

雪峰科技：新疆“民爆+能化”双主业龙头

公司总部位于新疆乌鲁木齐，始建于1958年，主要从事工业炸药、雷管、索类等民用爆炸物品的研发、生产、销售、配送。2022年收购玉象胡杨，注入天然气化工循环经济产业链模式，公司目前已建立起“民爆+能化”双主业协同发展体系，成为全疆唯一硝酸铵、硝基复合肥生产企业。2023年公司疆内收入56.18亿元，占比80%。

民爆板块：新疆民爆高景气，强强联合贡献新看点

供给端来看：民爆行业新增产能存在硬性约束，头部受益行业整合，2025年生产总值CR10有望上升至60%。**需求端来看，**工业炸药下游应用领域70%以上来源于矿山开采，2022年以来金属矿山、煤炭开采领域资本开支实现逆势增长，2024年1-6月煤炭开采、采矿业固定资产投资增速分别为16.6%、17.0%。受益前期煤炭产能快速释放+基建需求，**新疆民爆市场步入高速发展阶段。**

公司民爆业务以工程爆破一体化服务为核心，业务涵盖工业炸药、雷管、索类的“产、运、销”和工程爆破的“钻、爆、挖、运”，具备爆破方案设计、爆破工程监理、矿山爆破一体化解决方案规划实施等专业化服务能力，以及爆破+矿山双一级资质，目前工业炸药产能11.75万吨/年、电子雷管产能1890万发/年。

2024年7月2日，广东宏大公告拟收购公司21%股权，本次收购重点关注3个方向，①溢价50%，②打造“广东+新疆”跨省国资委整合新模式，③整合后雪峰有望打开产能新增空间。

能化板块：尿素、三聚氰胺持续贡献业绩

公司全资子公司玉象胡杨通过天然气生成合成氨，进一步生产尿素、三聚氰胺、硝酸铵、硝基复合肥等产品；其子公司新疆金象通过外采尿素生产三聚氰胺、硝基复合肥等产品。截至2023年末，公司三聚氰胺、尿素、硝基复合肥产能分别达到21/60/90万吨。**尿素方面：**2024年上半年行业开工率保持高位，需求高景气；**三聚氰胺方面：**公司2023年销量达到19.54万吨，同比+27.63%，平均售价受行业供需影响同比-19.29%，预计2024年下半年传统需求旺季，需求或将有所改善。

新疆唯一硝酸铵生产企业，价格、盈利能力有支撑

煤炭及配套煤电、煤化工产能快速释放，同样将驱动民爆上游硝酸铵市场高景气。公司硝酸铵业务具备牌照优势，目前全资子公司玉象胡杨是新疆地区唯一可以生产销售硝酸铵的企业，目前硝酸铵产能66万吨。2024年公司有望将疆内硝酸铵市占率提升至85%左右，2023年公司硝酸铵产量33.05万吨，其中对外销量23.05万吨，自用约10万吨。公司硝酸铵业务毛利率整体保持较高水平，2023年公司硝酸铵毛利率为38.09%、吨毛利1000元。

投资建议：我们看好公司①疆内民爆高景气，打造“广东+新疆”跨省国资委整合新模式，②疆内硝酸铵生产龙头，价格、盈利能力有成本优势支撑，③产业链一体化化工产品持续贡献。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为7.96、9.07和10.07亿元，现价对应动态PE分别为9x、8x、7x，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；区域投资环境不及预期；原材料价格波动风险；安全、环保等政策变动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,021	6,767	7,359	8,029
增长率(%)	1.7	-3.6	8.7	9.1
归属母公司股东净利润(百万元)	854	796	907	1,007
增长率(%)	28.2	-6.7	14.0	11.0
每股收益(元)	0.80	0.74	0.85	0.94
PE	9	9	8	7
PB	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年9月9日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

7.04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

分析师 赵铭

执业证书：S0100524070010

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

目录

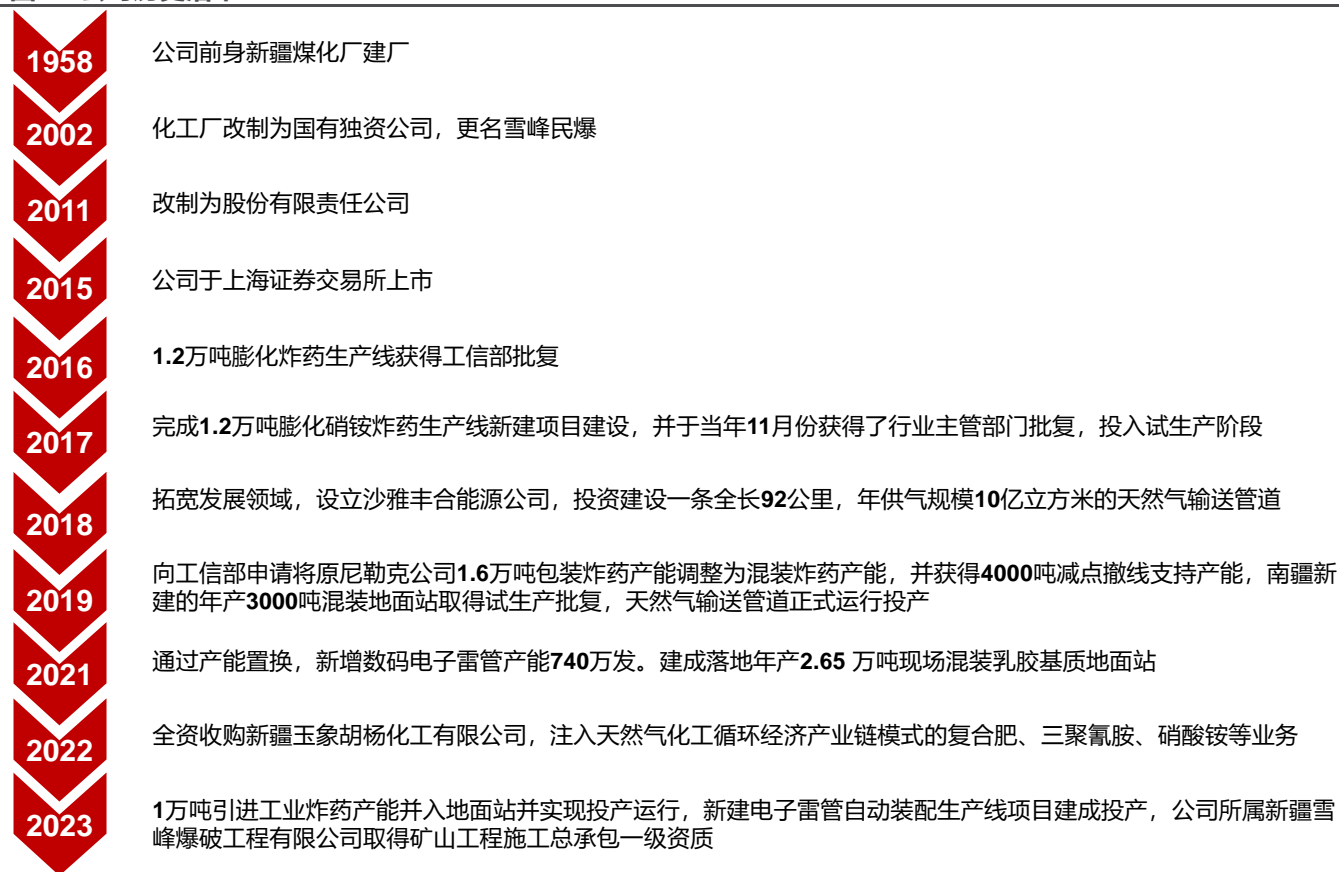
1 雪峰科技：新疆“民爆+能化”双主业龙头	3
1.1 公司概况	3
1.2 股权结构	4
1.3 财务表现	5
2 民爆板块：高景气持续，强强联合贡献新看点	7
2.1 国内民爆行业，部分区域供需关系偏紧	7
2.2 煤炭及配套煤电、煤化工产能快速释放	8
2.3 强强联合，打造新疆民爆+硝酸铵平台	11
3 能化板块：布局天然气化工产业链	14
3.1 尿素、三聚氰胺持续贡献业绩	14
3.2 硝酸铵格局优势明显，价格、盈利有支撑	16
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测假设与业务拆分	19
4.2 估值分析与投资建议	20
5 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 雪峰科技：新疆“民爆+能化”双主业龙头

