

2025年03月31日

雪峰科技 (603227.SH)

投资评级：买入（首次）

——民爆产能有望开启大增长时代

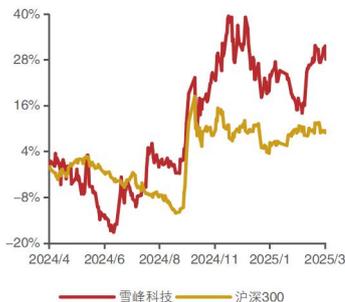
证券分析师

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

联系人

林高凡
lingaofan@huayuanstock.com
唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025年03月28日

收盘价(元)	9.00
一年内最高/最低(元)	10.29/5.96
总市值(百万元)	9,645.23
流通市值(百万元)	8,766.68
总股本(百万股)	1,071.69
资产负债率(%)	28.57
每股净资产(元/股)	4.52

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **宏大入主，老牌新疆民爆领军者正焕发新生。**公司主营专注民爆行业，系新疆区域内的领军者，典型国有企业。近年来，公司从主营结构到股东结构均经历了大刀阔斧的变革，正焕发新生。一方面，2022年末，公司全资收购玉象胡杨，完成“民爆+能化”双轮驱动布局；另一方面，广东宏大正式入主，雪峰或将开启民爆产能大增长时代。
- **新疆坐拥民爆最强区域 α ，边际弹性可期。**民爆属于危险品，运输成本较高，故供需格局普遍“划地为王”，新疆区域炸药下游需求主要来自煤矿开采，近年来受益于“疆煤外送”+“疆电外送”+“煤化工大发展”，当地民爆需求增速领跑全国，区域产能呈现供不应求。2018-2024年新疆民爆生产总值和工业炸药产量的复合增速分别为22%和20%。2024年在民爆行业总体缩量下行的背景下新疆地区民爆继续逆势增长，实现生产总值43.24亿，排名上升至全国第一，同比增速达到24.60%。我们预计炸药需求仍将大阔步提速，公司坐拥最强区域 α ，或将“坐享”区域成长红利。
- **广东宏大入主将开启雪峰民爆产能大发展时代。**公司系新疆区域内的领军者，但过去几年因谋求股权结构优化，在行业集中度大幅提升背景下产能扩张较慢，未能充分享受区域发展红利。截至2024年底公司工业炸药产能11.75万吨，约占新疆总产能22%。当下，随着宏大入主公司，雪峰有望开启民爆产能大增长时代：一方面，因涉及同业竞争，宏大承诺五年内向雪峰注入全部民爆资产，并将从疆外转移民爆产能入疆，建设混装地面生产线（截至2024年底宏大工业炸药产能58万吨）。另一方面，宏大历史并购整合经验丰富，战略执行力强，随着重组后宏大文化的融合，我们判断，雪峰通过自身收购的集中度提升速度也有望复制宏大基因，全面提速，后续产能规模有望不断提升。
- **化工业务下限保障炸药上游供给，上限提供高弹性盈利期权。**公司化工业务主要依托全资子公司玉象胡杨，其系西北地区三聚氰胺、复合肥生产领军企业，也是新疆唯一可自主生产销售硝酸铵、硝基复合肥的企业。截至2024年底，预计公司拥有尿素、三聚氰胺、硝酸铵、硝基复合肥、LNG的产能分别为60、21、66、90、24万吨。我们认为，公司化工业务下限可保障炸药上游供给，上限提供未来潜在盈利期权，业绩潜力大：1) 硝酸铵是炸药主要原材料之一，把控硝酸铵供给将加强公司民爆业务一体化优势并提供原材料保供能力。未来随着疆内炸药产量的继续增加，公司硝酸铵产能利用率或将不断提升，盈利能力有望进一步增强；2) 目前，新疆三聚氰胺主流市场价格5170元/吨，而2021年最高价曾接近2万元/吨；尿素价格也从2022年高位回落近53%。后续随着周期回暖复苏，潜在业绩想象力较大。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为7.36、7.94、9.36亿元，对应3月28日股价PE为13、12、10倍，选取广东宏大、易普力、国泰集团、新洋丰、华鲁恒升、广汇能源作为可比公司，可比公司25年平均PE 14倍，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示：新疆煤炭增产不及预期；新疆民爆产能过度增长；市场竞争加剧**

