

民爆制品行业专题报告

民爆专题研究之一：产业与金融政策共振，行业集中度加速提升

方正证券研究所证券研究报告

分析师

韩宇

登记编号：S1220524070001

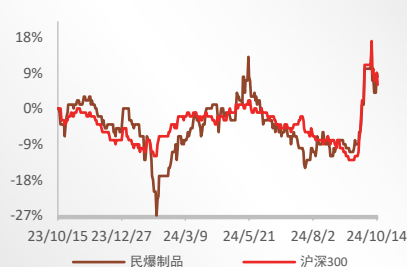
联系人 曹惠

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总家数	13
总股本(亿股)	117.72
销售收入(亿元)	656.69
利润总额(亿元)	63.90
行业平均 PE	63.54
平均股价(元)	12.57

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

政策共振驱动行业加速集中，联优并强为大势所趋。民爆器材具备易燃易爆的危险属性，政策倡导行业进行并购整合，且目标清晰，据民爆行业十四五发展规划，2025 年民爆 CR10 须大于 60%。此外，民爆行业实施许可证制度，新增产能受到严格限制，企业为扩大规模，联合重组为最优选择，重组整合成为民爆行业主要趋势。2024 年 9 月 24 日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，支持传统行业上市公司加大资源整合，合理提升产业集中度，提升资源配置效率，金融政策及产业政策达成共振，在此背景下，我们预计民爆行业集中度有望加速提升。

民爆行业整合成功案例众多，协同效果突出。目前民爆行业已有多家企业进行重组整合，为行业后续资源整合提供可行路径，典型的有易普力与南岭民爆、江南化工与兵器集团、广东宏大等。①易普力与南岭民爆于 2023 年完成重组，通过整合，上市公司拥有工业炸药许可产能 52.15 万吨/年，产能规模升至行业前三，且市场覆盖范围得到极大扩展，成为国内市场覆盖面最广的央企民爆企业；②江南化工实控人于 2020 年变更为兵器集团，并于 2021 年开始兵器集团民爆资产的注入，目前已完成北方爆破 100%股权、北方矿服 49%股权、北方矿投 49%股权、广西金建华 90%股权、北方民爆 100%股权、江兴民爆 94.39%股权、庆阳民爆民爆资产及附属产能等资产的注入。截至 2024 年 6 月，江南化工工业炸药及制品许可产能已从 2020 年的 27.9 万吨增加至 65.45 万吨，位居行业第一，且民爆业务范围得到进一步扩大，覆盖安徽、新疆、北京、陕西、山西等十余个省、自治区和直辖市；③广东宏大秉承扩张型投资并购战略，在矿服板块，2012 年 12 月、2013 年 4 月公司先后两次收购涟邵建工部分股权，2015 年公司收购涟邵建工剩余 42.05%股权及新华都工程 100%股权，为公司矿服板块在行业内的领先地位奠定坚实基础；在民爆板块，公司沿着省内、省外两大方向进行整合并购、提升产能规模，截止 2024 年 9 月，公司的合并炸药产能达 58 万吨，位居行业第二。通过持续外延式并购扩充产能，公司业绩实现长期稳健快速增长，2014-2023 年广东宏大民爆及矿服业务收入从 31.99 亿元增长至 112.17 亿元，CAGR 为 14.96%，持续保持较快业绩增速，且较其他可比公司更为平稳。

并购重组投资主线下，民爆行业关注三大方向：①**同一实控人或同集团内同业竞争问题的解决。**江南化工、易普力、保利联合及雪峰科技等由于同业竞争问题未完全消除，未来存在集团内部资产或实控人资产注入预期，其中，江南化工主要与拥有 18000 万发工业雷管产能的庆华民爆及具备 30 万吨海外工业炸药产能的奥信化工具有整合预期；易普力主要是中国能建下属的天长民爆、辽源卓力存在注入可能；保利联合主要与保利民爆及保利化工存在同业竞争关系，待两家公司连续两年扣非归母净利润为正且满足注入条件时，有望启动注入工作，考虑到 2024 年 9 月证监会发布的并购重组六大措施对有助于补链强链和提升关键技术水平未盈利资产的收购有所放宽，后续两家企业的注入或有望加快；雪峰科技主要是待被广东宏大收购落地后，存在宏大民爆资产注入的预期；②**政策支持下各家企业对外扩充产能，**各优势企业纷纷顺应政策，积极实施兼并整合，且基于“十四五”末工业炸药许可产能达到 100 万吨或产能达到行业第一的战略目标，易普力、广东宏大、江南化工等头部企业预计进一步加快兼并速度，巩固行业优势地

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

位，未来兼并重组看点十足；③进行矿服民爆一体化拓展，国家政策大力推动民爆企业由生产型向生产服务型转变，一体化经营模式成为主流趋势，民爆矿服一体化覆盖原材料、民用爆破器材产品、工程爆破服务、矿山开采等多个产业链环节，为夯实竞争实力，各民爆企业或将沿着产业链上下游纵向延伸，且矿服须具备多项工程施工资质，存在一定门槛，原不从事矿服业务的民爆企业亦倾向于通过收并购完成民爆矿服一体化布局。

投资建议：产业政策支持民爆行业集中度提升，叠加证监会发布相关措施支持传统行业并购重组，金融政策及产业政策达成共振，预计民爆行业集中度有望加速提升，从并购重组角度强烈推荐易普力、广东宏大等具备规模实力、有潜力引领行业集中度提升、历史上有并购重组成功案例落地的行业龙头企业，关注需解决同业竞争，有资产注入预期的江南化工、雪峰科技等。

风险提示：并购整合不及预期的风险；市场竞争加剧风险；宏观环境不及预期的风险。

正文目录

1 政策共振驱动行业加速集中，联优并强大势所趋	5
2 民爆行业整合成功案例众多，协同效应突出	6
2.1 易普力与南岭民爆重组	6
2.2 江南化工与兵器集团重组	9
2.3 广东宏大秉承对外扩张型并购战略	12
2.4 其他公司收并购梳理	15
3 投资关注民爆并购重组三条主线	21
3.1 方向一：同一实控人或同集团内同业竞争问题的解决	21
3.2 方向二：政策支持下各家企业对外并购扩充产能	23
3.3 方向三：进行矿服民爆一体化拓展	23
4 投资建议	25
5 风险提示	26

图表目录

图表 1: 证监会促进并购重组六条措施具体内容.....	5
图表 2: “十四五”民爆行业发展主要预期指标.....	5
图表 3: 易普力历史沿革	6
图表 4: 截止 2024 年 6 月主要民爆企业工业炸药产能.....	7
图表 5: 易普力市场布局 8 大核心省域示意.....	7
图表 6: 易普力股权结构 (截至 2024 年 6 月底)	8
图表 7: 2019-2024H1 年中国能建新签合同金额	8
图表 8: 2021-2024H1 中国能建工程建设新签合同额	8
图表 9: 2021-2024H1 中国能建工程建设新签合同拆分	9
图表 10: 2019-2022 年中国能建对易普力的收入贡献	9
图表 11: 江南化工历史沿革	9
图表 12: 2018-2024H1 江南化工工业炸药及制品许可产能情况	10
图表 13: 江南化工民爆业务覆盖情况.....	10
图表 14: 2021-2024H1 江南化工海外业务收入及增速	11
图表 15: 江南化工股权结构 (截止 2024 年 6 月底)	11
图表 16: 2022-2024 年江南化工与紫金矿业日常关联交易金额	12
图表 17: 收购前新华都工程及连邵建工业绩指标情况.....	12
图表 18: 2015-2024 年 9 月广东宏大工业炸药产能情况	13
图表 19: 广东宏大近年来部分收购情况.....	14
图表 20: 新华都工程及连邵建工业绩承诺完成情况.....	14
图表 21: 华威化工及四〇一厂业绩承诺完成情况.....	14
图表 22: 2014-2024H1 广东宏大及可比公司民爆及矿服业务收入 (单位: 亿元)	15
图表 23: 2015-2023 广东宏大及可比公司民爆及矿服业务收入增速情况	15
图表 24: 盘江民爆、开源爆破及银光民爆业绩承诺完成情况 (单位: 万元)	16
图表 25: 2016-2024H1 凯龙股份工业炸药许可生产能力	16
图表 26: 近年来凯龙股份收并购情况.....	17
图表 27: 近年来雅化集团收并购情况.....	18
图表 28: 2018-2024H1 雅化集团工业炸药许可生产能力	19
图表 29: 近年来壶化股份收并购情况.....	19
图表 30: 2020-2024H1 壶化股份工业炸药许可生产能力	20
图表 31: 近年来金奥博收并购情况.....	20
图表 32: 2020-2024H1 金奥博工业炸药许可生产能力	21
图表 33: 庆华民爆及奥信化工基本情况.....	22
图表 34: 保利民爆及保利化工 2019-2022 年 1-3 月主要业绩指标情况.....	22
图表 35: 矿山工程施工总承包资质标准.....	24
图表 36: 营业性爆破作业单位各级资质条件.....	25
图表 37: 民爆行业估值表	26

1 政策共振驱动行业加速集中，联优并强大势所趋

金融及产业政策共振，民爆行业集中度加速提升。民爆器材具备易燃易爆的特殊属性，其生产、销售、运输、储存等均受到国家严格管控，安全要求下民爆产业政策驱动集中度提升，行业整合目标清晰，2021 年 12 月发布的《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》提出通过推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构及推动企业转型来进一步调整优化行业结构，到 2025 年民爆生产企业数量预计减少到少于 50 家、CR10 大于 60%。2024 年 9 月 24 日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，支持传统行业上市公司加大资源整合，合理提升产业集中度，提升资源配置效率，民爆作为传统行业，产业整合支持力度有望进一步加大，在金融及产业政策共振的背景下，我们认为民爆行业集中度有望加速提升。

图表1:证监会促进并购重组六条措施具体内容

政策方向	主要内容
支持上市公司向新质生产力方向转型升级	证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。
鼓励上市公司加强产业整合	资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。对于上市公司之间的整合需求，将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持。同时，通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募基金投资积极参与并购重组。
进一步提高监管包容度	证监会将在尊重规则的同时，尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律，对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度，更好发挥市场优化资源配置的作用。
提升重组市场交易效率	证监会将支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率。同时，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。
提升中介机构服务水平	活跃并购重组市场离不开中介机构的功能发挥。证监会将引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。
依法加强监管	证监会将引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务，打击各类违法违规行，切实维护重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

数据来源：证监会官网，方正证券研究所

图表2：“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. 龙头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

数据来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，方正证券研究所

鼓励优势企业并购重组，推动民爆行业资源整合。据《民爆行业“十四五”规划》，十四五期间，原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能，在产能增加受限

的背景下，民爆企业主要通过并购整合实现产能的提升。政策鼓励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，支持优势企业并购落后企业和困难企业，在产业政策的引领下，重组整合成为民爆行业主要趋势。