1.1 公司概况

新疆雪峰科技（集团）股份有限公司，总部位于新疆乌鲁木齐，始建于1958年，2002年改制为国有独资公司，2011年改制为股份公司，并于2015年上市，主要从事工业炸药、雷管、索类等民用爆炸物品的研发、生产、销售、配送。2022年收购玉象胡杨，注入天然气化工循环经济产业链模式，公司目前已经建立起“民爆+能化”双主业协同发展体系，成为全疆唯一硝酸铵、硝基复合肥生产企业。目前公司上游业务涵盖天然气管输、液化，天然气合成氨制生产硝酸铵、硝基复合肥、尿素、三聚氰胺；中游业务涵盖民爆物品的生产运输销售；下游业务涵盖爆破工程施工、监理、矿山爆破一体化解决方案等。

图1：公司历史沿革



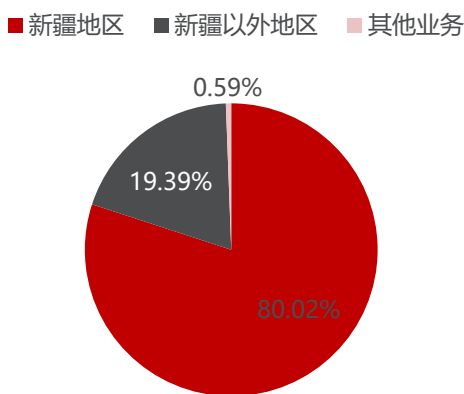
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

民爆领域，2023年完成爆破任务4.58亿方，同比增长46%；土石方剥离0.93亿方，同比增长72%；工业炸药产销量11.57万吨，同比增长9%。公司以工程爆破一体化服务为核心，业务涵盖工业炸药、雷管、索类的“产、运、销”和工程爆破的“钻、爆、挖、运”，具备爆破方案设计、爆破工程监理、矿山爆破一体化解决方案规划实施等专业化服务能力。

能化领域，2023 年 LNG 产量 10.76 万吨，产成率 94%；管输气 4.57 亿方。公司聚焦 LNG 的生产，天然气综合利用及安全储备调峰项目。2023 年尿素、复合肥、硝酸铵、三聚氰胺等主要产品产量合计 97 万吨，同比基本持平，销量 101 万吨，同比增长 16%。

2023 年新疆地区营收达到 56.18 亿元，占公司总营收的 80.02%，毛利率 24.81%；新疆外区域 13.61 亿元，占比 19.39%，毛利率 17.18%。

图2：2023 年公司营收分地区情况

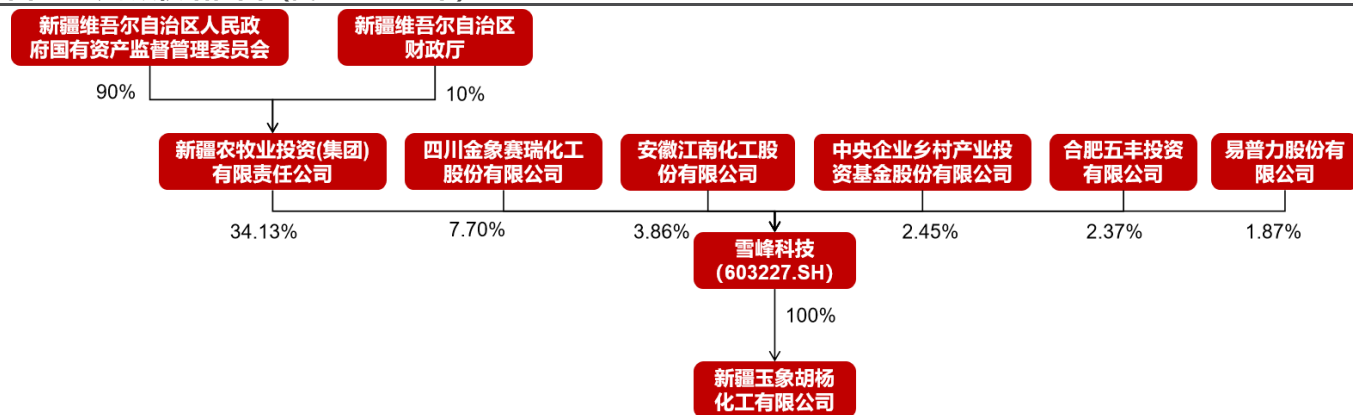


资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.2 股权结构

截至 24H1 末，第一大股东新疆农牧业投（集团）直接持股 34.13%，实控人为新疆维吾尔自治区国资委，持股 30.72%。

图3：公司股权结构图（截至 24H1 末）



资料来源：wind，民生证券研究院

2024 年 7 月 2 日，公司公告控股股东新疆农牧投拟以 22.06 亿总转让价，向广东宏大转让 21% 股权，股权交易完成后，公司控股股东将变为广东省环保集团

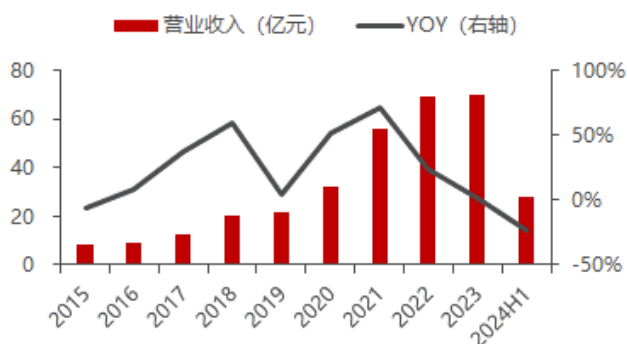
有限公司（地方国资），本次转让价格 9.8 元/股，较基准价溢价 50%。为加强业务整合，同时解决可能存在的同业竞争问题，广东宏大承诺在本次股权交易完成后 5 年内，依据相关政策要求，并完成决策流程后，以资产置换、现金转让或以资产认购股份等方式，向雪峰科技注入全部民爆业务相关资产，对于其他涉及同业竞争的业务，广东宏大亦将在 5 年内运用股权或资产置换、委托管理、业务调整等监管机构认可且法律法规允许的方式，妥善解决。

1.3 财务表现

2023 年公司实现营收 70.21 亿元，同比+1.72%，归母净利 8.54 亿元，同比+28.2%；2015-2023 年公司营收、归母净利 CAGR 分别为 30.03%、31.63%。

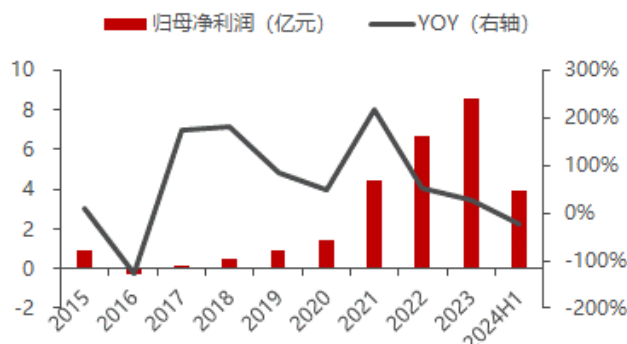
- 2016 年受宏观环境影响，疆内各矿山开工不足，公司主业刚性需求减少，同时行业竞争激烈影响盈利能力，当年公司归母净利同比-126.25%至亏损 2487 万元；
- 2018 年公司初涉能源领域、设立沙雅丰合能源公司，投资建设天然气输气管道，营收同比+59.75%至 20.34 亿元，归母净利同比+180.47%至 5178 万元；
- 2022 年公司收购玉象胡杨后延伸上游产业链，营收同比+23.96%至 69.03 亿元（已考虑玉象胡杨合并报告的因素影响，归母净利同），归母净利同比+50.26%至 6.66 亿元；
- 2024 年上半年受大宗商品价格低位运行、主要原材料成本持续上涨、行业竞争进一步加剧影响，公司实现营收 28.19 亿元，同比-23.32%，归母净利润 3.92 亿元，同比-21.80%。