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,903	7,021	6,255	6,694	7,516
同比增长率(%)	23.96%	1.72%	-10.91%	7.01%	12.29%
归母净利润(百万元)	666	854	736	794	936
同比增长率(%)	50.26%	28.19%	-13.73%	7.88%	17.89%
每股收益(元/股)	0.62	0.80	0.69	0.74	0.87
ROE(%)	20.21%	19.03%	14.56%	14.00%	14.63%
市盈率(P/E)	14.49	11.30	13.10	12.14	10.30

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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	890	1,594	2,041	2,550
应收票据及账款	1,359	1,458	1,560	1,751
预付账款	174	302	323	363
其他应收款	70	64	68	77
存货	505	571	611	679
其他流动资产	73	80	86	97
流动资产总计	3,071	4,070	4,690	5,516
长期股权投资	42	54	67	80
固定资产	3,490	3,228	3,045	2,934
在建工程	26	232	604	893
无形资产	572	566	570	563
长期待摊费用	16	8	0	0
其他非流动资产	437	433	417	412
非流动资产合计	4,582	4,521	4,703	4,882
资产总计	7,653	8,591	9,393	10,399
短期借款	414	414	414	414
应付票据及账款	728	702	751	835
其他流动负债	541	877	938	1,045
流动负债合计	1,683	1,993	2,103	2,293
长期借款	337	309	294	274
其他非流动负债	290	290	290	290
非流动负债合计	628	600	584	565
负债合计	2,311	2,593	2,687	2,858
股本	1,072	1,072	1,072	1,072
资本公积	1,574	1,574	1,574	1,574
留存收益	1,840	2,412	3,029	3,756
归属母公司权益	4,486	5,058	5,675	6,402
少数股东权益	856	941	1,032	1,139
股东权益合计	5,342	5,998	6,706	7,541
负债和股东权益合计	7,653	8,591	9,393	10,399

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	951	768	833	991
折旧与摊销	354	344	351	354
财务费用	31	28	24	20
投资损失	-22	-22	-22	-22
营运资金变动	-298	15	-64	-128
其他经营现金流	73	61	62	62
经营性现金净流量	1,089	1,194	1,183	1,276
投资性现金净流量	-176	-269	-519	-519
筹资性现金净流量	-1,211	-221	-217	-249
现金流量净额	-296	704	447	508

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,021	6,255	6,694	7,516
营业成本	5,377	4,800	5,132	5,703
税金及附加	53	47	50	56
销售费用	44	41	44	50
管理费用	348	338	361	406
研发费用	31	28	29	33
财务费用	31	28	24	20
资产减值损失	-20	-17	-17	-18
信用减值损失	-17	-15	-15	-15
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	22	22	22	22
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	2	3	3	3
其他收益	40	39	39	39
营业利润	1,165	1,006	1,085	1,279
营业外收入	11	10	10	10
营业外支出	10	10	10	10
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,166	1,006	1,085	1,279
所得税	215	185	200	235
净利润	951	821	885	1,044
少数股东损益	98	84	91	107
归属母公司股东净利润	854	736	794	936
EPS(元)	0.80	0.69	0.74	0.87

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	1.72%	-10.91%	7.01%	12.29%
营业利润增长率	-22.41%	-13.64%	7.88%	17.89%
归母净利润增长率	28.19%	-13.73%	7.88%	17.89%
经营现金流增长率	0.43%	9.64%	-0.91%	7.89%
盈利能力				
毛利率	23.42%	23.27%	23.33%	24.12%
净利率	13.55%	13.12%	13.23%	13.89%
ROE	19.03%	14.56%	14.00%	14.63%
ROA	11.15%	8.57%	8.46%	9.01%
估值倍数				
P/E	11.30	13.10	12.14	10.30
P/S	1.37	1.54	1.44	1.28
P/B	2.15	1.91	1.70	1.51
股息率	2.78%	1.70%	1.84%	2.17%
EV/EBITDA	6	8	8	7

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（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。