

基础化工

2025 年 03 月 13 日

江南化工 (002226)

——兵器集团旗下民爆整合平台，内生外延开启新成长

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

- **公司是兵器工业集团下的民爆平台，长期成长确定性高。**公司前身是 1985 年成立的宁国江南化工厂，是国防科工委定点生产民用爆破器材企业。通过多次收并购及股权转让，公司已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。公司当前工业炸药总产能(近 80 万吨)及新疆区域产能(20.75 万吨)皆名列行业第一，兵器集团体内仍有优质民爆资产将于 2025 年注入（20 万吨以上海外炸药），且公司有望持续受益于新疆煤炭产量增长带来的民爆需求，并有望抓住爆破服务一体化趋势及一带一路机遇，实现长期成长。
- **民爆格局向好，西部及一带一路区域需求或高增。**安全化、智能化、集中化、一体化是民爆行业重要发展方向。**供给端**，经过近年来的兼并重组，民爆行业集中度得到显著提升，2024 年 CR10 虽已超过 62%，但在现场混装炸药比例超过 35%、单线包装炸药产能大于 1.2 万吨的约束下，预计行业集中度仍有提升空间，矿服亦是未来行业转型过程中的重要增量市场。**需求端**，各区域呈现分化态势，新疆煤炭及西藏水利工程景气提振，西部大开发站上舞台中央；一带一路矿产资源丰富，空间广阔，为行业提供持续的发展动力。**原料端**，硝酸铵高位回落，民爆行业利润向好。
- **规模及新疆布局领先，矿服与海外成长共振。**1) 公司工业炸药产能近 80 万吨/年，位列行业第一，且兵器工业集团赋能，集团内外民爆资产或持续注入；2) 新疆区域利润率高，公司产能 20.75 万吨/年布局领先，有望跟随疆煤市场获取增长；3) 拥有双一级资质，混装比例较高，矿服模式有望持续成长；4) 海外民爆产能充沛，合作面广，富矿区布局深，“一带一路”市场打开远期空间。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2024-26 年收入分别为 95/106/139 亿元，归母净利润分别为 9.70/11.61/15.58 亿元，对应增速分别为 26%/20%/34%，EPS 分别为 0.37/0.44/0.59 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 26%。公司 2025 年 PE 约 13 倍，低于可比公司平均 PE 20 倍，单吨炸药对应市值仅 2.38 万元，低于同行平均 4.02 万元。考虑到公司工业炸药规模优势显著，兵器工业集团资产持续注入，新疆区域优势明显，出海打开远期空间，我们首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**1) 原材料价格波动风险；2) 下游采矿业、基建等需求不及预期；3) 安全生产风险。

财务数据及盈利预测

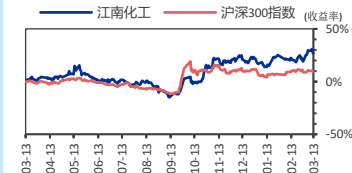
	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8,895	6,699	9,549	10,564	13,947
同比增长率 (%)	13.8	3.5	7.4	10.6	32.0
归母净利润 (百万元)	773	750	970	1,161	1,558
同比增长率 (%)	61.5	7.1	25.5	19.6	34.2
每股收益 (元/股)	0.29	0.28	0.37	0.44	0.59
毛利率 (%)	29.5	31.8	30.7	31.2	31.2
ROE (%)	8.9	8.0	10.2	11.1	13.2
市盈率	20		16	13	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2025 年 03 月 13 日
收盘价 (元) 5.88
一年内最高/最低 (元) 6.25/3.62
市净率 1.7
股息率% (分红/股价) 1.19
流通 A 股市值 (百万元) 15,575
上证指数/深证成指 3,358.73/10,736.19
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 09 月 30 日
每股净资产 (元) 3.52
资产负债率% 40.14
总股本/流通 A 股 (百万) 2,649/2,649
流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

任杰 A0230522070003
renjie@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230124070001
lisc@swsresearch.com

联系人

任杰
(8621)23297818x
renjie@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 2024-26 年收入分别为 95/106/139 亿元，归母净利润分别为 9.70/11.61/15.58 亿元，对应增速分别为 26%/20%/34%，EPS 分别为 0.37/0.44/0.59 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 26%。公司 2025 年 PE 约 13 倍，低于可比公司平均 PE 20 倍，单吨炸药对应市值仅 2.38 万元，低于同行平均 4.02 万元。考虑到公司工业炸药规模优势显著，兵器工业集团资产持续注入，新疆区域优势明显，出海打开远期空间，我们首次覆盖，并给予“增持”评级。

关键假设点

核心假设：**1) 民爆产品生产及销售业务**：收并购持续推进，炸药产能利用率提升，庆华民爆资产 2025 年内注入，预计增量主要在 26 年体现，硝酸铵高位回落相对平稳，2024-26 年营业收入分别为 30.11、35.83、44.89 亿元，毛利率分别为 43%、44%、45%；**2) 爆破工程服务**：2025 年后收入保持 8% 增长，奥信化工于 2025 年内注入，预计增量主要在 26 年体现，2024-26 年营业收入分别为 49.51、53.47、77.75 亿元，毛利率分别为 22%、22%、23%；**3) 新能源发电业务**：收入端保持 3% 稳定增长，毛利率维持为 45%。

有别于大众的认识

市场认为民爆行业资产整合已行至下半场，公司未来增长空间相对有限。

我们认为，公司依托兵器工业集团赋能，仍有望持续推进集团内外民爆资产的整合。此外，新疆煤炭大有可为，公司该区域工业炸药产能第一，区域性优势凸显，有望跟随疆煤市场获取增长；“一带一路”空间广阔，公司海外民爆产能优势突出，与矿企合作面广，富矿区布局较深，出海布局奠定远期成长。

股价表现的催化剂

资产重组推进顺利；新疆煤炭产量超预期提升；新签订单超预期。

核心假设风险

1) 原材料价格波动风险；2) 下游采矿业、基建等需求不及预期；3) 安全生产风险。

目录

1. 江南化工：兵器工业集团下的民爆平台	7
1.1 三次重大并购扩张，民爆+新能源双主业运营	7
1.2 兵器工业集团赋能，紫金矿业入主二股东	9
1.3 业绩阶梯式增长，费用率持续优化	9
2. 民爆格局向好，关注西部及一带一路区域	11
2.1 民爆行业壁垒高筑，区域性特点明显	11
2.2 供给：格局持续优化，矿服拉动成长	13
2.2.1 兼并重组：进入下半场但仍有空间	15
2.2.2 爆破服务：准入壁垒更高，是行业主要增量空间	16
2.2.3 优化结构：工业雷管已达要求，混装炸药仍可提升	17
2.3 需求：区域分化明显，重视新疆及一带一路	18
2.3.1 新疆成为煤炭主要增量区域，民爆需求受益	19
2.3.2 一带一路矿产资源丰富，打开远期成长空间	22
2.4 硝酸铵高位回落，民爆行业利润向好	22
3. 规模及新疆布局领先，矿服与海外成长共振	23
3.1 炸药产能第一，集团资产注入及外延收购持续推进	23
3.2 新疆区域优势显著，增量空间可期	25
3.3 双一级资质+混装比例提升，爆破服务持续成长	27
3.4 海外产能充沛，合作面广，富矿区布局深	29
4. 盈利预测与估值	30
4.1 盈利预测	30
4.2 可比公司估值	31
5. 风险提示	31

图表目录

图 1：公司发展历程.....	7
图 2：公司产能与营业收入持续增长	7
图 3：公司国内布局.....	8
图 4：公司海外布局.....	8
图 5：公司股权结构（截至 2025 年 2 月）	9
图 6：公司营业收入及同比增速	10
图 7：公司归母净利润及同比增速	10
图 8：公司营业收入结构	10
图 9：公司毛利结构	10
图 10：公司毛利率与净利率	10
图 11：公司分业务毛利率.....	10
图 12：公司期间费用率持续改善	11
图 13：民爆行业产业链	11
图 14：民爆产品全流程监管	12
图 15：我国民爆生产企业生产总值及 YOY	13
图 16：我国民爆生产企业利润总额及 YOY	13
图 17：民爆行业前 20 名生产企业生产总值占比	15
图 18：2024 年民爆行业生产总值占比情况	15
图 19：2024 年民爆行业工业炸药产量占比情况	15
图 20：矿山爆破一体化服务	16
图 21：我国民爆生产企业爆破服务收入及 YOY	17
图 22：现场混装炸药占比持续提升至 35%以上	18
图 23：电子雷管已全面替代	18
图 24：2021 年我国工业炸药销售流向	18
图 25：近五年我国工业炸药销售流向占比	18
图 26：工业炸药产量随下游资本开支景气度波动	18
图 27：国内原煤产量增速平缓	20
图 28：新疆原煤产量增长较快	20
图：疆煤外运量持续扩大	

图 30：“一主两翼”疆煤运输通道	20
图 31：硝酸铵是工业炸药主要的生产成本来源	22
图 32：民爆企业利润率与硝酸铵价格呈反比关系	22
图 33：硝酸铵下游需求结构	23
图 34：硝酸铵开工率变化（%）	23
图 35：煤炭-合成氨-硝酸铵价格具备联动性	23
图 36：公司工业炸药产能国内第一（2024H1）	23
图 37：新疆民爆产业发展迅速	25
图 38：天河化工营业收入及 YOY	26
图 39：天河化工净利润及 YOY	26
图 40：公司爆破服务收入及 YOY（百万元）	27
图 41：2023 年各企业爆破服务收入及占比	27
图 42：公司海外收入及 YOY	29
图 43：2023 年各企业海外收入及占比	29
表 1：公司民爆板块产能分布（截至 2025 年 2 月底）	8
表 2：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》核心内容（2021 年 12 月）	13
表 3：“十四五”民爆行业发展主要预期指标	14
表 4：《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》主要内容	14
表 5：矿山工程施工总承包资质标准严格	16
表 6：2024 年各区域生产销售总值排序表	19
表 7：部分新疆煤化工项目内容	21
表 8：“一带一路”沿线重要固体矿产资源储量、产量、消费量	22
表 9：近年公司的收购事项	24
表 10：奥信化工海外运营情况	24
表 11：兵器工业集团旗下待注入资产（万元）	25
表 12：2023 年新疆和内蒙等地的民爆产业净利率更高（万元）	26
表 13：民爆企业工业炸药产能布局（万吨/年，截止 24 年 12 月）	26
表 14：新疆煤炭增量带动民爆空间测算	27
表 15：公司混装炸药比例达标且拥有“双一级”资质	28
表 16：2024 年公司新签或开始执行的爆破服务工程类合同情况（亿元）	28

表 17: 公司“一带一路”合作项目	29
表 18: 公司收入和盈利预测	30
表 19: 可比公司估值.....	31

1. 江南化工：兵器工业集团下的民爆平台

江南化工前身是 1985 年成立的宁国江南化工厂，是国防科工委定点生产民用爆破器材企业，总部位于安徽宁国，并于 2008 年在上交所上市。

通过多次收并购及股权转让，公司已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。

公司当前工业炸药总产能及新疆区域产能皆名列行业第一，兵器集团体内仍有优质民爆资产将于 2025 年注入，且公司有望持续受益于新疆煤炭产量增长带来的民爆需求，并有望抓住爆破服务一体化趋势及一带一路机遇，实现长期成长。

