

民爆制品行业专题报告

民爆专题研究之二：吹响西部大开发的第一声号角

方正证券研究所证券研究报告

分析师

韩宇 登记编号：S1220524070001

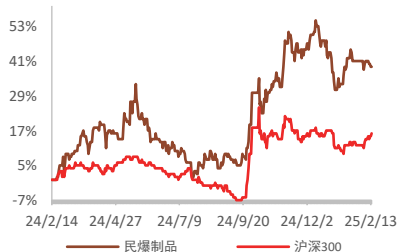
曹惠 登记编号：S1220524100002

行业评级：推荐

行业信息

上市公司总家数	13
总股本(亿股)	135.13
销售收入(亿元)	1,008.87
利润总额(亿元)	83.29
行业平均 PE	66.08
平均股价(元)	12.69

行业相对指数表现



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《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》2024.10.17

民爆行业分析重在区域而非总量，看好西部崛起。民爆矿服行业的区域属性正在加重：1) 民爆器材具有易燃、易爆、高危等特点，生产和运输受到严格管控，工业炸药产品销售半径一般为 1200 公里以内，民爆行业供需关系格局具有一定的区域属性；2) 政策推动现场混装炸药占比提升，混装炸药相较包装炸药运输半径更小，进一步加重民爆行业区域属性。经过多年发展和高速成长，2024 年我国民爆行业产能利用率约 83%，整体看虽处于过剩状态，但在较强的区域属性下，部分区域走出较强的独立景气，基建薄弱和矿产资源丰富的西部区域逐步成为民爆主要增量市场，2024 年西北民爆生产总值占比为 17.68%，连续六年保持增长态势，且较 2019 年增加 6.91pct。当前我国西部大开发政策持续发力，基建、矿产开采、能源开发等力度有望持续加大，同时矿产价格上涨驱动相关资本开支上行，催生大量民爆需求，西部区域将成为未来民爆行业增量的核心重点。

当下景气之新疆：民爆矿服皇冠上的明珠。新疆煤炭供应地位提升是其民爆行业景气上行的核心驱动力，2017-2024 年，新疆煤炭产量 CAGR 为 18.28%，全区煤炭产量占全国的比重由 4.85%提升至 11.36%，新疆煤炭产量快速增长牵引区域民爆景气持续上行，2017-2024 年新疆地区民爆生产总值 CAGR 为 23.55%，远超同期全国 5.77% 的增长水平。考虑到：（1）煤炭生产重心逐步向西转移，新疆煤炭保障供应地位持续抬升；（2）露天煤矿开采成本低，新疆哈密、准东地区的煤炭生产成本较内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林生产成本低 50%左右，疆煤具备价格优势；（3）包含疆煤外运、本土煤化工就地消纳以及疆煤发电的三大疆煤消纳渠道持续扩张。我们判断新疆煤炭供应地位有望不断提升，新疆民爆高景气度有望延续。竞争格局方面，目前江南化工、雪峰科技、易普力、广东宏大、凯龙股份在疆布局的炸药产能分别为 20.75、11.75、10.9、6.1、6 万吨，易普力、雪峰科技、江南化工布局较早，规模优势强，广东宏大矿服能力突出，拿单能力强，且新并购雪峰科技加码新疆地区布局，新疆地区我们核心看好易普力、广东宏大、江南化工、雪峰科技等。具体来看：（1）易普力是新疆露天煤矿爆破服务核心企业，综合实力突出，在疆业绩快速增长，2019-2023 年子公司新疆爆破收入 CAGR 为 22.53%，2023 年在疆收入规模达到 36.07 亿；（2）广东宏大近年来在新疆持续加大投入，2024H1 新疆市场营收同比增长 48.12%，此外，公司拟控股雪峰科技，有利于进一步扩大公司在疆矿服和民爆市场份额；（3）江南化工在疆民爆产能 20.75 万吨/年，位居首位，且与二股东紫金矿业具备协同效应，在疆爆破服务涉及煤炭及非金属矿山；（4）雪峰科技是新疆唯一硝酸铵生产企业，新疆民爆的“卖水人”，民爆业务亦与宏大强强联合，在宏大收购完成后有望承接其所有民爆资产。

潜力高增市场之西藏：景气度或加速上行。当前受矿产资源开发带动，西藏民爆市场景气上行，2020-2024 年西藏自治区民爆生产总值 CAGR 为 19.62%，工业炸药产、销量 CAGR 分别为 20.53%、21.01%。展望未来，西藏区域民爆市场景气或加速上行：（1）巨龙二期、巨龙三期、玉龙三期、朱诺铜矿等大型项目持续推进，产能增幅可观；（2）雅鲁藏布江水电工程核准通过，参照三峡工程，粗估雅鲁藏布江水电站炸药用量约 14 万吨（由于墨脱地形更为复杂、岩石更为坚硬，实际炸药用量或超过这一数值）；（3）政策推动交通基建提速，川藏铁路等重点项目积极建设。竞争格局方面，易普力、

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

高争民爆、广东宏大及保利联合等在西藏具备许可产能，其中易普力及广东宏大近年来加快布局西藏市场，凭借突出的股东资源、民爆矿服能力及产能优势，核心受益于西藏市场民爆高景气度释放。具体来看：（1）易普力产能优势突出，2.5万吨/年在藏产能占全区比重约30.12%，且公司水利工程经验丰富，承担了三峡工程近70%的爆破工程量，有望在西南水电建设过程中占据主要供应地位；（2）广东宏大近年来深耕西藏等富矿带重点区域，2024H1西藏区域营收同比增加23.68%，目前公司在西藏地区承接有玉龙铜矿、巨龙铜矿、宝翔铅锌矿等相关项目，后续随着巨龙二期等大型铜矿项目落地，公司有望充分受益。

投资建议：近年来在混装占比提升等因素驱动下，民爆市场区域属性进一步加重，虽当前全国产能利用率不高，全局有所过剩，但区域属性支撑下部分区域之景气度显著独立于大盘。当前以新疆、西藏为代表的西部地区民爆市场景气度高涨，且在西部大开发政策、煤炭+金属矿+西南水电等核心应用方向加快开发之下，西部地区民爆市场景气度有望高位维持，特别是西藏市场景气度或加速上行。我们核心看好在新疆、西藏有领先布局的民爆矿服龙头企业，背后一方面是行业在政策驱动下加速向龙头集中，另一方面是龙头率先布局西部市场享受高涨的下游需求，我们强烈推荐民爆矿服综合实力强劲的易普力、广东宏大，推荐在新疆具备规模优势的江南化工，建议关注具备较强竞争实力的本土企业雪峰科技、高争民爆等。

风险提示：宏观环境不及预期的风险；项目建设进度低于预期的风险；市场竞争加剧的风险；企业安全生产的风险。

正文目录

1 民爆行业分析重在区域而非总量，看好西部崛起	6
1.1 混装模式占比提升，民爆区域属性强化	6
1.2 西部地区民爆需求旺盛，行业景气高涨	7
1.3 政策和矿产开采驱动西部民爆矿服市场高景气度维持	13
2 当下景气之新疆：民爆矿服皇冠上的明珠	15
2.1 看好新疆煤炭供应地位不断提升，民爆景气高位有望延续	15
2.2 竞争格局：看好易普力、广东宏大、江南化工三足鼎立	22
3 潜力高增市场之西藏：景气度或加速上行	27
3.1 铜矿开采力度加大，拉动西藏民爆市场	27
3.2 重大水利工程核准通过，民爆市场扩容	29
3.3 交通基建加速，刺激民爆需求攀升	30
3.4 竞争格局：看好易普力和宏大民爆双雄，关注本土龙头高争民爆	31
4 投资建议	33
5 风险提示	33

图表目录

图表 1：“十四五”民爆行业发展主要预期指标.....	6
图表 2：混装炸药五大优势	6
图表 3：现场混装乳化铵油炸药技术工艺流程.....	7
图表 4：现场混装炸药车示意	7
图表 5：2021 年我国工业炸药销售流向	7
图表 6：2017-2021 年我国工业炸药销售流向占比变化	7
图表 7：2013-2024 年我国民爆生产企业利润总额及同比	8
图表 8：2013-2024 年我国民爆生产企业生产总值及同比	8
图表 9：2015-2024 年我国工业炸药许可产能及炸药产量	8
图表 10：2015-2024 年我国工业炸药产能利用率情况	8
图表 11：2019-2024 山西、内蒙古、陕西及新疆原煤产量（万吨）	9
图表 12：2019-2024 各区域民爆生产总值占比变化	9
图表 13：2019-2024 各区域民爆销售总值占比变化	9
图表 14：2022 年部分主要矿种储量前五大省份（加粗为西部省份，以是否成为西部大开发省份为划分标准）	10
图表 15：新疆优势矿产资源情况	10
图表 16：2019-2024 各省份工业炸药销量情况（万吨；按 2019-2024 年各省份工业炸药销量 CAGR 降序排列）	11
图表 17：2019-2024 各省份民爆销售总值情况（亿元；按 2019-2024 年各省份民爆销售总值 CAGR 降序排列）	12
图表 18：主要民爆上市公司产能分布情况（不完全统计）	13
图表 19：西部大开发以来西部基建情况（铁路）	14
图表 20：西部大开发以来西部基建情况（公路）	14
图表 21：我国原煤价格走势	14
图表 22：我国铜价走势	14
图表 23：新疆采选业固定资产原价情况.....	15
图表 24：西藏采选业固定资产原价情况.....	15
图表 25：2017-2024 年新疆及全国原煤产量	15
图表 26：2017-2024 年新疆原煤产量占全国比重	15
图表 27：2017-2024 新疆及全国民爆生产总值	16
图表 28：2017-2024 新疆民爆生产总值比重	16
图表 29：2022 年我国各省份煤炭储量（1 亿吨以上）	16
图表 30：2022 全国规模以上企业原煤产量（按地区）	16
图表 31：2017-2024 年新疆、山西、陕西及内蒙古原煤产量占全国比重情况	17
图表 32：新疆煤矿产能构成（截止 2024 年 12 月 31 日）	17
图表 33：新疆煤矿消费结构	18
图表 34：2019-2023 疆煤外运量情况	18
图表 35：主要进出疆通道技术参数情况.....	19
图表 36：煤炭分级分质综合用图	20
图表 37：部分新疆拟建在建能源化工项目.....	21
图表 38：2014-2023 年新疆电力及火电装机容量	21
图表 39：2023 新疆火电装机容量能源结构	21
图表 40：疆电外送六大通道情况	22
图表 41：相关民爆企业在新疆产能情况.....	23
图表 42：2019-2024H1 易普力子公司新疆爆破收入及占比	23

图表 43: 2023、2024 前三季度易普力新疆地区日常经营合同情况（亿元以上）	24
图表 44: 2019-2024H1 广东宏大西北地区收入情况	25
图表 45: 2024 年江南化工新疆地区新签日常经营合同情况（亿元以上）	26
图表 46: 2022-2024 年江南化工与紫金矿业日常关联交易金额	26
图表 47: 2019-2024H1 雪峰科技爆破服务及民爆产品收入情况	27
图表 48: 2022 年我国各省份铬铁矿储量	27
图表 49: 2022 年我国各省份铜矿储量（10 万吨以上）	27
图表 50: 2020-2024 年西藏民爆生产总产值	28
图表 51: 2020-2024 年西藏工业炸药产销量情况	28
图表 52: 玉龙铜矿现场	29
图表 53: 高原寒区炮孔装药结构示意图	29
图表 54: 西藏主要铜矿采选规模及矿产铜产量情况	29
图表 55: 西藏地区水能分布	30
图表 56: 西藏自治区标准以上河流在各水系中分布数量图	30
图表 57: 雅鲁藏布江流域水系	30
图表 58: 川藏铁路线路图及沿线地形	31
图表 59: 相关民爆企业在西藏产能情况	32
图表 60: 2019-2024 年前三季度高争民爆收入及归母净利润情况	33
图表 61: 重点标的估值表	33

1 民爆行业分析重在区域而非总量，看好西部崛起

1.1 混装模式占比提升，民爆区域属性强化

民爆行业供需关系格局具备较强区域属性。民爆行业是指生产爆炸物品的行业，主要产品包括民用炸药、震源药柱、起爆药柱、工程雷管、塑料导爆管、导火索、导爆索以及聚能射孔弹八大类。民爆器材具有易燃、易爆、高危等特点，其生产、销售、运输等环节均实施许可证制度、受到严格管控，因此民爆器材的购销一般采用“就近就地”原则，实际运输半径较小，综合安全风险、远距离运输经济性等考量因素，工业炸药产品销售半径一般为 1200 公里以内，民爆行业供需关系格局体现出一定的区域属性。

安全导向下混装模式占比提升大势所趋。现场混装技术是用装药车装载可泵送的乳胶基质、硝酸铵等多种原材料到达爆破作业现场，利用装药车将各种物料装入炮孔，在炮孔内形成炸药。现场混装技术实现了炸药制备与爆破装药一体化，省去了传统的炸药制备、储存、运输和人工装载炸药等流程，减少了危险源，能够从本质上解决安全隐患，在民爆行业持续强化安全管理的大背景下混装模式占比提升乃大势所趋，民爆十四五规划要求十四五末企业现场混装炸药许可产能占比至少提升至 35%。此外，现场混装炸药技术在保证爆破效果的前提下能够有效提高装药速度和爆破效率，减少钻孔工程量及人员劳动强度，有助于降低综合成本。

图表1：“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产值占比 (%)	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

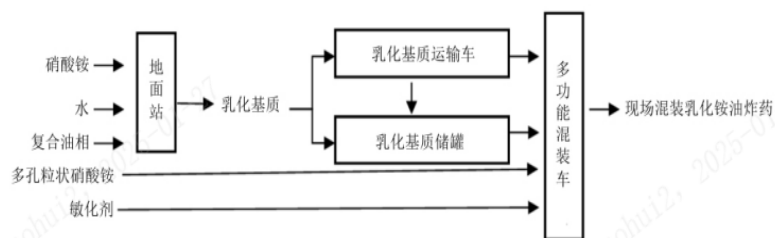
图表2：混装炸药五大优势

优势	具体表现
更安全	混装炸药在装入炮孔之前属于非爆炸性的半成品，在装入炮孔并经敏化之后才成为真正意义上的炸药，半成品在生产、运输、储存环节的安全等级高，而且 混装炸药的中间体乳胶基质属于 5.1 类氧化剂，无雷管敏感度，不会存在炸药流失的安全隐患，更有利于地区防恐。
更高效	露天爆破采取机械化装药的方式，装药效率可达到 250kg/min，所需作业人员少，在大直径中深孔爆破和水孔复杂条件下爆破，装药效率可达人工装药方式的 30 倍；地下等狭小空间的爆破，可采取双管机械化装药的方式，装药人员可减少 30%，装药时间可减少 50%。
更经济	现场混装炸药采取全耦合装药方式，线装药密度大，钻爆参数可扩大 20%-40%，可节约钻爆成本；通过提供装药到炮孔的“一站式”服务，可减少炸药流转的中间环节，可通过“甲供材”直供的方式来控制建设成本。
更优质	混装炸药装药连续性好，不存在“断药”、“断爆”等施工质量问题；同时，混装炸药耦合装药方式，能量利用率高，有利于改善破岩效果，提高循环进尺效率。
更环保	混装乳化炸药的配方采取零氧平衡设计，其“油包水”结构使水油两相可达到准分子结合的程度，爆破产生的有毒气体少，而且爆破现场不存在包装废弃物。