图4：2015-2024H1 公司营收情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图5：2015-2024H1 公司归母净利润情况

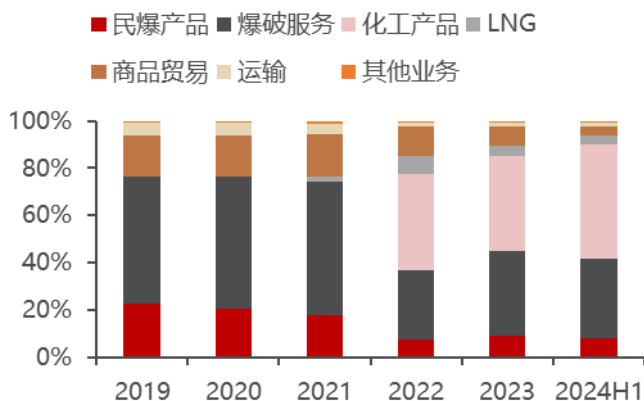


资料来源：ifind，民生证券研究院

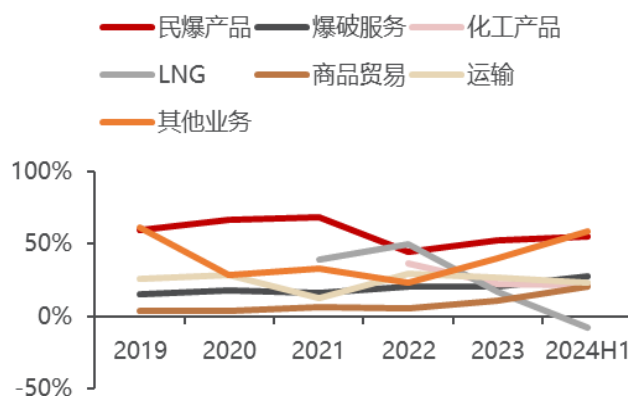
分业务来看，2023 年公司营收中 8.9%来自民爆产品，35.9%来自爆破服务，

40.3%来自化工产品, 4.4%来自 LNG; 24H1 民爆产品收入占比 8.1%、爆破服务 33.3%、化工产品 48.7%、LNG 为 3.6%。公司民爆产品和爆破服务 2019-2023 年营收 CAGR 增速分别为 6.56%和 21.90%, 新业务化工产品自 2022 年开始成为公司营收另一大贡献点。

毛利率方面, 2023 年公司民爆产品毛利率为 52.29%, 同比+8.16 pct; 爆破服务毛利率 20.83%, 达到上市以来最高水平; 化工产品毛利率 22.32%, 同比-14.15 pct, 主因主要产品尿素、三聚氰胺、硝酸铵的价格波动影响; LNG 业务受当年价格下行影响, 毛利率为 16.98%, 同比-32.46pct。24H1 公司民爆产品毛利率 55.32%、爆破服务毛利率 27.64%、化工产品毛利率 21.25%。

图6: 2019-2024H1 收入分业务情况


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图7: 2019-2024H1 公司各业务毛利率情况


资料来源: ifind, 民生证券研究院

2 民爆板块：高景气持续，强强联合贡献新看点

2.1 国内民爆行业，部分区域供需关系偏紧

(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1：“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	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：《“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 1-6 月煤炭开采、采矿业固定资产投资增速分别为 16.6%、17.0%。**

图8：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9：我国采矿业固定资产投资增速

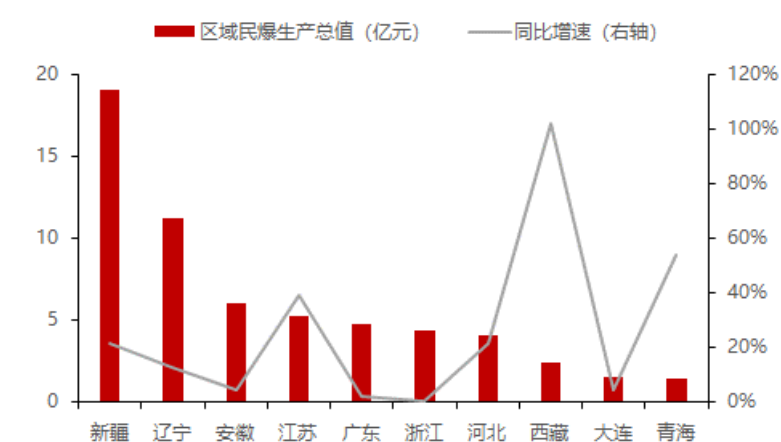


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 煤炭及配套煤电、煤化工产能快速释放

“西部大开发”背景下，西部区域民爆景气突出。2024 年 1-6 月，民爆行业生产总值同比-5.5%，**西藏**（同比+101.7%）、**青海**（+53.9%）是民爆行业生产总值同比增速较高的 2 个区域，煤炭大省**新疆**同比+21.3%，印证西部是当前民爆景气度较高的区域。**我们认为，主因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，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。**

图10：2024 年 1-6 月民爆生产总值同比增速为正的区



资料来源：中爆协，民生证券研究院

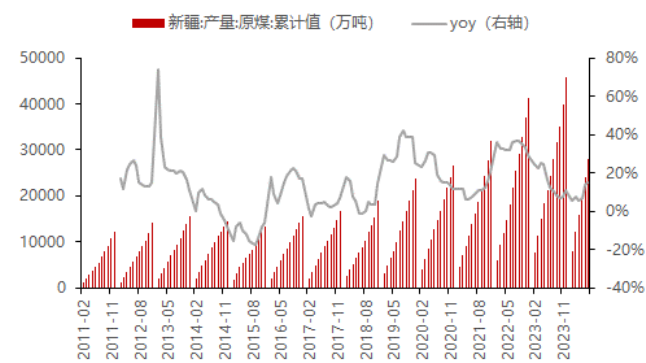
根据自然资源部发布的《2022 年全国矿产资源储量统计表》，截至 2022 年

底，我国煤炭储量 2070.12 亿吨，其中，新疆地区储量达 342 亿吨、占比 17%，是我国第三大煤炭资源储藏地，具有埋藏浅、地质构造简单、开发条件良好、开采成本低等优势，开发潜力巨大。

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，新疆维吾尔自治区印发《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。

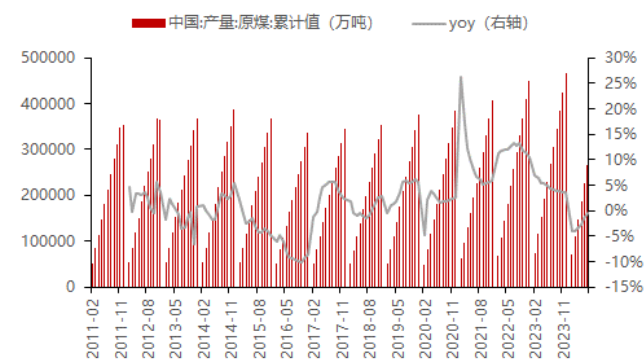
新疆作为本轮煤炭行业的重要保供基地，①2019-2023 年新疆原煤产量 CAGR 达 17.7%，远高于同期全国原煤产量 CAGR 的 5.6%；②2024 年 1-7 月新疆原煤产量 2.81 亿吨、同比+15.0%，同期全国原煤产量 26.57 亿吨、同比-0.6%。