1.1 三次重大并购扩张，民爆+新能源双主业运营

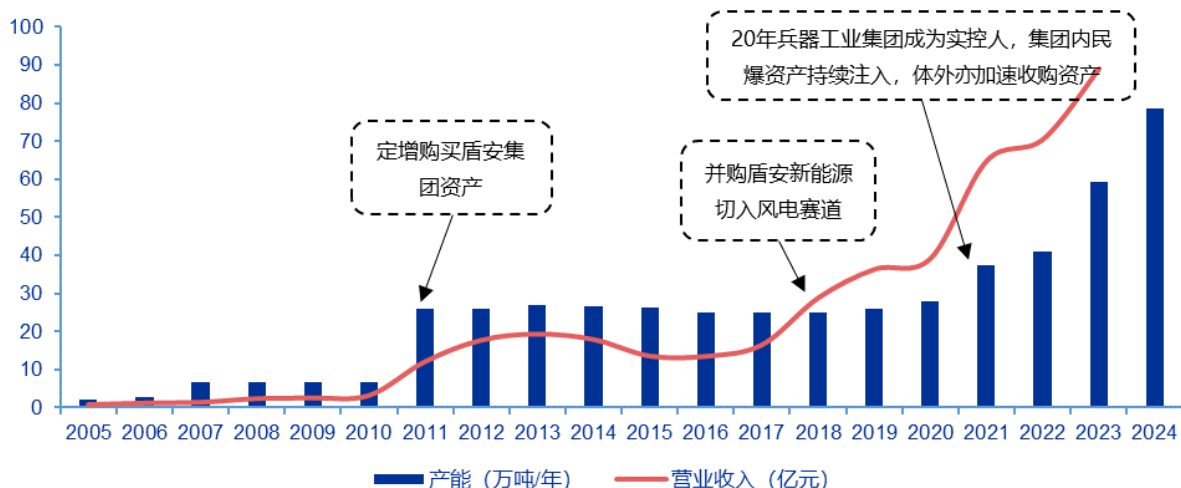
持续收并购扩张，兵器工业集团助力，炸药产能同行第一。公司成立之初仅有 500 吨炸药核定产能，2011 年通过定增购买盾安集团名下民爆资产，产能扩增至 25.95 万吨，成为当时国内规模最大的民爆企业；2013 年全资收购新疆天河化工，前瞻布局新疆区域；2017 年并购盾安新能源，切入风电赛道；2020 年特能集团成为公司股东，兵器工业集团成为公司实控人，并承诺 60 个月内将体内民爆资产悉数注入上市公司（2025 年 12 月 25 日前）。2020 年后，除了兵器集团体内资产，公司海内外收并购步伐加快，产能及营收持续提升，目前已做到国内同行工业炸药产能第一。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

图 2：公司产能与营业收入持续增长



资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

目前公司业务板块可主要分为民爆及新能源。

民爆板块，公司业务包括工业炸药、工业雷管、工业索类等，其中工业炸药产能已达到近 80 万吨，新疆区域产能 20.75 万吨，皆处国内第一。公司在国内拥有工业炸药生产点 36 个，工业雷管生产企业 2 家，专业爆破及工程公司 25 家（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）。

新能源板块，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，截至 2024 年 6 月末，新能源累计装机约 106 万千瓦，共拥有 16 个已并网的风电场项目及 2 个已并网的光伏电站项目。新能源发电业务目前不是公司重点发展方向，后续将不再赘述。

表 1：公司民爆板块产能分布（截至 2025 年 2 月底）

	总产能	产能利用率
工业炸药及制品	近 80 万吨	41.47%
工业导爆索	5700 万米	27.64%
数码电子雷管	3670 万发	26.46%
导爆管雷管	4000 万发	
塑料导爆管	3.1 亿米	

资料来源：公司公告，申万宏源研究*产能利用率数据取自 2024 年半年报

民爆业务区域性强，公司国内外覆盖面广。目前，公司国内业务覆盖安徽、新疆、陕西、北京、山西、四川、河南、湖北、福建、广西、内蒙、江苏等十余个省、自治区和直辖市，并在资源大省新疆地区进行了重点战略布局。公司是国内民爆产品品种最齐全的民爆企业之一，爆破业务已完成国内重点资源区域的战略布局，国际化业务布局已辐射纳米比亚、刚果（金）、蒙古、塞尔维亚、利比里亚、圭亚那等亚、非、拉、欧国家。

图 3：公司国内布局

图 4：公司海外布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

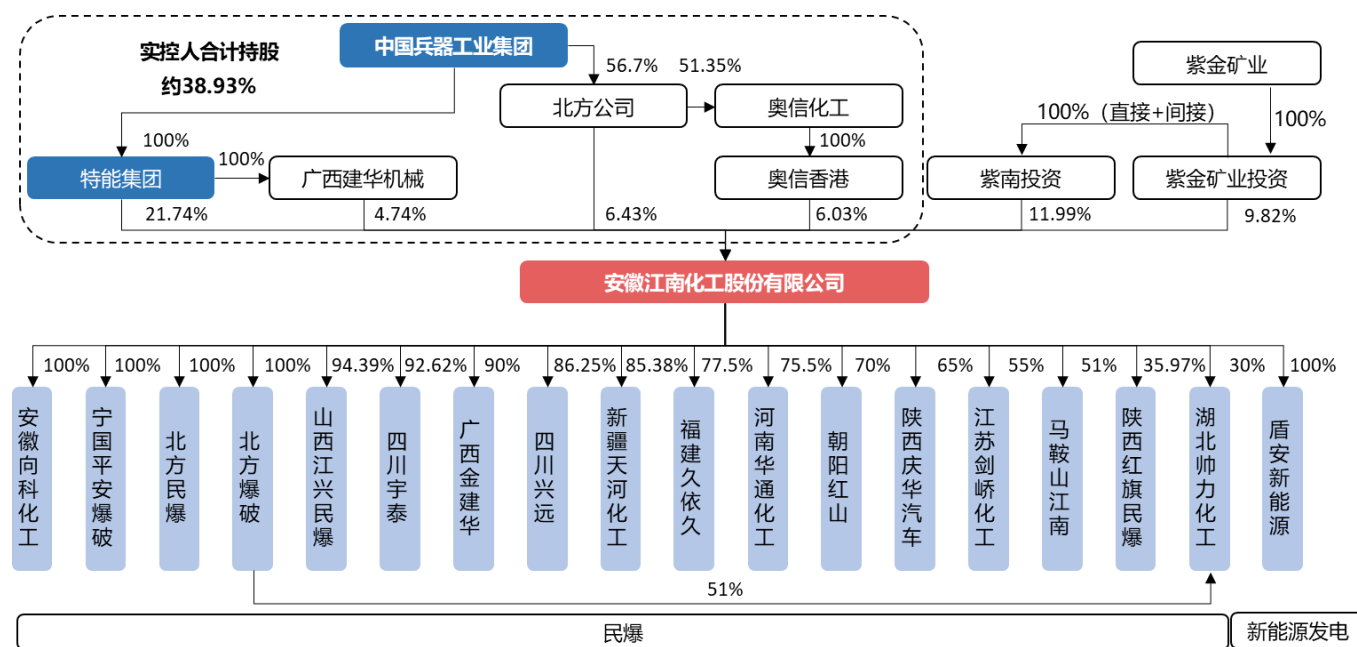


资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 兵器工业集团赋能，紫金矿业入主二股东

目前特能集团是公司控股股东，中国兵器工业集团为公司实控人，合计持有公司股份38.93%。紫金矿业旗下紫金矿业投资和紫南投资是公司第二大股东，合计持股比例为21.81%。紫金矿业是国内以黄金、铜、锌及其他基本金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业集团，有望增加与公司国内外业务的协同。

图 5：公司股权结构（截至 2025 年 2 月）



资料来源：wind，申万宏源研究

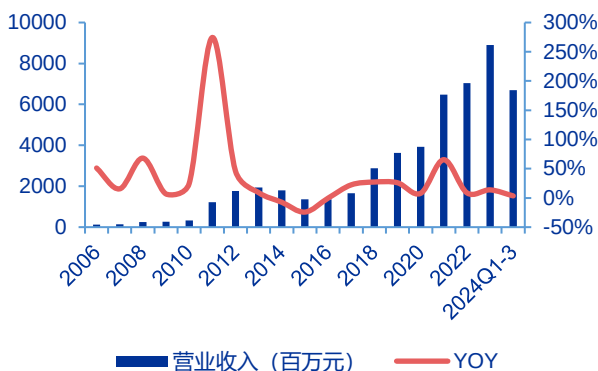
1.3 业绩阶梯式增长，费用率持续优化

持续并购整合，业绩阶梯式增长。据 1.1 章节所述，公司上市以来于 2011 年并购盾安集团民爆资产、 年新能源业务并表、 年以来兵器工业集团民爆资产持续整合，

实现了营收及业绩的阶梯式增长，其中 2021 年存在约 3.4 亿资产处置收益。2022 年受到全资孙公司内蒙古盾安光伏移出电价补贴清单并退回部分财政补贴影响，剔除这部分因素，2018 年以来公司扣非后归母净利润平稳提升，并无明显波动。

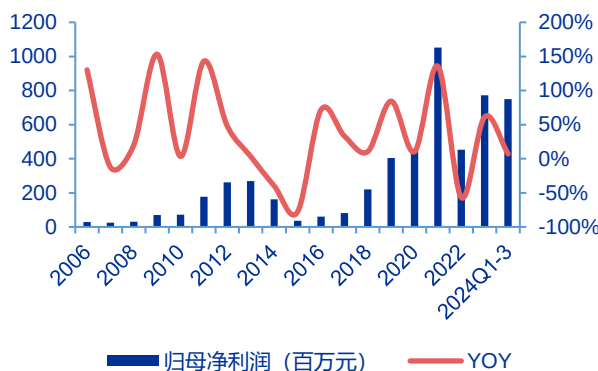
2024 年前三季度公司实现营业收入 66.99 亿元，同比+3%，实现归母净利润 7.50 亿元，同比+7%。其中单三季度公司实现公允价值变动净收益约 0.9 亿元。

图 6：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：公司归母净利润及同比增速

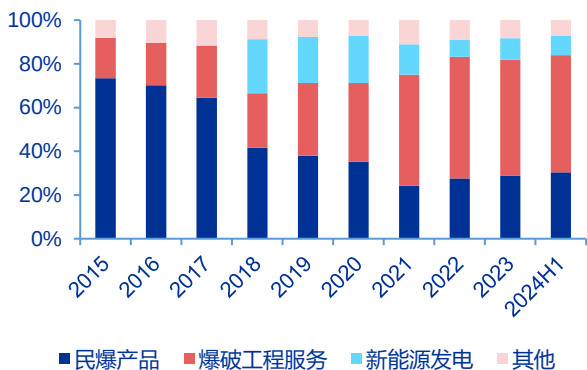


资料来源：Wind，申万宏源研究

民爆业务板块由民爆产品和爆破工程服务共同组成，是公司目前主要的利润来源。

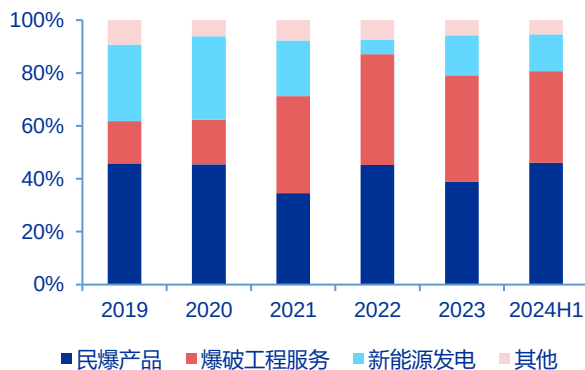
2024H1 公司营收结构中，民爆产品/爆破工程服务/新能源发电分别占比 30%/53%/9%、毛利结构中，三者分别占比 46%/35%/14%。随着爆破一体化模式的推进，公司爆破工程服务所占比重持续提升，其所包含的混装炸药比例对应提升，导致公司民爆产品收入占比有所下滑。

图 8：公司营业收入结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：公司毛利结构



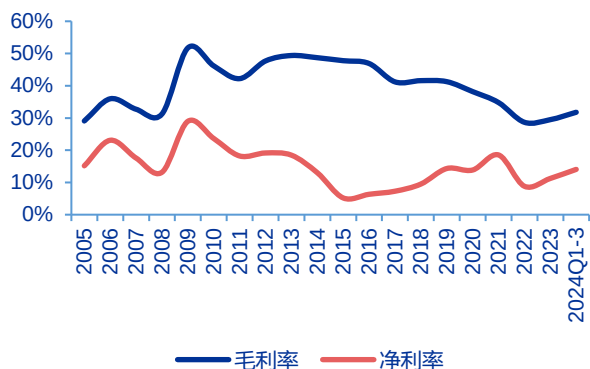
资料来源：Wind，申万宏源研究

随着相对低毛利率的爆破工程服务收入提升，公司整体毛利率与净利率中枢有所下行，2024 年前三季度分别为 32%和 14%，盈利能力有所修复，主要系原料硝酸铵价格下滑。公司民爆产品盈利能力较强，毛利率基本维持在 40%以上。

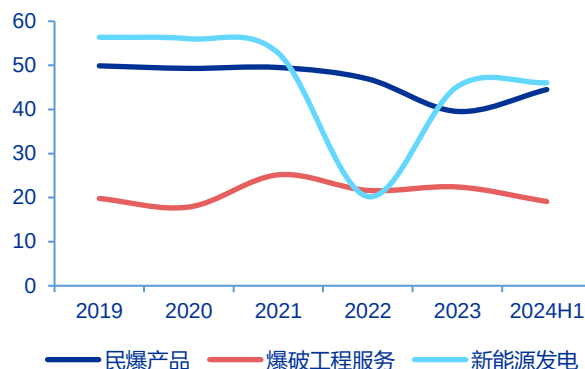
近年来公司持续优化各项费用，费用率中枢不断下移，2024 年前三季度期间费用率为 15%。