2 民爆行业整合成功案例众多，协同效应突出

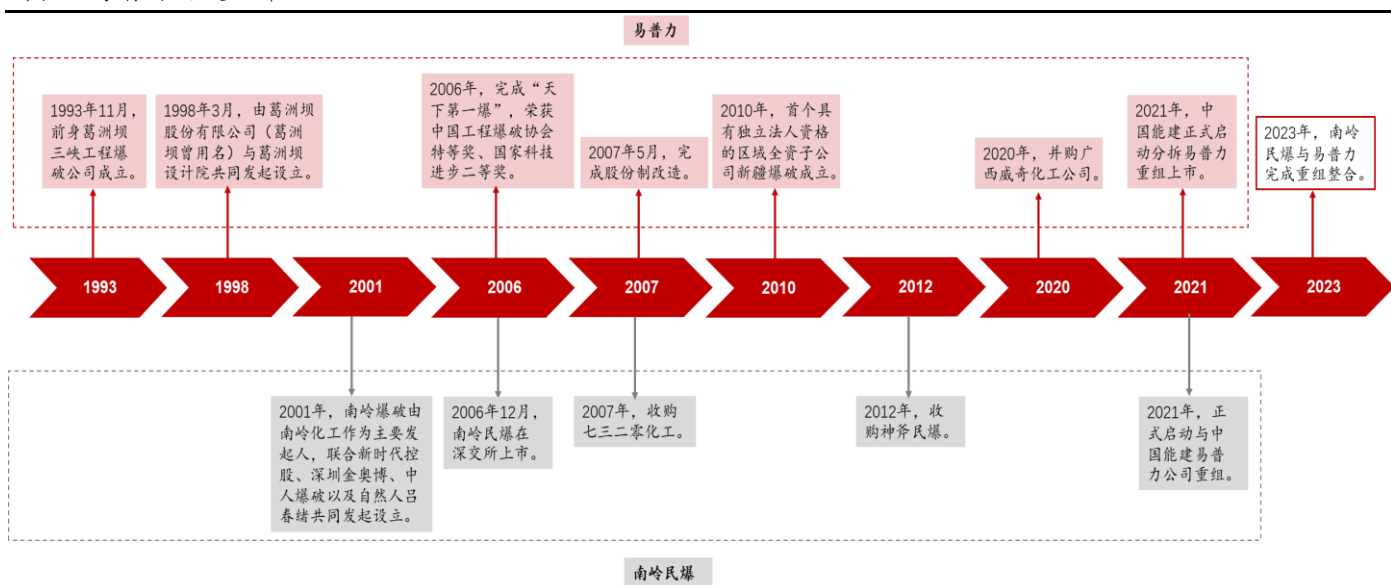
目前民爆行业已有多家企业顺应行业趋势进行并购重组，且重组后协同效果突出，其中典型的有易普力与南岭民爆、江南化工与兵器集团、广东宏大等。

2.1 易普力与南岭民爆重组

(1) 重组过程

2023 年 1 月，上市公司南岭民爆通过发行股份的方式向葛洲坝、攀钢矿业及 23 名自然人对象以 53.77 亿元的对价购买易普力 95.54% 的股权；2023 年 4 月，上市公司以询价的方式向 21 名符合条件的特定投资者非公开发行 1.17 亿股募集配套资金 13.39 亿元，用于补充流动资金和偿还债务；2023 年 5 月，上市公司更名为易普力，重组整合完成。

图表3: 易普力历史沿革

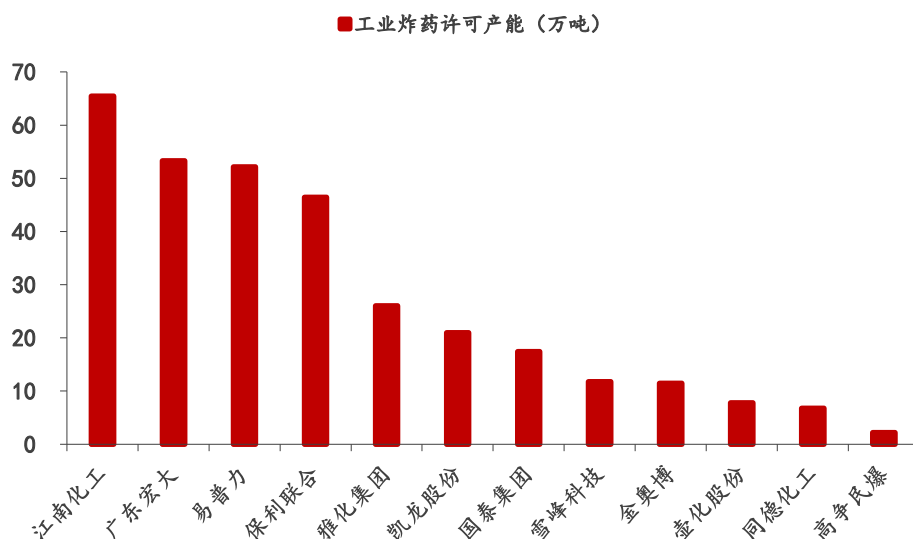


资料来源：易普力公告，方正证券研究所

(2) 重组效果

通过重组上市，易普力与南岭民爆强强联合、优势互补，协同效应显著。具体体现在：**①工业炸药产能进一步扩充，规模优势突出**，合并重组后，易普力产能规模得到进一步扩大，截止 2024 年 6 月底，拥有工业炸药许可产能 52.15 万吨/年（南岭民爆 17.7 万吨/年+原易普力 34.45 万吨/年），产能规模升至行业前三；**②产品结构优化，避免包装炸药产能核减风险**，通过重组合并，上市公司现场混装炸药产能大幅提升至 27.05 万吨，约占许可产能的 51.87%，居行业前列，有效避免了现场混装炸药许可产能占比若不足 30%、包装炸药许可产能需要核减的风险；**③市场范围显著拓展，完善产能全国化布局**，重组后，上市公司市场覆盖范围得到极大扩展，成为国内市场覆盖面最广的央企民爆企业，同时公司通过资源整合着重打造了内蒙古、新疆、四川、湖南、广西、湖北、重庆、河南 8 个核心省域，业务规模及竞争能力得到进一步提升。

图表4:截止 2024 年 6 月主要民爆企业工业炸药产能



注：雪峰科技产能数据为 2023 年；

资料来源：各公司公告，方正证券研究所

图表5:易普力市场布局 8 大核心省域示意



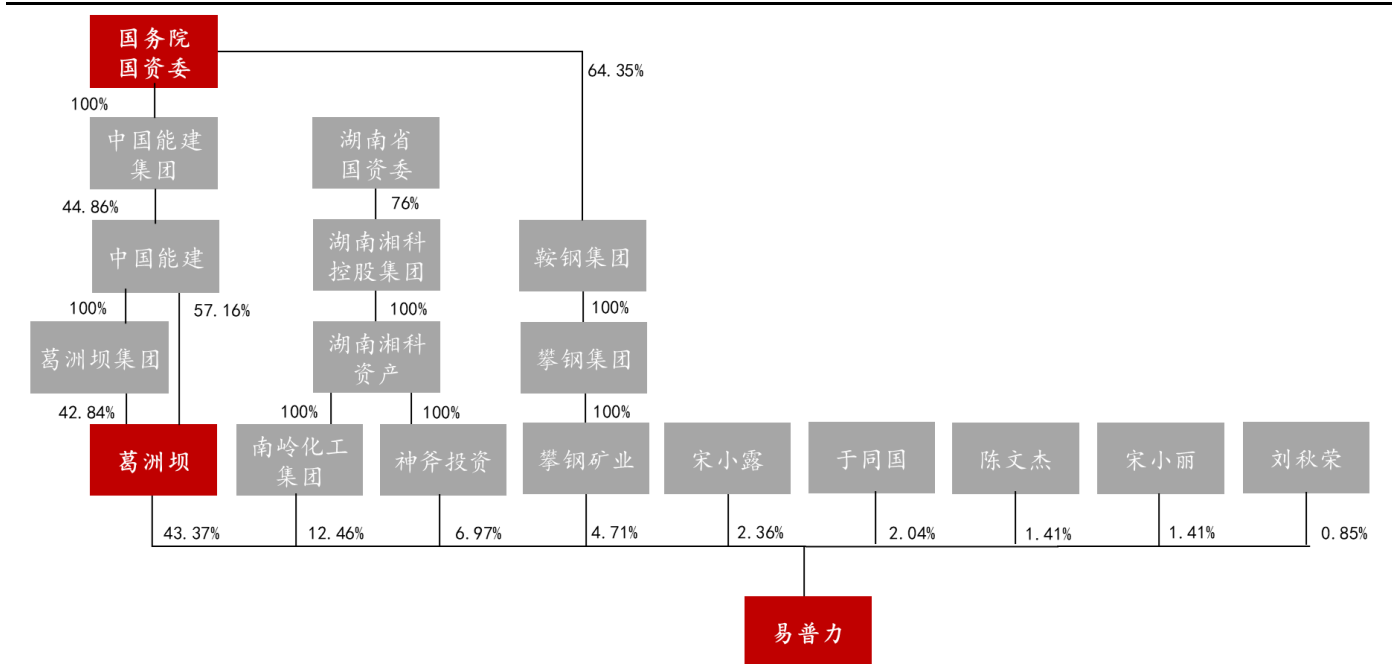
资料来源：易普力公告，方正证券研究所

（3）股东赋能情况

易普力为中国能建旗下唯一民爆业务平台，大股东优势业务资源赋能公司发展。中国能建是全球领先的综合能源建设央企，目前业务遍及全球 140 多个国家和地区，2023 年新签合同额达 12837.3 亿元，同比增长 22.4%，其中工程建设新签合同额 11982.15 亿元，占新签合同总额的比重为 93.34%。易普力是中国能建旗下实施矿山工程施工总承包和爆破作业相关业务的唯一平台，大股东的优势业务资源有望充分赋能公司发展。在国内，易普力可依托中国能建承接的水利、矿山、道路港口码头等项目，持续推广民爆一体化服务模式；在国际上，易普力与中国能建在多个一带一路国家“走出去”重点项目达成合作，公司可作为大型基础设施

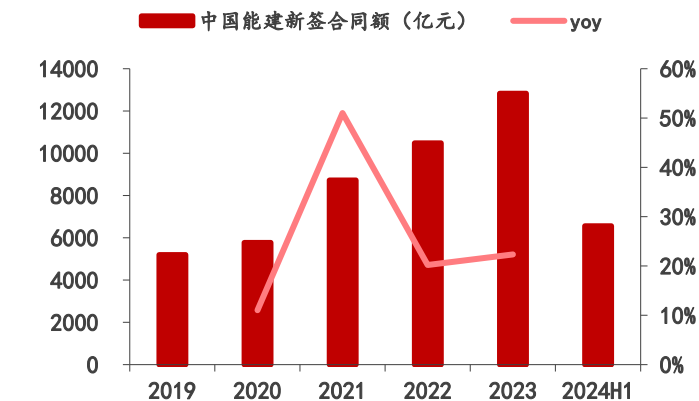
施钻爆施工承包商或矿山业务的采矿施工承包商进入海外市场。2019-2021 年公司每年有约 3 亿元的收入来自中国能建。

图表6: 易普力股权结构 (截至 2024 年 6 月底)



