术领先、模式领先、规模领先、盈利能力领先“四大领先”发展优势。2023年，公司通过“A+H股分拆+重组上市+配套募集资金”的方式顺利拆分、完成重组上市。

图表 1：易普力及南岭民爆关键发展节点



资料来源：各公司公告，各公司官网，第一财经，中国葛洲坝集团媒体号，东方财富证券研究所

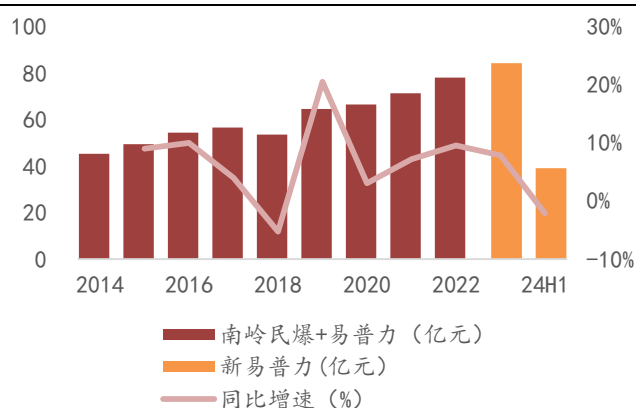
➤ 业绩表现：十年来收入保持稳健增长，2019年后加速发展

近年来公司营收加速提升，预计未来收入有望稳健增长。2014-2023年，合并公司营业收入由45.4亿元提升至84.3亿元，CAGR为7.1%，其中2019年合并公司营业收入增速达20.5%，实现高增；24H1公司实现营业收入39.1亿元，yoy-2.2%。2019年至今，公司在民爆行业重组整合背景下实现业绩加速发展。

2023 年公司年度重点项目签约实现历史性突破，签约转化的规模和质量稳步提升。预计未来在“西部大开发”、“一带一路”政策引领下公司收入有望维持稳健增长。

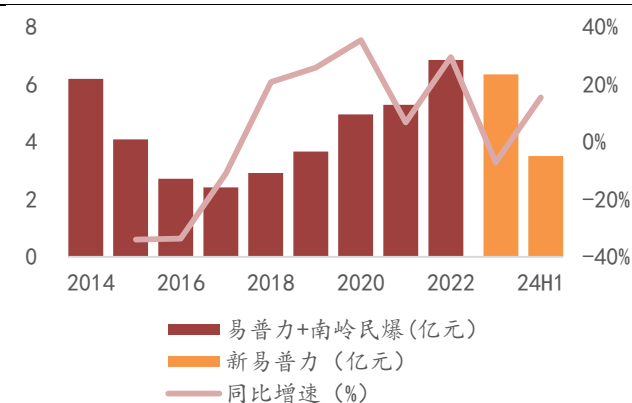
近年来在规模效应下公司利润加速增长，2023 年扣非净利润高增。2014-2023 年，合并公司归母净利润从 6.2 亿元提升至 6.8 亿元，其中 2019-2023 年公司实现归母净利润 CAGR14.7%；24H1 公司实现归母净利润 3.5 亿元，yoy+15.4%。近年来行业整合下公司规模效应提升，利润水平加速提高。其中 2023 年归母净利润同比下降主因公司于 2022 年处置部分子公司股权获得非经常性处置收益约 1.4 亿元，剥离该部分收益造成的影响后公司 2022-2023 年扣非净利润为 5.0/6.3 亿元，yoy+5.1%/+15.6%，2023 年实现扣非净利润高增。

图表 2：合并公司营业收入保持稳健增长



注：2019-2020 的易普力收入为中国能建民爆业务收入；2018 年及之前的易普力收入为葛洲坝民爆业务收入
资料来源：Choice 各公司深度资料，各公司公告，东方财富证券研究所

图表 3：2019 年后公司利润高速增长



注：2020 年及之前易普力的归母净利润来自葛洲坝年报主要控股参股公司分析
资料来源：Choice 各公司深度资料，各公司公告，东方财富证券研究所

➤ 项目概况：水利爆破项目起家，目前业务向西北地区煤炭、矿产领域发展

水电爆破项目起家，业务现已延伸至煤矿、金属矿爆破。三峡水电爆破项目后，公司以该项目作为业务背书，先后承接了水布垭水电站项目、四川溪洛渡水电站项目、拉西瓦水电站项目等多个水电爆破项目。随着公司移动式地面站、高原爆破等技术难点的先后攻克，公司承接了新疆准东露天煤矿开采工程、贵州锦丰金矿开采工程、宝镁轻合金项目等煤矿、金属矿开采爆破工程。目前，公司已成为一体化爆破服务领先的爆破专业化企业。

图表 4：公司水利爆破项目案例：三峡工程



资料来源：易普力公司官网，东方财富证券研究所

图表 5：公司水利爆破项目案例：拉西瓦水电站项目



资料来源：易普力公司官网，东方财富证券研究所

图表 6: 公司矿山爆破项目案例: 新疆准东露天煤矿开采工程



资料来源: 易普力公司官网, 东方财富证券研究所

图表 7: 公司矿山爆破项目案例: 澳华黄金有限公司贵州锦丰金矿开采工程

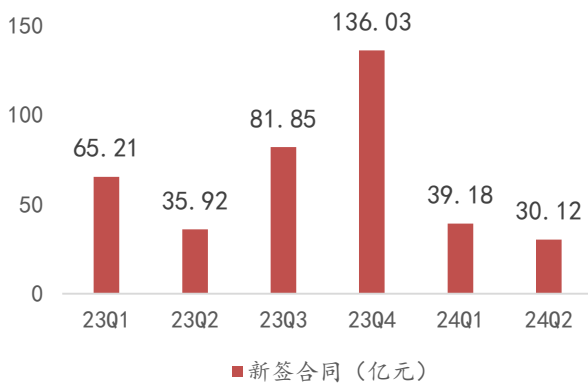


资料来源: 易普力公司官网, 东方财富证券研究所

2023 年新签订单金额较高, 在手订单充足。2023 年公司新签订单金额达 319.0 亿元, 24H1 新签订单 69.3 亿元。其中 2023 年新签订单较高主要为两项长周期大项目订单 (安徽宝镁白云岩矿开采总承包项目合同 123.2 亿元、彝良奎香红岩沟石英砂岩矿开采项目合同 22.7 亿元) 拉动, 两项订单项目周期在三十年左右。目前公司在手未执行订单约 450 亿元, 剔除两项长周期项目在手订单约 300 亿元。总体来看公司重组后新签订单较多, 未来 3-5 年在手订单充足, 预计收入能保持稳健增长。

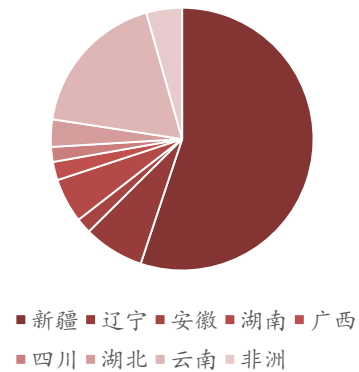
新签订单地区以新疆和海外为主。24H1 公司亿元以上新签订单中新疆地区订单金额高达 33.3 亿元, 占比达到 55.1%, 为主要新签订单省份; 非洲纳米比亚地区订单金额达 2.7 亿元, 占比 4.4%; 其余新签订单地区主要为公司较为强势的华中地区。从新签订单区域分布来看, 公司充分利用母公司能建在新疆的新能源建设资源, 在“西部大开发”、“一带一路”背景下发力新疆、海外地区。

图表 8: 近年来公司新签订单充足



资料来源: 易普力公司公告, 东方财富证券研究所

图表 9: 24H1 公司新签新疆大订单占比过半



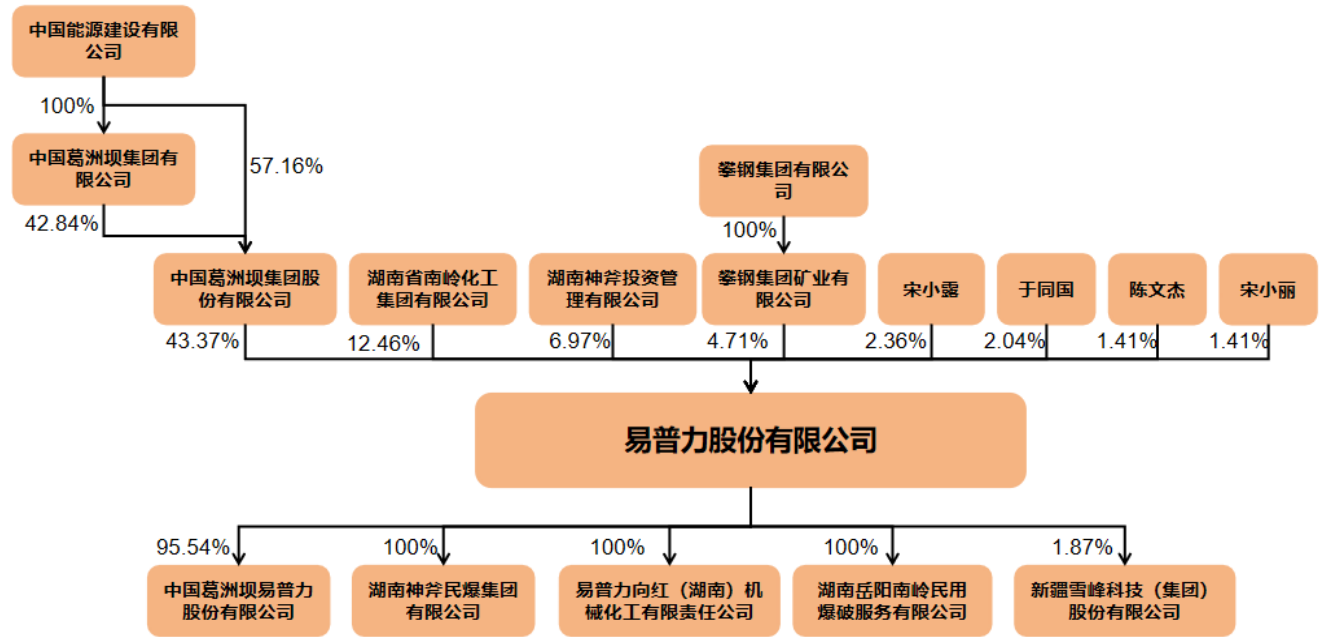
资料来源: 易普力公司公告, 东方财富证券研究所

➤ **股权结构: 能建葛洲坝控股, 母公司项目资源充足**

能建葛洲坝控股, 股权结构集中。公司于 2023 年 2 月 3 日重组上市, 大股东为中国能建控股的葛洲坝集团, 持股 43.37%。其中中国能建为国务院国有资产监督管理委员会 100% 控股的国资企业, 总体来看易普力为国资控股企业, 股权结构稳定。2023 年 5 月 15 日, 公司募集配套资金向特定对象发行新增股份在深圳证券交易所上市, 公司总股本增加至 12.4 亿股, 控股股东中国葛洲坝集团股份

有限公司持股比例由 47.90%下降至 43.37%。

图表 10: 易普力股权结构图 (截至 2023 年年报)



资料来源: Choice 易普力深度资料, 东方财富证券研究所

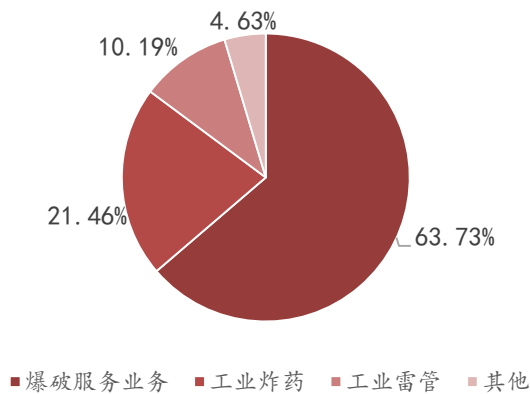
1.2. 业务结构: 爆破服务业务占比 64%, 西北地区占比较高

按业务类别划分, 公司业务主要包括三部分: 1) 爆破一体化服务; 2) 工业炸药业务; 3) 工业雷管业务; 4) 其他业务。

- **爆破一体化服务**业务为公司主要收入来源, 主要提供民爆物品的供应、矿山基建剥离、爆破方案设计和爆破开采、矿物分装和运输等民爆全链条服务。公司矿山爆破一体化服务采用差异化的服务模式, 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。2023 年, 公司爆破服务营业收入实现 53.7 亿元, 营业收入占比达到 63.7%。从毛利率角度看, 2023 年毛利率为 19.5%。公司爆破服务业务毛利率较低主要由于爆破一体化服务业务涉及业务分包, 分包成本较高。
- **工业炸药**业务指的是工业炸药作为民爆产品的生产和销售, 工业炸药主要应用于矿山开采、基础设施建设及其他工程爆破服务。2023 年公司工业炸药实现营业收入 18.1 亿元, 占比达到 21.5%。2023 年毛利率为 37.0%, 同比 2022 年公司合并前提升 6.1pct。
- **工业雷管**业务指的是雷管的生产和销售, 雷管是在管壳内装有点火装置、延期药、起爆药和猛炸药的工业火工品, 是采矿和工程爆破作业中常用的起爆器材。2023 年公司工业雷管实现营业收入 8.6 亿元, 占比达到 10.2%。2023 年毛利率为 32%, 雷管毛利率水平总体保持平稳。
- **其他业务**主要包括军用火工品、消防产品及提供消防系统化服务。其中消防系列产品包括消防火工品配件系列, 包括各类型灭火器、公共客车和隧道智能消防灭火系统以及提供消防系统化解方案等产品或服务, 主要为合并前南岭民爆的消防系列业务。2023 年公司其他业务营业收入为 3.9

