



江南化工 (002226.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

“内需+出海”双轮驱动，兵器工业集团民爆核心平台成长可期

投资逻辑：

供给侧：“政策+资质”构成核心壁垒，公司炸药产能优势凸显。

①政策与资质端对民爆供给侧严格约束：除对重组整合、拆线撤点减证等给予支持政策外，原则上不新增过剩品种的民爆物品许可产能。截至2024年，公司工业炸药许可产能为76.55万吨，处于行业第一梯队。此外，我国对民爆物品的生产、销售、购买、运输和爆破作业实行许可证制度，构成行业资质壁垒。

②行业集中度持续提升：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》从减少民爆生产企业数量以及提升前10家民爆企业生产总产值占比两个方面提出预期性指标。2024年前20家民爆生产企业生产总产值占比约为83.2%，2010年仅为42.6%，同时行业兼并重组持续推进，行业集中度有望继续提升。

内需：2023年用于煤炭、金属和非金属矿山开采的炸药量占炸药总销量的74.8%；其中用于煤炭开采占比30.4%、金属矿山占24.7%，非金属矿山占19.7%。根据中爆协，2024年新疆地区工业炸药销量为53.82万吨，同比增长22.53%，2019-2024年年均复合增长率为20%。截至2024年11月末，公司在新疆区域拥有工业炸药生产许可能力20.75万吨（含新收购的陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆区域拥有的2万吨工业炸药生产许可能力）。

出海：公司国际化布局已辐射纳米比亚、刚果（金）、蒙古等亚、非、拉、欧国家，24年实现境外营收10.23亿元，同比增长28%。此外，奥信化工和庆华民爆有望在25年注入公司，其中奥信化工具备丰富的海外民爆项目运营经验，海外现有炸药产能接近20万吨（包括乳胶基质产能），24年分别实现营收和净利润32.22/4.10亿元，若奥信化工顺利注入公司将进一步提升公司海外运营能力。

盈利预测、估值和评级：

暂不考虑后续资产注入的情况下，预计25-27年公司实现营业收入105.49、116.91、128.64亿元，同比+11.26%、+10.83%、+10.04%；实现归母净利润10.31、11.94、13.80亿元，同比+15.71%、+15.86%、+15.50%，对应EPS为0.39、0.45、0.52元/股，给予公司25年18倍PE，目标价7.01元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

下游需求不及预期；原材料价格波动；安全生产风险；地缘政治风险。

国金证券研究所

分析师：陈屹（执业S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：李阳（执业S1130524120003）

liyanyang10@gjzq.com.cn

市价（人民币）：5.72元

目标价（人民币）：7.01元



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,895	9,481	10,549	11,691	12,864
营业收入增长率	26.29%	6.59%	11.26%	10.83%	10.04%
归母净利润(百万元)	773	891	1,031	1,194	1,380
归母净利润增长率	70.96%	15.26%	15.71%	15.86%	15.50%
摊薄每股收益(元)	0.292	0.336	0.389	0.451	0.521
每股经营性现金流净额	0.43	0.41	0.78	0.88	0.93
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.87%	9.42%	10.11%	10.73%	11.30%
P/E	15.01	16.11	14.70	12.69	10.98
P/B	1.33	1.52	1.49	1.36	1.24

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、从供给侧角度，为何看好民爆行业和江南化工？	4
1.1、壁垒高筑：“政策+资质”构成核心行业壁垒，产业升级转型与一体化发展趋势已定	4
1.2、格局向好：头部企业兼并收购加速，行业集中度持续提升	7
1.3、江南化工：炸药产能位于行业第一梯队，爆破服务收入持续增长	8
二、从内需角度，为何看好新疆民爆市场与江南化工？	10
2.1、区域需求分化明显，疆煤产量持续增长有效拉动新疆民爆需求	10
2.2、江南化工：疆内炸药产能优势明显，有望充分受益需求增长	13
三、从出海角度，为何看好江南化工？	14
3.1、北方爆破持续加强出海布局，公司海外营收高速增长	14
3.2、兵器集团优质资产或将注入，有望赋能公司加速出海布局	15
四、盈利预测与投资建议	17
4.1、盈利预测	17
4.2、投资建议与估值	18
五、风险提示	19

图表目录

图表 1：政策端对民爆供给侧形成严格约束	4
图表 2：政策端引导民爆企业实现科研、生产、销售、爆破服务“一体化”发展模式	5
图表 3：政策端对于工业炸药与雷管的转型升级提出明确要求	5
图表 4：民爆行业从生产到终端爆破作业全流程均受到有关部门监管	6
图表 5：不同等级营业性爆破作业单位资质对于企业的资产、项目经验等方面要求具有明显区别	6
图表 6：矿山工程施工总承包不同级别资质标准承包工程范围	7
图表 7：近年来国内民爆企业兼并收购持续加速	8
图表 8：行业前 20 家生产企业的生产总值占比持续提升	8
图表 9：24 年民爆行业生产企业 CR6 约为 46%	8
图表 10：近年来公司营业收入（亿元）实现持续增长	9
图表 11：24 年公司归母净利润同比增长 15%	9
图表 12：公司扣非归母净利润稳步提升	9
图表 13：公司民爆相关业务盈利能力相对稳定	9
图表 14：2024 年公司爆破工程服务营收占比超过 50%	10
图表 15：近年来公司爆破服务收入（亿元）持续增长	10
图表 16：公司工业炸药许可产能（万吨）持续增长	10
图表 17：公司工业炸药产能行业领先（截至 1H2024）	10



图表 18:	24 年民爆生产企业生产总值同比下降 4%.....	11
图表 19:	24 年民爆生产企业利润总额同比增长 13%.....	11
图表 20:	24 年民爆生产企业工业炸药产量同比下降 2%.....	11
图表 21:	22 年下半年开始国内硝酸铵价格进入下行区间.....	11
图表 22:	新疆原煤产量增速显著高于国内原煤产量增速.....	11
图表 23:	新疆工业炸药销量（万吨）持续提升.....	11
图表 24:	2024 年新疆地区民爆生产销售总值同比分别+24.60%/+21.79%.....	12
图表 25:	25-26 年预计新疆新增煤矿产能 5580 万吨，集中于准东、伊犁煤田.....	13
图表 26:	长期看未来新疆新增产能主要集中于吐哈、准东等疆北区域.....	13
图表 27:	疆内主要民爆企业工业炸药产能布局（不完全统计）.....	13
图表 28:	24 年江南化工新签或开始执行的重大工程施工类日常经营合同中新疆地区项目金额合计约为 20 亿元.....	14
图表 29:	“一带一路”沿线重要固体矿产资源储量、产量、消费量占全球比重较高.....	14
图表 30:	公司境外营收（亿元）持续高速增长.....	15
图表 31:	奥信化工海外业务布局主要集中在非洲、澳大利亚等地.....	15
图表 32:	近年来奥信化工营收持续增长.....	16
图表 33:	2024 年奥信化工净利润同比增长 44%.....	16
图表 34:	2024 年庆华民爆实现净利润约 3663 万元.....	17
图表 35:	公司分业务盈利预测.....	18
图表 36:	可比公司估值.....	19



一、从供给侧角度，为何看好民爆行业和江南化工？

1.1、壁垒高筑：“政策+资质”构成核心行业壁垒，产业升级转型与一体化发展趋势已定

政策壁垒：民爆行业供给侧受严格约束，产业升级与一体化趋势利好头部企业

- ✓ 严控新增产能但支持跨区域调整：工信部在 2018 年发布的《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》中明确提出，除部分特殊情况外原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能，但对于实质性重组整合其他企业的，支持其在总产能不变的前提下，根据市场需求跨区域调整产能和在工业炸药不同品种间进行产能转换。政策端对于供给侧的严格限制从根源上避免了民爆物品产能的无序扩张，有效避免了行业发生过度的“内卷式”竞争。同时通过鼓励龙头企业实施兼并重组，支持在总产能不变的前提下，根据市场需求跨区域调整产能和在工业炸药不同品种间进行产能转换，为区域市场需求分化提供调整空间的同时利好龙头企业持续扩大市场份额。

图表1：政策端对民爆供给侧形成严格约束

发布时间	政策文件	相关内容
2018年11月	《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》	<p>(1) 年产 10000 吨及以下的低水平工业炸药生产线应进行合并升级改造，或将其产能转换为现场混装炸药生产能力。对实施重组整合并拆除生产线、撤销生产厂点的企业，结合市场需求给予一定的现场混装炸药产能支持。采取精准有效措施，扶持具有较强创新能力、生产社会急需新型产品的“小精尖”企业发展。除上述情况外，原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能。</p> <p>(2) 鼓励龙头骨干企业兼并重组处于停产半停产、连年亏损、安全投入不足等生存状态恶化的企业并对其实施并线或技术改造。对于实质性重组整合其他企业的，支持其在总产能不变的前提下，根据市场需求跨区域调整产能和在工业炸药不同品种间进行产能转换。</p>
2021年11月	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	<p>统筹考虑市场、安全、环境、政策等要素，优化民爆产能规划布局。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。鼓励各地遵循统筹规划、合理布局原则，引导企业（集团）按照市场需求，调整产能布局，使区域市场供需趋于平衡。</p>

