

江南化工(002226)

报告日期: 2024 年 11 月 11 日

收购整合加速兑现, 民爆龙头价值重估

——江南化工深度报告

投资要点

□ 打造民爆“链长”核心单位, 公司行业龙头地位显著

1) 江南化工自 1985 年创立, 多次重组打造兵器工业集团旗下国家民爆现代产业链“链长”核心单位; 2) 江南化工近几年炸药产能快速增长, 目前规模行业领先, 且后续预计继续提升; 3) 江南化工在新疆区域炸药产能从 2019 年末的 7 万吨, 大幅增长至 2023 年末的 17 万吨, 占比 31%, 为新疆区域工业炸药产能第一企业; 4) 公司 21 年重组后爆破工程服务收入实现快速增长, 2023 年营收占比超 50%。目前拥有营业性爆破一级资质单位 13 家, 矿山施工总承包一级资质单位 2 家。5) 海外业务方面, 2023 年大幅提升至 8 亿元, 处于行业领先水平, 且根据此前公司重组公告, 后续集团海外民爆资产有望注入, 实现兵器工业集团民爆资产的整体上市。

□ 公司盈利能力逐步提升, 业绩或将迎来加速增长

1) 公司历年业绩实现稳步增长, 扣非归母净利润从 2018 年的 2.0 亿元到 2023 年的 7.9 亿元, CAGR 为 31%。2) 新疆天河化工为公司重要子公司, 利润占比超 30%, 近两年受相关项目到期等因素影响增速放缓, 预计 24 年业绩有望恢复上涨趋势。3) 公司下属海外公司签订《罗辛铀矿采矿一体化项目服务合同》, 合同总金额 53.6 亿元, 合同期限为 13 年, 预计带来较大业绩增量。4) 公司 23 年新能源发电业务占比为 9.85%, 由于子公司浙江盾安新能源经营, 预计业务保持相对稳定。

□ 公司多维度比较低估, 行业龙头价值有望回归

1) 民爆行业估值位于历史低位, 目前民爆行业 PE (TTM) 估值为 27 倍, PB 估值为 2.3 倍, 分别处于历史的 26% 和 33% 分位数水平。2) 江南化工 PE (TTM) 为 18 倍, 处于公司历史 24% 分位值, 且低于行业内主要竞争公司广东宏大、易普力等。3) 此外, 江南化工工业炸药产能为 59.15 万吨为民爆行业产能之首, 但单吨产能市值处于行业较低水平, 未来存在进一步提升空间。4) 紫金矿业在 22 年分两次完成对公司的股权收购, 共持有公司 21.81% 的股权, 以两次收购价测算公司的市值为 139.24 亿元。

□ 盈利预测与估值

公司作为以民爆为主, 民爆及新能源业务“双核驱动”的上市公司, 是兵器工业集团打造国家民爆现代产业链“链长”的核心单位。随着公司产能提升, 以及爆破服务一体化持续深化, 预计推动公司业绩持续稳步增长。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.1、11.3 和 12.9 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 16、13 和 12 倍。参照可比公司估值以及公司历史估值, 首次覆盖, 并给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

宏观经济周期变化风险、原材料价格波动风险; 安全生产风险

投资评级: 买入(首次)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

分析师: 陈海波

执业证书号: S1230523030004

chenhaibo@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.62
总市值(百万元)	14,886.95
总股本(百万股)	2,648.92

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,895	9,379	11,169	12,616
(+/-) (%)	13.75%	5.44%	19.08%	12.96%
归母净利润	773	914	1,128	1,289
(+/-) (%)	61.48%	18.27%	23.36%	14.33%
每股收益(元)	0.29	0.35	0.43	0.49
P/E	19.26	16.28	13.20	11.55

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) **盈利预测:** 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 93.79、111.69、126.16 亿元, 同比增速分别为 5%、19%、13%, 归母净利润分别为 9.14、11.28、12.89 亿元, 同比增速分别为 18%、23%、14%。

2) **估值指标:** 我们选取从事民爆业务的易普力、广东宏大和国泰集团, 以及从事新能源发电业务的华润电力、龙源电力和嘉泽新能作为可比公司, 2024-2026 年民爆行业平均 PE 分别为 25、21 和 17 倍, 新能源发电行业平均 PE 分别 13、11 和 10 倍。公司作为国内民爆行业龙头, 近十年平均 PE 估值保持在 20 倍以上水平。因此, 综合行业平均情况和公司的历史估值水平, 给予公司 2025 年 18 倍 PE。

3) **目标价格:** 7.78 元, 对应当前股价有 38% 的空间。

4) **投资评级:** 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 关键假设

1) **原材料价格假设:** 硝酸铵价格相对稳定或略下行

2) **产能产量假设:** 公司产能收并购持续推进, 25 年达到 80 万吨产能规模

3) **项目订单假设:** 公司工程爆破持续发力, 订单规模稳步提升

● 我们与市场的观点的差异

市场对公司民爆业务的景气度及其工程爆破服务能力存在疑虑, 且担心新能源发电业务拖累业绩。我们认为: 1) 民爆近几年下游需求基本稳定, 在国家政策驱动下, 江南化工作为行业龙头的产能规模及市场份额持续提升; 2) 随着资源品高景气、基建逆周期发力, 以及“一带一路”带来海外机遇, 行业需求有望超预期; 3) 公司重组后爆破工程服务收入实现快速增长, 且随着公司拿到矿山工程施工总承包壹级资质, 公司爆破工程服务跻身民爆行业第一梯队; 4) 公司新能源业务历年经营稳定, 占公司营收利润比重呈现明显下降趋势, 后续随着国家化债政策落地将缓解市场对于应收款的担忧。

● 股价上涨的催化因素

1) 公司并购重组超预期; 2) 工程爆破服务订单超预期; 3) 矿山基建需求超预期

● 风险提示

1) 宏观经济周期变化风险; 2) 原材料价格波动风险; 3) 安全生产风险

正文目录

1 引言：为什么当前位置看好江南化工？	5
2 理由一：打造民爆“链长”核心单位，公司行业龙头地位显著	6
3 理由二：公司盈利能力逐步提升，业绩或将迎来加速增长	10
4 理由三：公司多维度比较低估，行业龙头价值有望回归	14
5 风险提示	15