数据来源：易普力公告，方正证券研究所

现场混装炸药运输半径更小，进一步加重民爆行业区域属性。现场混装乳化炸药技术主要有两种模式，一种是车载油水相，在工地现场进行制乳、敏化装填炮孔；另一种是通过地面站（移动式、固定式）生产出乳胶基质，乳胶基质通过专用运输车运输至爆破现场，再通过现场混装车进行混装作业。目前国内普遍在大型矿山附近建设乳化炸药地面站，具有距离近、供应方便的优势，但随着采矿业的发展，矿山分布相对分散，依据采矿点建设炸药生产点即“一站一点”的方案经济性较差，集中制备乳化基质、远程配送的“一站多点”服务模式成为主流发展方向，然而乳化炸药的乳化体系并不稳定，时间的推移会破坏乳化体系，目前乳化基质配送距离在 300KM 以上。综上，无论是现阶段“一站一点”在矿山附近建设混装炸药地面站，亦或是未来实施乳化基质“一站多点”远程配送方案，相较包装炸药运输半径均更小，因此现场混装炸药的使用进一步加重了民爆行业的区域属性，推动民爆行业形成封闭市场，导致区域的景气度独立于全国大盘。

图表3: 现场混装乳化铵油炸药技术工艺流程



资料来源：《现场混装乳化铵油炸药技术的创新应用》，方正证券研究所

图表4: 现场混装炸药车示意

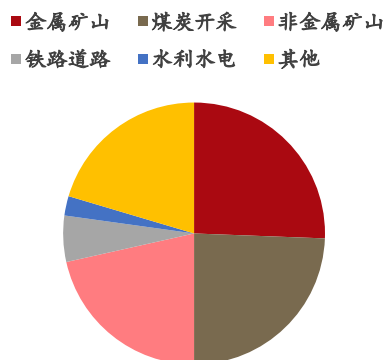


资料来源：广东宏大官网，方正证券研究所

1.2 西部地区民爆需求旺盛，行业景气高涨

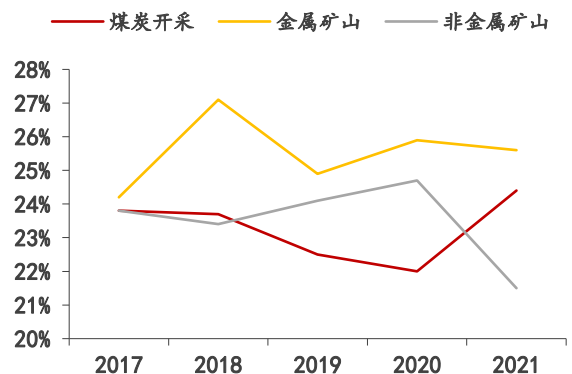
民爆物品广泛用于采矿、冶金、交通、水利、电力、建筑和石油等多个领域，尤其在资源开发和基础设施建设领域具有不可替代的作用，素来被称作“基础工业的基础，能源工业的能源”，属于原材料和能源工业的最前端。据中国爆破器材行业协会，2021 年全国民爆器材销售流向分布中，煤炭、金属和非金属矿山开采为工业炸药消耗的前三大领域，占总消耗量的比重分别为 25.6%、24.4%及 21.5%，用于铁路道路、水利水电等基建领域的工业炸药消耗量占比分别为 5.7%和 2.4%。

图表5: 2021 年我国工业炸药销售流向



资料来源：易普力公告，中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

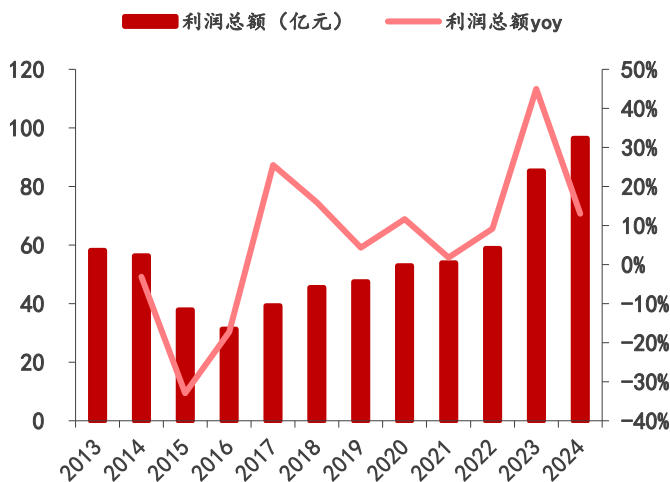
图表6: 2017-2021 年我国工业炸药销售流向占比变化



资料来源：易普力公告，中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

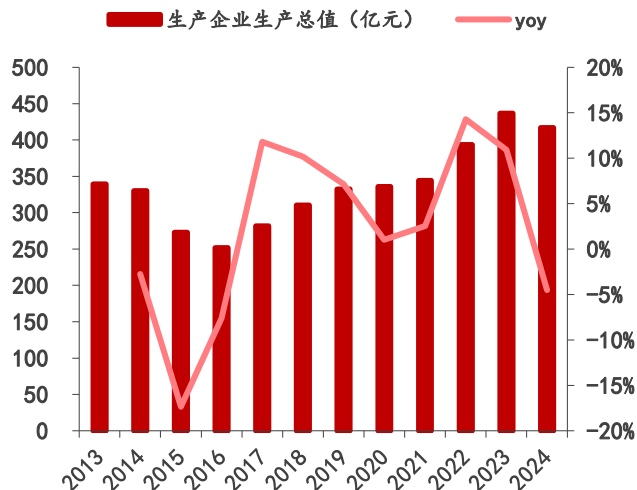
全国来看，我国民爆行业处于产能整体过剩状态。民爆行业“十二五”期间实现高速发展，产能快速扩张，2015年全国工业炸药许可产能达538万吨。“十二五”后期及“十三五”初期，煤炭、钢铁和水泥等行业出现困难，产能严重过剩，相关行业开展“供给侧”改革，大量小煤企、采石场关停，煤矿、水泥等行业的产能大幅下降，民爆市场的需求主要依托煤炭、钢铁、铜、水泥等采矿业的拉动，主要下游产能收缩及资本开支的减少带来民爆产品需求量大幅下降，民爆行业生产总值、生产企业利润总额等主要经济指标持续呈现负增长的态势，产能过剩问题凸显。2018年11月，工信部发布关于推进民爆行业高质量发展的意见，意见指出除对实施重组整合、拆线撤点的生产企业给予一定现场混装炸药产能支持外，原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能，随着行业持续推进淘汰落后产能、压减余量产能，以及下游需求有所恢复，我国民爆行业产能利用率开始回升，2024年我国生产企业炸药产量为449.37万吨，按照当年全国工业炸药许可产能540万吨计算，2024年我国民爆行业产能利用率约83%，仍有进一步提升的空间，从全国范围内来看民爆行业仍处于有所过剩的状态。

图表7: 2013-2024年我国民爆生产企业利润总额及同比



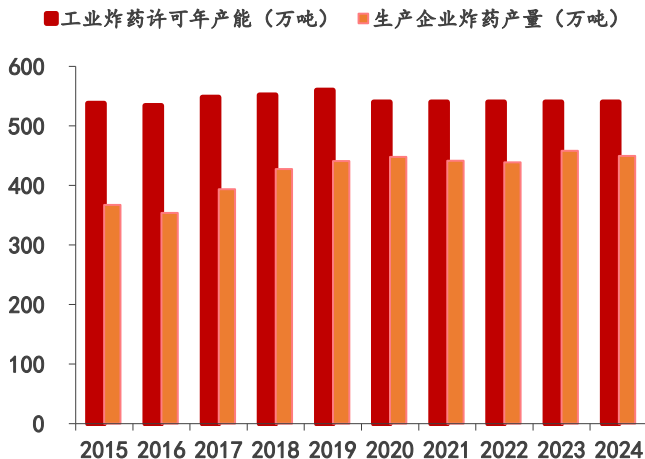
资料来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

图表8: 2013-2024年我国民爆生产企业生产总值及同比



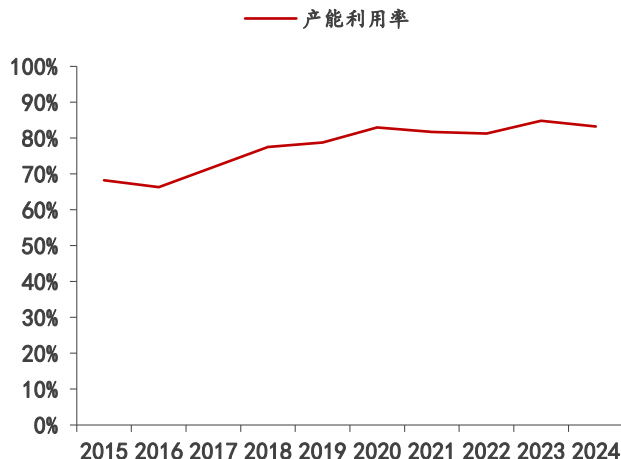
资料来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

图表9: 2015-2024年我国工业炸药许可产能及炸药产量



资料来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

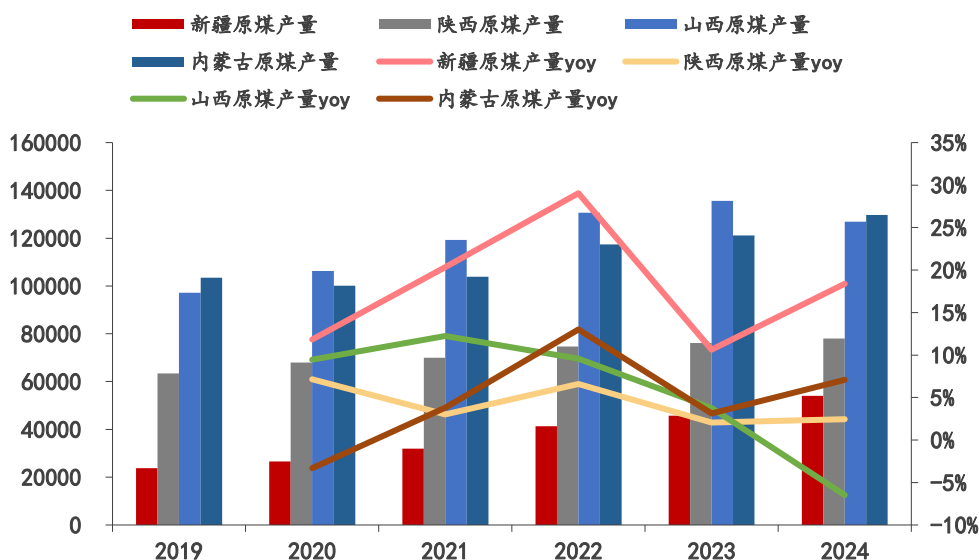
图表10: 2015-2024年我国工业炸药产能利用率情况



资料来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

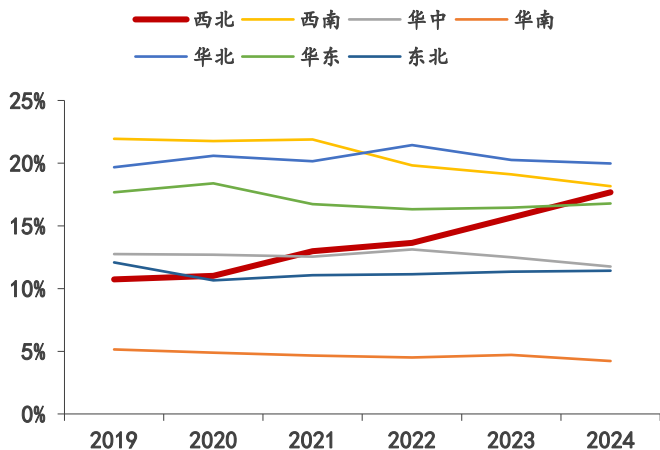
从区域来看，由于民爆行业具备一定区域属性，且混装占比提升进一步加重了该属性，因此虽然行业全局产能有所过剩，但不影响目前西北地区成为民爆景气最为旺盛的区域。近年来中东部地区矿产资源较为不足或矿产资源开发强度有所降低，经过多年的发展，交通和城镇化建设已较为完善，对民爆物品的需求有所下滑。而西部地区矿产资源丰富，且经济相对欠发达，基础设施建设尚不完善，城镇化水平较低，对民爆物品的需求较为旺盛。以煤炭为例，2019-2024 年新疆煤炭产量从 2.38 亿吨增长至 5.41 亿吨，CAGR 为 17.86%，同期山西、内蒙古、陕西等传统煤炭大省的煤炭产量 CAGR 为 5.49%、4.61%、4.23%。同时西部地区发挥资源丰富、要素成本低、市场潜力大的优势，积极承接产业转移。2019-2024 年，西北地区由于煤炭等资源品开采量提升、矿业资本开支提升，区域需求增速加快，区域民爆产值占据全国的比重持续提升，**2024 年西北民爆生产总值占比为 17.68%，连续六年保持增长态势，且较 2019 年增加 6.91pct，我国民爆行业景气呈现由中东部地区向西北地区转移的特征。**