来源：工信部，国金证券研究所

- ✓ 鼓励一体化发展，推动民爆企业向生产服务型转型。民爆一体化发展具有本质安全水平高、促进全产业链提质增效等优点，也是国际民爆行业技术和经营模式发展的方向。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》已经明确“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”。但爆破服务作为“一体化”发展模式的重要环节具备较高的技术壁垒，同时民爆企业品牌影响力以及过往项目经验据均为招标方的考虑因素，因此具备较强爆破服务能力的头部企业在行业一体化发展的趋势中更加具备竞争优势。



图表2: 政策端引导民爆企业实现科研、生产、销售、爆破服务“一体化”发展模式

发布时间	政策文件	具体内容
2016年10月	《民用爆炸物品行业发展规划（2016—2020年）》	推动民爆生产、爆破服务与矿产资源开采、基础设施建设等有机衔接，推进生产、销售、爆破作业一体化服务，鼓励民爆企业延伸产业链，完善一体化运行机制，提升一体化运作水平。引导民爆销售企业充分利用良好的仓储、运输、配送能力，积极与上下游企业整合，提高服务能力，开创新的服务模式。
2021年11月	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	推动企业转型。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。
2025年2月	《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》	积极推动科研、生产、销售、爆破服务“一体化”发展模式。鼓励撤点并线，推动实现集约高效生产。

来源：工信部，国金证券研究所

- ✓ 产业结构升级转型要求明确，混装炸药占比要求持续提升。现场混装炸药是指由装载非爆炸性质基质和添加剂的混装炸药车在爆破现场实现炸药组分的现场混合，炸药基质的制备、运输和使用高度安全，尤其适合露天深孔爆破作业。现场混装炸药方式实现了工业炸药在爆破现场供应，省去了传统工业炸药存在的运输、储存等诸多流通环节，具有安全、方便、快捷、低成本等众多优势。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》明确提出了到2025年实现企业现场混装炸药许可产能占比在35%及以上的约束性预期指标。现场混装炸药对于具备较强爆破服务能力的头部企业适配性较高，并且由于现场混装炸药产能配套地面站以及现场混装车，需要一定的资金投入，因此混装炸药比例要求提升对于具备一体化服务能力且资金实力相对雄厚的头部企业更为有利。

图表3: 政策端对于工业炸药与雷管的转型升级提出明确要求

发布时间	政策文件	相关内容
2018年11月	《关于推进民爆行业高质量发展的意见》	鼓励现场混装炸药生产方式，化解包装炸药产能过剩。通过推广现场混装炸药生产方式，特别是井下现场混装生产方式，化解包装炸药过剩产能。企业（集团）现场混装炸药许可产能占比应达到本企业工业炸药生产许可产能总量的30%；不足30%的，可将包装炸药许可产能转换为现场混装炸药许可产能，或核减差额部分50%的包装炸药许可产能。
2021年11月	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	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，并明确提出了到2025年实现企业现场混装炸药许可产能占比在35%及以上的约束性预期指标。
2025年3月	《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》	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。鼓励撤点并线，推动实现集约高效生产。优化产能许可管理措施，动态调整电子雷管产能，支持高品质、高附加值产品应用。

来源：工信部，国金证券研究所



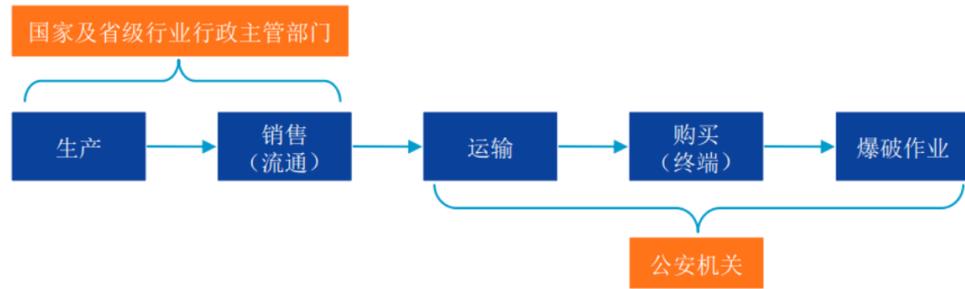
资质壁垒：民爆全产业链监管严格，生产和爆破服务资质构成进入行业的核心壁垒

国家严格限制审批新的民爆器材生产企业，严格的准入制度和安全管理要求是进入民爆行业的主要障碍。根据南岭民爆公司公告，我国对民爆物品的生产、销售、购买、运输和爆破作业实行许可证制度，所有流程都由主管部门严格监管，形成了该行业的资质壁垒。未经许可，任何单位或者个人不得生产、销售、购买、运输民爆物品，不得从事爆破作业。

根据《民用爆炸物品安全管理条例》以及《民用爆炸物品生产许可实施办法》等有关规定：

- ①生产：从事民用爆炸物品生产的企业在取得经民爆行业主管部门核发的《民用爆炸物品生产许可证》后方可按照核定的品种和产量进行生产，《民用爆炸物品生产许可证》有效期为3年。有效期届满需要继续从事民用爆炸物品生产的，应当在有效期届满前3个月向工业和信息化部申请延续，并提交相关材料。
- ②销售：从事民用爆炸物品销售的企业在取得所在省、自治区、直辖市人民政府民爆行业主管部门核发的《民用爆炸物品销售许可证》后方可销售民用爆炸物品，民用爆炸物品生产企业凭《民用爆炸物品生产许可证》，可以销售本企业生产的民用爆炸物品；
- ③运输：运输民用爆炸物品的企业需取得公安机关核发的《民用爆炸物品运输许可证》后方可按照许可的品种、数量运输；
- ④爆破作业：从事爆破作业的单位在取得公安机关核发的《爆破作业单位许可证》后方可按照其资质等级承接爆破作业项目。

图表4：民爆行业从生产到终端爆破作业全流程均受到有关部门监管



来源：壹化股份招股书，国金证券研究所

爆破服务资质要求较为严格，利好头部企业扩大领先优势。不同于民用爆炸物品生产许可的申请，爆破服务作为民爆企业一体化的核心环节对于企业在资产实力、项目经验、人员配置等方面都提出了更为严格的要求。例如对于矿山总承包资质而言，不同的资质标准可承接的工程范围具备显著差异，这从根本上决定了具备一级资质的头部企业具备承接各项大型项目工程的资格，而中小型企业竞争力较弱，因此对于爆破服务而言，严格的资质要求形成了行业的天然壁垒，进而有利于头部企业扩大优势，提升行业集中度。

图表5：不同等级营业性爆破作业单位资质对于企业的资产、项目经验等方面要求具有明显区别

标准	一级资质	二级资质	三级资质	四级资质
资产	b) 注册资金2000万元以上，净资产不低于2000万元，其中爆破施工机械及检测、测量设备净值不少于1000万元；	b) 注册资金1000万元以上，净资产不低于1000万元，其中爆破施工机械及检测、测量设备净值不少于500万元；	b) 注册资金300万元以上，净资产不低于300万元，其中爆破施工机械及检测、测量设备净值不少于150万元；	b) 注册资金100万元以上，净资产不低于100万元，其中爆破施工机械及检测、测量设备净值不少于50万元；
项目经验	c) 近3年承担过的A级爆破作业项目的设计施工不少于10项，或B级及以上爆破作业项目的设计施工不少于20项，工程质量达到设计要求，未发生重大及以上爆破作业责任事故；	c) 近3年承担过的B级及以上爆破作业项目的设计施工不少于10项，或C级及以上爆破作业项目的设计施工不少于20项，工程质量达到设计要求，未发生重大及以上爆破作业责任事故；	c) 近3年承担过的C级及以上爆破作业项目的设计施工不少于10项，或D级及以上爆破作业项目的设计施工不少于20项，工程质量达到设计要求，未发生重大及以上爆破作业责任事故；	-

来源：《爆破作业单位资质条件和管理要求》，国金证券研究所



图表6: 矿山工程施工总承包不同级别资质标准承包工程范围

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	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、石英矿或 40 万吨/年以上石灰石矿等建材矿山工程。	-
承包工程范围	可承担各类矿山工程的施工	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	可承担下列矿山工程(不含矿山特殊法施工工程)的施工:(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