图 10：公司毛利率与净利率

图 11：公司分业务毛利率

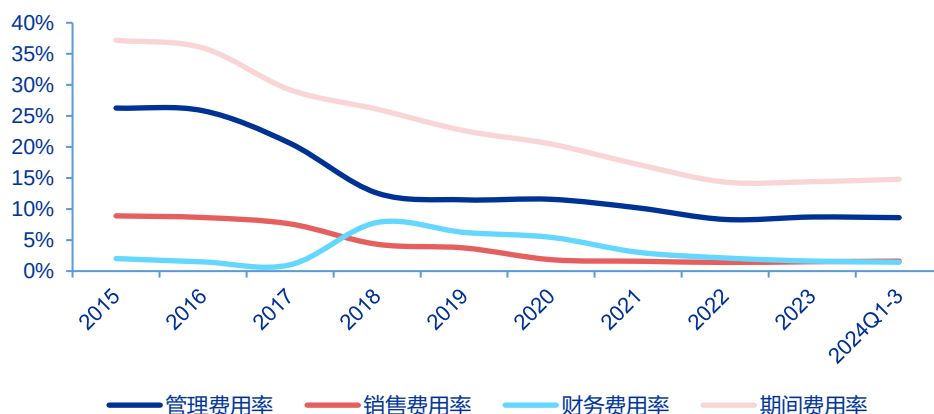


资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：公司期间费用率持续改善



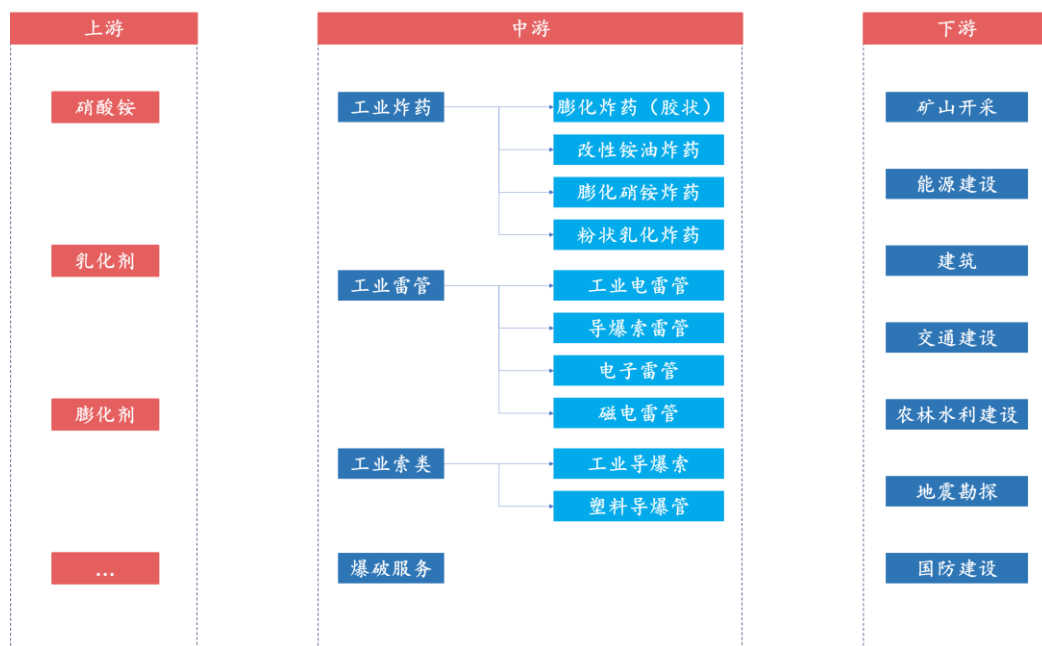
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 民爆格局向好，关注西部及一带一路区域

2.1 民爆行业壁垒高筑，区域性特点明显

民爆行业是“能源行业的能源，基础工业的基础”。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”。

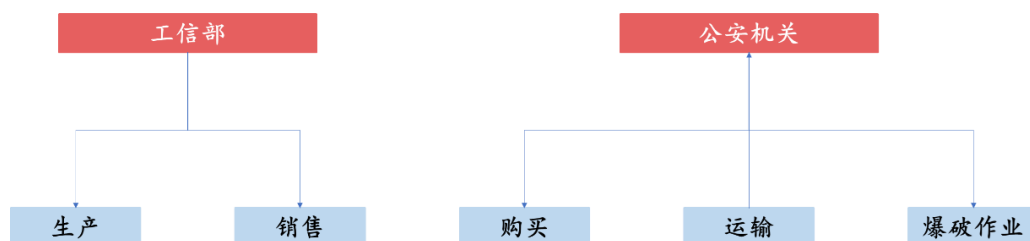
图 13：民爆行业产业链



资料来源：公司公告，申万宏源研究

行业管控程度高，许可证制度是行业天然壁垒。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：**1) 生产阶段：**民爆生产企业需要获得《民用爆炸物品生产许可证》之后才能进行生产作业；**2) 销售阶段：**民爆销售企业需要获得国家以及省级行业行政主管部门核发的《民用爆炸物品销售许可证》之后才能进行民爆物品的销售；**3) 运输阶段：**负责民爆运输的企业需要获得公安机关核发的《民用爆炸物品运输许可证》；**4) 爆破阶段：**进行爆破作业的企业需要获得公安机关核发的《爆破作业单位许可证》。从民爆产品“产、销、运、用”流程来看，民爆行业的许可证要求严格，是行业的核心护城河。

图 14：民爆产品全流程监管



资料来源：政府官网，公司公告，申万宏源研究

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。

我国民爆企业生产总值及利润总额中枢持续抬升。随着下游煤炭、矿山及基建端资本开支的增长，我国民爆行业呈现中枢抬升趋势。2024 年我国民爆生产企业生产总值为 416.95 亿元，同比-4.50%，利润总额为 96.39 亿元，同比+13.04%。

图 15：我国民爆生产企业生产总值及 YOY



资料来源：中爆协，申万宏源研究

图 16：我国民爆生产企业利润总额及 YOY



资料来源：中爆协，申万宏源研究

2.2 供给：格局持续优化，矿服拉动成长

“十四五”政策再加码，行业供给侧改革加速深化。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》从推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构、推动企业转型四个方面部署以下工作：一是加快企业重组整合步伐，按照“政府引导、企业自愿、市场化运作”的原则，鼓励企业重组整合。在行业政策上，向排名前十位的企业倾斜，以支持优势企业并购重组，支持企业间联优并强，提升产业集中度。同时，通过重组整合，更好地发挥企业集团安全生产责任主体的作用，建强安全管理队伍，配强安全专业人才，充分运用信息化手段，切实强化内部安全管理，更直接、更有效地提升企业安全管理效能。二是统筹考虑市场、安全、环境等政策要素，进一步优化产能布局，除对重组整合、撤线拆点等给予支持政策外，一律不新增传统民爆物品的许可产能。加强各项支持政策的协调和落实，指导地方和企业按照市场需求，调整产能布局，使区域市场供需趋于平衡。三是进一步优化产品结构，2022 年全面推广工业数码电子雷管，继续压减包装型工业炸药许可产能，稳步提升企业现场混装炸药许可产能占比。四是积极推动科研、生产、爆破服务“一体化”，加快推广现场混装作业方式，促进民爆企业由“生产销售型”向“服务型制造”转变，即由“卖产品”向“卖服务”转变。

表 2：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》核心内容（2021 年 12 月）

政策方向	具体内容
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，支持行业骨干企业实施跨地区、跨所有制重组整合，支持民爆企业联优并强。
调整产能布局	对于骨干企业及完成实质性重组整合、实施拆线撤点减证的企业给予政策支持，促进市场要素向优势企业集中。鼓励构建区域营销平台，优化销售场点布局，支持区域内销售企业重组整合，大幅压减销售企业许可数量，逐步淘汰安全水平低、安全投入保障不足的销售企业。严格执行安全、质量、环保等法律法规、标准和行业政策，引导长期亏损、安全条件差的企业有序退出。

优化产品结构

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**。鼓励企业依据市场需求有序释放产能，引导过剩产能加快退出。

推动企业转型

推动企业转型。积极推动科研、生产、爆破服务“一体化”，**加快推广工业炸药现场混装作业方式，鼓励跨区域开展现场混装炸药合作，推动实现集约高效生产**。鼓励发展模式、盈利模式创新，促进民爆企业由生产型向生产服务型转变。支持现场混装乳化基质、工业数码电子雷管引火模块（电子控制模块和点火元件）等半成品集约化生产、远程配送。支持销售企业充分利用良好的仓储、运输、配送能力，创新服务模式，提高服务能力。支持各地区在确保有效安全监管基础上，探索跨区域联合发展政策措施。

资料来源：工信部，申万宏源研究

安全化、智能化、集中化、一体化是民爆行业重要发展方向。集中化方面，到 2025 年，民爆生产企业数量将小于 50 家，排名前 10 家民爆企业生产总值预期占比将大于 60%，行业混装炸药比例提升至 35% 以上。“十四五”期间，民爆行业集中化、一体化的目标是“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”。

表 3：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

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.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：工信部，申万宏源研究

2025 年 2 月 28 日，工信部印发《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》，内容包括：1) 要求到 2027 年底，民爆产品无人化生产线广泛应用；2) 形成 3 到 5 家具有较强国际竞争力的大型民爆企业（集团）；3) 产品结构和产能布局更加优化；4) 推动老旧设备更新；5) 扩大国际交流合作等。

表 4：《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》主要内容

类别	具体内容
总体要求	以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻相关会议精神，落实大会部署，统筹发展与安全，推动民爆行业向高端化、智能化、绿色化转型，提升发展质量与本质安全水平
目标（到 2027 年底）	1.民爆产品无人化生产线广泛应用，高危险性生产工房、工序现场无固定岗位操作人员；2.产业集中度提升，形成 3-5 家有国际竞争力的大型民爆企业（集团）；3.产品结构和产能布局优化；4.产品质量保障与有效供给能力显著增强
创新驱动	1.完善技术创新体系；2.关键核心技术攻关；3.提升产品质量
数字技术赋能	1.数字化转型：企业加强数字基建，推进生产设备数字化改造；2.智能化改造：持续实施“机械化换人、自动化减人”，推动人工智能技术及装备应用；3.工业互联网应用：鼓励企业建设“工业互联网+安全生产”平台；4.老旧设备更新：重点更新改造超 10 年或达设计年限的老旧、低效、高风险设备和生产线
供给侧改革	1.企业重组整合：鼓励跨地区跨所有制重组、产业链整合，构建区域营销平台，优化销售布局，支持上下游企业重组；2.产业及产品结构优化：继续压减包装型工业炸药许可产能，提升现场混装产能占比，动态调整电子雷管产能
绿色转型	利用数字技术开展绿色化改造，推进无起爆药雷管技术，提升设备效能，应用环保技术处理废水、固废和不合格品
国际合作	企业以国外大型项目为牵引“走出去”，投资建设基地和开展服务，扩大产品出口，工信部给予政策支持

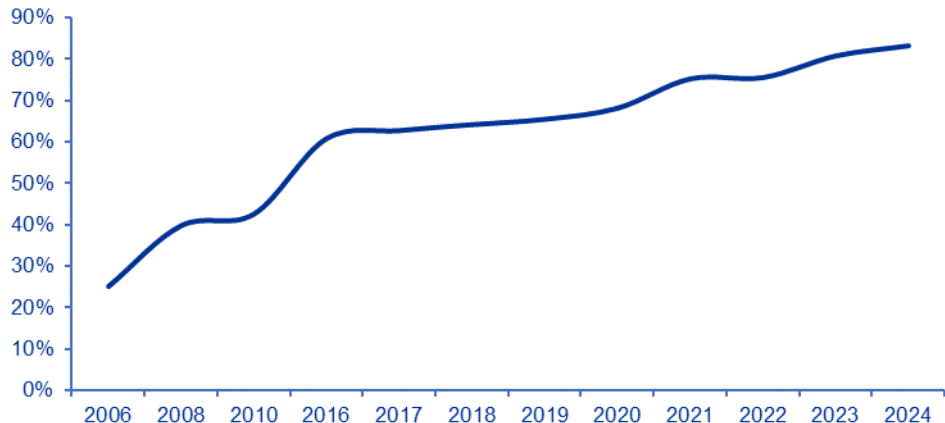
资料来源：工信部，申万宏源研究

2.2.1 兼并重组：进入下半场但仍有空间

政策推进整合，行业业态逐步优化。“十三五”期间，我国开启民爆行业出清工作，产业结构持续优化。根据工信部数据，“十三五”期间，我国民爆产品生产企业数量由 145 家减少至 76 家，民爆企业生产总值 CR10 由 41% 提升至 49%；淘汰关闭生产场点 28 个，拆除生产线 89 条。根据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，未来民爆行业将形成 3 至 5 家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业（集团），2025 年我国民爆行业生产企业数量预期将从 2020 年的 76 个下降到 2025 年的 50 个以内，排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比预期将从 2020 年的 49% 提升至 60% 以上。