图表目录

图 1: 多次重组打造国家民爆现代产业链“链长”核心单位	6
图 2: 兵器工业集团为公司实际控制人	6
图 3: 江南化工民爆业务全国布局情况	7
图 4: 江南化工近五年工业炸药许可产能快速增长	7
图 5: 23 年民爆上市企业工业炸药产能利用率	7
图 6: 新疆民爆市场占全国比重持续提升	8
图 7: 23 年江南化工在新疆地区民爆产能行业第一	8
图 8: 公司爆破工程服务跻身民爆行业第一梯队	8
图 9: 江南化工民爆服务与民爆产品比值位于行业前列	9
图 10: 江南化工工程爆破服务收入快速增长	9
图 11: 江南化工海外业务布局	9
图 12: 江南化工海外业务快速发展	10
图 13: 江南化工 23 年海外业务收入规模行业排名靠前	10
图 14: 江南化工 2018-2023 年营收 CAGR 为 25%	10
图 15: 江南化工 2018-2023 年扣非归母净利润 CAGR 为 31%	10
图 16: 江南化工历年营收构成	11
图 17: 江南化工历年 ROE、净利率、总资产周转率情况	11
图 18: 新疆天河化工 23 年营收增速有所下滑	11
图 19: 新疆天河化工净利润占比较高	11
图 20: 浙江盾安 22 年受补贴退回影响营收, 其他年份相对稳定	12
图 21: 浙江盾安 22 年受补贴退回影响利润, 其他年份相对稳定	12
图 22: 公司应收账款中有较大比例的可再生能源补贴款	12
图 23: 民爆行业 PE 估值位于历史 26%分位值	14
图 24: 民爆行业 PE 估值位于历史 33%分位值	14
图 25: 江南化工单吨产能市值低于可比公司	14
表 1: 罗辛铀矿采矿一体化服务合同将带来每年 4.1 亿的收入增量	11
表 2: 公司业务拆分 (单位: 百万元, %)	13
表 3: 可比公司估值表	15
表附录: 三大报表预测值	16

1 引言：为什么当前位置看好江南化工？

根据我们今年来外发的民爆行业系列报告《民爆深度：供需共振，价值重估》、《民爆专题：从民爆产业政策变化看行业投资机会》以及《民爆股价复盘：业绩为基，政策驱动》，我们认为民爆作为一个政策引导型行业，近年来正发生着一些积极的变化并值得投资者重视。

变化一：产业集中度不断提升。提高产业集中度是民爆行业产业结构调整的主基调，政策持续引导企业重组整合，鼓励龙头、骨干企业开展兼并收购，不断促进市场要素向优势企业集中，且效果卓著。我们认为，随着产业集中度持续提高，未来产能布局将更加合理，产能过剩矛盾将得到有效化解，行业盈利能力有望稳步提升。

变化二：爆破服务一体化持续深化。爆破服务一体化改革是民爆产业不断实现内生式增长的重要途径。随着民爆企业专业化服务水平的不断提高，国内露天煤矿、矿山等业主更倾向将矿山开采外包，这将为专业爆破服务企业提供广阔的发展空间。相比传统的单纯卖产品模式，将产品进一步往下游爆破服务拓展，至少有以下三点好处：1) 附加值增加；2) 周期性减弱；3) 客户粘性增强。

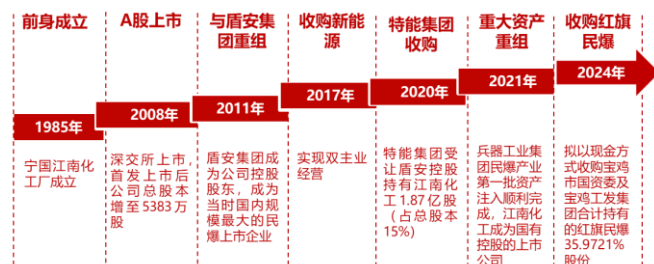
变化三：下游需求或超预期。民爆生产总值增速与采选、基础设施建设等固定资产投资高度相关。1) 资源品高景气，全国采矿业固定资产投资额明显提升。2) 我国水利等大型基建项目稳步推进，对民爆行业需求拉动或超预期。3) 受益于“西部大开发”，西部地区民爆需求将明显增加；4) 民爆企业紧抓“一带一路”机遇，积极开拓国际市场，民爆企业海外业务收入实现快速增长。

考虑到篇幅和内容重复性问题，行业部分内容在此不再过多赘述，我们将更多笔墨用于分析为什么当前位置看好江南化工。我们将主要从公司的**产业地位**（包括股东背景、产能规模、地域布局以及爆破服务占比等）、**业绩展望**（历年业绩分析、重要子公司梳理、业绩拆分等）、以及**估值对比**（历史估值、单吨产能市值、股权转让对价等）等三个维度来给出我们的分析和判断。

2 理由一：打造民爆“链长”核心单位，公司行业龙头地位显著

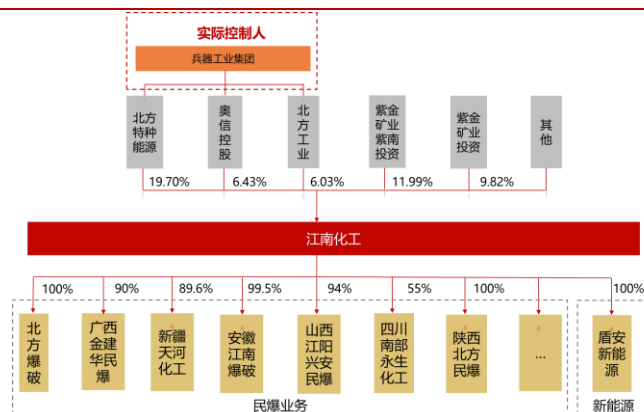
多次重组打造兵器工业集团旗下国家民爆现代产业链“链长”核心单位。江南化工前身为成立于 1985 年的宁国江南化工厂，于 2008 年深交所上市，2011 年与盾安集团重组，成为当时国内规模最大的民爆上市企业。2017 年公司收购新能源，实现双主业经营。2020 年特能集团受让盾安控股持有的部分江南化工股权，并于 2021 年完成兵器工业集团民爆产业第一批资产注入，公司成为中国兵器工业集团北方特种能源集团控股的以民爆为主，民爆及新能源业务“双核驱动”的上市公司，是兵器工业集团打造国家民爆现代产业链“链长”的核心单位。此外，紫金矿业旗下的紫金矿业投资有限公司和紫金矿业紫南投资合伙企业分别在 22 年完成对江南化工的部分股权收购，持股 9.82% 和 11.99%（总持股 21.81%），收购价为 14.23 亿元和 16.14 亿元（对应公司总市值为 139.24 亿元），成为江南化工第二大股东。紫金矿业作为下游金铜矿生产龙头，将有望增加和公司的产业协同，巩固公司民爆行业龙头地位。