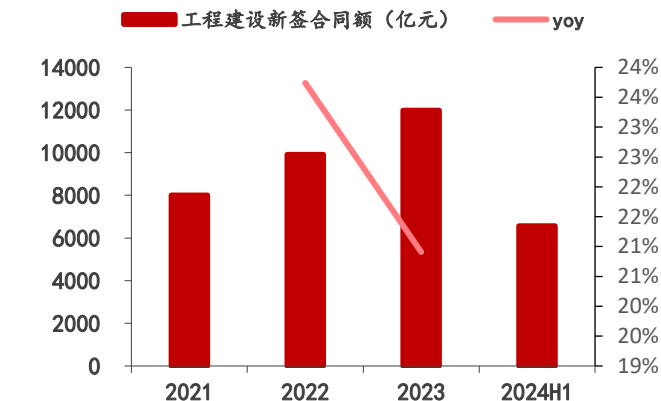
资料来源: 易普力公告, 方正证券研究所

图表7: 2019-2024H1 年中国能建新签合同金额



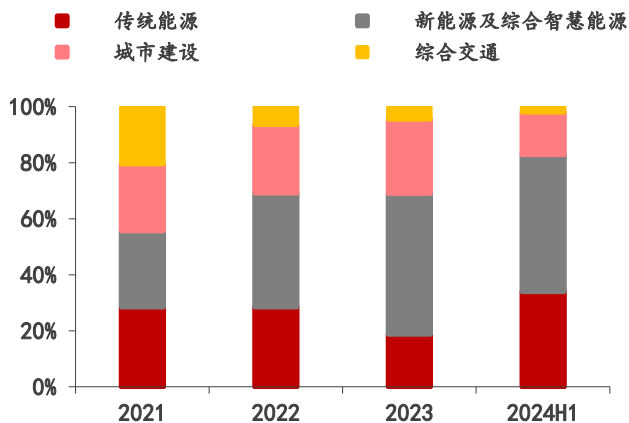
资料来源: 中国能建年报, 方正证券研究所

图表8: 2021-2024H1 中国能建工程建设新签合同额



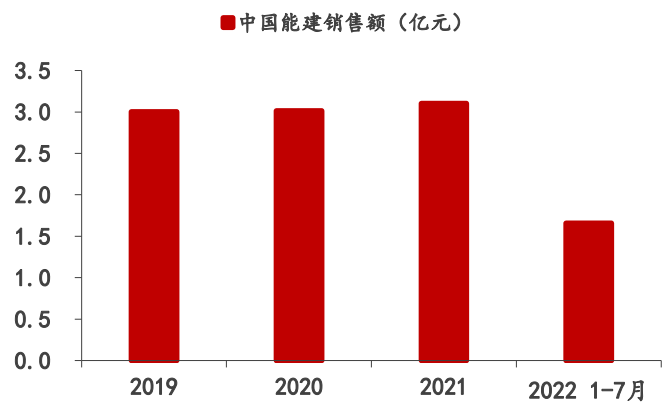
资料来源: 中国能建年报, 方正证券研究所

图表9: 2021-2024H1 中国能建工程建设新签合同拆分



资料来源: 中国能建年报, 方正证券研究所

图表10: 2019-2022 年中国能建对易普力的收入贡献



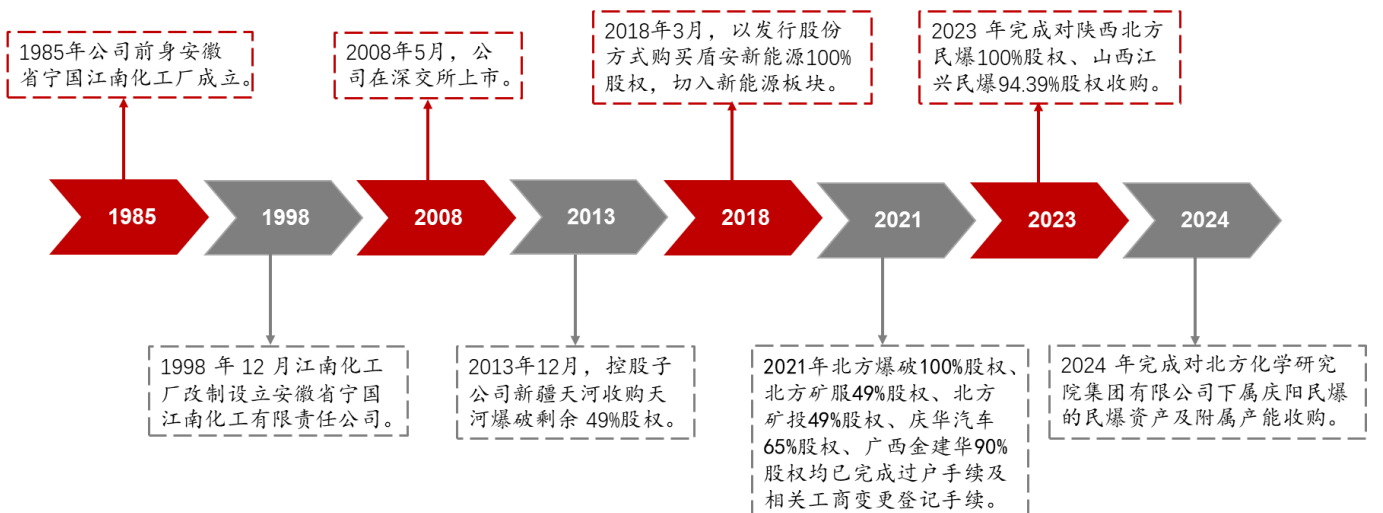
资料来源: 易普力公告, 方正证券研究所

2.2 江南化工与兵器集团重组

(1) 重组过程

2020 年 7 月, 江南化工原控股股东盾安控股、浙商银行杭州分行与特能集团签署了《股份转让协议》和《表决权委托协议》, 盾安控股将江南化工 15% 的股权转 让给特能集团, 且另外 14.99% 股权对应的全部表决权也委托给特能集团, 2020 年 12 月转让完成, 公司控股股东变更为特能集团, 实际控制人变更为兵器集团。为 避免同业竞争风险, 特能公司承诺, 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。2021 年兵器工 业集团北方爆破 100% 股权、北方矿服 49% 股权、北方矿投 49% 股权、广西金建华 90% 股权等首批民爆资产完成注入; 2023 年江南化工完成对北方民爆 100% 股权、 江兴民爆 94.39% 股权收购; 2024 年江南化工完成对庆阳民爆的民爆资产及附属 产能的收购。

图表11: 江南化工历史沿革



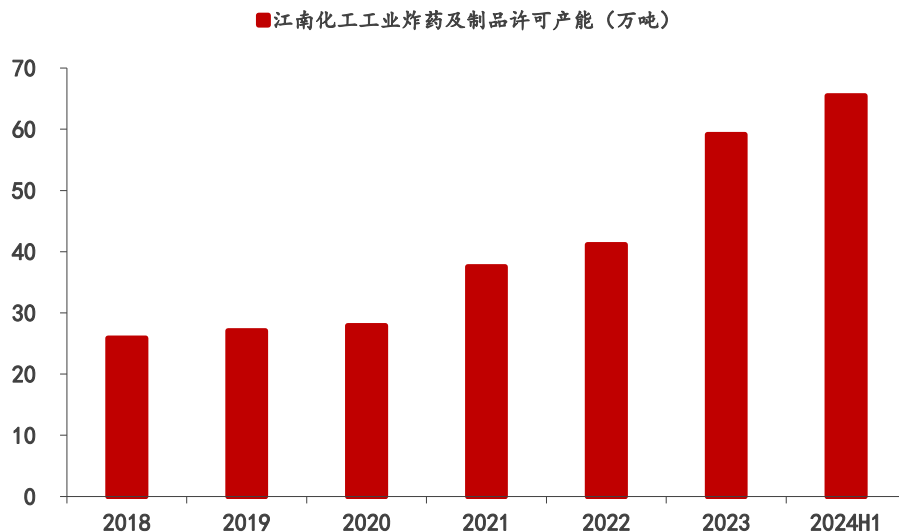
资料来源: 江南化工公告, 方正证券研究所

(2) 重组效果

工业炸药产能位居首位, 民爆业务范围布局广泛。江南化工在与兵器集团主要民 爆资产重组整合后, 产能得到大幅提升, 工业炸药及制品许可产能由 2020 年的 27.9 万吨增加至目前的 65.45 万吨, 位居行业第一, 混装炸药产能占比超过 40%,

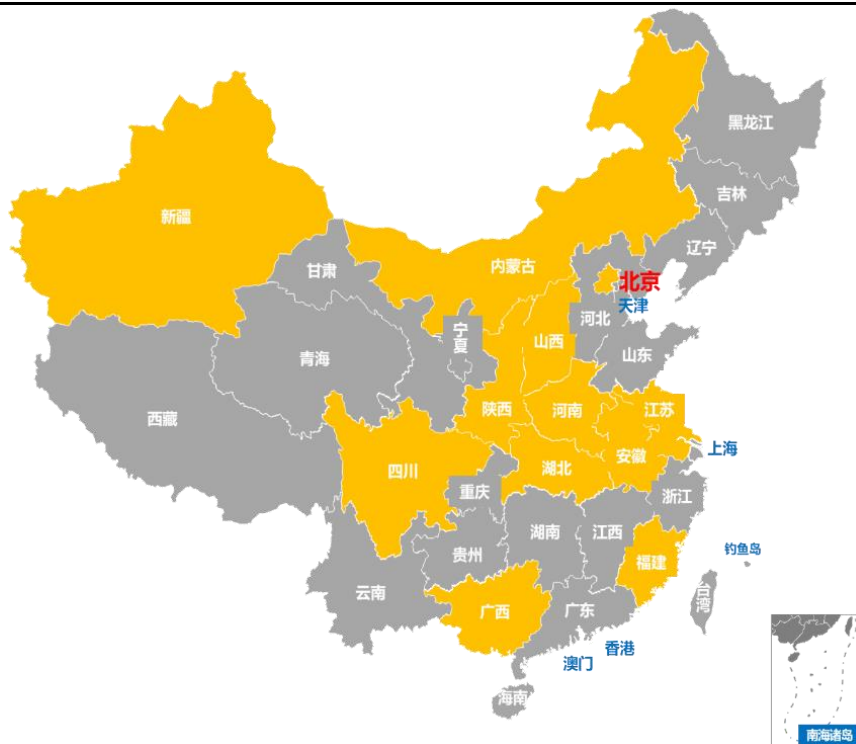
超过十四五 35%的目标要求。公司民爆业务覆盖范围亦得到进一步扩展，目前国内民爆业务主要覆盖安徽、新疆、北京、陕西、山西、四川、河南、湖北、福建、广西、内蒙、江苏等十余个省、自治区和直辖市，并在资源大省、“一带一路”桥头堡新疆地区进行了重点战略布局。

