

2024年11月20日

国泰集团 (603977.SH)

投资评级：买入（首次）

——“运河开工+军工投产”共振，戴维斯双击拐点将近

投资要点：

- **江西民爆龙头，戴维斯双击拐点将近。** 公司系江西省唯一民爆生产企业，背靠江西省军工控股集团，实际控制人为江西国资委，现已发展成为以民爆一体化产业为核心，以军工新材料和轨交自动化及信息化产业为支撑的“一体两翼”发展格局。2015–2023年公司营业收入复合增速23.06%，归母净利润复合增速15.37%。我们认为，公司当前正经历发展拐点：一方面，大运河为稳定的民爆主业带来新的业绩想象力，另一方面，军工新材料投产潜在业绩弹性有望再造一个国泰，存在戴维斯双击空间。
- **民爆业绩弹性或被低估，大运河建设将带来业绩想象力。** 民爆行业特性导致供需格局“划地为王”，江西矿产资源丰富，民爆产业需求具备相对优势，2024年1–9月在全国工业炸药产销量同比分别下降3.27%和3.40%的背景下，江西工业炸药产销量分别同比增长11.89%和11.75%。公司是江西省内唯一民爆企业，供需关系与江西省民爆格局同步，目前产品基本满产满销。市场普遍认为公司民爆主业缺乏弹性，但我们认为，公司主业弹性被低估，当前浙赣粤运河开工在即，建成后将超京杭大运河，成为世界之最。我们测算运河建设预计将为江西每年带来新增炸药需求19.86万吨，是江西2023年炸药产量的120%。公司民爆业务涵盖“研、产、销、爆”，作为江西省唯一民爆生产企业且与省内下游经销商一衣带水，在省内市场拥有足够的话语权，有望充分受益大运河建设带来的民爆需求增长。
- **军工新材料投产在即，潜在业绩增量有望再造一个国泰。** 2018–2023年公司军工新材料业务营业收入复合增速33.26%，毛利复合增速31.82%，维持高速增长，展望未来3年，我们判断，随着新产能投放及下游需求爬坡，公司军工业务有望进一步提速：**1) 钽铌氧化物：**公司原有钽铌化合物产能500吨，目前三石有色今年新投产1000吨项目中的冶金级钽铌氧化物已进入稳定量产阶段，但高纯、超高纯产品的生产仍处于工艺改进过程中，我们预计新投产能将在2025年明显释放产量，后续钽铌业务营收和盈利能力将大幅增长。**2) 钨基材料：**子公司澳科新材专注于钨合金新材料。2024 H1 钨基新材料和丝团产品新签合同额4096万元，合同金额是2023年相应产品全年营收规模348%。**3) 其他军工新材料业务：**2024 H1 中小型固体火箭推进器产品新签合同额2600万元，军事仿真平台新签合同额3238万元，均实现突破。**4) 含能新材料：**项目进展顺利，公司计划两条产线25年6月和26年中期分别投产，我们预计含能新材料两条产线产能充分释放后将对应产值5.73亿元，净利润1.72亿元。
- **盈利预测与评级：**我们预计，公司2024–2026年归母净利润分别为3.26亿元、3.95亿元、4.91亿元，对应11月18日股价PE为25、21、17倍。我们选取同为民爆行业头部企业广东宏大、易普力，以及同为公司第一大股东江西省军工控股集团旗下的国科军工作为可比公司，2024–2026年可比公司平均PE分别为31、25、21倍。公司PE明显低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游采矿业需求不及预期；大运河项目建设进度低于预期；原料硝酸铵涨价

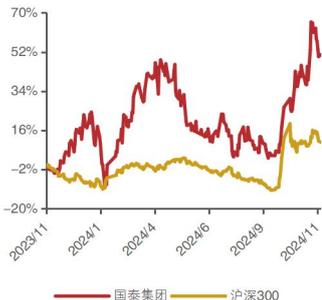
证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024年11月18日

收盘价(元)	13.28
一年内最高/最低(元)	14.90/7.46
总市值(百万元)	8,250.09
流通市值(百万元)	8,250.09
总股本(百万股)	621.24
资产负债率(%)	32.28
每股净资产(元/股)	5.25

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,152	2,541	2,611	3,210	3,824
同比增长率(%)	8.27%	18.05%	2.76%	22.94%	19.14%
归母净利润(百万元)	144	305	326	395	491
同比增长率(%)	-40.15%	112.00%	7.03%	21.22%	24.22%
每股收益(元/股)	0.23	0.49	0.52	0.64	0.79
ROE(%)	5.03%	9.77%	9.76%	10.95%	12.46%
市盈率(P/E)	57.42	27.08	25.31	20.88	16.81

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计，公司 2024–2026 年归母净利润分别为 3.26 亿元、3.95 亿元、4.91 亿元，对应 11 月 18 日股价 PE 为 25、21、17 倍。我们选取同为民爆行业头部企业广东宏大、易普力，以及同为公司第一大股东江西省军工控股集团旗下的国科军工（主营导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品及弹药装备）作为可比公司，2024–2026 年可比公司平均 PE 分别为 31、25、21 倍。公司 PE 明显低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

民爆一体化：工业包装炸药：假设 2024–2026 年产能分别为 12.18、12.18、12.18 万吨，产能利用率分别为 100.00%、100.00%、100.00%，产销率分别为 100.00%、100.00%、100.00%，吨营收分别为 6,250、6,550、6,650 元，吨成本分别为 3,700、3,800、3,850 元。民爆产品经销：假设 2025–2026 年工业包装炸药经销量分别为 2、3 万吨，吨营收分别为 6,550、6,650 元，吨毛利率分别为 20.00%、20.00%。假设 2024–2026 年其他民爆产品经销营收分别同比增长–3.00%、15.00%、15.00%，毛利率分别为 19.00%、19.00%、19.00%。

含能材料：随着 001 和 003 产线分别计划在 2025 年年中及 2026 年年中投产，假设 001 线产品 2025–2026 年的产能分别为 2,500、2,500 吨，产能利用率分别为 30.00%、100.00%，和产销率均为 100.00%，吨营收分别为 16、15 万元，吨成本分别为 9.6、7.8 万元。假设 003 线产品 2026 年产能为 1800 吨，产能利用率为 30.00%，产销率为 100.00%，吨营收为 11 万元，吨成本为 6.5 万元。

投资逻辑要点

公司系江西省唯一民爆生产企业，潜在成长性正被低估。我们判断，公司当前正经历发展拐点：一方面，作为江西省内唯一民爆企业，供需关系与江西省民爆格局同步，目前产品基本满产满销，市场普遍认为公司民爆主业缺乏弹性。但我们认为，公司主业弹性被低估，当前浙赣粤运河开工在即，建成后将超京杭大运河，成为世界之最。我们测算运河建设预计将为江西每年带来新增炸药需求 19.86 万吨，是江西 2023 年炸药产量的 120%，大运河为稳定的民爆主业带来新的业绩想象力；另一方面，军工新材料投产潜在业绩弹性有望再造一个国泰，仅以含能新材料为例，公司计划两条产线 25 年 6 月和 26 年中期分别投产，我们预计含能新材料两条产线产能充分释放后将对应产值 5.73 亿元，净利润 1.72 亿元，存在戴维斯双击空间。

核心风险提示

民爆下游采矿业需求不及预期；大运河项目建设进度低于预期；原料硝酸铵涨价

内容目录

1. 江西民爆龙头，军工新材料和轨交自动化及信息化“一体两翼”	6
2. 民爆：供给侧改革优化行业格局，大运河建设带来需求增量	9
2.1. 行业发展稳中有进，供给侧改革红利逐步释放	9
2.2. 矿山开采造就江西民爆大省，大运河建设带来增量需求	14
2.3. 江西省唯一民爆生产企业，潜在业绩弹性被低估	16
3. 军工新材料业务潜在弹性大，有望再造一个国泰	19
4. 铁路设备更替周期开启，轨交自动化及信息化业务有望受益	23
5. 盈利预测与评级	25
6. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司发展沿革	6
图表 2: 公司股权结构	7
图表 3: 2015-2024Q1-3 公司营业总收入及同比 (亿元)	7
图表 4: 2008-2024Q1-3 公司净利润及同比 (亿元)	7
图表 5: 公司主要子公司及业务板块	8
图表 6: 2019-2023 公司营收占比	8
图表 7: 2019-2023 公司毛利占比	8
图表 8: 2018-2023 公司各业务毛利率	9
图表 9: 2015-2023 公司期间费用率	9
图表 10: 民爆行业产业链示意图	10
图表 11: 民爆行业主管部门	10
图表 12: 2017-2024 1-9 月我国民爆生产企业累计生产总值	11
图表 13: 2018-2024 1-9 月我国民爆生产企业累计利润总额	11
图表 14: 2015-2024 1-9 月我国工业炸药产量	11
图表 15: 2015-2024 1-9 月我国工业雷管产量	11
图表 16: 《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	12
图表 17: 2017 和 2023 年我国民爆企业集团生产总值 CR10	12
图表 18: 2017 和 2023 年我国民爆企业集团工业炸药产量 CR10	12
图表 19: 2015-2023 现场混装炸药产量	13
图表 20: 2015-2023 电子雷管产量	13
图表 21: 2015-2023 现场混装炸药和电子雷管产量占比	14
图表 22: 2020 年中国工业炸药下游应用结构占比情况	14
图表 23: 2019-2024 1-9 月江西民爆全国占比	14
图表 24: 2019-2024 1-9 月江西民爆行业增速	15
图表 25: 浙赣粤运河通道总体布置图	16
图表 26: 公司民爆一体化板块情况 (万元)	17
图表 27: 公司民爆一体化板块业务营收占比	17
图表 28: 公司民爆一体化板块业务毛利占比	17
图表 29: 公司民爆一体化板块各业务毛利率	17

图表 30: 公司民爆板块情况	18
图表 31: 公司工业包装炸药季度不含税价格 (元/吨)	18
图表 32: 公司雷管季度不含税价格 (元/吨)	18
图表 33: 公司原材料硝酸铵平均不含税价格(元/吨)	19
图表 34: 硝酸铵现货价 (元/吨)	19
图表 35: 公司军工新材料板块情况 (万元)	19
图表 36: 公司军工新材料板块业务占比	19
图表 37: 公司钽铌氧化物业务情况 (万元)	21
图表 38: 公司钽铌金属化合物季度不含税价格 (元/吨)	21
图表 39: 公司钨合金弹芯业务情况 (万元)	22
图表 40: 军用钨基新型毁伤材料	22
图表 41: 无人机火箭助推发射	23
图表 42: 小型固体火箭发动机	23
图表 43: 公司轨交自动化及信息化板块情况 (万元)	24
图表 44: 公司轨交自动化及信息化板块业务占比	24
图表 45: 公司智能供电系统及运维服务业务情况 (万元)	25
图表 46: 铁路供电综合 SCADA 系统	25
图表 47: 固定资产投资:全国铁路:累计同比	25
图表 48: 中国内地城轨交通运营线路总长度 (公里)	25
图表 49: 业务拆分	26
图表 50: 重点公司估值表	29

