

民爆行业深度报告：供需双轮驱动，民爆景气上行——系列深度之一

评级：推荐(维持)

李永磊(证券分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

杨丽蓉(证券分析师)

S0350524090008

yanglr@ghzq.com.cn

于畅(联系人)

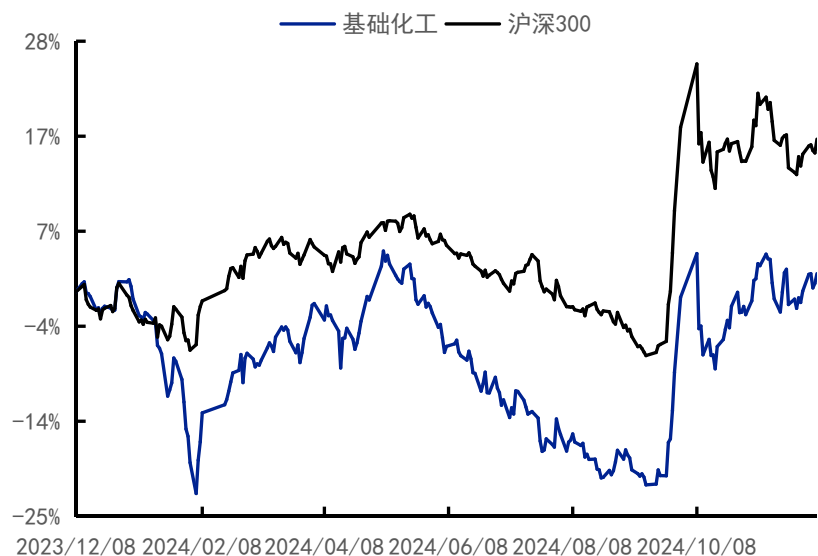
S0350124080008

yuc02@ghzq.com.cn

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

最近一年走势



沪深300表现

表现	1M	3M	12M
基础化工	-7.8%	-5.4%	-7.0%
沪深300	-3.2%	-4.9%	12.8%

相关报告

《基础化工行业周报：原油、丁二烯价格上涨，华鲁恒升己二酸装置投产（推荐）*基础化工*李永磊，董伯骏》——2024-12-15

《基础化工行业周报：制冷剂、丙烯酸及酯价格上涨，《2025年关税调整方案》降低乙烷进口关税（推荐）*基础化工*李永磊，董伯骏，杨丽蓉》——2024-12-29

《化工新材料产业周报：英伟达初步敲定G300订单配置，蓝箭航天获国家9亿元投资（推荐）*基础化工*李永磊，董伯骏，陈云》——2024-12-29

《库存周期向上，价值和顺周期齐飞——2025年化工策略报告（推荐）*基础化工*董伯骏，李永磊》——2024-12-26

《新材料产业周报：深圳出台18条措施支持人工智能产业发展（推荐）*基础化工*李永磊，董伯骏，李娟廷》——2024-12-23

重点公司代码	股票名称	2025/01/03	EPS			PE			投资评级
		股价	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
002683.SZ	广东宏大	25.48	0.94	1.13	1.32	21.31	22.63	19.27	未评级
002096.SZ	易普力	11.38	0.51	0.60	0.72	20.27	18.86	15.79	未评级
002226.SZ	江南化工	5.36	0.29	0.34	0.39	15.01	15.93	13.70	未评级
603227.SH	雪峰科技	8.30	0.80	0.74	0.85	8.66	11.18	9.81	未评级
002827.SZ	高争民爆	24.21	0.35	0.45	0.72	47.29	54.27	33.44	未评级
603977.SH	国泰集团	11.92	0.49	0.53	0.65	21.21	22.47	18.28	未评级
003002.SZ	壶化股份	21.75	1.02	0.69	1.61	14.84	31.75	13.53	未评级
002037.SZ	保利联合	7.10	-1.37	-	-	-	-	-	未评级
002783.SZ	凯龙股份	7.57	0.45	-	-	25.86	-	-	未评级
002917.SZ	金奥博	9.58	0.29	0.45	0.73	33.74	21.10	13.13	未评级
002360.SZ	同德化工	4.70	1.09	-	-	6.70	-	-	未评级

资料来源：，国海证券研究所
(注：以上为中信三级子行业民爆用品分类下的全部上市公司。未评级公司盈利预测来自一致性预期，统计日期截至2025年1月3日。2023年市盈率使用2023年12月31日收盘价计算。)

图表：工业炸药单位市值对应产能

上市公司	总市值（亿元）	许可产能(万吨)	权益产能(万吨)	权益产能/总市值（吨/万元）
保利联合	34.36	46.45	42.59	1.24
凯龙股份	37.83	20.95	19.61	0.52
江南化工	141.98	65.45	58.55	0.41
同德化工	18.88	6.80	6.80	0.36
易普力	141.16	52.15	47.39	0.34
广东宏大	193.65	53.30	38.39	0.20
国泰集团	74.05	17.40	13.38	0.18
壶化股份	43.50	7.80	6.72	0.15
高争民爆	66.82	2.20	1.40	0.02

资料来源：，各公司公告，各公司官网，各地政府官网，中国民爆信息微信公众号，各公司官方微信公众号，九江学院就业信息网，河西学院就业网，天眼查，爱企查，阿左旗工信局微信公众号，国海证券研究所
（注：总市值截至2025年1月3日，许可产能截至各公司2024年中报，权益产能按照各公司2024年中报所披露的子公司权益计算。）

◆ 供给端：产能严控，收并购机会涌现

- ✓ 民爆物品产能原则上不再增加。民爆行业原则上不新增民爆物品许可产能。民爆产能逐渐向我国西部地区转移。
- ✓ 民爆龙头企业将寻求更多收并购机会。由于产能受限+集中度政策性提升，中小企业面临整合退出压力。我们认为，在政策影响下行业集中度将不断提升，大型民爆一体化企业将逐渐主导市场。由于许可产能难以新增，民爆龙头企业将不断寻求收并购机会获取产能增量。建议关注易普力、广东宏大、江南化工。

◆ 需求端：矿价高位+一带一路+西部开发驱动民爆行业区域性快速增长

- ✓ 矿价走高激发矿山开采需求：民爆行业下游需求主要为矿山开采。2024年非金属矿（磷矿、萤石等）价格处于高位、有色金属价格呈走高趋势。矿价走高将拉动民爆行业富矿带短期内需求（新疆、西藏等）。
- ✓ 矿企出海带动民爆企业业绩提升：民爆企业跟随矿企，紧跟国家政策，参与“一带一路”建设，矿企出海步伐加快。民爆企业紧跟中资企业，为矿企提供矿山开采爆破服务，深入布局“一带一路”沿线的非洲、南美、东南亚等关键市场。建议关注：广东宏大、江南化工、易普力。
- ✓ 西部地区、江西省民爆行业增速显著：据中国民爆信息微信公众号，2024年1-11月，全国工业炸药产量呈正增长的省份有11个，其中，天津、青海、新疆炸药产量同比增幅超过20%，西藏、江西省炸药产量同比增速分别为14.15%、13.39%。需求主要由以下因素拉动：
 - ① 新疆地区煤炭战略拉动民爆需求：新疆十四五规划明确提出，在新疆建设国家大型煤炭煤电煤化工基地，实施“疆电外送”“疆煤外运”、现代煤化工重大工程，稳妥推进煤制油气战略基地建设等。我们预计2024-2026年新疆炸药总产量同比增长23.22%、12.46%、17.84%。建议关注：江南化工、广东宏大、雪峰科技；
 - ② 西藏铜矿、铁路+水电项目将分别拉动民爆行业短期、长期增长：按照西藏水电项目+川藏铁路+巨龙铜矿二期炸药新增需求量测算，我们预测西藏地区2024、2025、2026年炸药总产量预计同比增长8.79%、93.40%、24.11%。建议关注：高争民爆、广东宏大、易普力等；
 - ③ 江西浙赣粤运河拉动江西地区民爆需求：根据国泰集团公司公告，浙赣粤运河预计投资3200亿元，江西省占有60%的河段，被称为“世纪水运工程”。江西省“十四五”综合交通运输体系发展规划中提出，加快赣粤运河前期工作，力争“十四五”开工建设。我们认为该项目有望于2025年开工。

◆ 行业评级及投资建议：基于民爆行业未来景气度的提升，我们给予民爆行业“推荐”评级。建议关注广东宏大、易普力、江南化工、雪峰科技、高争民爆、壶化股份、凯龙股份、金奥博等。

◆ 风险提示：项目建设进度低于预期、原材料价格波动风险、企业安全风险、产能瓶颈制约风险、宏观经济风险、国际经营风险、数据测算与实际可能存在一定偏差等。

国内工业炸药供需平衡表

图表：国内工业炸药供需平衡表

工业炸药	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
许可产能（万吨/年）	538	534	540	540	540	540	540	540	540	540	540	540
产能利用率（%）		66%	73%	79%	82%	83%	82%	81%	85%	83%	88%	92%
产量（万吨）		354.17	393.83	427.74	440.98	448.19	441.53	439.09	458.12	448.23	473.33	499.36
销量（万吨）		355.97	394.63	428.69	441.30	448.08	441.56	437.97	458.19	448.23	473.33	499.36
进口量（万吨）		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
出口量（万吨）		0.68	0.53	0.67	1.03	0.68	0.27	0.45	0.53	0.42	0.47	0.47
表观消费量（万吨）		353.49	393.30	427.07	439.95	447.51	441.26	438.64	457.59	447.81	472.87	498.88
表观消费量增速（%）			11.26%	8.58%	3.02%	1.72%	-1.40%	-0.59%	4.32%	-2.14%	5.60%	5.50%
产量增速（%）			10.79%	8.61%	3.10%	1.63%	-1.49%	-0.55%	4.33%	-2.16%	5.60%	5.50%
销量增速（%）			10.86%	8.63%	2.94%	1.54%	-1.46%	-0.81%	4.62%	-2.17%	5.60%	5.50%

资料来源：中国民爆信息微信公众号，国泰集团公司公告，广西路建工程集团官网，南方都市报，海关总署，新疆政府网，优化爆破参数提高块煤率的实验研究 赵瑞玺（2018），新疆巩留县政府网，建筑时报公众号，高争民爆公司公告，某露天铜矿爆破开采综合降耗实验 蒋跃飞等（2018），Estimating moisture susceptibility of asphalt modified with alumina trihydrate.Shengjie Liu等.（2018），三峡工程民爆物品管理 李明富等（2001），凤凰网资讯，广东省水力和新能源发电工程学会，紫金矿业公司公告，紫金矿业公司官网，江西政府网，国海证券研究所
（注：假设2017-2019许可产能与2020年相同，且2021年起许可产能不再增加）

图表：新疆地区工业炸药产销预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产量（万吨）	21.52	22.23	28.93	32.32	43.85	54.03	60.76	71.60
销量（万吨）	21.59	22.18	29.00	32.35	43.93	53.54	60.76	71.60
产量增速（%）		3.30%	30.14%	11.72%	35.67%	23.22%	12.46%	17.84%
销量增速（%）		2.73%	30.75%	11.55%	35.80%	21.88%	13.49%	17.84%

资料来源：中国民爆信息微信公众号，新疆政府网，优化爆破参数提高块煤率的实验研究 赵瑞玺（2018），新疆巩留县政府网，国海证券研究所

图表：西藏地区工业炸药产销预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产量（万吨）	1.60	2.44	4.53	4.82	4.89	5.32	10.29	12.77
销量（万吨）	1.60	2.42	4.47	4.90	4.87	5.33	10.29	12.77
产量增速（%）		52.50%	85.66%	6.40%	1.45%	8.79%	93.40%	24.11%
销量增速（%）		51.25%	84.71%	9.62%	-0.61%	9.45%	93.03%	24.11%

资料来源：中国民爆信息微信公众号，建筑时报公众号，高争民爆公司公告，某露天铜矿爆破开采综合降耗实验 蒋跃飞等（2018），Estimating moisture susceptibility of asphalt modified with alumina trihydrate.Shengjie Liu等.（2018），三峡工程民爆物品管理 李明富等（2001），凤凰网资讯，广东省水力和新能源发电工程学会,紫金矿业公司公告，紫金矿业公司官网，国海证券研究所

各省份（地区）工业炸药产量预测

图表：各省份（地区）工业炸药产量预测（万吨）

地区	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
内蒙古	53.27	55.87	57.67	59.93	62.38	60.98	62.15	62.93
山西省	41.48	42.72	39.91	44.85	44.41	41.33	41.94	41.05
新疆区	21.52	22.23	28.93	32.32	43.85	54.03	60.76	71.60
四川省	28.57	29.05	28.39	27.77	27.52	27.74	27.53	27.45
辽宁省	27.55	27.43	27.22	27.32	26.13	26.52	26.30	25.98
湖北省	19.23	17.61	17.89	17.98	19.17	17.93	17.97	17.99
河南省	15.86	18.26	17.25	17.25	17.77	17.95	18.19	18.52
云南省	21.58	20.84	16.89	17.09	17.69	15.09	14.59	13.88
江西省	16.82	16.73	16.49	15.40	16.48	16.46	33.01	49.55
贵州省	20.00	19.94	19.65	14.38	16.15	12.52	10.98	10.15
山东省	17.21	18.85	12.63	14.39	15.44	13.24	13.55	13.34
安徽省	15.17	15.03	16.09	15.10	15.32	14.46	13.96	13.61
湖南省	16.74	16.70	16.63	15.28	14.63	12.44	11.31	10.24
黑龙江	8.39	9.22	10.39	11.14	12.11	10.36	10.41	10.23
陕西省	10.91	11.81	11.32	11.91	11.75	10.30	10.01	9.46
浙江省	13.81	13.53	13.11	11.18	11.66	11.64	11.23	11.25
广东省	13.69	14.74	12.56	10.47	11.61	10.55	10.03	9.92
河北省	14.32	12.39	11.21	9.49	10.53	11.33	11.45	12.20
重庆市	12.37	11.15	12.21	10.78	9.63	8.48	7.51	6.66
福建省	14.26	15.49	11.42	9.61	9.44	9.07	8.42	8.06
广西区	7.80	7.96	8.61	9.04	8.74	9.07	9.23	9.30
甘肃省	5.86	6.16	6.22	8.23	8.35	8.72	9.83	10.44
西藏区	1.60	2.44	4.53	4.82	4.89	5.32	10.29	12.77
吉林省	3.98	4.16	4.36	4.77	4.57	4.36	4.37	4.24
宁夏区	5.27	4.14	4.39	5.13	4.41	4.48	4.55	4.38
青海省	0.00	0.00	3.49	3.41	3.73	4.41	4.78	5.36
江苏省	5.21	4.77	4.04	3.52	2.96	2.56	2.20	1.88
海南省	2.04	2.08	1.81	1.73	1.58	1.44	1.33	1.22
天津市	1.37	0.94	0.74	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01

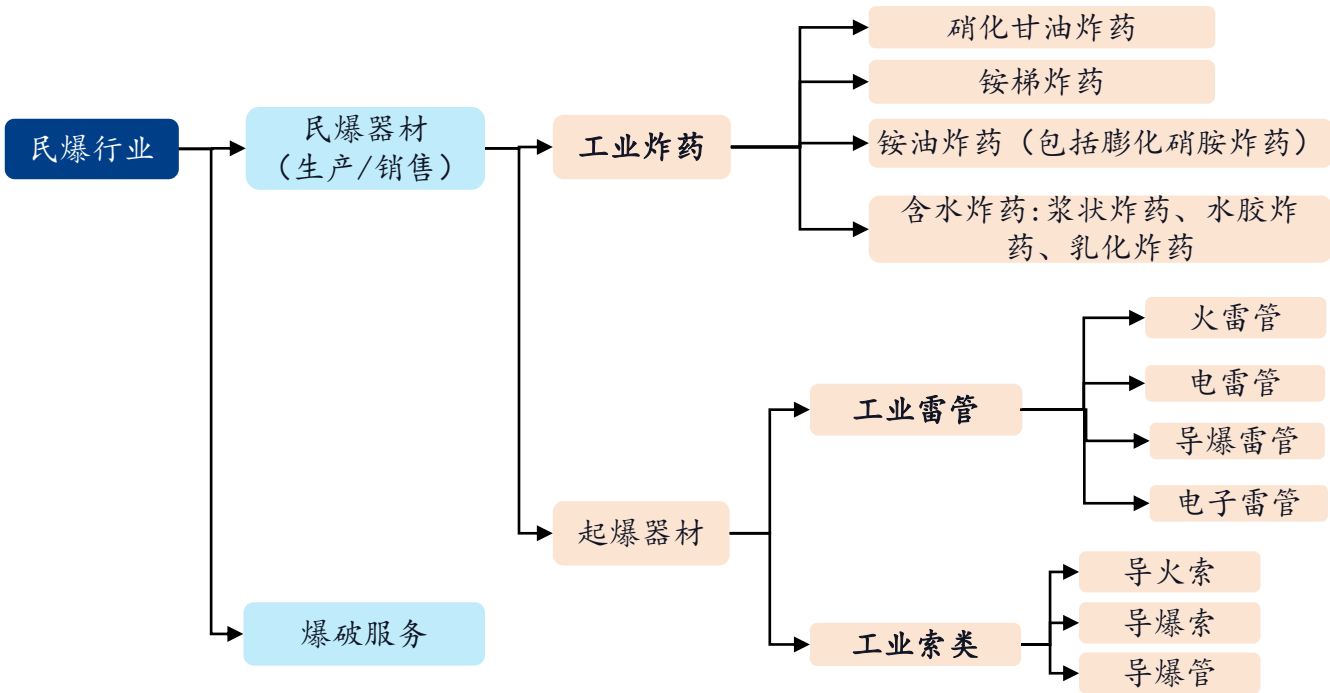
资料来源：中国民爆信息微信公众号，新疆政府网，优化爆破参数提高块煤率的实验研究 赵瑞玺（2018），新疆巩留县政府网，广西路建工程集团官网，南方都市报，国泰集团公司公告,建筑时报公众号，高争民爆公司公告，某露天铜矿爆破开采综合降耗实验 蒋跃飞等（2018），Estimating moisture susceptibility of asphalt modified with alumina trihydrate.Shengjie Liu等.（2018），三峡工程民爆物品管理 李明富等（2001），凤凰网资讯，广东省水力和新能源发电工程学会,紫金矿业公司公告，紫金矿业公司官网，江西政府网，国海证券研究所