图1：多次重组打造国家民爆现代产业链“链长”核心单位



资料来源：公司公告、Wind、浙商证券研究所

图2：兵器工业集团为公司实际控制人



资料来源：iFind、公司公告、浙商证券研究所 注：截至 2024Q3

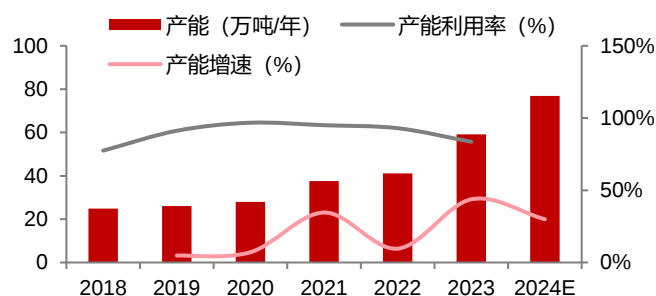
公司民爆产能快速增长，产能规模领跑行业。江南化工下辖十四家民爆物品生产单位，拥有固定生产线 33 条（不含现场混装），分布在新疆、安徽、四川、广西、河南、江苏、陕西、福建等矿产资源优势省份。公司近年来通过收并购等方式，产能规模从 2018 年的 24.85 万吨提升至 2023 年的 59.15 万吨。目前江南化工工业炸药许可产能位于所有民爆上市企业第一。截至 2023 年底，易普力、广东宏大及保利联合工业炸药许可产能分别以每年 52.15 万吨、49.4 万吨及 46.45 万吨紧随其后。此外，根据公司官网，目前江南化工国内工业炸药及制品生产许可产能 65.45 万吨，后续随着陕西红旗民爆收购交易完成，公司生产炸药许可产能规模将得到进一步提升，增加公司工业炸药产能约 11.4 万吨。

图3: 江南化工民爆业务全国布局情况



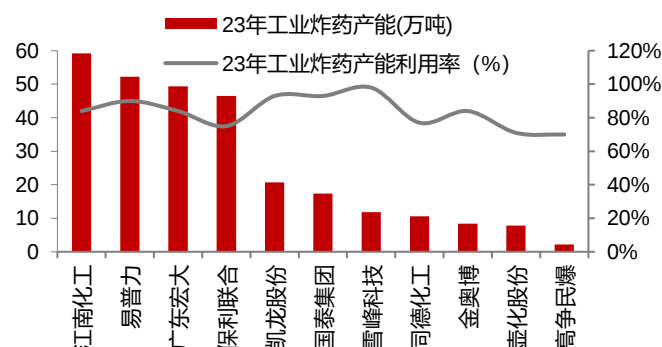
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图4: 江南化工近五年工业炸药许可产能快速增长



资料来源: 公司公告、公司官网、浙商证券研究所 注: 24年为官网产能加上红旗并表

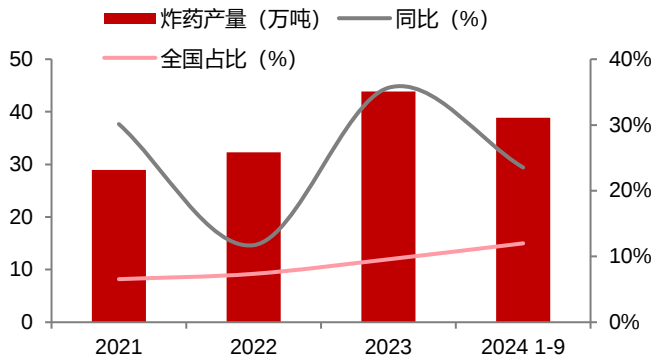
图5: 23年民爆上市企业工业炸药产能利用率



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

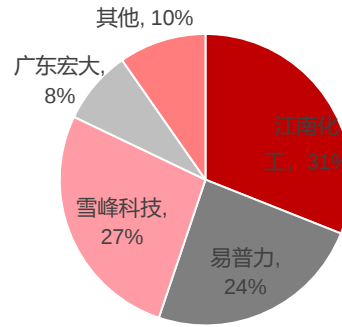
公司新疆地区民爆产能行业第一，为江南化工的重要着力点。新疆具有丰富的矿产资源禀赋，作为国家“三基地一通道”与五大煤炭供应保障基地，肩负着保障国家能源供应安全的重要使命，并且随着国家能源战略重点逐步西移，新疆地区煤炭化工产业正在迎来重要发展机遇。在此背景下，新疆民爆市场增长迅速，根据行业协会数据，2022年、2023年及2024年1-9月，新疆地区炸药产量分别为32.32万吨、43.85万吨和38.85万吨，同比增长12%、36%和24%。江南化工在新疆区域工业炸药及制品生产许可能力从2019年末的7万吨，大幅增长至2023年末的17万吨，在新疆区域拥有较大的市场竞争力，有望充分受益新疆民爆市场增长。