1. 江西民爆龙头，军工新材料和轨交自动化及信息化“一体两翼”

江西民爆龙头，军工新材料和轨交自动化及信息化“一体两翼”。国泰集团股份有限公司成立于2006年，2016年在上海证券交易所上市。公司成立以来深耕民爆业务，并在2018年收购江铜、威源旗下民爆资产，实现全省民爆生产企业整体上市。2017年公司开启多元化产业发展战略，设立国泰利民，进军信息化细分行业，同年新设永宁科技，从事高氯酸钾的生产及销售业务。2019年公司成功收购北京太格时代，进军轨道交通领域，同年收购三石有色，加强稀有金属钽铌冶炼业务。2021年公司收购北京神舟智汇涉足军事模拟仿真领域，收购江西澳科布局钨基新型毁伤材料业务。2024年公司成立九江国泰，致力于先进含能材料的生产与研发。公司现已发展成为以民爆一体化产业为核心，以军工新材料和轨交自动化及信息化产业为支撑的“一体两翼”发展格局。

图表 1：公司发展沿革



资料来源：公司官网，华源证券研究所

背靠地方军工产业投资平台，江西国资委为实际控制人。目前，公司第一大股东是江西省军工控股集团有限公司（江西军工产业投资平台），持股比例为47.64%，江西国资委为公司实际控制人。公司第二大股东是江西省钨业集团有限公司，持股比例为4.99%。

图表 2：公司股权结构



资料来源：IFinD，华源证券研究所（截至 2024 年三季度）

营收及盈利稳定增长。2015–2023 年公司营业收入从 4.83 亿元增长到 25.41 亿元，复合增速 23.06%，归母净利润从 0.97 亿元增长到 3.05 亿元，复合增速达到 15.37%。其中 2022 年营收增长 8.27%，但归母净利润下滑 40.15%，主要是受铁路基建投资大幅下滑、原材料上涨等因素影响，控股子公司太格时代 2022 年业绩出现大幅下滑，公司按照谨慎性原则并结合实际情况，计提商誉减值准备 1.20 亿元。2024Q1–3 公司实现营业收入 17.04 亿元，同比下降 5.92%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比下降 3.16%。

图表 3：2015–2024Q1–3 公司营业总收入及同比（亿元）



资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 4：2008–2024Q1–3 公司净利润及同比（亿元）



资料来源：IFinD，华源证券研究所

公司现已发展成为以民爆一体化产业为核心，以军工新材料和轨交自动化及信息化产业为支撑的“一体两翼”发展格局。1) 民爆一体化：公司主要产品为工业炸药、工业雷管及工业索类等民用爆破器材，同时为矿山、基建项目等提供爆破服务。2) 军工新材料行业：子公

司拓泓新材、三石有色主营钽铌湿法冶炼业务；子公司澳科新材专注于军用钨基新型毁伤材料与新型非金属纤维材料的研发与推广；联营企业神舟智汇专业从事军事模拟仿真系统的开发；成立九江国泰致力于先进含能材料的生产与研发。**3) 轨交自动化及信息化板块：**子公司太格时代致力于轨道交通领域的电气化工程和信息化工程业务；子公司国泰利民从事党务软件、基层治理、数字工厂（MOM）等 SaaS 化软件产品的开发销售工作。**4) 其他业务：**依托永宁科技从事高氯酸钾业务，依托宏泰物流开展物流业务等。

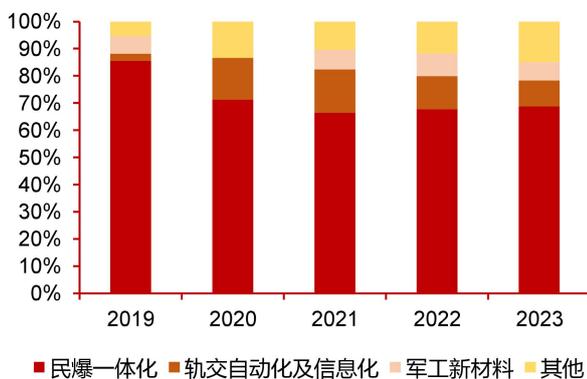
2023 年，公司民爆一体化、轨交自动化及信息化、军工新材料、其他业务分别贡献了公司 68.68%、9.57%、6.81%、14.94%的营收；分别贡献了公司 68.45%、10.53%、3.67%、17.35%的毛利。

图表 5：公司主要子公司及业务板块



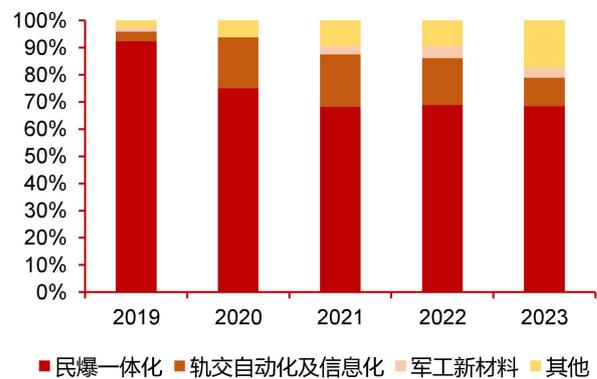
资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 6：2019-2023 公司营收占比



资料来源：IFinD，华源证券研究所

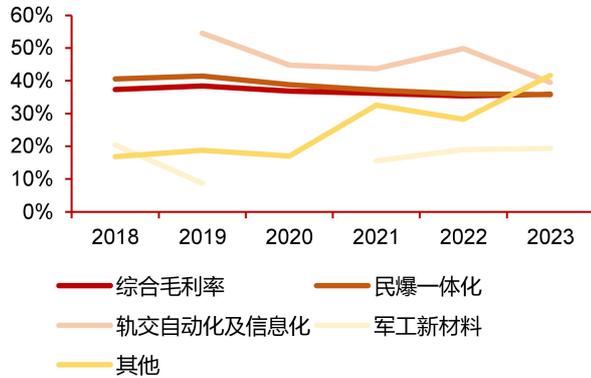
图表 7：2019-2023 公司毛利占比



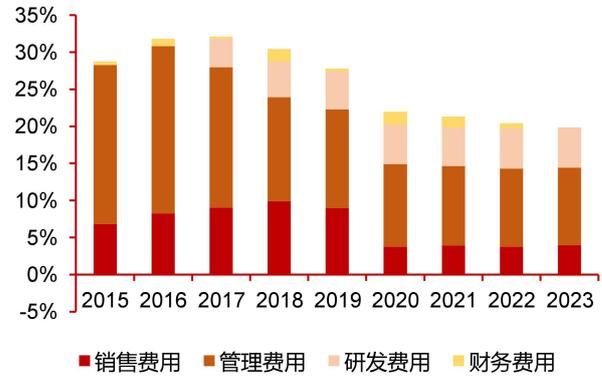
资料来源：IFinD，华源证券研究所

综合毛利率相对稳定，期间费用率逐步下降。公司的综合毛利率整体较为稳定，近几年在 36%附近波动。2023 年公司民爆一体化、轨交自动化及信息化、军工新材料、其他业务毛

利率分别为 35.77%、39.48%、19.36%、41.66%。随着公司业务规模效益的显现以及综合治理能力的提高,公司期间费用率从 2018 年开始稳步下降,2023 年公司期间费用率 19.63%。

图表 8：2018-2023 公司各业务毛利率


资料来源：IFinD，华源证券研究所

图表 9：2015-2023 公司期间费用率


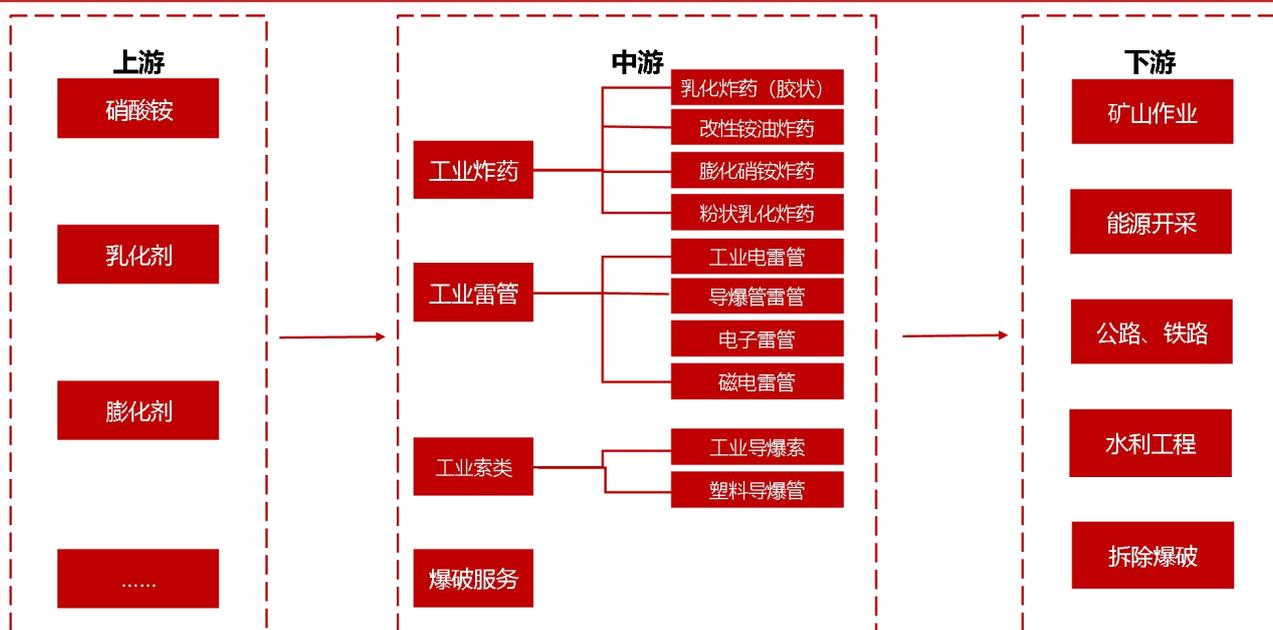
资料来源：IFinD，华源证券研究所

2. 民爆：供给侧改革优化行业格局，大运河建设带来需求增量

2.1. 行业发展稳中有进，供给侧改革红利逐步释放

民爆行业，隐形的国民经济基石。民爆行业主要包括民用爆破器材的生产、销售和爆破工程服务三大业务。民爆行业产业链明晰，上游是以硝酸铵、乳化剂和膨化剂为代表的一系列原材料；下游广泛应用于矿山开采、能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、地震勘探及国防建设等领域。因为其在资源开发和基础设施建设领域具有不可替代的作用，素来被称作“能源工业的能源，基础工业的基础”。