图11：2023 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12：2023 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

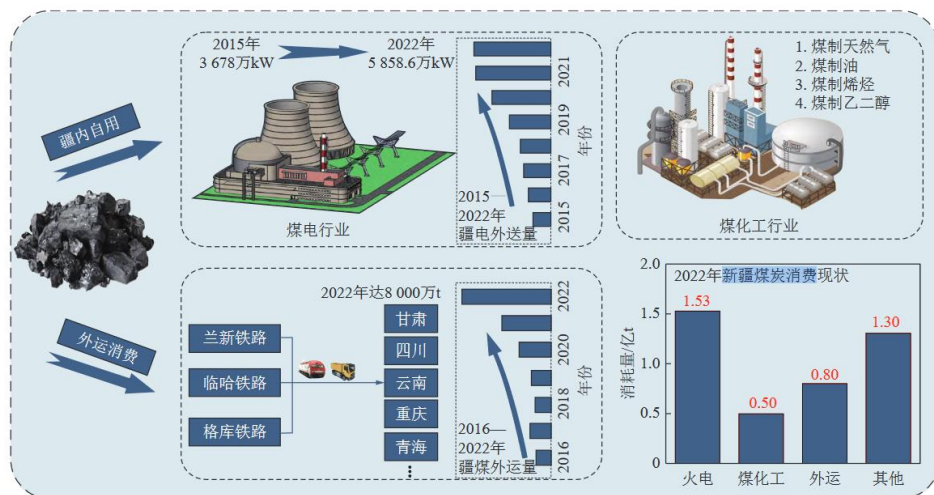
疆煤优势在于坑口成本较低，劣势为运距较长、运输成本较高。新疆发展煤化工等产业，煤制气、煤制油、煤制烯烃后通过管道运输到东部省份，具备明显经济优势。2022 年新疆原煤产量 4.13 亿吨，其中，火电消耗 1.53 亿吨、占比 37%，疆煤外运消耗 0.80 亿吨、占比 19%，煤化工消耗 0.50 亿吨、占比 12%，其他领域消耗 1.30 亿吨、占比 31%：

- **疆煤外运**，新疆煤炭外运以铁路为主、公路为补充，铁路通道形成以兰新铁路为主通道、临河至哈密铁路为北通道、格尔木至库尔勒铁路为南通道的“一主两翼”进出疆三大铁路通道，新疆铁路原煤调出量从 2017 年的 994.7 万吨增加到 2022 年的 5521.4 万吨、增长 5.5 倍，而 2022 年新疆原煤铁路+公路调出量超 8000 万吨；
- **疆电外送**，目前疆电外送有四大通道，①哈密至敦煌 750kV 输变电工程、②烟墩至沙洲 750kV 输变电工程、③哈密南—郑州±800kV 特高压直流输电工程、④昌吉—古泉±1100kV 特高压直流输电工程。新疆电网装机容量从 2010 年的 1405 万 kW 提升至 2022 年 11 月底的 11117 万

kW, 增长近 8 倍。疆电外送电量中, 70%以上为煤电、新能源占 27.84%;

- **煤化工**, 截至 2022 年, 新疆 (不含生产建设兵团) 煤制天然气产能达 33.75 亿 m³、煤制烯烃产能达 68 万吨、煤制 BDO 产能达 52 万吨、煤制乙二醇产能达 40 万吨。

图13: 新疆煤炭资源外运与转化利用

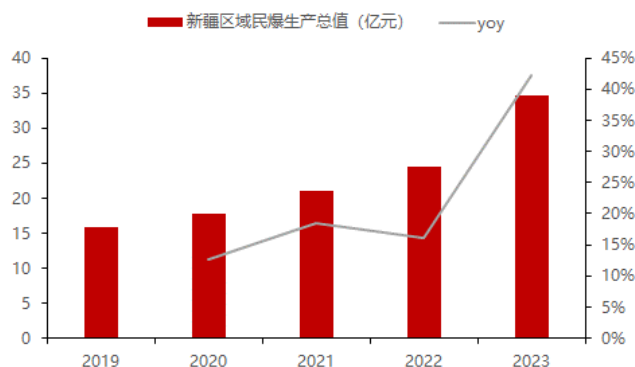


资料来源:《新疆煤炭资源开发潜力与开发策略》(作者:卞正富等), 民生证券研究院

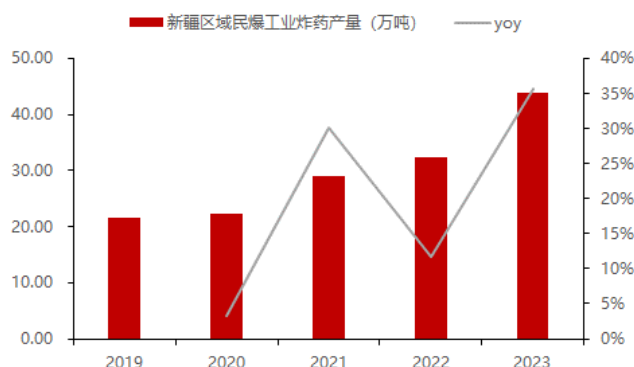
受益前期煤炭产能快速释放+基建需求, 新疆民爆市场步入高速发展阶段。

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。2024 年 1-6 月新疆区域民爆生产总值同比+21.3%, 而全国域民爆生产总值-5.5%, 未来煤电、煤化工项目为疆煤提供消化渠道的背景下, 新疆民爆市场持续扩容可期。

根据经济观察报文章《疆煤崛起, 中国能源版图重心悄然西移》数据, 新疆目标在“十五五”期间煤炭产量超过陕西省 (2023 年陕西省煤炭产量为 7.6 亿吨, 能否实现需要看下游市场需求与煤炭新增核准产能情况)。2023 年新疆原煤产量 4.57 亿吨, 假设新疆原煤产量在 2030 年达到静态目标 7.6 亿吨, 对应 2023-2030 年新疆原煤产量 CAGR 达 7.5%。未来煤电、煤化工项目为疆煤提供消化渠道的背景下, 新疆民爆市场持续扩容可期。

图14: 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15: 2019-2023 年新疆区域工业炸药产量及 yoy


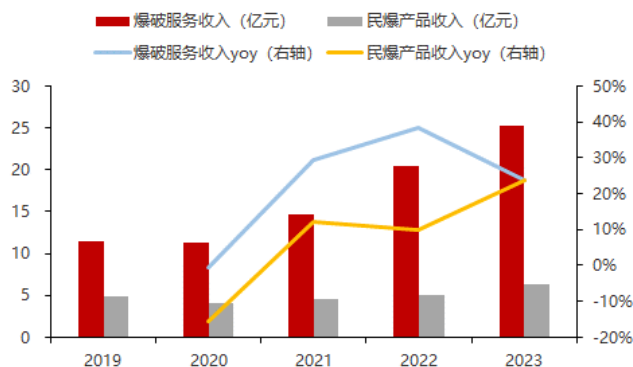
资料来源: 中爆协, 民生证券研究院

疆内民爆产能规模较大企业有江南化工 (2023 年末 17 万吨产能)、雪峰科技 (2023 年炸药产量 11.75 万吨)、易普力 (2023 年末 10.6 万吨产能)、广东宏大 (2023 年新疆市场营收同比+177%)、凯龙股份 (控股孙公司新疆天宝) 等。