来源:《建筑业企业资质标准》, 国金证券研究所

1.2、格局向好: 头部企业兼并收购加速, 行业集中度持续提升

《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》从三个维度针对民爆行业的未来的发展格局提出明确指引, 在政策引导下行业整合与兼并收购加速推进:

- ✓ 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, 支持民爆企业联优并强。
- ✓ 结构调整取得新成效: 产业集中度持续提高, 企业数量进一步减少, 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(集团)。
- ✓ 市场集中度进一步提升: 提出“到 2025 年民爆行业生产企业(集团)数量由 2020 年的 76 家下降至 50 家及以下”、“到 2025 年排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比由 49%提升至 60%及以上”两项预期性指标。



图表7：近年来国内民爆企业兼并收购持续加速

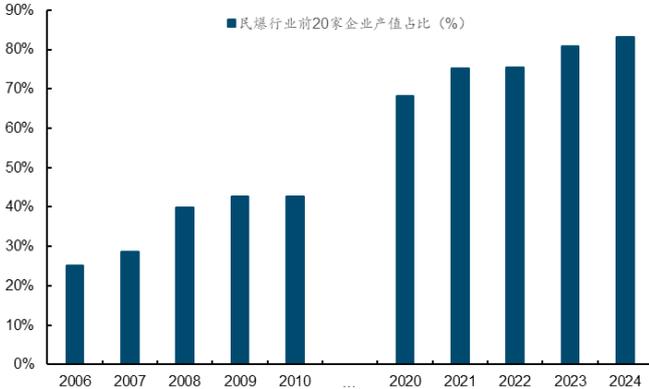
收购方	公告时间	(拟) 收购标的	股权占比 (%)	收购价格 (亿元)	许可产能 (万吨)
广东宏大	2020-11	日盛民爆	51%	2.55	6.4
	2021-03	吉安化工	46.1746%	6.93	8.5
	2021-05	兴安民爆	51%	1.70	4.7
	2024-07	雪峰科技	21%	22.05	11.75
	2024-09	盛世普天	51%	1.53	4.5
江南化工	2023-03	北方民爆	100%	5.44	7.8
	2023-04	江兴民爆	94.39%	4.70	8
	2023-12	朝阳红山	70%	2.00	2.7
	2024-10	红旗民爆	35.9721%	3.52	11.4
壶化股份	2021-02	全盛化工	51%	1.02	2
	2025-01	天宁化工*	98.699963%	3.63	3.6
易普力	2025-03	松光民爆*	51%	3.16	6
凯龙股份	2025-03	东神天神*	51%	1.81	-

来源：各公司公告，国金证券研究所 注：上表部分收购(*)尚处于公告拟收购阶段，具体最新进展以各公司公告为准。

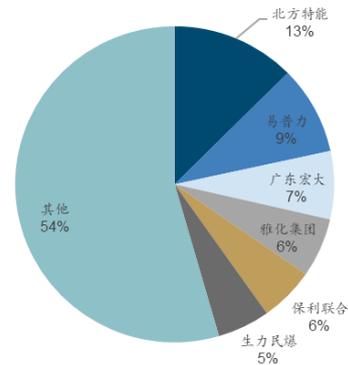
在政策的长期引导下，我国民爆行业集中度持续提升。根据工信部以及中国爆破器材行业协会数据，2006年排名前20家生产企业的生产总值占全行业总产值比例仅有25.1%，2010年提升至42.6%，而2024年已提升至83.2%。与此同时，2024年民爆行业生产企业CR6约为46%，其中北方特能、易普力、广东宏大市占率较为领先。

图表8：行业前20家生产企业的生产总值占比持续提升

图表9：24年民爆行业生产企业CR6约为46%



来源：工信部，中国爆破器材行业协会，国金证券研究所



来源：中国爆破器材行业协会，国金证券研究所

1.3、江南化工：炸药产能位于行业第一梯队，爆破服务收入持续增长

公司是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。

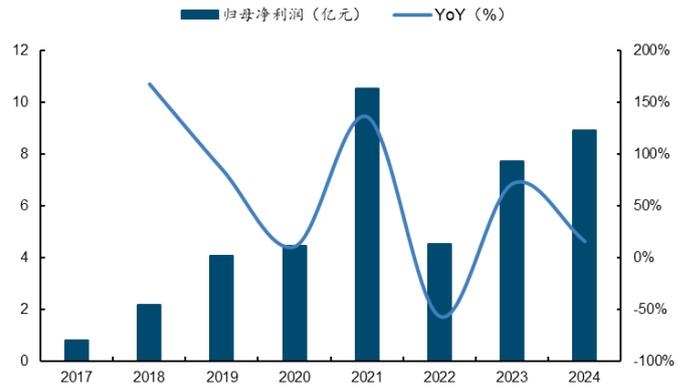
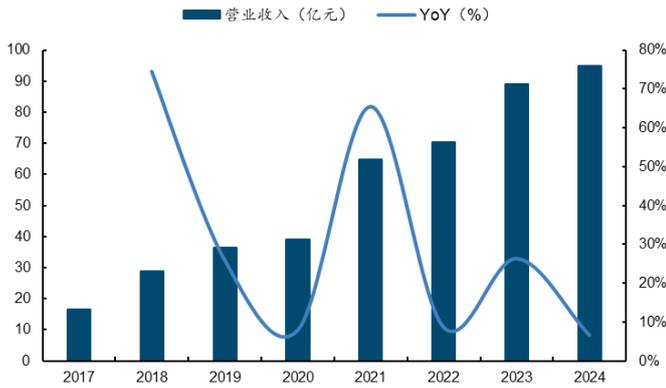
- ✓ 公司在民爆业务领域，聚焦民爆产品、工程施工服务、矿山经营管理三大业务板块。主要从事工业炸药、工业雷管、工业索类等民用爆炸物品的研发、生产、销售，以及为客户提供工程施工服务等。目前，公司国内业务覆盖安徽、新疆、陕西、北京、山西、四川、河南、湖北、福建、广西、内蒙、江苏等十余个省、自治区和直辖市，并在资源大省新疆地区进行了重点战略布局。公司是国内民爆产品品种最齐全的民爆企业之一，爆破业务已完成国内重点资源区域的战略布局，国际化业务布局已辐射纳米比亚、刚果(金)、蒙古、塞尔维亚、利比里亚、圭亚那等亚、非、拉、欧国家。公司整体产能及规模位居国内民爆上市公司前列。
- ✓ 公司在新能源业务领域，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。盾安新能源专业从事风电场、光伏电站开发、建设、运营，拥有多年清洁能源开发经验。截至2024年12月末，新能源累计装机约106万千瓦。



✓ 现阶段公司主要营收来源于爆破工程服务以及民爆产品的生产销售，2024 年营收占比分别为 53.84%和 28.91%。与此同时，2020 年特能集团成为公司控股股东，兵器工业集团成为公司的实际控制人，2021 年公司完成重大资产重组，兵器工业集团首批民爆资产完成注入，公司营收和利润规模显著提升，当年实现营业收入 64.81 亿元，同比增长 65%，其中爆破服务实现营收 32.95 亿元，同比增长 134%。2022 年，由于公司全资孙公司内蒙古盾安光伏电力有限公司乌拉特后旗 50MW 光伏发电项目被移出补贴清单并退回已申领的补贴资金，该事项影响 2022 年度归母净利润 31862.74 万元，但 2018 年以来扣非归母净利润持续稳步增长。

图表10: 近年来公司营业收入 (亿元) 实现持续增长

图表11: 24 年公司归母净利润同比增长 15%

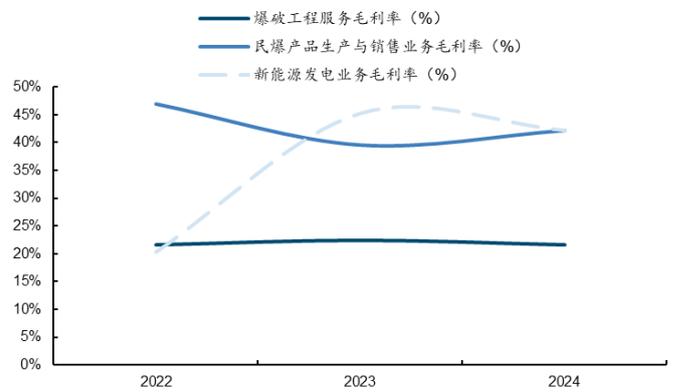
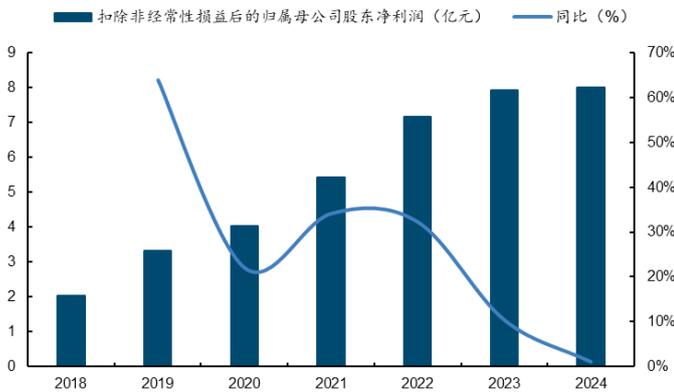