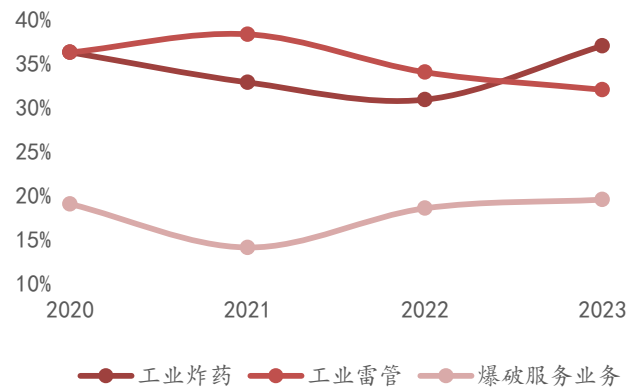
亿元，占比 4.6%，收入规模较小。

图表 11：2023 年公司爆破服务收入占比过半



资料来源：Choice 易普力深度资料，东方财富证券研究所

图表 12：公司工业炸药、爆破服务业务毛利率提升



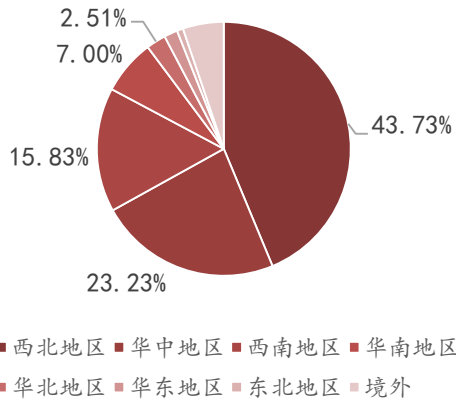
注：2022 年及之前毛利率为南岭民爆各业务毛利率
资料来源：Choice 易普力深度资料，东方财富证券研究所

➤ 按区域划分，公司主要布局西北、西南及大本营华中区域，逐步开拓海外市场。

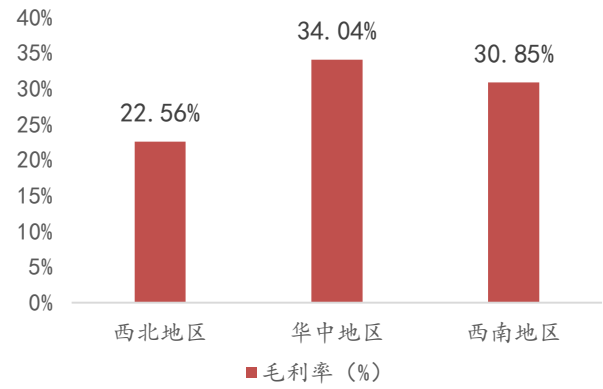
- **营收方面**，2023 年公司西北/华中/西南/华南/华北/华东/东北/境外地区收入分别实现 36.9/19.6/13.3/5.9/2.1/1.4/0.7/4.4 亿元，同比增长 22.1%/324.1%/49.6%/25.1%/36.5%/102.2%/-3.5%/17.6%，占比分别为 43.7%/23.2%/15.8%/7.0%/2.5%/1.7%/0.8%/5.2%。其中占比较高、增速较快的区域为西北、西南及易普力大本营华中区域，主因 2023 年煤炭保供政策继续发力，优质煤炭产能继续释放，带动公司西北区域爆破业务大幅上涨。同时，在“一带一路”政策带领下，公司积极布局海外市场，2023 年实现双位数高增。
- **利润方面**，2023 年公司西北/华中/西南地区毛分别实现毛利 8.3/6.7/4.1 亿元，毛利率分别为 22.6%/34.0%/30.9%，目前华中地区作为基地市场毛利率水平较高，而西北市场仍处于开发阶段，公司市场基础有待积累，我们判断西北地区毛利率提升空间较大。

图表 13：2023 年公司西北、华中地区收入占比较高

图表 14：2023 年公司西北地区业务毛利率较低



资料来源：Choice易普力深度数据，东方财富证券研究所



资料来源：Choice易普力深度数据，东方财富证券研究所

总体来看，公司业务优势突出，为市场稀缺的高确定性稳健成长标的。易普力为民爆行业龙头，2023年爆破服务产值第二、工业炸药产值第一。我们判断在西部大开发及水利水电建设加速背景下，民爆需求有望保持稳定增长，供给端有望进一步集中。公司重组后经营效率提升，海外拓展起步，在下游水利水电、矿山开采行业整体高景气下核心受益，是市场稀缺的高确定性稳健成长标的。

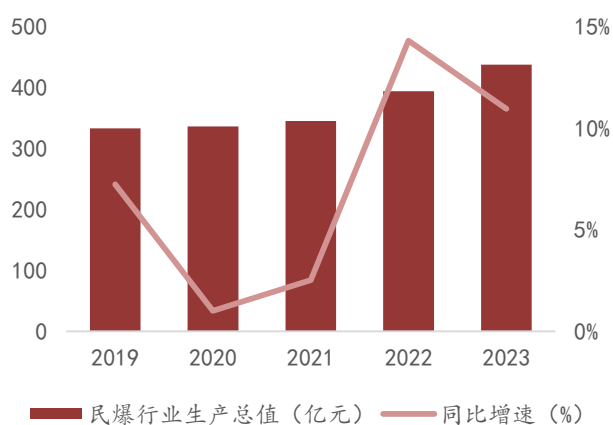
2. 行业分析：民爆行业为“隐形的国民经济基石”，需求提升，供给集中

2.1. 需求端：采矿、水电投资稳健增长，民爆下游需求提升

2.1.1. 下游需求结构：矿山开采为主，基建为需求增长点

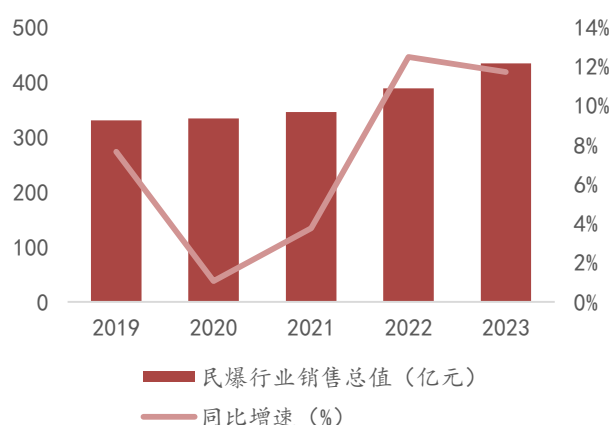
民爆生产空间 437 亿元，总值稳健提升。2019-2023 年，民爆行业生产总值从 332.5 亿元提升至 436.6 亿元，CAGR 达到 7.1%，2023 年同比增速达到 10.9%；销售总值从 330.9 亿元提升至 434.5 亿元，CAGR 达到 7.0%，2023 年同比增速达到 11.7%。近年来民爆行业总体随矿石开采、基建需求呈现稳健增长，2023 年受益于煤炭保供政策，民爆生产、销售实现双位数高增。

图表 15：民爆行业生产总值稳健提升



资料来源：中爆协公众号，东方财富证券研究所

图表 16：民爆行业销售总值增速较高

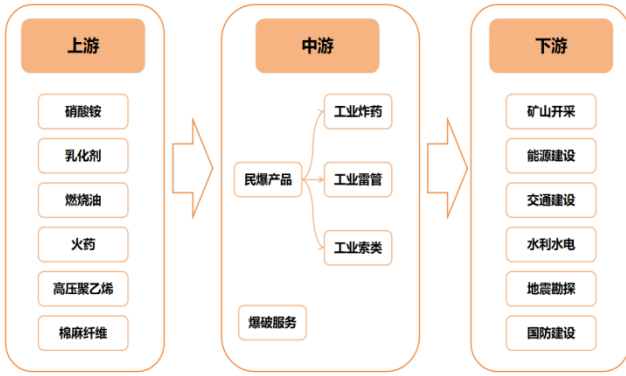


资料来源：中爆协公众号，东方财富证券研究所

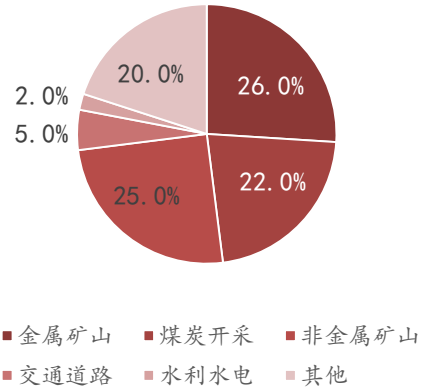
产业链下游以矿山开采、铁路道路、水利水电为主。从民爆行业产业链来看，民爆行业上游主要包括硝酸铵、乳化剂等炸药原材料；中游主要为民爆产品（主要包括工业炸药、雷管、导索）的生产和销售以及爆破服务；下游主要为矿山开采、能源建设、水利水电等领域。2023 年民爆行业下游应用占比来看，矿山开采（金属矿山+煤炭开采+非金属矿山）、基建（铁路道路+水利水电）占比分别达到 73%、7%，矿山开采为民爆目前主要需求，基建需求占比接近 10%。

图表 17：民爆行业产业链结构

图表 18：2023 年民爆行业下游应用领域占比



资料来源：华经产业研究院，前瞻产业研究院，东方财富研究所



资料来源：中爆协公众号，东方财富研究所

2.1.2. 矿山开采：占民爆总需求 70%，高煤价/金属价格有望使得资本开支维持高位

目前民爆产业 70% 的应用主要集中在采矿业。露天矿开采由剥岩、采矿和掘沟三个环节组成，其主要生产工艺程序为穿孔、爆破、铲装与运输及岩石的排卸。其中爆破作业是露天矿开采的重要工序，为随后的采装、运输、破碎提供适宜的矿岩物。

➢ 国家对煤炭、矿山开采行业优质产能、安全建设重视度提升

国家多次颁布煤炭保供、矿山安全相关政策。近年来，发改委、国家矿山安全监察局、煤电油气运保障工作部等相关机构多次发布有关核增煤炭产能、保障煤炭供应、以及绿色矿山相关的政策内容。国家对于煤炭、矿山开采优质产能、安全规范等问题高度重视，带动民爆行业规范化发展。

图表 19：近年来煤炭、采矿业政策梳理

发布时间	政策	重点内容
2021 年 7 月	国家发改委、国家能源局、国家煤矿安监局联合印发《关于实行核增产能置换承诺加快释放优质产能的通知》	鼓励符合条件的煤矿核增生产能力，对煤矿产能核增实行产能置换承诺制。在 2022 年 3 月 31 日前提出产能核增申请的煤矿企业，可在获批后三个月内完成产能置换，不需提前完成。
2021 年 10 月	山西省煤电油气运协调保障领导小组发布《关于将部分煤矿列入保供煤矿并按要求组织生产的通知》	按省委省政府关于“增产保供”有关要求，决定将 2021 年 1-8 月已完成全年产量的煤矿列入保供煤矿；对 2021 年山西拟核增产能的 98 座煤矿列入保供煤矿，同时启动核增手续办理工作。
2022 年 7 月	应急管理部、国家矿山安全监察局印发《“十四五”矿山安全生产规划》	完备矿山安全体系，矿山安全综合治理，控制事故总量持续下降，遏制重特大事故。
2022 年 12 月	煤电油气运保障工作部际协调机制印发《关于切实做好 2023 年元旦春节期间煤炭供应保障工作的通知》	要求煤炭生产企业提前制定两节和元月份的生产计划，元旦春节期间做到不停工、不停产、供应不断档，严格执行好电煤中长期合同，督促铁路运输企业切实做好煤炭运输保障，强化对发电用煤、民生供暖用煤的运力支持。
2023 年 4 月	《自然资源部关于规范和完善砂石开采管理的通知》	推进绿色矿山建设和加强监管执法等方面提出工作要求，全过程指导地方提升砂石资源市场供应能力，支持重大基础设施建设项目有效推进，规范砂石资源开采秩序。

资料来源: 国家发改委, 国家矿山安全监察局, 自然资源部, 东方财富证券研究所

➤ 历史来看高矿产价格总体刺激企业资本开支

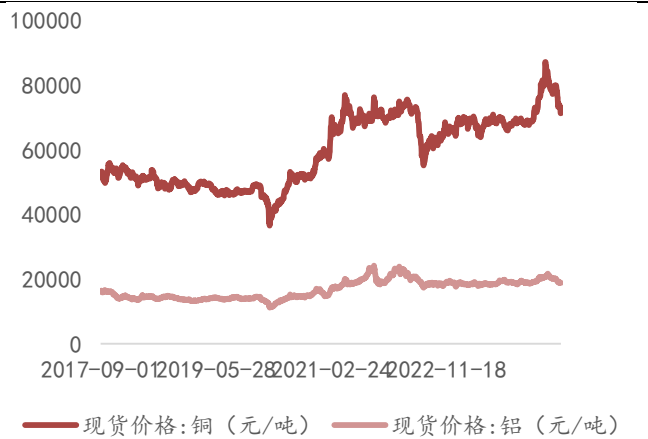
煤炭、金属价格处于历史高位, 带动行业固定资产投资增长。2020年6月至2021年12月, 煤炭、铜、铝价格分别从551/45, 748/13, 693元/吨提升至1, 015/70, 101/20, 170元/吨, 提升幅度达到84.2%/53.2%/47.3%。同时期, 煤炭、金属、非金属开采与洗选业固定资产投资额加速提升(2022年2月煤炭/金属/非金属固定资产投资额累计同比45.4%/62.5%/21.1%)。2024年8月, 煤炭/铜/铝价格分别为835/71, 335/18, 860元/吨, 处于历史高位水平, 煤炭、金属开采投资有望在价格带动下加速提升, 带动民爆需求高增。

图表 20: 煤炭价格处于历史高位水平 (截止 2024-08-04)



资料来源: Choice中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

图表 22: 近期铜、铝价格处于历史高位水平 (截止 2024-08-07)