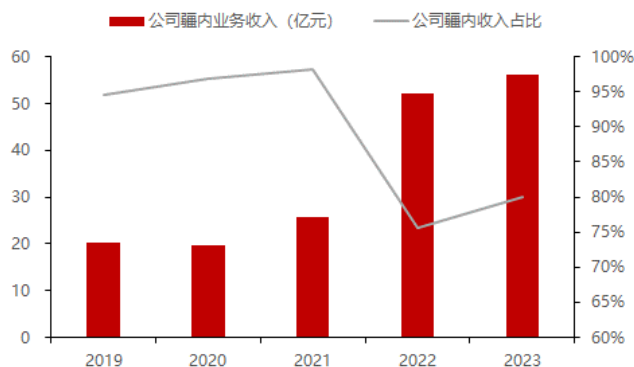
同步关注疆内民爆出口“一带一路”沿线中亚五国的市场机会。参考我们外发报告《“一带一路”专题报告三: 中亚五国, 山水相连》, **中亚五国矿产资源丰富**, 例如①**哈萨克斯坦**拥有丰富的矿产和化石燃料资源, 铀、铬、铅和锌储量居世界第二, 锰储量居世界第三, 铜矿储量居世界第五, 煤炭、钢铁矿和金矿储量排名世界前十, ②**乌兹别克斯坦**已探明黄金储量 3350 吨、储量位居世界第 4 位, 铀储量 18.58 万吨、排名世界第 7; ③**吉尔吉斯斯坦**国家财政收入将近 50%来自于与我国相邻的库木托尔金矿。中亚五国矿产资源丰富的背景下, 疆内民爆存在出口机会, 例如 2024 年 6 月宏大民爆与吉尔吉斯共和国总统驻贾拉拉巴德地区全权代表办公室签署合作备忘录。

2.3 强强联合, 打造新疆民爆+硝酸铵平台

雪峰科技民爆业务以工程爆破一体化服务为核心, 业务涵盖工业炸药、雷管、索类的“产、运、销”和工程爆破的“钻、爆、挖、运”, 具备爆破方案设计、爆破工程监理、矿山爆破一体化解决方案规划实施等专业化服务能力, **目前工业炸药产能 11.75 万吨/年、电子雷管产能 1890 万发/年**。2023 年公司爆破服务收入 25.21 亿元、民爆产品收入 6.24 亿元, 近 5 年公司民爆业务收入增速主要来自于爆破服务 (2019-2023 年爆破服务收入 CAGR 为 22%、民爆产品收入 CAGR 为 7%)。2023 年公司疆内收入 56.18 亿元, 占比 80%。

图16: 2019-2023 年公司民爆业务收入及 yoy


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: 2023 年公司疆内收入 56.18 亿元, 占比 80%


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

广东宏大拟收购公司 21% 股权:

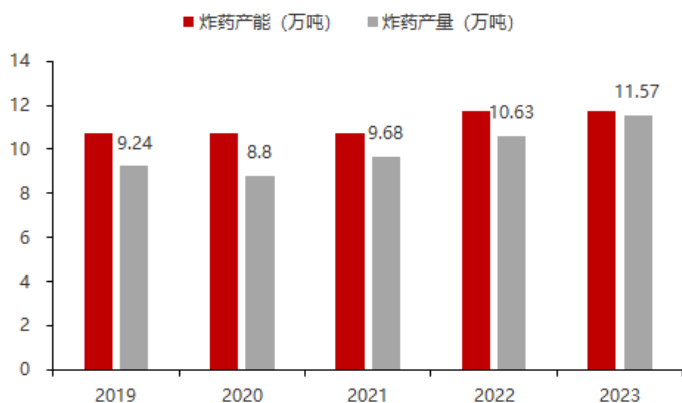
- 雪峰科技公告, 控股股东新疆农牧投拟以 22.06 亿总转让价, 向广东宏大转让 21% 股权 (原第一大股东新疆农牧投持股 34.13%), 本次转让将导致控股股东及实控人发生变化, 还需要国有资产监督管理部门、国家市场监督管理总局、上海证券交易所等有关主管部门的批准或确认;
- 本次股权交易完成后, **广东宏大支持自身从疆外转移民爆产能入疆, 建设混装地面生产线;**
- 为加强业务整合, 同时解决可能存在的同业竞争问题, 广东宏大承诺在本次股权交易完成后 5 年内, 依据相关政策要求, 并完成决策流程后, **以资产置换、现金转让或以资产认购股份等方式, 向雪峰科技注入全部民爆业务相关资产,** 对于其他涉及同业竞争的业务, 广东宏大亦将在 5 年内运用股权或资产置换、委托管理、业务调整等监管机构认可且法律法规允许的方式, 妥善解决。

本次收购, 重点关注 3 个方向, **①溢价 50%, ②打造“广东+新疆”跨省国资委整合新模式, ③整合后雪峰有望打开产能新增空间:**

- 本次转让价格 9.8 元/股, **较基准价溢价 50%, 体现产业内愿意为高景气的新疆民爆产能支付溢价;**
- **广东宏大扩大新疆业务是粤疆两地持续推进高质量合作的缩影,** 近年来广东-新疆经贸合作取得扎实合作成果, 例如 2024 年 6 月底结束的第八届中国—亚欧博览会上, 广东、新疆两省区达成贸易和投资合作项目 52 个、总金额 80.54 亿元;
- 煤炭及配套煤电、煤化工产能快速释放, 驱动新疆民爆需求景气, 但前期公司受制于各种因素, 炸药产能新增量不高, 例如 2019 年公司炸药

产能 10.75 万吨、2023 年为 11.75 万吨，远低于同期新疆区域民爆产量增速。收购股权公告中**明确支持广东宏大从疆外转移民爆产能入疆、建设混装地面生产线**，整合后雪峰有望打开产能新增空间。

图18: 2019-2023 年公司炸药产能及产量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

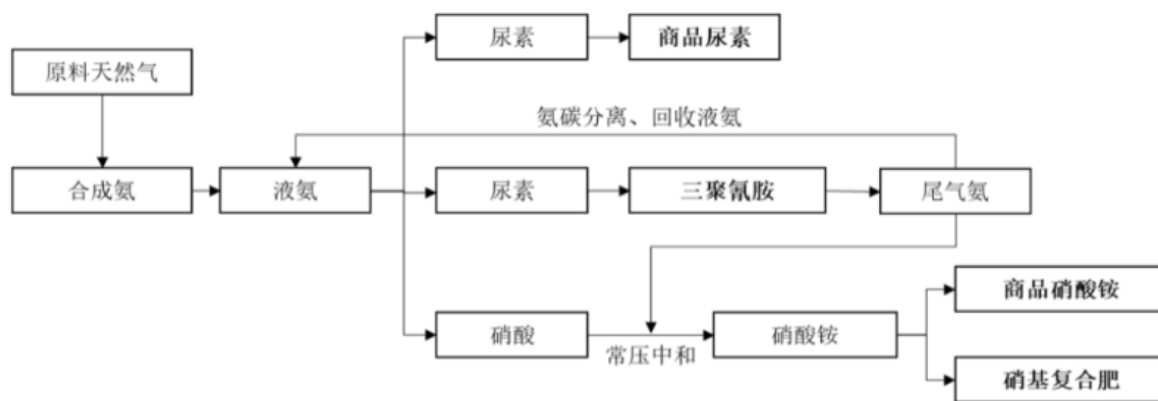
硝酸铵是工业炸药生产最重要的原材料，因生产资质壁垒较高，受国家严格管制，硝酸铵行业呈现区域性特点、生产市场较为集中。**公司是新疆唯一的硝酸铵生产企业**，2023 年硝酸铵销量 32.33 万吨、其中自用 10 万吨左右，其余销售到疆内其他民爆企业和青海、西藏等地，硝酸铵自供一体化优势明显。