来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表12: 公司扣非归母净利润稳步提升

图表13: 公司民爆相关业务盈利能力相对稳定

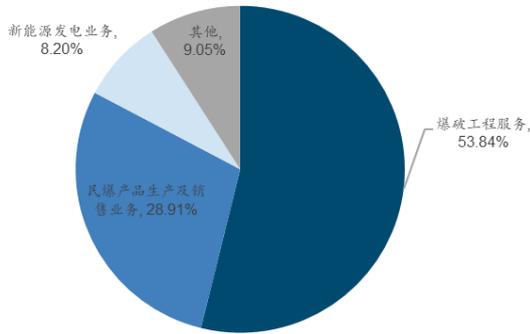


来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

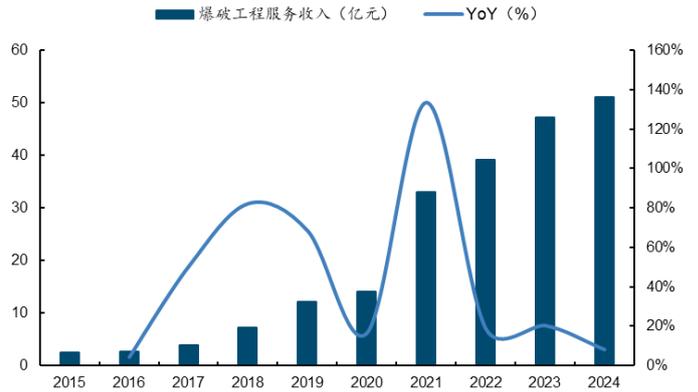
来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所



图表14: 2024 年公司爆破工程服务营收占比超过 50%



图表15: 近年来公司爆破服务收入 (亿元) 持续增长



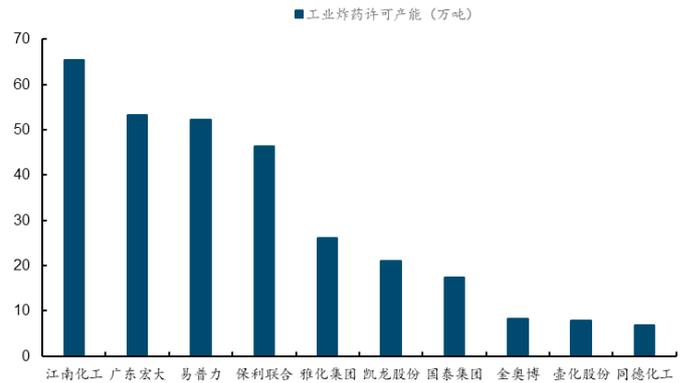
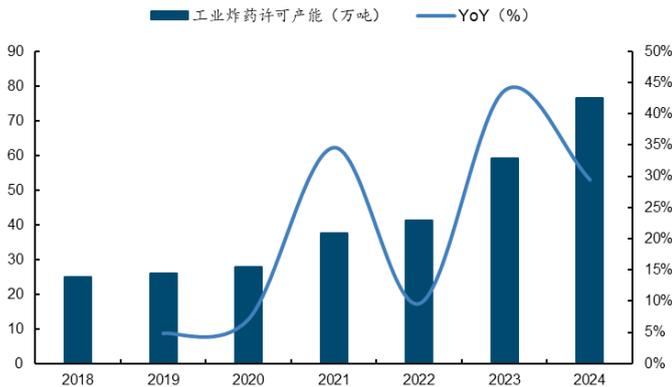
来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

工业炸药产能持续扩张, 位于行业第一梯队。在政策端的严格限制下, 炸药产能成为重塑行业竞争格局的核心生产要素, 即使行业整体在向一体化方向发展的大趋势下, 工业炸药产能依然是支撑民爆企业持续发展的基本盘。近年来公司工业炸药许可产能通过并购等方式实现持续增长, 截至 2024 年, 公司工业炸药许可产能为 76.55 万吨, 在处于行业领先地位的同时相较于 2018 年增长 51.7 万吨。

图表16: 公司工业炸药许可产能 (万吨) 持续增长

图表17: 公司工业炸药产能行业领先 (截至 1H2024)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所 注: 部分公司尚未公布 2024 年年报, 为统一口径采用 2024 年半年报数据进行比较

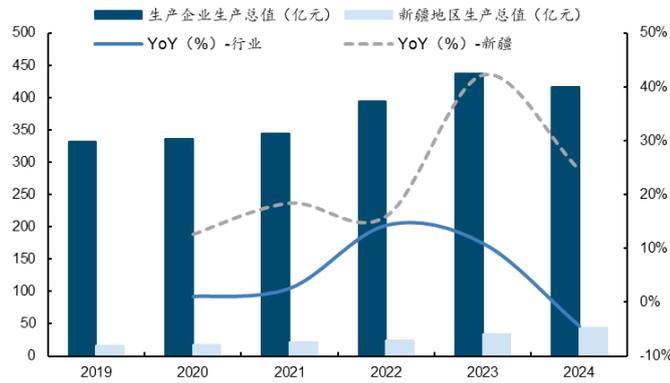
二、从内需角度, 为何看好新疆民爆市场与江南化工?

2.1、区域需求分化明显, 疆煤产量持续增长有效拉动新疆民爆需求

从行业整体景气度角度而言, 根据中爆协数据, 2018-2023 年国内民爆生产企业生产总值实现稳步增长, 年均复合增长率约为 7%, 但 2024 年生产总值与工业炸药产量均有小幅下行。作为工业炸药的重要上游原材料, 硝酸铵价格持续下行, 支撑行业盈利能力持续修复。因此在 24 年民爆生产企业生产总值下行的压力下, 行业依旧实现利润总额 96.39 亿元, 同比增长 13%。根据百川盈孚数据, 24 年以来国内硝酸铵整体开工率基本维持在 40-50% 左右, 行业供给较为宽松, 且煤炭价格下行使得硝酸铵主要原材料合成氨价格也失去支撑, 因此从行业开工率和成本端而言, 预计未来硝酸铵价格或将维持低位, 有利于行业整体盈利能力提升。