图表11:2019-2024 山西、内蒙古、陕西及新疆原煤产量（万吨）



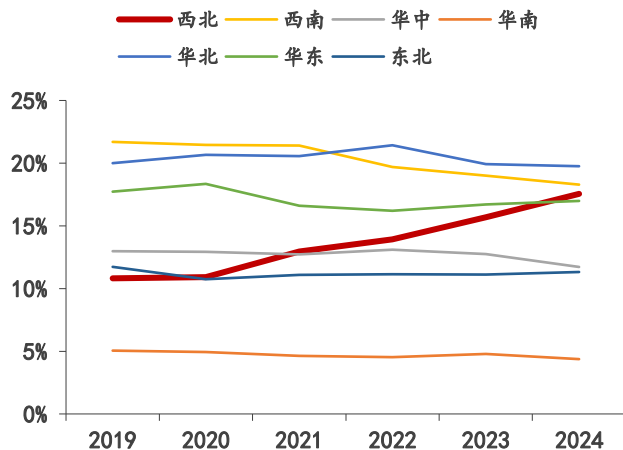
资料来源：自然资源部，方正证券研究所

图表12:2019-2024 各区域民爆生产总值占比变化



资料来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

图表13:2019-2024 各区域民爆销售总值占比变化



资料来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

图表14:2022 年部分主要矿种储量前五大省份（加粗为西部省份，以是否成为西部大开发省份为划分标准）

品种	名次	第一名	第二名	第三名	第四名	第五名
煤炭	省份	山西	内蒙古	新疆	陕西	贵州
	储量（亿吨）	483.1	411.22	341.86	290.97	137.3
铁矿	省份	辽宁	河北	内蒙古	安徽	四川
	储量（亿吨）	39.55	21.91	14.79	12.73	11.7
铜矿	省份	西藏	江西	云南	新疆	甘肃
	储量（万吨）	1685.59	668.22	459.82	197.59	196.87
铅矿	省份	内蒙古	云南	西藏	甘肃	新疆
	储量（万吨）	495.48	440.81	177.93	164.56	132.48
锌矿	省份	云南	内蒙古	甘肃	新疆	广西
	储量（万吨）	1027.42	925.79	500.93	368.64	352.45

数据来源：自然资源部，方正证券研究所

图表15:新疆优势矿产资源情况

矿种	单位	查明资源储量	全国排名
石油	万吨	62590.4	1
天然气	亿立方米	11237.9	2
煤炭	亿吨	4500.4	2
镍	镍，万吨	172.3	2
钴	钴，万吨	7.3	2
钽	Ta ₂ O ₅ ，吨	22660.2	2
铍	BeO，吨	128636.8	2
钾盐	KCl，万吨	15267.6	2
铬	矿石，万吨	181.2	3
锌	锌，万吨	2760	3
铌	Nb ₂ O ₅ ，吨	323053.8	3
锂	Li ₂ O，万吨	15.3	3
铜	铜，万吨	961.6	4
铅	铅，万吨	769.8	4
萤石	CaF ₂ 万吨	2266.9	4
金	金，吨	637.6	6
铁	矿石，亿吨	29.8	10
锰	矿石，万吨	2779.4	10
煤层气	亿立方米	235	

数据来源：《新疆维吾尔自治区矿产资源总体规划（2021-2025 年）》，方正证券研究所

分省份来看，2019-2024 年炸药销量 CAGR 排名前五的省份分别为西藏、新疆、甘肃、青海、黑龙江，CAGR 分别为 26.53%、20.04%、7.42%、6.92%及 4.81%；2019-2024 年民爆销售总值 CAGR 排名前五的省份分别为西藏、新疆、江苏、甘肃及天津，CAGR 分别为 22.09%、21.78%、21.42%、12.97%及 12.89%。综合民爆销售总值指标及炸药销量指标，新疆、西藏等西部省份的增速均位居前列，西部区域民爆行业已形成景气趋势。

图表16: 2019-2024 各省份工业炸药销量情况（万吨；按 2019-2024 年各省份工业炸药销量 CAGR 降序排列）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
西藏	1.6	2.42	4.47	4.9	4.87	5.19	26.53%
新疆	21.59	22.18	29	32.35	43.93	53.82	20.04%
甘肃省	5.9	6.15	6.23	8.26	8.44	8.44	7.42%
青海省	-	-	3.51	3.41	3.73	4.29	6.92%
黑龙江	8.39	9.29	10.36	11.21	12.11	10.61	4.81%
广西	7.81	7.98	8.59	9	8.42	9.1	3.10%
内蒙古	53.12	55.94	57.73	59.98	61.76	61.4	2.94%
河南省	15.89	18.36	17.24	16.87	18.21	18.22	2.77%
吉林省	4.02	4.17	4.33	4.75	4.56	4.39	1.78%
大连市	5.12	5.95	5.44	4.8	5.22	5.39	1.03%
山西省	41.55	42.59	40.1	44.92	44.4	41.45	-0.05%
辽宁省	27.51	27.59	27.25	27.31	26.16	26.91	-0.44%
四川省	28.63	29.04	28.41	27.6	27.72	27.89	-0.52%
陕西省	10.94	11.82	11.41	11.89	11.78	10.59	-0.65%
安徽省	15.19	14.95	16.19	14.97	15.41	14.37	-1.10%
江西省	17.01	16.73	16.26	15.33	16.2	15.54	-1.79%
湖北省	19.25	17.5	18.13	17.98	19.27	17.45	-1.94%
浙江省	13.68	13.63	12.97	11.18	11.65	12	-2.59%
宁夏	5.23	4.11	4.4	5.16	4.42	4.46	-3.14%
广东省	13.62	14.45	12.51	10.52	11.61	10.71	-4.69%
山东省	17.26	18.95	12.54	14.19	15.5	13.44	-4.88%
河北省	14.31	12.39	11.24	9.3	10.57	10.9	-5.30%
湖南省	16.9	16.81	16.6	15.1	14.69	12.52	-5.82%
海南省	2.04	2.04	1.82	1.71	1.58	1.47	-6.34%
云南省	21.56	20.73	16.68	17.25	17.6	14.9	-7.12%
重庆市	12.32	11.16	12.26	10.7	9.70	8.48	-7.20%
贵州省	19.97	19.98	19.64	14.27	16.18	13.06	-8.14%
福建省	14.27	15.45	11.45	9.59	9.48	8.99	-8.83%
江苏省	5.25	4.78	4.05	3.49	3.02	2.49	-13.86%
天津市	1.37	0.93	0.75	-	0.01	0.01	-62.62%

数据来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

注：青海省工业炸药销量 CAGR 为 2021-2024 年。

图表17:2019-2024 各省份民爆销售总值情况（亿元；按 2019-2024 年各省份民爆销售总值 CAGR 降序排列）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
西藏	1.6	2.06	3.37	4.11	3.2	4.34	22.09%
新疆	15.73	17.59	21.04	24.92	34.59	42.13	21.78%
江苏省	4.35	6.87	7.14	8.04	9.5	11.48	21.42%
甘肃省	3.69	3.62	3.49	4.67	6.27	6.79	12.97%
天津市	0.42	0.33	0.59	0.6	0.69	0.77	12.89%
青海省	-	-	2.13	2.35	2.46	2.79	9.41%
黑龙江	8.99	10.02	11.62	13.64	16.05	13.87	9.06%
河南省	12.7	15.03	14.81	17.38	21.29	18.93	8.31%
内蒙古	30.26	33.85	35.49	41.68	42.66	42.14	6.85%
四川省	29.28	30.45	33.39	37.69	41.04	40.7	6.81%
吉林省	4.32	4.65	4.8	5.52	6.2	5.63	5.44%
广西	5.38	5.79	6.33	7.31	8.87	6.93	5.19%
大连市	2.58	2.89	2.61	2.89	3.22	3.31	5.11%
陕西省	14.24	13.44	16.13	19.42	22.09	17.85	4.62%
江西省	11.89	11.88	12.38	13.83	16.49	14.89	4.60%
宁夏	2.13	1.87	2.06	2.8	2.79	2.65	4.47%
安徽省	9.58	9.05	10.06	11.76	12.38	11.83	4.31%
山西省	27.58	27.57	28.88	35.04	36.09	30.84	2.26%
浙江省	9.56	9.47	9.45	9.43	9.85	10.09	1.08%
辽宁省	22.93	18.37	19.35	21.28	22.8	23.78	0.73%
山东省	13.73	13.78	10.45	11.95	15.89	14.01	0.40%
广东省	10.07	9.43	8.58	9.05	10.76	10	-0.14%
湖南省	15.21	13.88	14.06	16.94	18.52	14.93	-0.37%
湖北省	15.02	14.32	15.2	16.66	15.62	14.37	-0.88%
河北省	7.92	7.36	6.19	6.08	7.14	7.53	-1.00%
海南省	1.26	1.27	1.15	1.27	1.18	1.06	-3.40%
福建省	9.54	10.31	8	8.05	8.48	7.55	-4.57%
重庆市	10.86	10.06	11.31	11.1	11.18	8.49	-4.80%
云南省	16.7	15.57	14.18	13.64	15.25	12.74	-5.27%
贵州省	13.36	13.65	11.8	10.07	11.92	8.97	-7.66%

数据来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

注：青海省民爆销售总值 CAGR 为 2021-2024 年。

民爆行业集中度不断提升，上市龙头企业具备全国化布局能力。在行业集中度持续提升、政策约束供给的背景下，各民爆头部企业纷纷联优并强或收购中小产能，从而扩大规模，并顺应民爆需求转移，聚焦重点区域，优化产能布局，易普力、广东宏大、江南化工等头部企业均在多个区域有产能布局，其中①易普力产能主要分布在新疆、四川、西藏、内蒙古、山西、重庆、湖南、广西、广东区域，除湖南总部与临近省份重庆、广西等形成跨省连片外，易普力重点布局西北、华北及西藏等高需求市场；②广东宏大产能主要分布在广东、内蒙古、甘肃、辽宁、黑龙江、西藏、新疆等地，除广东总部外，产能主要集中在西北、东北及西藏等地；③江南化工产能主要分布在新疆、安徽、湖北、山西、陕西、四川、广西等地，在西北、华北、西南及中部地区均有布局。

图表18:主要民爆上市公司产能分布情况（不完全统计）



注：红色字体表明公司总部在该省份

资料来源：各公司公告，公司官网，方正证券研究所

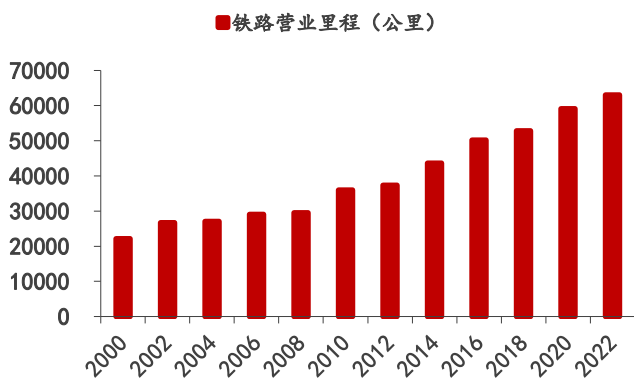
1.3 政策和矿产开采驱动西部民爆矿服市场高景气度维持

当前我国正处于西部大开发的冲刺阶段，政策持续发力，积极构筑西部大开发新格局。产业方面，2024年12月，《西部地区鼓励类产业目录（2025年本）》发布，确定了西部地区产业发展方向，鼓励因地制宜发展新兴产业，加快西部地区产业转型升级，同时对设立在西部地区的鼓励类产业企业，减按15%的税率征收企业所得税；科技政策方面，加大科技型企业培育力度，支持开展东西部科技合作，支持参与“一带一路”科技合作；生态政策方面，在青藏高原生态屏障区、黄河重点生态区、长江重点生态区、北方防沙带等区域部署9个重要生态系统保护和修复重大工程；交通政策方面，持续加大建设力度，根据规划，到2035年，新增国家公路一半以上将布设在西部，“八纵八横”高铁网络超过三成将建在西部；能源政策方面，倡导构建多能互补的能源体系，实现水电和新能源双主体、其他电源做补充的多元化能源结构，同时积极进行清洁能源基地建设，我国“十四五”规划提出建设9个清洁能源基地，7个就在西部。

国家政策支持下，基建、矿产开采、能源开发等力度有望持续加大，西部区域成为未来民爆行业增量的核心重点。在基建方面，西部大开发战略推动了新疆的“三

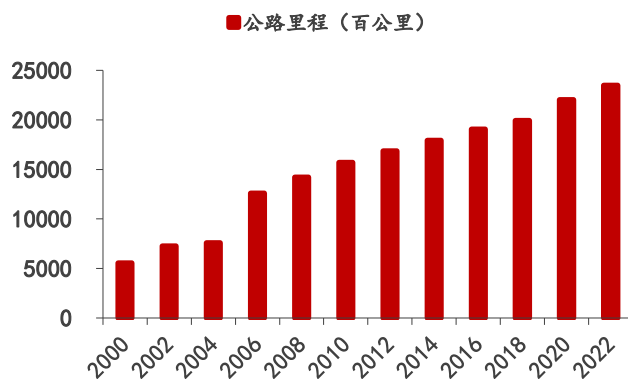
“基地一通道”建设、西藏的川藏铁路等一系列重大基础设施工程建设，此外，西部地区交通基础设施相对薄弱，“十四五”期间加大了对公路、铁路等交通设施建设力度，如中吉乌铁路开建，爆破作业、土石方开挖和隧道施工等都离不开民爆制品，为民爆行业带来直接增量需求。在矿产开采方面，将铜、锂、铬、金等战略性矿产资源纳入鼓励类产业目录，并对探矿权、采矿权使用费等费用给予优惠政策。在能源开发方面，雅鲁藏布江下游水电站等水利水电工程的建设以及西部地区新能源基地的开发正积极推进，前期的场地平整及基建工作亦催生大量民爆需求。此外，国家政策明确支持西部大开发，对西部地区的基建、资源开发等给予诸多政策优惠和资金支持，为相关项目的实施提供了有力保障，间接推动西部地区民爆行业的发展。

图表19:西部大开发以来西部基建情况（铁路）



资料来源：《西部大开发 25 年_历程回顾、特征、变局与新格局》，方正证券研究所

图表20:西部大开发以来西部基建情况（公路）



资料来源：《西部大开发 25 年_历程回顾、特征、变局与新格局》，方正证券研究所

此外，矿产价格上涨导致资本开支上行，也是西部民爆市场维持高景气的驱动因素之一。近年来，由于需求复苏、供需错配等原因，煤炭、铜矿等重要矿产价格进入上升通道，带动相关矿产固定资产开支提升，新疆非金属矿采选业固定资产及西藏有色金属采选业固定资产整体呈现增长态势。在矿产价格提升及利好政策的共同驱动下，新疆、西藏等地各类矿产资源的高资本开支有望持续，煤炭、金属、非金属等多种矿产资源是民爆矿服的主要下游，随着相关资源的不断开发，西部区域的民爆需求有望大幅增加。