3 能化板块：布局天然气化工产业链

3.1 尿素、三聚氰胺持续贡献业绩

公司全资收购的子公司玉象胡杨通过天然气生成合成氨，进一步生产尿素、三聚氰胺、硝酸铵、硝基复合肥等产品；其子公司新疆金象通过外采尿素生产三聚氰胺、硝基复合肥等产品。公司化工业务主要产品包括液氨、尿素、硝酸、硝酸铵、硝基复合肥、三聚氰胺、UAN 液体肥、稀氨水。截至 2023 年末，公司三聚氰胺、尿素、硝基复合肥产能分别达到 21/60/90 万吨，2023 年产能利用率分别达到 86.95%、102.66%、17.20%。

图19：公司天然气化工循环经济产业链主要产品之间转化的工艺流程图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：公司化工业务主要产品产能情况（截至 2023 年末）

化工产品	设计产能 (万吨)	产能利用率
三聚氰胺	21	86.95%
尿素	60	102.66%
硝基复合肥	90	17.20%

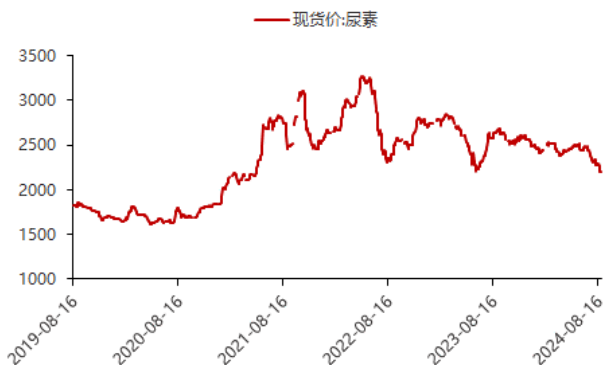
资料来源：公司公告，民生证券研究院

尿素：开工率高位，需求高景气。作为一种高浓度氮肥，属中性速效肥料，在土壤中不残留任何有害物质，长期施用没有不良影响，同时也可用于生产多种复合肥料以及三聚氰胺、脲醛树脂、水合肼、四环素等产品。2023 年国内尿素表观消费量 5814 万吨，同比增长 7%；尿素现货均价 2597.29 元/吨，同比-5.64%。

2024 年上半年尿素价格呈反复震荡走势，上半年尿素现货均价 2465.92 元/吨，同比-6.64%。供给方面，在高利润的驱动下，尿素产能投产预期较多，但实际投放较预期有所延迟，尿素的开工率达到高位；需求方面，尿素的农业需求尤其是复合肥需求继续较高增长；工业方面的脲醛树脂和三聚氰胺国内需求则受制于

房地产不景气，但国际上板材及家具出口数量增幅明显，带动工业需求总体超预期明显增长。

图21：2019.08 至今尿素现货价走势（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院
注：截止时间为 2024 年 8 月 26 日

图22：2019.10 至今尿素开工率情况（单位：%）

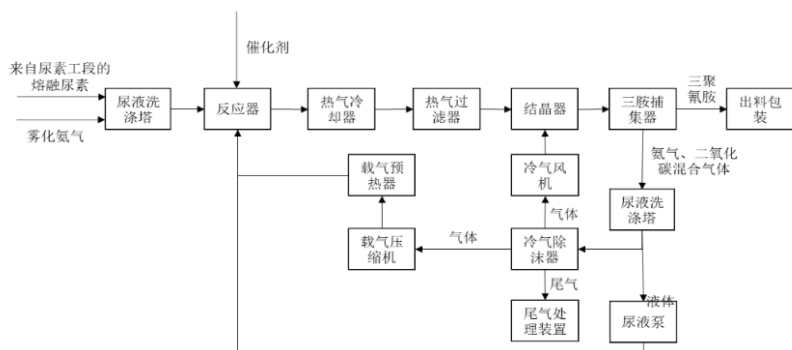


资料来源：wind，民生证券研究院
注：截止时间为 2024 年 8 月 22 日

三聚氰胺：俗称密胺、蛋白精，应用领域主要为木材加工、模塑料、涂料、纺织、造纸等行业，其中板材及浸渍纸占比最高，达到 58%；胶粘剂占比 20%；涂料占比 20%；其他占比 12%。三聚氰胺可以由天然气、煤炭生成合成氨生产，也可由尿素熔融后生产。

公司三聚氰胺生产原料为来自尿素工段的尿素，其主要工序包括：熔融尿素在雾化氨气的作用下进入反应器；在反应器中，尿素在催化剂作用下生成三聚氰胺以及氨气、二氧化碳等副产品；含有三聚氰胺的混合气体进入热气冷却器、热气过滤器，将催化剂、副产品过滤；三聚氰胺气体再穿透滤网进入结晶器结晶析出，在三胺捕集器中被离心分离，最终出料包装。其中，三胺捕集器将副产品送入尿液洗涤塔、冷气除沫器进行分离，一部分气体进入载气压缩机、载气预热器，成为工业循环气体进入反应器，使催化剂成为流化状态；一部分气体为结晶器提供结晶淬冷气；一部分气体送到尾气处理装置进行氨碳分离回收氨气。

图23：公司三聚氰胺生产工艺流程图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2023 年全国三聚氰胺表观消费量 92 万吨，同比增长 5%；三聚氰胺现货均价 7446.35 元/吨，同比-21.92%。2023 年上半年由于下游需求低迷、新增投产装置落实等不利因素影响，价格呈现阶梯走跌趋势；下半年在下游阶段性补货及成本端尿素市场价格走高的成本压力下，国内三聚氰胺市场触底回涨，随后因中秋国庆双节假期影响及四川地区部分厂家新建装置如期投产，三聚氰胺市场价格再度走跌，后窄幅波动为主。**公司 2023 年三聚氰胺销量达到 19.54 万吨，同比+27.63%，平均售价 5669.20 元，同比-19.29%。**

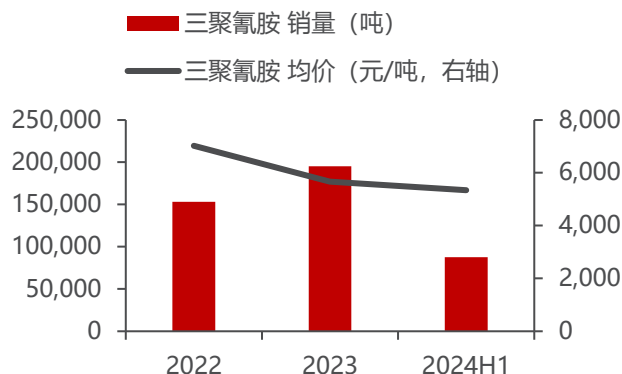
2024 年上半年，国内三聚氰胺市场多空交织，价格走势下行，上半年三聚氰胺现货均价 7229.04 元/吨，同比-6.6%。供应端来看，上半年三聚氰胺产量波动频繁，整体同比增幅明显，累计产量 80.10 万吨，同比增长 21.19%。需求端来看，受终端房地产行业处于低迷行情态势影响，国内需求不振；出口方面增量显著，上半年出口量 26.22 万吨，同比增长 19.42%。

图24：2020.06 至今三聚氰胺现货价走势（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院
 注：截止时间为 2024 年 8 月 26 日

图25：公司三聚氰胺销量及价格情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

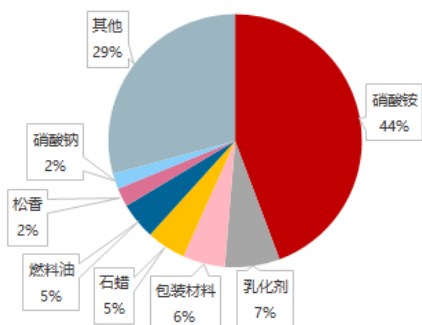
3.2 硝酸铵格局优势明显，价格、盈利有支撑

硝酸铵同属民爆产业链，同样受益煤炭产能快速释放。硝酸铵主要应用于民爆行业、是工业炸药主要原材料，另一重要应用是生产农用肥料（化肥中用到的硝酸铵要经过改性处理、方可作为农用氮肥或硝基复合肥的原材料）。2023 年国内硝酸铵市场全年产量 393 万吨，其中民爆行业全年生产工业炸药 458 万吨、约使用硝酸铵 323 万吨（即单吨工业炸药约耗用 0.71 吨硝酸铵），**工业炸药市场占硝酸铵下游需求的 82.8%。**