- 供给端：产能严控，收并购机会涌现
- 需求端：民爆行业迎来区域性迅速增长
 - ✓ 新疆：煤炭战略拉动民爆需求
 - ✓ 西藏：矿山+铁路+水电三核驱动
 - ✓ 江西：浙赣粤运河或有望开工，民爆行业有望受益
 - ✓ 海外：矿企出海带动民爆企业业绩提升
 - ✓ 投资建议
- 风险提示

工业炸药是民爆行业主要产品

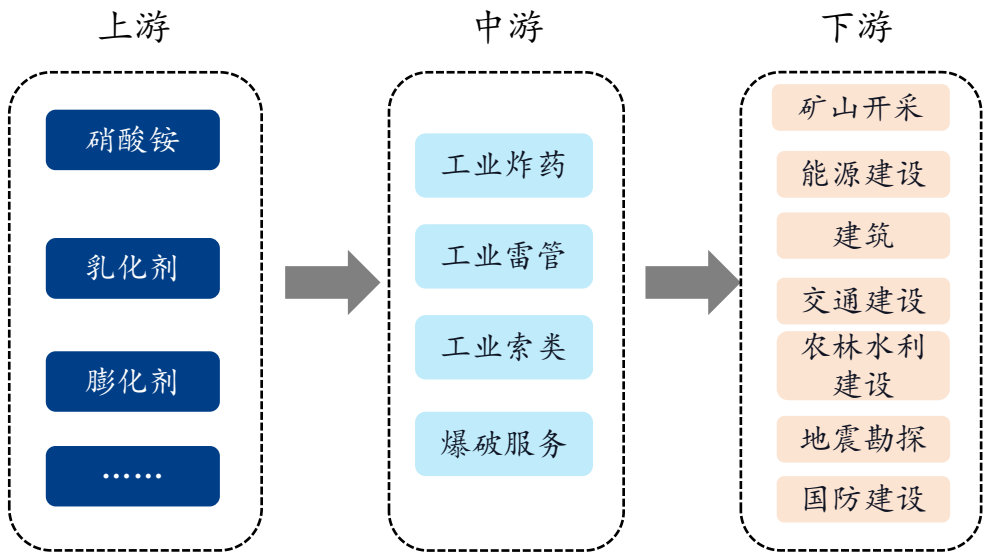
- 民爆行业主要包括民用爆破器材的生产、销售和爆破工程服务三大业务。根据《民用爆炸物品品名表》，民爆物品分为工业炸药、工业雷管、工业索类火工品、其他民用爆炸物品和原材料5个大类。因为其在资源开发和基础设施建设领域具有重要的作用，被称作“能源工业的能源，基础工业的基础”。
- 民爆行业产业链明晰，上游是以硝酸铵、乳化剂和膨化剂为代表的一系列原材料；下游广泛应用于矿山开采、能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、地震勘探及国防建设等领域。

图表：工业炸药是民爆器材的主要组成部分



资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

图表：民爆行业产业链



资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

政策规划有望推动民爆行业集中度逐渐提高

➤ 我国工信部发布的《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》具有强约束力。其中指出，结构调整取得新成效是民爆行业“十四五”发展目标之一，即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）。

图表：“十四五”民爆发展规划：推进重组整合、原则不新增产能

主要内容	
1	支持关键数字技术与民爆行业融合应用技术装备研发。
2	提升行业数字化智能化水平、加强智能制造支撑供给能力。
3	推进重组整合：支持行业龙头骨干企业实施跨地区、跨所有制重组整合，促进市场要素向优势企业集中。
4	调整产能布局：除对重组整合、拆线撤点减证等给予支持政策外，原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能。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。
5	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。
6	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。
7	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。
8	扩大国际交流合作。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；鼓励国内民爆企业参与进出口贸易。

资料来源：中国政府网，国海证券研究所

图表：“十四五”民爆行业预期指标：混装提升、集中度提高

指标	2020年	2025年	属性
重特大生产安全事故起数	[0]	[0]	预期性
企业安全生产标准化二级及以上达标率（%）	-	100	约束性
龙头骨干企业研发经费占营业收入比重（%）	2.8	3.5	预期性
现有危险岗位操作人员机器人替代比例（%）	-	≥40	预期性
包装型工业炸药生产线最小许可产能（吨/年）	>10000	≥12000	约束性
企业现场混装炸药许可产能占比（%）	≥30	≥35	约束性
生产企业（集团）数量	76	≤50	预期性
排名前10家民爆企业行业生产总产值占比（%）	49	≥60	预期性

资料来源：中国政府网，国海证券研究所

➤ 民爆物品具有易燃、易爆、高度危险的特点，我国法律法规对民爆物品的运输实行严格监管，民爆物品长距离运输成本较高。民爆器材的购销一般采用“就近就地”的原则，多年来形成了一定的区域性供需关系格局。

图表：主要上市公司工业炸药产能利用率仍有提升空间

公司	许可产能（万吨）（截至2024年中报）	产能利用率（2023年全年）
江南化工	65.45	83.56%
易普力	52.15	89.97%
广东宏大	53.3	84.27%
保利联合	46.45	74.80%
雅化集团	26.05	93.79%
凯龙股份	20.95	93.14%
国泰集团	17.4	93.48%
雪峰科技	11.75	98.49%
金奥博	8.35	83.87%
壶化股份	7.8	70.92%
同德化工	6.8	77.44%
高争民爆	2.2	99.996%（胶状乳化炸药）、 39.49%（混装工业炸药）

资料来源：，各公司公告，国海证券研究所（注：许可产能数据截至2024年各公司中报）

图表：2023年炸药产量前20企业产量合计占比83.07%

序号	集团名称	年产量(万吨)
1	易普力股份有限公司	50.31
2	北方特种能源集团有限公司	44.63
3	广东宏大控股集团股份有限公司	38.37
4	保利联合化工控股集团股份有限公司	33.38
5	云南民爆集团有限责任公司	24.62
6	四川雅化民爆集团有限公司	23.87
7	内蒙古生力民爆股份有限公司	19.02
8	湖北凯龙化工股份有限公司	18.87
9	江西国泰集团股份有限公司	16.28
10	抚顺隆烨化工有限公司	16.21
11	新疆雪峰科技(集团)股份有限公司	11.57
12	福建海峡科化股份有限公司	11.48
13	平朔多种经营开发公司炸药厂	10.65
14	前进民爆股份有限公司	10.25
15	神华准格尔能源有限责任公司炸药厂	9.75
16	内蒙古盛安化工有限责任公司	9.38
17	山西省民爆集团有限公司	8.47
18	陕西红旗民爆集团股份有限公司	8.32
19	山西同德化工股份有限公司	8.15
20	深圳市金奥博科技股份有限公司	6.97
前20名工业炸药产量合计		380.53
前20名占行业工业炸药总量比例		83.07%

资料来源：中国民爆信息微信公众号，国海证券研究所

- 据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，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。
- 据《民用爆炸物品生产许可实施办法》，生产企业为调整生产品种及年生产能力进行改建、扩建、异地建设，或者采用现场混装生产方式生产民用爆炸物品的，需重新申请办理《民用爆炸物品生产许可证》，工信部自受理申请之日起45日内对申请材料进行审查，符合规定即核发许可证，有效期为三年。

图表：民爆行业主要上市公司产能逐渐向我国西部地区转移

上市公司	原产地	转移目标地	在建产能（万吨）	当前进度（截至2024年中报）
广东宏大	广东	内蒙古	0.2	已完成设计评审和施工图设计，按计划推进建设
	广东	甘肃	0.3	已完成试生产，计划验收
	广东	广东	0.2	已完成技术造型并向市工信厅提交立项申请，拟进行初步设计评审。
	甘肃	甘肃	0.3（混装）	已完成建设，于7月24日通过试生产条件考核。
	广东、宁夏	西藏	0.7（混装）	通过西藏自治区经信厅组织的初步设计评审，已于2024年6月开始土建施工。
易普力		新疆	1.7（混装）	按计划建设中

资料来源：，各公司公告，国海证券研究所

产能受限促使龙头民爆企业寻求收并购机会

- 2024年9月25日，中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，支持上市公司向新质生产力方向转型，鼓励上市公司加强产业整合。
- 许可产能原则不再新增，我们认为，企业为扩大规模主要通过收购其他企业的产能指标来实现市场份额增长，未来民爆行业将存在更多重组整合机会。

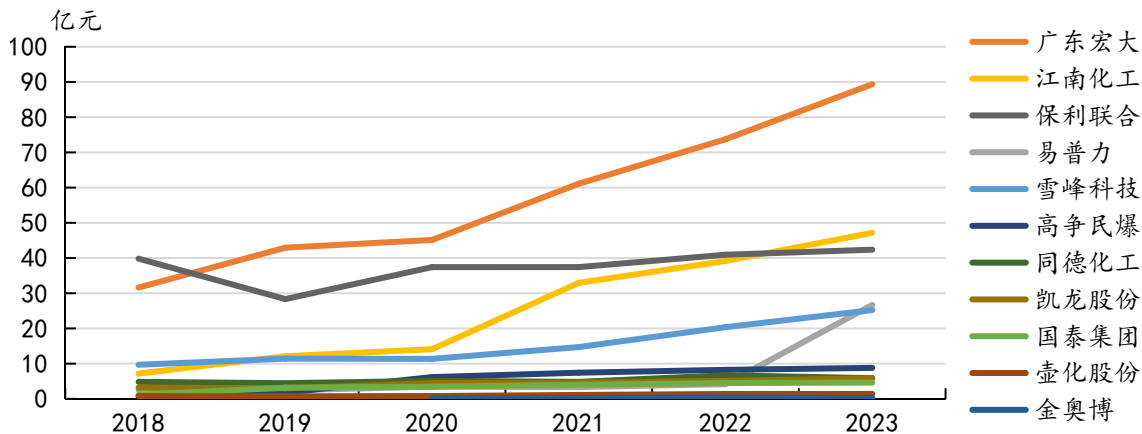
图表：产能受限促使民爆企业重组整合



资料来源：，各公司公告，国海证券研究所

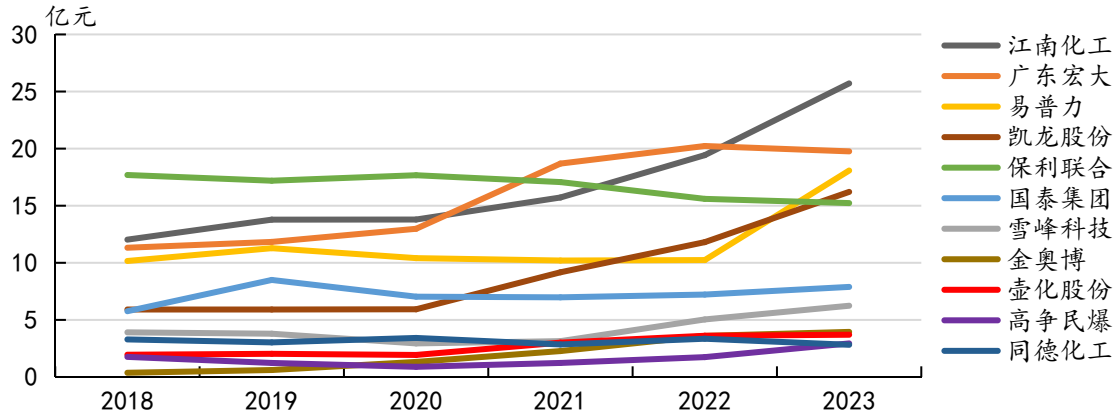
爆破服务一体化推动民爆企业收入增长

图表：民爆上市公司爆破服务营收（亿元）



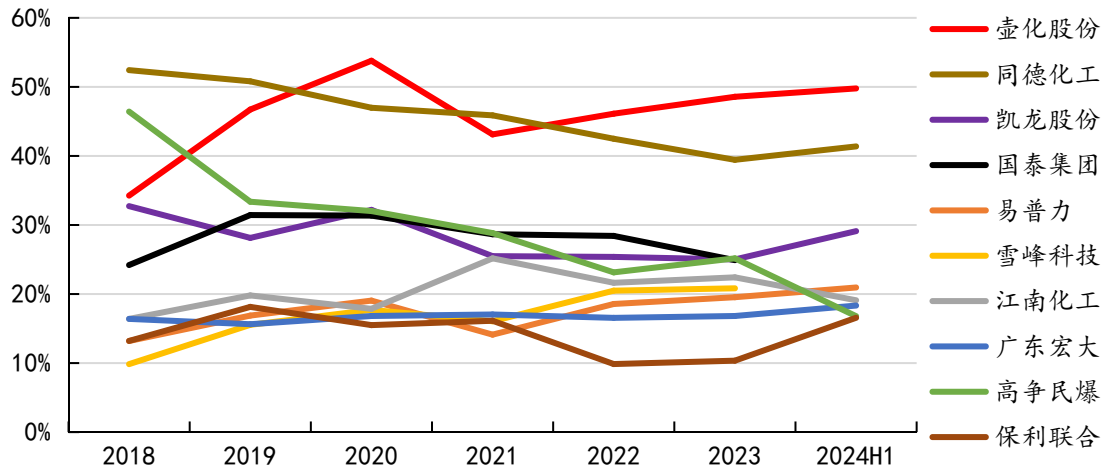
资料来源：各公司公告，，国海证券研究所

图表：民爆上市公司民爆产品营收（亿元）



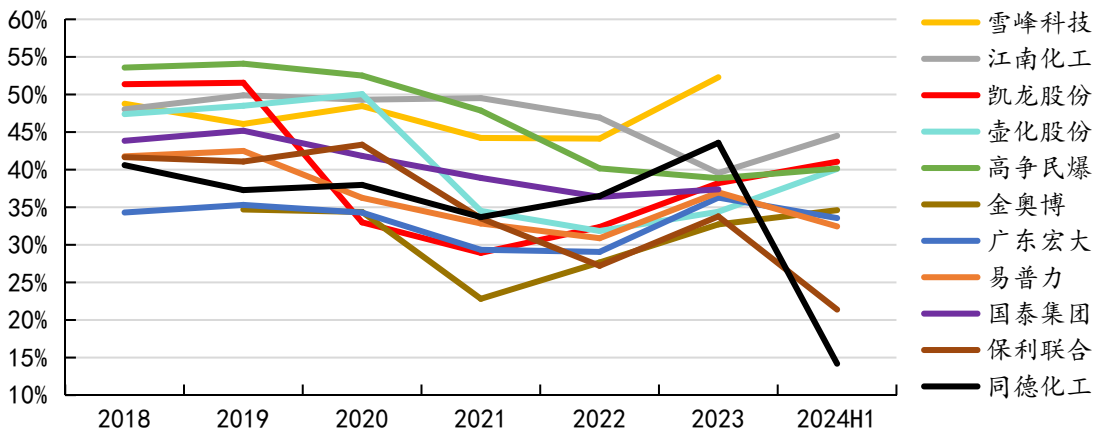
资料来源：各公司公告，，国海证券研究所

图表：2024H1保利联合、壶化股份、同德化工等公司爆破服务毛利率较2023年全年提升



资料来源：各公司公告，，国海证券研究所

图表：2024H1江南化工、壶化股份、金奥博等公司民爆产品毛利率较2023年全年提升



资料来源：各公司公告，，国海证券研究所

硝酸铵价格下行，雪峰科技、凯龙股份具备自产优势

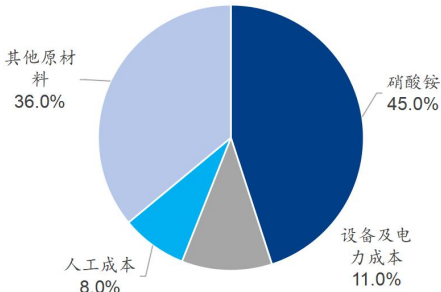
- 硝酸铵是工业炸药的主要原材料。根据华经产业研究院数据，硝酸铵价格约占炸药生产成本的45%。硝酸铵主要应用于工业炸药生产及氮肥生产领域，其中，工业炸药领域约占70.6%，氮肥领域约占29.4%。在工业炸药生产领域中，硝酸铵是工业炸药的主要原材料。工业炸药成本结构中，硝酸铵约占45%。
- 2024年硝酸铵市场价格整体呈现下行趋势。据和百川盈孚，截至2024年12月27日，硝酸铵市场价格为2364元/吨，较2024年初下跌421元/吨。
- 部分民爆企业生产所需的硝酸铵需要外部采购。截至2024年12月，雪峰科技及凯龙股份子公司分别拥有66万吨及40万吨的硝酸铵产能，具备自产优势。

图表：我国硝酸铵行业竞争格局

企业	地区	产能（万吨）	行业占比	备注
河南晋开化工投资控股集团有限责任公司	河南	80	11.24%	
新疆玉象胡杨化工有限公司	新疆	66	9.28%	雪峰科技全资子公司
陕西兴化集团有限责任公司	陕西	60	8.43%	
四川金象赛瑞化工股份有限公司	四川	60	8.43%	雪峰科技股东，持股7.7%
山西中煤平朔能源化工有限公司	山西	58	8.15%	
云南解化清洁能源开发有限公司	云南	55	7.73%	
山西天脊煤化工集团有限公司	山西	40	5.62%	
河北冀衡赛瑞化工有限公司	河北	40	5.62%	四川金象持股51%
湖北凯龙楚兴化工集团有限公司	湖北	40	5.62%	凯龙股份控股子公司
山东合力泰化工有限公司	山东	30	4.22%	
其它		182.5	25.65%	
合计		711.5		

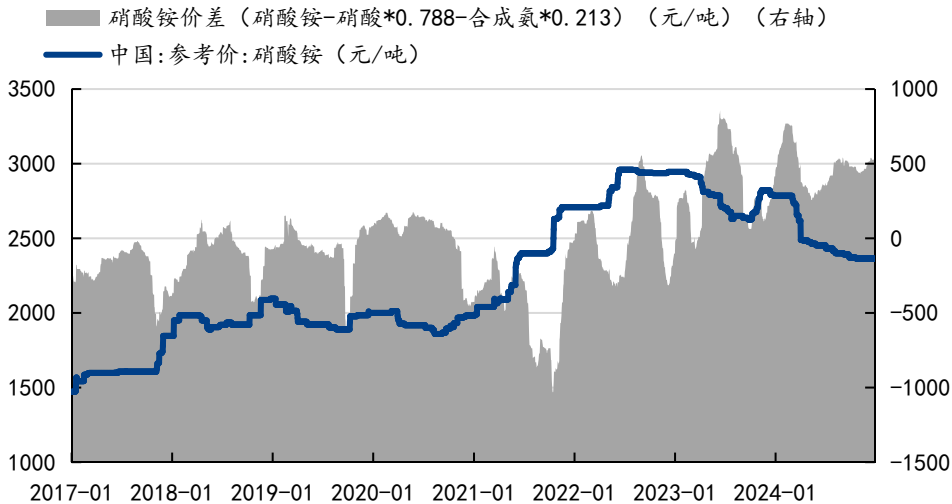
资料来源：百川盈孚，国海证券研究所
(注：统计截至2024年12月，或因四舍五入原因，行业占比加和小于100%)