图表21:我国原煤价格走势



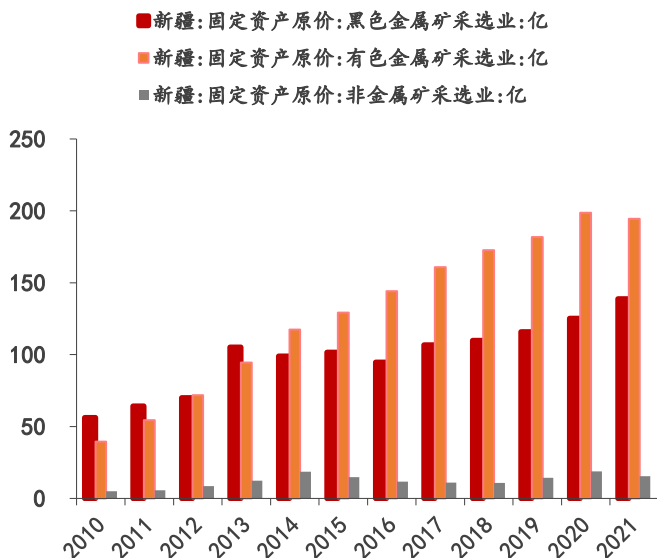
资料来源：，方正证券研究所

图表22:我国铜价走势



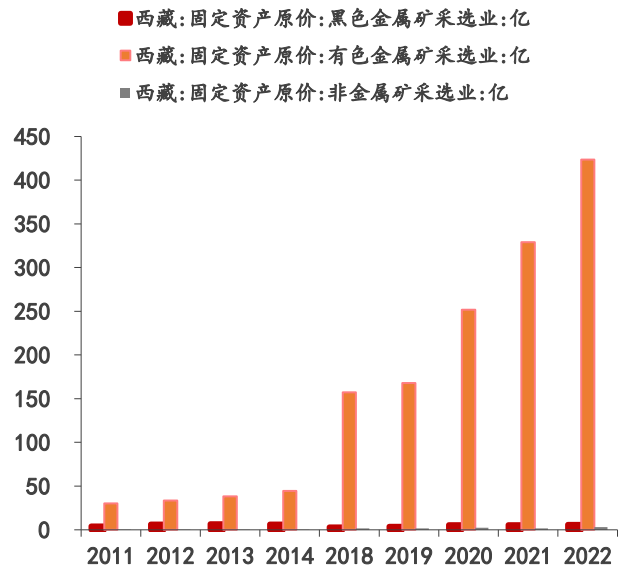
资料来源：，方正证券研究所

图表23:新疆采选业固定资产原价情况



资料来源: , 方正证券研究所

图表24:西藏采选业固定资产原价情况



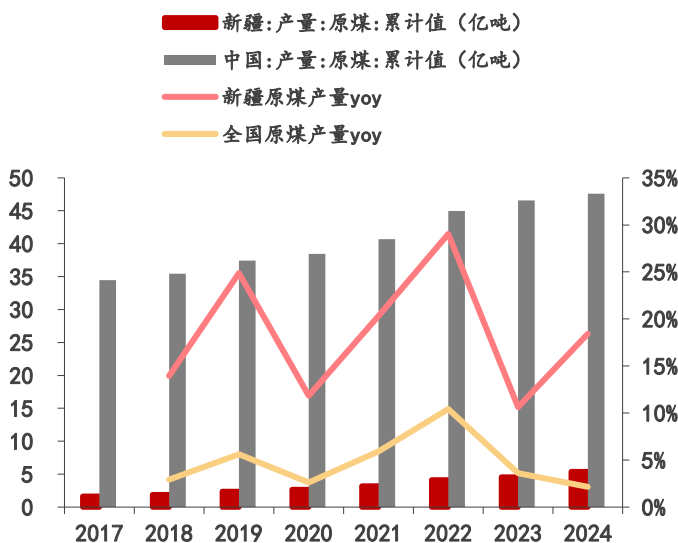
资料来源: , 方正证券研究所

2 当下景气之新疆:民爆矿服皇冠上的明珠

2.1 看好新疆煤炭供应地位不断提升,民爆景气高位有望延续

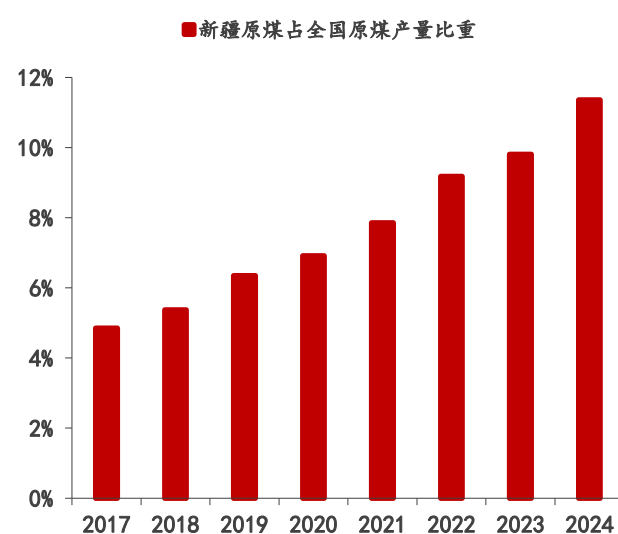
新疆煤炭供应地位提升是其民爆景气上行的核心驱动力。近年来新疆在我国煤炭工业中的地位日益提升,2017-2024年,新疆煤炭产量从1.67亿吨增长至5.41亿吨,CAGR为18.28%,全区煤炭产量占全国的比重由2017年的4.85%提升至2024年的11.36%,新疆煤矿开采尤其是露天煤矿开发力度持续增加。爆破服务主要应用于露天矿山,受益于下游需求驱动,新疆逐步成为我国民爆行业最为景气的区域市场之一,2017-2024年新疆地区民爆生产总产值从9.84亿元增长至43.24亿元,CAGR为23.55%,远超同期全国民爆生产总产值CAGR 5.77%。

图表25:2017-2024年新疆及全国原煤产量



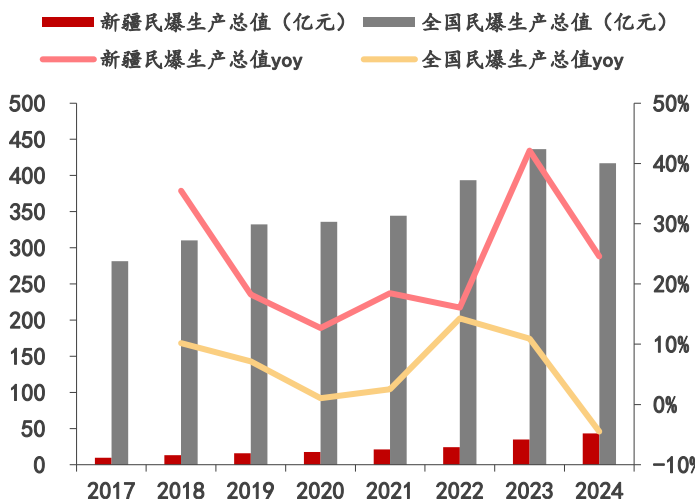
资料来源: , 方正证券研究所

图表26:2017-2024年新疆原煤产量占全国比重



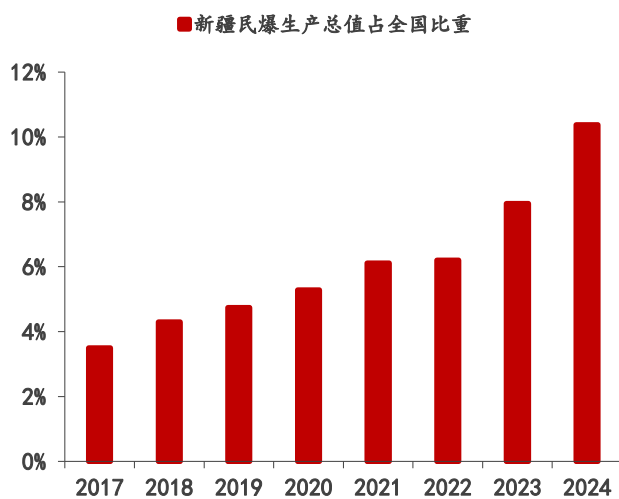
资料来源: , 方正证券研究所

图表27:2017-2024 新疆及全国民爆生产总值



资料来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

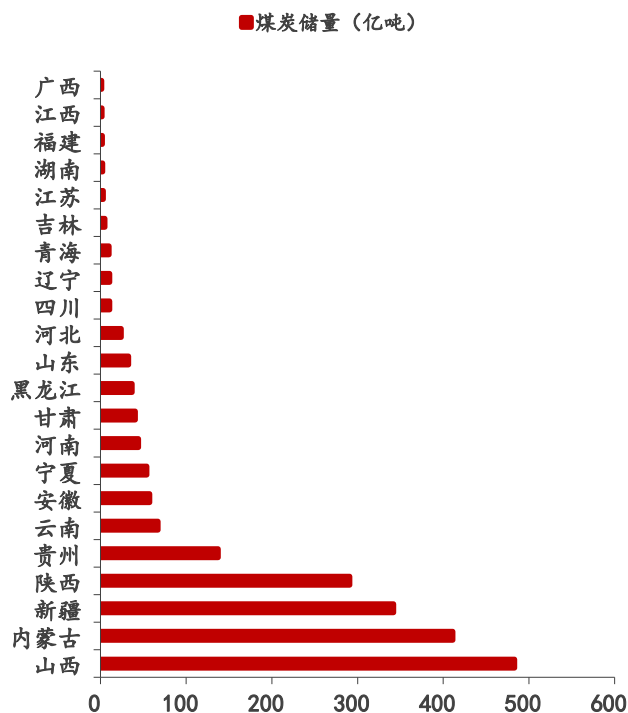
图表28:2017-2024 新疆民爆生产总值比重



资料来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

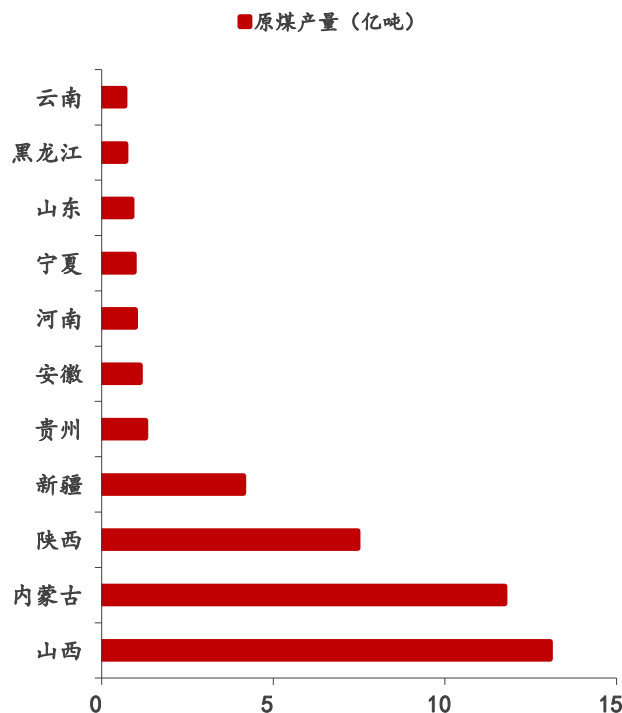
展望未来，受益于新疆煤炭保障供应的重要地位不断抬升，露天煤矿具备价格竞争优势，以及煤化工、疆煤外运、火电等三重消纳方式需求通畅等因素驱动，新疆煤炭产量有望不断提升。新疆自治区煤炭资源丰富，2022 年全区煤炭储量为 341.86 亿吨，占全国总储量的 16.51%，储量居全国第三；同年新疆地区煤炭产量 4.13 亿吨，占全国总产量的比例为 9.05%，产量居全国第四，与储量占比相比，新疆煤炭的开发利用潜力较大，据新疆煤炭交易中心及新疆相关部门人士预测，新疆煤炭产能在“十四五”、“十五五”末分别预计为 5.7 亿吨及超 7.6 亿吨，未来煤矿产能的加速释放，将带动新疆民爆矿服需求快速增长，新疆区域民爆景气度有望延续。

图表29:2022 年我国各省份煤炭储量 (1 亿吨以上)



资料来源：自然资源部，方正证券研究所

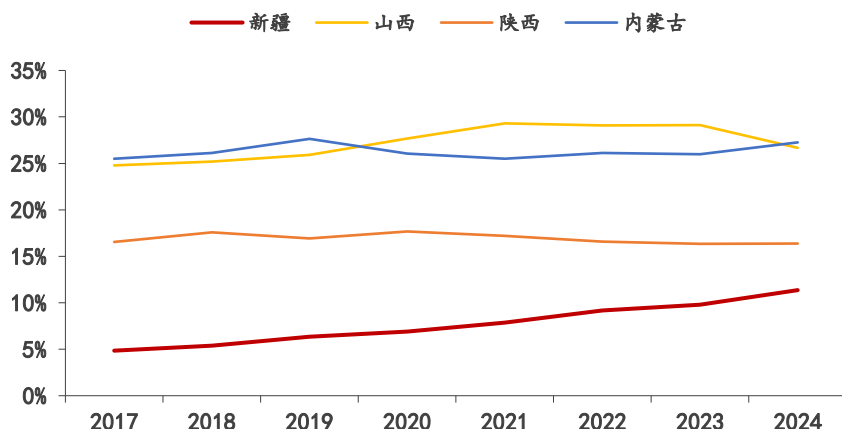
图表30:2022 全国规模以上企业原煤产量 (按地区)



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

驱动因素一：煤炭生产重心西移，新疆能源战略地位不断提升。2017年以来，我国东部省份煤炭产量逐步衰减，晋陕蒙主产区产量维持稳步增长，2017-2024年，晋陕蒙原煤产量占全国比重分别在 24.79%-29.31%、16.34%-17.68%、25.50%-27.64%的区间内波动，产量占比基本保持稳定，而新疆煤炭产量快速增长，2017-2024年新疆原煤产量占全国的比重由 4.85%提升至 11.36%，煤炭生产开发重心逐步向西部转移。2020年《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》提出新疆基地超前做好矿区规划，2022年《“十四五”现代能源体系规划》提出建设新疆为煤炭供应保障基地，新疆能源战略地位不断提升，国内煤炭供给或继续呈现西部扩张，西部地区尤其新疆将成为未来煤炭增量明显区域。