图表12:2018-2024H1 江南化工工业炸药及制品许可产能情况



资料来源：江南化工公告，方正证券研究所

图表13:江南化工民爆业务覆盖情况



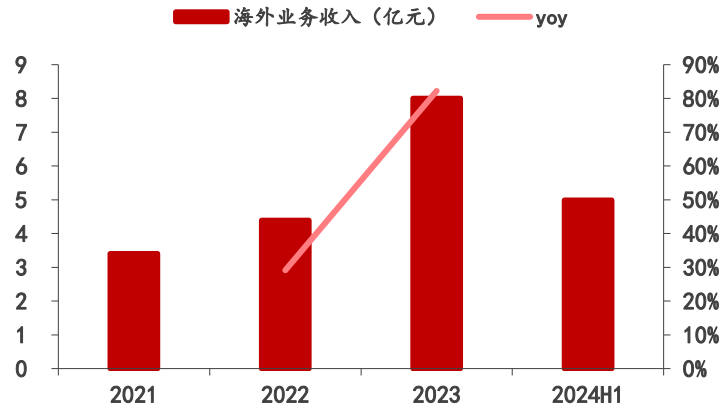
资料来源：江南化工公告，方正证券研究所

（3）股东赋能情况

兵器集团军贸优势显著，赋能公司海外业务发展。兵器工业集团为公司实控人，近年来依托兵器集团独有军贸业务优势以及海外矿产战略布局，公司积极进行“一带一路”海外业务建设，海外民爆业务行业领先。目前公司海外业务已辐射

纳米比亚、蒙古、刚果(金)、塞尔维亚、利比里亚、圭亚那等亚、非、拉、欧国家和地区，2024年上半年公司境外收入4.99亿元，同比增长49.76%。

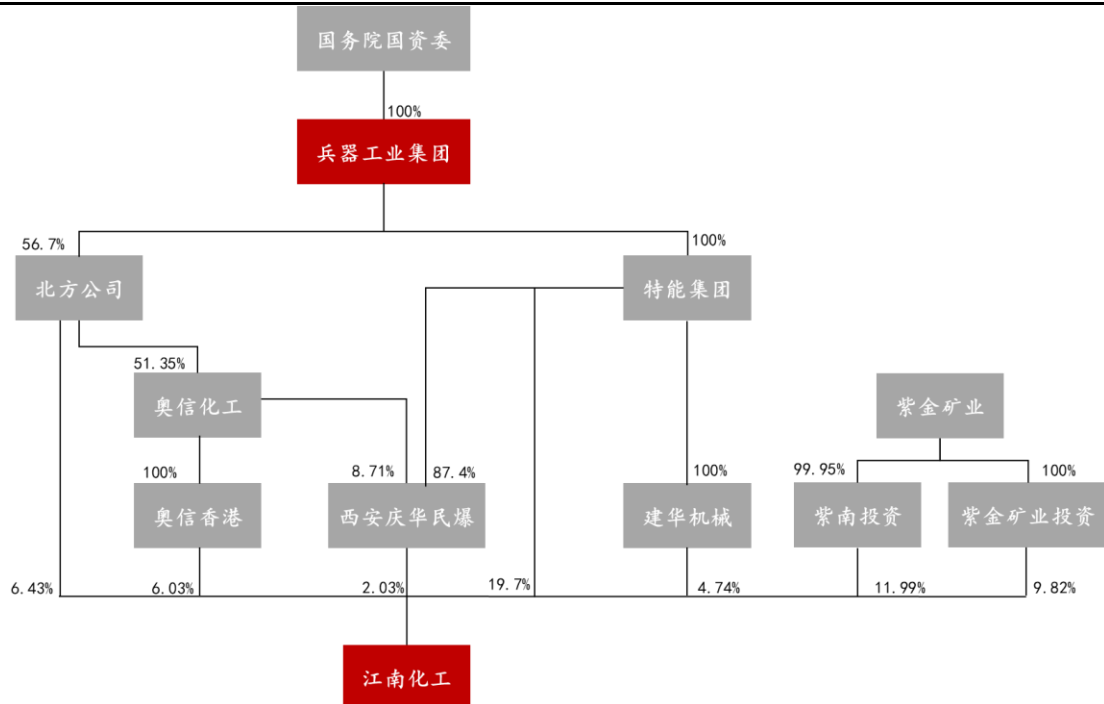
图表14:2021-2024H1 江南化工海外业务收入及增速



资料来源：，方正证券研究所

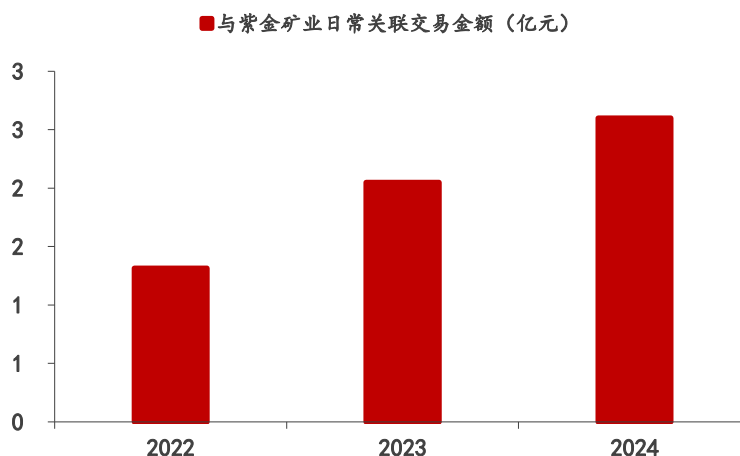
紫金矿业为二股东，协同效应显著。紫金矿业是公司第二大股东，合计持有公司21.81%的股份。煤炭、金属和非金属矿山的开采是民爆行业下游重要应用，而紫金矿业主要从事铜、金、锌等基本金属矿产资源和新能源矿产资源勘查与开发，与公司在民爆器材供应及爆破工程服务领域具有协同性。目前公司与紫金矿业在新疆区域及海外市场均有业务合作，其中与新疆紫金锌业的业务合作在紫金矿业2022年4月入股江南化工前已开展多年，2021-2023年公司与紫金矿业日常关联交易金额持续提升，2023年达1.6亿元，同比增加55.70%，协同效应凸显。

图表15:江南化工股权结构（截止2024年6月底）



资料来源：江南化工公告，方正证券研究所

图表16:2022-2024 年江南化工与紫金矿业日常关联交易金额



注：2024 年数据为预计发生金额；

资料来源：，方正证券研究所

2.3 广东宏大秉承对外扩张型并购战略

在矿服板块，2012 年 12 月公司以摘牌的方式取得涟邵建工 21.79%股权；2013 年 4 月又以自筹资金收购涟邵建工不低于 45.21%股权，此次收购完成后，公司对涟邵建工的持股比例增至 67%，同年 12 月公司对涟邵建工进行增资扩股，持股比例由 67%降至 51%，2015 年涟邵建工少数股东减资，公司持股比例增至 57.95%；2016 年，公司收购涟邵建工剩余 42.05%股权及新华都工程 100%股权，收购完成后新华都工程及涟邵建工成为公司全资子公司。其中，涟邵建工是一家以矿建工程、采矿工程为主营业务的矿山工程服务企业，在煤炭矿山建设领域有较高的知名度，且主要业务集中在地下开采施工，能够与公司露天开采主业形成互补；新华都工程主营矿山采剥工程服务，在有色矿山采剥工程领域有较高的知名度，长期承担全国最大的黄金矿山上杭紫金山金铜矿的开采任务，并先后承担了多个铜矿及铁矿的开采工作。收购涟邵建工及新华都工程，有助于公司延伸矿山采剥业务、扩大市场占有率，助力打造矿业一体化服务品牌，为公司矿服板块在行业内的领先地位奠定坚实基础。

图表17:收购前新华都工程及涟邵建工业绩指标情况

公司名称	业绩指标	2013	2014	2015
新华都工程	营业收入（万元）	62,062.81	64,464.35	68,468.41
	归母净利润（万元）	2265.75	1873.98	4669.88
	归母净利率	3.65%	2.91%	6.82%
涟邵建工	营业收入（万元）	74,816.49	90,874.14	93,468.86
	归母净利润（万元）	3,782.03	5,504.49	6,107.49
	归母净利率	5.06%	6.06%	6.53%

数据来源：广东宏大公告，方正证券研究所

在民爆板块，公司秉承做强做大民爆业务的规划，沿着省内、省外两大方向进行整合并购，提升产能规模。

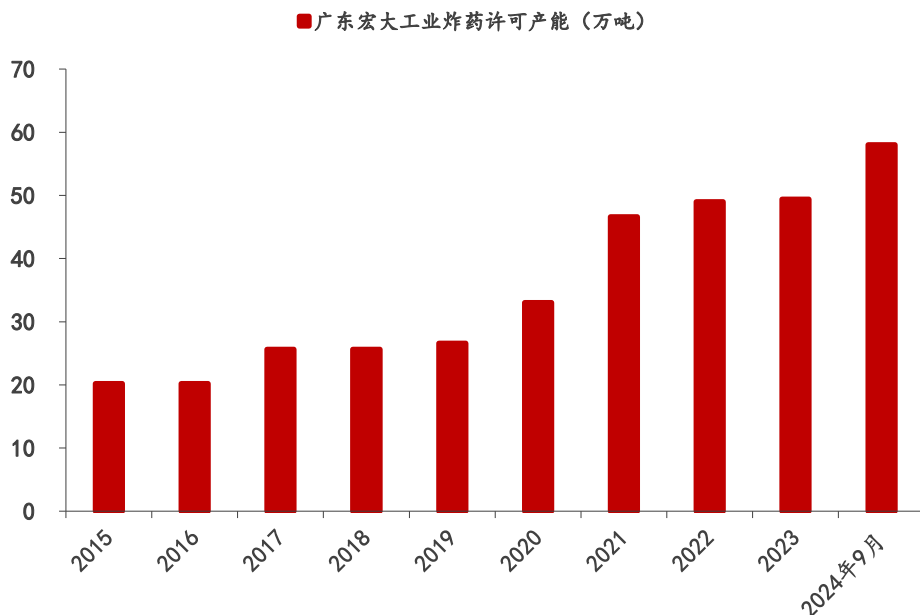
①在省内，截止 2017 年，广东共有八家民爆企业，合计炸药产能 14.3 万吨，其中四家在宏大体系内，宏大爆破当年拥有省内炸药产能 6.1 万吨。公司继续与省内其他民爆生产企业协商，整合区域民爆市场资源，2017 年 11 月，公司及控股

子公司永安民爆以现金合计出资 14280 万元增资并受让广东华威化工共计 43.07% 股权，2018 年 1 月公司与永安民爆又以股权受让及现金增资的方式取得广东省四〇一厂合计 77.89% 的股权。截止 2020 年 6 月底，广东省内市场基本完成整合，公司在广东省内拥有产能 13.4 万吨，公司炸药总产能提升至 26.6 万吨。

②在省外，公司通过外延并购方式围绕华北、西北等富矿带进行产能布局，2020 年 11 月公司以自有资金 25,500 万元收购内蒙古日盛民爆 51% 股权，2021 年 3 月公司现金出资 69,261.94 万元收购内蒙古吉安化工 46.17% 股权，2021 年 5 月公司以自有资金共计 17,010 万元收购酒钢兴安，本次收购后公司合并产能提升至 46.2 万吨，位列全国第二。2022-2023 年，公司暂无新产能整合落地，但通过产线技改、拆除产线及注销或合并生产许可证获得奖励产能等方式，将工业炸药许可产能提升至 49.4 万吨。2024 年公司继续收购步伐，4 月收购宜兴阳生 60% 股权，9 月以自有资金 15,300 万元收购青岛盛世普天 51% 股权，截止 2024 年 9 月，公司的合并炸药产能提升至 58 万吨。