图表：硝酸铵占工业炸药总成本45%左右



资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

图表：硝酸铵价格2024年初以来呈下行趋势

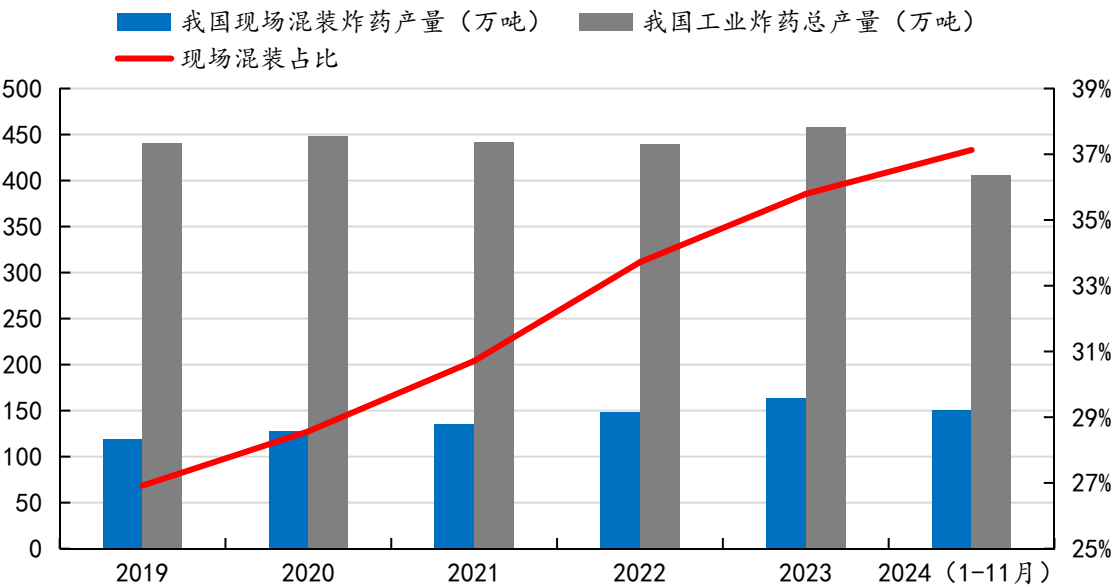


资料来源：百川盈孚，国海证券研究所

混装炸药逐渐替代固定产线

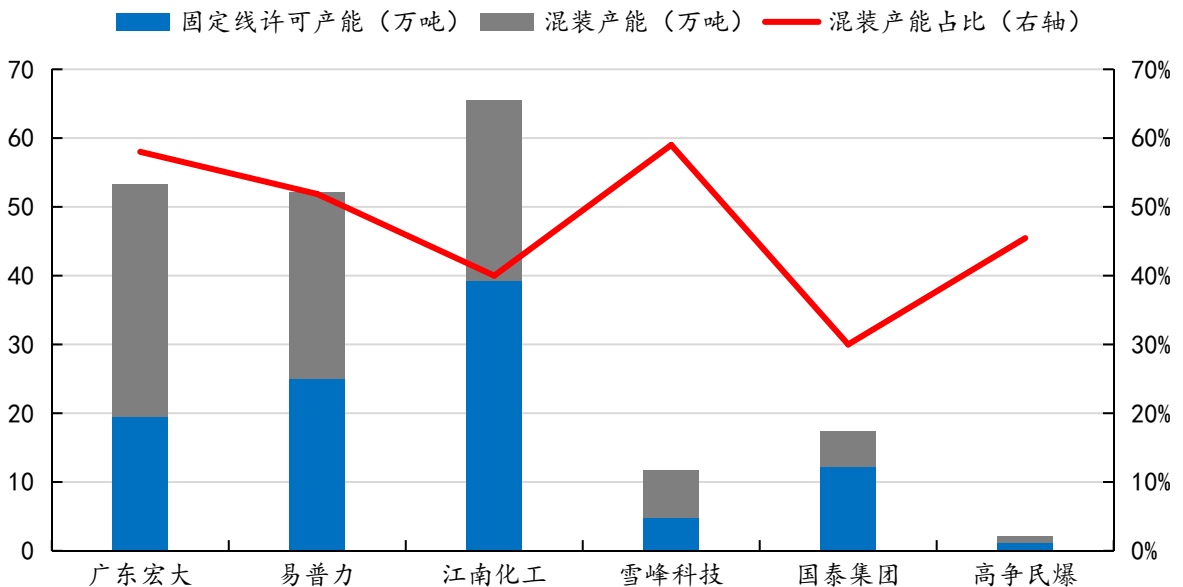
- 《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》指出，将继续压减包装型工业炸药许可产能，稳步提升企业现场混装炸药许可产能占比。
- 据雪峰科技在上证e互动平台的投资者问答，包装和混装产能调整原则上是等量置换，但产能在1.2万吨以下包装炸药生产线属国家强制要求淘汰的生产线，不能进行产能置换，行业整体产能是否减少要根据每个企业生产线的具体情况来定。根据规定将包装炸药产能置换成混装炸药，可以享受额外的混装产能支持。我们认为在此政策引导下，龙头企业市场份额将进一步扩大，中小企业产能有望被收购或出清。

图表：我国混装炸药产量占比不断提升



资料来源：中国民爆信息微信公众号，国海证券研究所

图表：主要上市公司混装炸药产能占比处于较高水平



资料来源：中国民爆信息微信公众号，各公司公告，国海证券研究所（注：混装产能统计时间截至本报告发布日）

- 《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》指出，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。
- 据中国民爆信息微信公众号，2023年电子雷管产量为6.70亿发，同比增长94.89%，占雷管总产量的92.54%，所占比例比2022年增加50个百分点；从工业雷管品种产量变化情况看，2023年工业雷管总产量为7.24亿发，电子雷管已实现全面替代。

图表：2023年我国工业雷管年产量7.24亿发

图表：主要上市公司电子雷管产能

公司	许可产能（万发）（截至2024年中报）	产能利用率（2023年全年）
保利联合	17265	56.56%
雅化集团	8777	77.06%
易普力	6450	79.36%
壶化股份	5880	67.27%
金奥博	7167	44.98%
凯龙股份	5000	61.13%
国泰集团	3027	100.00%
江南化工	3670	71.31%
广东宏大	3334	53.66%
雪峰科技	1890	80.85%

资料来源：，各公司公告，国海证券研究所（注：雅化集团、国泰集团许可产能披露口径为工业雷管）

序号	集团名称	年产量(亿发)
1	云南民爆集团有限责任公司	0.75
2	北方特种能源集团有限公司	0.70
3	四川雅化民爆集团有限公司	0.68
4	前进民爆股份有限公司	0.55
5	易普力股份有限公司	0.53
6	保利联合化工控股集团股份有限公司	0.52
7	山西壶化集团股份有限公司	0.48
8	抚顺隆烨化工有限公司	0.46
9	深圳市金奥博科技股份有限公司	0.38
10	湖北凯龙化工股份有限公司	0.31
11	重庆顺安爆破器材有限公司	0.26
12	江西国泰集团股份有限公司	0.25
13	内蒙古生力民爆股份有限公司	0.23
14	辽宁华丰民用化工发展有限公司	0.20
15	福建海峡科化股份有限公司	0.19
16	广东宏大控股集团股份有限公司	0.19
17	新疆雪峰科技(集团)股份有限公司	0.15
18	浙江新联民爆器材有限公司	0.15
19	湖北卫东化工股份有限公司	0.11
20	山西省民爆集团有限公司	0.09
21	安徽雷鸣科化有限责任公司	0.06
22	中国航天科技集团公司川南机械厂	0.002
	行业工业雷管总产量合计	7.24

资料来源：中国民爆信息微信公众号，国海证券研究所

电子雷管可提升爆破工程效率，价格较传统工业雷管高

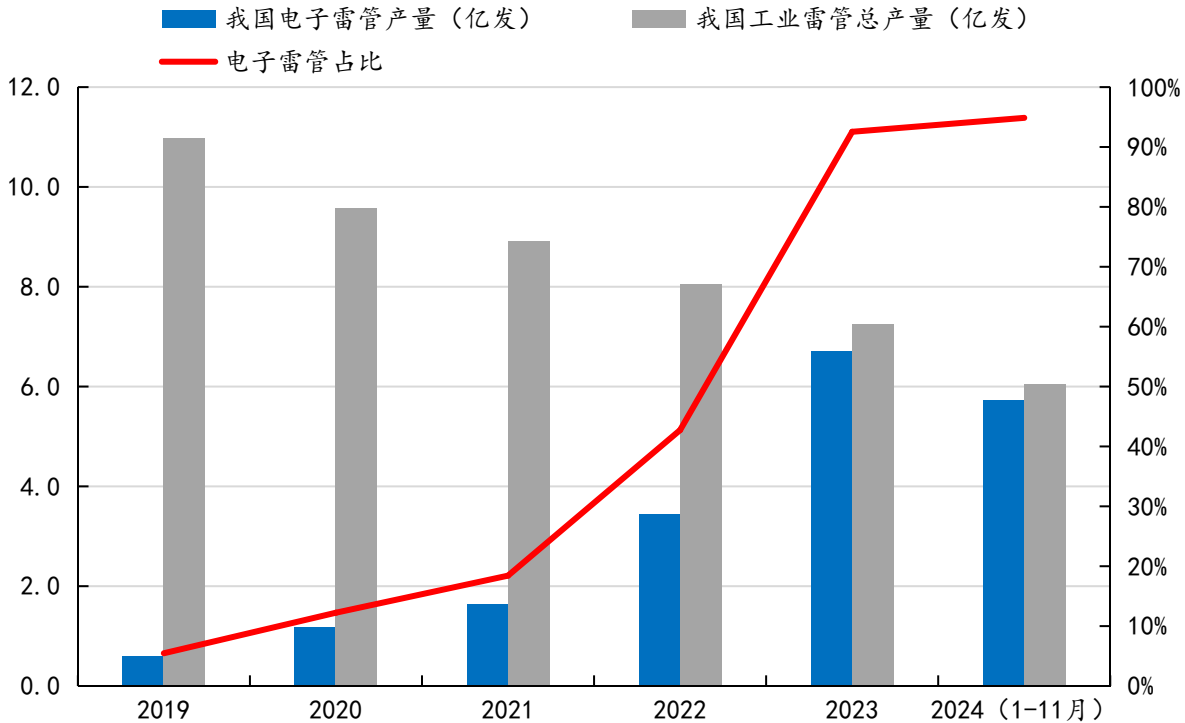
- 据《数码电子雷管应用对隧道施工成本的影响》（朱辉）中分析，数码电子雷管价格较传统工业雷管高：根据《公路工程预算定额》（JTG/T 3832-2018）基期价格，非电毫秒雷管价格为3.16元/个，而数码电子雷管（当地市场询价）为32元/个。
- 电子雷管安全性较高、可靠、可一次性完成大规模爆破，提升爆破工程效率。

图表：电子雷管具备明显优势

特性	电子雷管	传统工业雷管
安全性	社会安全性较高：可通过物联智能管控，需授权使用，能够实现在生产、存储、流通和使用各环节的闭环管控	社会安全性较低：通过公安系统管控，记录流通使用记录，无法对使用终端管控，有流失隐患
	使用安全性较高：具有抗静电、抗杂散电流功能，除专用起爆器外均不能起爆	使用安全性较低：抗静电、抗杂散电流功能较差，可用普通起爆器等起爆
可靠性	可在线检测：电子雷管网络在爆破前可以对网络中的每发雷管进行状态检测，能够快速进行故障定位，确保网络起爆的可靠性	检测效果较差：导爆管雷管无法通过仪器检测、只能通过人工检查；电雷管可通过测量电阻检测，但检测项目有限。从而导致检测效果较差，易产生拒爆现象
	延期精度较高：由于采用了电子控制模块实现延期，可以做到无段别区分生产和使用，延期精度可以精确到ms，有利于优化爆破方案	延期精度较差：主要依靠化学延期体来控制延期时间，存在较大的误差，为防止延期重叠，一般在延期时间上做段别划分，但即使做了段别划分，仍然会发生窜段现象，使用限制较大
爆破效率	可实现大规模高效组网：组网能量强，可一次完成大规模爆破；组网连接便捷，联网快可靠性高；能够实现可靠通讯	组网能力较差：组网设计较为复杂，限制较多，大型网络设计成本较高；爆破网络连接需要现场确认装孔段别，采用胶布连接，可靠性差

资料来源：盛景微招股说明书，国海证券研究所

图表：电子雷管产量占比提升



资料来源：中国民爆信息微信公众号，国海证券研究所

- 供给端：产能严控，收并购机会涌现
- 需求端：民爆行业迎来区域性迅速增长
 - ✓ 新疆：煤炭战略拉动民爆需求
 - ✓ 西藏：矿山+铁路+水电三核驱动
 - ✓ 江西：浙赣粤运河或有望开工，民爆行业有望受益
 - ✓ 海外：矿企出海带动民爆企业业绩提升
 - ✓ 投资建议
- 风险提示

国内工业炸药供需平衡表

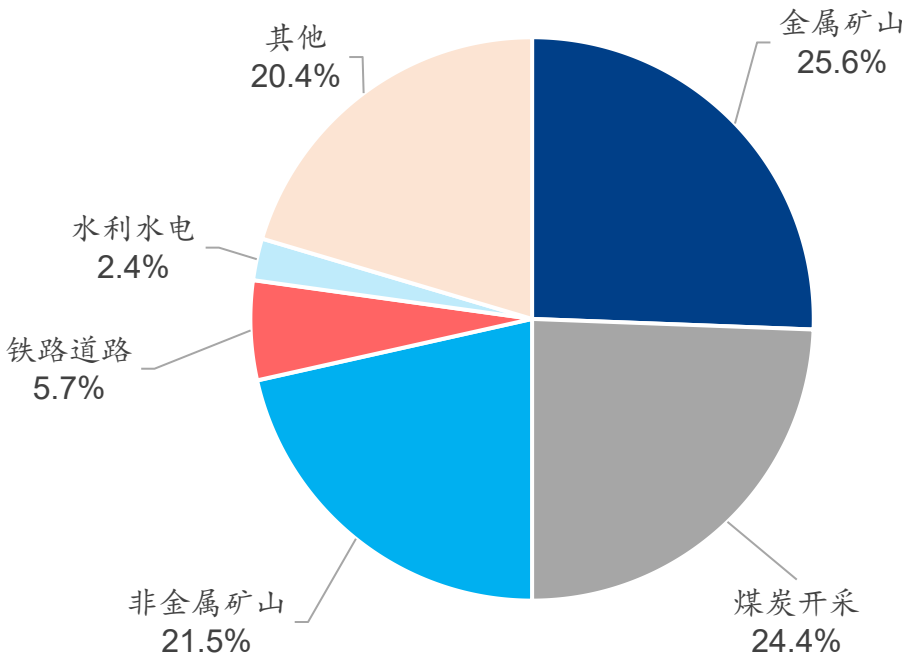
图表：国内工业炸药供需平衡表

工业炸药	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
许可产能（万吨/年）	538	534	540	540	540	540	540	540	540	540	540	540
产能利用率（%）		66%	73%	79%	82%	83%	82%	81%	85%	83%	88%	92%
产量（万吨）		354.17	393.83	427.74	440.98	448.19	441.53	439.09	458.12	448.23	473.33	499.36
销量（万吨）		355.97	394.63	428.69	441.30	448.08	441.56	437.97	458.19	448.23	473.33	499.36
进口量（万吨）		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
出口量（万吨）		0.68	0.53	0.67	1.03	0.68	0.27	0.45	0.53	0.42	0.47	0.47
表观消费量（万吨）		353.49	393.30	427.07	439.95	447.51	441.26	438.64	457.59	447.81	472.87	498.88
表观消费量增速（%）			11.26%	8.58%	3.02%	1.72%	-1.40%	-0.59%	4.32%	-2.14%	5.60%	5.50%
产量增速（%）			10.79%	8.61%	3.10%	1.63%	-1.49%	-0.55%	4.33%	-2.16%	5.60%	5.50%
销量增速（%）			10.86%	8.63%	2.94%	1.54%	-1.46%	-0.81%	4.62%	-2.17%	5.60%	5.50%

资料来源：中国民爆信息微信公众号，国泰集团公司公告，广西路建工程集团官网，南方都市报，海关总署，新疆政府网，优化爆破参数提高块煤率的实验研究 赵瑞玺（2018），新疆巩留县政府网，建筑时报公众号，高争民爆公司公告，某露天铜矿爆破开采综合降耗实验 蒋跃飞等（2018），Estimating moisture susceptibility of asphalt modified with alumina trihydrate.Shengjie Liu等.（2018），三峡工程民爆物品管理 李明富等（2001），凤凰网资讯，广东省水力和新能源发电工程学会，紫金矿业公司公告，紫金矿业公司官网，江西政府网，国海证券研究所
（注：假设2017-2019许可产能与2020年相同，且2021年起许可产能不再增加）

- 根据观研天下2021年工业炸药销售流向数据，工业炸药用于金属矿山的量占炸药总量的比例最大，为25.6%。其次是煤炭开采和非金属矿山，占炸药总量的24.4%和21.5%。用于铁路道路、水利水电等基础建设方面的炸药量，占炸药总量的5.7%和2.4%。其他流向占炸药总量的20.4%，主要包括于建筑行业、爆炸加工、爆破焊接、特种作业等。
- 据华经产业研究院，工业炸药生产总值占民爆器材生产总值的六成以上。