硝酸铵因生产资质壁垒较高，受国家严格管制，同时成本受上游原材料煤炭、天然气影响较大，**故硝酸铵行业呈现区域性**，生产市场较为集中。新疆区域煤炭及配套煤电、煤化工产能快速释放，在驱动全区工业炸药需求景气的同时，同样驱动民爆上游硝酸铵市场高景气，例如新疆工业炸药产量从 2019 年的 21.52 万吨增

长至 2023 年的 43.85 万吨,对应工业炸药领域硝酸铵用量从 2019 年的 15.18 万吨增长至 2023 年的 30.92 万吨。

图26: 2022 年工业炸药生产成本拆分

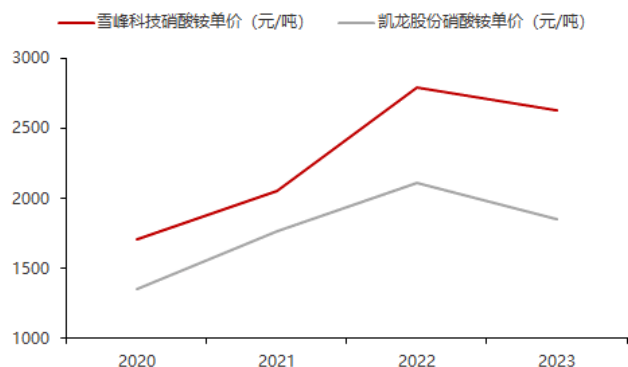


资料来源: 观研天下, 民生证券研究院

公司硝酸铵业务具备牌照优势, 目前全资子公司玉象胡杨是新疆地区唯一可以生产销售硝酸铵的企业, 目前公司硝酸铵产能 66 万吨。2024 年公司有望将疆内硝酸铵市占率提升至 85%左右, 疆内民爆企业采购硝酸铵, 除从玉象胡杨采购外、只能选择从疆外采购, 硝酸铵系危化品、疆外采购运输成本较高。**玉象胡杨硝酸铵定价机制, 以新疆及周边省份硝酸铵市场价格为基础, 综合考虑运输距离、客户采购数量等因素独立定价。**例如参考 2020-2023 年雪峰科技及凯龙股份(硝酸铵产能主要在湖北)的硝酸铵价格, 2020-2021 年雪峰科技硝酸铵不含税价格高于凯龙股份 300 元/吨左右, 2022-2023 年高 650-800 元/吨左右, **体现疆内外运费价格较高、疆内硝酸铵价格有支撑。**

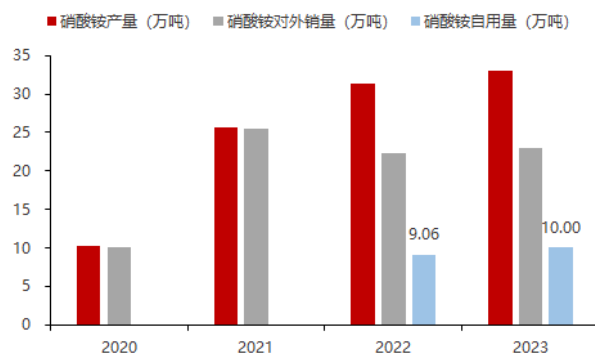
2023 年公司硝酸铵产量 33.05 万吨, 其中对外销量 23.05 万吨, 自用(雪峰科技工业炸药原材料)约 10 万吨。

图27: 公司硝酸铵价格显著高于凯龙股份硝酸铵价格



资料来源: wind, 民生证券研究院

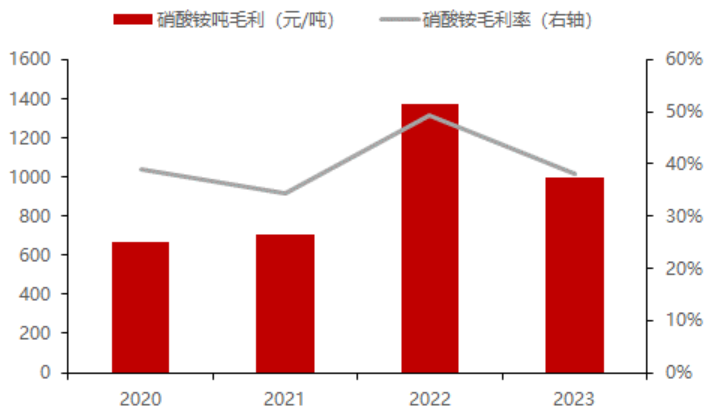
图28: 2020-2023 年公司硝酸铵产量及对外销量



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

受益疆内硝酸铵价格高于疆外，公司硝酸铵业务毛利率整体保持较高水平，2023 年公司硝酸铵毛利率为 38.09%、吨毛利 1000 元。

图29：2023 年公司硝酸铵毛利率为 38.09%



资料来源：wind，民生证券研究院

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:

民爆产品&爆破服务: 2023 年公司民爆产品业务收入 6.24 亿元, 爆破服务收入 25.21 亿元。公司 24H1 完成爆破服务 2.13 亿方、同比增长 13%, 工业炸药按照全年产能均衡释放组织生产, 完成产量 5.69 万吨、同比增长 10%, 但是 24H1 民爆产品、爆破服务收入同比减少 1.89 亿元、降幅 13.96%。产量和收入产生剪刀差, 预计原因为收入确认节奏存在季节性因素。考虑到 2024 年 1-7 月新疆原煤产量 2.81 亿吨、同比+15.0%, 我们预计民爆产品业务收入 7.18 亿元、同比+15%, 爆破服务业务收入 29.74 亿元、同比+18%。

前文所述, 新疆目标在“十五五”期间煤炭产量超过陕西省(2023 年陕西省煤炭产量为 7.6 亿吨, 假设新疆原煤产量在 2030 年达到 7.6 亿吨, 对应 2023-2030 年新疆原煤产量 CAGR 达 7.5%, 未来新疆民爆市场持续扩容可期, 同时收购完成后公司产能有望打开新增空间, 我们预计 2025-2026 年公司民爆产品业务收入分别为 8.04、9.00 亿元, 同比增速分别为 12%、12%, 2025-2026 年公司爆破服务业务收入分别为 34.21、39.34 亿元, 同比增速分别为 15%、15%。

毛利率角度, 新疆区域民爆行业供需关系偏紧, 我们预计公司整体盈利能力保持稳定, 2024-2026 年公司民爆产品业务毛利率均为 52.3%, 爆破服务业务毛利率均为 21%, 整体与 2023 年毛利率保持平稳。

化工产品: 2023 年公司化工产品业务收入 28.31 亿元, 毛利率 22.32%。考虑到 24H1 尿素现货均价同比-6.6%、三聚氰胺现货均价同比-6.6%, 化工产品价格下滑背景下、预计收入、毛利率相对承压。我们预计 2024-2026 年公司化工产品业务收入分别为 24.91、25.41、25.92 亿元, 同比增速分别为-12%、2%、2%, 2024-2026 年公司化工产品业务毛利率分别为 19%、19.5%、19.5%。

表2: 公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
民爆产品					
收入 (亿元)	5.04	6.24	7.18	8.04	9.00
YoY		24%	15%	12%	12%
毛利率	44.13%	52.29%	52.30%	52.30%	52.30%
爆破服务					
收入 (亿元)	20.36	25.21	29.74	34.21	39.34
YoY		24%	18%	15%	15%
毛利率	20.49%	20.83%	21.00%	21.00%	21.00%
化工产品					
收入 (亿元)	28.02	28.31	24.91	25.41	25.92
YoY		1%	-12%	2%	2%