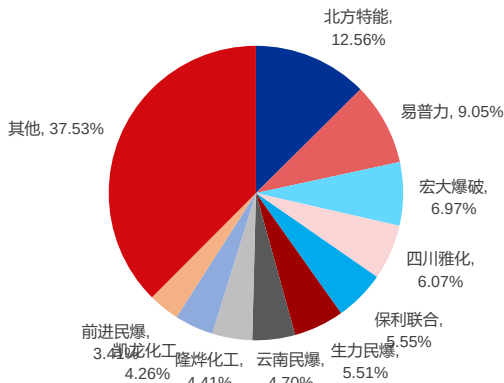
行业并购整合进入下半场，但前 10 名仍有提升空间。我国民爆行业前 20 名生产企业生产总值占比不断提升，已由 2006 年的 25.10% 增长至 2024 年的 83.17%。2024 年前 10 名企业生产总值合计占比已超过 60%，满足“十四五”目标，但仍具备一定提升空间。

图 17：民爆行业前 20 名生产企业生产总值占比



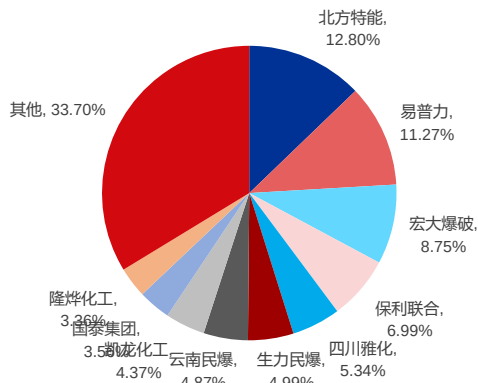
资料来源：中爆协，申万宏源研究

图 18：2024 年民爆行业生产总值占比情况



资料来源：中爆协，申万宏源研究

图 19：2024 年民爆行业工业炸药产量占比情况



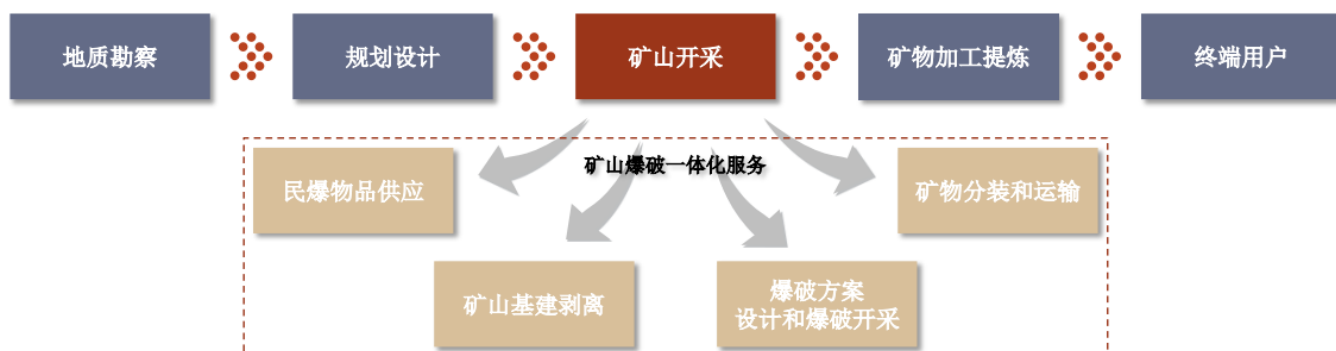
资料来源：中爆协，申万宏源研究

2.2.2 爆破服务：准入壁垒更高，是行业主要增量空间

矿山爆破一体化服务是指为各类矿山业主提供民爆器材产品研发生产和销售、矿山基建剥离、整体爆破方案设计、以爆破技术为核心的爆破开采、矿物分装与运输等一系列服务的总称。

由于单纯靠出售炸药、雷管等民爆产品的“天花板”愈发明显，民爆企业向爆破服务的一体化转型是大势所趋，也是政策引导方向。

图 20：矿山爆破一体化服务



资料来源：易普力公告，申万宏源研究

相较于单一民爆物品的生产，爆破服务具备更高的准入壁垒。不同资质标准，对应不同的企业资产、人员、工程业绩要求，拥有一级资质的企业可以承包各类矿山工程的施工。一方面，政策鼓励企业由生产型向服务型转型，且不具备爆破服务优势的企业混装比例亦难提升，由此加速行业整合；另一方面，爆破服务模式亦有助于头部企业增值扩容，促进行业健康发展。

表 5：矿山工程施工总承包资质标准严格

标准	一级资质标准	二级资质标准	三级资质标准
企业资产	净资产 1 亿元以上。	净资产 4000 万元以上。	净资产 800 万元以上。
企业主要人员	(1)矿业工程专业一级注册建造师不少于 12 人机电工程专业一级注册建造师不少于 3 人。(2)技术负责人具有 10 年以上从事工程施工技术管理工作经历，且具有矿建工程专业高级职称；矿山工程相关专业中级以上职称人员不少于 60 人，且专业齐全(3)持有岗位证书的施工现场管理人员不少于 50 人，且施工员、质量员、安全员、机械员、造价员、劳务员等人员齐全(4)经考核或培训合格的中级工以上技术工人不少于 150 人。	(1)矿业工程专业注册建造师不少于 10 人，机电工程专业注册建造师不少于 2 人；(2)技术负责人具有 8 年以上从事工程施工技术管理工作经历，且具有矿建工程专业高级职称或矿业工程专业一级注册建造师执业资格；矿山工程相关专业中级以上职称人员不少于 25 人，且专业齐全。(3)持有岗位证书的施工现场管理人员不少于 30 人，且施工员、质量员、安全员、机械员、造价员、劳务员等人员齐全(4)经考核或培训合格的中级工以上技术工人不少于 75 人。	(1)矿业工程专业注册建造师不少于 4 人，机电工程专业注册建造师不少于 1 人。(2)技术负责人具有 5 年以上从事工程施工技术管理工作经历，且具有矿建工程专业中级以上职称或矿业工程专业注册建造师执业资格；矿山工程相关专业中级以上职称人员不少于 10 人，且专业齐全(3)持有岗位证书的施工现场管理人员不少于 15 人，且施工员、质量员、安全员、机械员、造价员、劳务员等人员齐全。(4)经考核或培训合格的中级工以上技术工人不少于 30 人。(5)技术负责人(或注册建造师)主持完成过本类别资质二级以上标准要求的工程业绩不少于 2 项。
企业工程业绩	近 10 年承担过下列 5 类中的 2 类或某 1 类的 3 项工程的施工总承包或主体工程承包，工程质量合格。(1)100 万吨/年以上铁矿采、选工程；(2)100 万吨/年以上有色砂矿或 60 万吨/年以上有色脉矿采、选工程；(3)120 万吨/年以上煤矿工程或 300 万吨/年以上洗煤工程；(4)60 万吨/年以上磷矿、硫铁矿或 30 万吨/年以上铀矿工程；(5)20 万吨/年以	近 10 年承担过下列 5 类中的 2 类或某 1 类的 2 项工程的施工总承包或主体工程承包，工程质量合格。(1)60 万吨/年以上铁矿采、选工程；(2)60 万吨/年以上有色砂矿或 30 万吨/年以上有色脉矿采、选工程；(3)45 万吨/年以上煤矿工程或 150 万吨/年以上洗煤工程；(4)30 万吨/年以上磷矿、硫铁矿或 20 万吨/年以上铀矿工程；(5)10 万吨/年以上石膏矿、石英	

上石膏矿、石英矿或 70 万吨年以上石灰石矿等建材矿山工程。
承包工程 可承担各类矿山工程的施工。
范围

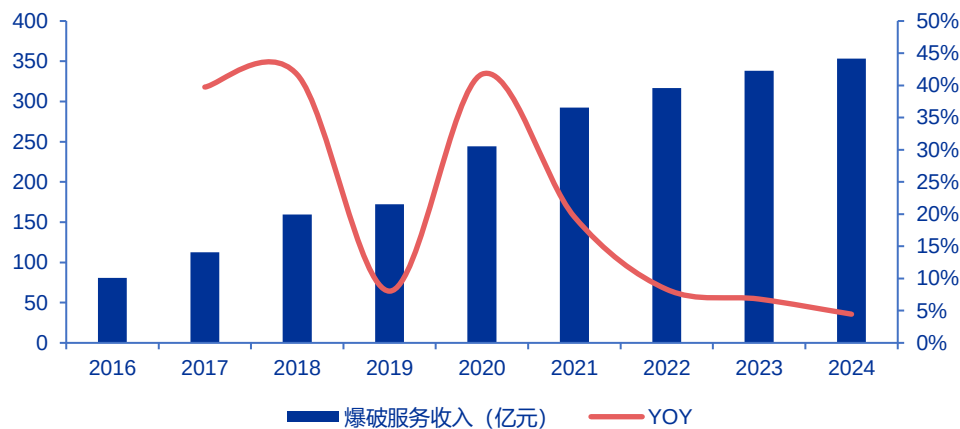
可承担下列矿山工程(不含矿山特殊法施工工程)的施工:(1)120 万吨/年以下铁矿采、选工程;(2)120 万吨/年以下有色砂矿或 70 万吨/年以下有色脉矿采、选工程;(3)150 万吨/年以下煤矿矿井工程(不含高瓦斯及(煤)岩与瓦斯(二氧化碳)突出矿井、水文地质条件复杂以上的矿井、立井井深大于 600 米的工程项目)或 360 万吨/年以下洗煤工程;(4)70 万吨/年以下磷矿、硫铁矿或 36 万吨/年以下铀矿工程;(5)24 万吨/年以下石膏矿、石英矿或 80 万吨/年以下石灰石矿等建材矿山工程

(1)70 万吨/年以下铁矿采、选工程;(2)70 万吨/年以下有色砂矿或 36 万吨/年以下有色脉矿采、选工程;(3)60 万吨/年以下煤矿矿井工程(不含高瓦斯及(煤)岩与瓦斯(二氧化碳)突出矿井、水文地质条件复杂以上的矿井、立井井深大于 600 米)或 180 万吨/年以下洗煤工程;(4)36 万吨/年以下磷矿、硫铁矿或 24 万吨/年以下铀矿工程;(5)12 万吨/年以下石膏矿、石英矿或 48 万吨/年以下石灰石矿等建材矿山工程

资料来源：工信部，申万宏源研究

爆破服务收入现已成为民爆行业重要的经济增长支撑，2024 年，我国民爆生产企业爆破服务收入为 353.11 亿元，同比+4.46%。

图 21：我国民爆生产企业爆破服务收入及 YOY



资料来源：中爆协，申万宏源研究

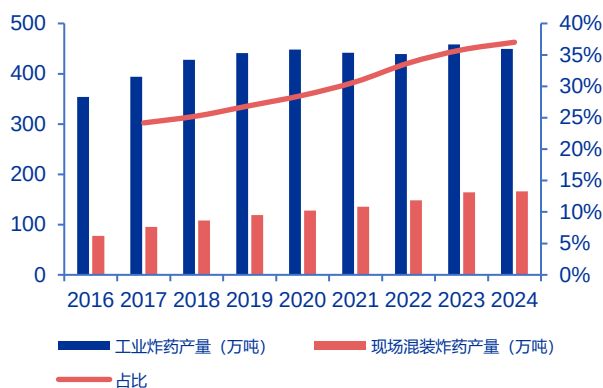
2.2.3 优化结构：工业雷管已达要求，混装炸药仍可提升

进行炸药和雷管的种类结构优化亦是民爆行业重要的供给侧改革手段之一。相较于传统的包装炸药，现场混装炸药在安全性、成本性和环保性上皆有一定优势，爆破效果也更优，且是企业向爆破服务化延伸过程中的重要助推器；对比传统雷管，数码电子雷管可提升炸药使用效率，并且具备更高的安全可控性，可实现全流程监管。

2024 年工业炸药产量为 449.37 万吨，同比-1.91%，其中现场混装炸药产量 166.34 万吨，同比+1.45%，混装炸药占比已提升至 37.02%，提前完成“十四五”要求。