图6: 新疆民爆市场占全国比重持续提升



资料来源: 中国民爆信息、浙商证券研究所

图7: 23年江南化工在新疆地区民爆产能行业第一



资料来源: 中国民爆信息、公司公告、浙商证券研究所

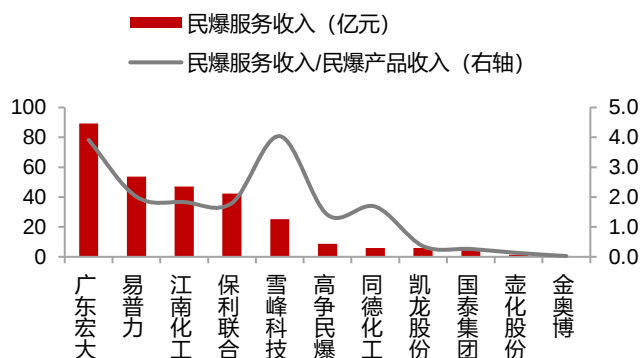
公司爆破工程服务跻身民爆行业第一梯队。公司2021年重组完成后，爆破工程服务收入实现快速增长，2023年公司工程服务收入47.15亿元，民爆服务与民爆产品比值为1.8，位于行业前列。此外，公司爆破服务业务近年来硕果累累。江南化工所属安徽江南爆破工程有限公司和北方爆破科技有限公司科技研发项目一举斩获2023年度中国爆破行业协会四项科技进步奖。此外，北方爆破山西江阳爆破公司以及北方爆破科技有限公司分别先后成功升级为矿山工程施工总承包壹级资质。此次资质升级后，公司具有两家“矿山工程施工总承包壹级”、“爆破作业单位许可证一级”双一级资质企业。目前，江南化工专业爆破及工程公司25家，其中爆破作业一级资质企业13家，矿山工程总承包一级资质企业2家。公司在爆破工程服务方面展示出了强劲的增长潜能，这些都将成为江南化工下一步的发展奠定坚实基础。

图8: 公司爆破工程服务跻身民爆行业第一梯队



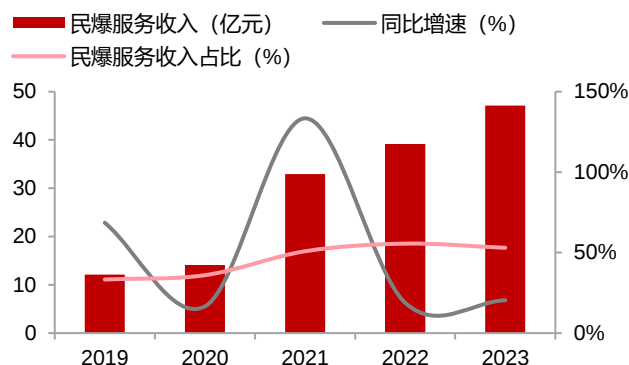
资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图9：江南化工民爆服务与民爆产品比值位于行业前列



资料来源：ifind、浙商证券研究所

图10：江南化工工程爆破服务收入快速增长



资料来源：ifind、浙商证券研究所

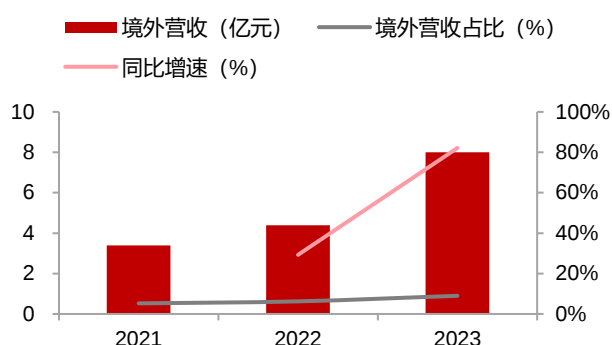
公司的海外营收快速增长，集团资产有望陆续注入。“一带一路”沿线国家矿产资源丰富，与中国存在高度的互补性。近年来，民爆企业积极响应国家“走出去”战略号召，紧抓“一带一路”机遇，积极开拓国际市场，参与国际市场竞争与经济技术合作。公司全资子公司北方爆破先后承接了海外多个战略性矿山开采项目爆破一体化服务，业务布局纳米比亚、蒙古、刚果（金）、塞尔维亚等亚、非、欧国家和地区，是中国民爆行业走向国际的成功典范。公司海外营收从2021年的3.4亿元增长至2023年则大幅提升至8.0亿元，海外营收占总营收的比例从2021年的5.24%增加到2023年的8.99%，金额和比值均处于行业领先地位。根据此前公司重组公告，北方公司控股子公司奥信化工下属的奥信厄瓜多尔、中刚开发、NITRO SIBIR AUSTRALIA PTY LTD 和奥信几内亚等有望陆续注入，实现特能集团和兵器工业集团民爆资产的整体上市。

图11：江南化工海外业务布局



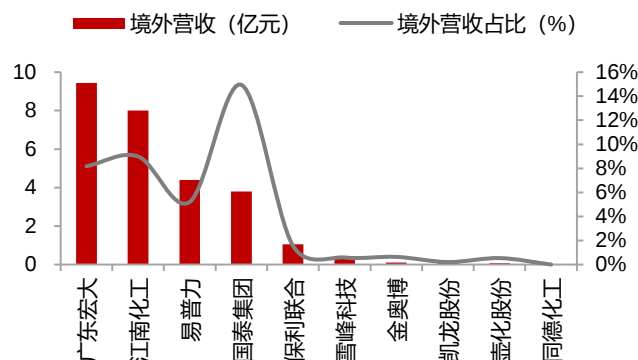
资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图12: 江南化工海外业务快速发展