2024 年 7 月 2 日，公司发布重大资产购买预案，拟以支付现金的方式向新疆农牧投购买其所持有的雪峰科技 21% 的股权，本次交易完成后，雪峰科技将成为广东宏大的控股子公司。雪峰科技是国内民爆一体化产业链较全的企业之一，民爆业务涵盖工业炸药、雷管、索类的“产、运、销”和工程爆破的“钻、爆、挖、运”，截至 2023 年末雪峰科技已拥有工业炸药产能 11.75 万吨/年，电子雷管产能 1,890 万发/年。目前雪峰科技收购工作正在积极推进中，后续随着控股雪峰科技的落地，广东宏大生产能力、生产规模、业务规模有望进一步扩大，同时公司在新疆地区的市场地位也有望得到进一步提升。

图表18:2015-2024 年 9 月广东宏大工业炸药产能情况



资料来源：广东宏大公告，方正证券研究所

图表19: 广东宏大近年来部分收购情况

时间	交易标的	收购情况	产能
2017 年 11 月	广东华威化工	公司及控股子公司永安民爆以现金合计出资 14280 万元，增资并受让广东华威化工共计 43.07% 股权。	3.1 万吨
2018 年 1 月	广东省四〇一厂	公司与控股子公司永安民爆以股权受让及现金增资的方式，取得广东省四〇一厂 77.89% 的股权，现金出资合计 11,760 万元。	1.2 万吨
2020 年 11 月	内蒙古日盛民爆	以自有资金 25,500 万元收购日盛民爆 51% 股权。	6.4 万吨
2021 年 3 月	内蒙古吉安化工	现金出资 69,261.94 万元收购吉安化工 46.17% 股权。	8.5 万吨
2021 年 5 月	甘肃兴安民爆	以自有资金共计 17,010 万元收购酒钢兴安 51% 股权。	4.7 万吨
2024 年 4 月	宜兴市阳生化工	收购宜兴市阳生化工 60% 的股权。	3.5 万吨
2024 年 9 月	青岛盛世普天	以自有资金 15,300 万元收购盛世普天 51% 股权。	4.5 万吨

数据来源：广东宏大公告，方正证券研究所

积极扩张助力业绩长周期稳定快速增长。收购后，公司顺利推进相关标的资源整合，发挥协同效应，连邵建工、新华都工程、华威化工及四〇一厂等标的均完成业绩承诺。此外，通过持续地外延式并购扩充产能，公司完成了富矿区域全面布局，叠加公司顺应民爆需求转移优化产能布局，最大程度发挥“矿山民爆一体化”优势，公司业绩实现长期稳健快速增长，2014-2023 年广东宏大民爆及矿服业务收入从 31.99 亿元增长至 112.17 亿元，CAGR 为 14.96%，长期保持较快业绩增速，且较其他可比公司更为平稳。

图表20: 新华都工程及连邵建工业绩承诺完成情况

		2015	2016	2017	2018
连邵建工	业绩承诺扣非归母净利润（万元）	6000	7000	8000	-
	实际完成扣非归母净利润（万元）	6,107.49	7,150.98	8,163.14	-
	完成率	101.79%	102.16%	102.04%	-
新华都工程	业绩承诺扣非归母净利润（万元）	-	6000	7200	8640
	实际完成扣非归母净利润（万元）	-	7,006.57	7,226.10	10,815.70
	完成率	-	116.78%	100.36%	125.18%

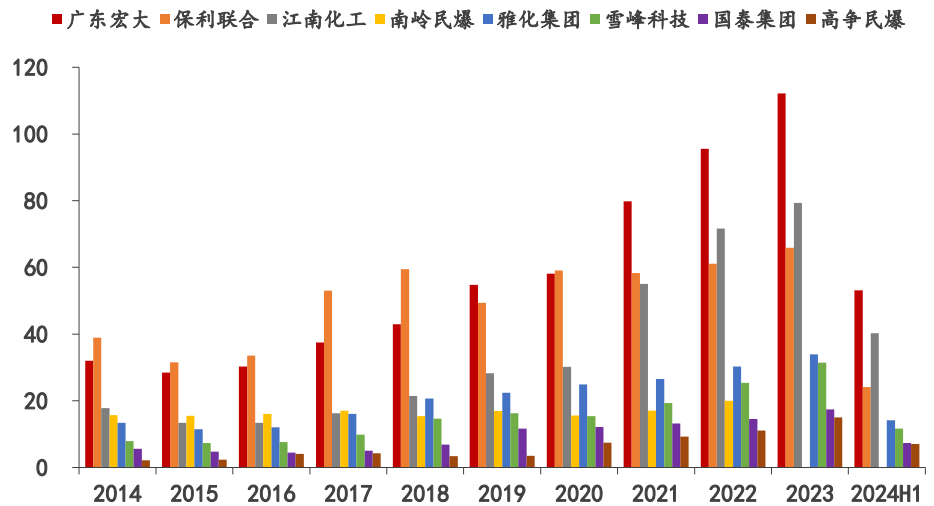
数据来源：广东宏大公告，方正证券研究所

图表21: 华威化工及四〇一厂业绩承诺完成情况

	业绩承诺	实际完成情况	完成率
华威化工	在 2017 年 8 月 1 日至 2020 年 7 月 31 日共三年承诺期间实现年均净利润不低于 2380 万元，即三年累计总额为 7,140 万元。	三年承诺期间净利润累积总额为 7,219.47 万元。	101.11%
四〇一厂	在 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间共三年承诺期间实现年均利润不低于 1,680 万元，即三年累计总额为 5,040 万元。	三年承诺期间净利润累积总额为 5,277.79 万元。	104.72%

数据来源：广东宏大年报，方正证券研究所

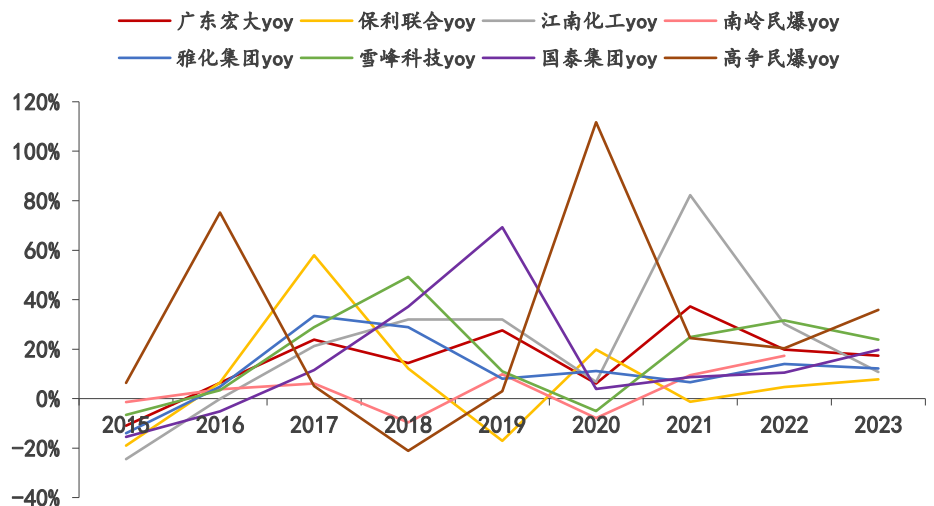
图表22:2014-2024H1 广东宏大及可比公司民爆及爆破服务收入（单位：亿元）



注：南岭民爆收入数据到2022年；

资料来源：，各公司公告，方正证券研究所

图表23:2015-2023 广东宏大及可比公司民爆及爆破服务收入增速情况



注：南岭民爆收入增速数据到2022年；

资料来源：，各公司公告，方正证券研究所

2.4 其他公司收并购梳理

（1）保利联合

2014年8月，久联集团、贵州省国资委与保利集团签订联合重组协议，同年12月，上市公司实控人变更为保利集团。为解决同业竞争问题，2018年12月，保利联合通过发行股份购买资产的方式，收购了控股股东保利久联集团下属的盘江民爆100%、开源爆破94.75%、银光民爆100%股权。交易完成后，盘江民爆、银光民爆成为上市公司全资子公司，开源爆破成为上市公司控股子公司，公司工业炸药的年许可生产能力增加19.35万吨，其中，在贵州、山东、新疆吐鲁番分别新增9.60万吨、9.35万吨及0.40万吨工业炸药许可产能，2018年总产能合计达到40.25万吨，跃居当年民爆行业第一，且公司产能的区域布局得到进一步拓展，从西部、中原地区拓展至山东等地。2020年12月，公司又以公开进场交易方式收购湖南金聚能公司65%股权，金聚能是行业唯一能提供炸药生产线、现场混装地面站、现场混装炸药车、地下装药车及爆破一体化技术装备和服务的公司，

收购后有助于进一步促进保利联合爆破工程服务一体化业务的发展。2021 年 12 月，公司通过公开摘牌方式现金收购河北国控持有的卫星化工 70%股权，卫星化工是河北省最大的雷管生产企业，拥有雷管生产许可产能 11250 万发，其中电子雷管许可产能 1300 万发，收购该标的有助于公司在华北的产能布局，并增加电子雷管产能、调整产品结构。

图表24: 盘江民爆、开源爆破及银光民爆业绩承诺完成情况（单位：万元）

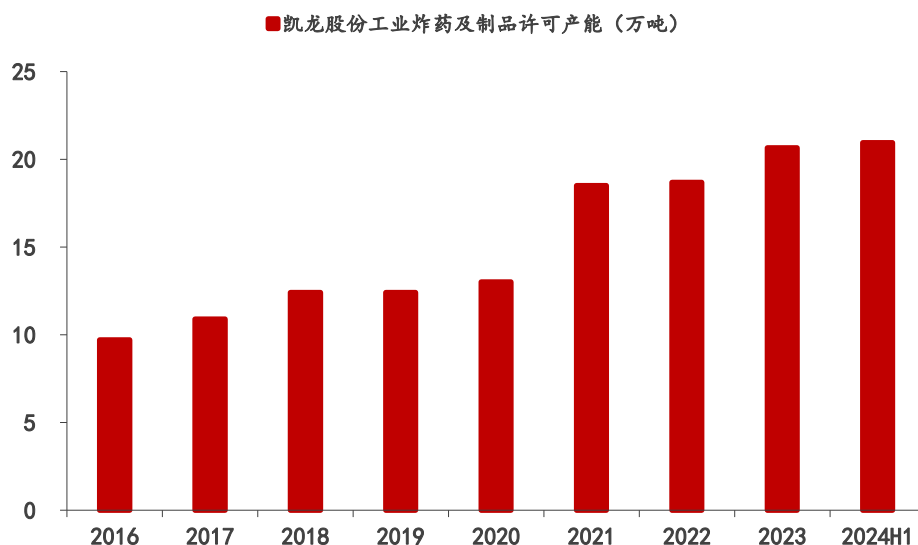
公司名称	项目	2018 年	2019 年	2020 年
盘江民爆	扣非归母净利润 承诺业绩数	4,795.27	5,051.98	5,217.54
	扣非归母净利润 实际完成数	4,828.00	4,754.53	5,541.72
	完成率	100.68%	94.11%	106.21%
开源爆破	扣非归母净利润 承诺业绩数	1,078.32	1,128.01	1,153.88
	扣非归母净利润 实际完成数	1,258.06	1,180.43	1,310.31
	完成率	116.67%	104.65%	113.56%
银光民爆	扣非归母净利润 承诺业绩数	3,949.16	4,264.50	4,549.02
	扣非归母净利润 实际完成数	3,944.80	3,988.72	4,386.19
	完成率	99.89%	93.53%	96.42%