图表：2021年我民爆行业下游以矿山开采为主

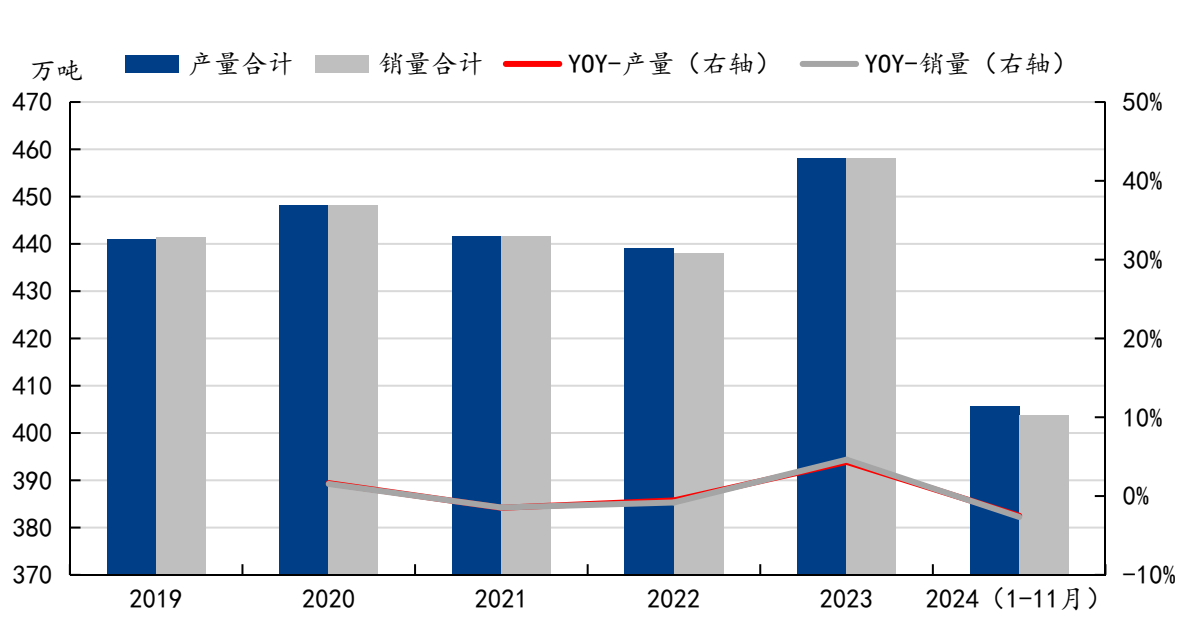


资料来源：观研天下，国海证券研究所

我国整体民爆产品产销平稳，西部地区产量增速显著

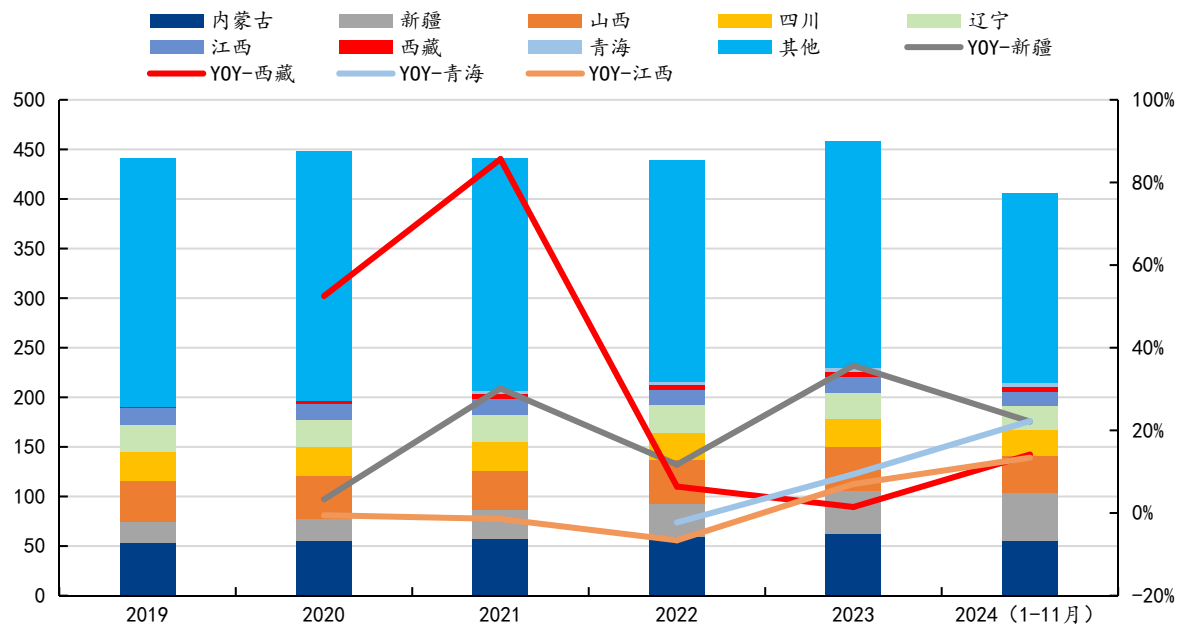
- 据中国民爆信息微信公众号，2024年1-11月，全国工业炸药产量呈正增长的省份有11个，其中，**天津、青海、新疆**炸药产量同比增幅超过20%，**西藏、江西省**炸药产量同比增长分别为14.15%、13.39%。
- 2023年我国工业炸药总产量458.10万吨，同比+4.34%。2024年1-11月，我国工业炸药总产量405.73万吨，同比-2.50%，近年来我国炸药产销趋于稳定。

图表：近年我国工业炸药总产量增速趋稳



资料来源：中国民爆信息微信公众号，国海证券研究所

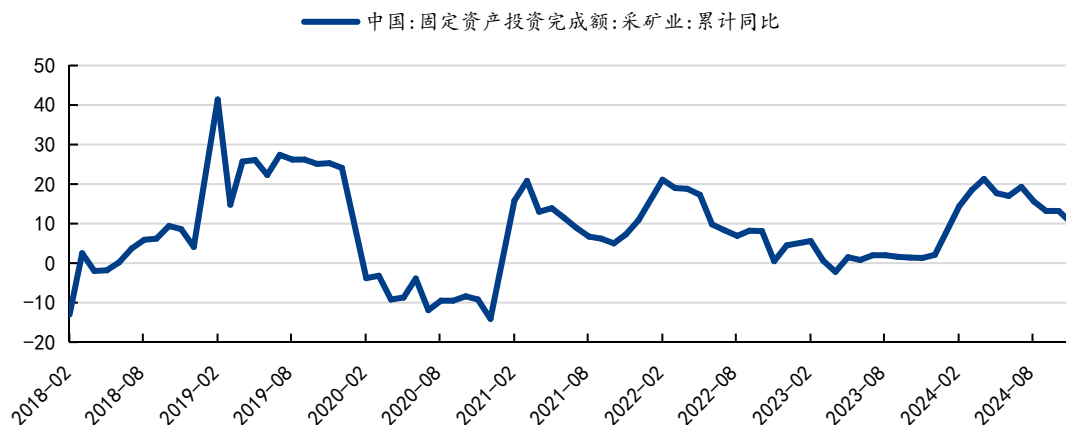
图表：青海、西藏、新疆工业炸药产量增幅明显（万吨）



资料来源：中国民爆信息微信公众号，国海证券研究所

2024年前11月采矿业、煤炭开采业资本支出同比增长

图表：2024年前11月我国采矿业资本支出同比+10.3%



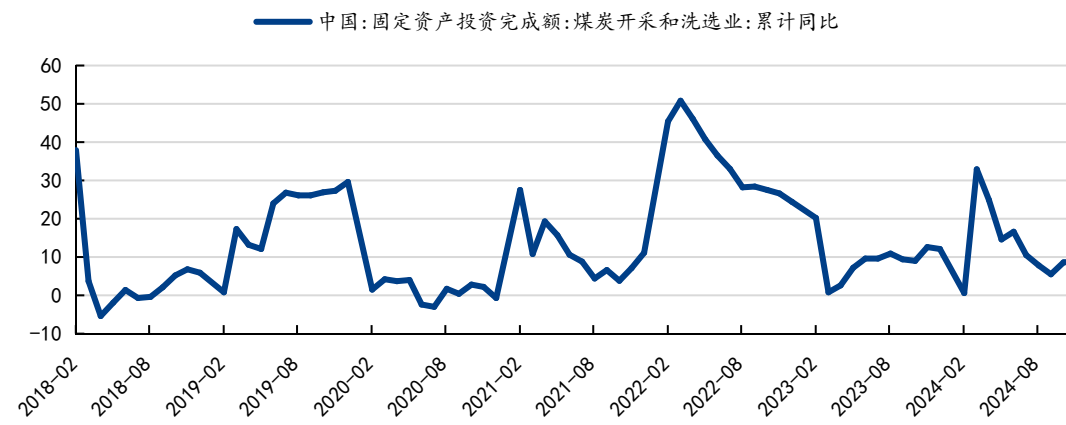
资料来源：，国海证券研究所

图表：2024年前11月我国非金属矿采选业资本支出同比+10.5%



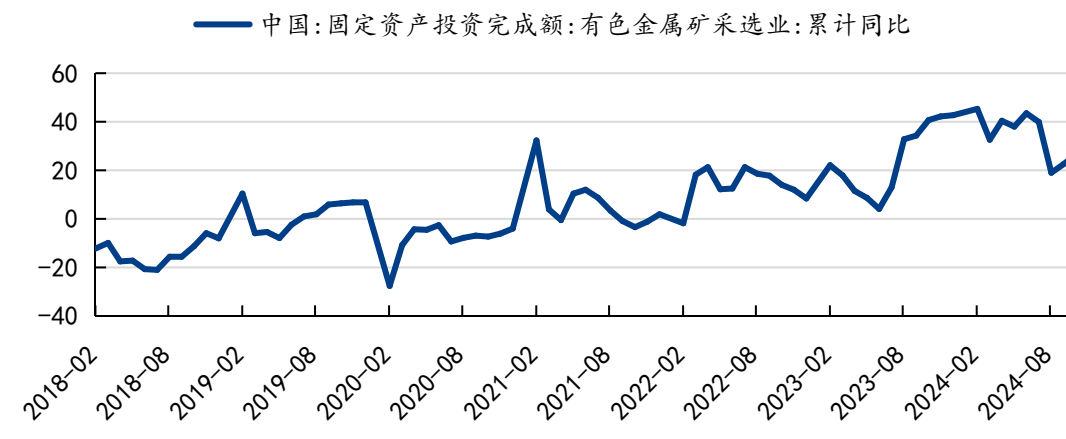
资料来源：，国海证券研究所

图表：2024年前11月我国煤炭开采和洗选业资本支出同比+8.9%



资料来源：，国海证券研究所

图表：2024年前11月我国有色金属矿采选业资本支出同比+27.9%

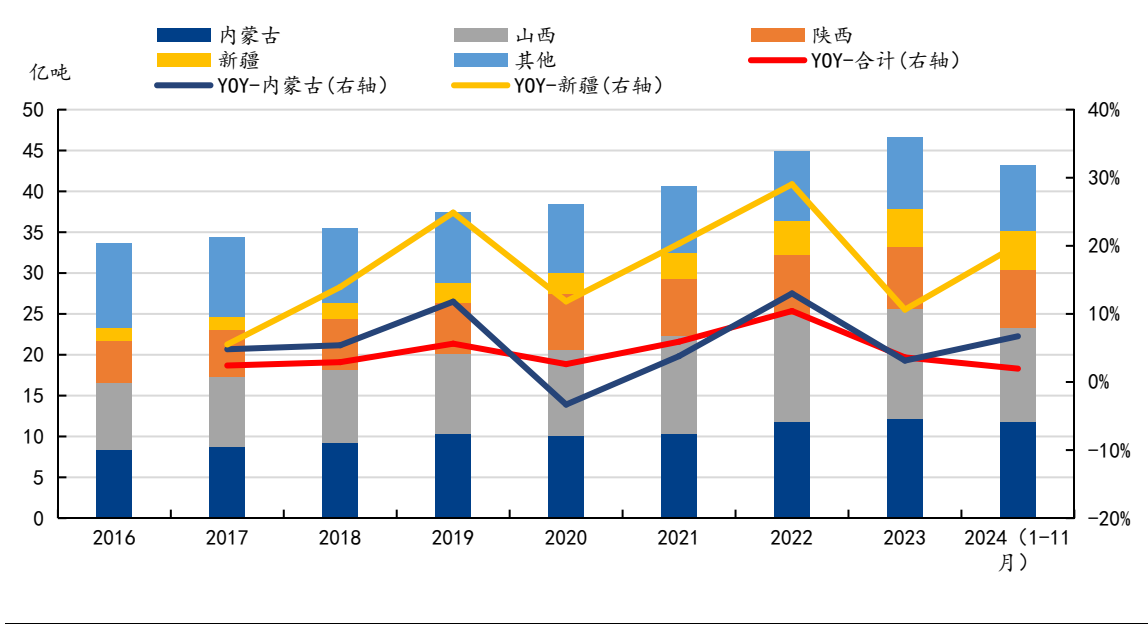


资料来源：，国海证券研究所

煤炭、有色金属开采：新疆地区产量增幅显著

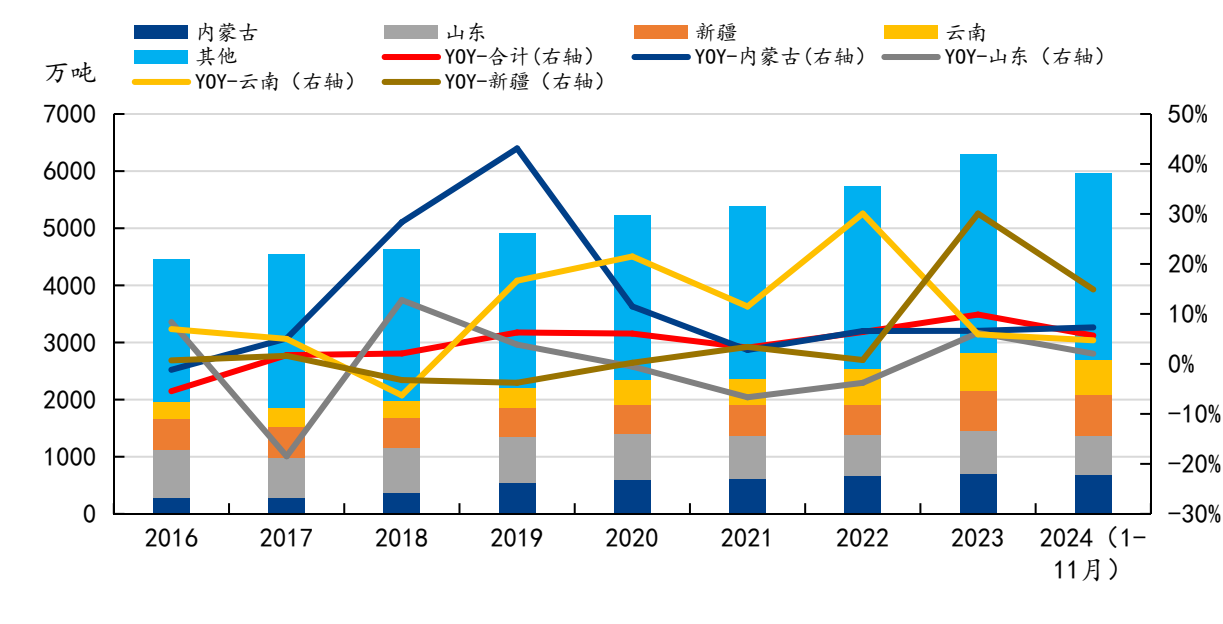
➤ 2024年1-11月，我国新疆地区原煤、十种有色金属同比增速明显，分别同比增长20.18%、14.90%。

图表：我国新疆地区原煤产量同比增速明显较高



资料来源：，国海证券研究所

图表：我国新疆地区十种有色金属产量增速明显较高



资料来源：，国海证券研究所

非金属矿、有色金属价格走高将拉动矿山开采需求

图表：2024年铜、铝价格处于历史高位



资料来源：，国海证券研究所

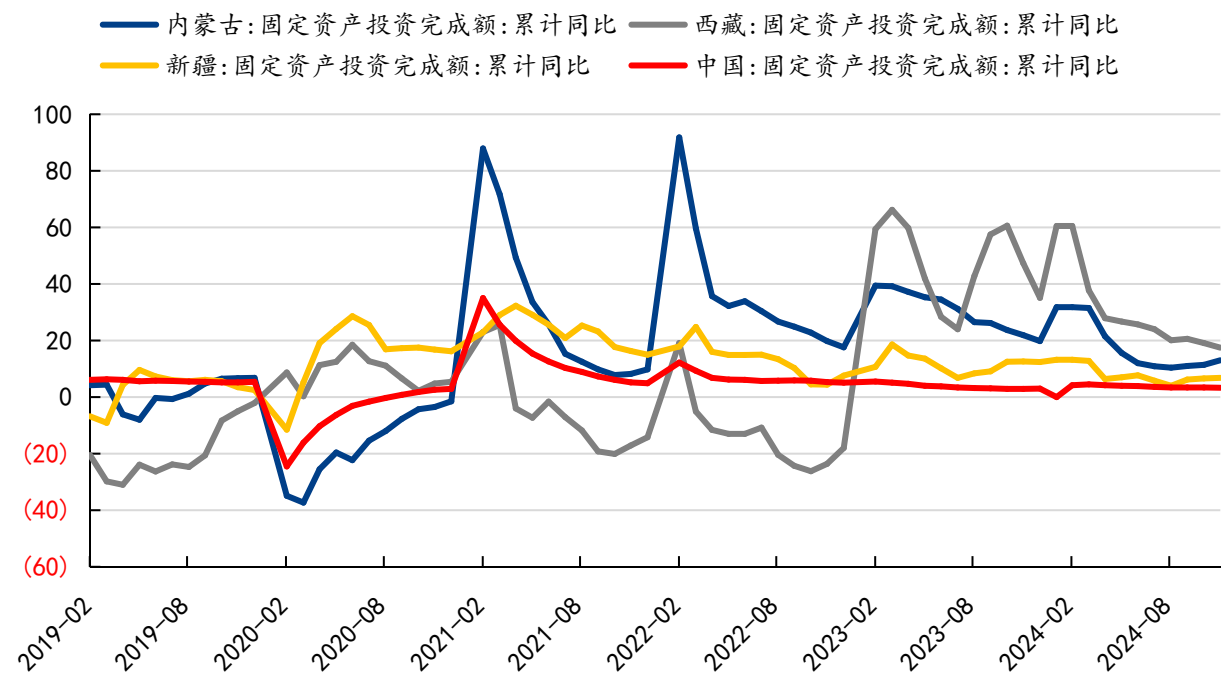
图表：磷矿石、萤石粉价格自2023年下半年上涨



资料来源：，百川盈孚，国海证券研究所

➤ 我国西部地区固定资产投资完成额保持较快增长。2024年1-11月，西藏、内蒙古、新疆地区固定资产投资完成额分别同比增长17.5%，13.00%、6.80%。

图表：2024年前11月西藏、内蒙古固定资产投资完成额累计同比增速较快（%）



资料来源：，国海证券研究所

- 供给端：产能严控，收并购机会涌现
- 需求端：民爆行业迎来区域性迅速增长
 - ✓ 新疆：煤炭战略拉动民爆需求
 - ✓ 西藏：矿山+铁路+水电三核驱动
 - ✓ 江西：浙赣粤运河或有望开工，民爆行业有望受益
 - ✓ 海外：矿企出海带动民爆企业业绩提升
 - ✓ 投资建议
- 风险提示