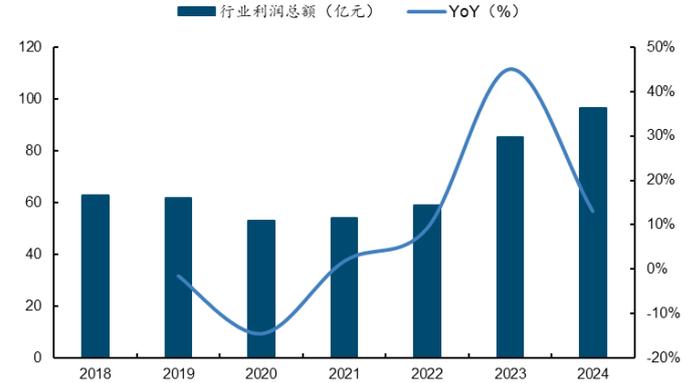


图表18: 24年民爆生产企业生产总值同比下降4%



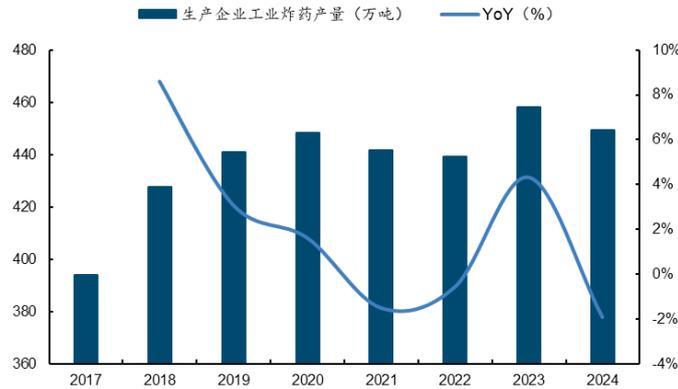
来源: 中爆协, 国金证券研究所

图表19: 24年民爆生产企业利润总额同比增长13%



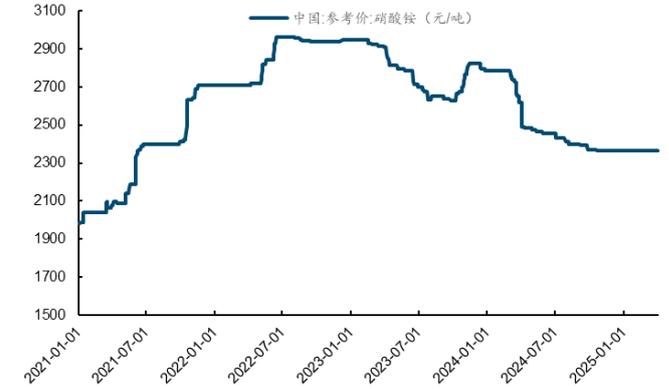
来源: 中爆协, 国金证券研究所

图表20: 24年民爆生产企业工业炸药产量同比下降2%



来源: 中爆协, 国金证券研究所

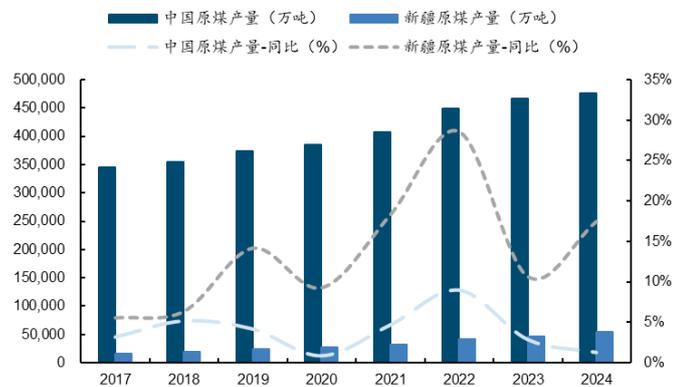
图表21: 22年下半年开始国内硝酸铵价格进入下行区间



来源: 中爆协, 国金证券研究所

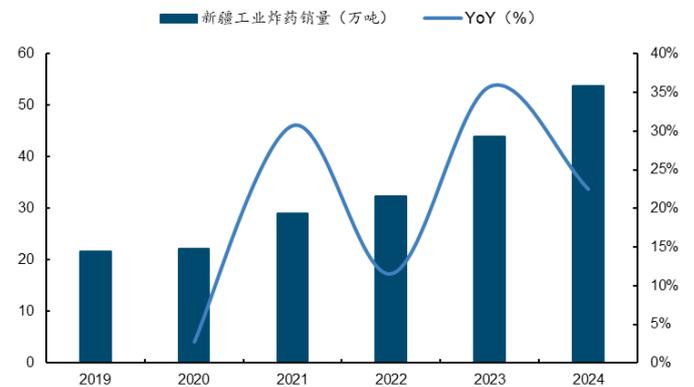
区域分化加剧, 新疆地区需求增速较快。根据中爆协数据, 2024年国内民爆生产总值前十位的主要需求区域中除新疆和辽宁外均发生不同程度的下滑, 其中产煤大省山西和陕西同比降幅均在10%以上。根据公司公告, 23年工业炸药销售流向中用于煤炭开采的量占炸药总量的比例为30.4%, 而近年来新疆地区煤炭含量增速远高于国内原煤总产量增速, 成为拉动新疆地区民爆需求增长的主要驱动力。根据中爆协, 2024年新疆地区工业炸药销量为53.82万吨, 同比增长22.53%, 2019-2024年年均复合增长率为20%。

图表22: 新疆原煤产量增速显著高于国内原煤产量增速



来源: Wind, 国家统计局, 国金证券研究所

图表23: 新疆工业炸药销量 (万吨) 持续提升



来源: 中爆协, 国金证券研究所



图表24：2024年新疆地区民爆生产销售总值同比分别+24.60%/+21.79%

序号	地区	民爆生产 总值 (亿元)	同比 (%)	民爆销售 总值 (亿元)	同比 (%)
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	24.00	2.52	23.78	4.30
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	-8.00
11	黑龙江	14.50	-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	-3.90	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	-7.00
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
23	广西区	6.51	-24.28	6.93	-21.96
24	吉林省	5.80	-5.15	5.63	-9.16
25	西藏区	4.32	35.96	4.34	38.37
26	大连市	3.32	3.40	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	11.80
	合计	416.95	-4.50	411.42	-5.26

来源：中爆协，国金证券研究所

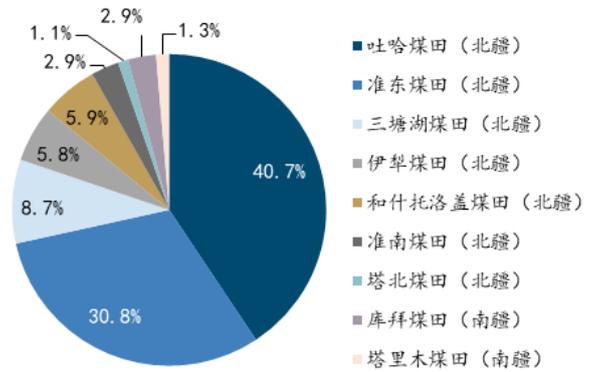
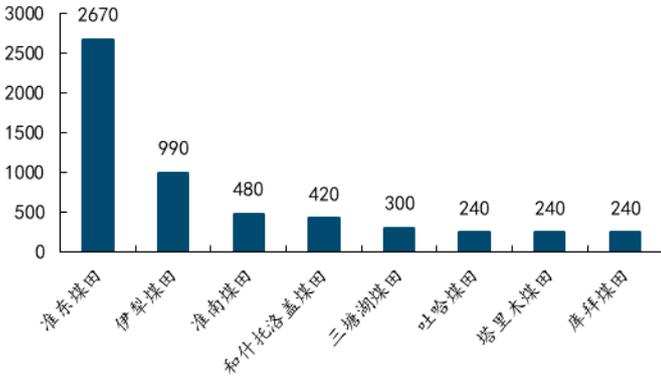
根据我们在 2025 年 2 月 27 日发布的《新疆煤炭放量启新章，民爆、能源龙头展宏图》，新疆潜在煤炭产能增量超 3 亿吨，聚焦于吐哈煤田、准东煤田等疆北区域；其中 25-26 年有望释放产能 5580 万吨。

- ✓ 据我们自下而上统计（不完全统计），有望于 25-26 年投产的新疆新增煤矿产能有约 5580 万吨，主要集中于准东、伊犁两大北疆煤田，占比分别为 48%、18%；该部分新增煤矿项目投资主体整体较为分散，涉及规模较大的主要有兖矿能源（1000 万吨）、国家能源集团新疆能源有限责任公司（1000 万吨）、内蒙古伊泰集团（450 万吨）等。
- ✓ 据我们不完全统计，新疆目前整体潜在（处于规划、拟建或在建状态）煤矿产能约 3.2 亿吨，主要集中于吐哈、准东两大北疆煤田，占比分别为 41%、31%；由此可算得 27 年及之后仍有潜在增量项目 2.6 亿吨，若投产进展顺利则有望助力新疆产能实现有效增厚，并对疆内民爆需求形成有力支撑。



图表25: 25-26年预计新疆新增煤矿产能5580万吨, 集中于准东、伊犁煤田

图表26: 长期看未来新疆新增产能主要集中于吐哈、准东等疆北区域



来源: 国家能源局、中国煤炭工业协会、新疆国际实业有限公司官网、中国煤炭杂志官网、央广网、轮台县融媒体中心、界面新闻、充矿新疆能化官网、中国煤炭经济网等, 国金证券研究所

来源: 国家能源局、中国煤炭工业协会、新疆国际实业有限公司官网、中国煤炭杂志官网、央广网、轮台县融媒体中心、界面新闻、充矿新疆能化官网、中国煤炭经济网等, 国金证券研究所

2.2、江南化工：疆内炸药产能优势明显，有望充分受益需求增长

根据公司公告，截至2024年11月末，公司在新疆区域拥有工业炸药生产许可能力20.75万吨(含新收购的陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆区域拥有的2万吨工业炸药生产许可能力)，疆内炸药产能领先同行。此外根据中爆协数据，2024年新疆地区工业炸药总产量为53.93万吨，若公司在疆内炸药产能充分释放，有望在具备较高市占率的同时充分受益于疆内民爆需求增长。

图表27: 疆内主要民爆企业工业炸药产能布局 (不完全统计)

公司	新疆业务布局
易普力	截至2022年12月拥有混装炸药产能6.7万吨，23年至24年年中调增5.6万吨。
广东宏大	截至24年5月，公司在西藏、新疆、甘肃地区合计拥有11.1万吨产能。2024年新疆地区矿服业务营收同比增长96.09%。
雪峰科技	截止2024年末公司工业炸药总产能11.95万吨，公司民爆产品的生产以及爆破服务业务集中分布在全疆各区域范围内。
江南化工	截至2024年11月末，公司在新疆区域拥有工业炸药生产许可能力20.75万吨(含新收购的陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆区域拥有的2万吨工业炸药生产许可能力)。
凯龙股份	根据公司2024年年报，公司在新疆的民用爆炸物品产能为6.01万吨。