毛利率	36.47%	22.32%	19.00%	19.50%	19.50%
合计					
收入 (亿元)	69.03	70.21	67.67	73.59	80.29
YoY		2%	-4%	9%	9%
毛利率	29.22%	23.42%	22.69%	23.39%	23.81%

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测

根据以上假设, 我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 67.67、73.59、80.29 亿元, 同比增速分别为-4%、9%、9%, 2024-2026 年归母净利润分别为 7.96、9.07 和 10.07 亿元, 同比增速分别为-7%、14%、11%。

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)、易普力 (西北地区民爆龙头, 2023 年整体收入体量为 84.28 亿元)。可比公司股价对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 18x、15、13x, 公司目前股价对应 2024-2026 年 PE 在 9、8、7x, 显著低于可比公司水平。

表3: 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	19.81	1.11	1.31	1.51	18	15	13
603977.SH	国泰集团	9.09	0.58	0.67	0.84	16	14	11
002096.SZ	易普力	11.68	0.61	0.73	0.84	19	16	14
	平均					18	15	13
603227.SH	雪峰科技	7.04	0.74	0.85	0.94	9	8	7

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 可比公司数据采用 wind 一致预期 (180 天), 股价时间为 2024 年 9 月 9 日

投资建议: 我们看好公司①疆内民爆高景气, 溢价收购打造“广东+新疆”跨省国资委整合新模式+产能新增空间, ②疆内唯一硝酸铵生产企业, 价格、盈利能力有支撑, ③产业链一体化化工产品持续贡献业绩。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.96、9.07 和 10.07 亿元, 现价对应动态 PE 分别为 9x、8x、7x, 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) 区域投资环境不及预期。“西部大开发”背景下，西北、西南区域民爆行业景气度突出，新疆市场煤炭建设快速释放，公司重点布局新疆市场，如果新疆区域投资环境不及预期，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) 安全、环保等政策变动的风险。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，如果出现安全、环保等正常变化不及预期，可能带来应对风险。

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	7,021	6,767	7,359	8,029
营业成本	5,377	5,231	5,637	6,117
营业税金及附加	53	70	76	82
销售费用	44	45	59	64
管理费用	348	340	366	416
研发费用	31	27	29	40
EBIT	1,181	1,080	1,222	1,343
财务费用	31	52	51	45
资产减值损失	-20	-15	-15	-15
投资收益	22	32	35	38
营业利润	1,165	1,046	1,192	1,323
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	1,166	1,046	1,192	1,323
所得税	215	177	202	225
净利润	951	868	989	1,098
归属于母公司净利润	854	796	907	1,007
EBITDA	1,534	1,438	1,600	1,742

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	890	1,300	2,084	2,952
应收账款及票据	941	1,375	1,497	1,635
预付款项	174	262	282	306
存货	505	444	479	521
其他流动资产	561	630	679	735
流动资产合计	3,071	4,010	5,021	6,149
长期股权投资	42	42	42	42
固定资产	3,483	3,317	3,135	2,938
无形资产	572	579	584	588
非流动资产合计	4,582	4,402	4,208	3,997
资产合计	7,653	8,413	9,229	10,146
短期借款	414	240	240	240
应付账款及票据	728	735	791	861
其他流动负债	541	646	689	739
流动负债合计	1,683	1,620	1,719	1,840
长期借款	336	522	522	522
其他长期负债	292	280	280	280
非流动负债合计	628	802	802	802
负债合计	2,311	2,422	2,521	2,642
股本	1,072	1,072	1,072	1,072
少数股东权益	856	928	1,011	1,102
股东权益合计	5,342	5,990	6,708	7,504
负债和股东权益合计	7,653	8,413	9,229	10,146

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.72	-3.62	8.75	9.12
EBIT 增长率	-23.94	-8.54	13.14	9.94
净利润增长率	28.19	-6.74	13.96	11.00
盈利能力 (%)				
毛利率	23.42	22.69	23.39	23.81
净利润率	12.16	11.76	12.33	12.54
总资产收益率 ROA	11.15	9.46	9.83	9.92
净资产收益率 ROE	19.03	15.73	15.92	15.73
偿债能力				
流动比率	1.82	2.47	2.92	3.34
速动比率	1.38	1.95	2.39	2.80
现金比率	0.53	0.80	1.21	1.60
资产负债率 (%)	30.19	28.79	27.32	26.04
经营效率				
应收账款周转天数	43.80	45.00	45.00	45.00
存货周转天数	34.25	32.00	32.00	32.00
总资产周转率	0.88	0.84	0.83	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	0.74	0.85	0.94
每股净资产	4.19	4.72	5.32	5.97
每股经营现金流	1.02	0.80	1.15	1.26
每股股利	0.25	0.22	0.25	0.28
估值分析				
PE	9	9	8	7
PB	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.64	4.95	4.45	4.08
股息收益率 (%)	3.55	3.17	3.61	4.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	951	868	989	1,098
折旧和摊销	354	358	378	399
营运资金变动	-286	-399	-158	-169
经营活动现金流	1,089	859	1,238	1,352
资本开支	-183	-181	-181	-185
投资	5	0	0	0
投资活动现金流	-176	-147	-146	-147
股权募资	793	0	0	0
债务募资	-284	-39	0	0
筹资活动现金流	-1,211	-302	-307	-337
现金净流量	-296	409	784	868

插图目录

图 1: 公司历史沿革.....	3
图 2: 2023 年公司营收分地区情况.....	4
图 3: 公司股权结构图 (截至 24H1 末).....	4
图 4: 2015-2024H1 公司营收情况.....	5
图 5: 2015-2024H1 公司归母净利润情况.....	5
图 6: 2019-2024H1 收入分业务情况.....	6
图 7: 2019-2024H1 公司各业务毛利率情况.....	6
图 8: 我国煤炭开采固定资产投资增速.....	8
图 9: 我国采矿业固定资产投资增速.....	8
图 10: 2024 年 1-6 月民爆生产总值同比增速为正的区.....	8
图 11: 2023 年新疆原煤产量 4.57 亿吨, 同比+11%.....	9
图 12: 2023 年我国原煤产量 46.58 亿吨, 同比+4%.....	9
图 13: 新疆煤炭资源外运与转化利用.....	10
图 14: 2019-2023 年新疆区域民爆生产总值及 yoy.....	11
图 15: 2019-2023 年新疆区域工业炸药产量及 yoy.....	11
图 16: 2019-2023 年公司民爆业务收入及 yoy.....	12
图 17: 2023 年公司疆内收入 56.18 亿元, 占比 80%.....	12
图 18: 2019-2023 年公司炸药产能及产量.....	13
图 19: 公司天然气化工循环经济产业链主要产品之间转化的工艺流程图.....	14
图 20: 公司化工业务主要产品产能情况 (截至 2023 年末).....	14
图 21: 2019.08 至今尿素现货价走势 (单位: 元/吨).....	15
图 22: 2019.10 至今尿素开工率情况 (单位: %).....	15
图 23: 公司三聚氰胺生产工艺流程图.....	15
图 24: 2020.06 至今三聚氰胺现货价走势 (单位: 元/吨).....	16
图 25: 公司三聚氰胺销量及价格情况.....	16
图 26: 2022 年工业炸药生产成本拆分.....	17
图 27: 公司硝酸铵价格显著高于凯龙股份硝酸铵价格.....	17
图 28: 2020-2023 年公司硝酸铵产量及对外销量.....	17
图 29: 2023 年公司硝酸铵毛利率为 38.09%.....	18

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: “十四五”民爆行业发展主要预期指标.....	7
表 2: 公司营收拆分-假设表.....	19
表 3: 可比公司 PE 对比.....	20
公司财务报表数据预测汇总.....	22

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。本报告清晰准确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
	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