资料来源: Choice中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

图表 21: 煤炭开采业投资加速 (截止 2024 年 6 月)



资料来源: Choice中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

图表 23: 金属及非金属采选业投资加速 (截止 2024 年 6 月)

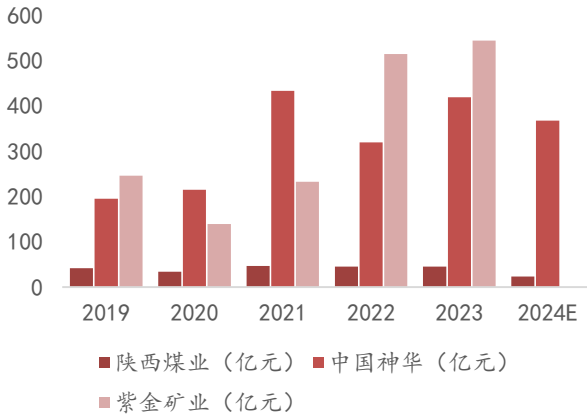


资料来源: Choice中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

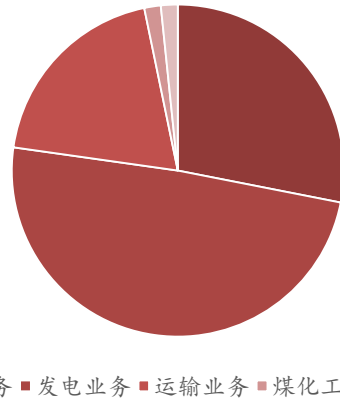
近年来重点矿业企业资本性支出提升。2023年陕西煤业、中国神华、紫金矿业资本性开支分别达到45.2/419.6/544.3亿元, 2024年陕西煤业、中国神华计划资本性开支23.3/368.0亿元, 其中陕西煤业计划资本开支投向以小保当矿井、选煤厂等项目为主, 中国神华计划2024年支出98.2亿投向煤炭业务, 占比26.7%。由于煤炭、金属矿价格处于历史高位水平, 各大矿企开采意愿较高, 近年来提高资本性开支, 促使民爆下游需求高增。

图表 24: 重点矿业企业资本性开支提升

图表 25: 中国神华 2024 年各业务计划资本开支



资料来源: 各公司公告, 东方财富证券研究所



资料来源: 中国神华公司公告, 东方财富证券研究所

西部开发进一步提升开采需求

“西部大开发”提出以来, 新疆、西藏等地区当地资源加速开发, 经济发展加速。2019 年国家发展改革委印发《西部陆海新通道总体规划》, 明确到 2025 年将基本建成西部陆海新通道。2024 年 4 月, 习近平总书记在重庆主持召开新时代推动西部大开发座谈会并发表重要讲话, 要求西部地区因地制宜发展新质生产力, 探索发展现代制造业和战略性新兴产业, 布局建设未来产业, 形成地区发展新动能。

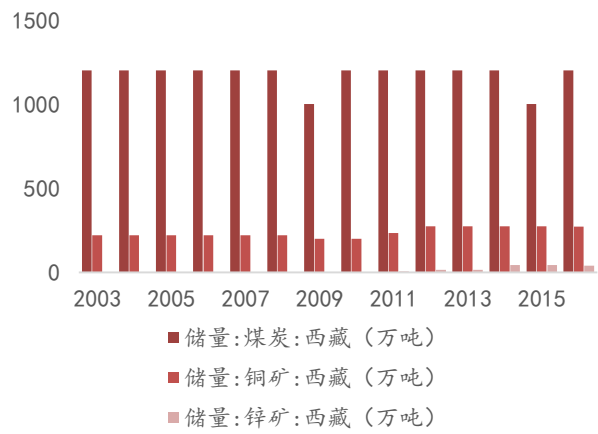
新疆、西藏矿产及煤炭资源储备丰富, 未来开采力度有望提升。2016 年新疆煤炭储备量高达 162.3 亿吨, 铜矿、锌矿储备量达 224.8 万吨、196.4 万吨; 西藏煤炭、铜矿、锌矿储备量达 1,200/272.3/40.3 万吨。而 2021 年全国煤炭/铜/锌产量仅 40.7 亿吨/0.19 万吨/0.41 万吨。新疆、西藏煤炭、矿产储备充足, 目前开采规模仍较低, 预计未来西部地区煤炭、矿产开采有望加速。

图表 26: 新疆煤炭、金属矿储备量充足



资料来源: Choice 中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

图表 27: 西藏铜矿等金属矿储量较高



资料来源: Choice 中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

西藏、新疆重大煤矿、金属矿资源较多, 近年来开采加速:

- **西藏巨龙铜矿:** 2024 年 2 月西藏巨龙铜矿二期改扩建工程项目获有关部门核准。项目预计 2025 年底建成投产, 达产后一二期合计年采选矿石量将超过 1 亿吨, 年矿产铜将达 30-35 万吨, 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。

- **新疆大南湖二矿**: 2024年3月, 哈密煤电公司大南湖二矿收到新疆维吾尔自治区自然资源厅颁发的采矿许可证, 获得1300万吨/年采矿许可。大南湖二矿采矿权面积40.5177平方公里, 资源储量24.2071亿吨, 能为周边电厂提供稳定可靠的电煤供应, 为疆煤出区、疆电外送做出积极贡献。
- **西藏朱诺铜矿**: 2023年8月紫金矿业以16.46亿元收购中汇实业48.59%股权, 进而获得国内未开发超大型铜矿西藏朱诺铜矿的相对控股权。西藏朱诺铜矿位于西藏日喀则地区昂仁县境内, 地处世界三大斑岩成矿域之一特提斯-喜马拉雅成矿域的冈底斯成矿带, 保有铜金属量220万吨, 平均品位0.62%; 另有低品位铜金属量134万吨, 平均品位0.29%, 为目前我国境内稀缺的未开发超大型铜矿。

图表 28: 西藏巨龙铜矿



资料来源: 矿业界公众号, 东方财富证券研究所

图表 29: 新疆大南湖二矿



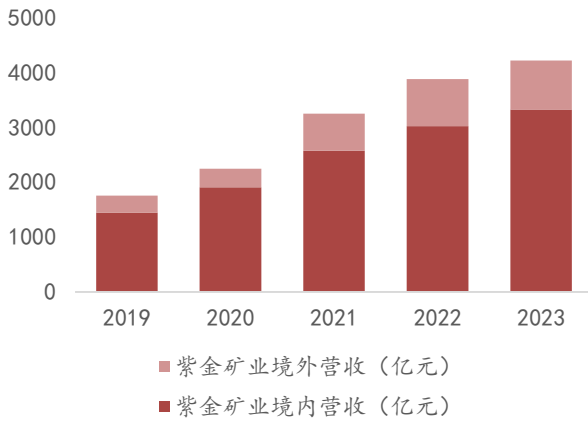
资料来源: 中国煤炭经济研究会公众号, 东方财富证券研究所

➤ **矿业企业加速出海, 海外市场空间拓展**

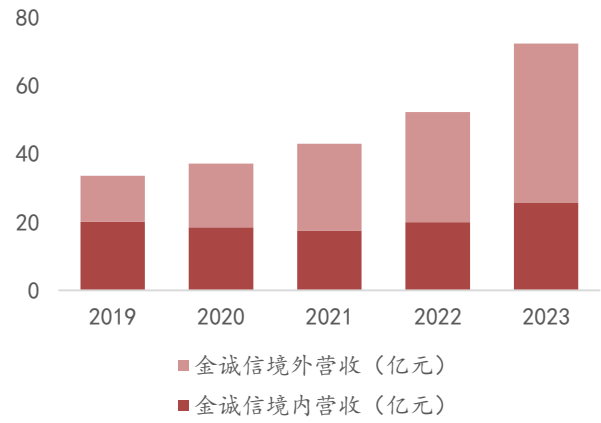
紫金矿业、金诚信等矿企加速海外布局, 海外空间拓展。2019-2023年, 紫金矿业、金诚信境外收入占比分别从17.6%/40.3%提升3.5/24.3pct至21.2%/64.5%。近年来, 受制于国内矿产、金属资源的有限性, 中国矿企纷纷选择出海投资, 在全球范围内布局矿产资源, 增强资源供应的稳定性和安全性。矿企出海拓展了海外矿山开采需求, 充分拓展了民爆企业下游市场空间。

图表 30: 紫金矿业境外营收占比提升

图表 31: 2023年金诚信境外营收占比过半



资料来源: Choice紫金矿业深度资料, 东方财富证券研究所



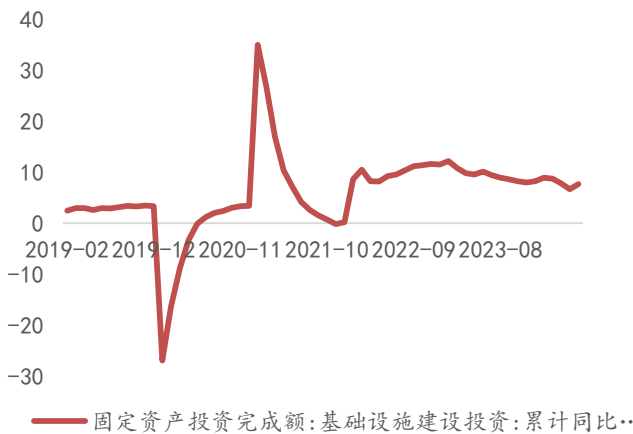
资料来源: Choice金诚信深度资料, 东方财富证券研究所

2.1.3. 基建方面: 水利、电力行业有望保持高景气

民爆行业广泛应用于基建行业开山挖洞等工程。基础建设领域中, 民爆主要应用于钻爆法开掘隧道、开山挖洞、拆除楼房、破坏烟囱等, 在铁路、公路建设和水利水电工程中应用广泛, 是基础设施建设中的重要环节之一。

基建投资保持稳健, 细分行业来看, 民爆行业涉及的交通运输类、水利电力类投资增速保持平稳。2023、24H1 基建行业固定资产投资完成额增速分别达到 8.2%、7.7%, 近年来基建投资保持稳健增长。细分行业来看, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长较快, 交通运输、仓储和邮政业投资增速稳中有降, 水利、环境和公共设施管理业投资放缓。

图表 32: 基建投资保持稳健增长



资料来源: Choice中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

图表 33: 电力、交运投资保持稳健增长



资料来源: Choice中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

- 近年来国家表态加强水利建设、能源建设, 关注水电、运河等领域带来爆破需求增量

2023年4月总书记考察广东, 首站湛江, 考察了海洋渔业、生态保护、港口运营、水资源配置4大项目。大水桥水库系环北部湾广东水资源配置工程(去年8月开工建设, 总投资超600亿元)湛江引调水向南输水的终点站。

2023年四季度, 中央财政增发万亿国债, 资金主要投向水利领域。截至5月末, 在已落地的1.5万个项目中, 已开工建设的约1.1万个, 开工率超过70%; 灾后恢复重建项目总体进展较快, 以京津冀为重点的华北地区等8省市项目开

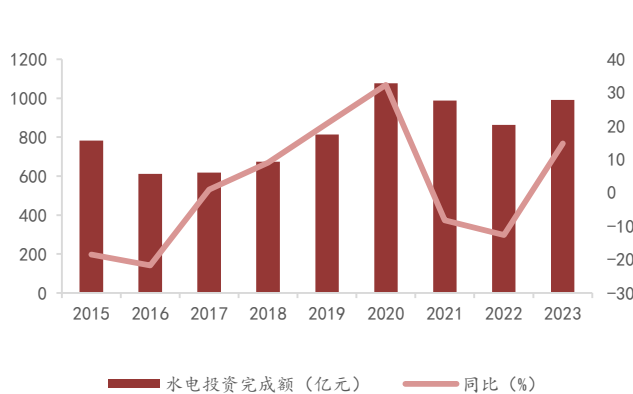
工率达到 80%左右。

水电投资完成额稳步有升,水电装机规模稳定增长。2023 年投资完成额 991 亿元, yoy+14.8%; 2023 年全国水电装机容量 42,154 万千瓦, yoy+1.8%。近年来大型水利水电站项目主要资金来源确定性较高,为近年来基建投资增速较高的细分板块,未来预计将保持高景气。

我们长期看好能源和水利等基建细分领域发展前景,提示关注水电、运河两个领域未来均将带来百万吨级别的爆破增量需求。

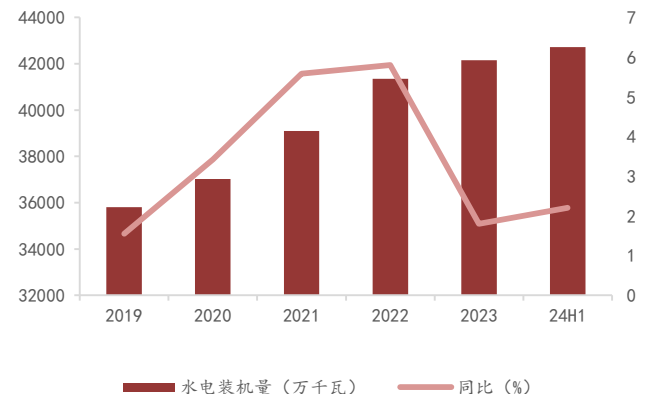
- 水电方向,我们在 6 月外发的《建筑行业专题研究:大风起兮、云起龙骧——大国重器系列报告之水电(2024-06-27)》中判断雅鲁藏布江下游水电开发项目有望按十四五规划节奏落地,并粗略测算雅下项目在投资总量超 0%、50%、100%的三种情境下,爆破需求分别对应约 98 万 t (196 亿元)、147 万 t (293 亿元)、196 万 t (391 亿元)。
- 运河方向,由于其运输成本低廉,一般水运成本只有铁路、公路、航空运输成本的 1/2、1/5、1/20,对于发展区域经济有重要意义。近年来运河规划建设提速,江淮运河(950 亿)已于 2023 年通航,平陆运河(680 亿)预计将于 2026 年建成,浙赣粤运河(3200 亿)、荆汉运河(748 亿)、湘桂运河(1500 亿)、河南内河水运(1416 亿)、三峡水运新通道和葛洲坝航运扩能(491 亿)等重要项目均在推进中,上述在建或规划的 6 大运河类项目合计投资额约 8000 亿。我们参考平陆运河炸药单耗水平,估算该项目炸药用量规模约为 17 万 t,据此按投资额等比例估算上述在建或规划的 6 大运河类项目炸药用量规模约为 200 万 t。