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

此外，从订单角度而言，根据公司公告，2024年公司新签或开始执行的单笔合同金额在人民币1亿元以上的重大工程施工类日常经营合同中新疆地区项目金额约为20亿元。随着疆煤产量提升带动民爆需求增长，公司有望基于自身炸药产能优势持续获取相关订单。



图表28：24年江南化工新签或开始执行的重大工程施工类日常经营合同中新疆地区项目金额合计约为20亿元

序号	合同签订主体	项目(合同)名称	合同金额(亿元)
1	新疆天河爆破工程有限公司	新疆克州乌恰县乌拉根铅锌矿区露天爆破项目	1.4
2	新疆天河爆破工程有限公司	新疆拜城县阿尔格敏露天煤矿钻爆工程项目	3.25
3	新疆江阳工程爆破拆迁建设有限公司	伊吾广汇矿业白石湖露天煤矿爆破项目	3.1
4	新疆江阳工程爆破拆迁建设有限公司	疆纳兴盛露天煤矿爆破项目	1.1
5	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	三塘湖矿区条湖三号井田火烧区治理工程钻爆施工	3.75
6	新疆天河爆破工程有限公司	齐克勒克煤矿火区灭火项目的工程施工爆破工程施工	1.72
7	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	科尔克煤矿火区灭火工程剥离工程(一标段)	1.44
8	新疆天河爆破工程有限公司	温宿县博峰煤业有限责任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
9	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	火烧云铅锌矿采矿工程爆破工程	1.65
		合计	20.01

来源：公司公告，国金证券研究所

三、从出海角度，为何看好江南化工？

3.1、北方爆破持续加强出海布局，公司海外营收高速增长

政策层面鼓励民爆企业出海，“一带一路”沿线国家市场空间广阔。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》明确提出“扩大国际交流合作。发挥比较优势，推动民爆企业加强国际合作。以“一带一路”沿线资源条件好、配套能力强、市场潜力大的国家为重点，以矿山、高铁、电力等企业“走出去”为牵引，支持优势企业到海外投资建设生产基地和开展“一体化”服务。”根据《“一带一路”沿线重要固体矿产资源分布特征与潜力分析》中相关数据，“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，具备充足的民爆相关需求，有望成为国内民爆企业注入长期发展潜力。

图表29：“一带一路”沿线重要固体矿产资源储量、产量、消费量占全球比重较高

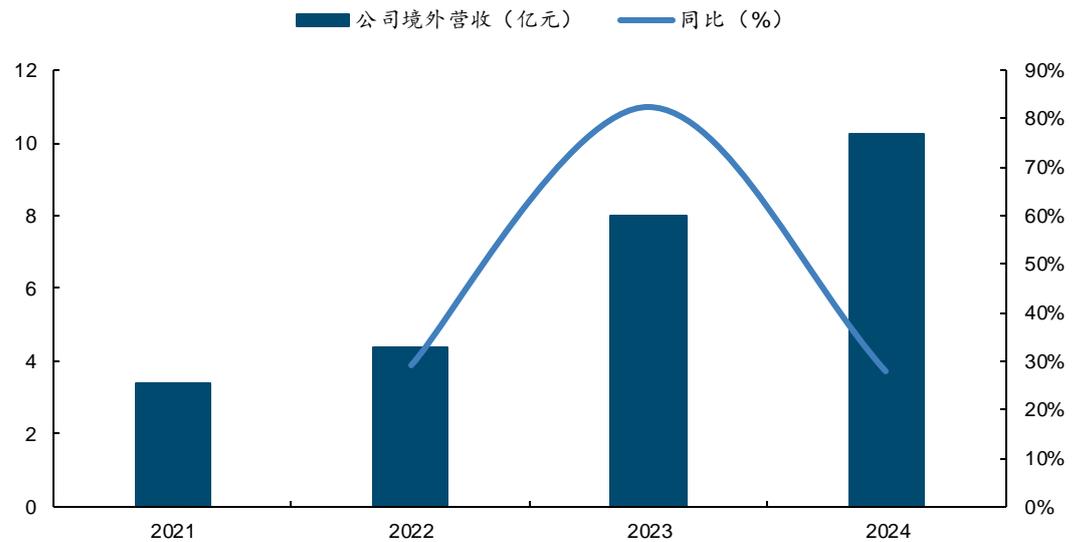
矿种	单位	储量	储量占世界比例/%	产量	产量占世界比例/%	消费量	消费量占世界比例/%
铜	万t	23269	32.3	486.4	26.3	14502	63.7
金	t	16400	26.1	1008	33.6	2430	71.1
镍	万t	1850	23.4	104.2	41.2	84.2	49.7
铝土矿	亿t	53	18.9	1.14	41.7	1.4	50
铁矿石	Mt	67800	35.7	631	28.6	1400	73.7
铅	万t	2976	33.4	261.4	55.5	572.8	56.1
锌	万t	5200	26	607	45	856.6	62.6
锡	万t	307	63.9	5.95	22	23.6	85
钾盐	Mt	2582	69.8	18.99	55	26	64
磷矿	亿t	112.2	16.3	1.4	62	1.4	72

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》，国金证券研究所

公司全资子公司北方爆破科技有限公司是公司国际化经营的主要平台，北方爆破公司积极参与共建“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。2022年以来公司境外营收持续高速增长，2024年实现营业收入10.23亿元，同比增长28%。



图表30: 公司境外营收 (亿元) 持续高速增长



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

3.2、兵器集团优质资产或将注入，有望赋能公司加速出海布局

根据公司于25年2月20日公告的《安徽江南化工股份有限公司投资者关系活动记录表》，根据公司控股股东特能集团和实际控制人兵器工业集团出具的《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺在取得上市公司控制权后的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，即2025年底前完成。2021年公司完成重大资产重组，兵器工业集团首批民爆资产完成注入；2023年公司完成对陕西北方民爆集团有限公司100%股权、山西江阳兴安民爆器材有限公司94.39%股权收购；2024年公司完成对中国北方化学研究院集团有限公司下属辽宁庆阳民爆器材有限公司民爆资产及附属产能的收购。西安庆华民用爆破器材股份有限公司所持有的江南化工股份已无偿划转至特能集团。截至目前，特能集团下属西安庆华民用爆破器材股份有限公司，中国北方工业有限公司下属北京奥信化工科技发展有限责任公司海外项目还存在与上市公司构成同业竞争的民爆业务，目前正在按计划积极推进中。

- ✓ 奥信化工：海外项目运营经验丰富，经营业绩持续增长。根据奥信化工官网信息与相关数据，奥信化工是中国民爆产业国际化经营的开拓者和领先者，具备矿业服务一体化能力，区域布局主要集中于非洲、澳大利亚等地区，根据目前披露的数据来看奥信化工海外现有炸药产能接近20万吨（包括乳胶基质产能）。

图表31: 奥信化工海外业务布局主要集中在非洲、澳大利亚等地

海外运营	资质与业务	民爆物品产能/爆破作业能力
中刚开发股份有限公司	中刚开发在刚果（金）全境拥有生产、销售、进出口民用炸药、爆破器材等相关产品和提供爆破工程服务及实施一切相关活动的特许资质。中刚开发在利卡西，科卢维奇和鹿比三地建设生产基地，为当地多家大型矿业企业提供民爆产品的及时供应和配套服务。同中铁华刚、洛钼TFM、中色迪兹瓦等大客户签署合作协议并稳定供货，开发各类客户30余家。	乳化炸药产能40000吨/年，铵油炸药产能65000吨/年
奥信几内亚矿业服务股份有限公司	几内亚公司拥有炸药及爆破器材的进出口、运输、生产、储存、销售、使用以及爆破服务等相关的全套资质。	乳化炸药产能6000吨/年，铵油炸药10000吨/年，雷管1000万发/年。
奥信矿业服务南非有限公司	南非公司能够为南非及周边国家（津巴布韦、博茨瓦纳、纳米比亚、赞比亚、安哥拉、坦桑尼亚、刚果（金）等）客户提供各类炸药及爆破器材的进出口、销售、运输、仓储等服务，并为客户提供穿孔、爆破、铲装	-