数据来源：保利联合公告，方正证券研究所

（2）凯龙股份

凯龙股份的资产整合以横、纵双向扩展为主，其中，纵向向民爆行业的上下游拓展，投资设立和收购了多家民爆经营、爆破服务和危爆运输公司，实现生产、销售、爆破服务一体化经营；横向方面，公司持续加大兼并重组力度，整合扩大企业产能，2016-2024H1 公司工业炸药许可产能从 9.7 万吨提升至 20.95 万吨，目前已成为湖北省规模最大、全国排名前列的大型民爆生产企业。

图表25: 2016-2024H1 凯龙股份工业炸药许可生产能力



资料来源：凯龙股份公告，方正证券研究所

图表26: 近年来凯龙股份收购情况

时间	收购标的	收购情况	产能	备注
2016 年 4 月	毕节贵铃爆破	公司以现金方式收购贵州兴宙爆破、毕节贵铃爆破及贵州兴宙运输三家公司股东所持有的各自公司 51% 的股权, 交易金额合计为 4,080 万元。	-	2022 年采用吸收合并模式, 将贵铃爆破并入同属贵州毕节地区的控股子公司兴宙爆破。
2016 年 4 月	贵州兴宙爆破		-	-
2016 年 4 月	贵州兴宙运输		-	-
2016 年 8 月	贵州万和爆破	以现金方式收购贵州万和爆破、贵州和兴运输两家公司股东所持有的各自公司 51% 的股权, 交易金额合计为 3,060 万元。	-	-
2016 年 8 月	贵州和兴运输		-	-
2017 年 1 月	吴忠市安盛民爆	以自有资金方式收购吴忠市安盛民爆及吴忠市天力民爆两家公司股东所持有的各自公司 85% 的股权, 交易金额合计为 15,300 万元。	1.2 万吨	2020 年注销安盛民爆并将产能全部转移至凯龙股份后, 工信部奖励 0.1 万吨现场混装炸药产能。
2017 年 1 月	吴忠市天力民爆		-	-
2017 年 1 月	贵定县顺翔运输	以现金方式收购贵定县顺翔危险货物运输有限公司股东周荣光所持有的 51% 股权, 交易金额为 969.34 万元。	-	-
2017 年 6 月	黔南州安平泰爆破	以现金方式收购黔南州安平泰公司股东刘明军所持有的该公司 51% 的股权, 交易金额为 2090.66 万元。	-	-
2017 年 7 月	荆门市强锐爆破	以现金方式收购荆门东方置业持有荆门强锐爆破 51% 的股权, 荆门凯龙支付股权转让款 224.4 万元。	-	-
2017 年 8 月	京山京安工程爆破	以现金的方式收购自然人黄霞清、谢经军持有京安爆破 51% 的股权, 凯龙爆破支付股权转让价款为 714 万元。	-	-
2018 年	东海明达化工	以 2,900 万元 (不含税) 现金收购江苏东海明达化工全套年产 9,000 吨乳化炸药工艺技术及设备。	0.9 万吨	2018 年转移明达化工 0.9 万吨产能至公司本部, 工信部奖励 0.6 万吨现场混装炸药产能。
2018 年 12 月	宁夏洪兴运输	以不超过 388 万元现金方式收购宁夏吴忠市洪兴运输股东持有的 100% 股权, 该股权转让完成后, 洪兴运输成为吴忠安盛的全资子公司。	-	-
2020 年 4 月	凌河化工	以现金的方式受让葫芦岛凌河化工股东不低于 60% 的股权。	1.4 万吨	2020 年注销凌河化工并将产能全部转移至凯龙股份后, 工信部奖励 0.2 万吨现场混装炸药产能。
2020 年 9 月	天宝化工	2019 年 12 月, 公司与天宝化工及其子公司签署《合作协议》, 支付合计 1 亿元的资产预付款用于购买天宝化工民用爆破器材生产线、新疆天宝化工起爆具生产线及新疆天宝混装混装炸药生产线, 截至 2020 年 9 月底已完成工商变更手续, 公司持有天宝化工 40.72% 股权。2020 年 10 月, 公司又收购部分天宝化工股权, 合计持股比例 59.08%, 已达到控制天宝化工的目的。	4.5 万吨	2023 年注销山东天宝及山东凯乐, 并将产能全部转移至公司民用爆炸物品生产许可证后, 工信部奖励 0.4 万吨现场混装炸药产能。
2021 年 4 月	山东凯乐	以现金方式收购 22 名自然人股东所持有山东凯乐化工注册资本 90% 的股权。	2.84 万吨	

2022 年 5 月	马克西姆化工 (山东)	受让马克萨姆所持有马克西姆 56.73% 股权。	工业炸药 1 万吨, 工业雷管 6,000 万发	2022 年拆除马克西姆年产 1 万吨水胶炸药生产线; 拆除年产 2000 万发工业电雷管、年产 4000 万发导爆管雷管和年产 12000 万米塑料导爆管生产线, 并撤销工业雷管生产点; 注销马克西姆民用爆炸物品生产许可证, 上述工业炸药拆线、撤点工信部一并给予 0.6 万吨现场混装炸药产能支持。
2024 年 8 月	君安爆破	以自有资金 15,821.44 万元收购 4 名自然人股东所持有君安爆破注册资本 51% 的股权。	-	-

数据来源: 凯龙股份公告, 方正证券研究所

(3) 雅化集团

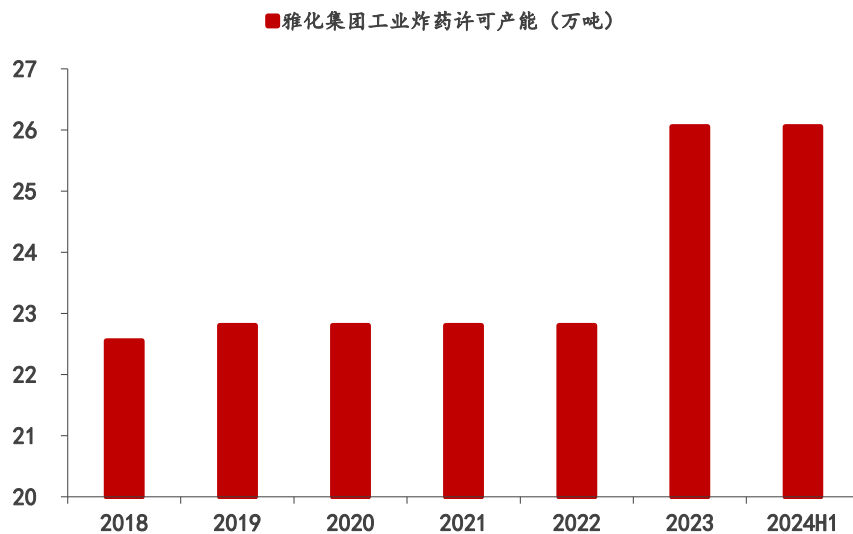
公司前瞻性布局, 2011 年以来多次对民爆产能进行并购整合, 主要集中在四川、内蒙古等地区, 并且向产业链下游延伸, 收购多家爆破工程企业, 推动相关区域爆破一体化业务的开展, 有助于与公司原有产能布局形成优势互补、协同发展, 夯实区位优势。截止 2024 年 6 月底, 公司拥有炸药生产许可产能 26.05 万吨, 产能规模处于行业前列, 且 2023 年公司将旗下所有民爆业务公司全部整合为雅化民爆集团, 有助于民爆业务独立发展、更专业地实现并购整合和扩张。

图表27: 近年来雅化集团收并购情况

时间	收购标的	收购情况	产能
2011 年 4 月	内蒙古柯达化工	用部分超募资金收购内蒙古柯达化工自然人股东股权, 柯达化工保证自然人股东转让给雅化集团的股权总额不少于柯达化工现有股权的 51%, 全部股权 (100%) 的转让价格不超过 34,100 万元。	3.8 万吨
2012 年 8 月	四川凯达化工	用“新型乳化剂建设项目专户”存储资金 (含利息)、超募资金专户资金 (含利息) 和公司自有资金收购四川凯达化工股东转让的股权, 雅化集团共受让凯达化工股权 79.81%, 加上原已持有的 11.99% 股权, 共计持有凯达化工 91.80% 的股权。	4.7 万吨
2013 年 1 月	包头资盛民爆	控股子公司柯达化工以自有资金收购包头资盛民爆不超过 75% 股权, 收购资金不超过 5,475 万元, 收购完成后, 柯达公司控股资盛民爆。	-
2013 年 2 月	泸州安翔民爆	用自筹资金收购泸州安翔民爆 45.36% 的股权, 支付资金不超过人民币 3,720 万元, 收购完成后, 雅化集团直接持有安翔民爆 47.86% 的股权, 加上控股子公司凯达化工所持 3.5% 的股权, 雅化集团合计持有安翔民爆 51.36% 的股权。	-
2013 年 12 月	新西兰红牛火药及红牛矿服	公司与深圳金奥博共同出资收购新西兰红牛火药及红牛矿服部分股权, 其中雅化集团持有 70% 股权, 金奥博公司持有 10% 股权。2015 年 3 月, 金奥博将其所持红牛公司 10% 的股权转让给公司, 受让该股权后, 公司直接持有红牛公司 80% 的股权。	-
2014 年 6 月	内蒙古佳成爆破	柯达化工用自筹资金 1950 万元收购内蒙古佳成爆破 65% 的股权。	-
2017 年	山西金恒化工	2017 年 3 月, 通过竞拍持有金恒集团 36.71% 股权, 同年 5 月通过增资持有金恒集团 51% 股权, 同年 12 月再次增资扩股持有 76.10% 股权。2024 年 9 月, 以自有资金人民币 5,500 万元收购金恒公司 23.90% 的股权, 收购完成后, 持有金恒公司 100% 股权。	5.5 万吨
2021 年 3 月	长春吉阳工业	以自有资金 8,250 万元收购长春吉阳工业 75% 的股权。	-
2023 年 7 月	四川通达公司	以自有资金 16,320 万元收购四川通达公司 51% 的股权。	3.3 万吨