图表 34: 近年来水电投资加速增长



资料来源: Choice 中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

图表 35: 水电装机量稳健提升

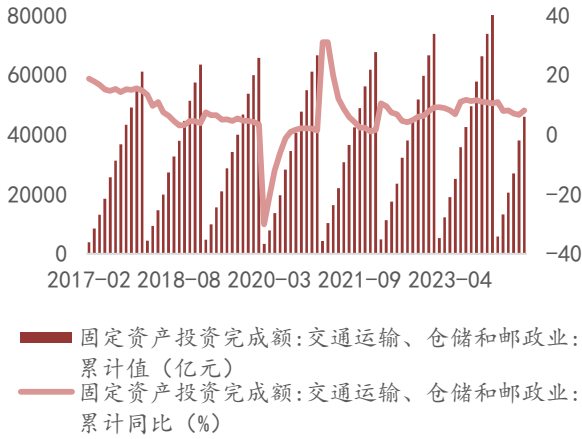


资料来源: Choice 中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

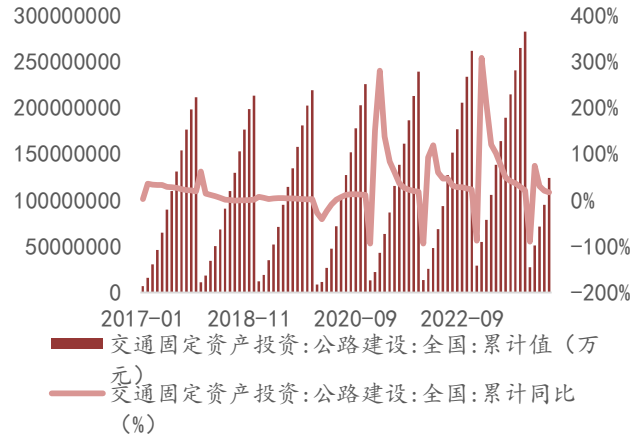
公路建设投资加速,民爆需求有望提升。2023 年我国交通运输、仓储和邮政业固定资产累计完成额达到 81,641 亿元,同比增长 10.5%,其中公路建设固定资产投资达到 28,240 亿元,同比增长 20.8%。近年来公路建设投资保持双位数高增长,下游建设需求较高,民爆行业需求增长。

图表 36: 交通运输投资额保持稳健增长

图表 37: 公路建设投资实现双位数高增



资料来源: Choice中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所



资料来源: Choice中国宏观经济数据库, 东方财富证券研究所

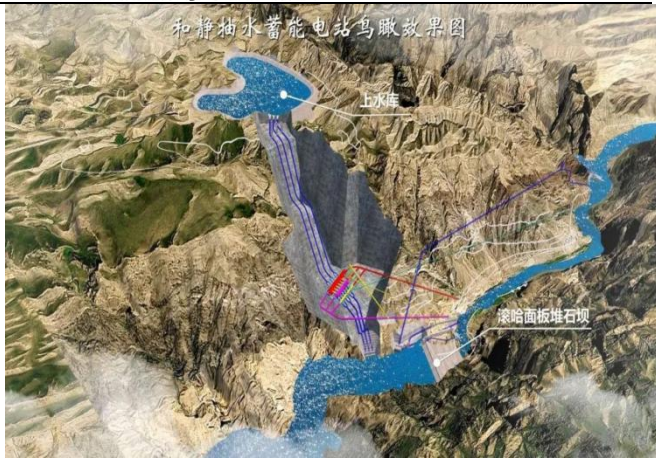
➤ 西部大开发进一步提升基建需求

公路建设投资加速, 民爆需求有望提升。2012年水利部印发《西部大开发水利发展“十二五”规划》以来, 西部水利水电投资加速, 多个重点项目加速开发, 2024年8月23日中共中央政治局召开会议审议《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》, 未来新疆、西藏等民爆下游需求有望进一步提升。

- **墨脱水电站:** 墨脱水电站计划修建于中国西南地区, 地势落差较大且地形十分复杂, 水能资源尤为丰富。雅鲁藏布江蕴含的水资源能量高达1.13亿千瓦, 占西藏理论上水能资源能量的50-60%。若建成水坝, 拦洪蓄水, 节能发电, 墨脱水电站装机容量将是三峡水电站的两倍以上。目前墨脱水电站的开工已纳入“十四五”规划, 即将带动西部民爆需求进一步扩张。
- **新疆和静抽水蓄能电站:** 2023年11月, 新疆和静抽水蓄能电站举办开工仪式, 该项目是国家能源局《抽水蓄能中长期发展规划(2021—2035年)》“十四五”重点实施项目, 工程总投资161.16亿元, 设计装机210万千瓦。这也是新疆装机容量最大的抽水蓄能项目, 电站建成后在新疆电网中主要承担电力系统调峰、填谷、储能、调频、调相和紧急事故备用等任务。
- **青海贵南哇让抽水蓄能电站:** 电站位于青海省海南藏族自治州贵南县境内, 总装机容量280万千瓦, 共安装8台单机容量35万千瓦可逆式机组, 按日调节、连续满发7小时设计。电站建成投产后, 每年相当于替代燃煤182万吨、减少二氧化碳排放455万吨, 可有效平抑新能源随机性、波动性影响, 促进清洁能源可靠消纳, 将对青海乃至西北电力系统安全稳定运行、促进新能源开发利用具有重要作用。目前各项工程建设有序推进。

图表 38: 新疆和静抽水蓄能电站鸟瞰效果图

图表 39: 青海哇让抽水蓄能电站



资料来源：光明日报，澎湃新闻，东方财富证券研究所



资料来源：抽水蓄能行业分会公众号，东方财富证券研究所

2.2. 供给端：行业整合加速，头部份额提升

2.2.1. 政策端：十四五政策出台助推行业规范化、集中化

国家多次颁布民爆行业生产规范，指导行业出清落后产能、提升集中度。自2006年以来，国家多次颁布民爆行业发展规划、政策，强调减少生产企业数量，培养国内外头部龙头企业，提升行业集中度。同时强调生产安全规范，加快行业市场化和资源整合，出清落后、低效产能。

图表 40：近年来民爆行业政策梳理

发布时间	政策	主要内容
2006年7月	《民爆器材行业“十一五”规划纲要》	要求生产企业减少到200家以内、加快民爆行业调整重组进度；
2011年12月	《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》	要求培育3-5家龙头企业，打造20家左右跨地区、跨领域具备一体化服务能力的骨干企业，引领民爆行业实现跨越式发展。
2014年12月	《有关放开民爆器材出厂价格、取消对民爆器材流通费率管理和切实加强行业和市场监管的通知》	加快行业市场化和资源整合，尽快取消对民爆器材流通费率的管理，流通环节价格由市场竞争形成。
2016年9月	《民用爆炸物品行业“十三五”发展规划》	培育3~5家具有国际竞争力的龙头企业，前15家生产企业生产总值占比突破60%
2018年9月	《民爆物品管理审批突出问题专项治理工作》	加强民爆物品管理，消除安全隐患，淘汰落后产能，加强行业规范化管理。
2018年11月	《关于推进民爆行业高质量发展意见》	淘汰落后产能，推进形成规划科学、政策合理、标准完善的民爆行业高质量发展保障体系。
2020年4月	《民爆行业安全生产专项整治三年行动方案》	完善和落实重在从根本上消除民爆生产安全事故隐患，推进民爆行业安全治理体系和治理能力现代化。
2021年11月	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	民爆行业生产企业数量下降至50家，排名前十的民爆企业生产总值占比提升至60%左右；混装炸药许可产能占比提升至35%以上
2022年7月	《工业和信息化部安全生产司关于进一步做好数码电子雷管推广应用工作的通知》	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”工作要求，按期对普通工业雷管实施停产、停售。

2023年9月	《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》	进一步提高了矿山安全监管的要求，强调科技创新对矿山安全的支撑，并提出“力争到2025年年底，生产矿山建立本单位采掘（剥）施工队伍或者委托具备相应条件的企业整体管理”。
2023年9月	《关于认定露天煤矿重大事故隐患情形的通知》	“采煤工程”不得作为独立工程对外承包，不得使用劳务派遣工，承包单位完全实现无人驾驶运输的除外。

资料来源：工业和信息化部官网，国家发改委，国家矿山安全监察局，前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

“十四五”规划要求民爆生产企业下降至50家，行业集中度提升。2021年12月，工信部和信息部发布《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，规划中提出截至2025年，预期民爆行业生产企业数量下降至50家，排名前十的民爆企业生产总值占比提升至60%左右；混装炸药许可产能占比提升至35%以上。预期2025年民爆行业集中度提升，龙头效应更加显著，混装炸药替代传统工业炸药替代率提升。

图表 41：“十四五”民爆行业主要预期指标

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. 生产企业（集团）数量	76	≤50	预期性
8. 排名前10家民爆企业行业生产总值占比（%）	49	≤60	预期性

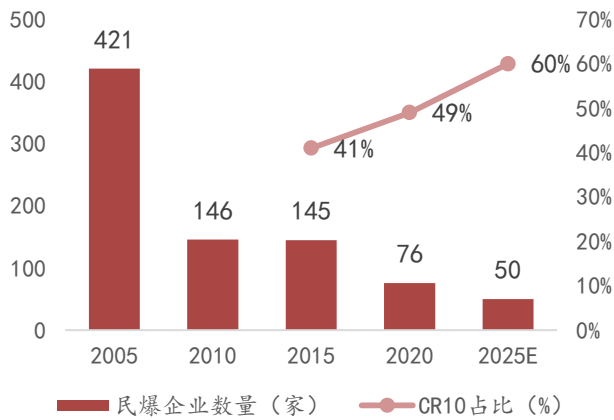
资料来源：工业和信息化部官网，东方财富证券研究所

2.2.2. 行业集中度提升仍有空间，格局有望进一步优化

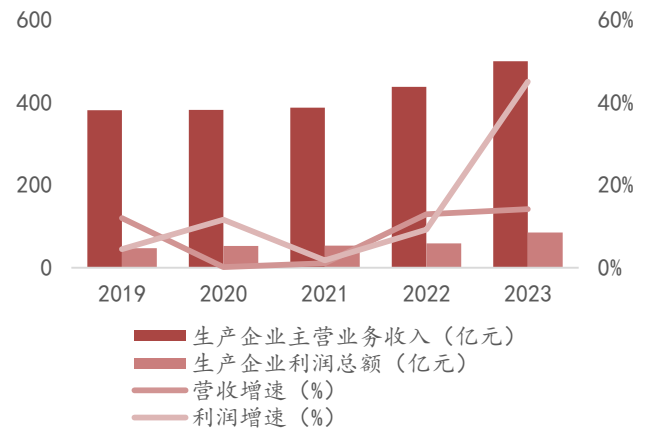
近年来民爆企业集中度提升初见成效，行业整体盈利能力提升。从2005年到2020年，民爆生产企业数量从421家减少至76家，集中度明显提升。2019-2023年，民爆生产企业营业收入从381.1亿元增长至499.5亿元，CAGR达到7.0%，2023年同比增速达到14.2%；利润总额从47.4亿元增长至85.3亿元，CAGR达到15.8%，2023年同比增速达到45.0%，体现由于行业集中度提升，行业盈利能力获得提升，我们认为行业集中度提升仍将保持继续。

图表 42：民爆企业数量逐年下降

图表 43：民爆生产企业营收、利润均有提升



资料来源：工业与信息化部官网，东方财富证券研究所



资料来源：中爆协公众号，东方财富证券研究所

民爆项目周期长、项目难度高，自身性质决定了行业集中度提升。由于民爆下游项目以矿山、水利水电为主，该领域投资额高（易普力重点订单合同通常 3 亿元以上）、单个项目时间周期长（23Q4-24Q2 易普力新签亿元以上订单中 15 年以上合同金额占比为 69.3%）、错误成本高、服务属性强，且需要面对地下、水下等各种复杂场景，业主方对于上游的要求较高，天然有利于提升客户粘性。在我国各行业建设逐渐向重点工程提升，且多数下游行业集中度也在提升的背景下，我们判断行业集中度仍将提升。

图表 44：2024H1 易普力新签亿元以上订单金额及周期梳理

合同签订季度	项目(合同)名称	合同金额 (亿元)	项目周期(年)
2023Q4	《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》	8.1	5
2023Q4	广西兴业县司马岭矿区建筑用岗岩矿矿山开采施工总承包合同	1.83	5
2023Q4	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	30
2024Q1	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	1-5
2024Q1	东露天矿煤岩爆破服务合同	4.51	1-5
2024Q1	安徽省青阳县小阳山冶金用白云岩矿矿山开采及矿石加工生产运营合同	1.15	9
2024Q1	湖南省临澧县樟树垭矿区制灰用灰岩矿矿山施工总承包合同	3.31	15
2024Q1	四方岭矿山石灰石开采施工合同	1.37	1-5
2024Q1	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)	1.11	1-5
2024Q1	黄山石灰石矿山开采施工总承包合同(四川金顶顺采矿业有限公司)	2.04	1-5
2024Q1	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	27
2024Q2	新疆金能矿业有限公司露天煤矿2024-2026年采场爆破工程承包合同	3.58	3
2024Q2	新疆宜化矿业有限公司五彩湾露天煤矿爆破、采剥工程承包合同补充协议	1.33	4
2024Q2	国家能源集团新疆公司黑山露天矿2024年-2026年爆破工程一标段施工合同	13.11	3
2024Q2	新疆圣雄能源股份有限公司托克逊县黑山矿区小露天煤矿2024年至2026年矿山施工总承包工程合同及补充协议	9.04	2.75
2024Q2	纳米比亚湖山铀矿钻爆施工服务合同	2.66	5