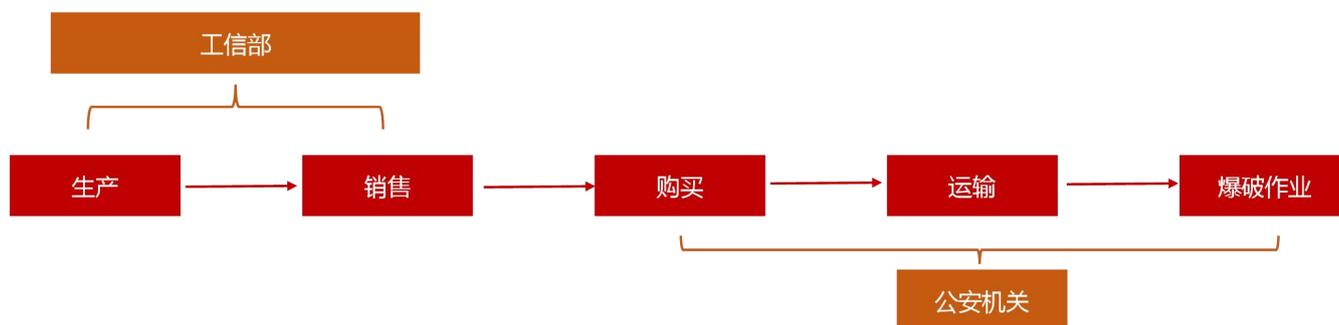
图表 10：民爆行业产业链示意图



资料来源：公司公告，华源证券研究所

行业管控程度高，许可证制度构建天然壁垒。我国对民用爆炸物品的生产、销售、购买、运输和爆破作业实行严格的许可证制度。根据 2006 年 9 月 1 日实施的《民用爆炸物品安全管理条例》，我国民用爆炸物品行业的主管部门为国防科技工业主管部门和公安机关。其中国防科技工业主管部门负责民用爆炸物品生产、销售的安全监督管理；公安机关负责民用爆炸物品的公共安全管理和民爆器材产品的购买、运输、爆破作业的安全监督管理，监控民用爆炸物品的流向。2008 年，国防工委除核电管理以外的职责划入工信部，因此，工信部成为民用爆炸物品生产和销售的行业主管部门。

图表 11：民爆行业主管部门



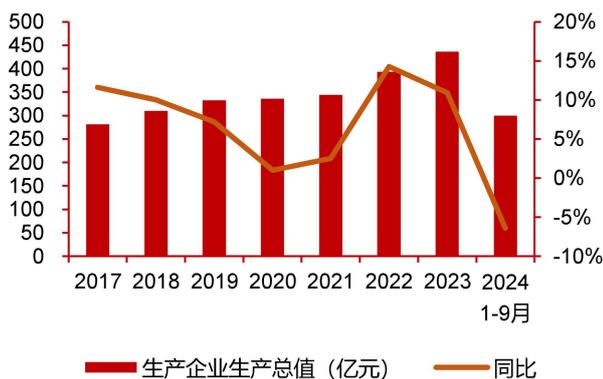
资料来源：招股说明书，华源证券研究所

行业约束使得民爆行业呈现区域性特征，“划地为王”比较普遍。一方面，民用爆炸物品，尤其是工业炸药产品属于危险化学品，涉及公共安全，因此国家对民用爆炸物品的生产、

销售、运输、存储、使用等均采取了严格的管制措施；另一方面，由于民用爆炸物品安全管理及运输成本较高，其大范围、远距离经营能力受到了较大限制。上述两点的存在使得我国民爆产品市场区域化特征明显、生产企业规模小数量多，且行业内企业竞争范围一般局限在各自所在省份，市场区域化色彩浓厚。

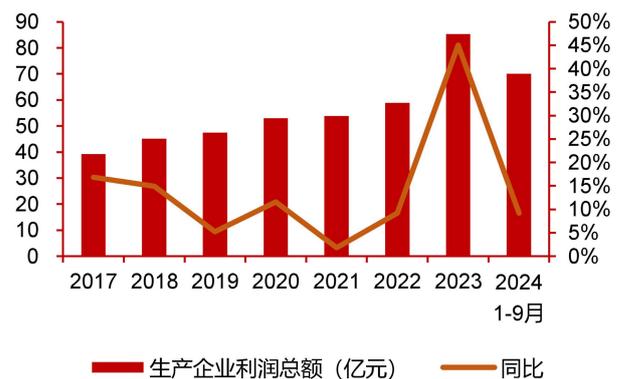
行业发展稳中有进，24 年生产企业利润保持增长。近年来，民爆行业产值稳步增长。根据中国爆破器材行业协会数据，2017-2023 年，民爆生产企业生产总值从 281.63 亿元增长至 436.58 亿元，年复合增速为 7.58%；民爆生产企业利润总额从 39.21 亿元增长至 85.27 亿元，年复合增速为 13.82%。2024 年 1-9 月民爆生产企业生产总值 300 亿元，同比下降 6.43%；民爆生产企业利润总额 70.07 亿元，同比增长 9.18%。2024 年民爆行业总体呈现缩量下行态势，但在主要原材料价格持续走低以及西部区域市场需求增加的带动下，行业总体利润保持稳定增长。

图表 12：2017-2024 1-9 月我国民爆生产企业累计生产总值



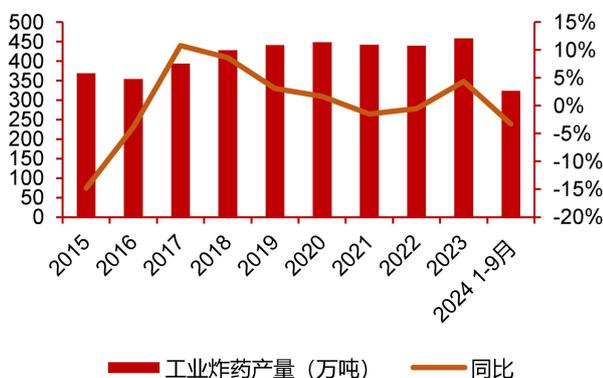
资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

图表 13：2018-2024 1-9 月我国民爆生产企业累计利润总额



资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

图表 14：2015-2024 1-9 月我国工业炸药产量



资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

图表 15：2015-2024 1-9 月我国工业雷管产量



资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

我国民爆行业此前面临集中度低、产能过剩的特点，近年来随着政策把控，行业供给受到硬约束，行业集中度大幅改善。2021年《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》发布，重点要求推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构、推动企业转型。

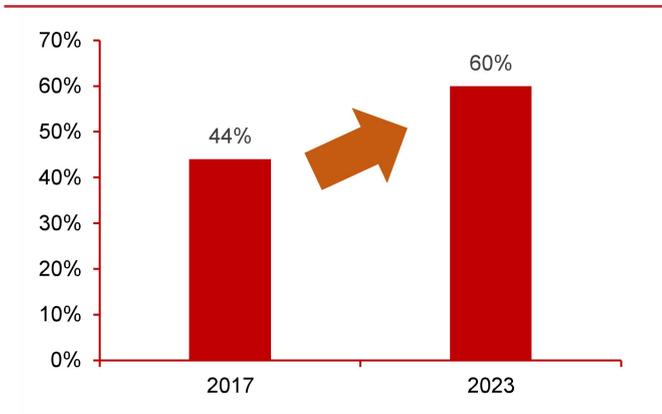
图表 16: 《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》

	内容
推进重组整合	按照政府引导、企业自愿、市场化运作原则，结合化解过剩产能和优化产业布局，持续推动企业重组整合，支持行业龙头骨干企业实施跨地区、跨所有制重组整合
调整产能布局	除对重组整合、拆线撤点减证等给予支持政策外，原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能
优化产品结构	严格执行工业雷管减量置换为工业数码电子雷管政策，全面推广工业数码电子雷管，除保留少量产能用于出口或其它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它工业雷管；继续压减包装型工业炸药许可产能，稳步提升企业（集团）现场混装炸药许可产能占比，到2025年目标现场混装炸药许可产能占比≥35%
推动企业转型	促进民爆企业由生产型向生产服务型转变

资料来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》、华源证券研究所

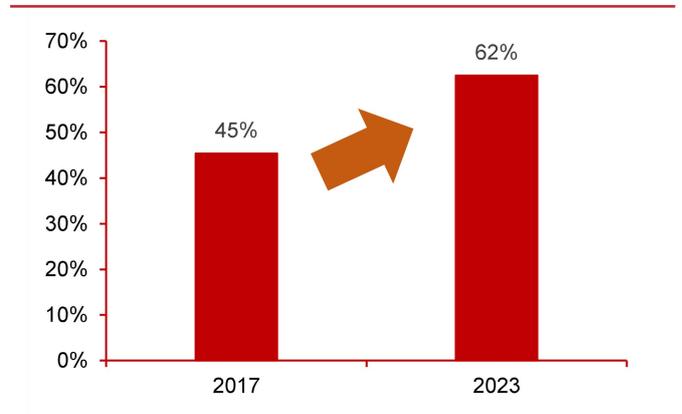
1) 推进重组整合，行业集中度大幅改善：根据中国爆破器材行业协会数据，2017年我国民爆企业集团 CR10 的生产总值和工业炸药产量分别为 123.97 亿元和 178.67 万吨，CR10 占比分别为 44%和 45%。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》明确提到按照政府引导、企业自愿、市场化运作原则，结合化解过剩产能和优化产业布局，持续推动企业重组整合，支持行业龙头骨干企业实施跨地区、跨所有制重组整合。规划提出到 2025 年，排名前 10 的民爆企业行业生产总值占比要大于 60%，目标形成 3-5 家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业。根据中国爆破器材行业协会数据，截至 2023 年，我国民爆企业集团 CR10 的生产总值和工业炸药产量分别为 261.86 亿元和 286.06 万吨，CR10 占比分别上升为 60%和 62%。仅 2023 年就有 20 余家民爆企业进行了并购、重组或签署战略合作协议，持续有力的提升了产业集中度。

图表 17: 2017 和 2023 年我国民爆企业集团生产总值 CR10



资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

图表 18: 2017 和 2023 年我国民爆企业集团工业炸药产量 CR10



资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

2) 总产能受到硬约束，结构不断优化，产能利用率有大幅改善空间：

《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》明确提到原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能。根据中国爆破器材行业协会数据，2022 年我国工业炸药和雷管产能利用率分别为 71.75%和 38.33%，产能利用率仍有大幅改善空间。