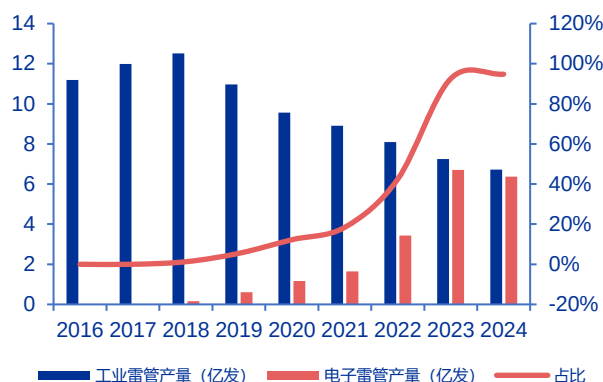
2024 年工业雷管产量为 6.72 亿发，同比-7.18%，其中电子雷管产量 6.37 亿发，同比-4.93%，电子雷管占比已提升至 94.79%。

图 22：现场混装炸药占比持续提升至 35%以上



资料来源：中爆协，申万宏源研究

图 23：电子雷管已全面替代

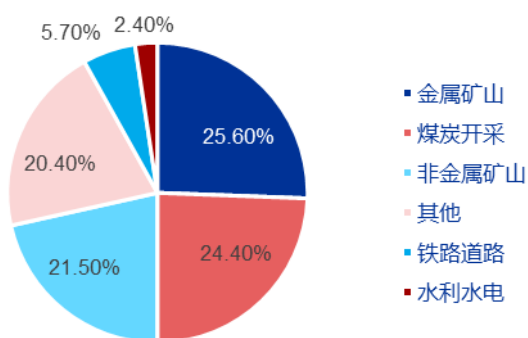


资料来源：中爆协，申万宏源研究

2.3 需求：区域分化明显，重视新疆及一带一路

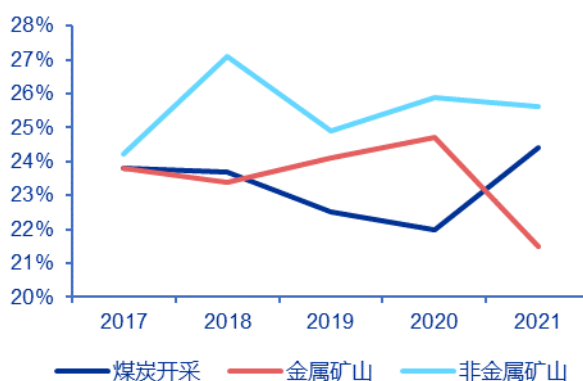
煤炭、金属和非金属矿山开采业仍是我国工业炸药最主要的使用领域。根据《中国爆破器材行业工作简报》，2021 年全国民爆器材销售流向分布中，用于煤炭、金属和非金属矿山开采的工业炸药消耗量达到总消耗量的 71.5%，用于铁路道路、水利水电等基础设施建设方面的工业炸药消耗量，占总消耗量的 5.7%和 2.4%。从流向变化来看，2021 年国内煤炭产能进入供需错配期，一方面，国内煤炭产能出清导致 2017-2020 年炸药需求占比下降，另一方面，新能源和过渡能源的增长仍然需要时间，使得 2021 年煤炭开采炸药需求反弹至高位。

图 24：2021 年我国工业炸药销售流向



资料来源：中爆协，申万宏源研究

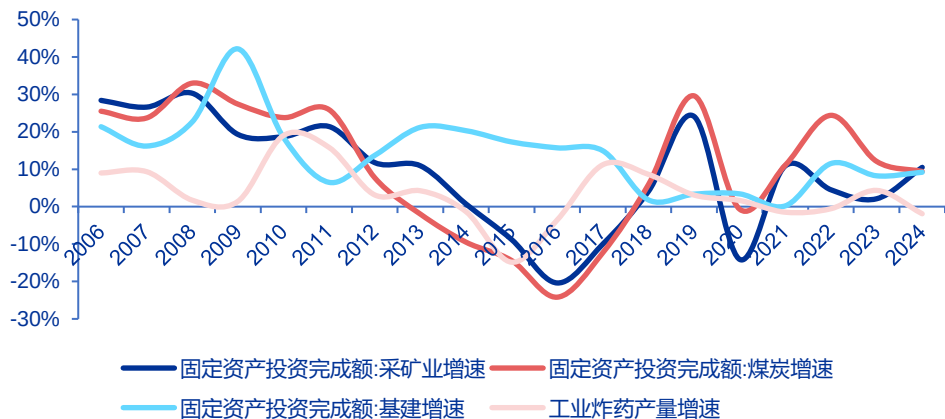
图 25：近五年我国工业炸药销售流向占比



资料来源：中爆协，申万宏源研究

工业炸药产量与采矿业、煤炭、基建等下游领域的资本开支联系密切，因此我国民爆市场空间跟随下游景气度波动，但预计未来区域间分化将加剧，**重点关注新疆、西藏等地，以及一带一路市场。**

图 26：工业炸药产量随下游资本开支景气度波动



资料来源：中爆协，wind，申万宏源研究

2.3.1 新疆成为煤炭主要增量区域，民爆需求受益

虽然 24 年我国民爆生产总值下滑，但地区间分化明显，其中新疆区域实现生产总值 43.24 亿元，同比+24.60%。受煤炭及水利工程带动，我们预计新疆区域民爆需求将持续向好。

表 6：2024 年各区域生产销售总值排序表

序号	地区	生产总值 (亿元)	同比 (%)	销售总值 (亿元)	同比 (%)
	合计	416.95	-4.5	411.42	-5.26
1	新疆区	43.24	24.60	42.13	21.79
2	内蒙古	42.32	-1.49	42.14	-1.21
3	四川省	40.79	-1.16	40.7	-0.83
4	山西省	32.94	-12.13	30.84	-14.54
5	辽宁省	24	2.52	23.78	4.3
6	河南省	19.43	-4.69	18.93	-11.08
7	陕西省	18.22	-17.48	17.85	-19.16
8	江西省	15.24	-5.58	14.89	-9.71
9	湖南省	14.95	-18.48	14.93	-19.41
10	湖北省	14.63	-7.23	14.37	-8
11	黑龙江	14.5	-13.85	13.87	-13.56
12	山东省	13.61	-10.77	14.01	-11.82
13	云南省	13.13	-16.59	12.74	-16.46
14	安徽省	11.88	-3.9	11.83	-4.43
15	江苏省	11.39	18.67	11.48	20.82
16	浙江省	10.18	0.96	10.09	2.41
17	广东省	10.05	-6.36	10	-7
18	贵州省	9.05	-24.05	8.97	-24.75
19	重庆市	8.44	-25.31	8.49	-24.07
20	福建省	7.64	-8.53	7.55	-10.99
21	河北省	7.31	4.38	7.53	7.61
22	甘肃省	6.79	7.19	6.79	8.29
	广西区	.	-.	.	-.

24	吉林省	5.8	-5.15	5.63	-9.16
25	西藏区	4.32	35.96	4.34	38.37
26	大连市	3.32	3.4	3.31	2.63
27	青海省	2.77	13.15	2.79	13.73
28	宁夏区	2.69	-3.62	2.65	-4.87
29	海南省	1.04	-11.48	1.06	-10.19
30	天津市	0.77	3.49	0.77	11.8

资料来源：中爆协，申万宏源研究

新疆煤炭成本优势显著，产量高速增长。新疆煤炭资源量位居全国第一，新疆的煤炭资源预测储量为 2.19 万亿吨，占全国煤炭资源预测储量的 40.6%，且与内地煤炭相比，新疆煤炭资源具有煤层厚度大、煤层多、埋藏浅等特点，开采条件好，成本优势突出。但此前受限于开采能力、运输能力等，新疆煤产量增长缓慢，煤炭产能远低于其他三大煤产区。

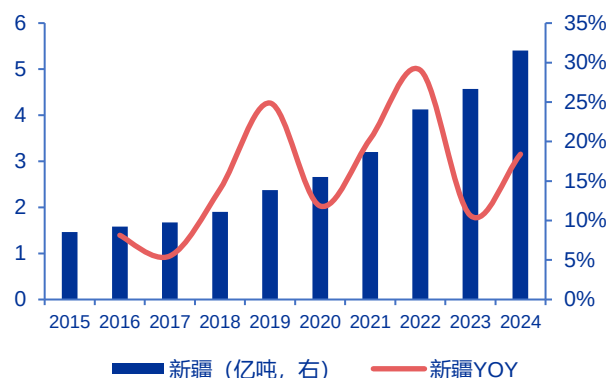
新疆逐步成为我国煤炭中心，产量实现快速增长。在煤炭需求达峰前后、中东部煤炭主产区产能加速退出背景下，新疆煤炭开发战略定位愈发重要。《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》和《“十四五”现代能源体系规划》等，明确了新疆作为煤炭供应保障基地的地位，叠加新疆铁路等基础设施的加快建设，极大地提升了煤炭的外运能力，2019 年开始新疆煤炭产量快速增长。2024 年我国原煤产量 47.6 亿吨，同比+2%，新疆原煤产量 5.4 亿吨，同比+18%，增幅明显。

图 27：国内原煤产量增速平缓



资料来源：wind，申万宏源研究

图 28：新疆原煤产量增长较快



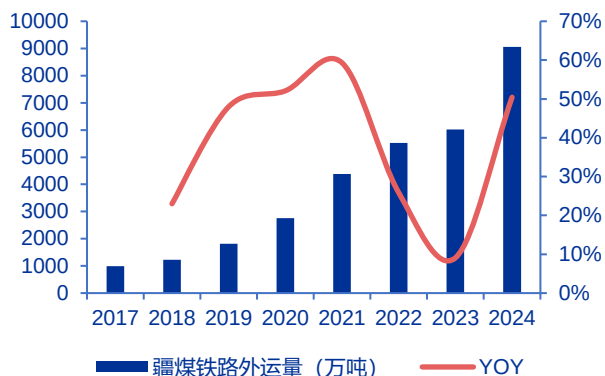
资料来源：wind，申万宏源研究

在三大需求带动下，未来新疆煤炭产量有望维持高增态势：

1) 疆煤外运。在铁路运输方面，疆煤主要通过“一主两翼”铁路线实现外运，受到西南省份煤炭缺口拉大，其对疆煤需求日益提升。综合运距及开采成本，新疆煤炭在川渝、青海、兰州、宁夏等地区较有竞争力。

图 29：疆煤外运量持续扩大

图 30：“一主两翼”疆煤运输通道



资料来源：物流启示录，申万宏源研究



资料来源：化学工业研究，申万宏源研究

2) 煤化工。虽然新疆煤炭成本低，但离下游市场较远，但将多吨煤转化为一吨化工产品后，便能够大幅减少外运成本。“十四五”规划纲要中明确新疆要建设国家大型油气生产加工和储备基地、大型煤炭煤电煤化工基地、大型风电基地、国家能源资源陆上大通道，即“三基地一通道”，未来全国煤化工产品的规划增量大部分都会来自新疆。

表 7：部分新疆煤化工项目内容

项目	内容	投资额	备注
山东能源兖矿新疆能化准东煤化一体化项目	涵盖 2300 万吨准东五彩湾矿区四号露天矿项目, 80 万吨/年煤制烯烃项目	338 亿元	
其亚新疆集团年产 600 万吨煤基甲醇项目	全球最大的煤基甲醇单体项目	300 亿元	预计 2027 年 10 月建成
伊吾广汇 1500 万吨/年煤炭分质分级利用示范项目	投产后每年可生产提质煤 714 万吨、煤焦油 150 万吨、LNG77.76 万吨、燃料电池氢气 2 万吨、液体二氧化碳 50 万吨	164.8 亿元	2024 年 10 月 28 日开工奠基
国家能源集团哈密能源集创创新基地项目	我国首个应用自主研发的煤直接液化二代技术的项目	总投资 1700 亿元，一阶段 900 亿元	计划 2027 年底建成投产
信发集团煤炭清洁高效利用项目			中泰煤制甲醇将于 4 月底前完成联调联试并投产
新疆天业年产 25 万吨煤制乙醇项目			
新疆中和合众新材料年产百万吨的煤制醋酸及下游产品一体化项目	分两期建设，一期建设有气化装置、净化装置、一氧化碳分离装置、硫回收装置、年产 100 万吨醋酸装置、年产 15 万吨醋酐装置等		
新疆宣东能源 1000 万吨/年煤炭分质分级清洁高效利用项目	在建项目包括 1000 万吨/年煤分质分级清洁高效利用项目、50 万吨/年危废煤焦油提质改造项目以及配套 10 万 Nm ³ /h 煤气化制氢项目	150 亿元	
新疆广汇新能源有限公司年产 120 万吨甲醇、7 亿方 LNG 项目		总投资超过 1200 亿元	