- 按新疆“十四五”规划建设煤矿项目合计1.64亿吨计算，2021-2025年平均新增煤矿产能约为3280万吨。
- 按照炸药使用单耗计算，新疆地区十四五期间（2021-2025年）每年炸药新增需求约6.73万吨。据此推算，我们预测新疆地区2025、2026年炸药总产量预计同比增长12.46%、17.84%。

图表：开采每吨露天煤矿所用炸药单耗约2.05kg/t

参数		单耗
A	每立方米爆破炸药用量	0.176-0.23kg/m³
B	剥采比	10.1m³/t（参照新疆伊犁达拉地矿区）
A×B	炸药平均单耗	2.05kg/t

资料来源：优化爆破参数提高块煤率的实验研究 赵瑞玺（2018），新疆巩留县政府网，国海证券研究所

图表：新疆地区工业炸药需求预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产量（万吨）	21.52	22.23	28.93	32.32	43.85	54.03	60.76	71.60
销量（万吨）	21.59	22.18	29.00	32.35	43.93	53.54	60.76	71.60
产量增速（%）		3.30%	30.14%	11.72%	35.67%	23.22%	12.46%	17.84%
销量增速（%）		2.73%	30.75%	11.55%	35.80%	21.88%	13.49%	17.84%

资料来源：中国民爆信息微信公众号，新疆政府网，优化爆破参数提高块煤率的实验研究 赵瑞玺（2018），新疆巩留县政府网，国海证券研究所

- 新疆十四五规划明确提出，要在新疆建设国家大型煤炭煤电煤化工基地，实施“疆电外送”“疆煤外运”、现代煤化工重大工程，稳妥推进煤制油气战略基地建设等。
- 2022年5月新疆人民政府印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，明确全面加快推进新疆煤矿项目建设，力争2025年煤炭产能达到4.6亿吨/年以上，同时积极推进“十四五”规划储备煤矿项目产能释放。
- 新疆“十四五”规划新增建设煤矿项目合计1.64亿吨、规划储备煤矿项目合计0.84亿吨。新疆地区煤炭产业迎来重要发展机遇。

图表：新疆“十四五”规划新增建设煤矿项目产能合计1.64亿吨

地区		项目	“十四五”新增产能（万吨）	地区		项目	“十四五”新增产能（万吨）
准噶尔区	昌吉州	西黑山矿区红沙泉一号露天矿	1000	吐鲁番市	黑山矿区	黑山露天矿	300
		将军戈壁二号露天矿	500			库木塔格矿区一号露天矿一期	500
		中联润世露天矿	400			沙尔湖矿区二号露天矿一期	500
		红沙泉二号露天矿一期	1000			九号露天矿一期	500
		五彩湾矿区三号露天矿	600			克布尔碱矿区十二号矿井	150
		四号露天矿一期	1000			墨龙煤矿	150
		大井矿区南露天矿	500	吐哈区	哈密市	大南湖矿区二号露天矿	300
		塔西河矿区美丰矿井	120			淖毛湖矿区白石湖二号露天矿	900
	塔城	水溪沟矿区水溪沟井田	150			淖毛湖矿区白石湖三号露天矿	500
		昌吉淮南煤田资源整合项目	590			岔哈泉一号露天矿	600
		和什托洛盖矿区博尔托洛盖矿井	120			马朗一号煤矿一期	500
		塔城白杨河矿区骆驼包北矿井	120			三塘湖矿区石头梅一号露天矿二期	1000
库拜区	阿克苏	淮南煤田资源整合项目	240			石头梅二号矿井	800
		俄霍布拉克煤矿	100			库木苏一号矿井	500
伊犁区	伊犁州	阿艾矿区北山中部矿井	150			条湖一号矿井	1000
		伊北矿区四号矿井	150			条湖七号矿井	400
		二号露天矿	200	兵团	合计	16420	
		八号矿井一期	300				
巴州、喀什地区、和田地区及克州		窄梁子矿井	150				
		巴州阳霞矿区塔里克区一号井	120				
		卡达希区一号井	120				
兵团		和田地区布雅矿区一号井二期	60				
		图壁白杨河矿区106团煤矿	60				
		和什托洛盖矿区屯南煤业四分公司一号井二期	70				

资料来源：新疆政府网，国海证券研究所

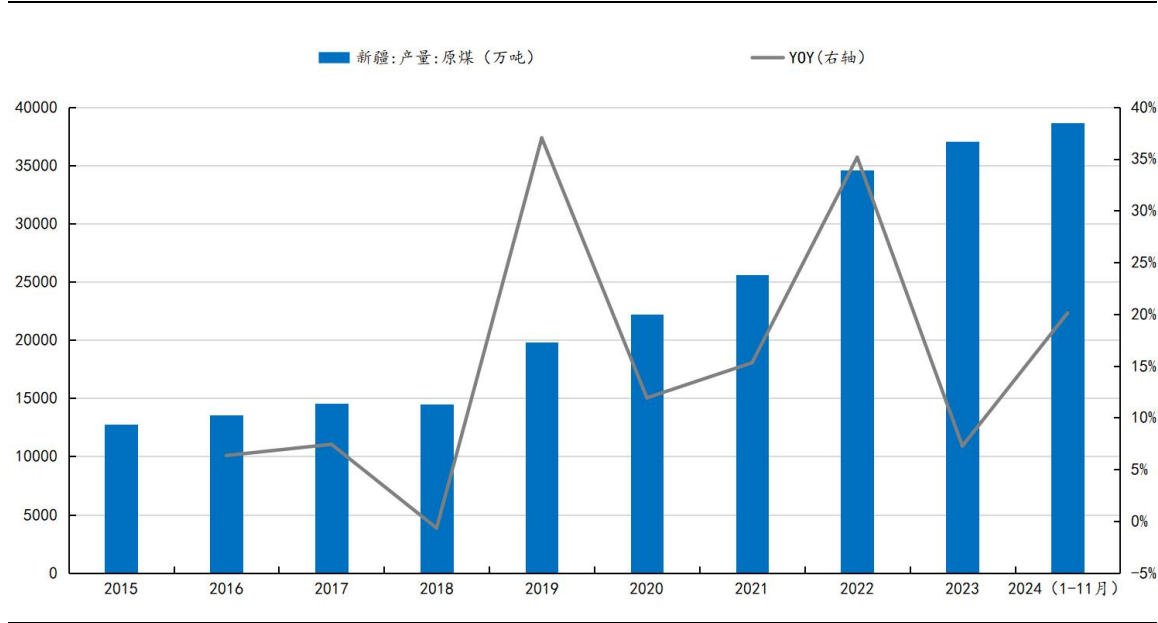
图表：新疆“十四五”规划储备煤矿项目合计8370万吨

地区		项目	“十四五”储备产能（万吨）	项目进展
准噶尔区	昌吉州	西黑山矿区红沙泉二号露天矿二期	1000	2023年12月开工
		英格玛矿井	800	
		五彩湾矿区四号露天矿二期	1000	
吐哈区	吐鲁番市	库木塔格矿区一号露天矿二期	500	
		沙尔湖矿区二号露天矿二期	500	
		九号露天矿二期	500	
		克布尔碱矿区克尔碱矿井	150	
		七泉湖矿区新城煤矿	120	
		大南湖矿区七号矿井二期	600	
	哈密市	淖毛湖矿区马朗一号煤矿二期	500	
		英格玛二号矿井	300	2024年9月开工，2027年6月投产
		东三号煤矿	400	
		沙尔湖矿区五号露天矿一期	500	
		巴里坤矿区纸房矿井	600	
		段家地矿井	150	
伊犁区	伊犁州	石炭窑煤矿	120	
		伊北矿区五号井	150	
		界梁子北矿井	240	2024年8月环评第一次公示
兵团		和什托洛盖矿区努肯泥沃特格煤矿二期	120	
		嘎顺乌散煤矿二期	60	
		呼图壁白杨河矿区小东沟矿井二期	60	
合计			8370	

资料来源：新疆政府网，天山网，腾讯网，新疆霍城县政府网，国海证券研究所

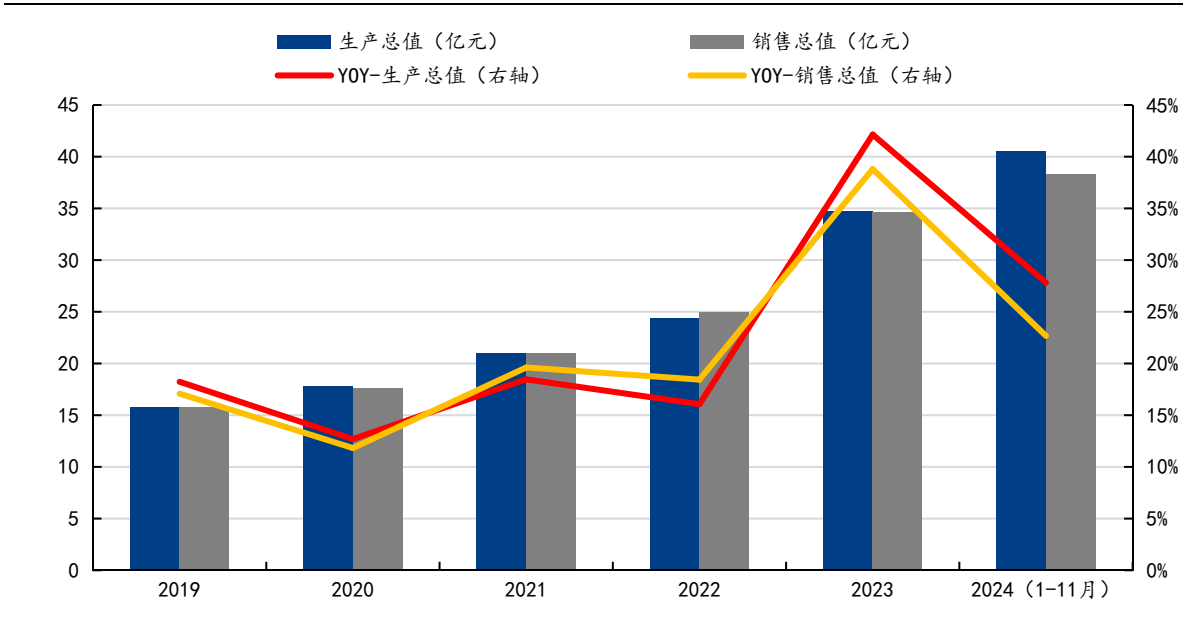
➤ 2022年、2023年及2024年1-11月，新疆地区民爆产品销售总值分别为24.92亿元、34.59亿元和38.34亿元，同比增长18.44%、38.80%和22.67%。我们认为未来随着新疆地区煤炭产业发展的全面推进，新疆地区民爆市场有望进一步发展。

图表：新疆原煤产量增长明显



资料来源：，国海证券研究所

图表：新疆地区民爆企业生产销售总值增长显著



资料来源：中国民爆信息微信公众号，国海证券研究所

- 供给端：产能严控，收并购机会涌现
- 需求端：民爆行业迎来区域性迅速增长
 - ✓ 新疆：煤炭战略拉动民爆需求
 - ✓ 西藏：矿山+铁路+水电三核驱动
 - ✓ 江西：浙赣粤运河或有望开工，民爆行业有望受益
 - ✓ 海外：矿企出海带动民爆企业业绩提升
 - ✓ 投资建议
- 风险提示

➤ 按照西藏水电项目+川藏铁路+巨龙铜矿二期炸药新增需求量测算，我们预测西藏地区2024、2025、2026年炸药总产量预计同比增长8.79%、93.40%、24.11%。

图表：西藏地区工业炸药需求预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产量（万吨）	1.60	2.44	4.53	4.82	4.89	5.32	10.29	12.77
销量（万吨）	1.60	2.42	4.47	4.90	4.87	5.33	10.29	12.77
产量增速（%）		52.50%	85.66%	6.40%	1.45%	8.79%	93.40%	24.11%
销量增速（%）		51.25%	84.71%	9.62%	-0.61%	9.45%	93.03%	24.11%

资料来源：中国民爆信息微信公众号，建筑时报公众号，高争民爆公司公告，某露天铜矿爆破开采综合降耗实验 蒋跃飞等（2018），Estimating moisture susceptibility of asphalt modified with alumina trihydrate.Shengjie Liu等.（2018），三峡工程民爆物品管理 李明富等（2001），凤凰网资讯，广东省水力和新能源发电工程学会,紫金矿业公司公告，紫金矿业公司官网，国海证券研究所

川藏铁路及水电开发提速

- 国家“十四五”规划明确提出实施**川藏铁路**、西部陆海新通道、国家水网、**雅鲁藏布江下游水电开发**等重大工程。2024年7月，《中共中央国务院关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》中提出加快**西南水电**等清洁能源基地建设。

图表：西部开发及西藏地区政策：川藏铁路、西南水电、雅江下游开发提速

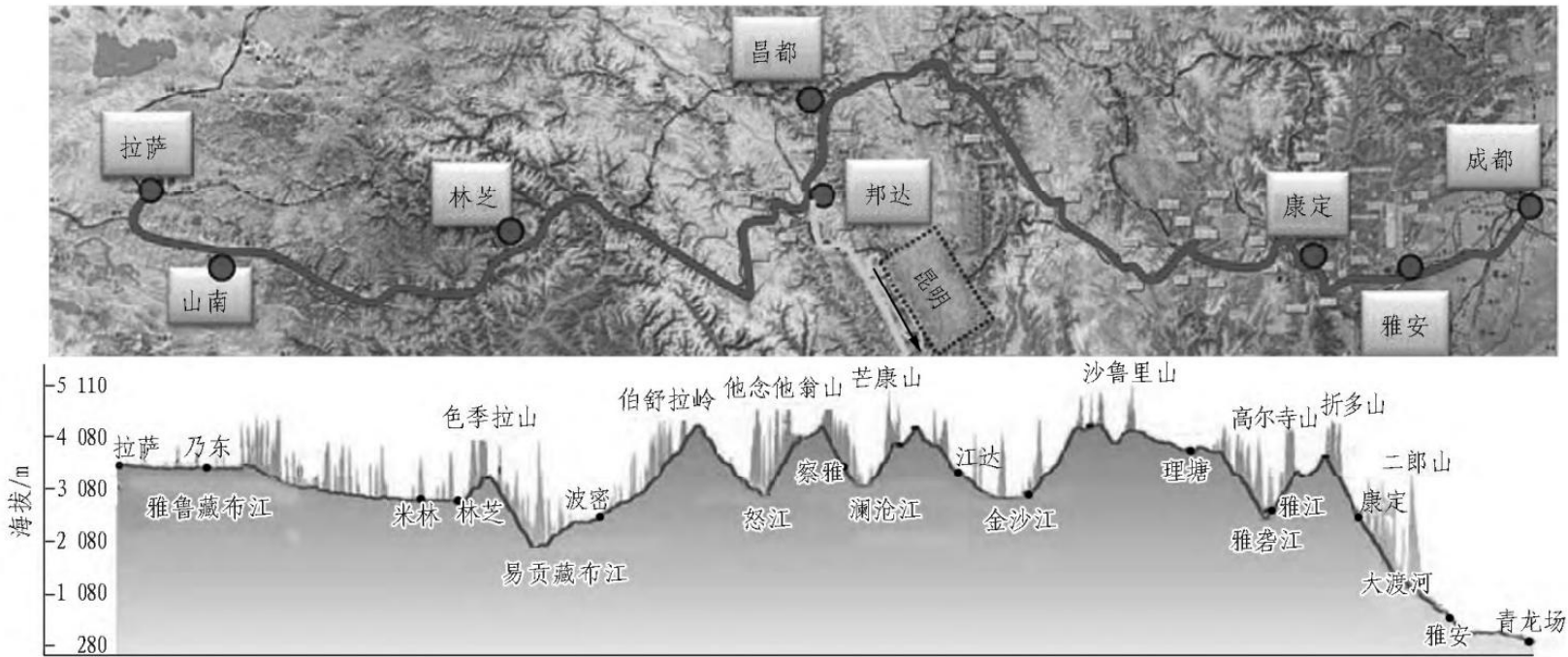
时间	政策文件	相关内容
2020年11月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	实施 川藏铁路 、西部陆海新通道、国家水网、 雅鲁藏布江下游水电开发 等重大工程。
2021年1月	《西藏自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	铁路 ：全力推进川藏铁路雅安（川藏界）至林芝段建设； 水电 ：加快雅鲁藏布江中游、金沙江上游水电开发，实现大古、苏洼龙、叶巴滩等水电站投产运营；推动 雅鲁藏布江下游 、澜沧江上游西藏段、那曲河、玉曲河等流域水电开发。
2024年7月	《中共中央国务院关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设。统筹水电开发和生态保护，推进水风光一体化开发。到2030年，非化石能源消费比重提高到25%左右。
2024年8月	《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》	加强重点领域安全保障能力建设，强化能源资源保障，推进清洁能源基地建设。