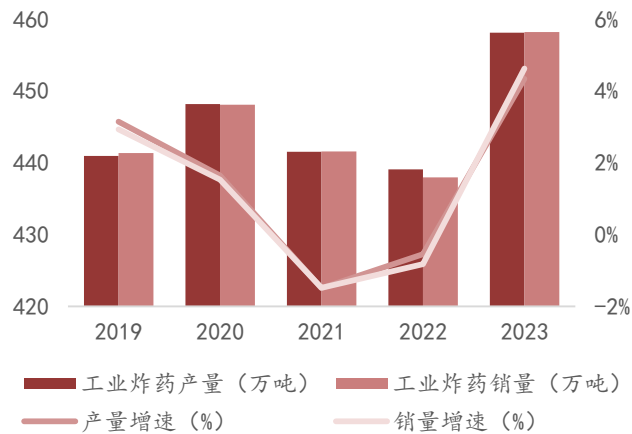
资料来源：易普力公司公告，东方财富证券研究所

2.2.3 产品结构趋势：混装炸药和电子雷管替代率提升

2023年工业炸药产销量提升。2019年至2023年，工业炸药产量、销量分别由441.0/441.3万吨提升至458.1/458.2万吨，其中2023年同比增速分别达到4.3%/4.6%。2020-2022年期间，疫情影响导致基建、矿山开采无法正常施工，工业炸药需求端受影响，生产销售降速。2023年，煤炭开采、水利水电等需求提升，工业炸药产销量均有所提升。

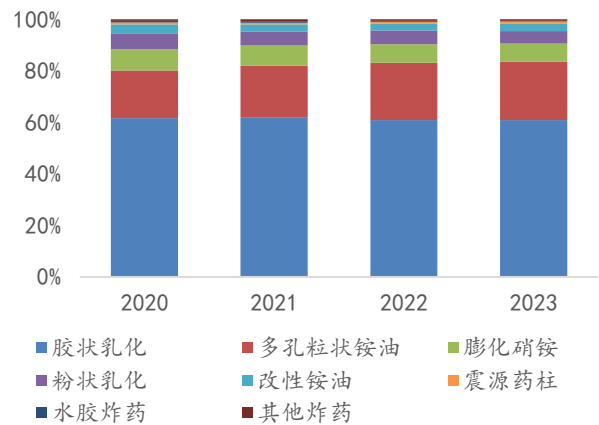
混装炸药在“十四五”规划指导下占比持续提升。目前工业炸药的主要种类可分为硝酸炸药(膨化硝酸铵等)、铵油炸药(多孔粒状铵油、改性铵油等)和乳化炸药(胶状乳化、粉状乳化等)，其中多孔粒状铵油炸药制作过程简单、快速，一般采用现场混制的方法，因此能有效保障运输过程中的安全性，也成为“现场混装炸药”。2020-2023年来，多孔粒状铵油(现场混装炸药)占比从18.5%逐渐提升至22.5%，提升4.0pct，“十四五”民爆行业规划中提出现场混装炸药产能有望在2025年提升至35%，预期未来现场混装炸药将会成为主要品类，炸药生产企业产能需向混装炸药转换。

图表 45: 工业炸药产销量加速提升



资料来源: 中爆协公众号, 东方财富证券研究所

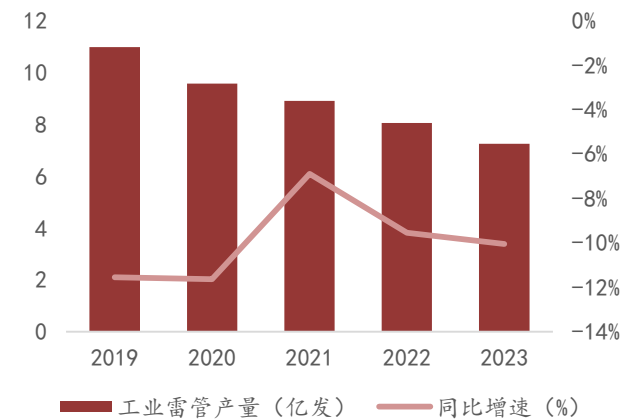
图表 46: 多孔粒状铵油 (混装炸药) 占比提升



资料来源: 中爆协公众号, 东方财富证券研究所

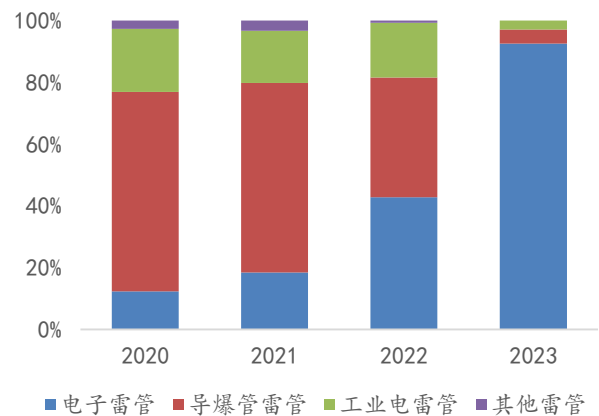
工业雷管产量呈下降趋势, 电子雷管占比大幅提升。2019 年至 2023 年, 工业雷管产量从 11.0 亿发下降至 7.2 亿发, 其中 2023 年同比下降 10.1%, 工业雷管总体产量呈现下降趋势。分产品类别来看, 电子雷管占比从 2020 年的 12.2% 提升至 2023 年的 92.5%, 提升 80.3pct。2022 年 7 月, 工业和信息化部印发要求“除保留少量产能用于出口或其他经许可的特殊用途外, 2022 年 6 月底前停止生产、8 月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其他工业雷管”工作要求, 按期对普通工业雷管实施停产、停售。在此通知的要求下, 工业数码雷管将实现对传统工业雷管的全方面替代, 截至 2023 年年底, 该替换工作已基本实现。

图表 47: 工业雷管产量呈下降趋势



资料来源: 中爆协公众号, 东方财富证券研究所

图表 48: 电子雷管占比显著提升



资料来源: 中爆协公众号, 东方财富证券研究所

3. 公司业务分析：一体化龙头，有望驶入发展快车道

3.1. 公司优势突出：“一体化”服务规模最大的专业化企业，占据行业发展引领地位

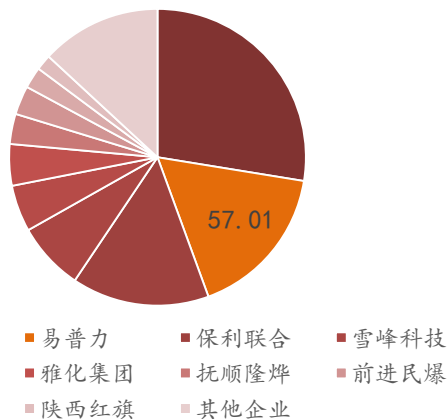
3.1.1. 业务优势：规模优势明显，“一体化”产业链完整

公司为爆破“一体化”服务规模最大的专业化公司，处于龙头地位。易普力是国家高新技术企业和全国首批两化融合管理体系贯标试点企业，是公安部第一届全国爆炸物品公共安全管理标准化技术委员会副主任委员单位，对民爆行业的改革发展享有话语权。重大资产重组完成后，公司成为我国民爆行业头部上市公司和国内从事爆破施工“一体化”服务规模最大的专业化公司，占据行业发展引领地位。

公司具备“双一流”资质，建立一体化产业链。公司拥有营业性爆破作业单位、矿山工程施工总承包“双一级”资质，建立了集民爆科研、生产、销售、爆破服务及绿色矿山建设、矿山开采施工总承包于一体的完整产业链，主要为国内外重要能源工程、基础设施建设、大型矿山工程等提供专业化、一体化的民用爆破服务和绿色化、数智化矿山施工总承包服务。同时，公司以民爆关联产业为拓展，围绕民爆产业链条积极拓展军工安防、民爆装备、核心原材料等业务，支撑民爆主业发展。

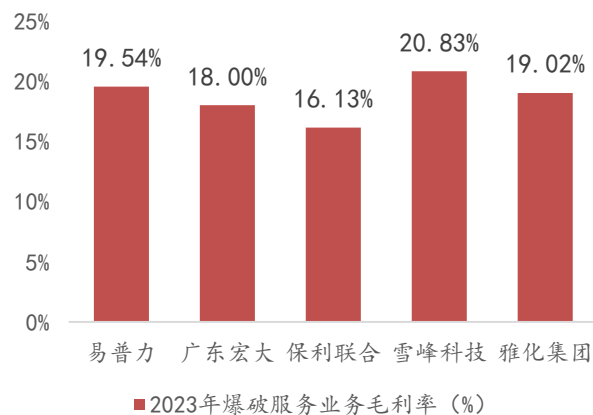
2023 年公司爆破服务收入位列行业第二，毛利率高于同业平均水平。2023 年民爆行业共实现爆破服务收入 338.0 亿元，公司实现爆破服务收入 57.0 亿元，占比 16.9%，位列行业第二。在手订单方面，公司 2023 年全年新签订单达 319.0 亿元，在手订单充足。利润方面，公司 2023 年爆破服务毛利率达到 19.5%，高同业平均水平（18.7%）。总体来看，公司爆破服务收入规模位列行业龙头，在手订单充足，订单转化顺利，的情况下可保障未来 3-5 年龙头地位不变。利润方面，公司爆破服务高于同业平均水平，利润有较大优势。

图表 49：2023 年爆破服务收入 CR10 企业（亿元）



资料来源：中爆协公众号，东方财富证券研究所

图表 50：易普力爆破服务业务毛利率高于同业平均



注：因雅化集团2023年修改营收构成拆分口径，采用2022年爆破服务毛利率作为替代

资料来源：Choice各公司深度资料，东方财富证券研究所

3.1.2. 产品优势：研发能力强，持续投入混装炸药、电子雷管产能升级替换

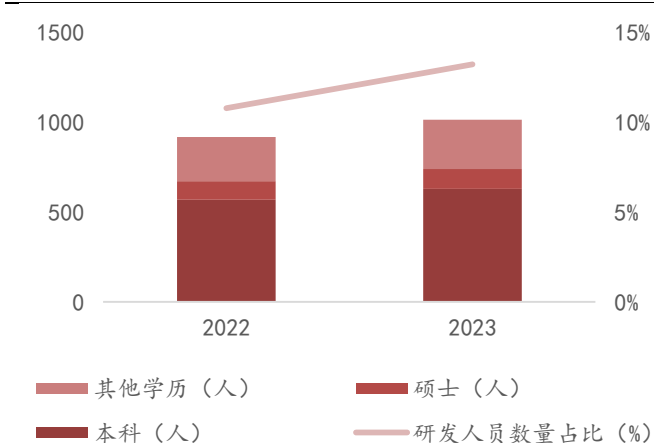
➤ 研发能力：公司研发能力突出，研发投入提升

产学研一体，与多所高校、研究院紧密合作。公司建立了以企业为主体、专业科研机构为主导、产学研用紧密结合的创新体系，与南京理工大学、华中科技大学、中南大学、北京矿冶研究总院等著名院校及科研单位保持长期的战略合作关系。

公司拥有多项专利，基建、矿山项目应用处于行业领先地位。近年来，公司依托技术科研开发优势，多项关键核心技术获得突破，在大型水利水电、核电、火电等国家重点能源工程，港口码头、机场、铁路隧道施工等国家重点基础设施建设和大型矿山开采等工程项目应用。截至 2023 年底，公司及所属子公司中有 19 家为高新技术企业，合计拥有有效专利 648 项，其中发明专利 119 项，实用新型专利 456 项，国际 PCT 专利 1 项，外观专利 3 项。

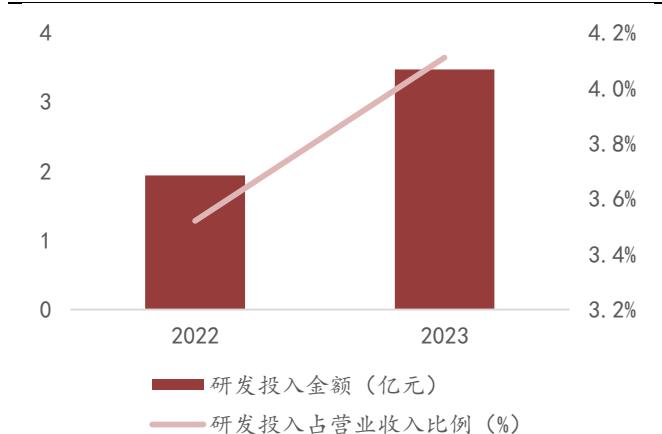
公司重组后顺应“十四五”规划要求，加大科技研发投入。2023 年公司研发人员共 1,014 人，其中本科 629 人，硕士 112 人，研发人员占总人数比重提升 2.5pct 至 13.2%。投入金额方面，2023 年公司研发投入金额共 3.5 亿元，同比提升 78.8%，研发投入金额占营业收入比重达到 4.1%，同比提升 0.6pct。“十四五”规划要求龙头骨干企业研发经费占营业收入比重达到 3.5%，在此要求下公司重组后加大对科技创新的投入力度，以进一步加强科技创新工作，支撑公司高质量发展。