资料来源: ifind、浙商证券研究所

图13: 江南化工 23 年海外业务收入规模行业排名靠前

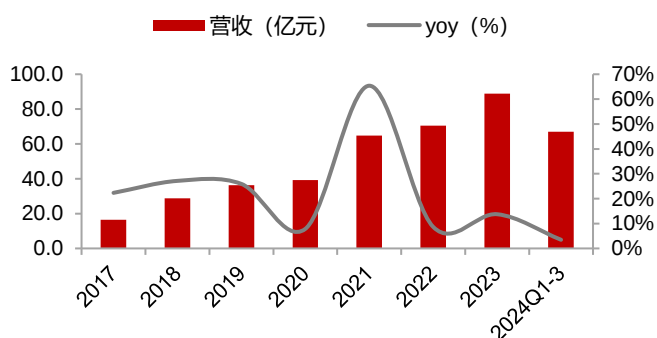


资料来源: ifind、浙商证券研究所

3 理由二: 公司盈利能力逐步提升, 业绩或将迎来加速增长

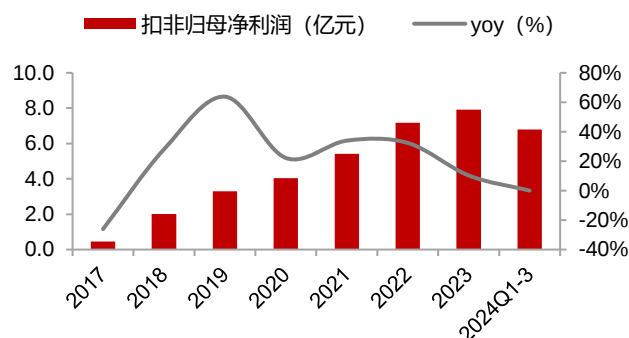
公司盈利能力逐步提升, 历年业绩实现稳步增长。受益于公司历年炸药产能稳步提升以及爆破服务一体化持续深化, 公司营收从 2018 年的 28.9 亿元到 2023 年的 88.9 亿元, CAGR 为 25%, 扣非归母净利润从 2018 年的 2.0 亿元到 2023 年的 7.9 亿元, CAGR 为 31%。2024 年前三季度公司营收增长 3%, 其中 Q3 单季度同比增长 10%, 在行业呈现缩量下行态势下仍保持良好发展势头。此外, 公司盈利能力受非经常性损益影响导致有所波动, 其中 21 年存在资产处置收益, 22 年则受部分光伏发电项目移出电价补贴清单并退回部分财政补贴影响。不考虑这两年的异常波动, 公司盈利能力保持稳步向上态势, 公司 23 年 ROE 为 8.9%, 扣非 ROE 创 2017 年以来新高。随着行业集中度持续提升, 我们预计公司作为龙头企业的盈利能力有望继续增强。

图14: 江南化工 2018-2023 年营收 CAGR 为 25%



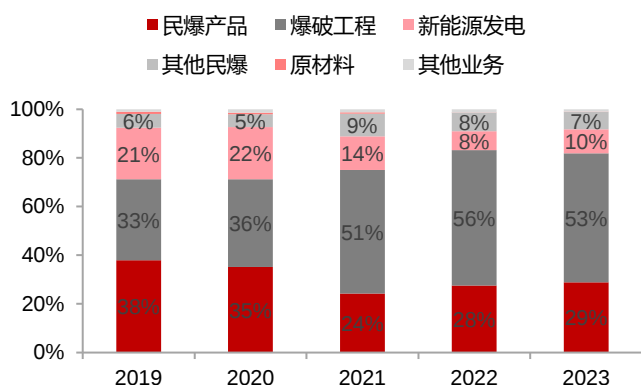
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图15: 江南化工 2018-2023 年扣非归母净利润 CAGR 为 31%



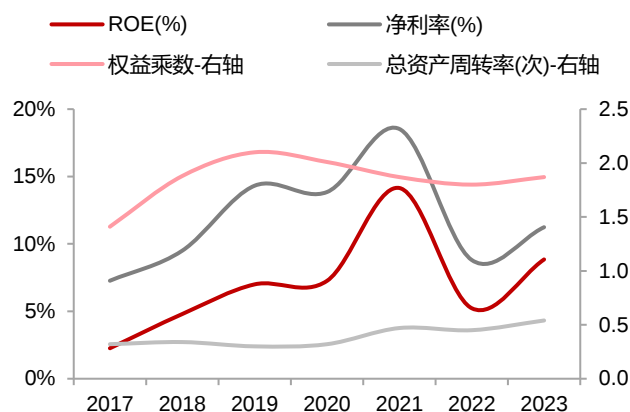
资料来源: Wind、浙商证券研究所

图16: 江南化工历年营收构成



资料来源: iFind、浙商证券研究所

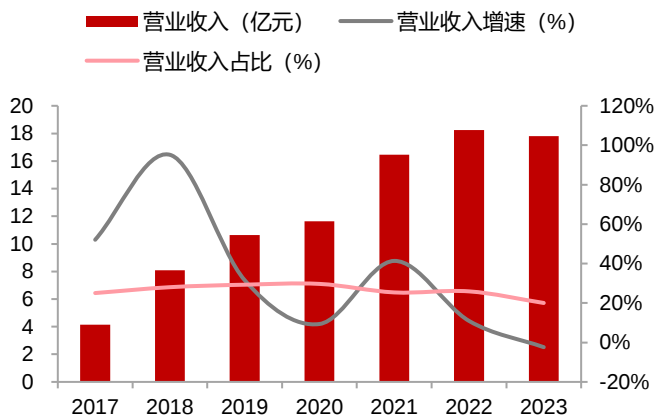
图17: 江南化工历年 ROE、净利率、总资产周转率情况



资料来源: iFind、浙商证券研究所

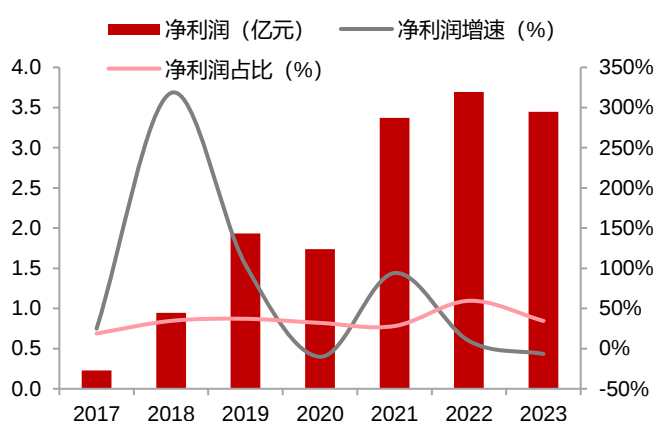
新疆天河化工业绩有望恢复上涨趋势，海外铀矿大单预计带来较大业绩增量。新疆天河子公司布局新疆为江南化工营收及利润占比最大的子公司。2017-2023 年营业收入复合增速 28%，净利润复合增速 57%，整体业绩增量明显。其中 2018 年新疆天河子公司恒远爆破与海鑫矿业签订 3.6 亿合同，以及 2021 年新疆天河两个项目通过核查验收产能释放，均对业绩产生较大积极影响。考虑到新疆天河化工 24 年 6 月与新疆维吾尔自治区哈密市伊州区招商团队签署战略合作协议，预计 24 年业绩将重拾上升趋势。此外，公司下属海外公司北方矿业科技服务（纳米比亚）有限公司与 ROSSING URANIUM LIMITED 在纳米比亚签订了《罗辛铀矿采矿一体化项目服务合同》，合同期限十三年，合同金额 53.5879 亿元。这些都将助力公司业绩实现稳步增长。