资料来源：中国政府网，西藏发改委官网，国海证券研究所

川藏铁路将驱动民爆用品需求增长

- 据建筑时报公众号，川藏铁路雅安至林芝段项目估算总投资约3198亿元，计划工期3651天，2020年11月8日开工，2030年11月7日竣工。
 - 据澎湃网，雅安—林芝段是川藏铁路难度最大路段，桥隧比达90%以上。
 - 据高争民爆公司公告，为保证川藏铁路建设期间民用爆破器材供应，公司与川藏铁路有限公司签署《西藏境内民用爆破器材战略合作协议》。
- 甲方预计用量：工业炸药8万吨，管类8500万发，导爆索5800万米。

图表：川藏铁路雅安—林芝段是川藏铁路难度最大路段



资料来源：川藏铁路隧道工程 郑宗溪 孙其清（2017）

巨龙铜矿二期将拉动西藏民爆需求

➤ 巨龙铜矿是一个全岩矿化的斑岩型铜矿床，赋矿岩石主要为中新世黑云母二长花岗岩、二长花岗斑岩和花岗闪长斑岩等，成矿规模大，外围找矿潜力较大。按照花岗岩密度 2.861g/cm^3 ，结合巨龙铜矿二期日处理矿石量计算，假设项目建设过程与稳定开采后炸药用量一致，我们预测2025年此项目将拉动西藏地区新增2.5万吨炸药需求。

图表：巨龙铜矿炸药用量测算

项目名称	原名称	建设进展	花岗岩密度	炸药使用单耗	日处理矿石量（万吨/日）	稳定开采后炸药用量测算（万吨/年）
巨龙铜矿	驱龙铜多金属矿	一期于2021年底投产	取 2.861g/cm^3	取 0.65kg/m^3	15	1.2
	荣木错拉铜多金属矿	二期2024年2月项目核准批复，预计2025年底投产			30	2.5

资料来源：某露天铜矿爆破开采综合降耗实验 蒋跃飞等（2018），Estimating moisture susceptibility of asphalt modified with alumina trihydrate.Shengjie Liu等.（2018），紫金矿业公司公告，紫金矿业公司官网，国海证券研究所

巨龙铜矿有望成为21世纪以来投产的全球采选规模最大的单体铜矿山

- 巨龙铜矿为世界级超大型低品位斑岩型铜钼矿。项目位于西藏自治区拉萨市墨竹工卡县。其中，一期15万吨/日改扩建工程正在推进。二期改扩建工程获有关部门核准，2024年全面开工建设，计划2025年底建成投产。据紫金矿业公司官网，巨龙二期工程建成达产后，巨龙铜矿每年采选矿石量将超过1亿吨规模，**成为中国采选规模最大、21世纪以来投产的全球采选规模最大的单体铜矿山。**
- 据紫金矿业公司公告，巨龙铜业（旗下包含巨龙铜矿和知不拉铜矿）矿产铜年产量将从2023年的15.4万吨提高至约30-35万吨，矿产钼年产量将从2023年的0.5万吨提高至约1.3万吨。后续，巨龙铜矿还可能进一步规划实施三期工程，若项目得到政府有关部门批准，最终可望实现每年采选矿石量约2亿吨规模。

图表：巨龙铜业项目概况

项目名称	原名称	建设进展	平均剥采比(t/t)	铜年产量(万吨/年)
巨龙铜矿	驱龙铜多金属矿	一期于2021年底投产	0.26	15
	荣木错拉铜多金属矿	二期2024年2月项目核准批复，预计2025年底投产	0.49	20

资料来源：紫金矿业公司公告，紫金矿业公司官网，国海证券研究所

图表：巨龙矿区铜金属资源量丰富

资源量类别	2022年备案			2024年备案			资源量变化情况	
	矿石量	品位	金属量	矿石量	品位	金属量	矿石量	金属量
	(万吨)	(%)	(万吨)	(万吨)	(%)	(万吨)	(万吨)	(万吨)
探明	62,815	0.43	267.35	107,054	0.38	405.31	44,239	137.96
控制	188,648	0.4	747.73	493,287	0.29	1,450.93	304,639	703.2
推断	26,947	0.37	100.36	301,131	0.24	731.8	274,184	631.44
小计	278,410	0.4	1,115.44	901,473	0.29	2,588.04	623,063	1,472.60

资料来源：紫金矿业公司公告，国海证券研究所

图表：雅鲁藏布江中游、金沙江上游、澜沧江上游西藏段水电项目陆续启动

流域	水电站名称	项目进度	总装机容量（万千瓦）	总投资（亿元）
雅鲁藏布江中游	巴玉	/	80	
	大古	2021年首台机组投产发电	66	122
	街需	/	56	
	藏木	2014年11月首台机组投产发电	51	96
	加查	2020年8月首台机组投产发电	36	78.3
	冷达	/	32	
	仲达	/	48	
金沙江上游	朗镇	/	未知	
	西绒	/	32	
	晒拉	/	38	
	果通	/	14	
	岗托	/	110	
	岩比	/	30	
	波罗	2024年8月环评通过，总工期78个月	96	165
	叶巴滩	2017年6月开工，2026年全部投产	230	333.6
	拉哇	2019年12月开工，2026年底首台机组投产	200	309
	巴塘	2024年11月消防验收通过，计划2025年5月首台机组发电	75	102.63
	苏洼龙	2022年投产发电	120	178.9
	昌波	2023年9月开工	106	141.26
澜沧江上游西藏段	旭龙	2023年11月大江截流	240	294
	奔子栏	/	188	
	侧格	“十四五”期间逐步开工建设，计划2030年开始送电，2035年全部建成。	12.9	
	约龙		12.9	
	卡贡		24	
	班达		150	
	如美		260	
	邦多		72	
	古学		210	
	古水		220	

资料来源：青矩技术公司官网，电力招标网，北极星电力新闻网，中国能源新闻网，中国新闻网，广东省水利和新能源发电工程学会，中国政府网，央视新闻，加查县政府网，北极星水力发电网，中国水利发电工程学会微信公众号，中国生态环境部官网，江南时报网，国务院国资委官网，中国电建官网，北极星水力发电网，人民日报，华能水电公司公告，中国水利水电第五工程局官网，川观新闻，中国水利部官网，国海证券研究所

➤ 西藏“十四五规划”明确提出加快雅鲁藏布江中游、金沙江上游水电开发，实现大古、苏洼龙、叶巴滩等水电站投产运营；推动雅鲁藏布江下游、澜沧江上游西藏段、那曲河、玉曲河等流域水电开发。政策推动下西藏水电开发将迎来长期快速发展。

图表：那曲河流域水电项目不断推进、玉曲河流域逐渐启动

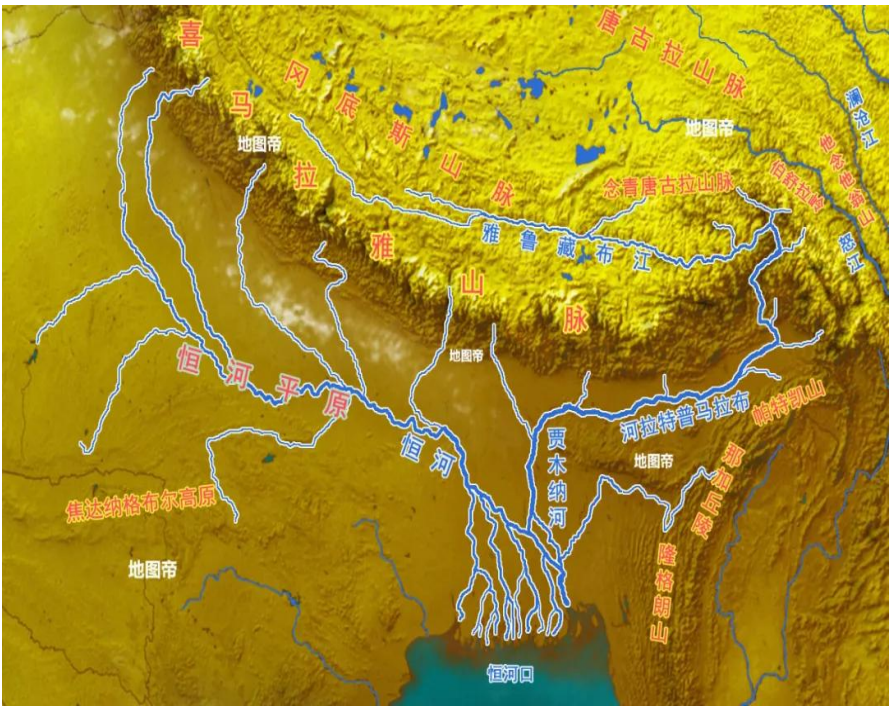
流域	水电站名称	项目进度	总装机容量（万千瓦）	总投资（亿元）
那曲河	查龙	已建	1.08	
	如鲁	/	2.4	
	拉热	/	15	
	吉前	已建	0.2	
	比如	已建	0.16	
	江达	2023年12月“三通一平”工程尼且卡隧道顺利贯通	120	
	东宗	/	30	
	沙丁	/	54	
玉曲河	成德	/		
	扎玉	/		
	吉登	/		
	中波	2023年7月环评	23	
	碧土	/		
	扎拉	2023年6月开工，2024年1月截流，预计2027年底完工,总投资120亿元	101.5	120
	轰东	/		

资料来源：西藏自治区水利厅官网，中国发展网，北极星水力发电网，左贡县政府网，大唐集团官网，中国西藏网，中国西藏新闻网，国海证券研究所

雅鲁藏布江下游水能蕴藏量丰富，峡谷主体在墨脱县

- 据见道网，雅鲁藏布江是西藏水能资源最丰富的河流，其干流和五大支流的天然水能理论蕴藏量为1.13亿千瓦，仅次于长江流域，占西藏理论水能蕴藏量的56.22%，其中可开发量为4837.14万千瓦，占境内可开发量的80.96%。雅鲁藏布江峡谷地形适合建筑水坝，拦洪蓄水。
- 据米林市人民政府官网，雅鲁藏布大峡谷北起米林县派镇大渡卡村（海拔2880米），经由排龙乡的雅鲁藏布江大拐弯，南到墨脱县巴昔卡村（海拔115米，在藏南地区靠近印度阿萨姆邦位置），峡谷主体在墨脱县。

图表：雅鲁藏布江大峡谷



资料来源：地图帝微信公众号

图表：雅鲁藏布江墨脱水利枢纽坝址碑石



资料来源：见道网

雅鲁藏布江下游水电工程已获中国政府核准

- 据2024年12月15日新华社消息，雅鲁藏布江下游水电工程已获中国政府核准。
- 据中国大坝工程协会援引中国能源报，雅鲁藏布江流域干流水能资源最丰富，理论蕴藏量近8000万千瓦，其下游的大拐弯地区更是堪称世界水能富集之最，在50公里直线距离内，形成了2000米的落差，汇集了近7000万千瓦的水电可开发资源。
- 根据以上信息，我们假设雅鲁藏布江下游水电工程装机容量约6000万kW。按照三峡水电站单位装机容量投资折算，在不考虑施工难度差异等因素的情况下，我们估算雅鲁藏布江下游水电工程的总投资额为6628亿元。

图表：我国前五大水电站单位装机容量投资为**0.57-1.38**万元/千瓦

工程名称	地理位置	开工-完工年份	总投资（亿元）	总装机容量（万千瓦）	单位装机容量投资（万元/千瓦）
三峡水电站	长江干流	1993-2008	2485.37	2250	1.10
白鹤滩水电站	金沙江下游	2017-2022	2200	1600	1.38
溪洛渡水电站	金沙江下游	2005-2015	792.34	1386	0.57
乌东德水电站	金沙江下游	2015-2021	967	1020	0.95
向家坝水电站	金沙江下游	2006-2014	542	775	0.70

资料来源：株洲晚报，长江三峡集团官网，中国政府网，雷波县政府网，人民网，中国电器工业协会，国海证券研究所

西藏地区水电开发驱动炸药需求增长

- 据《三峡工程民爆用品管理》李明富等（2001），三峡工程建设8年多共使用炸药5.18万吨。据广东省水力和新能源发电工程协会，乌东德水电站炸药使用约3万吨；据凤凰网，白鹤滩水电站用4万吨炸药开凿隧洞。
- 根据三峡、白鹤滩、乌东德每千瓦装机容量炸药用量的平均值0.0026吨/千瓦测算，我们预计雅鲁藏布江下游水电工程将使用15.5万吨炸药，西藏地区其他待建水电站预计将使用3.33万吨炸药。按照各项目假设工期计算，预计**2025-2027年西藏水电开发驱动炸药年需求每年增长1.68万吨**。

图表：西藏地区其他待建水电站预测将使用**3.33万吨**炸药

图表：雅鲁藏布江下游水电工程预计将使用**15.5万吨**炸药

工程名称	总装机容量（万千瓦）	每千瓦装机容量炸药用量（吨/千瓦）	炸药总用量（万吨）	预计未来三年（2025-2027年）年均用量（万吨）
三峡水电站	2250	0.0023	5.18（前八年多）	
白鹤滩水电站	1600	0.0025	4	
乌东德水电站	1020	0.0029	3	
平均值		0.0026		
雅鲁藏布江下游水电工程	6000	0.0026	15.5	1.03

资料来源：三峡工程民爆物品管理 李明富等（2001），株洲晚报，凤凰网资讯，广东省水力和新能源发电工程学会，国海证券研究所
（注：假设雅鲁藏布江下游水电工程工期与三峡水电站相同，即15年左右。）

流域	水电站名称	项目进度	总装机容量（万千瓦）	总投资（亿元）	炸药总用量（万吨）	预计未来三年（2025-2027年）年均用量（万吨）	备注
金沙江上游	波罗	2024年8月环评通过	96	120	0.25	0.04	工期6.5年（78个月）
	昌波	2023年9月开工	106	141.26	0.27	0.04	预计2029年底完工
澜沧江上游西藏段	侧格	“十四五”期间逐步开工建设，计划2030年开始送电，2035年全部建成。	12.9		0.03	0.01	计划2030年送电，假设工期五年
	约龙		12.9		0.03	0.01	
	卡贡		24		0.06	0.01	
	班达		150		0.39	0.08	
	如美		260		0.67	0.13	
	邦多		72		0.19	0.04	
	古学		210		0.54	0.11	
	古水		220		0.57	0.11	
玉曲河	中波	2023年7月环评	23		0.06	0.01	假设工期5年（参考扎拉水电站）
	扎拉	2023年6月开工，2024年1月截流，预计2027年底完工，总投资120亿元	101.5	120	0.26	0.06	工期4.5年
合计					3.33	0.65	

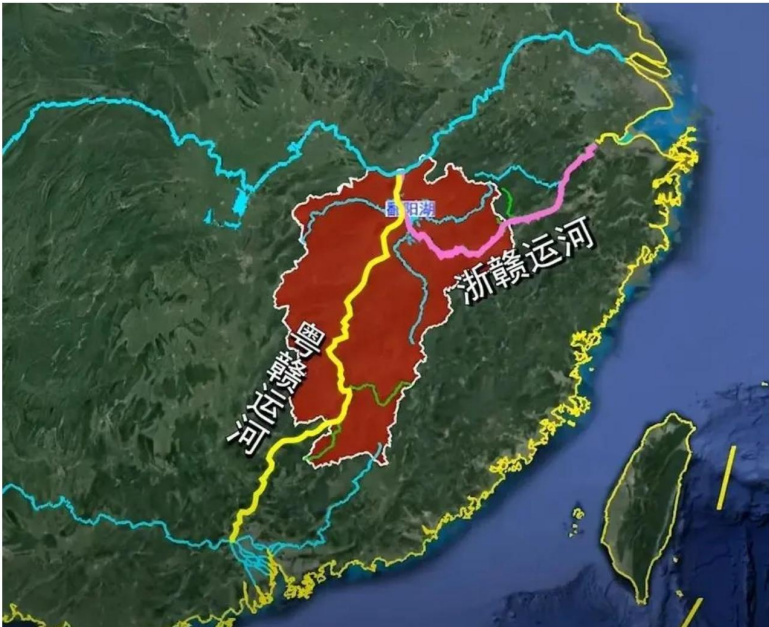
资料来源：三峡工程民爆物品管理 李明富等（2001），株洲晚报，凤凰网资讯，广东省水力和新能源发电工程学会，中国水利部官网，西藏自治区水利厅官网，中国西藏新闻网，国海证券研究所

- 供给端：产能严控，收并购机会涌现
- 需求端：民爆行业迎来区域性迅速增长
 - ✓ 新疆：煤炭战略拉动民爆需求
 - ✓ 西藏：矿山+铁路+水电三核驱动
 - ✓ 江西：浙赣粤运河或有望开工，民爆行业有望受益
 - ✓ 海外：矿企出海带动民爆企业业绩提升
 - ✓ 投资建议
- 风险提示

浙赣粤运河拉动江西地区民爆需求

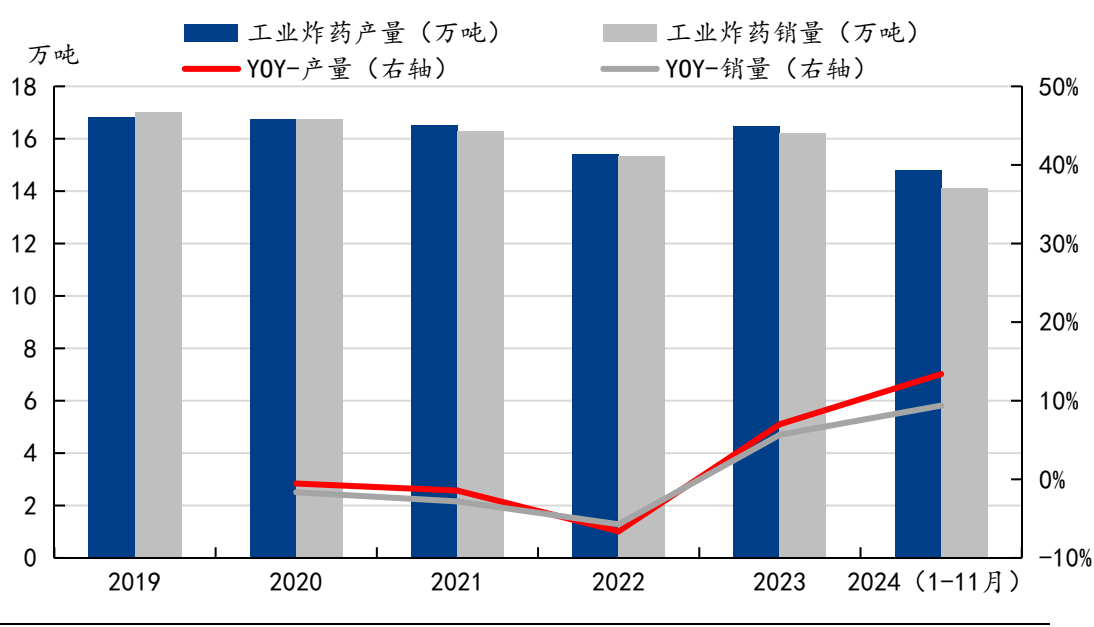
- 根据国泰集团公司公告，浙赣粤运河由赣粤运河、浙赣运河组成，长度合计约1988公里，预计投资3200亿元，江西省占有**60%**的河段，该工程被称为“世纪水运工程”。
- 根据老家赣州微信公众号，2024年10月9日，江西公共资源交易网发布了【江西省交通运输厅赣粤运河工程预可行性研究采购项目】中标结果，中标单位为中交水运规划设计院有限公司/交通运输部规划研究院/华设设计集团股份有限公司/广东省交通运输规划研究中心。
- 江西省“十四五”综合交通运输体系发展规划中提出，加快赣粤运河前期工作，力争“十四五”开工建设。我们认为该项目有望于2025年开工。