图表31:2017-2024年新疆、山西、陕西及内蒙古原煤产量占全国比重情况

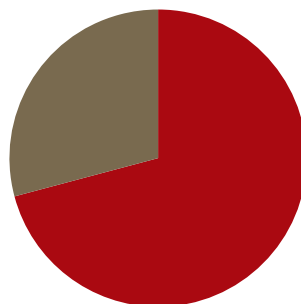


资料来源：，方正证券研究所

驱动因素二：新疆煤矿以露天煤矿为主，开采成本低，价格竞争优势强。新疆煤层由于埋藏浅、厚度大、层数多，非常适合露天开采，目前新疆在建和规划的年产煤炭千万吨以上的大型、特大型矿山均采用露天开采方式。据《2025年新疆煤矿名录》，新疆共有煤矿115处，公告产能5.67亿吨/年，其中露天煤矿31处，核定产能4.01亿吨/年，露天煤矿的产能占比达70.86%。新疆煤矿开采条件好，露天煤矿开采成本较低，据《基于成本竞争力比较的新疆煤炭利用方向研究》，新疆哈密、准东地区的煤炭生产成本约80元/吨，较内蒙古鄂尔多斯150元/吨、陕西榆林160元/吨的生产成本低50%左右，在生产成本端价格优势突出。

图表32:新疆煤矿产能构成（截止2024年12月31日）

■ 露天煤矿 ■ 井工煤矿

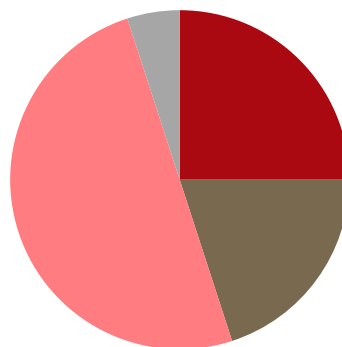


资料来源：亿矿通，方正证券研究所

驱动因素三：煤化工、疆煤外运、火电等三重消纳方式发力，新疆煤炭下游需求通畅。新疆煤炭消纳主要依托于疆煤外运、本土煤化工就地消纳以及疆煤发电，2023 年外运煤炭产量占比为 25%，疆内煤电消费占比为 50%、煤化工消费占比为 20%。近年来疆煤外运量持续提升，同时据《2024 年新疆自治区政府工作报告》，新疆计划加快发展煤炭煤电煤化工产业集群，预计煤炭需求量持续增加。

图表33:新疆煤矿消费结构

■疆煤外运 ■疆内煤化工消费 ■疆内煤电消费 ■其他



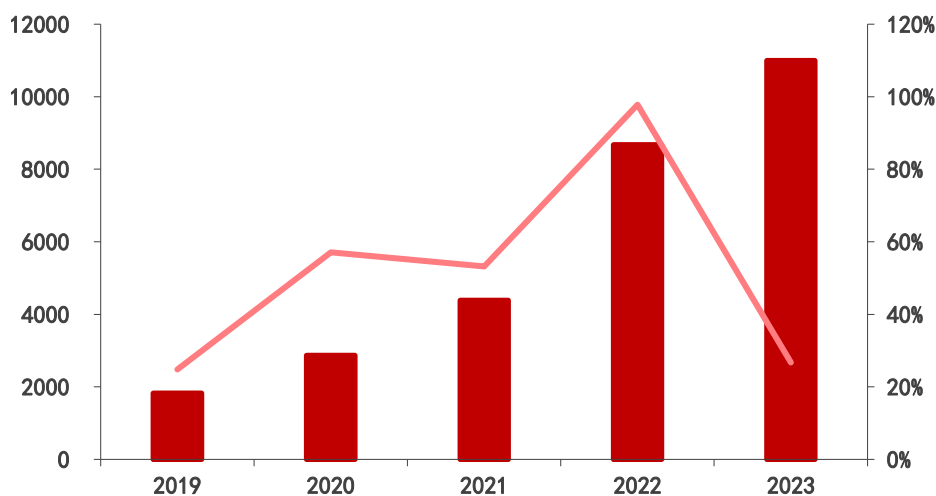
资料来源：新疆丝绸之路经济联合会，方正证券研究所

1) 运输能力改善、辐射范围扩大，预计疆煤外运需求持续提升

疆煤外运量持续提升，新疆逐步成为我国煤炭主要产区。晋陕蒙地区是目前国家煤炭最主要产区，产量已超过全国煤炭总产量的 72%，经过长期高强度生产，晋陕蒙地区煤炭存量产能利用率已接近极限，而新疆地区煤炭储量丰富，开采条件优越，正成为我国煤炭主产区。近年来，疆煤外运量逐年提升，2019-2023 年外运量从 1822 万吨增长至 11000 万吨，CAGR 为 56.75%，疆煤外运已成为我国能源保供的重要抓手。

图表34:2019-2023 疆煤外运量情况

■疆煤外运量（万吨） —yoy



资料来源：《疆煤外运存在的主要问题及未来发展形势》，方正证券研究所

运输能力改善，助力疆煤外运。铁路作为“疆煤外运”的主要运输方式，此前由于运输能力受限，成为疆煤稳定供应的主要制约。目前新疆已形成以兰新铁路（兰

州—阿拉山口)为主通道、临哈铁路(临河—哈密)为北翼通道、格库铁路(格尔木—库尔勒)为南翼通道的“一主两翼”布局,共同服务于煤炭疆内消费和区外运输。其中,兰新铁路为疆煤外运主通道,年设计运输能力7000万~8000万吨;临哈铁路是疆煤外运的北翼通道,年运力约2000万吨,据2021年《内蒙古自治区“十四五”铁路发展规划》,临哈铁路内蒙古段将进行扩能改造,项目建成后,临哈铁路运输能力将提升45%左右;格库铁路是疆煤外运南翼通道,主要负责青海、西藏、四川地区煤炭保供运输,年运量可达2600万吨,2021年《青海省中长期铁路网规划(2021—2050年)》提出将格库铁路增建复线工程作为青海省2036—2050年规划铁路项目。后续随着铁路出疆通道扩能改造工程完成,交通运输能力得以改善,疆煤外运量有望进一步提升。此外,通过提升列车时速、增开列车、加密开行“客车化”煤炭循环列车等措施提升运输效率,以及高效、便捷的煤炭运输网络的构建,疆煤铁路运输单吨成本有望压降,助力新疆煤炭供应地位进一步提升。

图表35:主要进出疆通道技术参数情况

线路名称	兰新	格库	临哈
起讫点	兰州—阿拉山口	格尔木—库尔勒	临河—哈密东
运输能力	7000万~8000万吨	2600万吨	2000万吨
线路里程/km	2423	1214.6	1390
单双线	复线	单线,预留复线(阿尔金山山区困难地段除外)	单线
到发线长度/m	850, 1700	850, 双机880	1050
车站数量/座	73	23	45
主要连接线路	精霍、奎北、乌将、南疆、临哈、敦煌、陇海等	青藏、南疆	兰新、包兰

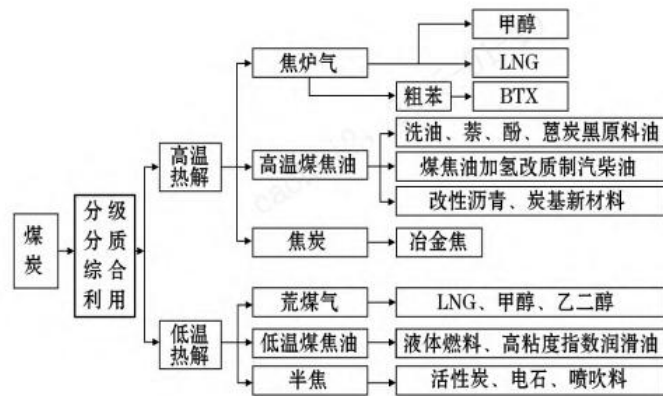
数据来源:《疆煤外运发展形势浅析》,方正证券研究所

“疆煤外运圈”持续扩大,外运量有望保持增长态势。新疆距离内地煤炭消费地较远,运输成本是新疆煤炭价格中的重要组成部分,综合考虑坑口成本及运输成本,按哈密煤坑口价200元/吨,疆煤铁路运输至甘肃、青海、宁夏、川渝、云贵、陕西等地区运价分别为170元/吨、350元/吨、180元/吨、490元/吨、600元/吨、500元/吨估算,在市场煤炭价格低于700元/吨一定范围时,疆煤在甘肃、青海、宁夏等地具有一定的市场竞争力和经济性,煤炭价格在700—800元/吨时,疆煤在川渝地区也具有一定的市场竞争力,在市场煤炭价格高于800元/吨时,疆煤经济性市场范围拓展至云贵地区。运输条件改善有望降低疆煤单吨运输成本,助力覆盖圈扩大,2023年除传统的甘肃、青藏外,疆煤供应范围逐步扩大至宁夏、川渝、武汉等地,目前疆煤市场辐射范围已囊括甘肃、宁夏、青藏、西南、两湖一江等地,预计疆煤外运需求将继续保持增长态势。

2) 新疆煤化工步入发展快车道,带动煤炭消耗量大幅增加

新疆为国家定位的大型煤化工基地。新疆煤炭资源发热量高,属于优质动力煤、煤化工煤制油用煤,近年来依托优质煤炭资源,新疆煤化工产业实现快速发展,尤其是国家提出“三基地一通道”建设、明确新疆建设国家大型煤炭煤电煤化工基地的定位后,煤化工项目投资力度不断加大。目前新疆煤化工产业已初步构建起以准东、吐哈、伊犁等为主的煤化工产业发展集聚区,和以煤制天然气、煤制烯烃、煤制1,4—丁二醇、煤炭分级分质利用等为主的现代煤化工产业发展格局。

图表36:煤炭分级分质综合用图



资料来源:《新疆煤炭煤电煤化工产业集群绿色低碳高质量发展的路径研究》, 方正证券研究所

煤化工项目密集落地, 牵引煤炭消纳量大幅增加。现代煤化工主要包括煤制油、煤制气、煤制烯烃、煤制乙二醇四个大类。截至 2022 年, 新疆共有投产煤制油企业 8 家, 合计总产能 823 万吨/年; 煤制气 4 家, 总产能 61.25 亿立方米/年; 煤制烯烃企业 15 家, 合计总产能 1122 万吨/年; 煤制乙二醇企业 31 家, 合计总产能 873 万吨/年。随着新疆加快构建“十大产业”为支撑的现代化产业体系, 煤化工产业驶入发展快车道, 大型煤化工项目密集落地新疆, 据不完全统计, 全国潜在煤化工项目投资总额约 10329 亿元, 新疆投资额达 4916 亿元, 其中新疆拟建在建的煤制烯烃、煤制气、煤制油项目投资规模分别为 1189、2679、1048 亿元, 对应产能分别为 940 万吨、340 亿立方米、700 万吨, 受益于煤化工项目的有力支撑, 煤化工煤炭消纳量有望大幅增加。

图表37:部分新疆拟建在建能源化工项目

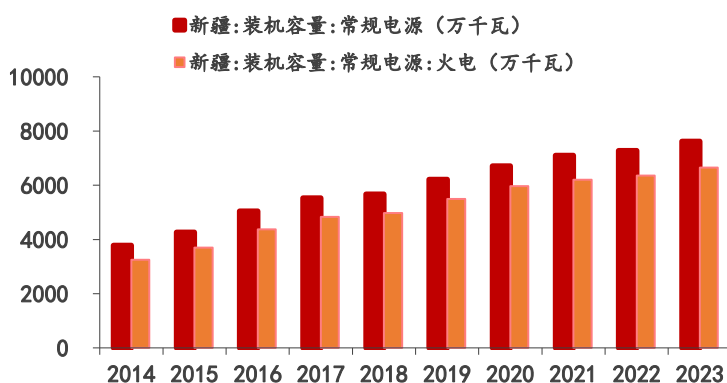
	项目名称	建设地点	投资金额	项目概况
1	国家能源集团新疆能源有限责任公司40亿立方米/年煤制天然气示范项目	昌吉回族自治州	250.37 亿元	年就地转化原煤量 1612 万吨/年。
2	国能新疆化工有限公司年产 30 万吨聚乙醇酸项目	乌鲁木齐	98.24 亿元	30 万吨/年 PGA，联产 5 万吨/年乙二醇，项目占地 66 公顷。
3	河南能源化工集团新疆投资控股有限公司 20 亿立方米煤制天然气项目	昌吉回族自治州	150 亿元	建成后，可就地转化煤炭超过 1500 万吨，煤制天然气将向下延伸煤制烯烃、可降解塑料等系列高端化工新材料。
4	河南能源化工集团新疆投资控股有限公司新疆煤气化、煤制烯烃项目	昌吉回族自治州	200 亿元	建设 20 亿立方米/年煤制天然气、茆茆湖 1500 万吨/年井工矿等，并开发配套的煤炭资源。建成后，可就地转化煤炭超过 1500 万吨。
5	新疆黑猫煤化工有限公司年产 640 万吨焦化及焦炉煤气综合利用生产粗苯加氢、焦油加工、LNG 等煤化工循环经济产业并配套煤矿项目	阿克苏地区	396 亿元	新建年 640 万吨焦化及下游粗苯加氢、焦油加工、LNG 等煤化工循环经济产业及配套附属设施设备工程以及煤矿开采。
6	新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范项目——40 亿立方米年煤制天然气项目	新星市	330 亿元	建设煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程——40 亿立方米/年煤制天然气项目。
7	中国石油天然气股份有限公司塔里木 120 万吨/年二期乙烯项目	巴音郭勒盟自治州	100 亿元	建设塔里木 120 万吨/年二期乙烯，新建 120 万吨/年乙烯及下游装置。
8	新疆庆华能源集团有限公司煤制天然气项目二、三期	伊犁哈萨克自治州	200 亿元	建设 40 亿立方米煤制天然气项目。
9	新疆其亚新材料有限公司 600 万吨/年煤基甲醇项目	昌吉回族自治州	330 亿元	规划建设年产 60 亿立方米煤制天然气、年产 60 万吨合成氨、年产 500 万吨甲醇及甲醇下游新材料项目。
10	充矿新疆能化有限公司 80 万吨/年煤制烯烃项目	昌吉回族自治州	133 亿元	五彩湾四号露天矿建设 80 万吨/年煤制烯烃。