图表 51：公司研发人员占比提升



资料来源：易普力公司公告，东方财富证券研究所

图表 52：公司研发金额及费用率均有提升

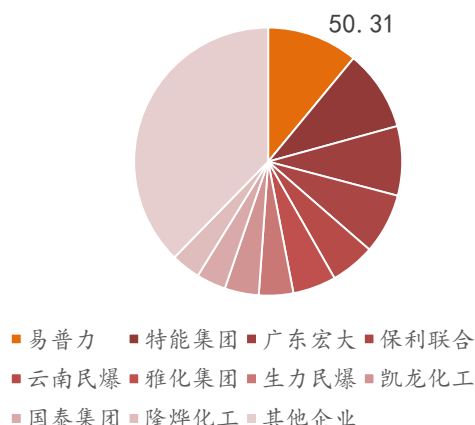


资料来源：易普力公司公告，东方财富证券研究所

➤ 工业炸药：产量第一，混装炸药产能替换优于同行业企业

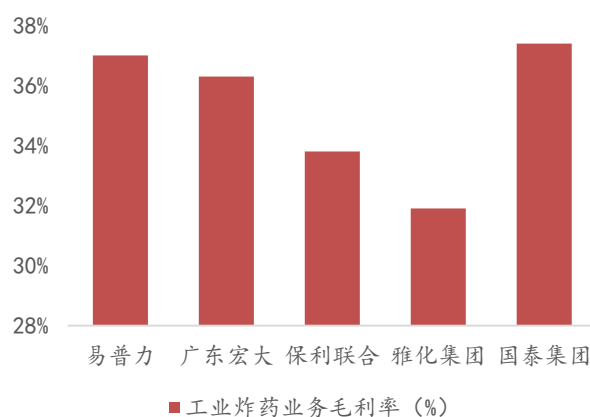
2023 年工业炸药产量第一，毛利率高于规模相近企业。2023 年民爆行业全行业共实现工业炸药产量 458.1 万吨，易普力实现工业炸药产量 50.3 万吨，占比 11.0%，产量规模为全行业第一。毛利率方面，2023 年易普力工业炸药业务毛利率达到 37.0%，高于同业平均水平 (35.3%)。总体来看，公司在工业炸药行业龙头地位稳固，规模优势凸显。

图表 53: 2023 年工业炸药产量 CR10 企业



资料来源: 中爆协公众号, 东方财富证券研究所

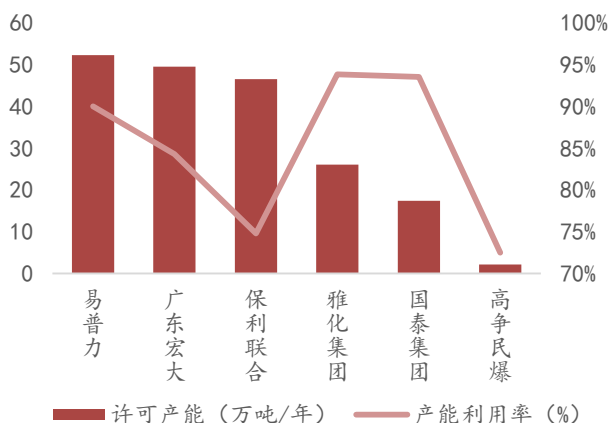
图表 54: 2023 年主要民爆企业工业炸药毛利率对比



资料来源: Choice 各公司深度资料, 东方财富证券研究所

公司许可产能及产能利用率高于同行业其他企业, 积极布局混装炸药产能替换升级。2023 年, 公司工业炸药许可产能共 52.2 万吨, 产能利用率接近 90%; 而可比公司广东宏大/保利联合许可产能分别为 49.4/46.5 万吨, 产能利用率为 84.3%/74.8%。新建产能方面, 公司目前在建产能共 4.7 万吨, 大部分在建产能为西北地区的混装炸药调增项目。目前公司工业炸药许可产能及产能利用率高于行业平均水平 (32.3 万吨/84.8%); 在“十四五”规划指导下, 公司积极进行混装炸药产能升级替换工作, 有望维持行业头部地位。

图表 55: 2023 年各民爆企业许可产能及产能利用率



资料来源: 各公司公告, 东方财富证券研究所

图表 56: 公司在建产能 (截至 2023 年 12 月)

地点	产品	产能规模	新建类型
新疆准东	混装炸药	2.1 万吨	调增
新疆黑山	混装炸药	1 万吨	调增
新疆奇台	混装炸药	0.8 万吨	调增
四川米易	混装炸药	0.3 万吨	调增
广西崇左	混装炸药	0.5 万吨	调增
西藏墨竹	混装炸药	-	技术改造

资料来源: 易普力公司公告, 东方财富证券研究所

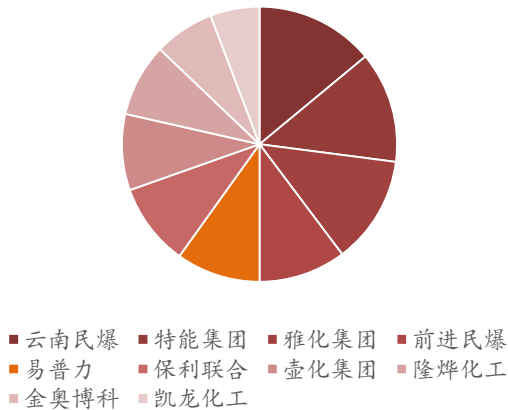
➤ 雷管: 电子雷管产能升级转换加速, 提升保供能力

公司雷管年产量位列行业第五, 与行业第一份额相近。2023 年, 全民爆行业工业雷管产量达到 7.24 亿发, 易普力生产工业雷管 0.53 亿发, 占比 7.3%, 在行业排名第五; 与位列第一的云南民爆相比, 公司年产值仅相差 0.22 亿发, 集中度占比仅相差 3.0pct。从工业雷管市场格局来看, 该业务 CR10 产值相差较小, 公司在工业雷管行业中仍处于较为头部的地位。

公司在政策引导下积极推动电子雷管产能替代, 目前基本完成替代。电子雷管推动爆破技术水平的革新, 改善了复杂爆破环境下的爆破效果, 推动了爆破行业向规模化、智能化、精细化方向发展。公司严格执行工业雷管减量置换工业数码电子雷管政策, 全面推广工业数码电子雷管, 按照投资最小化、产能

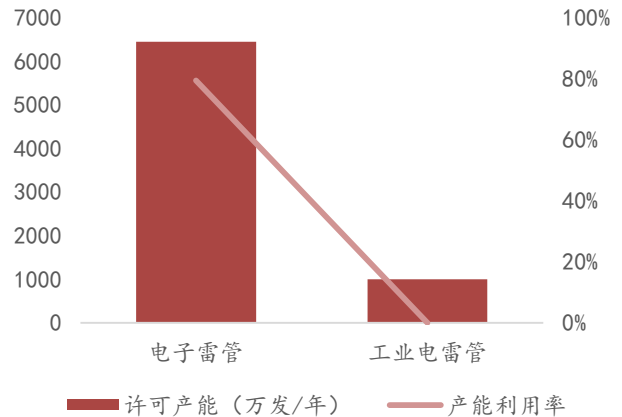
最大化原则统筹公司内部电子雷管置换工作，置换后公司现有电子雷管总产能达到 6,450 万发/年，产能利用率达到 79.4%，同时公司全资子公司向红公司、湘器公司分别在建 1,500 万发电子雷管和 1,900 万发电子雷管生产线，共投资 3,900 万元。公司通过引进和开发高精度、高可靠性电子雷管技术，实施科技创新驱动，加快技术进步以及产品结构调整，开展产业链上下游企业合作整合工作，实现电子雷管保供能力。

图表 57：2023 年工业雷管产量 CR10



资料来源：中爆协公众号，东方财富证券研究所

图表 58：公司已基本完成电子雷管产能替换



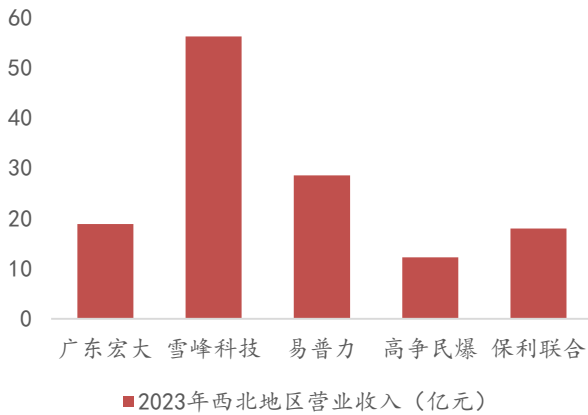
资料来源：易普力公司公告，东方财富证券研究所

3.2. 增长点一：西部大开发背景下，公司依托能建股东优势，深耕新疆等西北地区

公司业务跨省连片布局重点市场，目前业务已覆盖 20 余个省份。公司通过资源整合和业务协同，实现湖南、湖北、四川、重庆、广西等核心市场的跨省连片，民爆物品、工程建设等业务覆盖国内 20 余个省份（自治区、直辖市），在 7 个全国炸药用量排名靠前的省份实现了产能布局，在新疆、内蒙古、西藏等多个矿业大省业务布局保持稳定，初步构建了“省域领先、区域控制”的市场布局优势。

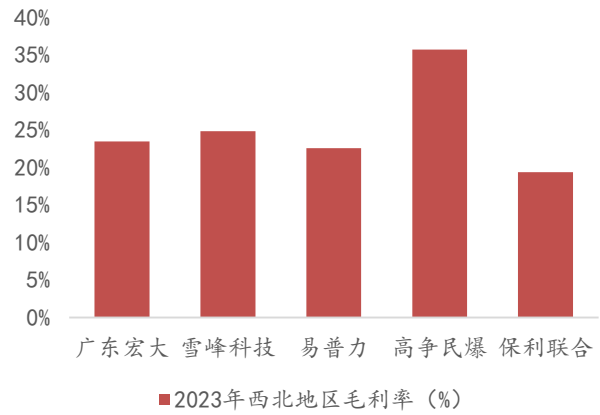
对比同行业公司，易普力西北地区营收较高，毛利率尚存提升空间。2023 年，易普力西北地区营业收入达到 28.5 亿元，占主要民爆公司西北收入的 21.3%，毛利率水平达到 22.6%。公司过去主要地区以湖南、湖北等华中大本营市场为主，西北地区业务开拓处于起步阶段，然而公司西北地区营业收入已然达到行业头部水平；毛利率方面，公司西北地区毛利率相比可比公司略低，有较大提升空间。随着公司持续开拓西北地区，营收和毛利率均有上升空间。

图表 59: 易普力西北地区业务规模较高



注: 由于雪峰科技主要营收来自于新疆地区, 其西北地区营业收入以新疆地区营业收入估算
资料来源: Choice各公司深度数据, 东方财富证券研究所

图表 60: 易普力西北地区毛利率略低于同业



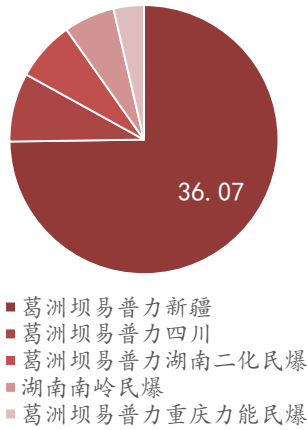
注: 雪峰科技西北地区毛利率以新疆地区毛利率估算, 高争民爆毛利率以西藏地区毛利率估算
资料来源: 各公司公告, 东方财富证券研究所

在“西部大开发”政策背景和母公司资源加持下, 公司业务向新疆地区转移。2023年, 易普力新疆爆破工程有限公司实现营业收入36.1亿元, 占公司爆破服务业务收入的67.2%; 新签订单方面, 公司2023-2024H1新签亿元以上订单中新疆地区订单共113.1亿元, 占比29.1%, 其中24Q2公司新签亿元以上订单均来自新疆和海外地区。

目前新疆地区爆破服务业务占比较高, 我们判断原因可能为:

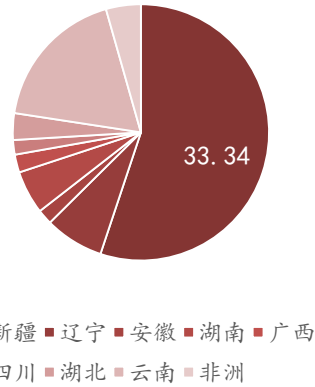
- **“西部大开发”政策支持:** 2019年《关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》通过以来, 西部地区经济社会发展取得重大历史性成就。2024年4月, 习总书记在重庆主持召开新时代推动西部大开发座谈会, 强调要一以贯之抓好党中央推动西部大开发政策举措的贯彻落实, 进一步形成大保护、大开放、高质量发展新格局。预计未来新疆、西藏等西北地区将加大基建、矿山开采等投资建设, 下游需求较高, 爆破服务订单总量较高;
- **母公司中国能建资源支持:** 近年来, 易普力母公司中国能建在新疆、西藏等西北区域深耕布局, 三年来在新疆地区承接多项高投资额新能源、水利水电、智算中心等项目, 其中2024年4月承接的新疆100万吨氨基一体化项目总投资额高达445亿元; 西藏方面, 2021年中国能建设立西藏清洁能源发展研究院, 且设立多家子公司扎根西藏地区。总体而言, 易普力母公司中国能建、葛洲坝在新疆、西藏等西北地区承接多项项目, 布局较深, 为易普力在当地承接新订单、开展业务提供支持。

图表 61: 2023 年易普力新疆子公司贡献营收较高(亿元)



资料来源: 易普力公司公告, 东方财富证券研究所

图表 62: 2024 年公司新签亿元以上订单区域占比(亿元)