图表：浙赣粤运河线路平面图



资料来源：水泥地理微信公众号，国海证券研究所

图表：2024年1-11月江西省工业炸药产量同比+13.39%



资料来源：中国民爆信息微信公众号，国海证券研究所

- 供给端：产能严控，收并购机会涌现
- 需求端：民爆行业迎来区域性迅速增长
 - ✓ 新疆：煤炭战略拉动民爆需求
 - ✓ 西藏：矿山+铁路+水电三核驱动
 - ✓ 江西：浙赣粤运河或有望开工，民爆行业有望受益
 - ✓ 海外：矿企出海带动民爆企业业绩提升
 - ✓ 投资建议
- 风险提示

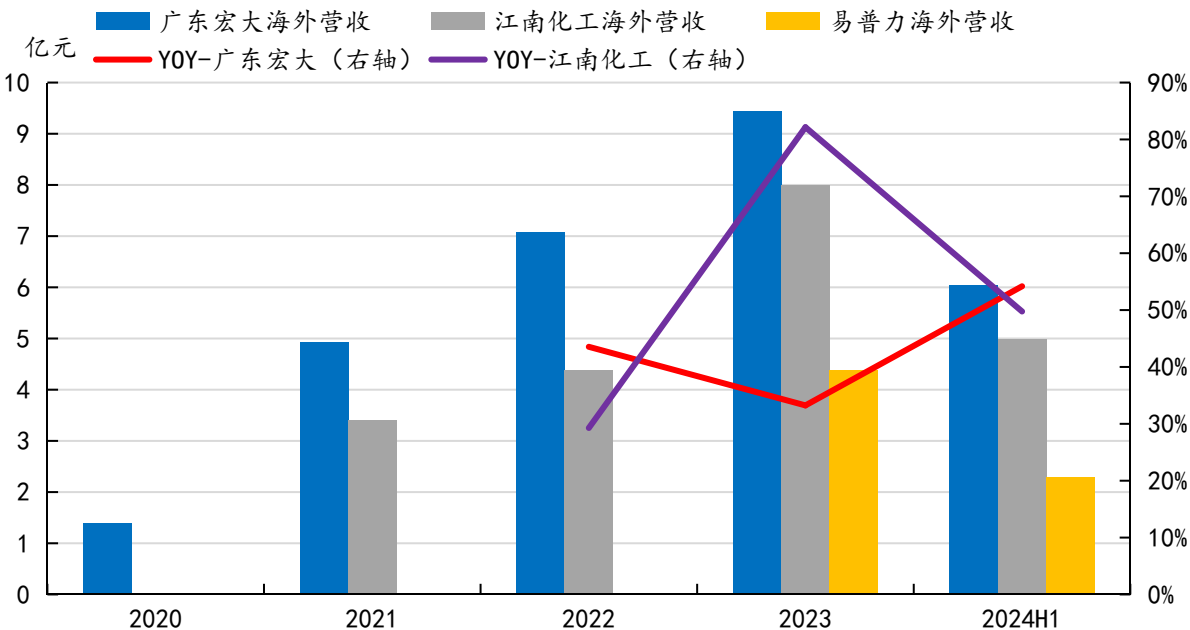
- 民爆企业跟随矿企，紧跟国家政策，参与“一带一路”建设，矿企出海步伐加快。民爆企业紧跟中资企业，为矿企提供矿山开采爆破服务，深入布局“一带一路”沿线的非洲、南美、东南亚等关键市场。
- 据，2024年上半年，广东宏大、江南化工、易普力海外营业收入分别同比增长54.18%、49.76%、9.58%。

图表：广东宏大、易普力、江南化工积极布局海外业务

上市公司	海外业务
广东宏大	以“塞尔维亚”作为海外发展的基本盘，重点布局中非和南美区域，设立了塞尔维亚国际化总部及五大海外代表处，积极搭建海外管理平台，已在塞尔维亚、哥伦比亚、圭亚那等多个“一带一路”国家承接多个矿服项目。公司在赞比亚建设乳化炸药生产线，海外业务规模逐步扩大。2024年上半年，公司海外市场营收增长显著，实现营收6.04亿元，较上年同期增长54.18%。
易普力	紧跟中资企业海外工程开展国际化业务，为中资企业承建的巴基斯坦、马来西亚等国别的多个水电工程项目和矿山开采项目提供专业爆破工程服务，业务布局利比里亚、巴基斯坦、纳米比亚、马来西亚等多个“一带一路”沿线国家，在东南亚、非洲和南美洲等地区具备品牌优势。
江南化工	已辐射国际纳米比亚、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。下一步公司将紧跟走出去的中资企业大型矿山、“一带一路”沿线国家基建项目，加大海外业务拓展，保持江南化工民爆海外业务的领先地位。

资料来源：各公司公告，国海证券研究所

图表：2024H1广东宏大、易普力、江南化工海外营收同比提升

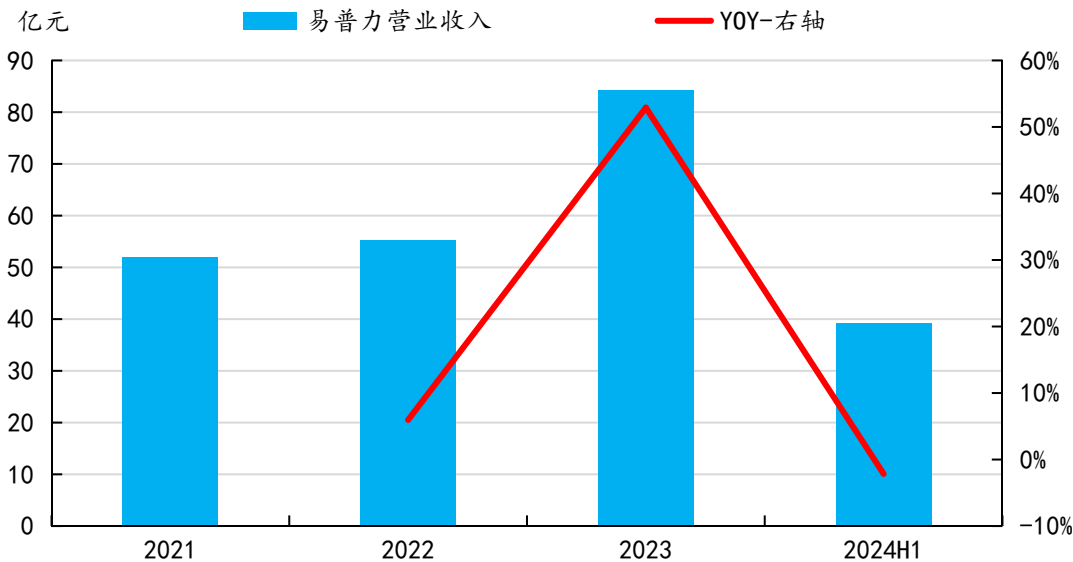


资料来源：，国海证券研究所

- 供给端：产能严控，收并购机会涌现
- 需求端：民爆行业迎来区域性迅速增长
 - ✓ 新疆：煤炭战略拉动民爆需求
 - ✓ 西藏：矿山+铁路+水电三核驱动
 - ✓ 江西：浙赣粤运河或有望开工，民爆行业有望受益
 - ✓ 海外：矿企出海带动民爆企业业绩提升
 - ✓ 投资建议
- 风险提示

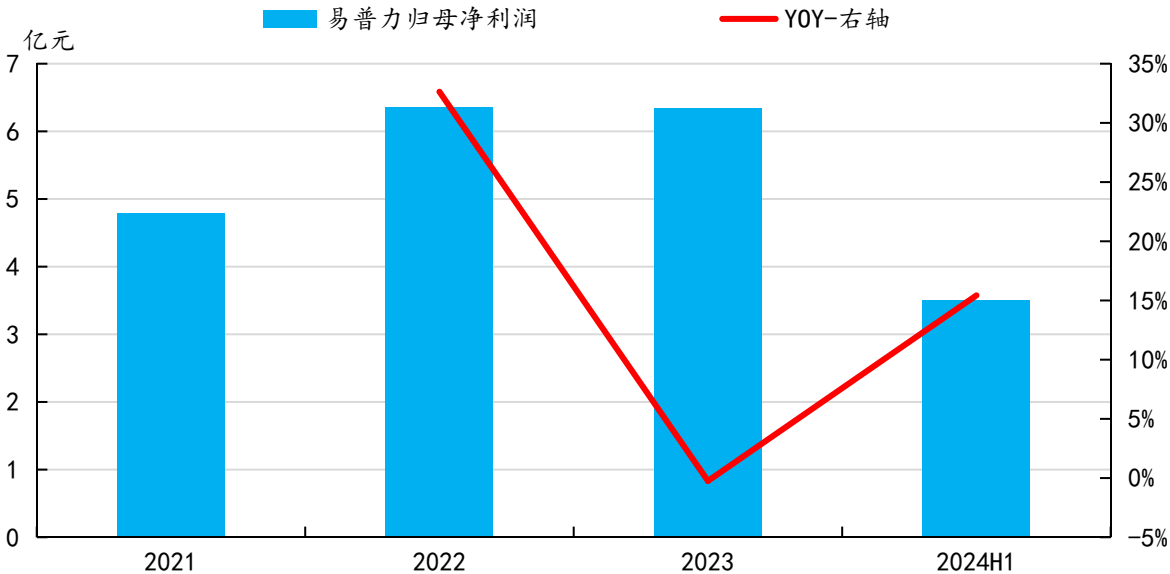
- 易普力股份有限公司于1993年随三峡水利枢纽工程上马而成立，是国务院国资委直属企业中国能建的成员企业。2023年，中国能建通过南岭民爆发行股份，购买葛洲坝持有的易普力公司股份，实现分拆易普力重组上市，创造了全国首例“A+H股分拆+行业整合”借壳上市。
- 公司拥有集民爆物品研发、生产、销售、爆破一体化和矿山开采施工总承包及绿色矿山建设于一体的完整产业链，具备营业性爆破作业单位、矿山工程施工总承包“双一级”资质。
- 公司拥有工业炸药许可产能52.15万吨/年，工业电子雷管6450万发/年（截至2024年中报），业务覆盖国内超20个省（自治区、直辖市）和纳米比亚、利比里亚、巴基斯坦、马来西亚等“一带一路”沿线国别，是国内市场覆盖面最广的央企民爆企业。

图表：2021-2024H1易普力营业收入



资料来源：易普力公司公告，国海证券研究所

图表：2021-2024H1易普力归母净利润



资料来源：易普力公司公告，国海证券研究所

- 根据一致性预期，预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为7.48、8.94、10.30亿元，EPS为0.60、0.72、0.83元/股，对应PE为18.86、15.79、13.71倍。
- 风险提示：宏观经济风险、企业安全风险、原材料价格波动风险、应收账款风险、诉讼风险等。

图表：易普力盈利预测

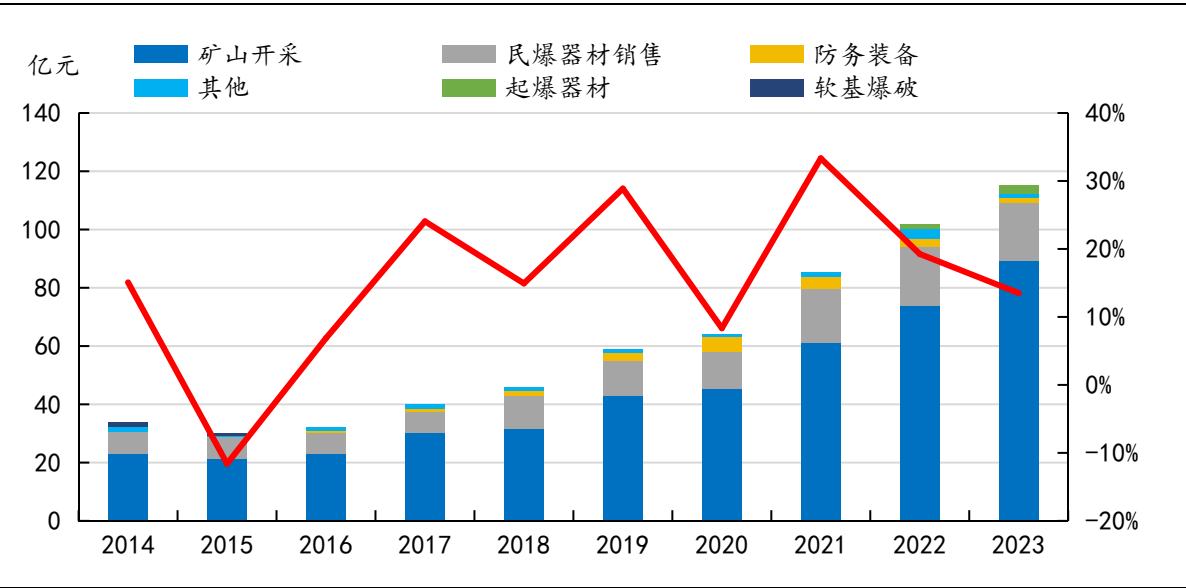
预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8427.74	9330.00	10673.93	12109.00
增长率（%）	52.90	10.71	14.40	13.44
归母净利润（百万元）	633.88	748.49	894.22	1,029.86
增长率（%）	-0.24	18.08	19.47	15.17
摊薄每股收益（元）	0.51	0.60	0.72	0.83
ROE（%）	9.08	9.96	10.81	11.27
P/E	20.27	18.86	15.79	13.71

资料来源：，国海证券研究所（注：盈利预测来自一致性预期，统计日期截至2025年1月3日，2023年市盈率使用2023年12月31日收盘价计算。）

广东宏大—广东省国资委下属企业

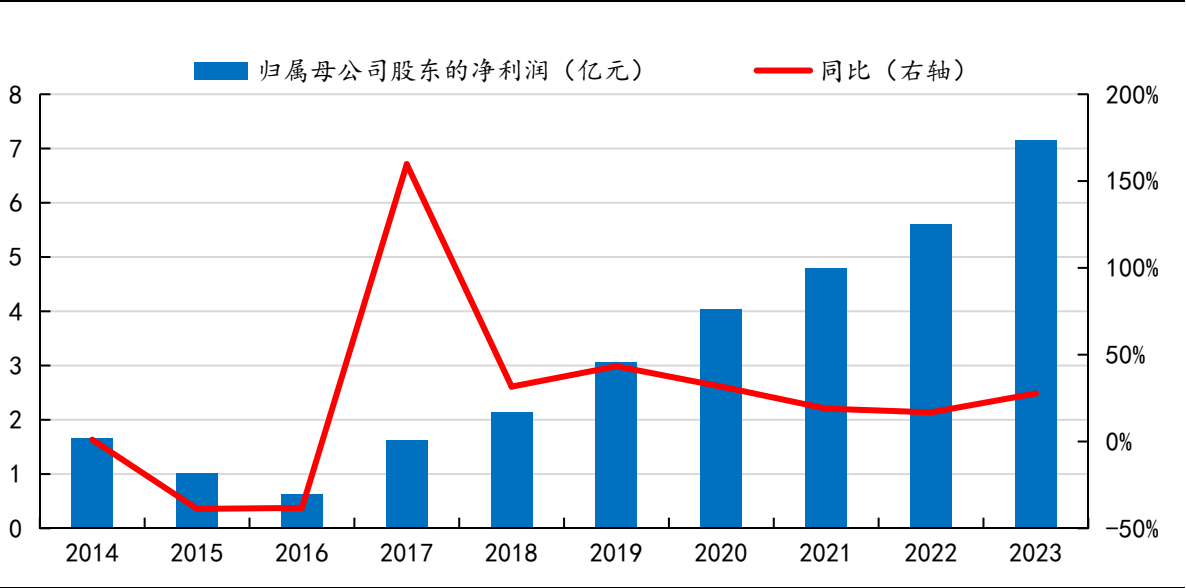
- 公司是广东省国资委下属广东省环保集团有限公司控股企业。截至2024年半年报，公司拥有工业炸药产能53.3万吨，产能遍布全国各地，包括广东、内蒙古、甘肃、辽宁、黑龙江、西藏、新疆等地区。
- 2023年，公司新疆和海外市场营收大幅提升，分别同比增长176.81%、33.24%。

图表：2023年公司营业收入同比+13.51%



资料来源：，国海证券研究所

图表：2023年公司归母净利润同比+27.68%



资料来源：，国海证券研究所

- 据，公司是中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司。公司矿服板块以宏大爆破工程集团有限责任公司为主体，专注于大中型露天矿山、地下矿山以及现场混装炸药三大核心业务，为全球矿山客户提供首创的矿业一体化方案解决服务。涵盖煤矿、铁矿、有色金属矿等多个矿种。
- 我们认为，业务结构的多元化使公司在矿种周期波动中具备更强的抗风险能力，助力公司在不同市场环境下均能保持稳健的业绩增长。