现场混装方式机械化、高效率，同时省去了炸药的储存、流通环节，提高了工业炸药使用的安全性，降低了流通成本，是政策产品结构调整的主要方向，《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》要求继续压减包装型工业炸药许可产能，稳步提升企业（集团）现场混装炸药许可产能占比，目标到 2025 年现场混装炸药许可产能占比 $\geq 35\%$ 。近几年混装炸药产量和占比稳步提升。2015–2023 年，现场混装炸药的产量从 84.90 万吨增长至 163.97 万吨，复合增速 8.58%，占比从 23.04%提升至 35.79%。

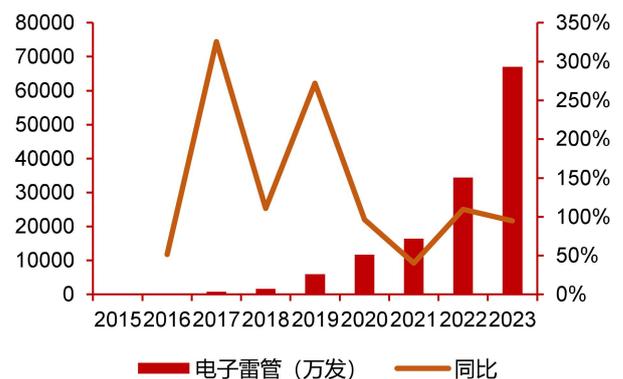
电子雷管凭借延期精度高、反应速度快、稳定性好、安全性强等优点同样是政策产品结构调整的主要方向，《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》要求全面推广工业数码电子雷管,除保留少量产能用于出口或其它经许可的特殊用途外，2022 年 6 月底前停止生产、8 月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管。近几年电子雷管产量和占比呈现快速增长趋势。2015 年“十二五”末电子雷管产量仅为 118 万发，占比 0.10%，到 2020 年“十三五末”产量增加至 1.17 亿发，占比提升至 12.24%，到 2023 年底产量增加至 6.7 亿发，占比提升至 92.59%。2020–2023 年产量的复合增速达到 78.94%。

图表 19：2015–2023 现场混装炸药产量



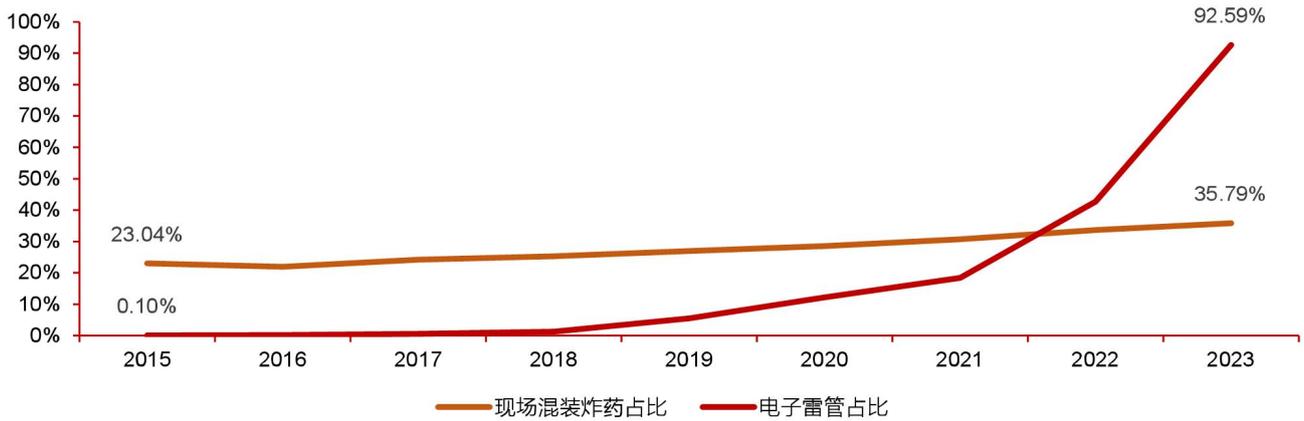
资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

图表 20：2015–2023 电子雷管产量



资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

图表 21：2015-2023 现场混装炸药和电子雷管产量占比



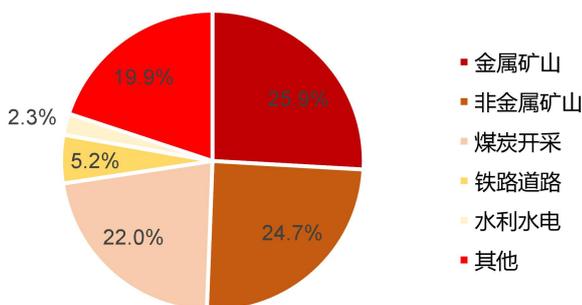
资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

2.2. 矿山开采造就江西民爆大省，大运河建设带来增量需求

矿产资源丰富造就江西民爆大省。民爆行业下游约 70%应用于矿山开采，剩余则主要与基础设施建设相关。正如此前提到，民爆行业的“区域为王”造成了不同省份供需关系有所差异且具有相对独立性。江西矿产资源丰富，已查明有资源储量的矿产有九大类 139 种，在全国居前 10 位的有 81 种，有色、稀土和贵金属矿产优势明显，是亚洲超大型的铜工业基地之一，有“世界钨都”、“稀土王国”、“中国铜都”、“有色金属之乡”的美誉。矿山开采带来旺盛的民爆需求。2023 年江西民爆生产总值 16.14 亿元，同比增长 10.86%，产值在 30 个省市中排名第十，产值全国占比 3.70%；2023 年江西民爆工业炸药产量 16.48 万吨，同比增长 7.06%，产量在 30 个省市中排名第九，产量全国占比 3.60%。

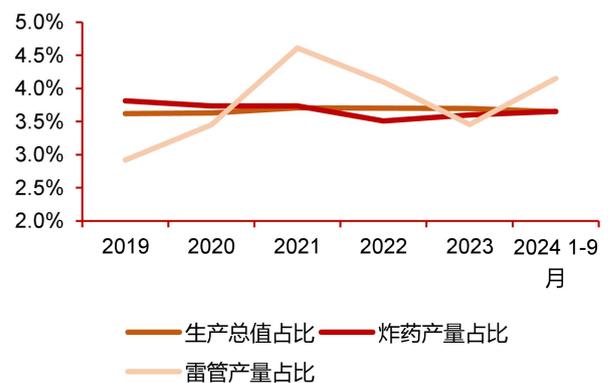
2024 年民爆行业总体缩量下行的背景下江西地区工业炸药产销继续逆势增长，2024 年 1-9 月江西民爆行业生产总值 10.95 亿元，同比下降 9.34%。但在全国工业炸药产量和销量同比分别下降 3.27%和 3.40%的背景下，江西工业炸药产量 11.83 万吨，同比增长 11.89%，工业炸药销量 11.66 万吨，同比增长 11.75%。

图表 22：2020 年中国工业炸药下游应用结构占比情况



资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

图表 23：2019-2024 1-9 月江西民爆全国占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

图表 24：2019-2024 1-9 月江西民爆行业增速

	2019	2020	2021	2022	2023	2024 1-9 月
生产总值 (亿元)	12.04	12.18	12.76	14.56	16.14	10.95
同比	5.00%	1.17%	4.78%	14.10%	10.86%	-9.34%
炸药产量 (万吨)	16.82	16.73	16.49	15.40	16.48	11.83
同比	2.30%	-0.55%	-1.40%	-6.64%	7.06%	11.89%
雷管产量 (亿发)	0.32	0.33	0.41	0.33	0.25	0.2
同比	8.72%	1.11%	24.43%	-18.14%	-24.41%	-2.00%

资料来源：中国爆破器材行业协会，华源证券研究所

浙赣粤运河开工在即，建成后将超京杭大运河，成为世界之最。今年 6 月，《交通运输部关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设意见》提出，持续推进平陆运河建设，指导深化湘桂、赣粤及浙赣运河前期研究论证。其中赣粤运河、浙赣运河组成浙赣粤大运河，全长约 1988 公里，比目前世界上里程最长、工程最大的京杭大运河（总长 1794 公里）还要长 194 公里，规划投资匡算约 3200 亿元，且约 60%在江西境内。根据政府新闻信息，2021 年 12 月 23 日，江西省印发《江西省“十四五”综合交通运输体系发展规划》已经明确提出，加快赣粤运河前期工作，力争“十四五”开工建设。但此前市场认为该运河开工掣肘颇多，仍有较大不确定性。今年 3 月 19 日，江西省公布《2024 年全省水路交通运输工作计划》，提出全面启动赣粤运河前期工作，配合省厅制定《关于推进赣粤运河前期工作实施方案》，加快开展赣粤运河工程预可行性研究，完成《浙赣粤运河经济带（江西段）规划研究》和《赣粤运河（江西侧）土石方综合利用研究》课题研究。8 月 28 日，江西省人民政府新闻办、江西省交通运输厅联合举行“推动高质量发展”系列新闻发布会，提到浙赣粤运河前期工作取得重大突破。10 月 9 日，江西公共资源交易网发布了《江西省交通运输厅赣粤运河工程预可行性研究采购项目》中标结果，预示项目开工在即。

图表 25：浙赣粤运河通道总体布置图



资料来源：华设设计集团，华源证券研究所

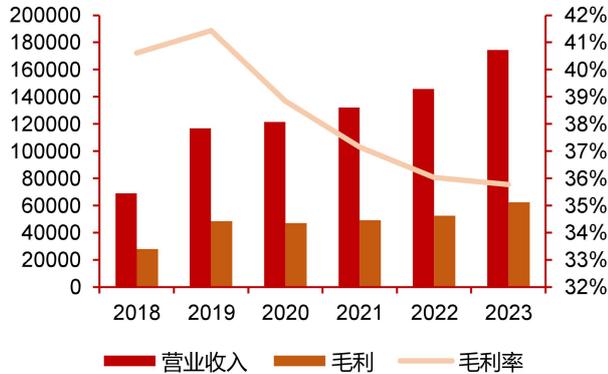
浙赣粤运河拉动炸药潜在规模可观。根据平陆运河 6 标区段一工程项目里程长度 0.644km 对应炸药计划采购量 536 吨测算，每公里运河需要炸药 832 吨，浙赣粤运河 1988km 对应炸药需求 165 万吨，江西占 60% 约为 99 万吨，假设运河建设周期为 5 年，对应江西每年新增炸药需求 19.86 万吨。根据中国民爆信息数据，2023 年江西省工业炸药产量 16.48 万吨，销量 16.20 万吨，这意味着运河项目年均有望将额外拉动江西 2023 年产量 120% 的需求。