数据来源：中国石油和化学工业联合会化工园区，方正证券研究所

3) 疆煤发电外送成效显著，新增输电通道增强外送能力

近年来新疆火电得到快速发展。2014-2023 年，新疆常规能源装机容量从 3779 万千瓦增长到 7625 万千瓦，CAGR 为 8.11%，其中火电装机容量从 3247 万千瓦增长到 6649 万千瓦，CAGR 为 8.29%。火电装机容量中以燃煤为主，2023 年燃煤占据新疆火电装机容量的 95.5%。目前，新疆火电电源主要集中在昌吉东部、哈密两个大型电力外送基地以及乌鲁木齐、石河子电力负荷中心区域。

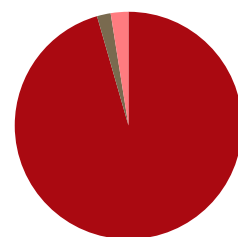
图表38:2014-2023 年新疆电力及火电装机容量



资料来源：，国家能源局，方正证券研究所

图表39:2023 新疆火电装机容量能源结构

■ 新疆:装机容量:常规电源:火电:燃煤
■ 新疆:装机容量:常规电源:火电:燃气
■ 新疆:装机容量:常规电源:火电:其他



资料来源：，国家能源局，方正证券研究所

除满足本土电力需求外，新疆积极实施“疆电外送”战略，疆电外送已建工程成效显著。自 2010 年国家电网公司启动“疆电外送”工作以来，目前新疆已建成“两交两直”4 条外送通道，即新疆与西北主网联网的 750 千伏第一、第二通道，昌吉—古泉±1100 千伏特高压直流输电工程，以及哈密南—郑州±800 千伏特高压直流输电工程。现阶段“疆电外送”能力达到 2500 万千瓦，外送范围从最初的 7 个省区市扩展到 20 个省区市，外送电量从 2010 年的 3 亿千瓦时扩大至 2023 年的 1262 亿千瓦时，且从 2020 年开始外送电量已连续四年突破千亿千瓦时，疆电外送已建工程效果突出。

新增 2 条外送通道可期，疆电外送能力预计进一步增强。2023 年 8 月，疆电外送第五条通道哈密—重庆±800 千伏特高压直流输电工程开工建设，2024 年 11 月新疆段实现全线贯通，预计在 2025 年 5 月投产。哈密—重庆±800 千伏特高压直流输电工程投产后，预计每年可向重庆输送电量超 360 亿千瓦时，届时新疆电力外送能力将提升至 3300 万千瓦。此外，疆电（南疆）送电川渝±800 千伏特高压直流输电工程也在积极筹备中，目前该工程可研已通过外部评审，建成后可进一步提升疆电外送能力。

图表40:疆电外送六大通道情况

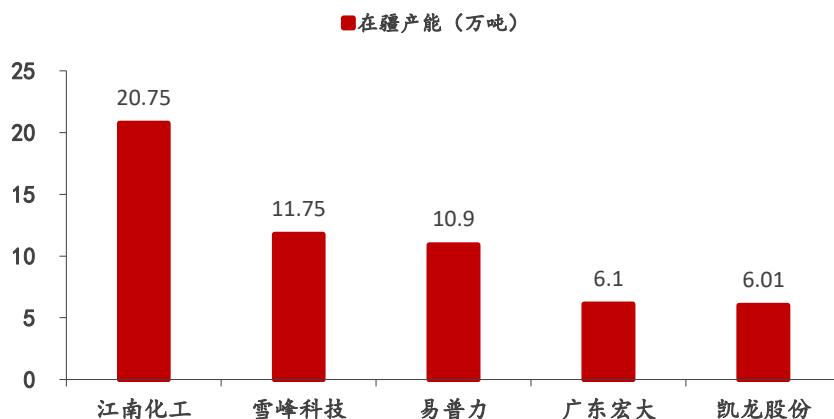
	名称	建成时间/建设状态	外送能力
第一通道	哈密至敦煌 750 千伏输变电工程	2010	2500 万千瓦
第二通道	烟墩至沙洲 750 千伏输变电工程	2013	
第三通道	哈密南至郑州±800 千伏特高压直流输电工程	2014	
第四通道	昌吉至古泉±1100 千伏特高压直流输电工程	2019	
第五通道	哈密至重庆±800 千伏特高压直流输电工程	在建	800 万千瓦
第六通道	疆电（南疆）送电川渝±800 千伏特高压直流输电工程	待建	-

数据来源：中国新闻网，方正证券研究所

2.2 竞争格局：看好易普力、广东宏大、江南化工三足鼎立

新疆民爆景气度高涨，各民爆头部企业纷纷布局，目前在新疆地区，主要有江南化工、雪峰科技、易普力、广东宏大、凯龙股份及保利联合等民爆企业具备炸药产能，其中江南化工、雪峰科技、易普力、广东宏大及凯龙股份在疆工业炸药许可产能分别为 20.75 万吨/年、11.75 万吨/年、10.9 万吨/年、6.1 万吨/年及 6.01 万吨/年，同时广东宏大拟收购雪峰科技 21%的股权，交易完成后，雪峰科技将成为其控股子公司，广东宏大在疆产能有望大幅增加。**新疆民爆企业中，易普力与广东宏大布局较早，具备先发优势，且依托出色矿服能力及突出产能优势，拿单能力持续增强，在新疆地区核心看好易普力和广东宏大民爆矿服双雄，同时看好产能规模优势强的江南化工。**

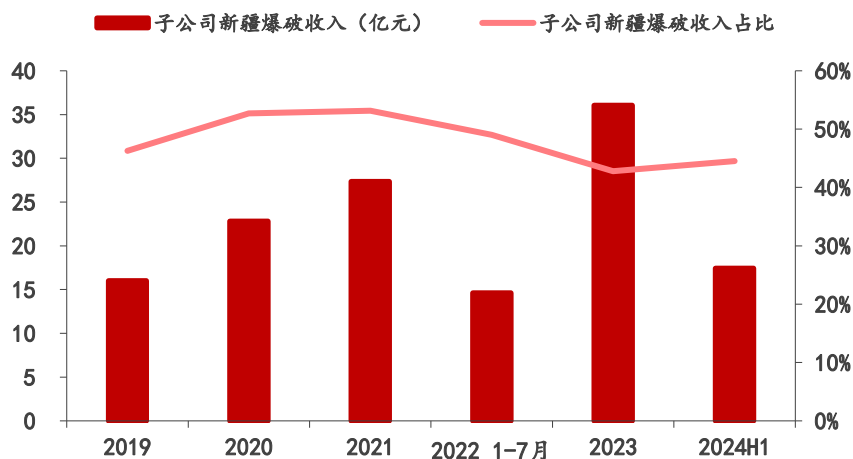
图表41: 相关民爆企业在新疆产能情况



资料来源: 各公司公告, 方正证券研究所

易普力是新疆露天煤矿核心企业, 在疆业绩快速提升。易普力主要通过全资子公司新疆爆破在新疆开展业务, 新疆爆破成立于 2010 年, 主要业务有爆破作业、矿山工程施工总承包以及现场混装炸药的生产、销售等。易普力是新疆露天煤矿爆破服务核心企业, 在准东、吐哈等新疆两大煤田均设有多个生产点, 综合实力突出, 2023 年及 2024 年前三季度公司新签订施工区域在新疆的合同(亿元以上) 13 个, 合同内容均为露天煤矿爆破服务相关, 合同金额合计高达 121.75 亿元。受益于新疆煤炭产量迅速提升, 2019-2023 年子公司新疆爆破业绩快速增长, 收入从 2019 年的 16 亿元增加至 2023 年的 36.07 亿元, CAGR 为 22.53%。

图表42: 2019-2024H1 易普力子公司新疆爆破收入及占比



资料来源: 易普力公告, , 方正证券研究所

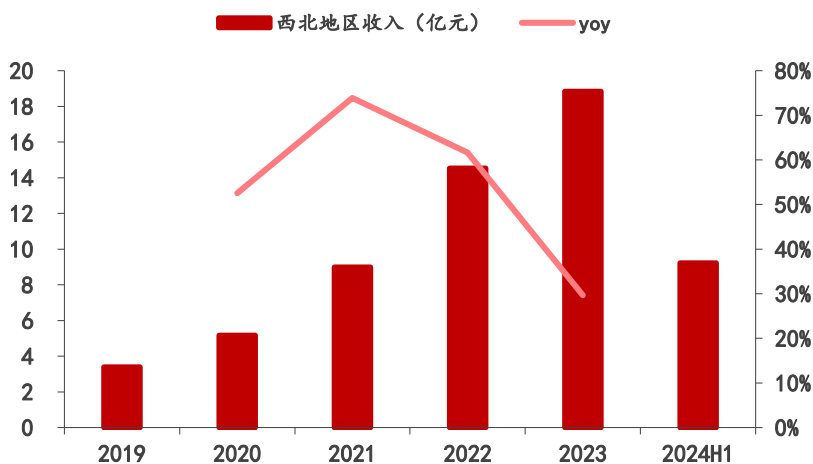
图表43:2023、2024 前三季度易普力新疆地区日常经营合同情况（亿元以上）

序号	合同签订主体	项目(合同)名称	合同金额（亿元）	合同服务期限
2023 年合同签订情况				
1	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国能新疆准东能源有限责任公司 2023 年至 2027 年钻爆工程合同（一标段）	12.67	3-5 年
2	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司南露天煤矿 2024 年至 2028 年钻爆工程承包合同	9.68	3-5 年
3	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁一号露天煤矿 2024 年至 2028 年钻爆工程承包合同	6.73	3-5 年
4	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿 2023 年至 2025 年生产剥离钻爆工程承包合同	3.86	3-5 年
5	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿 2023 年至 2024 年基建剥离钻爆工程承包合同	3.15	2-10 年
6	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国网能源哈密煤电有限公司大南湖二矿 2023-2027 年钻爆工程施工合同	2.79	2-10 年
7	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆充矿其能煤业有限公司准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程项目钻爆剥离工程 PC 总承包合同	47.13	5-30 年
合同金额合计			86.01	/
2024 年前三季度合同签订情况				
1	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国能新疆矿业红沙泉二矿有限公司 2023 年至 2026 年钻爆工程（二标段）施工合同	6.28	1-5 年
2	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆金能矿业有限公司露天煤矿 2024-2026 年采场爆破工程承包合同	3.58	3 年
3	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆宜化矿业有限公司五彩湾露天煤矿爆破、采剥工程承包合同补充协议	1.33	4 年
4	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国家能源集团新疆公司黑山露天矿 2024 年-2026 年爆破工程一标段施工合同	13.11	3 年
5	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆圣雄能源股份有限公司托克逊县黑山矿区小露天煤矿 2024 年至 2026 年矿山施工总承包工程合同及补充协议	9.04	2.75 年
6	葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国家能源集团乌海能源有限责任公司平沟煤矿井田 III 盘区东部边坡地质灾害治理穿孔爆破工程施工合同	2.4	3 年
合同金额合计			35.74	/

数据来源：易普力公告，方正证券研究所

广东宏大持续加大在疆投入，收购雪峰强化竞争实力。广东宏大近年来聚焦重点市场，在新疆持续加大投入，积极向新疆转移产能，增强大项目和大客户营销力度，业务规模逐年提升，2024H1 新疆市场营收较去年同比增长 48.12%。同时，2024 年 8 月公司中标新疆能源集团三塘湖公司石头梅一号露天煤矿采剥（含穿爆）工程（一标段）” 24.89 亿工程项目，2025 年 1 月又中标新疆和田县大红柳滩稀有金属矿采剥工程 2.41 亿施工项目，公司转向新疆业务成效凸显。此外，2024 年 7 月 2 日，广东宏大发布重大资产购买预案，拟收购雪峰科技 21% 的股权，目前本次交易方案已通过新疆及广东国资委批准，公司股东大会审议也已通过，待交易完成后，雪峰科技将成为广东宏大的控股子公司，有利于充分发挥宏大与雪峰科技业务协同效应，充分发挥宏大在新疆“矿服民爆一体化”业务模式优势，进一步扩大公司在新疆矿服和民爆市场份额。

图表44:2019-2024H1 广东宏大西北地区收入情况



资料来源：，方正证券研究所

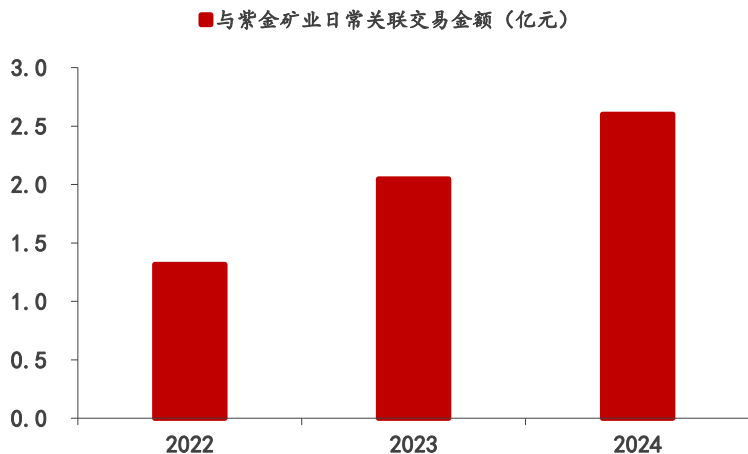
江南化工在疆产能位居首位，业务涉及煤炭及非金属矿山。江南化工子公司新疆天河、北方爆破以及陕西红旗民爆在新疆地区均有产能及业务布局，其中新疆天河产业链齐全，是生产、销售、配送、武装押运、工程爆破服务一体化企业；北方爆破在新疆区域设有混装地面站，并于 2024 年获得矿山工程施工总承包一级资质，现为矿山工程施工总承包和营业性爆破作业单位“双一级”资质企业。江南化工在新疆业务涉及煤矿及非金属矿山，2024 年公司新签订新疆地区亿元以上合同 9 个，其中 7 个合同为新疆露天煤矿爆破项目，合同金额合计 16.96 亿元，2 个为铅锌矿区露天爆破项目，合同金额为 3.05 亿元。此外，紫金矿业为公司二股东，合计持有公司 21.81% 的股份，与公司在民爆器材供应及爆破工程服务领域具有协同性，公司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%，协同效应显著。

图表45:2024 年江南化工新疆地区新签日常经营合同情况 (亿元以上)

序号	合同签订主体	项目(合同)名称	合同金额	合同服务期限
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 亿元	1 年
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 亿元	2 年
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 亿元	3 年
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 亿元	4 年
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 亿元	16 个月
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 亿元	2 年
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 亿元	34 个月
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 亿元	6 年
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 亿元	3 年