图18: 新疆天河化工 23 年营收增速有所下滑



资料来源: iFind、浙商证券研究所

图19: 新疆天河化工净利润占比较高



资料来源: iFind、浙商证券研究所

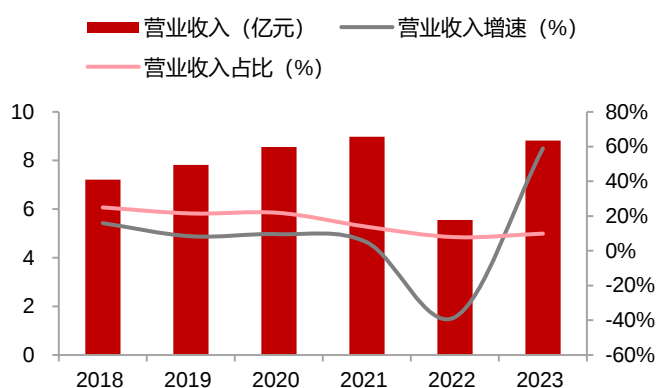
表1: 罗辛铀矿采矿一体化服务合同将带来每年 4.1 亿的收入增量

罗辛铀矿采矿一体化服务合同	
合同总金额(亿元)	53.6
合同期限(年)	13
每年增量(亿元)	4.1

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

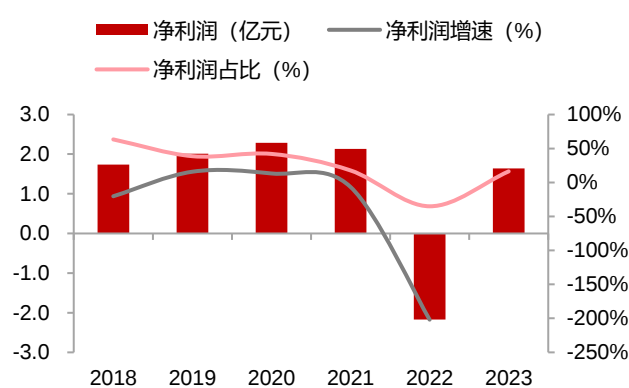
新能源业务相对稳定，后续化债有望解决应收款问题。公司全资子公司盾安新能源主要从事风力发电、光伏发电的项目开发、建设及运营。目前在内蒙古、新疆、宁夏、贵州、甘肃、山西等资源优势区拥有优质风、光资源储备。当前新能源累计装机约106万千瓦，其中风电装机100万千瓦，光伏装机6万千瓦。2018-2023年浙江盾安营业收入复合增速为4%，整体保持相对稳定，23年新能源业务营收占比为9.85%。浙江盾安22年营收和利润出现较大波动，主要原因为全资孙公司内蒙古盾安光伏电力有限公司收到由内蒙古财政厅、内蒙古发改委、内蒙古能源局组成的领导小组下发的《关于内蒙古盾安光伏电力有限公司乌拉特后旗50MW光伏发电项目违规领取可再生能源发电中央补贴资金问题的认定及处置意见》。公司拟按照《处置意见》的要求，对已收及尚未收到的电费补贴31,862.74万元（不含税）调整影响损益预计31,862.74万元。目前公司应收账款中有较大比例的可再生能源补贴款，后续随着国家化债政策落地有助于缓解市场对于应收款的担忧。

图20：浙江盾安22年受补贴退回影响营收，其他年份相对稳定



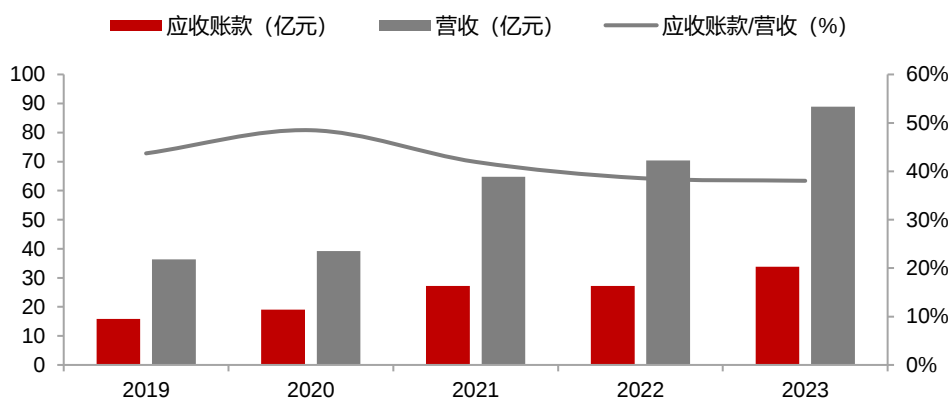
资料来源：iFind、浙商证券研究所

图21：浙江盾安22年受补贴退回影响利润，其他年份相对稳定



资料来源：iFind、浙商证券研究所

图22：公司应收账款中有较大比例的可再生能源补贴款



资料来源：Wind、浙商证券研究所

公司作为以民爆为主，民爆及新能源业务“双核驱动”的上市公司，是兵器工业集团打造国家民爆现代产业链“链长”的核心单位。公司国内产能不断提升，爆破服务一体化持续深化，海外订单贡献增量，公司中长期成长得到充分保障。我们综合行业和公司过去几年经营情况，做出以下关键假设：

(1) 民爆产品：考虑公司收并购持续推进，我们预计 2024-2026 年公司民爆产品产能产量持续提升。民爆产品价格相对稳定，但受益于原材料硝酸铵价格下行，24 年公司毛利率有所提升。我们预计 2024-2026 年公司民爆产品业务营收分别为 28.27、36.40、41.60 亿元，对应毛利率分别为 42%、42%、42%。

(2) 爆破工程：受益于公司拿到矿山工程施工总承包壹级资质，且基于公司行业领先的炸药产能规模，我们预计公司在爆破工程服务方面具备强劲的增长潜能。我们预计 2024-2026 年公司爆破工程业务营收分别为 49.51、58.42、67.19 亿元，对应毛利率分别为 22%、22%、22%。

(3) 新能源发电：公司历年新能源发电业务比较稳定，24 年受气候影响，导致发电小时数有所下降。我们预计 2024-2026 年公司新能源发电业务营收为 8.19、8.58、8.58 亿元，毛利率分别为 44%、44%、44%。