数据来源: 雅化集团公告, 方正证券研究所

图表28:2018-2024H1 雅化集团工业炸药许可生产能力



资料来源：雅化集团公告，方正证券研究所

（4）壶化股份

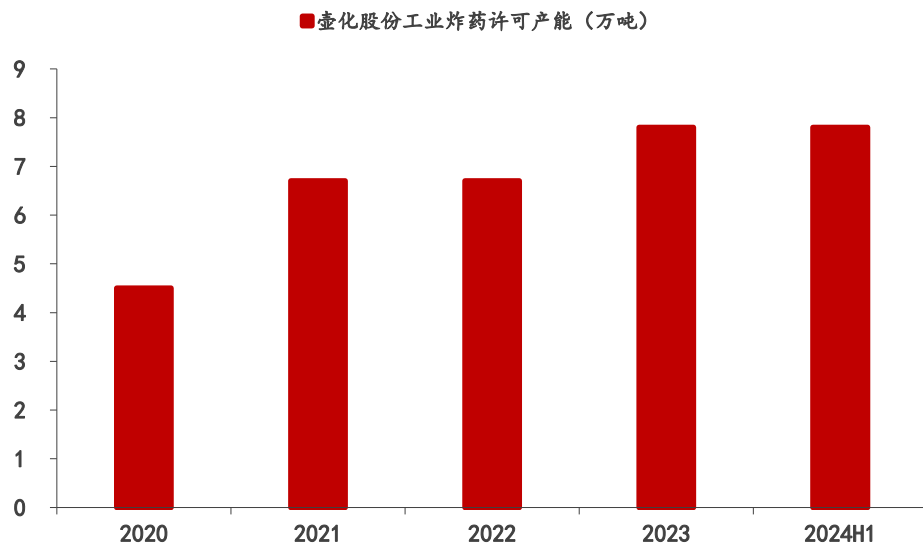
公司自 2020 年上市以来，主要围绕山西省内及周边地区进行产能布局，先后收购省内民爆企业全盛化工与阳泉民爆以及邻近省份企业河北安顺化工。截止 2023 年 12 月底，公司控股的民爆生产点增加至 6 个，炸药总产能增加至 7.8 万吨，企业规模得到进一步扩大，省内及周边地区市场占有率得到进一步提升，区位优势有所夯实。

图表29:近年来壶化股份收并购情况

时间	收购标的	收购情况	产能
2021 年 1 月	弘合民爆	以自有资金合计 400 万元人民币收购虹光化工持有的甘孜州弘合民爆 5%股权。	-
2021 年 2 月	山西全盛化工	以自有资金合计 5,200 万元人民币收购东昌实业持有的山西全盛化工 26%股权，控股子公司盛安科技以自有资金合计 5,000 万元人民币收购东昌实业持有的全盛化工 25%股权，本次交易完成后，公司及控股子公司合计持有全盛化工 51%股权。	2 万吨
2023 年 8 月	安顺化工	以人民币 1.16 亿元的成交价竞得邯郸市安顺化工 100%股权。	1.1 万吨
2023 年 12 月	阳泉民爆	以人民币 1,207.78 万元竞得阳泉民爆 100%股权。	-

数据来源：壶化股份公告，方正证券研究所

图表30:2020-2024H1 壶化股份工业炸药许可生产能力



资料来源：壶化股份公告，方正证券研究所

（5）金奥博

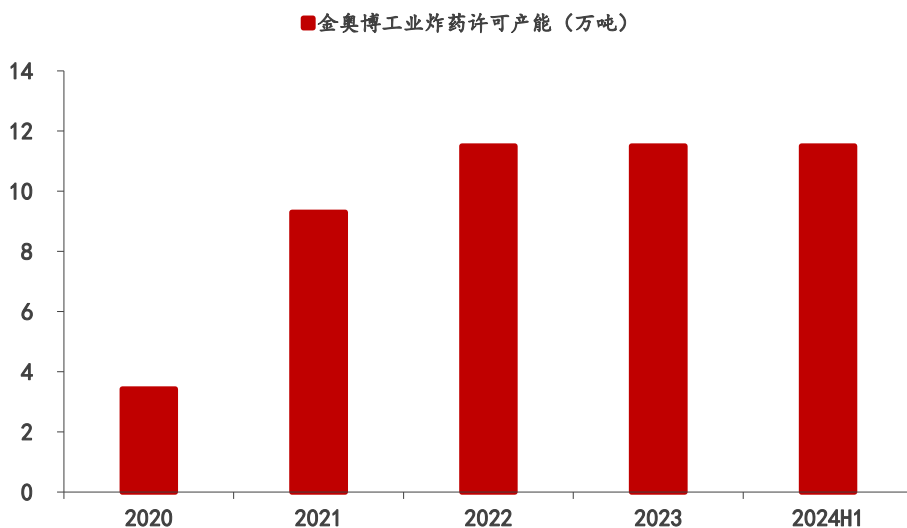
2017 年上市以来，公司顺应国家行业政策，通过收购、并购、重组等多种方式整合产业链资源，扩大公司的民爆板块业务规模。公司先后并购重组了江苏天明化工、山东圣世达、京煤集团有关民爆资产及山东泰山民爆等民爆生产企业，截止 2024 年 6 月底，公司合计拥有工业炸药许可产能 11.5 万吨，产能区域覆盖山东省、江苏省、河北省等邻近省份，助力公司建立区域优势，进一步提升综合竞争能力。

图表31:近年来金奥博收并购情况

时间	收购标的	收购情况	产能
2018 年 4 月	江苏天明化工	以自有资金人民币 3,180 万元现金出资收购江苏天明化工 60%股权。	1.63 万吨
2020 年 3 月	山东圣世达	通过现金方式以人民币 16,968.23 万元购买山东圣世达 99.81%股权。	1.8 万吨
2021 年 7 月	河北太行及其子公司	公司与北京京煤集团共同出资成立合资公司，其中公司以现金方式进行出资，京煤集团以持有的河北京煤太行 100%的股权进行出资；出资完成后，公司持有合资公司 51%的股权，京煤集团持有合资公司 49%的股权。	工业炸药产能 7.6 万吨、工业雷管 3000 万发
2021 年 12 月	天津泰克顿	公司控股子公司金奥博京煤通过公开摘牌方式参与竞拍收购天津泰克顿 73.61%股权，成交价格为人民币 3,991.84 万元。	-
2022 年 1 月	泰山民爆	公司控股子公司山东圣世达通过公开摘牌方式竞得山东泰山民爆 52.77%股权和 83,95.68 万元债权，泰山民爆成为山东圣世达的控股子公司。	工业电雷管 5350 万发、电子雷管 50 万发
2022 年 3 月	银光科技	公司控股子公司山东圣世达使用自有资金人民币 7,100 万元购买银光科技 5000 万发雷管生产线及相关资产。	雷管 5000 万发

数据来源：金奥博公告，方正证券研究所

图表32:2020-2024H1 金奥博工业炸药许可生产能力



资料来源：金奥博公告，方正证券研究所

3 投资关注民爆并购重组三条主线

我们预计未来民爆行业集中度有望呈现加速提升态势，其中并购重组为行业集中度提升的重要推手之一，民爆板块并购重组潜在方向有三：同一实控人或同集团内同业竞争问题的解决、政策支持下各家企业对外并购扩充产能、矿服民爆一体化拓展。

3.1 方向一：同一实控人或同集团内同业竞争问题的解决

（1）江南化工与庆华民爆、奥信化工的重组

截至2024年9月，江南化工与特能集团下属庆华民爆、北方公司下属奥信化工海外项目还存在同业竞争，有待整合。其中，庆华民爆产品主要包括工业电雷管、导爆管雷管、电子雷管、特殊用途爆破器材等四大系列品种，截止2021年6月，庆华民爆拥有工业雷管生产许可能力18000万发，其中工业电雷管6200万发、电子雷管1000万发、导爆管雷管10000万发、地震勘探电雷管800万发，同时拥有增雨防雹火箭弹许可能力2万发，塑料导爆管7500万米；奥信化工主要从事民用爆破器材与化工产品研发、进出口以及民用爆破工程服务等业务，拥有Nitro Sibir Australia Pty Limited、奥信厄瓜多尔、奥信几内亚和中刚开发四家海外控股子公司，国外工业炸药设计产能将近30万吨。按照兵器工业集团及特能集团关于消除同业竞争的承诺，2025年12月底前须完成相关民爆资产在江南化工的注入，目前庆华民爆及奥信化工的整合正按计划积极推进中，注入后有望提升公司电子雷管产能，并夯实海外民爆业务实力，进一步巩固公司行业领先地位。

图表33: 庆华民爆及奥信化工基本情况

公司名称	公司简介	公司产品	产能情况
庆华民爆	公司主要从事民爆器材研发、生产和销售，是陕西省高新技术企业。	主要产品包括工业电雷管、导爆管雷管、电子雷管、特殊用途爆破器材等四大系列品种。	截止 2021 年 6 月，庆华民爆拥有工业雷管生产许可能力 18,000 万发，其中工业电雷管 6,200 万发、电子雷管 1,000 万发、导爆管雷管 10,000 万发、地震勘探电雷管 800 万发，同时拥有增雨防雹火箭弹许可能力 2 万发，塑料导爆管 7,500 万米。
奥信化工	公司是北方工业旗下从事民爆产业国际经营及矿山服务一体化业务的专业化公司。	能够为客户提供从民爆原材料、炸药及爆破器材的研发、生产、供应到穿孔爆破服务、矿山产品贸易及矿业服务全产业链、全方位的一体化解决方案。	国外工业炸药设计产能将近 30 万吨。

数据来源：江南化工公告，方正证券研究所

(2) 易普力与天长民爆、辽源卓力的重组

易普力在与南岭民爆重组时，因天长民爆、辽源卓力存在较多资产权属瑕疵，不具备注入南岭民爆的条件，易普力将其所持天长民爆、辽源卓力股权剥离至葛洲坝，目前辽源卓力已停止经营活动，天长民爆的许可可能在宁夏范围内。依据中国能建同业竞争承诺，将采取注销关停、或在满足注入条件后五年内择机转让给易普力及/或其实际控制的子公司、或与中国能建无关联关系的第三方等方式彻底消除同业竞争，目前葛洲坝集团已将其控股的天长民爆、辽源卓力委托易普力管理，未来存在注入预期。

(3) 保利联合与保利民爆、保利化工的重组

保利联合与控股股东保利久联下属的保利民爆和保利化工存在同业竞争关系，其中，保利民爆从事民爆产品的出口业务及可移动民用爆炸物品库生产、销售业务，并通过下属子公司从事民爆产品生产及销售业务、爆破及工程施工业务；保利化工从事对外投资及投资管理业务，且通过境外子公司保利阳光化工和矿山服务有限公司在海外从事民爆产品生产线的投资及运营。据保利久联前期承诺，待保利民爆、保利化工两家公司连续两年扣非归母净利润为正且满足注入条件（标的企业资产权属明晰，无重大法律纠纷等重大障碍）时，将在满足上述条件之日起一年内启动资产注入程序。2024 年 9 月证监会发布并购重组六大措施，对有助于补链强链和提升关键技术水平未盈利资产的收购持支持态度，后续两家企业的注入速度或有望加快。

图表34: 保利民爆及保利化工 2019-2022 年 1-3 月主要业绩指标情况

	业绩指标	2019	2020	2021	2022 年 1-3 月
保利民爆	营业收入（万元）	43,537.24	54,954.43	58,570.17	11,371.52
	净利润（万元）	-2,759.98	-4,896.09	-2,888.19	-1,327.44
保利化工	营业收入（万元）	68.04	-	7.12	-
	净利润（万元）	-694.39	-1,133.72	-1,074.02	-205.32

注：2020-2022 年保利化工业绩主要受疫情影响；

数据来源：保利联合公告，方正证券研究所

(4) 雪峰科技与广东宏大民爆资产的重组

2024年7月2日，广东宏大发布重大资产购买预案，拟以支付现金的方式向新疆农牧投购买其所持有的雪峰科技21%的股权，交易完成后，雪峰科技将成为广东宏大的控股子公司。雪峰科技及广东宏大均为民爆矿服一体化企业，业务相似，在收购落地后将存在同业竞争问题，为解决同业竞争，广东宏大承诺以资产置换、现金转让或以资产认购股份等方式，将公司及下属企业民爆业务相关资产注入雪峰科技或其下属企业。