2.3. 江西省唯一民爆生产企业，潜在业绩弹性被低估

公司是江西省唯一民爆生产企业，以发展民爆一体化业务为核心，不断开拓大民爆、泛民爆领域，形成了“研、产、销、爆”全产业链发展模式，整体实力位列全国民爆行业前列。产品覆盖华东、华南、西南等地区。2018–2023 年公司民爆一体化板块营业收入复合增速 20.41%，毛利复合增速 17.39%。2023 年工业包装炸药、工业起爆器材、爆破工程、民爆产

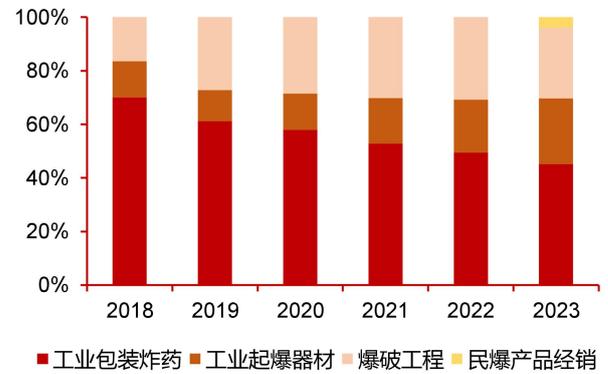
品经销的营收占比分别为 45.21%、24.51%、26.41%、3.87%，毛利占比分别为 47.25%、32.30%、18.39%、2.05%，毛利率分别为 37.38%、47.13%、24.91%、18.99%。

图表 26：公司民爆一体化板块情况（万元）



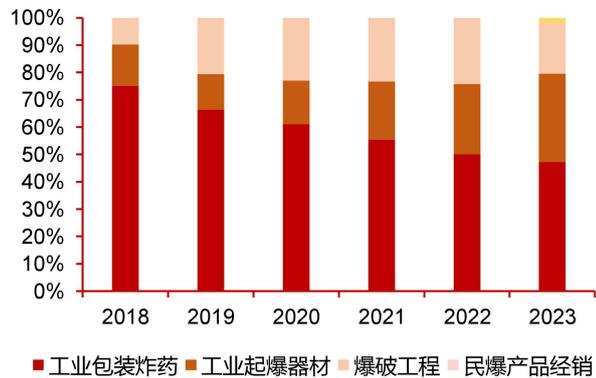
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 27：公司民爆一体化板块业务营收占比



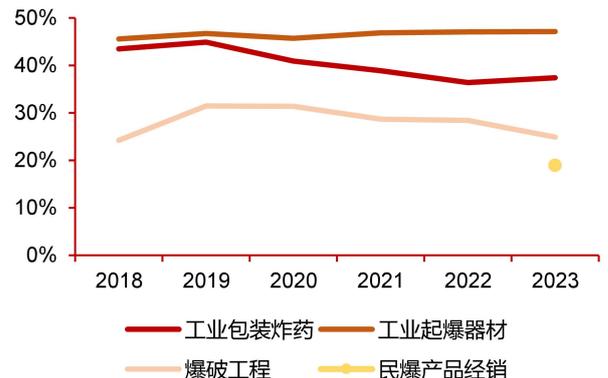
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 28：公司民爆一体化板块业务毛利占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 29：公司民爆一体化板块各业务毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司炸药利用率整体较高，混装炸药仍有释放空间。根据国泰集团公司年报，截至 2023 年末公司工业炸药的产能为 17.4 万吨，其中工业包装炸药产能 12.18 万吨，混装炸药产能 5.22 万吨。2023 年产量 16.27 万吨，其中包装炸药产量 12.18 万吨，混装炸药产量 4.09 万吨。综合产能利用率 93.48%，其中包装炸药产能利用率 100.00%，混装炸药产能利用率 78.27%。

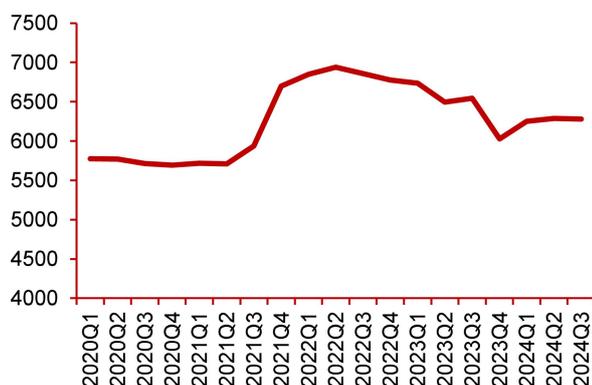
电子雷管产能利用率 100%。截至 2023 年末公司电子雷管产能 2510 万发，电子雷管产能利用率 100%。公司于 2024 年 5 月收到国家工信部门的批复，同意公司将 2370 万发导爆管雷管产能中的 2170 万发按照 10:1 的比例置换为 217 万发电子雷管，调整后，电子雷管生

产许可能力为 2727 万发，导爆管雷管为 200 万发（仅用于出口）。截至 2024 H1 公司工业雷管产能 3,027 万发，其中电子雷管产能 2727 万发。

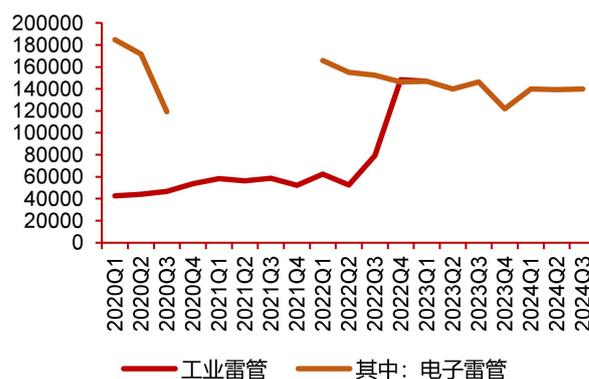
图表 30：公司民爆板块情况

工业炸药		2021	2022	2023
产能（万吨）		17.40	17.40	17.40
	包装炸药	12.18	12.18	12.18
	混装炸药	5.22	5.22	5.22
产量（万吨）		16.19	16.19	16.27
	包装炸药	12.13	10.92	12.18
	混装炸药	4.06	5.27	4.09
产能利用率		93%	93%	93%
	包装炸药	100%	90%	100%
	混装炸药	78%	101%	78%
雷管		2021	2022	2023
产能(万发)		7,430	4,980	4,980
	其中电子雷管	1,630	2,510	2,510
产量(万发)		4055	3308	2511
产能利用率		55%	66%	100%
工业导爆索		2021	2022	2023
产能(万米)		600	600	600
产量(万米)		600	600	600
产能利用率		100%	100%	100%

资料来源：公司公告、华源证券研究所（2023 年开始产能利用率为电子雷管产能利用率）

图表 31：公司工业包装炸药季度不含税价格（元/吨）


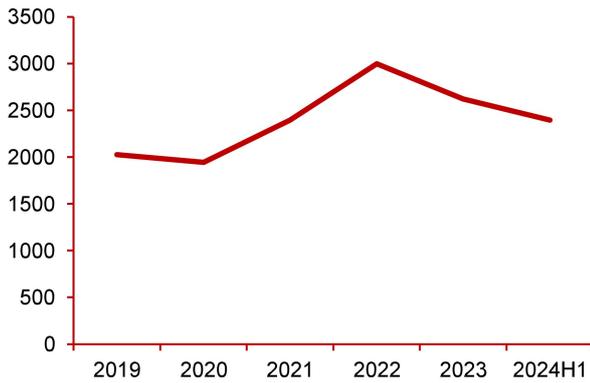
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 32：公司雷管季度不含税价格（元/吨）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

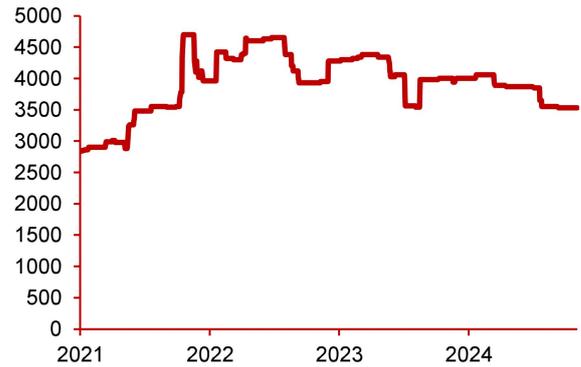
原材料硝酸铵价格下行，成本端压力减小。由于宏观需求压力，2024 Q1-3 公司工业包装炸药不含税均价为 6274 元/吨，同比下降 4.56%。民爆行业的上游主要为生产所需的硝酸铵、乳化剂和油性材料等原材料供应行业，其中硝酸铵为工业炸药最主要的原材料。2024 Q1-3 硝酸铵价格下跌，公司原材料硝酸铵不含税均价为 2286 元/吨，同比下降 13.49%。原材料价格下降程度大于炸药价格下降程度，盈利端并未承压。

图表 33: 公司原材料硝酸铵平均不含税价格(元/吨)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 34: 硝酸铵现货价(元/吨)



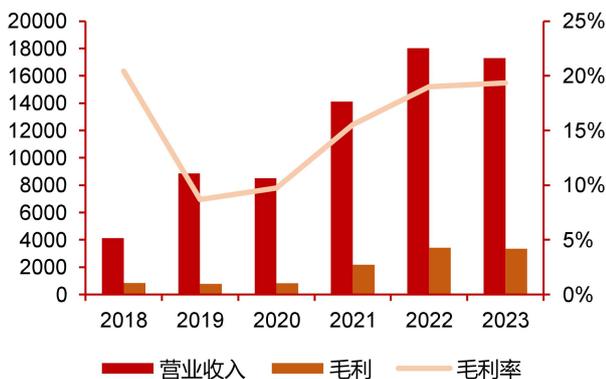
资料来源: IFind, 华源证券研究所

我们认为公司作为江西省唯一民爆生产企业且与省内下游经销商一衣带水, 在省内市场拥有足够的话语权, 有望充分受益大运河建设带来的民爆需求增长。

3. 军工新材料业务潜在弹性大, 有望再造一个国泰

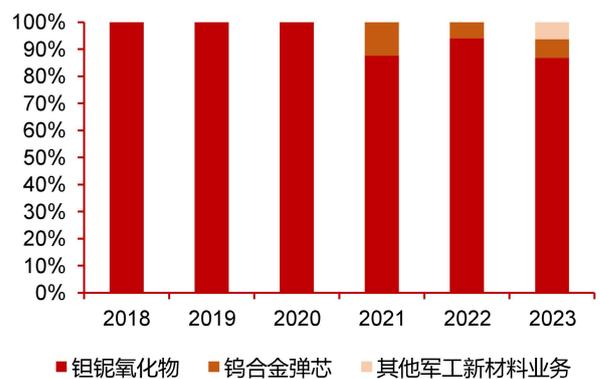
军工新材料业务取得重大突破, 后续弹性可期。公司依托子公司三石有色、拓泓新材(钽铌氧化物)、澳科新材(钨基材料)、新余国泰(无人机火箭助推器)、九江国泰(先进含能材料)以及联营公司神舟智汇(军事模拟仿真)大力发展军工新材料业务。2018-2023 年公司军工新材料业务营业收入复合增速 33.26%, 毛利复合增速 31.82%。2023 年钽铌氧化物、钨合金弹芯、其他军工新材料业务营收占军工新材料业务营收的 86.86%、6.80%、6.33%。2024 H1 公司军工新材料业务取得重大突破, 军工新材料业务新签合同额近 1 亿元, 其中小型固体火箭推进器产品新签合同额 2,600 万元; 钨基新材料和丝团产品新签合同额 4,096 万元, 军事仿真平台新签合同额 3,238 万元, 控股子公司拓泓新材上半年实现营业收入 10,946 万元, 同比增长 35%。