资料来源：政府官网，中国新闻网，项目规划文件，申万宏源研究

3) 疆电外送。目前已有及在建共四条通道，疆电外送能力已达到 2500 万千瓦，外送电量累计达 8014 亿千瓦时，外送省份从最初的 7 个省区市扩展到 20 个省区市，清洁能源占比近 3 成，未来新疆将成为全国规模最大的新能源外送基地。

2.3.2 一带一路矿产资源丰富，打开远期成长空间

“一带一路”是我国一个长远的对外经济战略，对我国未来 20 年或者 30 年都将有深远的影响。有西方学者预测，“一路一带”规划仅在基础设施方面，其投入将超过 20 万亿美元；此外，“一带一路”沿线铜、金、镍、铝土矿、铁矿石、锡、钾盐等重要固体矿产资源较丰富，在全球均占有重要地位。“一带一路”战略的提出，为民爆企业的发展提供了一个广阔的国际舞台，以及持续的发展动力。

表 8：“一带一路”沿线重要固体矿产资源储量、产量、消费量

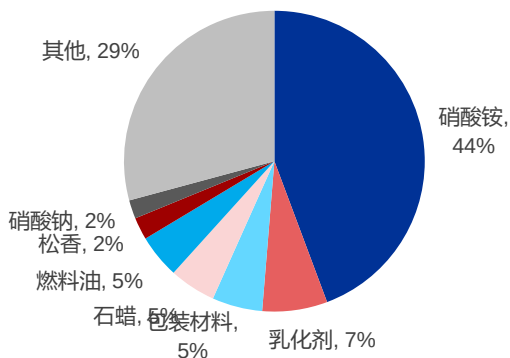
矿种	单位	储量	储量占世界比例 / %	产量	产量占世界比例 / %	消费量	消费量占世界比例 / %
铜	万 t	23269	32.3	486.4	26.3	14502	63.7
金	t	16400	26.1	1008	336	2430	71.1
镍	万 t	1850	23.4	104.2	41.2	842	49.7
铝土矿	亿 t	53	18.9	1.14	41.7	1.4	50
铁矿石	M t	67800	35.7	631	28.6	1400	73.7
铅	万 t	2976	334	261.4	55.5	572.8	56.1
锌	万 t	5200	26	607	45	856.6	62.6
锡	万 t	307	63.9	5.95	22	23.6	85
钾盐	M t	2582	698	18.99	55	26	64
磷矿	亿 t	112.2	16.3	1.4	62	1.4	72

资料来源：《“一带一路”沿线重要固体矿产资源分布特征与潜力分析》，申万宏源研究

2.4 硝酸铵高位回落，民爆行业利润向好

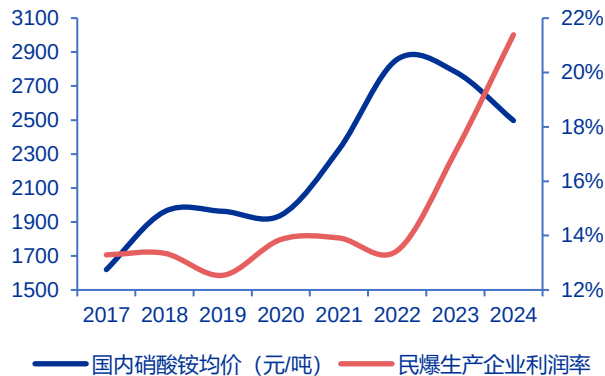
硝酸铵是主要的工业炸药生产成本来源，其价格往往与民爆生产企业的利润率成反比关系。据百川盈孚数据，2022 年以来，硝酸铵价格高位回落，2023/2024 全年均价同比下滑 3%/10%，相应地，民爆生产企业的利润率由 2022 年的 13% 提升至 2023 年的 17%、2024 年的 21%。

图 31：硝酸铵是工业炸药主要的生产成本来源



资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

图 32：民爆企业利润率与硝酸铵价格呈反比关系

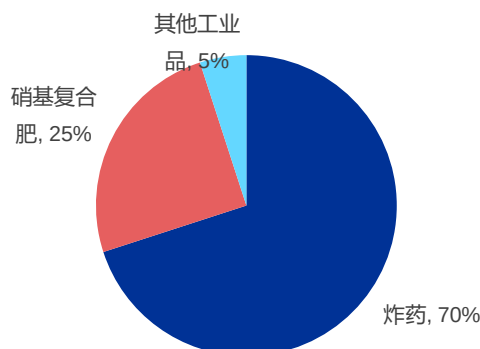


资料来源：中爆协，百川盈孚，申万宏源研究*利润率=利润总额/主营业务收入

硝酸铵整体供需宽松，属于成本定价产品。硝酸铵下游主要用于炸药及硝基复合肥领域，需求端加速提升的可能性不大，同时行业开工率维持在不到 50% 的相对低位（据百川盈孚，2024 年我国产能 711.5 万吨，产量 323 万吨，25 年 2 月开工下滑至 27%），虽然

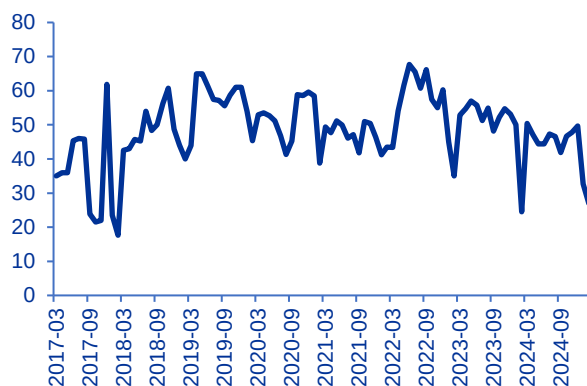
属于危化品且具备一定的地域性特征，但整体而言供需仍旧宽松，价格跟随原材料波动的可能性更大。

图 33：硝酸铵下游需求结构



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

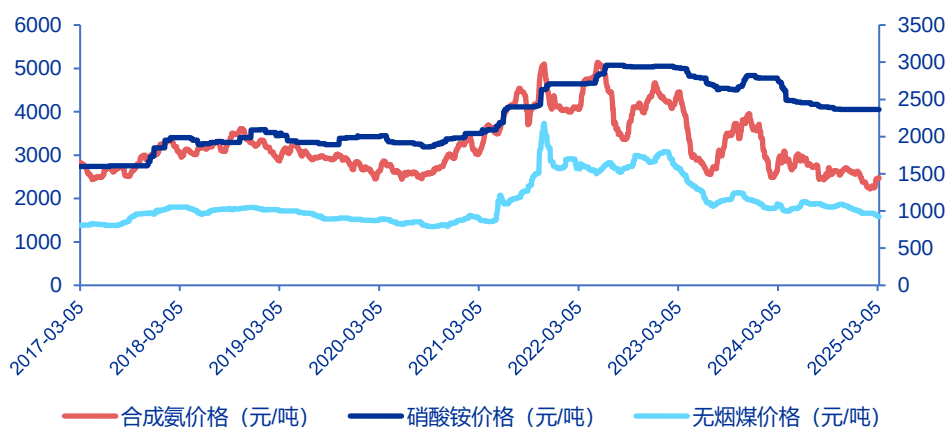
图 34：硝酸铵开工率变化 (%)



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

煤价带动硝酸铵高位回落，民爆利润有望维持。煤炭-合成氨-硝酸铵价格具备联动性，2023 年以来我国煤炭供需逐渐宽松，煤价高位回落，带动合成氨及硝酸铵价格亦有所下滑。展望未来，保障能源安全仍是我国的核心任务，煤炭产量有望持续提升，未来价格将大概率维持在相对合理的区间范围内波动，因此 2024 年民爆行业的利润修复预计将持续维持。

图 35：煤炭-合成氨-硝酸铵价格具备联动性



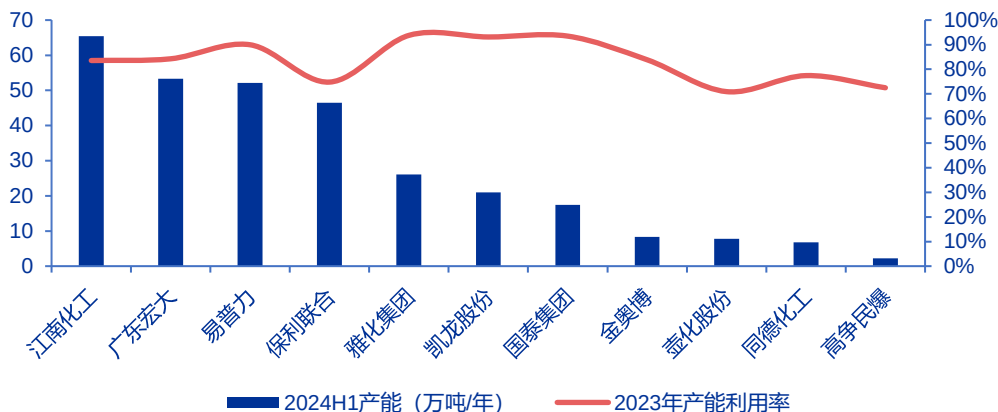
资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

3. 规模及新疆布局领先，矿服与海外成长共振

3.1 炸药产能第一，集团资产注入及外延收购持续推进

公司最新工业炸药产能近 80 万吨，位列国内第一。通过多次收并购，2024H1 公司工业炸药产能达到了 65.45 万吨，位列同行第一。2024 年以来，收购庆阳民爆资产与红旗民爆持续推进，根据我们最新统计，公司最新工业炸药产能已达到近 80 万吨。

图 36：公司工业炸药产能国内第一（2024H1）



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

表 9：近年公司的收购事项

时间	2021				2023		2024	
标的	北方爆破	广西金建华	庆华汽车	北方民爆	江兴民爆	朝阳红山	庆阳民爆	红旗民爆
股权比例	100%	90%	65%	100%	94.39%	70%	仅民爆资产	36%
对价（万元）	149930	77926	32859	54400	47006	20013	19497	35220
工业炸药产能（万吨/年）	15.7	2.2+2.8		7.8	8	2.7	4.4	11.4
单吨对价（元/吨）	9550	17317		6974	6225	10589	4431	8582
备注		工业电子雷管许可产能			2,600 万			
		2670 万发/年，导爆管雷管			米工业导			
	海外炸药	许可产能 2000 万发/年，塑			爆索、			
	10 万吨	料导爆管许可产能 8000 万			3,000 万			
		米/年，工业导爆索许可产能			米塑料导			
		600 万米/年			爆管			

资料来源：公司公告，申万宏源研究

十四五末兵器集团民爆资产将全部注入，奥信化工及庆华民爆有望于 25 年并入体内。

根据特能集团和兵器工业集团承诺，在成为公司控股股东/实际控制人后的 60 个月内完成相关民爆资产注入程序，实现兵器工业集团民爆资产的整体上市。当前集团内部仍有奥信化工及庆华民爆等待注入。

奥信化工全球化优势明显。奥信化工是中国民爆产业国际化经营的开拓者和领先者，已初步完成全球产业布局，构建了全球化的炸药生产供应基地、区域销售中心和爆破服务网络，已在海外建成超过 20 万吨炸药产能，公司 2023 年净利润约 2.8 亿元。

表 10：奥信化工海外运营情况

公司/项目	地点	产能
中刚开发股份有限公司	刚果（金）	乳化炸药 4 万吨/年，铵油炸药 6.5 万吨/年
奥信苏丹工程服务有限公司	苏丹	采剥量 1500 万吨/年
澳大利亚 NSA 公司	澳大利亚	乳胶基质 4.2 万吨/年，成品乳化炸药 2600 吨/年
奥信几内亚矿业服务股份有限公司	几内亚	乳化炸药 6000 吨/年，铵油炸药 10000 吨/年，雷管 1000 万发/年
奥信津巴布韦矿业服务有限公司	津巴布韦	爆破量 1500 立方米/年
奥信北爆厄瓜多尔民爆股份有限公司	厄瓜多尔	乳化炸药 2 万吨/年
奥信矿业服务南非有限公司	南非	

奥信加纳矿业服务有限公司	加纳	
尼日利亚塞吉罗拉项目	尼日利亚	乳化炸药约 5500 吨/年
奥信发展印度尼西亚有限公司	印尼	乳化炸药约 3000 吨/年
塞拉利昂唐克里里铁矿穿爆工程项目	塞拉利昂	爆破方量 150 万方/年