3.2 方向二：政策支持下各家企业对外并购扩充产能

民爆行业十四五发展规划以深化供给侧结构性改革为主线，提出十四五期间要将民爆集团企业数量从76家压减至50家，培育3至5家有较强行业带动力与国际竞争力的龙头企业，加快推动民爆行业进一步集中。在此背景下，各民爆优势企业纷纷顺应政策，积极实施兼并重组，扩大产能规模，巩固自身行业地位。易普力、广东宏大等公司均设立到“十四五”末工业炸药许可产能达到100万吨或产能达到行业第一的战略目标，截止2024年6月底，易普力及广东宏大工业炸药产能分别为52.15、53.3万吨，分别位居行业第三、第二。易普力前期与南岭民爆进行重大资产重组，目前二者的业务关系已梳理完毕，预计公司后续将加大投资并购力度，广东宏大近年来收购节奏果断积极，产能持续扩充。预计后续在民爆优势企业为满足区域补齐和规模扩张需求对外兼并整合的过程中，以易普力、广东宏大、江南化工等为代表的头部企业将进一步加快兼并速度，抢占市场份额，巩固行业优势地位。

此外，为减少危险厂点和危险源，在重组整合过程中工信部对实施拆除生产线、撤销生产厂点的企业，会结合市场需求给予一定的现场混装炸药产能支持，民爆企业选择实质性重组整合、实施拆线撤点减证，也有助于自身混装炸药产能占比的提升，以及工业炸药许可生产能力的进一步扩大。

3.3 方向三：进行矿服民爆一体化拓展

矿山爆破一体化服务模式能够同时兼顾民爆及矿服业务，实现了民爆产品及器材“产、运、销”和工程爆破“钻、爆、挖、运”环节的无缝衔接，有效降低爆破事故发生的安全隐患，国家政策大力推动民爆企业由生产型向生产服务型转变，一体化经营模式成为我国民爆行业发展的主要方向。民爆矿服一体化模式覆盖从合成氨、硝酸铵等原材料，到民用爆破器材产品、工程爆破服务，再到矿山开采等多个产业链环节，为响应民爆行业科技研发、生产、销售、爆破服务一体化的趋势，并夯实竞争实力，各民爆企业将沿着产业链上下游纵向延伸，产业链上下游资产均有重组预期。

此外，矿服须具备矿山工程施工总承包、爆破作业单位许可等多项工程施工资质。其中，矿山工程施工总承包资质分为特级、一级、二级、三级，不同等级资质对企业的资信能力、主要人员职称及数量、企业工程业绩等指标均有不同程度的要求；营业性爆破作业单位资质等级由高到低分为一级、二级、三级、四级，各级资质对企业的资信能力、承担爆破作业项目的等级及数量、主要人员职称及数量、核心设备等指标也有较高要求。因此，矿山工程施工总承包、爆破作业单位许可等资质的获取均具有一定门槛，原不从事矿服业务的民爆企业或倾向于通过收并购完成民爆矿服一体化布局。

图表35: 矿山工程施工总承包资质标准

资质等级	标准		
	企业资质能力	企业主要人员	企业工程业绩
特级资质	(1) 企业注册资本金 3 亿元以上。 (2) 企业净资产 3.6 亿元以上。 (3) 企业近三年上缴建筑业营业税均在 5000 万元以上。 (4) 企业银行授信额度近三年均在 5 亿元以上。	(1) 企业经理具有 10 年以上从事工程管理工作经历。(2) 技术负责人具有 15 年以上从事工程技术管理工作经历, 且具有工程序列高级职称及一级注册建造师或注册工程师执业资格; 主持完成过两项及以上施工总承包一级资质要求的代表工程的技术工作或甲级设计资质要求的代表工程或合同额 2 亿元以上的工程总承包项目。 (3) 财务负责人具有高级会计师职称及注册会计师资格。(4) 企业具有注册一级建造师 50 人以上。(5) 企业具有本类别相关的行业工程设计甲级资质标准要求的专业技术人员。	近 10 年承担过下列 7 项中的 3 项以上或 1-5 项中某一项的 3 倍以上规模工程的工程总承包、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; (6) 10000 米以上巷道工程及 100 万吨以上尾矿库工程; (7) 单项合同额 3000 万元以上矿山主体工程。
一级资质	净资产 1 亿元以上。	(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。	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。
二级资质	净资产 4000 万元以上。	(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。	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。
三级资质	净资产 800 万元以上。	(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。	-

数据来源:《建筑业企业资质标准》、《施工总承包企业特级资质标准》, 方正证券研究所

图表36:营业性爆破作业单位各级资质条件

资质等级	基本要求	特别要求
一级		1) 有或租用经安全评价合格的民用爆炸物品专用仓库; 2) 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; 3) 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; 4) 技术负责人具有理学、工学学科范围高级技术职称, 有 10 年及以上爆破作业项目技术管理工作的经历, 且主持过的 A 级爆破作业项目的设计施工不少于 5 项, 或 B 级及以上爆破作业项目的设计施工不少于 10 项; 5) 具有理学、工学学科范围技术职称的工程技术人员不少于 30 人 (其中, 高级爆破工程技术人员不少于 9 人, 中级爆破工程技术人员不少于 6 人), 爆破员不少于 10 人, 安全员不少于 2 人, 保管员不少于 2 人; 6) 有钻孔机、空压机、测振仪、全站仪等爆破施工机械及检测、测量设备。
二级	爆破作业单位应具备下列条件: 1) 从事的爆破作业属于合法的生產活动; 2) 有健全的安全管理制度和岗位安全责任制; 3) 设置技术负责人、项目技术负责人、爆破员、安全员和保管员等岗位, 并配备相应人员。	1) 有或租用经安全评价合格的民用爆炸物品专用仓库; 2) 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; 3) 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; 4) 技术负责人具有理学、工学学科范围高级技术职称, 有 7 年及以上爆破作业项目技术管理工作的经历, 且主持过的 B 级及以上爆破作业项目的设计施工不少于 5 项, 或 C 级及以上爆破作业项目的设计施工不少于 10 项; 5) 具有理学、工学学科范围技术职称的工程技术人员不少于 20 人 (其中, 高级爆破工程技术人员不少于 6 人, 中级爆破工程技术人员不少于 4 人), 爆破员不少于 10 人, 安全员不少于 2 人, 保管员不少于 2 人; 6) 有钻孔机、空压机、测振仪、全站仪等爆破施工机械及检测、测量设备。
三级		1) 有或租用经安全评价合格的民用爆炸物品专用仓库; 2) 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; 3) 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; 4) 技术负责人具有理学、工学学科范围高级技术职称, 有 5 年及以上爆破作业项目技术管理工作的经历, 且主持过的 C 级及以上爆破作业项目的设计施工不少于 5 项, 或 D 级及以上爆破作业项目的设计施工不少于 10 项; 5) 具有理学、工学学科范围技术职称的工程技术人员不少于 10 人 (其中, 高级爆破工程技术人员不少于 3 人, 中级爆破工程技术人员不少于 2 人), 爆破员不少于 10 人, 安全员不少于 2 人, 保管员不少于 2 人; 6) 有钻孔机、空压机、测振仪、全站仪等爆破施工机械及检测、测量设备。
四级		1) 有或租用经安全评价合格的民用爆炸物品专用仓库; 2) 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; 3) 技术负责人具有理学、工学学科范围中级及以上技术职称, 有 3 年及以上爆破作业项目技术管理工作的经历; 4) 具有理学、工学学科范围技术职称的工程技术人员不少于 5 人 (其中, 中级爆破工程技术人员不少于 2 人, 初级爆破工程技术人员不少于 1 人), 爆破员不少于 10 人, 安全员不少于 2 人, 保管员不少于 2 人; 5) 有钻孔机、空压机、测振仪、全站仪等爆破施工机械及检测、测量设备。

数据来源:《爆破作业单位资质条件和管理要求》, 方正证券研究所

4 投资建议

产业政策支持民爆行业集中度提升, 民爆十四五发展规划提出到 2025 年民爆生产企业 CR10 须大于 60%, 多家民爆头部企业纷纷响应政策进行兼并重组, 整合后协同效应突出。2024 年 9 月, 证监会发布相关措施支持传统行业上市公司加大资源整合、合理提升产业集中度, 金融政策及产业政策达成共振, 预计民爆行业集中度有望加速提升, 从并购重组角度强烈推荐易普力、广东宏大等具备规模实力、有潜力引领行业集中度提升、历史上有并购重组成功案例落地的行业龙头企业, 关注需解决同业竞争, 有资产注入预期的江南化工、雪峰科技等。

图表37:民爆行业估值表

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002096.SZ	易普力	159.77	6.34	7.58	8.89	10.17	25.20	21.08	17.97	15.71
002683.SZ	广东宏大	180.88	7.16	8.18	9.63	11.17	25.26	22.11	18.78	16.19
002226.SZ	江南化工	116.02	7.73	9.25	10.55	11.76	15.01	12.54	11.00	9.87
002037.SZ	保利联合	40.31	-6.62	-	-	-	-6.09	-	-	-
002497.SZ	雅化集团	110.88	0.40	6.85	11.47	15.97	275.71	16.18	9.67	6.94
603977.SH	国泰集团	78.28	3.05	3.47	4.16	5.39	25.70	22.57	18.81	14.53
002783.SZ	凯龙股份	40.23	1.75	-	-	-	22.94	-	-	-
603227.SH	雪峰科技	85.52	8.54	7.96	9.07	10.07	10.02	10.74	9.43	8.49
003002.SZ	壶化股份	40.58	2.05	-	-	-	19.83	-	-	-
002360.SZ	同德化工	19.77	4.38	-	-	-	4.51	-	-	-
002917.SZ	金奥博	30.42	1.02	1.75	2.81	3.85	29.92	17.43	10.83	7.91
002827.SZ	高争民爆	85.89	0.98	1.23	2.00	3.25	87.86	69.76	42.99	26.46

注：总市值选取 2024/10/15 收盘价，易普力、广东宏大归母净利润及 PE 为方正证券预测，其他公司归母净利润及 PE 选取 wind 一致预期；

数据来源： ，方正证券研究所

5 风险提示

- (1) 并购整合不及预期的风险。
- (2) 市场竞争加剧风险。
- (3) 宏观环境不及预期的风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为 C3 及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

评级说明：

类别	评级	说明
公司评级	强烈推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有20%以上的涨幅。
	推荐	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的涨幅。
	中性	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数在-10%和10%之间波动。
	减持	分析师预测未来12个月内相对同期基准指数有10%以上的跌幅。
行业评级	推荐	分析师预测未来12个月内行业表现强于同期基准指数。
	中性	分析师预测未来12个月内行业表现与同期基准指数持平。
	减持	分析师预测未来12个月内行业表现弱于同期基准指数。
基准指数说明		A股市场以沪深300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普500指数为基准。

方正证券研究所联系方式：

北京：西城区展览馆路 48 号新联写字楼 6 层

上海：静安区延平路71号延平大厦2楼

深圳：福田区竹子林紫竹七道光银行大厦31层

广州：天河区兴盛路12号楼隼峰苑2期3层方正证券

长沙：天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层

网址：<https://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com