数据来源:江南化工公告,方正证券研究所

图表46:2022-2024 年江南化工与紫金矿业日常关联交易金额

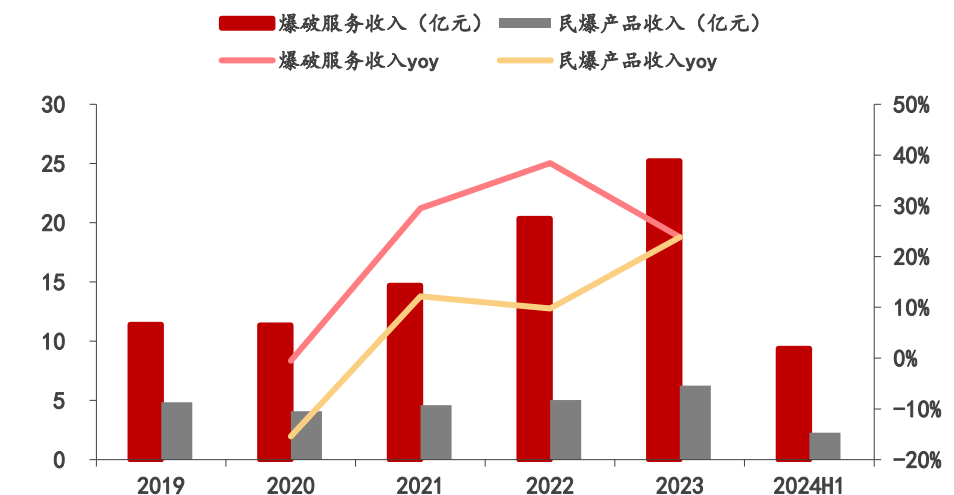


注:2024 年数据为预计发生金额;

资料来源:江南化工公告,方正证券研究所

雪峰科技为新疆民爆产业卖水人,民爆业务与宏大强强联合未来可期。雪峰科技是新疆本土民爆企业,民爆业务覆盖民爆物品产销与爆破服务一体化,近年来受益于新疆民爆景气上行,公司爆破服务收入大幅提升,2019-2023 年公司爆破服务收入从 11.42 亿元增长至 25.21 亿元,CAGR 为 21.89%。2024 年广东宏大拟收购公司 21%股权,为解决同业竞争,宏大承诺在 3 年内拟注入不少于 15 万吨产能至雪峰科技,5 年内拟将所有民爆资产注入雪峰科技,广东宏大及雪峰科技之间有望实现优势互补、强强联合,民爆业务实力得以显著提升。此外,公司 2022 年末收购的玉象胡杨为新疆唯一硝酸铵生产企业,硝酸铵是工业炸药主要原料,且因生产资质壁垒较高,受国家严格管制,公司将产业链布局延伸至民爆器材原材料端,未来有望充分受益于新疆炸药需求增长。

图表47:2019-2024H1 雪峰科技爆破服务及民爆产品收入情况



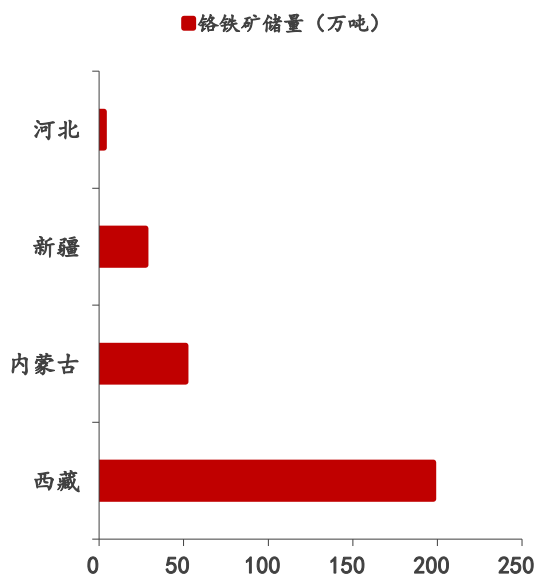
资料来源: , 方正证券研究所

3 潜力高增市场之西藏: 景气度或加速上行

3.1 铜矿开采力度加大, 拉动西藏民爆市场

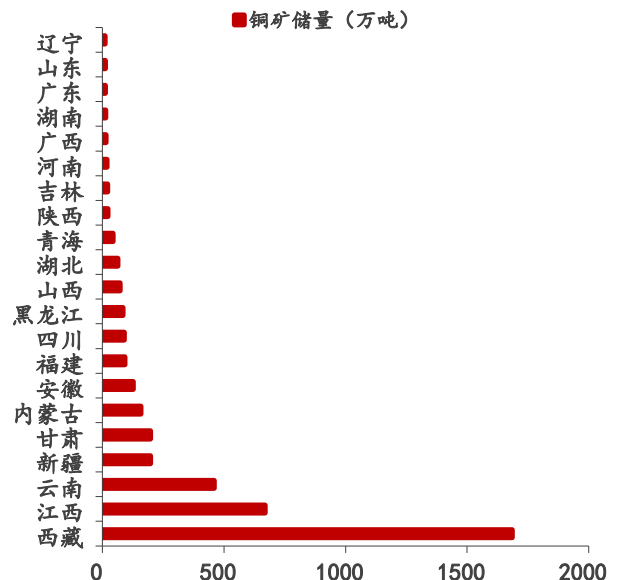
西藏矿产资源丰富。目前西藏累计发现四大类共 103 种(含亚种)矿产, 已经查明资源储量的矿产 51 种, 优势矿产资源主要有铬铁、铜、铅锌银多金属、钨、锑、金、盐湖锂硼钾矿等, 其中铬铁矿、铜矿 2022 年储量分别为 197.69 万吨、1685.59 万吨, 占全国资源储量的 70.7%、41.3%, 均位居全国首位, 锂矿 2022 年储量为 56.29 万吨, 占全国资源储量的 8.86%, 位居全国第四。

图表48:2022 年我国各省份铬铁矿储量



资料来源: 自然资源部, 方正证券研究所

图表49:2022 年我国各省份铜矿储量 (10 万吨以上)

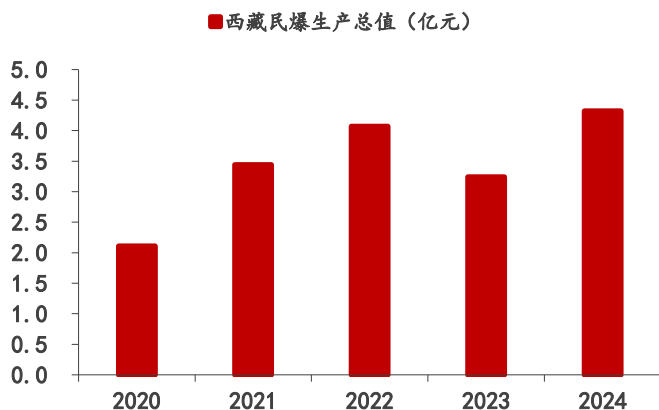


资料来源: 自然资源部, 方正证券研究所

矿产开发带动民爆市场景气度提升。目前西藏主要大型矿产项目有巨龙铜矿、玉龙铜矿等, 其中, 巨龙铜业 2020 年被紫金矿业收购后开采逐步恢复, 2023 年巨龙铜业采选矿石 3127 万吨(含知不拉矿段 125 万吨), 实现矿产铜 15.44 万吨; 玉龙铜矿 2023 年 11 月完成技改, 达产后玉龙铜业的矿石处理能力可达到 2280 万吨/年, 矿产铜由 12 万吨增加至 15 万吨。随着西藏地区矿山项目开工力度加

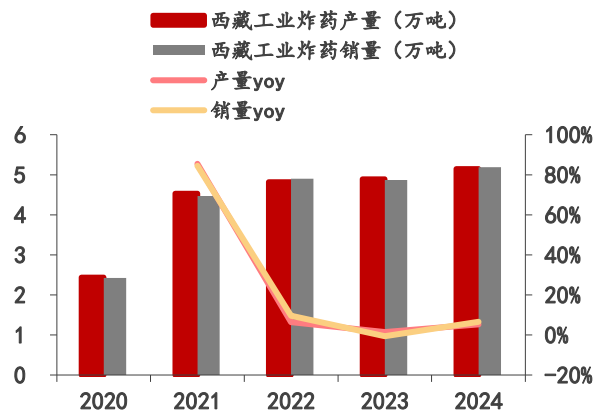
大，近年来西藏地区民爆行业景气度有所提升，2020-2024 年西藏自治区民爆生产总值从 2.11 亿元增长至 4.32 亿元，CAGR 为 19.62%，工业炸药产销量也呈现增长趋势，2020-2024 年产量从 2.44 万吨增长至 5.15 万吨，销量从 2.42 万吨增长至 5.19 万吨，产、销量 CAGR 分别为 20.53%、21.01%。

图表50: 2020-2024 年西藏民爆生产总值



资料来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

图表51: 2020-2024 年西藏工业炸药产销量情况



资料来源：中国爆破器材行业协会，方正证券研究所

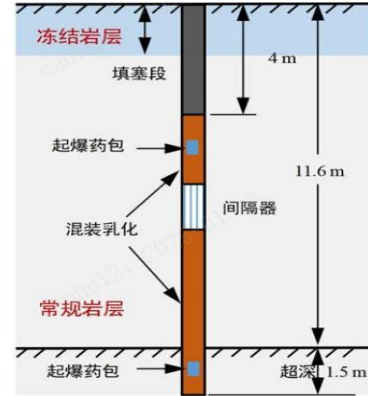
金属资源开采力度持续加大，预计有力牵引民爆需求不断释放。据《2024 年西藏自治区政府工作报告》，西藏将加强铜、锂等战略资源的绿色开发，实现优势矿产的上产扩能、提质增效，相关矿山扩能项目建设、审批进展顺利。巨龙铜矿二期改扩建工程于 2024 年立项并开工建设，预计 2026 年一季度实现试生产，巨龙二期建成达产后，巨龙铜矿每年采选矿石量将超过 1 亿吨规模，巨龙铜业（旗下包含巨龙铜矿和知不拉铜矿）矿产铜年产量将从 2023 年的 15.44 万吨提高至约 30-35 万吨，有望带动民爆需求翻倍，后续巨龙铜矿还计划进一步实施三期工程，若项目得到政府有关部门批准，最终可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨规模，年产铜约 60 万吨。玉龙铜矿三期扩能项目也在积极推进中，截止 2024 年 8 月，已完成《三期工程开发利用方案》等 12 项报告编制并取得评审意见，待全部手续办结后即可开工建设，玉龙铜业三期改扩建项目建成后，采选规模将达到 3000 万吨/年。此外，2024 年 10 月紫金矿业对朱诺铜矿内部立项，项目目前已取得采矿许可证、环评、项目核准等多项开工前置核心手续，计划于 2026 年 6 月底建成投产，建成达产后，采选规模为 1800 万吨/年，年均产铜约 7.6 万吨。玉龙、巨龙等藏区铜矿埋藏较浅，主要采用露天深孔台阶爆破方式进行开采，需要现场地面站进行高海拔适应性现场混装乳化炸药的制备，且高海拔寒区露天矿爆破单耗较高约为 $0.5\text{kg}/\text{m}^3$ ，铜矿等金属矿产资源开发力度的持续加大，将有力促进西藏民爆需求释放。

图表52: 玉龙铜矿现场



资料来源:《高原寒区冻结岩石动态力学响应及爆破破碎特性》, 方正证券研究所

图表53: 高原寒区炮孔装药结构示意图



资料来源:《高原寒区冻结岩石动态力学响应及爆破破碎特性》, 方正证券研究所

图表54: 西藏主要铜矿采选规模及矿产铜产量情况

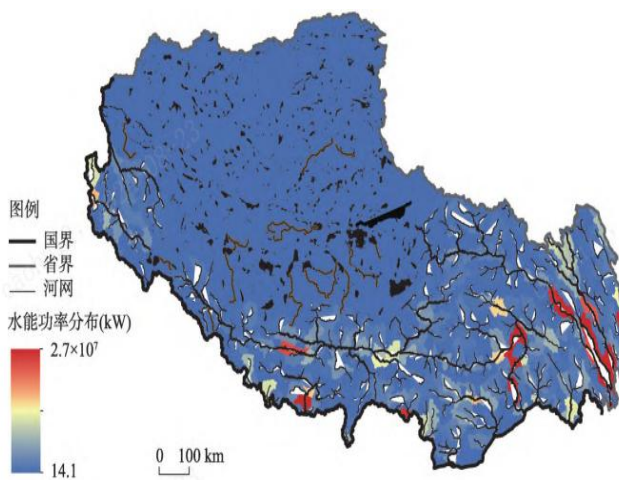
主要铜矿	时间节点	年采选规模	矿产铜年产量
巨龙铜矿	2023 年	3,127 万吨 (含知不拉矿段 125 万吨)	15.44 万吨
	二期改扩建项目完成后 (预计 2025 年底)	超过 1 亿吨	30-35 万吨
	三期改扩建项目完成后	约 2 亿吨	约 60 万吨
玉龙铜矿	二期改扩建项目完成后 (2023 年底已完成)	2280 万吨	15 万吨
	三期改扩建项目建成后	3000 万吨	18-20 万吨
朱诺铜矿	规划建成达产后	1800 万吨	7.6 万吨

数据来源: 紫金矿业公告, 西部矿业公告, 方正证券研究所

3.2 重大水利工程核准通过, 民爆市场扩容

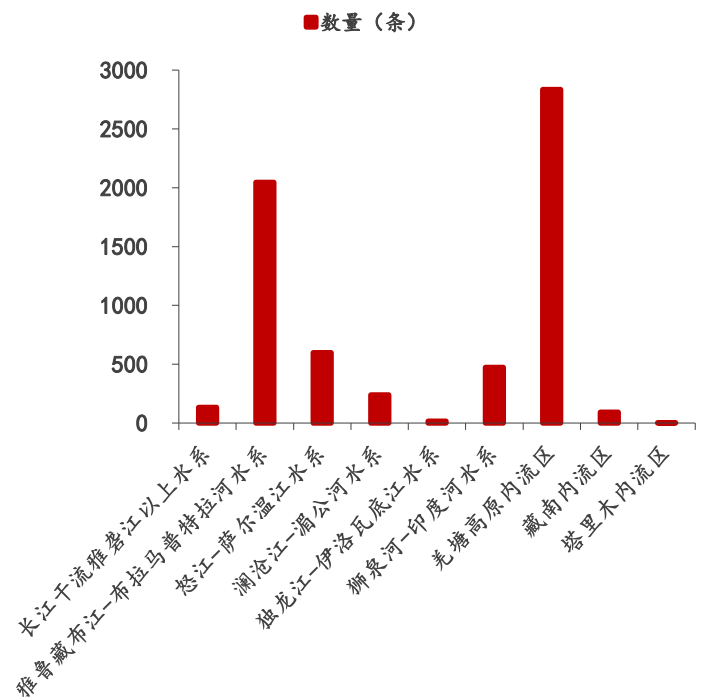
西藏水能资源丰富, 政策驱动下水利工程有望提速。西藏境内河流众多、水量丰沛, 被誉为亚洲水塔, 全区水力资源技术可开发量达 1.74 亿 kW, 约占全国总量的 1/4, 居全国首位。西藏水能资源主要集中在藏东南的雅鲁藏布江、澜沧江、怒江和金沙江流域, 其中雅鲁藏布江流域干流水能最丰富, 理论蕴藏量近 8000 万 kW, 技术可开发量约占西藏全区的 86.6%, 约占全国的 23%。2021 年 3 月, “十四五规划和 2035 年远景目标纲要”提出要加快西南水电基地建设、实施雅鲁藏布江下游水电开发, 2024 年 8 月, 《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》明确提出“加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设”, 政策导向下西南水电工程有望加速。