图表 35: 公司军工新材料板块情况(万元)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 36: 公司军工新材料板块业务占比



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

1) 钽铌氧化物：“工业味精”资源稀缺，预计公司钽铌业务营收和盈利能力将大幅增长

钽铌为稀有金属，誉为“工业味精”，需求量日益增加。钽铌氧化物因其机械特质、延展及耐热等优越性质，被广泛应用于特种合金、化学品、电子陶瓷、航天、航空、高端电子产品、国防及硬合金行业的制造过程。随着世界电子、冶金、航天、航空等高新技术的发展，国际市场对钽粉、钽丝等稀有金属冶炼与加工新材料、钽铌晶体材料以及钽合金的需求量日益增加。长期来看，国内钽电容、铌合金、高硬度钢铁、锂电池负极材料等产能持续增长，钽铌作为其原材料之一，量价均有望进入上行通道。

中国钽铌资源稀缺，主要分布在内蒙江西。钽铌是同族元素，性质相近，在自然界中常常以共伴生矿物存在。非洲、南美洲是全球钽铌资源的主要供给地区。中国钽铌资源储量相对较缺乏，主要分布在内蒙古、江西，钽铌矿分别占到全国 79%、13%，江西的钽铌矿属花岗岩型，一般规模较大，而且品位相对较高。

我国钽铌资源对外依存度较高。1) 钽：2015—2022 年，我国年均净进口各种钽资源折合钽金属量约 233 吨，年均表观消费量 308 吨。2022 年，中国国内钽矿产量约 75 吨，而钽金属量净进口约 152 吨。按净进口口径计算，我国 2022 年钽的对外依存度超过 80%。2) 铌：自 2017 年起，中国进口铌制品数量（实物吨）逐年上升。根据中国海关总署的统计数据，2022 年，中国净进口铌金属量约 40792.9 吨，2015—2022 年我国铌的对外依存度始终高于 99%。

公司拥有中高端钽铌金属化合物两大生产基地拓泓新材、三石有色，钽铌化合物年产能 1500 吨。1) 拓泓新材：控股子公司拓泓新材位于江西省宜春市，具有 500 吨钽铌化合物年产能，主要生产冶金级氧化钽、氟钽酸钾和普通氧化铌，具备独石氧化铌和电子级氧化铌生产能力。2) 三石有色：全资子公司三石有色位于江西省新余市高新技术产业开发区，具有 1000 吨钽铌化合物年产能，主要定位于钽铌高纯氧化物以及超高纯氧化物等高附加值产品。

随着新投产能爬坡、高端产品产量释放，预计公司钽铌业务营收和盈利能力将明显提高。公司 2018 年控股拓泓新材介入钽铌业务以来，随后业务规模不断扩大，2018—2023 年，公司钽铌业务营收复合增速 29.56%，毛利润复合增速 25.15%。2023 年钽铌氧化物业务营收 1.5 亿元，毛利润 2585 万元，毛利率 17.20%。展望后续，相关业绩具备进一步提速预期：1) 预计新投产能 2025 年明显释放产量。公司原有钽铌化合物产能 500 吨，目前三石有色今年新投产的 1000 吨钽铌化合物项目中的冶金级钽铌氧化物已进入稳定量产阶段，但高纯、超高纯钽铌氧化物的生产仍处于工艺改进过程中，我们预计新投产能将在 2025 年明显释放产量。2) 公司通过锁单及高附加值产品降低原材料波动风险。由于国内钽铌资源较为稀缺、开采成

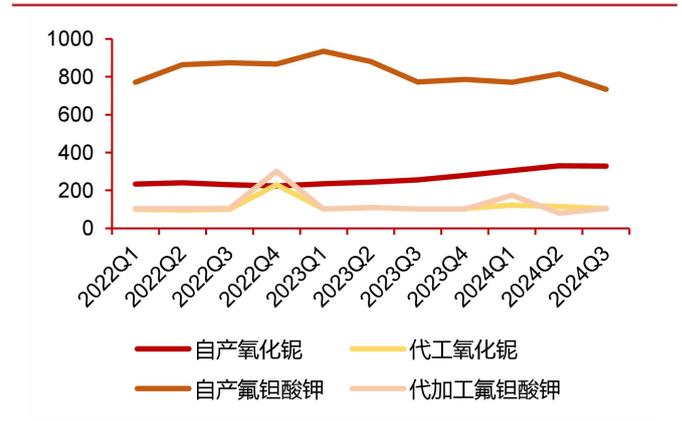
本较高，价格上无法与非洲、南美洲等海外主要矿区竞争，导致钽铌冶炼行业严重依赖海外原矿，因此原材料价格存在波动风险，公司主要通过锁单方式控制风险、锁定合理利润，同时加强高端产品获取高附加值产品利润，降低原材料波动、汇率波动及产品价格波动带来的冲击。我们预计随着子公司三石有色高附加值产品产能的爬坡，公司钽铌业务营收和盈利能力将大幅提高。

图表 37：公司钽铌氧化物业务情况（万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 38：公司钽铌金属化合物季度不含税价格（元/吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2) 钨基材料：钨基新材料和丝团产品新签大额合同，后续业绩可期

钨是稀有高熔点金属，江西钨资源丰富。钨是稀有高熔点金属，可提高钢的高温硬度。钨合金广泛用于电子、电光源工业，也在航天、铸造、武器等部门中用于制作火箭喷管、压铸模具、穿甲弹芯、触点、发热体和隔热屏等。江西省赣州钨矿资源非常丰富，其素有“世界钨都”之称，占全国同类矿的 70%。

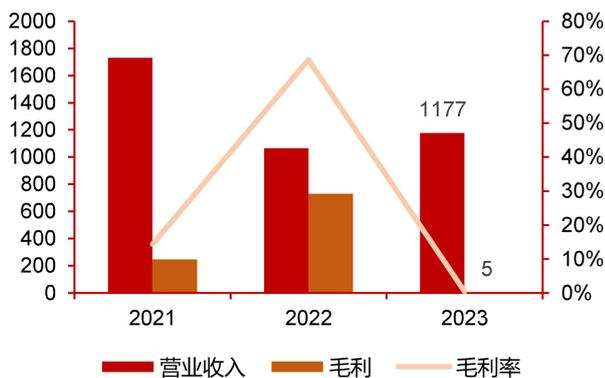
钨基毁伤材料是弹芯主流，新型弹药需求旺盛。根据公司公告，现阶段钨合金材料年均订货为 300 亿元左右，新型钨合金材料占总量 30%。目前新型钨基毁伤材料已列装部队，将占据新型钨合金材料的 3%~5%。随着各类新型装备的不断研发和列装，新型钨基毁伤材料的用量不断增加。

澳科新材：专注于军用钨基新型毁伤材料与新型非金属纤维材料的研发与推广。控股子公司澳科新材位于江西省宜春，拥有完整的军用钨基新型毁伤材料和新型非金属纤维丝团生产线，生产能力分别可达 200 吨和 150 万件。新型钨基毁伤材料对打击目标可不借助引信和炸药实现穿甲、爆破、燃烧等性能，真正实现军方提出一弹多能的要求，同时大幅度提高勤务性。新型钨基毁伤材料技术的快速发展为新型战斗部材料技术提供重要发展机遇，为战斗

部新材料领域带来技术突破。澳科新材与下游军工主机厂配套研发的如丝团、AK17、AK06、AK18 等产品已陆续向下游客户交付。

钨基新材料和丝团产品新签合同取得重大突破，后续业绩可期。2024H1 澳科新材不断加大产品交付力度，提前完成了 AK06 产品全年生产任务和 AK17、AK18 产品的订单任务，AK59 项目完成动态飞行试验，初步验证产品性能指标符合战技要求，即将进入研制阶段。近年来我国实战化训练和武器储备催生武器装备需求“量”的增加，同时随着演习频率不断提高和强度不断加大，使得弹药消耗大幅提升，而具有更高毁伤功能的钨合金材料在弹药费用中的比重有望不断提升。2024H1 公司钨基新材料和丝团产品新签合同额 4096 万元，合同金额是 2023 年相应产品全年营收规模的 348%。

图表 39：公司钨合金弹芯业务情况（万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 40：军用钨基新型毁伤材料



资料来源：公司官网，华源证券研究所

3) 无人机火箭助推器：地面发射无人机主流方式，未来前景广阔

火箭助推发射是地面发射无人机主流方式，未来前景广阔。随着无人机技术的迅猛发展，无人机在军、民用各个领域应用前景非常广阔。无人机的发射方式主要有滑跑发射、火箭助推发射、弹射发射、空投发射和垂直发射等，其中火箭助推发射是地面发射无人机时用得最多的一种方式。在无人机发射技术中，火箭助推器是一个重要的核心耗材，未来前景广阔。

图表 41：无人机火箭助推发射


资料来源：观察者网，华源证券研究所

图表 42：小型固体火箭发动机


资料来源：公司官网，华源证券研究所

新余国泰：省内唯一起爆器材生产企业，成立防务事业部发力无人机火箭助推器。全资子公司新余国泰是江西省内唯一一家起爆器材生产企业，生产能力为数码电子雷管 2727 万发、安全气囊用点火具 1000 万发、导爆管雷管 200 万发、磁电雷管 100 万发、塑料导爆管 3 亿米。2024 年新余国泰成立防务事业部，主要销售无人机火箭助推器、电点火具、军用微烟药、二氧化碳致裂器用激发管等非民爆产品及基础雷管等民爆半成品。新余国泰无人靶机火箭助推器产品型号齐全，已研制并稳定量产 6 种型号的无人靶机火箭助推器产品，可满足不同型号的无人机需求。2024 H1 新余国泰取得武器装备质量体系认证证书，小型固体火箭推进器业务新增 9 家优质客户，新增订单约 2000 发。