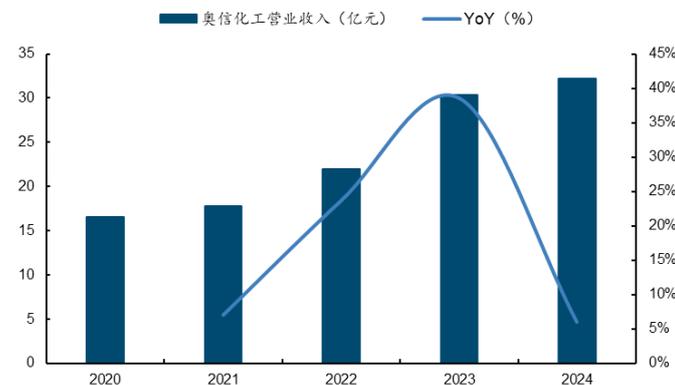


海外运营	资质与业务	民爆物品产能/爆破作业能力
	运输及矿山承包服务的各类解决方案。	
奥信发展印度尼西亚有限公司	印尼公司拥有现场地面站建设和矿山穿爆资质，可为客户提供乳胶基质生产、穿孔、爆破、铲装运输及矿山承包服务的各类解决方案。	乳化炸药约 3000 吨/年
奥信苏丹工程服务有限公司	苏丹公司拥有苏丹政府颁发的矿业服务资质、进出口资质。	采剥量 15,000,000 吨/年
奥信津巴布韦矿业服务有限公司	津巴布韦公司拥有在津巴布韦全境销售、运输、使用、仓储、进出口民用炸药、爆破器材等相关产品和提供爆破工程服务的全套资质。	爆破量 1500 立方米/年
奥信加纳矿业服务有限公司	加纳公司能够为加纳及周边国家（多哥、布基纳法索、科特迪瓦等）客户提供各类炸药及爆破器材的进出口、销售、运输、仓储等服务，并为客户提供炸药地面站建设运营、穿孔、爆破及矿山承包服务的各类解决方案。	-
澳大利亚 Nitro Sibir Australia 公司	NSA 公司拥有澳大利亚完备的民爆产品生产、销售、仓储、运输及进出口等许可资质。NSA 公司目前可为 100 余家企业用户提供炸药、爆破器材及穿孔爆破服务，主要客户包括紫金矿业、山东黄金、Minterra、Hamptons、AOL、Big Yellow、Roc-drill、Action Drill and Blast 等。	乳胶基质 42,000 吨/年，成品乳化炸药 2,600 吨/年
奥信北爆厄瓜多尔民爆股份有限公司	厄瓜多尔公司为米拉多铜矿项目及厄瓜多尔境内矿企提供乳化炸药供应及安全高效的一体化爆破服务。	乳化炸药 20000 吨/年
塞拉利昂唐克里里铁矿穿爆工程项目	-	爆破方量 1,500,000 方/年 年探孔工程量 120,000 米
尼日利亚塞吉罗拉项目	尼日利亚项目为塞吉罗拉金矿提供矿山穿孔爆破、炸药地面站建设运营、爆破器材供应、危险品库房设计建设运营等服务，并可为尼日利亚其他客户提供穿孔、装药、爆破及矿山承包服务的各类解决方案。	爆破方量 500 万方/年 乳化炸药约 5500 吨/年

来源：奥信化工官网，国金证券研究所

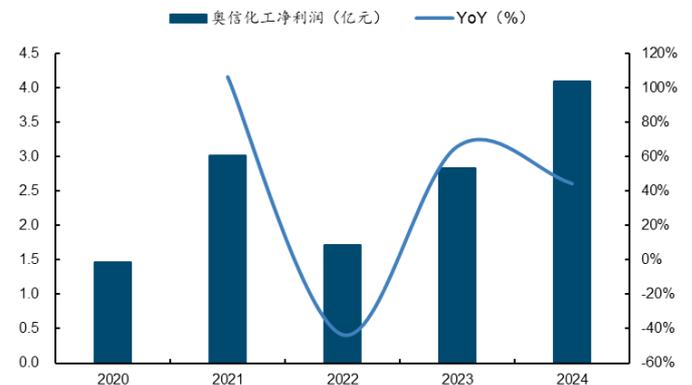
根据北方国际公司公告，2024 年奥信化工实现营业收入 32.22 亿元，同比增长 6.0%；实现归母净利润 4.10 亿元，同比增长 44.4%。

图表32：近年来奥信化工营收持续增长



来源：北方国际公司公告，国金证券研究所

图表33：2024 年奥信化工净利润同比增长 44%



来源：北方国际公司公告，国金证券研究所



- ✓ 庆华民爆：庆华民爆是工业和信息化部定点的民爆器材大型骨干生产企业，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，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）。电子雷管生产线4条，药剂生产线3条、导爆管生产线6条，以及先进的雷管检测、性能试验装备和手段。

图表34：2024年庆华民爆实现净利润约3663万元

财务指标	2020	2021	2022	2023	2024
总资产（万元）	29622.73	66694.69	64023.08	69289.39	43852.38
净资产（万元）	15380.77	43605.84	39696.98	39829.32	16911.32
营业收入（万元）	22731.59	27300.44	36748.28	55514.76	50840.97
净利润（万元）	1415.24	27751.54	1748.93	3580.71	3663.37

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

本部分相关业务盈利预测暂不考虑奥信化工与庆华民爆注入的影响。

核心假设：

- ✓ 民爆产品生产及销售业务：疆煤产量增长带来新疆地区民爆需求持续提升，公司在新疆地区工业炸药产能优势明显，因此预计未来公司工业炸药、雷管等民爆物品产能利用率持续提升。与此同时，硝酸铵价格下行导致工业炸药毛利率小幅提升，预计2025-2027年公司民爆产品生产及销售业务实现营业收入29.18、30.90、32.21亿元，毛利率分别为43%、44%、45%。
- ✓ 爆破工程服务业务：根据公司公告，23年以来公司在矿山工程施工总承包以及爆破作业单位许可证（营业性）资质方面持续获得突破，考虑到公司基于新疆地区炸药产能优势，爆破工程服务订单有望持续增长，同时考虑到硝酸铵价格下降一定程度有利于降低公司爆破服务业务成本，因此我们预计2025-2027年公司爆破工程服务业务实现营业收入59.21、68.09、77.62亿元，毛利率分别为23%、24%、25%。
- ✓ 新能源发电业务：根据公司24年年报，新能源公司将密切关注各省的政策动态和市场趋势，建立动态电价预测模型，并结合区域电力供需、政策导向（如绿电交易、跨省跨区输送）制定差异化交易策略，持续提升电力营销团队的市场竞争力。假设未来该业务营收与毛利率维持稳定，预计2025-2027年公司新能源发电业务实现营业收入均为7.77亿元，毛利率为42%。
- ✓ 费用率：销售费用方面，考虑到公司持续重点布局新疆地区民爆业务并积极响应政策要求，持续推进国际化业务布局，预计25-27年销售费用率为1.7%、1.8%、1.9%；管理费用方面，随着公司精益化管理水平的持续提升，预计24-26年管理费用率分别为9.1%、9.0%、8.9%；研发费用方面，公司持续推进民爆行业信息化与智能制造，预计25-27年研发费用率分别为2.9%、3.0%、3.0%。
- ✓ 综上，预计公司2025-2027年实现营业收入105.49、116.91、128.64亿元，同比分别+11%/+11%/+10%，毛利率分别为31%、31%、32%。



图表35：公司分业务盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
民爆产品生产及销售业务					
营业收入（百万元）	2570.53	2740.55	2917.74	3090.20	3220.79
YOY（%）	32%	7%	6%	6%	4%
毛利率（%）	40%	42%	43%	44%	45%
毛利（百万元）	1016.54	1155.73	1269.01	1370.68	1454.82
爆破工程服务业务					
营业收入（百万元）	4715.41	5104.26	5920.95	6809.09	7762.36
YOY（%）	20%	8%	16%	15%	14%
毛利率（%）	22%	22%	23%	24%	25%
毛利（百万元）	1057.27	1104.17	1361.82	1634.18	1940.59
新能源发电业务					
营业收入（百万元）	876.50	777.24	777.24	777.24	777.24
YOY（%）	58%	-11%	0%	0%	0%
毛利率（%）	45%	42%	42%	42%	42%
毛利（百万元）	396.13	327.49	326.44	326.44	326.44
其他业务					
营业收入（百万元）	732.32	858.66	932.69	1014.11	1103.68
YOY（%）	16%	17%	9%	9%	9%
毛利率（%）	21%	31%	31%	31%	31%
毛利（百万元）	151.89	264.41	289.13	314.37	342.14
合计					
营业收入（百万元）	8894.76	9480.72	10548.61	11690.64	12864.07
YOY（%）	26%	7%	11%	11%	10%
毛利率（%）	29%	30%	31%	31%	32%
毛利（百万元）	2621.83	2851.80	3246.40	3645.68	4064.00