(4) 其他：其他民爆、原材料、其他业务均为公司非核心业务，预计未来几年营收规模和毛利率均保持相对稳步。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 93.79、111.69、126.16 亿元，同比增速分别为 5%、19%、13%，毛利率分别为 30%、30%和 30%。

表2：公司业务拆分（单位：百万元，%）

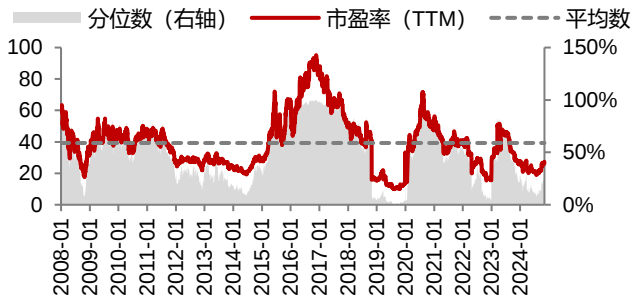
项目		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	8895	9379	11169	12616
	YOY (%)	26%	5%	19%	13%
	营业成本	6273	6553	7771	8790
	毛利率 (%)	29%	30%	30%	30%
民爆产品	营业收入	2571	2827	3640	4160
	YOY (%)	32%	10%	29%	14%
	营业成本	1554	1631	2100	2400
	毛利率 (%)	40%	42%	42%	42%
爆破工程	营业收入	4715	4951	5842	6719
	YOY (%)	20%	5%	18%	15%
	营业成本	3658	3841	4532	5212
	毛利率 (%)	22%	22%	22%	22%
新能源发电	营业收入	877	819	858	858
	YOY (%)	58%	-7%	5%	0%
	营业成本	480	462	484	484
	毛利率 (%)	45%	44%	44%	44%
其他民爆	营业收入	629	675	721	772
	YOY (%)	19%	7%	7%	7%
	营业成本	518	553	589	627
	毛利率 (%)	18%	18%	18%	19%
原材料	营业收入	17	17	17	17
	YOY (%)	190%	-1%	0%	0%
	营业成本	16	16	16	16
	毛利率 (%)	5%	6%	6%	6%
其他业务	营业收入	86	90	90	90
	YOY (%)	-8%	4%	0%	0%
	营业成本	46	50	50	50
	毛利率 (%)	47%	44%	44%	44%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

4 理由三：公司多维度比较低估，行业龙头价值有望回归

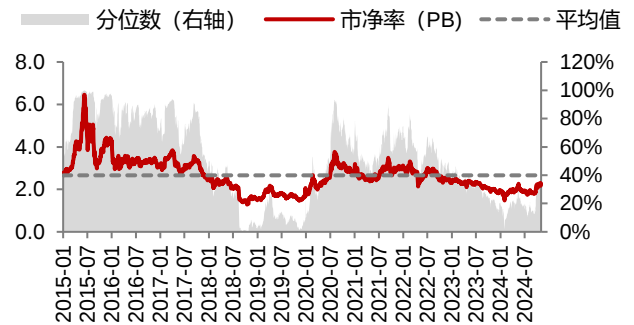
民爆行业估值位于历史相对低位。截至 24 年 11 月 5 日，民爆行业 PE（TTM）估值为 27 倍，PB 估值为 2.3 倍，分别处于历史的 26%和 33%分位数水平。考虑到行业供需两端均有明显的边际改善，我们预计行业估值有望提升。

图23：民爆行业 PE 估值位于历史 26%分位值



资料来源：iFind、浙商证券研究所

图24：民爆行业 PE 估值位于历史 33%分位值



资料来源：iFind、浙商证券研究所

公司估值历史低位，且低于其他核心民爆企业。截止到 11 月 8 日，江南化工 PE（TTM）为 18 倍，低于行业内主要竞争公司广东宏大、易普力等。此外，江南化工工业炸药产能 59.15 万吨为民爆行业产能之首，但从单吨产能市值来看，江南化工、易普力、广东宏大及高争民爆分别为 2.5/3.2/4.4/42.0。考虑到行业产能总量限制，在产能为王的时代，江南化工单吨产能市值低于可比公司，未来存在进一步提升空间。

图25：江南化工单吨产能市值低于可比公司

证券代码	证券名称	收盘价 (元) 2024/11/11	总市值 (亿 元)	23年工业炸 药产能 (万 吨)	单吨产能市 值 (万元/ 吨)	PE(TTM)	PE分位值	PB	PB分位值
002226.SZ	江南化工	5.62	149	59.2	2.5	18	25%	1.6	60%
002096.SZ	易普力	13.38	166	52.2	3.2	24	7%	2.3	65%
002683.SZ	广东宏大	30.51	232	49.4	4.7	27	11%	3.7	61%
002037.SZ	保利联合	9.46	46	46.5	1.0	-6	0%	2.4	76%
002783.SZ	凯龙股份	9.12	46	20.7	2.2	39	39%	1.8	14%
603977.SH	国泰集团	14.35	89	17.4	5.1	30	50%	2.7	78%
603227.SH	雪峰科技	8.91	95	11.8	8.1	13	18%	2.0	11%
002360.SZ	同德化工	5.25	21	10.6	2.0	6	6%	1.0	4%
002917.SZ	金奥博	9.62	33	8.4	4.0	26	4%	2.2	12%
003002.SZ	壹化股份	23.20	46	7.8	5.9	30	61%	3.5	86%
002827.SZ	高争民爆	32.51	90	2.2	40.8	71	77%	10.1	100%

资料来源：公司公告、Wind、浙商证券研究所

首次覆盖并给予“买入”评级。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.1、11.3 和 12.9 亿元，对应当前股价 PE 分别为 16、13 和 12 倍。我们选取从事民爆业务的易普力、广东宏大和国泰集团，以及从事新能源发电业务的华润电力、龙源电力和嘉泽新能作为可比公司，2024-2026 年民爆行业平均 PE 分别为 25、21 和 18 倍，新能源发电行业平均 PE 分别 13、11 和 10 倍。公司作为国内民爆行业龙头，近十年平均 PE 估值保持在 20 倍以上水平。因此，综合行业平均情况和公司的历史估值水平，给予公司 2025 年 18 倍 PE（民爆业