4) 含能新材料：项目进展顺利，预计两条产线 25 年 6 月和 26 年中期分别投产，落地业绩有望再造一个国泰。

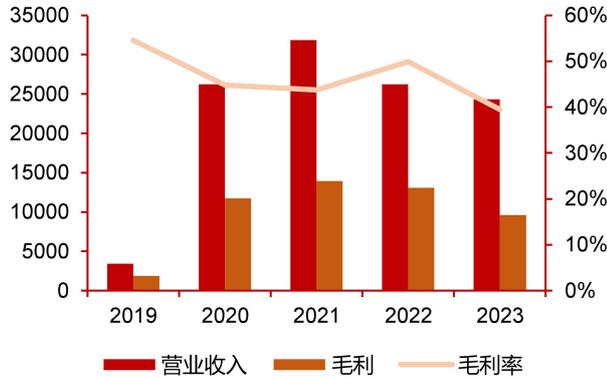
2024 年 5 月 9 日披露了《关于对全资子公司江西九江国泰新材料有限公司增资暨建设含能新材料生产线项目的公告》，公司全资子公司九江国泰将新建两条含能新材料生产线（001 线、003 线），合计年产能 3000 吨-4300 吨（多品种柔性），项目规模 12.38 亿元。公司 10 月 8 日发布关于含能新材料生产线项目进展公告，表示 001 线初步设计已通过专家评审，施工图设计接近尾声，厂区土石方工程形象进度达 70%，预计 2025 年 6 月 001 线投产，年产能 2500 吨。003 线已完成技术协议等合同签署，预计 2026 年中期投产，年产能 500 吨-1,800 吨（多品种柔性）。公司预计两条产线 25 年 6 月和 26 年中期分别投产。我们预计含能新材料两条产线产能充分释放后将贡献营收 5.73 亿元，净利润 1.72 亿元。

4. 铁路设备更替周期开启，轨交自动化及信息化业务有望受益

公司主要依托太格时代、国泰利民开展轨交自动化及信息化业务。2023 年轨交自动化及信息化板块营收 2.43 亿元，同比增长下降 7.30%，实现毛利 9602 万元，同比下降 26.59%，

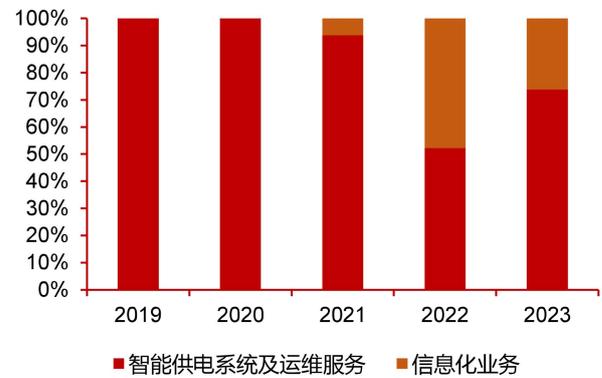
毛利率 39.48%。其中智能供电系统及运维服务业务营收占到板块 73.87%，信息化业务营收占到板块 26.13%。

图表 43：公司轨交自动化及信息化板块情况（万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

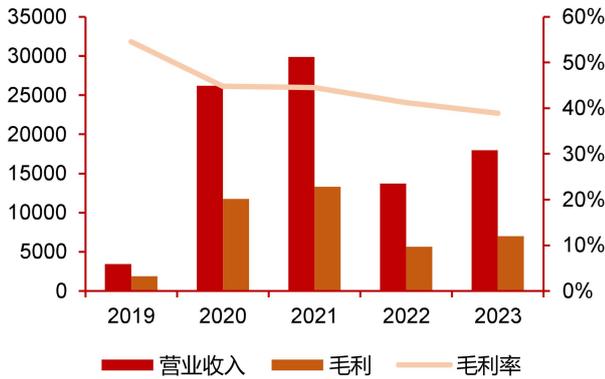
图表 44：公司轨交自动化及信息化板块业务占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司控股子公司太格时代致力于轨道交通领域的电气化工程和信息化工程业务，受益当前铁路设备更替周期，2024 H1 营收大幅增长。太格时代主要产品及服务包括铁路供电综合 SCADA 系统、铁路供电生产调度指挥系统、轨道交通运维监测综合服务，在细分市场具有较强的竞争优势，迄今为止产品已覆盖全国十八个铁路局及近三十个城市的轨道交通，是业内少数几家能够提供 300-350km/h 高铁产品的供应商之一。2022 年受铁路基建投资大幅下滑、原材料上涨等因素影响，太格时代 2022 年业绩出现大幅下滑，公司按照谨慎性原则并结合实际情况，计提商誉减值准备 1.20 亿元，2023 年以来随着铁路完成固定资产投资同比回升，对应的智能供电系统及运维服务业务营收明显回暖，2024 H1 太格时代成功布局接触网开关两线制新业绩，落地南昌铁路局接触网开关改造项目；电力控制领域对外赋能应用场景落地推广，产品成功进军电力市场，在国网山西省电力公司进行试点；全面升级公司铁路供电 SCADA 系统主站，新标主站实现了从硬件到软件的全国产化深度适配与高效融合，极大地提升了系统的整体安全性、稳定性和可靠性，2024H1 太格时代利润总额同比增长 48.09%。

图表 45: 公司智能供电系统及运维服务业务情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

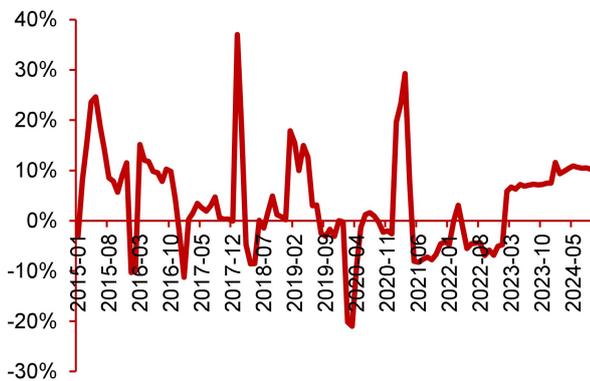
图表 46: 铁路供电综合 SCADA 系统



资料来源: 公司官网, 华源证券研究所

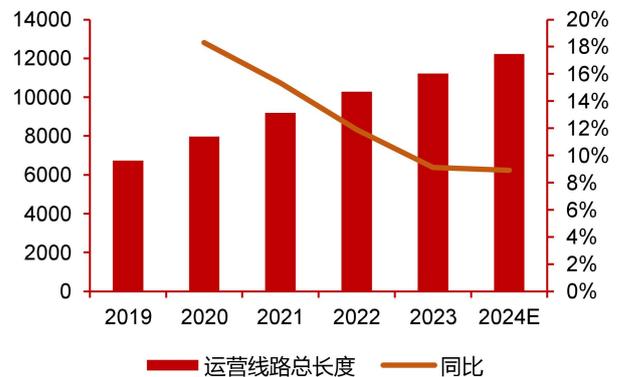
铁路城轨建设带来需求增量。1) **国铁方面:** 2024 年以来, 国铁集团统筹计划开通、在建和计划开工项目, 优质高效推进主通道建设, 持续优化完善高铁网络。一方面, 一大批重点项目取得新进展新成效, “八纵八横” 高铁网加密成型。2024 年 1-9 月, 全国铁路完成固定资产投资 5612 亿元, 同比增长 10.28%。另一方面, 新一轮大规模设备更新背景下, 老旧内燃机车淘汰、动车组高级修后市场加速放量, 行业再迎高景气。当前铁路设备处于更替周期, 机车新车、机车配套列控/机电设备等设备招标采购加速、招标交付将增加, 铁路行业有望再迎高景气周期。2) **城轨方面:** 根据中国城市轨道交通协会数据, 截至 2024 年 9 月 30 日, 中国内地共有 58 个城市投运城轨交通线路 11590.89 公里, 其中, 2024 年前三季度新增城轨交通运营线路 375.16 公里。2024 年底前预计还将开通城轨交通运营路线超 600 公里, 全年新投运城轨交通线路总长度预计在 1000 公里左右, 同比增长 8.91%。

图表 47: 固定资产投资: 全国铁路: 累计同比



资料来源: IFind, 华源证券研究所

图表 48: 中国内地城轨交通运营线路总长度 (公里)



资料来源: 中国城市轨道交通协会, 华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

盈利预测核心假设:

1) **民爆一体化：工业包装炸药**：假设 2024–2026 年产能分别为 12.18、12.18、12.18 万吨，产能利用率分别为 100.00%、100.00%、100.00%，产销率分别为 100.00%、100.00%、100.00%，吨营收分别为 6,250、6,550、6,650 元，吨成本分别为 3,700、3,800、3,850 元。**民爆产品经销**：假设 2025–2026 年工业包装炸药经销量分别为 2、3 万吨，吨营收分别为 6,550、6,650 元，吨毛利率分别为 20.00%、20.00%。假设 2024–2026 年其他民爆产品经销营收分别同比增长–3.00%、15.00%、15.00%，毛利率分别为 19.00%、19.00%、19.00%。

2) **轨交自动化及信息化：智能供电系统及运维服务**：假设 2024–2026 年营收增长率分别为 20.00%、15.00%、15.00%，毛利率分别为 40.00%、42.00%、42.00%。**信息化业务**：假设 2024–2026 年营收增长率分别为 5.00%、5.00%、5.00%，毛利率分别为 41.50%、42.00%、42.00%。

3) **军工新材料：钽铌氧化物**：假设 2024–2026 年产能分别为 1,500、1,500、1,500 万吨，随着二期产能爬坡产能利用率分别为 35.00%、60.00%、70.00%，产销率分别为 95.00%、95.00%、95.00%，吨营收分别为 45、49、51 万元，吨成本分别为 37、38、39 万元。**含能材料**：随着 001 和 003 产线分别计划在 2025 年年中及 2026 年年中投产，假设 001 线产品 2025–2026 年的产能分别为 2,500、2,500 吨，产能利用率分别为 30.00%、100.00%，和产销率均为 100.00%，吨营收分别为 16、15 万元，吨成本分别为 9.6、7.8 万元。假设 003 线产品 2026 年产能为 1800 吨，产能利用率为 30.00%，产销率为 100.00%，吨营收为 11 万元，吨成本为 6.5 万元。

4) **其他**：假设 2024–2026 年高氯酸钾产能 1.5、1.5、1.5 万吨，产能利用率分别为 100.00%、100.00%、100.00%，产销率分别为 100.00%、100.00%、100.00%，吨营收分别为 1.4、1.3、1.2 万元，吨成本分别为 8000、7500、7000 元。