资料来源：奥信化工官网，申万宏源研究

庆华民爆工业雷管布局领先。庆华民爆具有六十多年生产民爆器材的历史，是首批取得国防科工委核发生产许可证的企业。公司是国内工业雷管品种最齐全的企业，拥有工业雷管生产许可能力 1.09 亿发（其中电子雷管 6000 万发，地震勘探电雷管 800 万发，油气井用电雷管 200 万发，导爆管雷管 2950 万发，工业电雷管 950 万发，增雨防雹火箭弹 2 万发）。

表 11：兵器工业集团旗下待注入资产（万元）

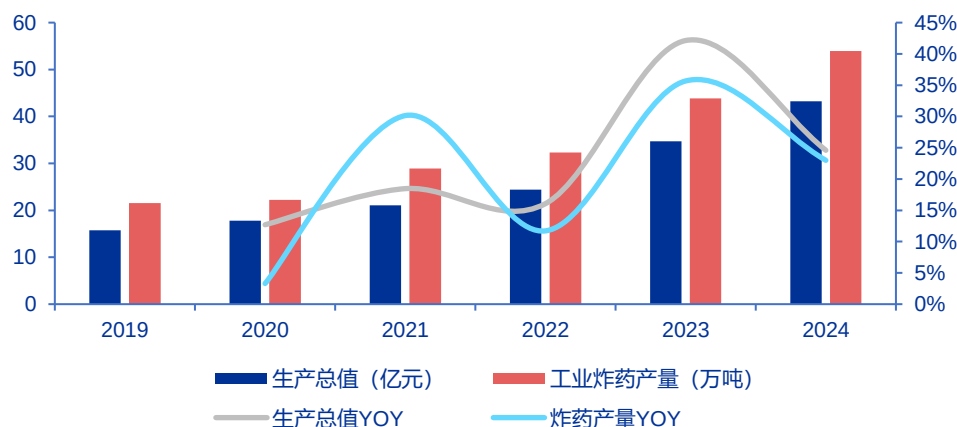
		2020	2021	2022	2023
奥信化工	总资产	169118	253628	324969	350157
	净资产	21297	108614	130522	156445
	营业收入	149757	152315	219291	303946
	净利润	2193	30197	17118	28392
庆华民爆	总资产	29623	66695	64023	69289
	净资产	15381	43606	39697	39829
	营业收入	22732	27300	36748	55515
	净利润	1415	27752	1749	3581

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 新疆区域优势显著，增量空间可期

根据前文分析，在逐步成为全国煤炭中心的过程中，新疆民爆市场大有可为。2019-2024 年，新疆民爆生产总值由 15.76 亿元增长至 43.24 亿元，CAGR 高达 22%，工业炸药产量由 21.52 万吨增长至 53.93 万吨，CAGR 高达 20%

图 37：新疆民爆产业发展迅速



资料来源：中爆协，申万宏源研究

新疆民爆市场具备更高的利润率。通过分析各上市公司不同区域子公司的净利率，可以发现新疆和内蒙等地的民爆业务具备超额利润。例如公司子公司新疆天河化工 2023 年净利率为 21%，远高于湖北、安徽、陕西、四川等地。

表 12：2023 年新疆和内蒙等地的民爆产业净利率更高（万元）

公司	子公司	营业收入	净利润	净利率
江南化工	新疆天河化工有限公司	100301	20907	21%
	湖北帅力化工有限公司	7010	890	13%
	安徽向科化工有限公司	17098	2044	12%
	陕西北方民爆集团有限公司	12503	1396	11%
	北方爆破科技有限公司	90345	8989	10%
	四川省南部永生化工有限责任公司	22959	2142	9%
	广西金建华民用爆破器材有限公司	23335	2167	9%
	山西江阳兴安民爆器材有限公司	28084	2410	9%
	安徽江南爆破工程有限公司	24897	1688	7%
易普力	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	174202	25524	15%
	葛洲坝易普力四川爆破工程有限公司	22148	1896	9%
	葛洲坝易普力广西威奇化工有限责任公司	20579	1530	7%
	易普力湘南（湖南）爆破器材有限责任公司	14299	341	2%
广东宏大	内蒙古日盛民爆集团有限公司	13954	3002	22%
	内蒙古吉安化工有限责任公司	35949	7135	20%
	宏大民爆集团有限公司	63792	7497	12%
	甘肃宏大民爆器材有限公司	18209	2010	11%
	宏大爆破工程集团有限责任公司	436347	37705	9%

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

公司新疆工业炸药产能国内第一。公司现有新疆区域工业炸药产能 20.75 万吨，相较国内同行具备明显优势。新疆天河为公司在新疆的主要运营主体，随着新疆煤炭开发的推进，预计天河化工业绩将持续向好。

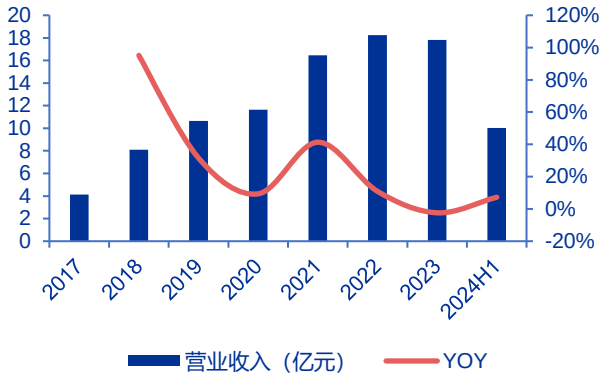
表 13：民爆企业工业炸药产能布局（万吨/年，截止 24 年 12 月）

所属集团	企业	企业属性	新疆	西藏	内蒙古
兵器集团	江南化工	中央国有企业	20.75		
广东省政府	广东宏大	地方国有企业	3.6	1.5	15.1
能建集团	易普力	中央国有企业	12.3	2.5	2.4
国资委	保利联合	中央国有企业	2	2.2	
	雅化集团	民营企业			2.9
西藏国资委	高争民爆	地方国有企业		2.2	
荆门国资委（拟变更为湖北国资）	凯龙股份	地方国有企业	6.01		

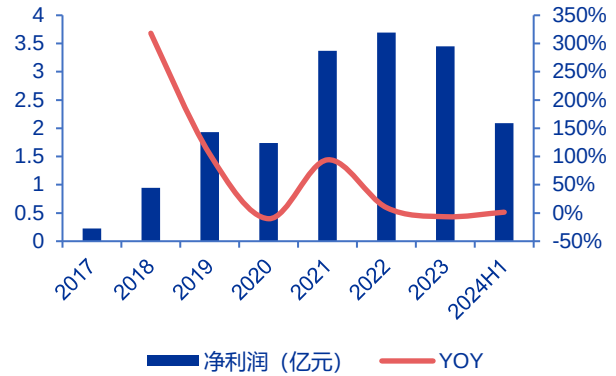
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 38：天河化工营业收入及 YOY

图 39：天河化工净利润及 YOY



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

假设新疆煤炭产量达到 10 亿吨, 对应民爆市场空间约 217 亿元。我们选取江南化工、易普力、以及一家新疆企业共三家主流具备新疆产能的企业, 通过相关新疆子公司的业绩表现, 对新疆民爆市场的增量市场进行测算。若未来新疆煤炭产量较 2023 年增长近一倍, 即达到 10 亿吨, 对应民爆增量市场约为 118 亿元。

表 14：新疆煤炭增量带动民爆空间测算

公司	子公司	2023 年营业收入 (亿元)	2023 年净利润 (亿元)	2023 年末新疆炸药产能 (万吨/年)	2023 年对应新疆炸药产量 (万吨, 假设 90%产能利用率)
江南化工	天河化工	17.8	3.4	17.0	
新疆一家主流企业	子公司 1	23.8	1.9	11.8	
	子公司 2	2.2	0.6		35.4
易普力	易普力新疆爆破	36.1	4.6	10.6	
合计		79.9	10.5	39.4	
2023 年新疆煤炭产量 (亿吨)				4.6	
2023 年新疆炸药产量 (万吨)				43.9	
2023 年新疆民爆市场空间 (亿元)				98.94	
2030 年新疆煤炭产量 (亿吨)				10	
2030 年新疆炸药产量 (万吨)				96.0	
2030 年新疆民爆市场空间 (亿元)				216.6	
新疆民爆增量空间 (亿元)				117.69	

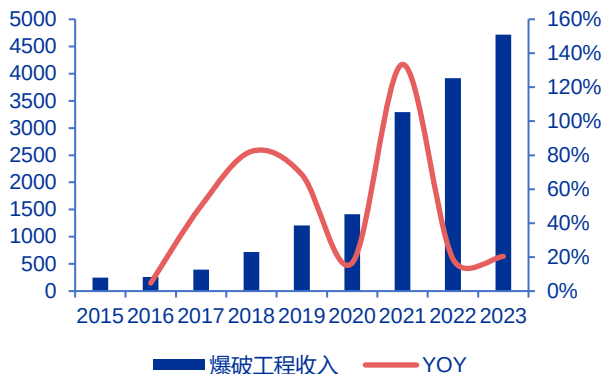
资料来源：各公司公告，申万宏源研究

3.3 双一级资质+混装比例提升，爆破服务持续成长

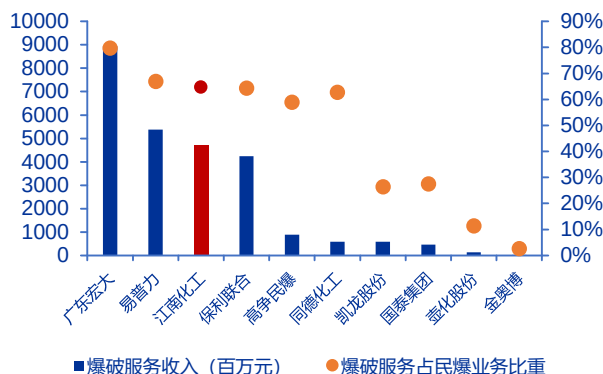
收并购持续推进叠加产能合理转移，公司爆破服务收入不断提升。2023 年公司爆破工程收入为 47.15 亿元，同比+20%，2015-2023 年 CAGR 达到 44%。无论是爆破服务收入绝对值，还是其在民爆业务中的占比，公司都已处于行业第一梯队。

图 40：公司爆破服务收入及 YOY (百万元)

图 41：2023 年各企业爆破服务收入及占比



资料来源: wind, 申万宏源研究



资料来源: 各公司公告, 申万宏源研究

公司拥有双一级资质，混装比例仍有较大提升空间。爆破服务与混装炸药相辅相成，混装炸药比例能够一定程度体现承接爆破服务订单的能力。公司当前混装炸药比例约 40%，并拥有“双一级”资质，但对比广东宏大、易普力等企业，公司混装炸药比例仍有较大提升空间，在炸药总产能行业领先的基础上，未来增量可期。

表 15: 公司混装炸药比例达标且拥有“双一级”资质

公司	公司属性	爆破作业单位许可证	矿山工程施工总承包
江南化工	中央国有企业	一级	一级
广东宏大	地方国有企业	一级	一级
易普力	中央国有企业	一级	一级
保利联合	中央国有企业	一级	一级
雅化集团	民营企业	一级	一级
凯龙股份	地方国有企业	一级	二级
国泰集团	地方国有企业	一级	二级
金奥博	民营企业	一级	
壶化股份	民营企业	一级	一级
同德化工	民营企业	一级	三级
高争民爆	地方国有企业	一级	一级

资料来源: wind, 各公司公告, 申万宏源研究

根据公司公告，2024 年新签矿服订单超百亿，相关项目服务年限在 1 年-13 年不等，支撑矿服业务中长期发展。

表 16: 2024 年公司新签或开始执行的爆破服务工程类合同情况 (亿元)

合同签订主体	项目(合同)名称	合同金额
安徽江南爆破工程	池州万隆矿业总承包项目	3.25
新疆天河爆破工程	新疆克州乌恰县乌拉根铅锌矿区露天爆破项目	1.4
新疆天河爆破工程	新疆拜城县阿尔格敏露天煤矿钻爆工程项目	3.25
新疆江阳工程爆破拆迁建设	伊吾广汇矿业白石湖露天煤矿爆破项目	3.1
新疆江阳工程爆破拆迁建设	疆纳兴盛露天煤矿爆破项目	1.1
北方矿业科技服务 (纳米比亚)	罗锌铀矿采矿一体化服务合同	53.59
陕西北方友邦爆破科技	佛坪抽水蓄能电站	1.03
安徽江南爆破工程	长九 (神山) 灰岩矿项目料场土方爆破服务工程	1.85
新疆中岩恒泰爆破工程	三塘湖矿区条湖三号井田火烧区治理工程钻爆施工	3.75
新疆天河爆破工程	齐克勒克煤矿火区灭火项目的工程施工爆破工程施工	.