资料来源: 易普力公司公告, 东方财富证券研究所

图表 63: 2023-2024H1 公司新签亿元以上新疆地区订单

合同签订季度	合同签订主体	项目(合同)名称	合同金额 (亿元)
2023Q1	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二号露天煤矿 2023 年至 2025 年生产剥离钻爆工程承包合同	3.86
2023Q1	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
2023Q1	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
2023Q1	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
2023Q2	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	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	2.79
2023Q2	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二号露天煤矿 2023 年至 2024 年基建剥离钻爆工程承包合同	3.15
2023Q3	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
2024Q2	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆金能矿业有限公司露天煤矿 2024-2026 年采场爆破工程承包合同	3.58
2024Q2	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆宜化矿业有限公司五彩湾露天煤矿爆破、采剥工程承包合同补充协议	1.33
2024Q2	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国家能源集团新疆公司黑山露天矿 2024 年-2026 年爆破工程一标段施工合同	13.11
2024Q2	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆圣雄能源股份有限公司托克逊县黑山矿区小露天煤矿 2024 年至 2026 年矿山施工总承包工程合同及补充协议	9.04
累计			113.07

资料来源: 易普力公司公告, 东方财富证券研究所

图表 64: 近期中国能建新签新疆地区订单

合同签订时间	业务范围	项目(合同)名称	总投资额 (亿元)
--------	------	----------	-----------

敬请阅读本报告正文后各项声明

2022年7月	新能源	新疆吐鲁番鄯善七克台 1GW “光热储能+光伏” 一体化示范项目	60
2023年3月	新能源	新疆岳普湖 600 兆瓦光伏发电项目	35
2023年6月	新能源	新疆哈密一通道 80 万千瓦风电+20 万千瓦光伏多能互补项目	46.96
2023年10月	新能源	新疆哈密光（热）储多能互补一体化绿电示范项目	80.82
2024年7月	新能源	新疆 100 万吨氨基一体化项目	445
2024年7月	传统能源	新疆风光制氢制绿色航煤项目	72
2024年8月	新能源	新疆昌吉绿色航煤产业园项目	41.2

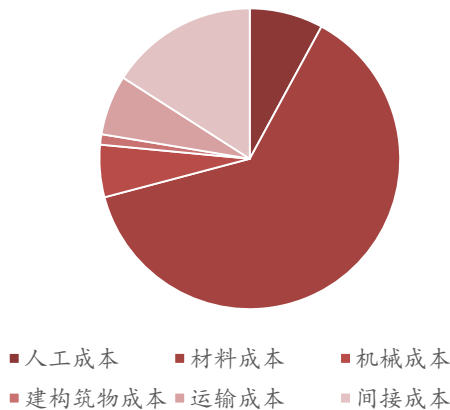
资料来源：中国能建公司公告，中国能建官网，国家太阳能光热产业技术创新战略联盟官网，煤化工暨氢能资讯公众号，北极星氢能网官网，氢新能源公众号，东方财富证券研究所

3.3. 增长点二：规模效应凸显，公司有望实现降本增效，盈利能力提升

➤ 原材料价格下行，毛利率空间提升

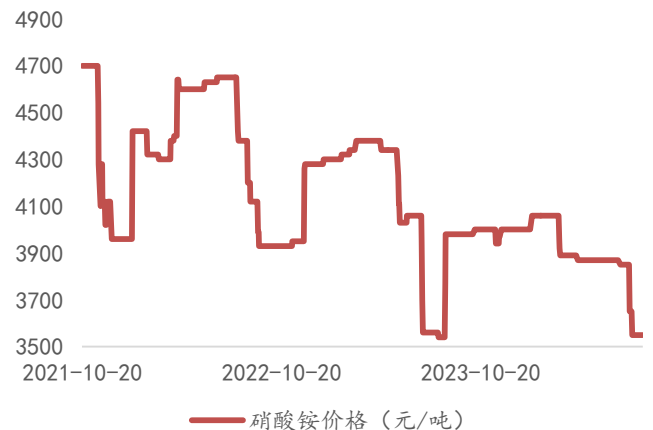
炸药主要原材料硝酸铵价格下行，为公司炸药毛利率带来空间。2023 年公司民爆器材产品原材料成本达到 10.8 亿元，占民爆器材产品总营业成本的 63.0%，对该业务毛利率影响较大。工业炸药的主要原材料硝酸铵价格由 2024 年年初的 4,000 元/吨下降至 2024 年 8 月的 3,550 元/吨，单吨价格下降 450 元，降幅约 11.3%。预计在硝酸铵价格下行趋势下，公司工业炸药原材料成本有望下降，带来工业炸药毛利率水平进一步提升。

图表 65：2023 年公司民爆器材产品营业成本占比



资料来源：易普力公司公告，东方财富证券研究所

图表 66：硝酸铵价格处于下行趋势



资料来源：Datayes! 数据库，东方财富证券研究所

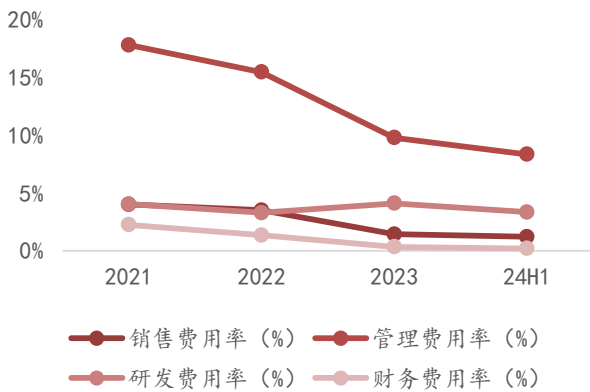
➤ 费用预算体系初见成效，净利率有望提升

24H1 公司费用率呈下降趋势，费用预算体系建设初见成效。2021-2023 年，公司期间费用率分别为 28.1%/23.6%/15.7%/13.1%，其中 2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.4%/9.8%/4.1%/0.3%，同比-0.2/-5.7/+0.8/-1.0pct。24H1 公司期间费用率 13.1%，同比-0.3pct，其中销售/管理/研发财务费用率分别-0.2/-1.0/+1.1/-0.3pct。近年来公司期间费用率呈下降趋势，其中管理、销售费用率下降迅速，同时研发费用率有所上升，体现公司加大研发投入，未来产品力、品牌力有望提升。公司紧盯“一利五率”“一增一稳四提升”目标，

高质量编制公司全面预算指标，将费用预算控制精度提高，并动态监控指标完成情况，从 24H1 费用情况来看，预算管理方案初见成效。

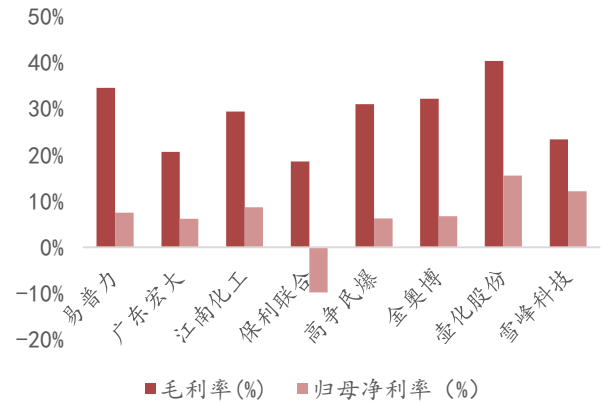
公司毛利率、净利率保持平稳，高于同行业公司。2021-2024H1，公司毛利率分别为 31.9%/30.1%/34.6%/31.4%，其中 2023 同比提升 4.4pct。净利率方面，公司 2023 年归母净利率、扣非净利率均为 7.5%，整体保持平稳。对比民爆行业其他企业，公司毛利率、净利率均高于同行业均值（毛利率均值为 28.8%、净利率均值为 6.7%）。整体来看公司盈利能力保持平稳，且相较于同行业公司较为优秀。

图表 67：公司各项费用率稳中有降



资料来源：Choice 易普力深度资料，东方财富证券研究所

图表 68：2023 年各民爆企业毛利率、净利率对比



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

➤ 重组上市凸显规模优势，可展望未来盈利空间

2023 年 7 月易普力在深圳证券交易所主板挂牌上市，创造了央企首个“A+H 股分拆+重组上市+配套募集资金”典型案例。为提升国有资本在民爆行业控制力影响力，中国能源建设集团有限公司创新采用“专业化整合+央地合作+‘A+H’分拆+借壳上市+配套募集资金”的“五合一”新模式，成功分拆所属中国葛洲坝集团易普力股份有限公司 A 股重组上市。本次重组大幅增强了民爆业务规模实力和市场竞争力，夯实了建设世界一流民爆服务商的基础。

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：

1) 中国能建依据《上市公司分拆所属子公司境内上市若干规定》《上市公司分拆规则（试行）》等相关政策，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；

2) 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；

3) 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，发行价格不低于发行期首日前 20 个交易日南岭民爆股票交易均价的 80%，募集资金 13.39 亿元，用于持续支持新的上市公司高质量发展。

重组上市后易普力规模提升，行业龙头能力凸显。重组后易普力年营收规模超 80 亿元，产能超 56 万吨/年，国内业务覆盖 20 余个省，国际市场覆盖亚、

非、拉等区域，企业产业规模、市场覆盖率有力提升，高质量发展基础进一步夯实。2023 年易普力年产能约占行业总产能的 11%，民爆产业链链长地位加速成型成势。

3.4. 增长点三：“一带一路”政策下境外业务布局加速

公司境外业务主要集中在非洲、南美、东南亚地区，以爆破一体化服务为主。自 2012 年进入国际市场，经过十余年的国际业务发展历程，公司积累了丰富的爆破一体化服务国际化运营经验。公司充分发挥央企优势，紧抓国家“走出去”的发展机遇，积极响应国家“一带一路”倡议，紧跟中资企业海外工程开展国际化业务，为中资企业承建的巴基斯坦、马来西亚等国别的多个水电工程项目和矿山开采项目提供专业爆破工程服务，业务已布局利比里亚、巴基斯坦、纳米比亚、马来西亚等多个“一带一路”沿线国家。2023 年，公司境外地区实现营业收入 4.4 亿元，营收占比 5.2%。

➤ 利比里亚：成立海外子公司、乳化炸药产线

利比里亚公司为易普力公司在非洲成功运营的第一家海外子公司。利比里亚公司地面站位于邦州中利联矿区内，建成于 2015 年。该地面站是易普力公司首套出口到国际项目且拥有自主知识产权的成套设备，具有生产效率高、安全性能好、自动化程度高、生产成本低等诸多优点。该公司在当地深耕发展多年，是利比里亚唯一一家具备包装乳化炸药生产能力的专业化公司，在当地拥有绝对的市场地位，有助于公司未来进一步辐射西部地区。

➤ 巴基斯坦：先后承接 8 个钻爆施工业务，正在履约 2 个水电站爆破业务

公司作为央企积极参与“中巴经济走廊”项目。自 2016 年正式进入巴基斯坦民爆市场以来，先后承接并实施了卡洛特水电站、贾姆肖罗燃煤电站、SK 水电站、山达克铜金矿等 8 个钻爆施工项目，目前正在履约 Mohmand 水电站和 DASU 水电站的露天钻爆施工项目。

DASU 水电站项目：位于巴基斯坦开伯尔-普什图省科希斯坦地区，为印度河流域水电梯级规划的第二级，该大坝是巴基斯坦技术难度最大、总装机容量和总投资最大的项目之一，将有效缓解整个巴基斯坦目前电力紧缺现状。公司达苏项目部承建该水电站主坝及进水口石方明挖钻爆施工部分，合同工期约 24 个月。目前，达苏项目履约逐步正常化，各项生产经营工作有序开展。

➤ 纳米比亚：承接铀矿 EPC 项目

湖山铀矿钻爆项目：2021 年 4 月，葛洲坝易普力纳米比亚矿业服务有限公司与中广核铀业斯科有限公司签署了采矿 EPC 合同，为湖山铀矿 1 号矿区提供钻孔、爆破、挖装、运输等一体化采矿服务，作为公司首个全自营海外矿山总承包项目，项目的成功签约，是公司发展矿山总承包业务、推进国际业务战略落地的重要成果。

➤ 马来西亚：承接 BALEH 水电站工程钻孔、爆破服务

BALEH 水电站项目：位于马来西亚砂捞越州加帛省南部原始森林，是砂捞越再生能源走廊（SCORE）中的重要项目之一，是砂捞越州政府重点推广项目，其目的在于开发当地自然资源，满足砂捞越再生能源走廊内能源密集型行业日益增长的能源需求。

图表 69：利比里亚现场混装炸药半成品制备站



资料来源：易普力官方公众号，东方财富证券研究所

图表 70：巴基斯坦 DASU 水电站项目



资料来源：易普力官方公众号，东方财富证券研究所

图表 71：纳米比亚铀矿 EPC 项目



资料来源：易普力官方公众号，东方财富证券研究所

图表 72：马来西亚 BALEH 水电站项目



资料来源：易普力官方公众号，东方财富证券研究所

4. 盈利预测与公司估值

4.1 盈利预测

基于以下关键合理假设，我们调整盈利预测预计 2024-2026 年，公司营业收入为 95.3/106.5/117.0 亿元，同比增长 13.5%/12.2%/10.1%；归母净利润为 7.7/8.8/10.3 亿元，同比增长 20.7%/15.6%/16.3%，对应 EPS 为 0.62/0.71/0.83 元。按 9 月 4 日收盘价，对应 2024-2026 年 PE 值分别为 19.5/16.9/14.5 倍。