图表 49：业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
--	------	------	------	-------	-------	-------

合计						
营业收入 (百万元)	1988	2152	2541	2611	3210	3824
yoy		8.27%	18.05%	2.76%	22.94%	19.14%
营业成本 (百万元)	1269	1391	1629	1652	2036	2395
毛利 (百万元)	719	761	912	959	1168	1422
毛利率	36.19%	35.38%	35.88%	36.74%	36.38%	37.17%
1) 民爆一体化						
营业收入 (百万元)	1320	1458	1745	1689	1932	2094
yoy		10.41%	19.71%	-3.23%	14.38%	8.44%
营业成本 (百万元)	830	933	1121	1059	1219	1331
毛利 (百万元)	490	525	624	630	713	764
毛利率	37.15%	36.03%	35.77%	37.30%	36.91%	36.47%
工业包装炸药						
营业收入 (百万元)	698	722	789	761	798	810
yoy		3.47%	9.28%	-3.50%	4.80%	1.53%
营业成本 (百万元)	426	459	494	451	463	469
毛利 (百万元)	271	263	295	311	335	341
毛利率	38.90%	36.38%	37.38%	40.80%	41.98%	42.11%
工业起爆器材						
营业收入 (百万元)	224	287	428	415	436	457
yoy		28.22%	49.14%	-3.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	119	152	226	220	231	242
毛利 (百万元)	105	135	202	195	205	215
毛利率	46.82%	47.05%	47.13%	47.00%	47.00%	47.00%
爆破工程						
营业收入 (百万元)	399	449	461	447	492	541
yoy		12.57%	2.65%	-3.00%	10.00%	10.00%
营业成本 (百万元)	285	321	346	335	359	389
毛利 (百万元)	114	128	115	112	133	151
毛利率	28.66%	28.42%	24.91%	25.00%	27.00%	28.00%
民爆产品经销						
营业收入 (百万元)			68	65	206	286
yoy				-3.00%	215.03%	38.68%
营业成本 (百万元)			55	53	166	230
毛利 (百万元)			13	12	41	56
毛利率			18.99%	19.00%	19.63%	19.70%
2) 轨交自动化及信息化						
营业收入 (百万元)	319	262	243	282	318	359
yoy		-17.67%	-7.30%	16.08%	12.64%	12.80%
营业成本 (百万元)	179	132	147	168	184	208
毛利 (百万元)	139	131	96	114	134	151
毛利率	43.73%	49.85%	39.48%	40.35%	42.00%	42.00%
智能供电系统及运维服务						
营业收入 (百万元)	299	137	180	216	248	285
yoy		-54.09%	31.02%	20.00%	15.00%	15.00%
营业成本 (百万元)	166	81	110	129	144	165
毛利 (百万元)	133	56	70	86	104	120
毛利率	44.55%	41.19%	38.94%	40.00%	42.00%	42.00%
信息化业务						
营业收入 (百万元)	20	125	64	67	70	74
yoy		527.16%	-49.25%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)	14	51	37	39	41	43
毛利 (百万元)	6	74	26	28	29	31

毛利率	31.60%	59.33%	41.01%	41.50%	42.00%	42.00%
3) 军工新材料						
营业收入 (百万元)	141	180	173	286	494	598
yoy		27.79%	-3.99%	65.14%	72.86%	21.01%
营业成本 (百万元)	119	146	140	208	348	415
毛利 (百万元)	22	34	34	78	141	175
毛利率	15.53%	19.01%	19.36%	27.29%	28.49%	29.33%
钽铌氧化物						
营业收入 (百万元)	124	170	150	224	419	509
yoy		37.08%	-11.37%	49.31%	86.67%	21.43%
营业成本 (百万元)	104	143	124	185	325	389
毛利 (百万元)	19	27	26	40	94	120
毛利率	15.70%	15.90%	17.20%	17.78%	22.45%	23.53%
钨合金弹芯						
营业收入 (百万元)	17	11	12	47	57	65
yoy		-38.56%	10.64%	300.00%	20.00%	15.00%
营业成本 (百万元)	15	3	12	19	23	26
毛利 (百万元)	2	7	0	28	34	39
毛利率	14.34%	68.66%	0.46%	60.00%	60.00%	60.00%
其他军工新材料						
营业收入 (百万元)			11	14	19	24
yoy				30.00%	30.00%	30.00%
营业成本 (百万元)			3	4	6	7
毛利 (百万元)			8	10	13	17
毛利率			69.37%	69.00%	69.00%	69.00%
含能材料						
营业收入 (百万元)					120	434
yoy						262.00%
营业成本 (百万元)					72	230
毛利 (百万元)					48	204
毛利率					40.00%	47.03%
4) 其他						
营业收入 (百万元)	208	252	380	354	346	339
yoy		21.12%	50.56%	-6.72%	-2.20%	-2.15%
营业成本 (百万元)	140	181	222	217	214	212
毛利 (百万元)	68	71	158	138	132	127
毛利率	32.54%	28.25%	41.66%	38.84%	38.24%	37.60%
高氯酸钾						
营业收入 (百万元)		121	242	210	195	180
yoy			99.80%	-13.35%	-7.14%	-7.69%
营业成本 (百万元)		89	129	120	113	105
毛利 (百万元)		32	113	90	83	75
毛利率		26.47%	46.62%	42.86%	42.31%	41.67%
其他 (剔除高氯酸钾)						
营业收入 (百万元)		131	137	144	151	159
yoy			4.92%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (百万元)		92	92	97	101	107
毛利 (百万元)		39	45	48	50	52
毛利率		29.90%	32.89%	33.00%	33.00%	33.00%

资料来源: IFinD, 华源证券研究所

公司作为江西省唯一民爆生产企业，当前正经历发展拐点：一方面，大运河为稳定的民爆主业带来新的业绩想象力，另一方面，军工新材料投产潜在业绩弹性有望再造一个国泰，存在戴维斯双击空间。我们预计，公司 2024–2026 年归母净利润分别为 3.26 亿元、3.95 亿元、4.91 亿元，对应 11 月 18 日股价 PE 为 25、21、17 倍。我们选取同为民爆行业头部企业广东宏大、易普力，以及同为公司第一大股东江西省军工控股集团旗下的国科军工（主营导弹（火箭弹）固体发动机动力与控制产品及弹药装备）作为可比公司，2024–2026 年可比公司平均 PE 分别为 31、25、21 倍。公司 PE 明显低于可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 50：重点公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			PB
		2024/11/18	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002096.SZ	易普力	13	0.60	0.72	0.83	21	18	15	2.16
002683.SZ	广东宏大	29	1.13	1.34	1.53	26	22	19	3.46
688543.SH	国科军工	50	1.09	1.37	1.76	46	37	29	3.97
	平均		0.87	1.03	1.18	31	25	21	3.20
603977.SH	国泰集团	13	0.52	0.64	0.79	25	21	17	2.53

资料来源：iFinD，华源证券研究（可比公司盈利预测均使用 iFinD 一致预期）

6. 风险提示

- 1) 下游采矿业需求不及预期：**工业炸药需求和和矿山开采强相关，如果江西矿山开采低于预期将使得江西民爆行业需求不及预期
- 2) 大运河项目建设进度低于预期：**浙赣粤大运河建设还处于前期工作阶段，后续建设进度不及预期将影响江西民爆的新增需求
- 3) 原料硝酸铵涨价：**工业炸药主要原材料为硝酸铵，如果硝酸铵价格大幅上涨行业利润将面临下行风险

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,150	1,185	554	391
应收票据及账款	848	861	1,058	1,261
预付账款	39	37	45	54
其他应收款	52	55	67	80
存货	283	268	332	390
其他流动资产	175	84	103	123
流动资产总计	2,547	2,489	2,160	2,299
长期股权投资	144	150	156	162
固定资产	988	1,428	2,223	2,561
在建工程	568	534	400	400
无形资产	358	347	336	324
长期待摊费用	26	21	16	10
其他非流动资产	776	775	775	774
非流动资产合计	2,860	3,254	3,905	4,232
资产总计	5,406	5,743	6,065	6,531
短期借款	985	885	685	585
应付票据及账款	369	534	660	777
其他流动负债	291	304	375	442
流动负债合计	1,645	1,723	1,721	1,804
长期借款	141	129	124	98
其他非流动负债	46	46	46	46
非流动负债合计	187	175	170	144
负债合计	1,832	1,898	1,891	1,948
股本	621	621	621	621
资本公积	1,324	1,324	1,324	1,324
留存收益	1,174	1,395	1,662	1,995
归属母公司权益	3,119	3,340	3,608	3,940
少数股东权益	455	505	566	642
股东权益合计	3,574	3,845	4,174	4,582
负债和股东权益合计	5,406	5,743	6,065	6,531

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	352	333	413	523
折旧与摊销	98	111	155	179
财务费用	-6	7	8	12
投资损失	-6	-14	-14	-14
营运资金变动	-123	271	-103	-119
其他经营现金流	57	50	50	50
经营性现金净流量	372	757	509	631
投资性现金净流量	-402	-498	-798	-498
筹资性现金净流量	582	-224	-341	-296
现金流量净额	552	35	-630	-163

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,541	2,611	3,210	3,824
营业成本	1,629	1,652	2,042	2,403
税金及附加	18	18	23	27
销售费用	101	104	121	145
管理费用	265	269	324	382
研发费用	138	142	171	200
财务费用	-6	7	8	12
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-38	-39	-48	-57
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	6	14	14	14
公允价值变动损益	-1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	43	37	37	37
营业利润	405	432	523	650
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	7	5	5	5
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	402	431	522	649
所得税	51	54	66	82
净利润	352	376	456	567
少数股东损益	47	50	61	76
归属母公司股东净利润	305	326	395	491
EPS(元)	0	1	1	1

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	18.05%	2.76%	22.94%	19.14%
营业利润增长率	89.17%	6.56%	21.16%	24.17%
归母净利润增长率	112.00%	7.03%	21.22%	24.22%
经营现金流增长率	28.26%	103.61%	-32.78%	24.02%
盈利能力				
毛利率	35.88%	36.74%	36.38%	37.17%
净利率	13.84%	14.42%	14.22%	14.82%
ROE	9.77%	9.76%	10.95%	12.46%
ROA	5.63%	5.68%	6.52%	7.52%
ROIC	10.71%	10.07%	11.80%	12.17%
估值倍数				
P/E	27.08	25.31	20.88	16.81
P/S	3.25	3.16	2.57	2.16
P/B	2.64	2.47	2.29	2.09
股息率	1.13%	1.28%	1.55%	1.92%
EV/EBITDA	14	16	14	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。