北方爆破科技	神延煤炭西湾露天煤矿钻爆项目	4.64
广西金建华爆破工程	洞库项目	1.1
新疆中岩恒泰爆破工程	科尔克煤矿火区灭火工程剥离工程（一标段）	1.44
新疆天河爆破工程	温宿县博峰煤业有限公司博孜墩煤矿东井隐蔽致灾因素治理项目爆破工程施工	2.6
新疆中岩恒泰爆破工程	火烧云铅锌矿采矿工程爆破工程	1.65
北方矿业科技服务（纳米比亚）	纳米比亚湖山铀矿采矿工程爆破服务项目	1.3
其他		15.03
合计		101.8

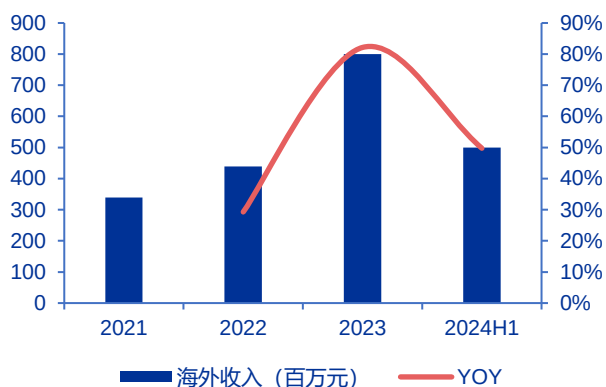
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.4 海外产能充沛，合作面广，富矿区布局深

全资子公司北方爆破是公司国际化经营的主要平台，北方爆破公司响应国家“走出去”战略，积极参与共建“一带一路”，先后在纳米比亚、刚果（金）设立子公司，承接爆破工程和采矿项目；参股蒙古 ET 公司，开展爆破业务；收购塞尔维亚 RUDEX 公司 60% 股份，进入欧洲民爆市场；在利比里亚和圭亚那设立项目部承包爆破业务；2023 年纳米比亚签订《罗辛铀矿采矿一体化项目服务合同》，合同金额 53.5879 亿元，期限 13 年。

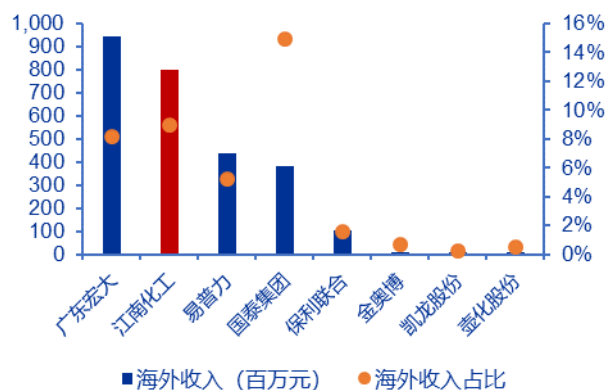
公司海外民爆产能充沛，收入规模位列行业第二。2024 年上半年公司实现海外收入 4.99 亿元，同比+50%，2021-2023 年 CAGR 亦高达 53%，在同行业上市公司中规模处于前列。2023 年公司海外收入占比仅为 9%，仍有较大成长空间。此外，北方民爆拥有海外炸药 10 万吨产能布局，后续拟注入资产奥信化工亦拥有超过 20 万吨海外炸药产能，较同行优势明显。

图 42：公司海外收入及 YOY



资料来源：wind，申万宏源研究

图 43：2023 年各企业海外收入及占比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

公司合作面较广，在纳米比亚和刚果（金）等富矿区布局较深。民爆企业往往跟随国内企业一同“出海”，公司与紫金矿业、中核集团、中广核铀业、中国电建等皆有合作，且随着紫金矿业成为公司第二大股东后，双方合作有望进一步加深。此外，公司在纳米比亚和刚果金等富矿区布局较早，合作较深，且主要体现在铀矿和铜矿等附加值较高的品种。

表 17：公司“一带一路”合作项目

公司	国家	项目/公告时间	合同额	金额/物品	一带一路项目	业主方
----	----	---------	-----	-------	--------	-----

长					
江南化工	蒙古	2024		新金斯特煤矿爆破项目	
				塔温陶勒盖煤矿项目	
	圭亚那	2023.02-2024.12	22 个月	1.88 亿元	奥罗拉金矿钻爆一体项目 紫金矿业
	塞尔维亚	2022		360 万欧元	收购塞尔维亚 EKSPLORIZI RUDEX 公司 60%股权
					地下铜矿爆破项目
	利比里亚	2022			铁矿钻爆项目
		2015			铜矿钻爆项目
	刚果金	2019-2021			科米卡矿业公司卡莫亚铜钴矿多个矿体开发项目
	纳米比亚	2024-2036	12 年	53.5879 亿元	罗辛采矿一体化 中核集团
		2022 中标	6 年	12.47 亿	湖山铀矿采矿一体化 中广核铀业
	缅甸	2011			蒙育瓦莱比塘铜矿 中国电建

资料来源：公司公告，公司官网，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

核心假设：1) 民爆产品生产及销售业务：收并购持续推进，炸药产能利用率提升，庆华民爆资产 2025 年内注入，预计增量主要在 26 年体现，硝酸铵高位回落后相对平稳，2024-26 年营业收入分别为 30.11、35.83、44.89 亿元，毛利率分别为 43%、44%、45%；**2) 爆破工程服务：**2025 年后收入保持 8%增长，奥信化工于 2025 年内注入，预计增量主要在 26 年体现，2024-26 年营业收入分别为 49.51、53.47、77.75 亿元，毛利率分别为 22%、22%、23%；**3) 新能源发电业务：**收入端保持 3%稳定增长，毛利率维持为 45%。

我们预测公司 2024-26 年收入分别为 95/106/139 亿元，归母净利润分别为 9.70/11.61/15.58 亿元，对应增速分别为 26%/20%/34%，EPS 分别为 0.37/0.44/0.59 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 26%。

表 18：公司收入和盈利预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8895	9549	10564	13947
同比增长率	26%	7%	11%	32%
毛利润（百万元）	2622	2931	3298	4355
毛利率	29%	31%	31%	31%
民爆产品生产及销售业务				
营业收入（百万元）	2571	3011	3583	4489
毛利润（百万元）	1017	1309	1572	2001
毛利率	40%	43%	44%	45%
爆破工程服务				
营业收入（百万元）	4715	4951	5347	7775
毛利润（百万元）				

毛利率	22%	22%	22%	23%
新能源发电业务				
营业收入（百万元）	877	833	858	883
毛利润（百万元）	396	375	386	398
毛利率	45%	45%	45%	45%

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 可比公司估值

我们选取的可比公司包括民爆炸药与爆破服务同行**易普力**、**广东宏大**，以及**国泰集团**。

公司 2025 年 PE 约 13 倍，低于可比公司平均 PE 20 倍，单吨炸药对应市值仅 2.38 万元，低于同行平均 4.02 万元。考虑到公司工业炸药规模优势显著，兵器工业集团资产持续注入，新疆区域优势明显，出海打开远期空间，我们首次覆盖，并给予“增持”评级。

表 19：可比公司估值

股票代码	简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)				PE			吨炸药对应市 值 (万元/吨)
				2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
002096.SZ	易普力	144	11.64	0.56	0.58	0.71	0.86	20	16	14	2.77
002683.SZ	广东宏大	232	30.51	0.96	1.14	1.33	1.55	27	23	20	4.35
603977.SH	国泰集团	86	13.88	0.49	0.53	0.64	0.81	26	22	17	4.96
平均								24	20	17	4.02
002226.SZ	江南化工	156	5.88	0.29	0.37	0.44	0.59	16	13	10	2.38

资料来源：Wind，申万宏源研究*数据取自 2025/3/13，广东宏大和国泰集团为 wind 一致盈利预测，炸药产能取自 2024 半年报

5. 风险提示

1) 原材料价格波动风险。原材料成本是民爆物品生产成本的主要构成部分，若原材料价格发生大幅波动，将可能影响公司的盈利水平。

2) 下游采矿业、基建等需求不及预期。民爆行业对采矿业、基础设施建设等行业的依赖性较强，若下游需求增速回落，对民爆物品的整体需求也将降低，可能对公司的生产经营造成不利影响。

3) 安全生产风险。公司在民爆物品生产、储存、运输以及工程施工等业务环节中，均面临一定的安全生产风险。若由于安全风险控制不当引发安全事故，会给企业的正常生产经营带来不利影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,043	8,895	9,549	10,564	13,947
营业收入	7,043	8,895	9,549	10,564	13,947
营业总成本	6,095	7,626	8,063	8,813	11,571
营业成本	5,024	6,273	6,619	7,267	9,593
税金及附加	61	71	77	85	112
销售费用	99	134	143	158	209
管理费用	586	775	821	898	1,172
研发费用	176	228	286	317	418
财务费用	149	144	117	88	67
其他收益	37	56	50	50	50
投资收益	21	11	22	32	42
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	52	-58	0	0	0
信用减值损失	-47	-37	-50	-30	-20
资产减值损失	-137	-44	0	0	0
资产处置收益	-2	15	0	0	0
营业利润	872	1,211	1,509	1,803	2,449
营业外收支	-5	20	0	0	0
利润总额	867	1,231	1,509	1,803	2,449
所得税	247	231	297	354	481
净利润	621	1,000	1,211	1,449	1,967
少数股东损益	168	226	241	288	409
归母净利润	452	773	970	1,161	1,558

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	621	1,000	1,211	1,449	1,967
加：折旧摊销减值	767	737	724	719	719
财务费用	161	156	117	88	67
非经营损失	-65	34	-22	-32	-42
营运资本变动	-61	-785	4	152	349
其它	47	4	-50	-30	-20
经营活动现金流	1,469	1,145	1,984	2,347	3,041
资本开支	588	736	200	150	100
其它投资现金流	-51	55	80	90	100
投资活动现金流	-639	-681	-120	-60	0
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	43	757	-758	771	771
支付股利、利息	457	424	271	283	299
其它融资现金流	-133	-1,246	-53	0	0
融资活动现金流	-547	-913	-1,082	488	472
净现金流	324	-442	781	2,774	3,512

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,437	7,603	8,359	11,138	14,809
现金及等价物	2,735	2,226	2,950	5,667	9,121
应收款项	3,872	4,512	4,512	4,512	4,512
存货净额	530	587	620	682	899
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	301	278	278	278	278
长期投资	142	106	106	106	106
固定资产	6,841	6,833	6,359	5,820	5,221
无形资产及其他资产	2,167	2,207	2,207	2,207	2,207
资产总计	16,587	16,749	17,032	19,271	22,343
流动负债	3,043	4,184	2,692	2,906	3,472
短期借款	916	2,036	507	507	507
应付款项	1,469	1,592	1,629	1,843	2,409
其它流动负债	658	556	556	556	556
非流动负债	3,407	2,699	3,470	4,240	5,011
负债合计	6,450	6,883	6,161	7,146	8,483
股本	2,649	2,649	2,649	2,649	2,649
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,795	1,828	1,828	1,828	1,828
其他综合收益	-7	15	15	15	15
盈余公积	290	317	350	390	443
未分配利润	3,267	3,853	4,636	5,563	6,836
少数股东权益	1,091	1,151	1,392	1,680	2,089
股东权益	10,137	9,866	10,870	12,125	13,860
负债和股东权益合计	16,587	16,749	17,032	19,271	22,343

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.29	0.37	0.44	0.59
每股经营现金流	0.58	0.43	0.75	0.89	1.15
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.07	0.09
每股净资产	3.42	3.29	3.58	3.94	4.44
关键运营指标(%)					
ROIC	6.4	9.0	10.9	13.5	19.6
ROE	5.3	8.9	10.2	11.1	13.2
毛利率	28.1	29.5	30.7	31.2	31.2
EBITDA Margin	21.3	22.8	24.1	24.4	23.0
EBIT Margin	13.5	15.5	17.0	17.9	18.0
营业总收入同比增长	20.6	13.8	7.4	10.6	32.0
归母净利润同比增长	-54.5	61.5	25.5	19.6	34.2
资产负债率	38.9	41.1	36.2	37.1	38.0
净资产周转率	0.86	1.02	1.01	1.01	1.18
总资产周转率	0.47	0.53	0.56	0.55	0.62
有效税率	28.3	19.0	20.0	20.0	20.0
股息率	0.0	0.0	1.0	1.2	1.5
估值指标(倍)					
P/E	32.5	20.2	16.1	13.4	10.0
P/B	1.7	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/Sale	2.7	2.4	2.2	2.1	1.7
EV/EBITDA	12.6	10.6	9.1	8.5	7.2
股本	2,649	2,649	2,649	2,649	2,649

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。