- **爆破一体化服务业务：**假设公司新签订单顺利转化、履约节奏正常，爆破服务业务稳健增长。2023 年，公司爆破一体化服务业务实现营业收入 53.7 亿元，主营业务收入占比 66.8%；新签订单金额 319.0 亿元，为公司当年爆破服务业务收入的 5.9 倍。2023 年在“煤炭保供”、“西部大开发”等政策引导下，下游需求较为旺盛，公司新签订单实现同比增长，为后续三年收入稳健增长打下了坚实的基础。因此，我们假设公司 2024-2026 年正常完成订单履约，业务增速实现 20%/16%/12%，实现营业收入 64.5/74.8/83.7 亿元，毛利率分别为 19.5%/20.0%/21.0%。
- **工业炸药业务：**假设公司炸药生产、销售正常进行，毛利率保持平稳。2023 年，公司工业炸药业务实现营业收入 18.1 亿元，同比增长 76.5%，占主营业务收入 22.5%。公司近年来在“十四五”民爆行业规划引导下积极布局混装炸药的产能调增、技术改造工作，公司目前工业炸药许可产量行业第一，预计未来生产、销售保持平稳。因此，我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 19.9/21.7/23.4 亿元，收入增速分别为 0.5%/3.0%/5.0%，毛利率为 37.0%/37.5%/38.0%。
- **工业雷管业务：**假设公司雷管产量保持平稳，业务收入增速放缓。2019-2023 年行业工业雷管产量同比增速为 -11.6%/-11.7%/-6.9%/-9.6%/-10.1%，行业产量呈现出逐渐下降趋势，而公司 2022-2023 年雷管收入增速分别达到 55.4%/69.7%。因此，我们预计 2024-2026 年公司工业雷管收入、毛利率保持平稳，营业收入为 8.6/8.9/9.3 亿元，同比增速 0.5%/3.0%/5.0%，毛利率为 32.0%/32.0%/31.0%。
- **其他业务：**假设公司聚焦民爆服务和炸药销售主业发展，消防业务保持平稳。2023 年公司其他业务实现营业收入 3.9 亿元，营业收入占比达到 4.8%。其中其他业务以南岭民爆过去控股的消防、军用火工品为主。我们假设公司未来主要聚焦民爆业务主业，消防业务维持稳健。因此，我们预计 2024-2026 年公司其他业务营业收入为 4.0/4.1/4.3 亿元，同比增速 3.0%/3.0%/3.0%。

图表 73: 公司财务指标预测 (截至 2024-09-04 收盘)

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	84.28	95.27	106.51	116.98
增长率 (%)	52.90%	13.04%	11.79%	9.84%
EBITDA (亿元)	10.90	12.32	13.94	16.11
归属母公司净利润 (亿元)	6.34	7.65	8.84	10.28
增长率 (%)	-0.24%	20.66%	15.60%	16.31%
EPS (元/股)	0.56	0.62	0.71	0.83
市盈率 (P/E)	18.50	19.48	16.85	14.49
市净率 (P/B)	1.84	1.97	1.81	1.66
EV/EBITDA	9.82	10.41	9.12	7.67

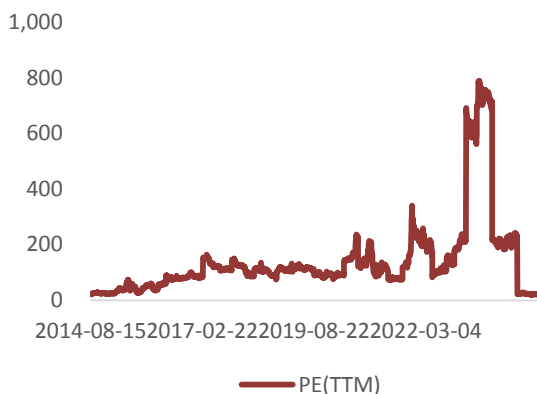
资料来源: Choice 易普力深度资料, 东方财富证券研究所

4.2 公司估值分析

公司目前估值处于历史低位。截至 2024 年 9 月 4 日, 公司市盈率(PE_TTM) 和市净率 (PB_MRQ) 分别为 21.88 倍、2.10 倍。纵向来看, 公司目前 PE 和 PB 为近十年来较低水平。横向对比同业企业, 我们认为公司当前估值无法反映未来成长空间和行业地位。

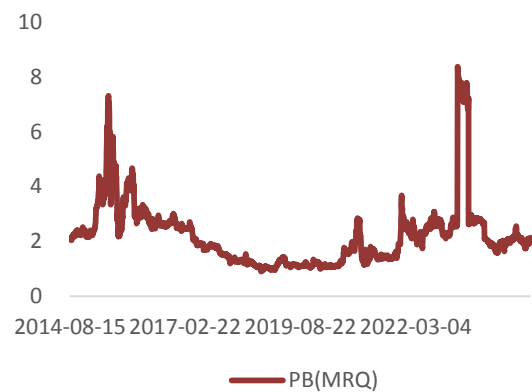
- 从 PE、PB 指标纵向趋势来看, 目前公司估值水平处于估值低谷。近十年来, 公司 PE、PB 估值指标整体呈下降趋势, 其中 2023 年年初在重组上市后估值有大幅提升。截至 2024 年 9 月 4 日, 公司 PE、PB 已回落至 21.88/2.11, 我们判断当前估值水平处于公司十年来的低谷。
- 横向对比其他可比公司来看, 公司估值低于民爆行业均值。截至 2024 年 9 月 4 日, 易普力 PE (TTM) 为 21.88 倍, 低于行业均值 (25.86 倍); 公司 PB (MRQ) 为 2.10 倍, 低于行业均值 (2.69 倍)。公司作为民爆行业产量和规模前列的公司, 估值水平却低于行业平均水平, 因此我们判断当前时点公司被低估。

图表 74: 公司 PE 处于历史低位 (截止 2024-09-04)



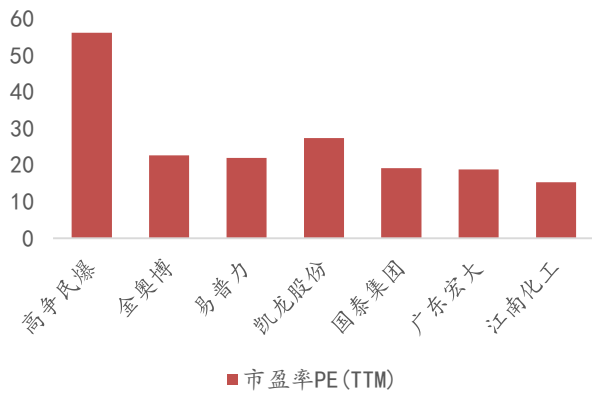
资料来源: Choice 易普力深度资料, 东方财富证券研究所

图表 75: 公司 PB 处于历史低位 (截止 2024-09-04)



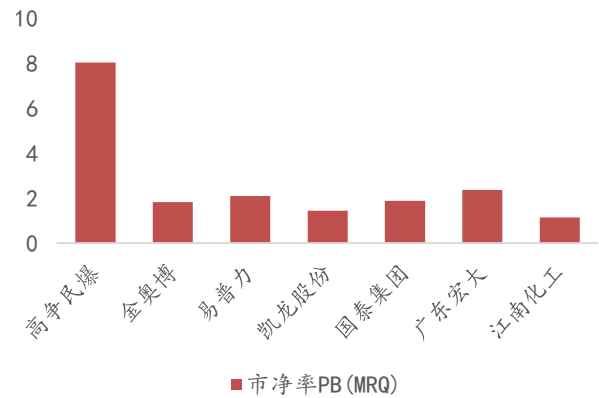
资料来源: Choice 易普力深度资料, 东方财富证券研究所

图表 76: 民爆行业各企业PE对比(截止2024-09-04)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 77: 民爆行业各企业PB对比(截止2024-09-04)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

4.3 投资建议: 维持“增持”评级

易普力作为行业产量、规模前列的龙头, 具备显著业务优势。截至2024年9月4日, 公司PE (TTM) /PB (MRQ) /PS (TTM) 指标分别为21.88/2.10/1.79倍。我们认为公司爆破服务业务具备“一体化”优势, 新疆等西北地区发展动力强, 因此看好公司市值成长性, 维持公司“增持”评级。

图表 78: 公司与头部同业公司估值对比

简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			EPS (元/股)			PE (倍)			股价	评级
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
高争民爆	66.24	15.53	16.99	23.75	0.35	0.45	0.72	47.86	53.80	33.15	24.00	未评级
金奥博	28.54	15.07	19.49	24.62	0.29	0.50	0.81	33.57	16.35	10.16	8.21	未评级
凯龙股份	35.24	37.79	0.00	0.00	0.45	0.00	0.00	25.76	0.00	0.00	7.05	未评级
国泰集团	59.83	25.41	29.15	33.50	0.49	0.58	0.68	21.22	16.60	14.11	9.63	未评级
广东宏大	152.23	115.43	134.15	153.80	0.96	1.11	1.31	21.02	17.99	15.33	20.03	未评级
江南化工	104.37	88.95	100.81	112.82	0.29	0.35	0.40	15.01	11.28	9.89	3.94	未评级
均值	74.41	49.70	50.10	58.08	0.47	0.50	0.65	27.41	19.34	13.77	12.14	
易普力	147.61	84.28	95.27	106.51	0.56	0.62	0.71	18.50	19.30	16.70	11.90	增持

资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

(注: 股价截至2024年9月5日, 未评级数据来自Choice一致预期)

5. 风险提示

◆**宏观经济发展不及预期**：民爆行业对采矿、基础设施建设等行业的依赖性较强，民爆产品及爆破工程业务的整体需求增速可能放缓，行业竞争加剧，可能对公司的生产经营造成不利影响。

◆**企业安全风险**：民爆行业属于高危行业，在生产、储存、销售、运输以及工程施工等各业务环节中，都面临一定的安全生产风险。安全管理不到位、员工违章操作等都有可能引发生产安全事故，造成人员伤亡和财产损失。

◆**财务风险**：可能存在应收账款、票据、合同资产、长期应收款等项目回收不及预期的可能，对公司费用、利润、现金流造成影响。

资产负债表 (亿元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	57.71	63.13	67.05	75.56
货币资金	26.73	26.74	28.38	31.76
应收及预付	21.89	24.96	27.02	29.96
存货	4.54	5.54	4.78	6.09
其他流动资产	4.55	5.90	6.86	7.75
非流动资产	47.02	50.06	54.22	59.14
长期股权投资	1.45	1.65	1.77	1.97
固定资产	20.23	21.75	23.51	25.94
在建工程	0.97	0.78	0.62	0.50
无形资产	9.91	10.24	10.78	11.30
其他长期资产	14.46	15.63	17.54	19.44
资产总计	104.73	113.18	121.27	134.70
流动负债	23.98	25.52	25.66	31.47
短期借款	0.67	0.71	0.73	0.98
应付及预收	11.34	12.96	14.07	15.62
其他流动负债	11.97	11.85	10.85	14.87
非流动负债	7.92	8.56	9.10	8.69
长期借款	2.12	2.83	3.37	2.95
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	5.80	5.73	5.73	5.73
负债合计	31.91	34.09	34.76	40.15
实收资本	12.40	12.40	12.40	12.40
资本公积	36.11	36.11	36.11	36.11
留存收益	21.17	26.82	33.66	40.94
归属母公司股东权益	69.78	75.47	82.31	89.59
少数股东权益	3.05	3.45	3.89	4.47
负债和股东权益	104.73	113.00	120.96	134.21

利润表 (亿元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	84.28	95.27	106.51	116.98
营业成本	62.63	71.20	79.55	86.78
税金及附加	0.47	0.61	0.59	0.68
销售费用	1.20	1.64	1.84	2.03
管理费用	8.25	9.13	10.24	11.27
研发费用	3.47	3.65	4.09	4.51
财务费用	0.29	-0.28	-0.26	-0.28
资产减值损失	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02
公允价值变动收益	0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.36	0.78	0.96	0.84
资产处置收益	-0.01	0.63	0.54	0.45
其他收益	0.20	0.42	0.27	0.36
营业利润	8.33	10.97	12.09	13.47
营业外收入	0.15	1.00	2.00	3.00
营业外支出	0.30	2.50	3.00	3.50
利润总额	8.19	9.47	11.09	12.97
所得税	1.43	1.42	1.80	2.11
净利润	6.75	8.05	9.29	10.86
少数股东损益	0.42	0.40	0.44	0.58
归属母公司净利润	6.34	7.65	8.84	10.28
EBITDA	10.90	12.32	13.94	16.11

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (亿元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7.22	7.57	10.01	14.25
净利润	6.75	8.05	9.29	10.86
折旧摊销	2.63	3.13	3.12	3.42
营运资金变动	-2.43	-3.97	-2.16	0.43
其它	0.26	0.35	-0.23	-0.46
投资活动现金流	3.51	-6.19	-6.78	-7.56
资本支出	-1.42	-6.41	-7.19	-7.85
投资变动	0.00	-0.63	-0.56	-0.55
其他	4.93	0.86	0.96	0.84
筹资活动现金流	5.69	-1.36	-1.58	-3.32
银行借款	-0.31	0.75	0.56	-0.17
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	13.03	0.00	0.00	0.00
其他	-7.03	-2.11	-2.14	-3.15
现金净增加额	16.42	0.01	1.65	3.37
期初现金余额	10.26	26.68	26.69	28.33
期末现金余额	26.68	26.69	28.33	31.71

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	52.90%	13.04%	11.79%	9.84%
营业利润增长	6.44%	31.65%	10.15%	11.44%
归属母公司净利润增长	-0.24%	20.66%	15.60%	16.31%
获利能力 (%)				
毛利率	25.69%	21.98%	22.29%	23.02%
净利率	8.01%	8.82%	9.07%	9.64%
ROE	9.08%	10.14%	10.74%	11.48%
ROIC	8.74%	9.19%	9.77%	10.58%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.46%	30.12%	28.67%	29.81%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.41	2.47	2.61	2.40
速动比率	2.09	2.11	2.24	2.03
营运能力				
总资产周转率	1.11	0.84	0.87	0.88
应收账款周转率	8.22	6.56	6.89	6.88
存货周转率	21.56	14.13	15.42	15.97
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.62	0.71	0.83
每股经营现金流	0.58	0.61	0.81	1.15
每股净资产	5.63	6.08	6.64	7.22
估值比率				
P/E	18.50	19.30	16.70	14.35
P/B	1.84	1.96	1.79	1.65
EV/EBITDA	9.82	10.30	9.02	7.59

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。