图表55: 西藏地区水能分布



资料来源:《西藏地质灾害易发性及对水能开发适宜度影响》, 方正证券研究所

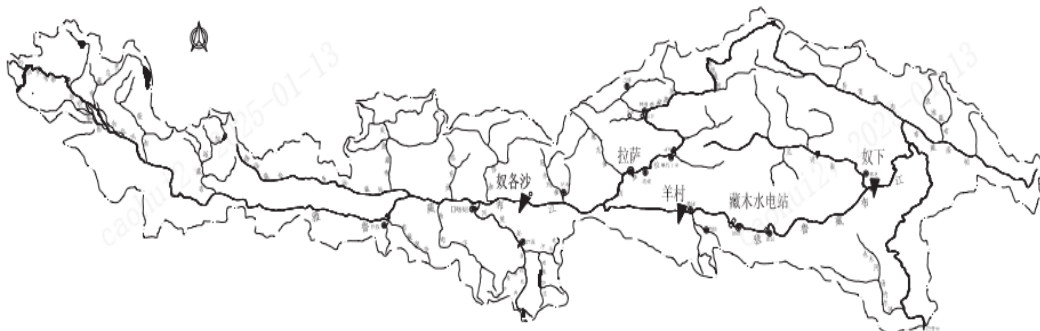
图表56: 西藏自治区标准以上河流在各水系中分布数量图



资料来源:《西藏水电能源开发问题分析》, 方正证券研究所

雅鲁藏布江水电工程核准通过, 未来民爆器材增量显著。2024 年 12 月, 我国政府已核准雅鲁藏布江下游水电工程。水利水电工程中所涵盖的大坝及厂房基础开挖、船闸及高陡边坡开挖、溢洪道及渠道开挖等, 均需使用到大量爆破器材。参考三峡工程, 三峡工程总装机容量约 2250 万千瓦, 土方石开挖总量约 1.34 亿立方米, 炸药用量达 5.18 万吨, 炸药单耗约 0.39 千克/立方米, 而雅鲁藏布江水电站初步规划装机容量 6000 万千瓦, 为三峡工程的 2.67 倍, 若按照线性比例估算, 雅鲁藏布江水电站土方石开挖总量约 3.58 亿立方米, 依照三峡工程炸药单耗计算, 雅鲁藏布江水电站炸药用量约 14 万吨, 实际情况中由于墨脱地形更为复杂、岩石更为坚硬, 实际炸药用量或超过这一数值, 后续随着雅鲁藏布江水电站等西南水电工程逐步落地, 西藏区域民爆器材用量有望显著增加。

图表57: 雅鲁藏布江流域水系



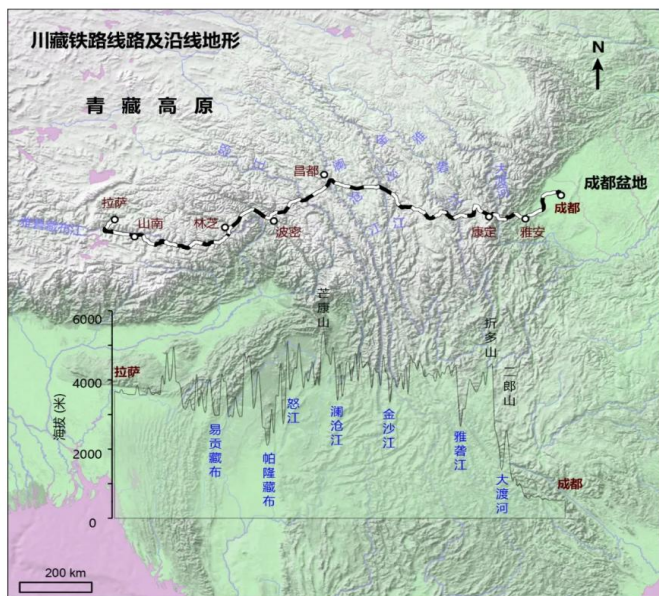
资料来源:《西藏雅鲁藏布江藏木水电站入库悬移质输沙量推算》, 方正证券研究所

3.3 交通基建加速, 刺激民爆需求攀升

政策推动基建提速，民爆需求有望抬升。西藏自治区十四五规划及 2035 年远景目标提出要加快基础设施建设，加强铁路、公路、航空、管道、信息、物流等基础设施网络建设，加快进出藏综合运输通道建设；西藏自治区 2024 年政府工作报告提出要落实中央政府投资 800 亿元，加快推进川藏铁路西藏段、G4218 狮泉河镇至昆莎机场段、G219 墨脱至察隅段和 G318 提质改造等重大项目建设，西藏基础设施建设工作有望加快。

川藏铁路是西藏重点基建项目，起于成都，经雅安、康定、理塘、巴塘、芒康、左贡、八宿、波密、林芝等地，最终抵拉萨，全长约 1838 千米，川藏铁路主要分三段建设，目前成雅段和拉林段已经开通运营，康林段里程最长、施工难度最大，目前正在建设中，预计 2026 年试运营。川藏铁路穿越横断山脉，横跨大渡河、雅砻江、金沙江、澜沧江、怒江等大江大河，沿途地形地貌复杂，地质条件复杂，沿线隧道占比大、特长隧道及隧道群密集，全线 10Km 以上隧道共 33 座，占隧道总长 87%，全线 20Km 以上隧道共 15 座，占隧道总长 55%，爆破工程量巨大，预计后续随着川藏铁路等重点基建工程推进，西藏民爆需求有望进一步抬升。

图表 58: 川藏铁路线路图及沿线地形

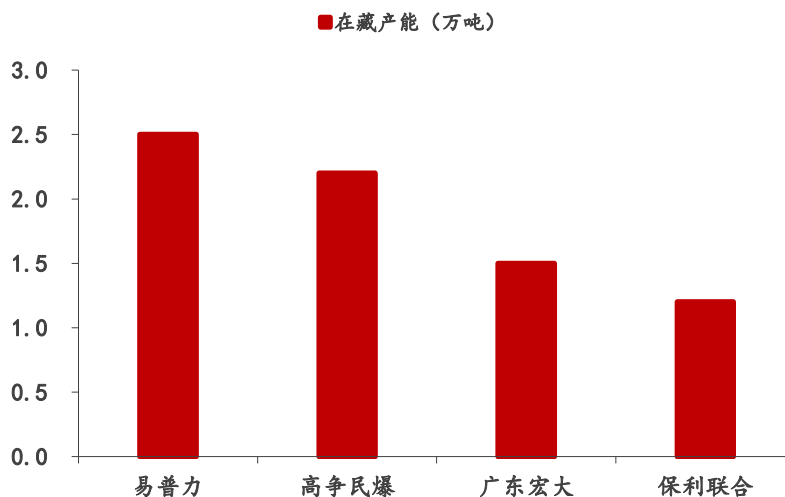


资料来源：第二次青藏科考队，方正证券研究所

3.4 竞争格局：看好易普力和宏大民爆双雄，关注本土龙头高争民爆

在西藏地区，主要是易普力、高争民爆、广东宏大及保利联合具备许可产能，各家企业在西藏工业炸药许可产能分别为 2.5 万吨/年、2.2 万吨/年、1.5 万吨/年、1.2 万吨/年。其中，易普力及广东宏大近年来着重布局西藏市场，已与巨龙等大客户形成稳定合作关系，凭借突出的民爆矿服能力及产能优势，在西藏市场民爆高景气度释放时，易普力及广东宏大有望核心受益。

图表59: 相关民爆企业在西藏产能情况



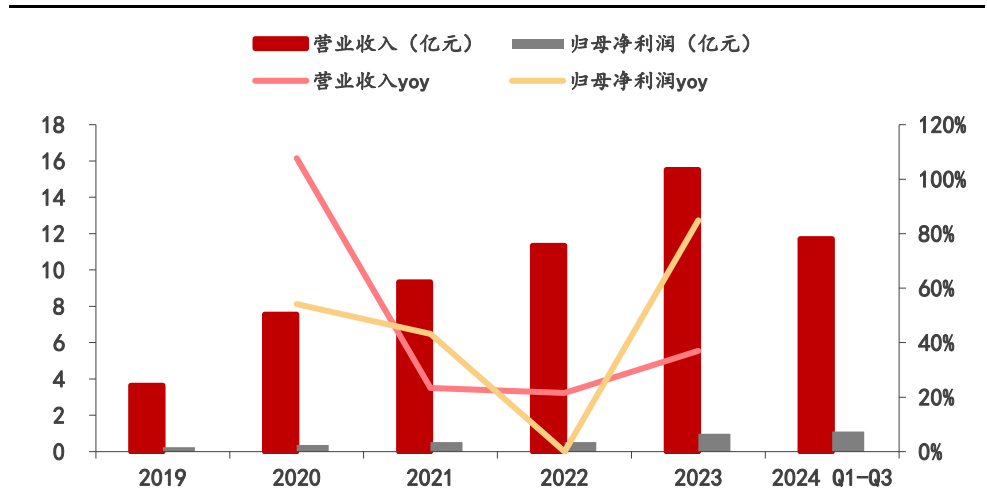
资料来源：各公司公告，方正证券研究所

易普力产能优势突出，水利工程经验丰富，有望受益于重点铜矿项目及西南水电工程。易普力近年来不断加大在藏资源布局，已在西藏拉萨市、林芝市设立子分公司，且按照西藏区域工业炸药许可产能合计 8.3 万吨/年计算，公司 2.5 万吨/年在藏产能占全区的比重约为 30.12%，规模优势较为突出。公司在西藏地区主要为巨龙铜业提供爆破施工服务，后续随着西藏区域主要铜矿项目逐步推进，公司在西藏地区竞争优势明显，有望再获大额新订单。此外，公司水利工程经验丰富，承担了三峡工程近 70% 的爆破工程量，且还陆续承接了水布垭水电站、龙滩水电站、向家坝水电站、乌东德水电站等 10 余项国家重点水利水电工程项目的钻爆施工业务，拥有在不同作业环境、作业场景爆破一体化服务的丰富经验，有望在西南水电建设过程中占据主要供应地位。

广东宏大积极对接金属矿产开采项目，未来增长空间广阔。广东宏大近年来深耕西藏等富矿带重点区域，加强优质客户粘性和提升公司经营质量，业务规模不断提升，2024H1 西藏区域营收同比增加 23.68%。目前公司在西藏地区有承接玉龙铜矿、巨龙铜矿、宝翔铅锌矿等相关项目，后续随着巨龙二期、巨龙三期、玉龙三期、朱诺铜矿等项目落地，公司有望充分受益，未来在藏增长空间广阔。

高争民爆是西藏本土民爆企业，近年来业绩持续高增。公司是西藏自治区集研、产、销、运、服全产业链于一体的民爆综合企业，在民爆器材方面，主要产品包括工业炸药、电子雷管、工业导火索、工业导爆索、电子雷管芯片模组等，各类民用爆炸产品的许可产能合计 2.2 万吨，在爆破服务方面，公司具备矿山工程施工总承包一级资质、爆破作业单位许可营业性一级资质等工程施工资质，在西藏境内具备较强的竞争优势和市场地位。受益于西藏地区基建设施和矿山项目等逐步开工，公司业绩持续提升，2019-2023 年营收从 3.64 亿元增长至 15.53 亿元，CAGR 为 43.72%，归母净利润从 0.24 亿元增长至 0.98 亿元，CAGR 为 42.15%。

图表60:2019-2024 年前三季度高争民爆收入及归母净利润情况



资料来源：方正证券研究所

4 投资建议

近年来在混装占比提升等因素驱动下，民爆市场区域属性进一步加重，虽当前全国产能利用率不高，全局有所过剩，但区域属性支撑下部分区域之景气度显著独立于大盘。当前以新疆、西藏为代表的西部地区民爆市场景气度高涨，且在西部大开发政策、煤炭+金属矿+西南水电等核心应用方向加快开发之下，西部地区民爆市场景气度有望高位维持，特别是西藏市场有望加速增长。我们核心看好在新疆、西藏有领先布局的民爆矿服龙头企业，背后一方面是行业在政策驱动下加速向龙头集中，另一方面是龙头率先布局西部市场享受高涨的下游需求，我们强烈推荐民爆矿服综合实力强劲的易普力和广东宏大，推荐在新疆具备规模优势的江南化工，建议关注具备较强竞争实力的本土企业雪峰科技、高争民爆等。

图表61:重点标的估值表

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	131.98	6.34	7.58	8.89	10.18	20.82	17.41	14.85	12.96
002683.SZ	广东宏大	192.13	7.16	8.76	10.34	11.81	26.83	21.93	18.58	16.27
002226.SZ	江南化工	147.02	7.73	8.97	9.94	11.04	19.02	16.39	14.79	13.32
603227.SH	雪峰科技	88.95	8.54	7.96	9.07	10.07	10.42	11.17	9.81	8.83
002827.SZ	高争民爆	68.86	0.98	1.23	2.00	3.25	70.44	55.93	34.47	21.22

数据来源：方正证券研究所

注：总市值选取 2025/2/14 收盘价，易普力、广东宏大、江南化工归母净利润及 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。

5 风险提示

- (1) 宏观环境不及预期的风险。
- (2) 项目建设进度低于预期的风险。
- (3) 市场竞争加剧的风险。
- (4) 企业安全生产的风险。

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：朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 A 座 17 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