务 20 倍，新能源发电 10 倍，其中新能源利润按照 2 亿元估算)，对应市值 206 亿元，目标价 7.78 元，对应当前股价有 38% 的空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB
		2024/11/11		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
民爆业务												
002096.SZ	易普力	13.38	166	6.3	7.5	8.9	10.3	26	22	19	16	2.3
002683.SZ	广东宏大	30.51	232	7.2	8.6	10.1	11.6	32	27	23	20	3.7
603977.SH	国泰集团	14.35	89	3.0	3.3	4.0	5.4	29	27	22	17	2.7
	平均		162	5.5	6.5	7.7	9.1	29	25	21	18	2.9
新能源业务												
0836.HK	华润电力	18.36	920	110.0	148.0	168.4	192.7	8	6	5	5	1.0
001289.SZ	龙源电力	18.78	1570	62.5	68.5	75.2	81.7	25	23	21	19	2.2
601619.SH	嘉泽新能	3.40	83	8.0	8.5	10.5	13.3	10	10	8	6	1.2
	平均		857	60.2	75.0	84.7	95.9	15	13	11	10	1.5
002226.SZ	江南化工	5.62	149	7.7	9.1	11.3	12.9	19	16	13	12	1.6

资料来源: Wind、浙商证券研究所

5 风险提示

宏观经济周期变化风险。民爆行业对采矿业、基础设施建设等行业的依赖性较强，而这些行业的景气程度又与宏观经济状况紧密相关。随着中国经济进入新常态，增长动力从投资驱动为主转向以创新驱动为主，固定资产投资、基础设施建设等增速存在逐步回落的可能，对民爆物品的整体需求也将降低，这可能会对公司的经营产生不利影响。

原材料价格波动风险。硝酸铵是工业炸药的主要原材料，占工业炸药生产成本比例较高。硝酸铵属于价格波动较大的基础化工原料，其价格受短期季节性供求变化和长期行业产能扩张周期变化的影响较大，因此对下游民爆行业的利润水平将产生较大影响。

安全生产风险。公司所属民爆行业存在固有的高危性，在采购、生产、储存、销售、运输以及爆破工程作业等各业务环节中，都面临一定的安全风险，因而安全生产具有特殊重要的意义。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,603	8,042	9,941	12,047
现金	1,941	2,075	2,989	4,302
交易性金融资产	286	316	346	376
应收账款	3,632	4,337	5,132	5,767
其它应收款	252	261	310	350
预付账款	173	197	233	264
存货	587	579	654	710
其他	732	278	278	278
非流动资产	9,146	9,064	9,010	8,889
金融资产类	15	15	15	15
长期投资	92	92	92	92
固定资产	6,591	6,675	6,686	6,627
无形资产	700	680	660	640
在建工程	242	209	183	163
其他	1,507	1,394	1,374	1,354
资产总计	16,749	17,106	18,951	20,937
流动负债	4,184	3,513	3,911	4,244
短期借款	507	507	507	507
应付款项	1,253	1,347	1,597	1,807
预收账款	0	0	0	0
其他	2,424	1,659	1,807	1,930
非流动负债	2,699	2,697	2,697	2,697
长期借款	2,506	2,506	2,506	2,506
其他	193	190	190	190
负债合计	6,883	6,209	6,608	6,941
少数股东权益	1,151	1,409	1,727	2,091
归属母公司股东权益	8,715	9,488	10,616	11,905
负债和股东权益	16,749	17,106	18,951	20,937

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,145	2,055	1,985	2,384
净利润	1,000	1,172	1,446	1,653
折旧摊销	687	919	985	1,050
财务费用	156	142	142	142
投资损失	(11)	(9)	(11)	(13)
营运资金变动	(819)	(236)	(637)	(510)
其它	133	67	61	61
投资活动现金流	(681)	(829)	(930)	(928)
资本支出	(736)	(906)	(911)	(911)
长期投资	39	(30)	(30)	(30)
其他	17	107	11	13
筹资活动现金流	(913)	(1,090)	(142)	(142)
短期借款	37	0	0	0
长期借款	(458)	0	0	0
其他	(492)	(1,090)	(142)	(142)
现金净增加额	(442)	135	913	1,313

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,895	9,379	11,169	12,616
营业成本	6,273	6,553	7,771	8,790
营业税金及附加	71	75	89	101
营业费用	134	141	168	189
管理费用	775	816	972	1,098
研发费用	228	244	290	328
财务费用	144	113	111	97
资产减值损失	(44)	(40)	(40)	(40)
公允价值变动损益	(58)	0	0	0
投资净收益	11	9	11	13
其他经营收益	56	56	67	76
营业利润	1,211	1,423	1,766	2,022
营业外收支	20	24	19	19
利润总额	1,231	1,447	1,785	2,041
所得税	231	275	339	388
净利润	1,000	1,172	1,446	1,653
少数股东损益	226	258	318	364
归属母公司净利润	773	914	1,128	1,289
EBITDA	2,115	2,478	2,881	3,188
EPS（最新摊薄）	0.29	0.35	0.43	0.49

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	13.75%	5.44%	19.08%	12.96%
营业利润	34.06%	17.48%	24.10%	14.48%
归属母公司净利润	61.48%	18.27%	23.36%	14.33%
获利能力				
毛利率	29.48%	30.13%	30.42%	30.33%
净利率	8.69%	9.75%	10.10%	10.22%
ROE	8.87%	9.64%	10.62%	10.83%
ROIC	8.04%	8.61%	9.53%	9.74%
偿债能力				
资产负债率	41.10%	36.30%	34.87%	33.15%
净负债比率	26.62%	15.61%	6.38%	-3.75%
流动比率	1.82	2.29	2.54	2.84
速动比率	1.57	1.99	2.24	2.54
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.55	0.62	0.63
应收账款周转率	2.90	2.68	2.84	2.79
应付账款周转率	5.50	5.34	5.58	5.46
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.35	0.43	0.49
每股经营现金	0.43	0.78	0.75	0.90
每股净资产	3.29	3.58	4.01	4.49
估值比率				
P/E	19.26	16.28	13.20	11.55
P/B	1.71	1.57	1.40	1.25
EV/EBITDA	6.73	6.69	5.44	4.50

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>