来源：同花顺 iFind，公司公告，国金证券研究所

4.2、投资建议与估值

在暂不考虑后续资产注入的情况下，我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 10.31、11.94、13.80 亿元，对应 EPS 为 0.39、0.45、0.52 元/股。选取同处民爆行业的易普力、广东宏大、雪峰科技、国泰集团作为可比公司，2025 年可比公司 PE 均值为 18.10。考虑到公司工业炸药产能位于国内第一梯队，且新疆炸药产能布局较为领先，有望充分受益于新疆民爆需求增长；与此同时，公司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，因此给予公司 2025 年 18 倍 PE，对应目标价 7.01 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。


图表36：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	EPS (元)					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
002096.SZ	易普力	12.21	0.51	0.57	0.69	0.80	0.90	20.27	20.67	17.63	15.27	13.55
002683.SZ	广东宏大	31.20	0.94	1.18	1.58	1.85	2.13	21.31	22.42	19.70	16.91	14.63
603227.SH	雪峰科技	9.76	0.80	0.62	0.70	1.00	1.41	8.66	13.93	13.93	9.77	6.90
603977.SH	国泰集团	12.54	0.49	0.29	0.59	0.78	0.93	21.21	44.51	21.13	15.98	13.53
平均值								17.86	25.38	18.10	14.48	12.15
002226.SZ	江南化工	5.72	0.29	0.34	0.39	0.45	0.52	15.01	16.11	14.70	12.69	10.98

来源：同花顺 iFind，国金证券研究所 注：数据截至 2025 年 4 月 25 日，可比公司中广东宏大 2025-2027 年 EPS 采用国金证券预测值，其余可比公司均采用同花顺 iFind 一致预期。

五、风险提示

- 1、下游需求不及预期：民爆下游需求主要包括采矿业、基建等，若下游需求不及预期，可能导致民爆需求下滑，对于公司的正常经营产生不利影响。
- 2、原材料价格波动风险：民爆物品上游原材料主要包括硝酸铵等，若上游原材料价格大幅波动，可能会对于公司的盈利能力产生影响。
- 3、安全生产风险：民爆物品由于具有依然、易爆等特性，在生产、运输、销售以及爆破服务等各个环节中均面临一定安全风险，若发生安全事故，可能会对于公司的正常经营产生不利影响。
- 4、地缘政治风险：公司目前已在亚非拉等国家开展相关业务，若出现地缘政治风险，可能会对于公司的海外业务开展产生不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
主营业务收入	7,043	8,895	9,481	10,549	11,691	12,864	货币资金	2,213	1,941	1,931	2,546	2,823	4,001	
增长率	26.3%	6.6%	11.3%	10.8%	10.0%		应收款项	3,522	4,339	5,159	5,284	5,503	5,879	
主营业务成本	-5,024	-6,273	-6,629	-7,302	-8,045	-8,800	存货	478	587	813	840	882	916	
%销售收入	71.3%	70.5%	69.9%	69.2%	68.8%	68.4%	其他流动资产	839	736	1,002	976	1,002	1,029	
毛利	2,019	2,622	2,852	3,246	3,646	4,064	流动资产	7,053	7,603	8,905	9,646	10,210	11,826	
%销售收入	28.7%	29.5%	30.1%	30.8%	31.2%	31.6%	%总资产	44.3%	45.4%	47.4%	49.1%	50.3%	53.7%	
营业税金及附加	-61	-71	-80	-89	-98	-108	长期投资	144	110	150	150	150	150	
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	6,637	6,833	7,172	7,043	7,131	7,179	
销售费用	-99	-134	-164	-181	-210	-238	%总资产	41.7%	40.8%	38.2%	35.9%	35.1%	32.6%	
%销售收入	1.4%	1.5%	1.7%	1.7%	1.8%	1.9%	无形资产	1,514	1,546	2,081	2,329	2,362	2,393	
管理费用	-586	-775	-891	-960	-1,052	-1,145	非流动资产	8,873	9,146	9,873	9,989	10,107	10,184	
%销售收入	8.3%	8.7%	9.4%	9.1%	9.0%	8.9%	%总资产	55.7%	54.6%	52.6%	50.9%	49.7%	46.3%	
研发费用	-176	-228	-301	-306	-345	-386	资产总计	15,926	16,749	18,778	19,635	20,318	22,009	
%销售收入	2.5%	2.6%	3.2%	2.9%	3.0%	3.0%	短期借款	891	2,036	2,029	1,787	924	874	
息税前利润 (EBIT)	1,097	1,413	1,416	1,711	1,940	2,187	应付款项	1,441	1,536	1,918	1,940	2,168	2,405	
%销售收入	15.6%	15.9%	14.9%	16.2%	16.6%	17.0%	其他流动负债	420	613	708	786	866	950	
财务费用	-149	-144	-118	-122	-96	-69	流动负债	2,752	4,184	4,655	4,513	3,958	4,229	
%销售收入	2.1%	1.6%	1.2%	1.2%	0.8%	0.5%	长期贷款	2,965	2,506	2,917	2,917	2,917	2,917	
资产减值损失	-184	-82	-75	0	0	0	其他长期负债	440	193	258	246	237	230	
公允价值变动收益	52	-58	74	0	0	0	负债	6,157	6,883	7,830	7,675	7,111	7,377	
投资收益	21	11	33	33	33	33	普通股股东权益	8,765	8,715	9,462	10,201	11,133	12,209	
%税前利润	2.4%	0.9%	2.4%	2.0%	1.8%	1.5%	其中：股本	2,649	2,649	2,649	2,649	2,649	2,649	
营业利润	872	1,211	1,411	1,622	1,877	2,187	未分配利润	3,231	3,853	4,527	5,331	6,262	7,339	
营业利润率	12.4%	13.6%	14.9%	15.4%	16.1%	16.7%	少数股东权益	1,004	1,151	1,486	1,759	2,074	2,424	
营业外收支	-5	20	-3	0	0	0	负债股东权益合计	15,926	16,749	18,778	19,635	20,318	22,009	
税前利润	867	1,231	1,408	1,622	1,877	2,151	比率分析		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	12.3%	13.8%	14.9%	15.4%	16.1%	16.7%	每股指标							
所得税	-247	-231	-276	-318	-368	-422	每股收益	0.171	0.292	0.336	0.389	0.451	0.521	
所得税率	28.4%	18.8%	19.6%	19.6%	19.6%	19.6%	每股净资产	3.309	3.290	3.572	3.851	4.203	4.609	
净利润	621	1,000	1,132	1,304	1,509	1,730	每股经营现金净流	0.555	0.432	0.406	0.782	0.884	0.925	
少数股东损益	168	226	241	273	315	350	每股股利	0.060	0.060	0.080	0.086	0.099	0.115	
归属于母公司的净利润	452	773	891	1,031	1,194	1,380	回报率							
净利率	6.4%	8.7%	9.4%	9.8%	10.2%	10.7%	净资产收益率	5.16%	8.87%	9.42%	10.11%	10.73%	11.30%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.84%	4.62%	4.75%	5.25%	5.88%	6.27%	
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	5.74%	7.94%	7.12%	8.21%	9.10%	9.50%	
净利润	621	1,000	1,132	1,304	1,509	1,730	增长率							
少数股东损益	168	226	241	273	315	350	主营业务收入增长率	8.67%	26.29%	6.59%	11.26%	10.83%	10.04%	
非现金支出	807	768	765	672	710	752	EBIT 增长率	-14.46%	28.76%	0.22%	20.82%	13.42%	12.74%	
非经营收益	102	197	32	121	102	85	净利润增长率	-57.04%	70.96%	15.26%	15.71%	15.86%	15.50%	
营运资金变动	-61	-819	-853	-25	22	-116	总资产增长率	4.19%	5.17%	12.11%	4.56%	3.48%	8.32%	
经营活动现金净流	1,469	1,145	1,077	2,072	2,342	2,451	资产管理能力							
资本开支	-588	-736	-505	-788	-828	-828	应收账款周转天数	140.8	125.2	145.5	146.0	135.0	130.0	
投资	-52	39	-362	0	0	0	存货周转天数	31.7	31.0	38.5	42.0	40.0	38.0	
其他	1	17	13	33	33	33	应付账款周转天数	59.8	62.6	73.2	74.0	75.0	76.0	
投资活动现金净流	-639	-681	-855	-755	-795	-795	固定资产周转天数	333.5	270.5	263.0	225.0	196.4	171.3	
股权募资	0	0	9	0	0	0	偿债能力							
债权募资	43	757	237	-242	-864	-49	净负债/股东权益	13.30%	23.47%	24.26%	15.03%	4.98%	-3.90%	
其他	-590	-1,670	-449	-446	-397	-422	EBIT 利息保障倍数	7.4	9.8	12.0	14.1	20.3	31.7	
筹资活动现金净流	-547	-913	-203	-688	-1,261	-471	资产负债率	38.66%	41.10%	41.70%	39.09%	35.00%	33.52%	
现金净流量	324	-442	26	628	287	1,185								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	6	7	8	8	12
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.13	1.20	1.20	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究