图表：广东宏大矿服板块主要露天矿山项目

项目分类	项目名称
煤矿项目	神华准能哈尔乌素露天煤矿特大型设备采矿工程
	神华宁夏煤业汝箕沟露天煤矿剥离工程
	神华宁夏煤业惠农露天煤矿剥离工程
	伊泰集团纳林庙煤矿老采空区灾害治理工程
	北方魏家峁煤电有限责任公司露天煤矿钻爆工程
铁矿项目	河南舞钢经山寺露天铁矿采剥工程
	太钢矿业峨口铁矿采剥工程
	田家沟钒钛磁铁矿采矿工程
	河南舞钢扁担山露天铁矿采矿工程
有色金属矿项目	广东大宝山铜硫矿露天采剥工程
	西藏玉龙铜业股份有限公司矿山采剥工程
	紫金矿业紫金山金铜矿露天采剥工程
	紫金矿业多宝山铜矿露天采剥工程
化工项目	宝明油页岩矿采剥工程
	广东省云浮硫铁矿露天采剥工程
	新疆宝明矿业有限公司吉木萨尔县石场沟油页岩采剥工程
建材类项目	广州顺兴石场项目
	浙江交投1500万吨/年舟山大皇山建筑石料矿
	宁波交投小岙山建筑石料矿项目
	海螺水泥广东清新水泥有限公司石灰石矿工程
	广州谷城集团有限公司婆坑矿区建筑用砂岩矿工程

资料来源：广东宏大公司官网，国海证券研究所

- 公司紧跟国家政策，参与“一带一路”建设，加快出海步伐，以“塞尔维亚”作为海外发展的基本盘，重点布局中非和南美区域，设立了塞尔维亚国际化总部及五大海外代表处，积极搭建海外管理平台。公司已在塞尔维亚、哥伦比亚、圭亚那等多个“一带一路”国家承接多个矿服项目。公司在赞比亚建设乳化炸药生产线，海外业务规模逐步扩大。
- 2024年7月，公司发布公告，拟收购新疆雪峰科技21%股份，若收购成功雪峰科技将成为广东宏大的控股子公司。公司承诺自取得雪峰科技控制权之日起5年内，在符合各项相关要求的情况下，将以法律法规允许的方式，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。

图表：公司产能逐渐向我国西部地区调配

产品	许可产能	产能利用率（2023年）	在建产能	投资建设情况（截至2024年中报）
工业炸药	53.3万吨	84.27%	呼伦贝尔吉安化工扩能2000吨粉状乳化炸药（产能转移）	已完成设计评审和施工图设计，按计划推进建设中。
			甘肃宏大静宁扩能3000吨粉状乳化炸药（产能转移）	已完成试生产，计划验收。
			宏大韶化扩能2000吨乳化炸药（产能转移）	已完成技术造型并向市工信厅提交立项申请，拟进行初步设计评审。
			甘肃金昌市年产3000吨混装产能（产能转移）	已完成建设，于2024年7月24日通过试生产条件考核。
			西藏拉萨市年产7000吨混装产能（产能转移）	通过西藏自治区经信厅组织的初步设计评审，已于2024年6月开始土建施工。
电子雷管	3334万发	53.66%	甘肃宏大静宁生产点新建500万发电子雷管生产线（产能转移）	已进行设备调试，拟进行试生产条件考核。
			宏大韶化新建年产1000万发电子雷管生产线（普通工业雷管转电子雷管）	已完成预安评、初步设计，拟进行销爆拆除工程项目验收和初步设计评审。

资料来源：广东宏大公司公告，国海证券研究所（许可产能及在建产能、投资建设情况出自公司2024年中报）

- 根据一致性预期，预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为8.56、10.05、11.61亿元，EPS为1.13、1.32、1.53元/股，对应PE为22.63、19.27、16.67倍。
- 风险提示：宏观经济风险、安全生产风险、防务装备板块转型升级风险、财务风险等。

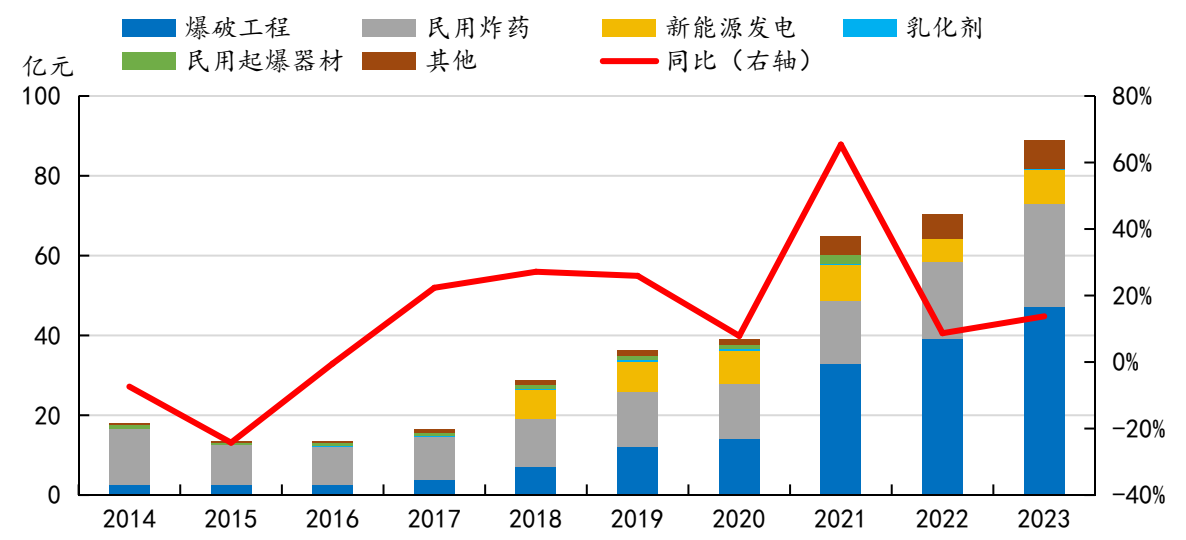
图表：广东宏大盈利预测

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	11542.60	13339.50	15210.67	17349.67
增长率（%）	13.51	15.57	14.03	14.06
归母净利润（百万元）	715.98	855.83	1,005.00	1,161.33
增长率（%）	27.68	19.53	17.43	15.56
摊薄每股收益（元）	0.94	1.13	1.32	1.53
ROE（%）	11.07	12.60	13.28	13.68
P/E	21.31	22.63	19.27	16.67

资料来源：，国海证券研究所（注：盈利预测来自一致性预期，统计日期截至2025年1月3日，2023年市盈率使用2023年12月31日收盘价计算。）

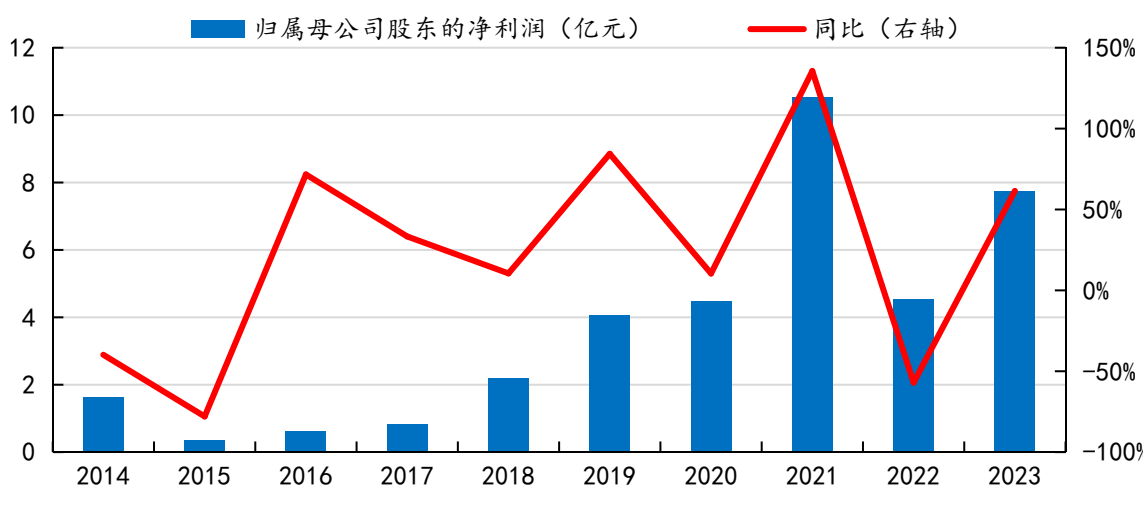
- 安徽江南化工是中国兵器工业集团北方特种能源集团控股的以民爆为主，民爆及新能源业务“双核驱动”的上市公司，是兵器工业集团打造国家民爆现代产业链“链长”的核心单位。
- 公司民爆板块主要从事民爆产品生产和工程爆破一体化服务。根据江南化工公司官网，公司拥有国内工业炸药及制品生产许可产能65.45万吨，工业雷管生产许可产能7670万发（其中工业数码电子雷管3670万发），安全气囊用点火具1亿发，工业导爆索5700万米。所属的北方爆破公司先后承接了海外多个战略性矿山开采项目爆破一体化服务，业务布局纳米比亚、蒙古、刚果（金）、塞尔维亚等亚、非、欧国家和地区。
- 根据江南化工公司官网，公司的新能源业务主要从事风电场、光伏电站开发、建设、运营，累计装机106万千瓦，运营风电场11处，光伏电站2处，主要分布在新疆、内蒙古、宁夏、甘肃、贵州、山西等地。

图表： 2023年公司营收同比增长14%



资料来源：，国海证券研究所

图表： 2023年公司归母净利润同比增长61%



资料来源：，国海证券研究所

- 根据一致性预期，预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为8.91、10.36、11.96亿元，EPS为0.34、0.39、0.45元/股，对应PE为15.93、13.70、11.87倍。
- 风险提示：安全风险、行业发展风险、市场开拓风险、国际经营风险、新能源产业政策变化风险等。

图表：江南化工盈利预测

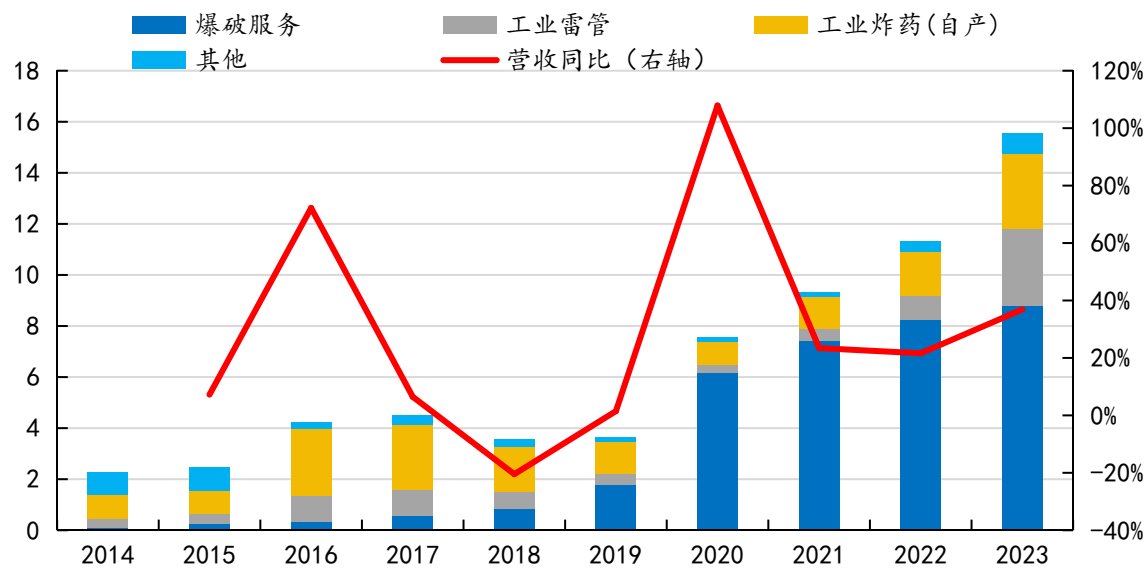
预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8894.76	9473.20	10943.60	12553.00
增长率（%）	13.75	6.50	15.52	14.71
归母净利润（百万元）	773.09	891.00	1,036.40	1,196.40
增长率（%）	61.48	15.25	16.32	15.44
摊薄每股收益（元）	0.29	0.34	0.39	0.45
ROE（%）	8.87	9.42	9.88	10.29
P/E	15.01	15.93	13.70	11.87

资料来源：，国海证券研究所（注：盈利预测来自一致性预期，统计日期截至2025年1月3日，2023年市盈率使用2023年12月31日收盘价计算。）

高争民爆—西藏国资委下属民爆企业

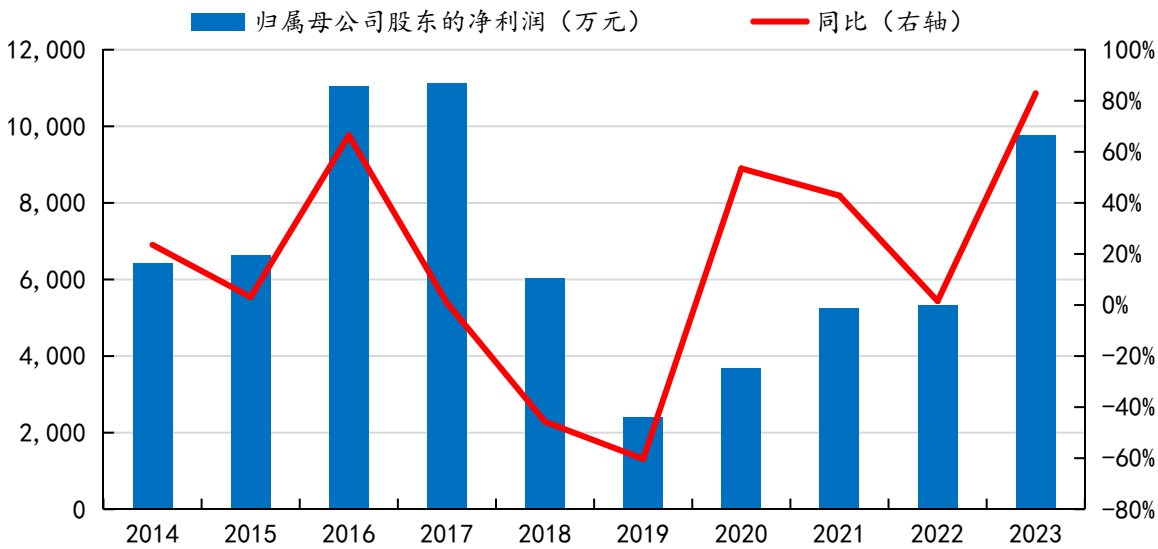
- 据高争民爆公司公告，公司实控人为西藏国资委，在西藏自治区具备较强的竞争优势。根据公司2023年报，公司已在拉萨、林芝（察隅、墨脱）、昌都、日喀则、山南、那曲、阿里等六市一地设立了民爆器材销售网点、配送网络及储存仓库，营销网络体系覆盖整个西藏自治区。
- 根据公司2022年报，公司拥有一条年产1.2万吨胶状乳化炸药生产线；公司在拉萨市曲水县、昌都市各自建成一套混装车系统（各配混装炸药车2台，产能1万吨）。
- 得益于川藏铁路、电站等重点项目对公司民爆产品的使用量增大等影响，公司2023年营收同比增加36.88%，净利润同比增长82.96%。

图表：公司2023年营收同比增加37%（亿元）



资料来源：，国海证券研究所

图表：公司2023年归母净利润同比增长83%（万元）



资料来源：，国海证券研究所

- 根据一致性预期，预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为1.23、1.998、3.25亿元，EPS为0.45、0.72、1.18元/股，对应PE为54.27、33.44、20.59倍。
- 风险提示：行业竞争加剧风险、产能瓶颈制约风险、安全生产风险、多元化战略风险等。

图表：高争民爆盈利预测

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1552.62	1698.90	2375.02	3486.27
增长率（%）	36.88	9.42	39.80	46.79
归母净利润（百万元）	97.76	123.13	199.80	324.56
增长率（%）	82.96	25.95	62.27	62.44
摊薄每股收益（元）	0.35	0.45	0.72	1.18
ROE（%）	11.92	12.93	17.39	22.04
P/E	47.29	54.27	33.44	20.59

资料来源：，国海证券研究所（注：盈利预测来自一致性预期，统计日期截至2025年1月3日，2023年市盈率使用2023年12月31日收盘价计算。）

- 供给端：产能严控，收并购机会涌现
- 需求端：民爆行业迎来区域性迅速增长
 - ✓ 新疆：煤炭战略拉动民爆需求
 - ✓ 西藏：矿山+铁路+水电三核驱动
 - ✓ 江西：浙赣粤运河或有望开工，民爆行业有望受益
 - ✓ 海外：矿企出海带动民爆企业业绩提升
 - ✓ 投资建议
- 风险提示

- **项目建设进度低于预期：**雅江下游水电工程、赣粤运河等建设项目若开工时间不确定，则或影响民爆行业未来需求。
- **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，生产所需的主要原材料硝酸铵易受到短期季节性供求变化和长期行业产能周期变化的影响，价格容易出现较大幅度波动。
- **企业安全风险：**民爆行业属于高危行业，在生产、储存、销售、运输以及工程施工等各业务环节中，都面临一定的安全生产风险。安全管理不到位、员工违章操作等都有可能引发生产安全事故，造成人员伤亡和财产损失。
- **产能瓶颈制约风险：**随着大型水电、矿山工程及基础设施开发建设，民爆市场对炸药的需求有望提升，产能供给受限或成为制约民爆行业发展的主要瓶颈。
- **宏观经济风险：**民爆行业与国家宏观经济运行关系较为密切，受国家政策、财政资金投入因素影响较大。民爆产品主要用于基础建设、矿山开采、工程爆破、资源勘探及资源深加工等领域，对采矿、基础设施建设等行业的依赖性较强，行业的景气程度又与宏观经济状况紧密相关。因此，需保持对宏观经济风险的关注。
- **国际经营风险：**受地缘政治变化、国际贸易争端、项目所在国的政局稳定性、税务法律政策的变化、国际化经营人才流失等风险的影响，民爆企业国际业务的发展或存在不确定性。
- **数据测算与实际可能存在一定偏差：**本报告中针对包括水电、矿山项目在内的多个建设项目进行了民爆物品使用量的测算，受测算方法及项目建设进度等因素影响，测算结果与实际可能存在一定偏差。

化工小组介绍

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

李娟廷，化工行业分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

曾子华，化工行业研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，北京大学化学本科。

于畅，化工行业研究助理，华威大学&香港理工大学工程商业管理硕士，哈尔滨工业大学本科。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，杨丽蓉，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号
腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597