



基础化工

优于大市（维持）

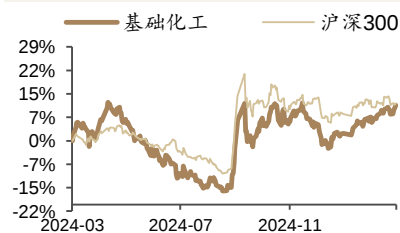
证券分析师

王华炳

资格编号：S0120524100001

邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 1.《卓越新能(688196.SH):从危到机,酯基生物柴油龙头的进击之路!》, 2025.3.27
- 2.《——民爆行业系列深度①-从政策端看民爆行业发展方向》, 2025.3.26
- 3.《供给端不确定性加深,溴素涨价有望超预期》, 2025.3.25
- 4.《SAF 国内应用试点大步推进,新疆煤化工进入高速发展期》, 2025.3.23
- 5.《关注聚氨酯涨价机会》, 2025.3.16

西部大开发与化债背景下，民爆需求几何？

——民爆行业深度系列②

投资要点：

- **引入：**此前，我们外发了《民爆行业系列深度一：从政策端看民爆行业发展方向》的研究报告，主要从政策角度展望民爆行业未来的发展方向，本文我们将从需求侧入手，拆解西部大开发（新疆、西藏）和化债政策背景下行业的需求变化。
- **民爆广泛应用于矿山开采、煤炭开采、铁路道路、水利水电等领域，占比分别为 50.6%、22.0%、5.2%和 2.3%，下游与能源、基建息息相关。根据中爆协，2024 年全年我国民爆生产企业累计完成生产、利润总额分别为 417.0 和 96.4 亿元，同比分别-4.5%和+13.04%；工业炸药累计产、销量分别为 449.4 万吨和 448.5 万吨，同比分别-1.90%和-1.70%，在宏观需求整体承压背景下行业整体展现了较强韧性，省市自治区间景气出现分化，2024 年新疆/西藏炸药产量为 53.9/5.15 万吨，同比+23.0%/+5.36%，而债务较高区域因基建进展缓慢民爆需求有所受损，**往后展望：****
- ① **新疆：**“十四五”规划中期调整，全国新增 1.5 亿吨煤炭产能，全部位于新疆。根据 2024 年第九届 CNCCIC 大会刘光启发言，2025 年新疆煤炭产能力争达到 7 亿吨/年（2024 年产量达 5.41 亿吨），2030 年有望达到 10 亿吨，一方面未来随着“三基地一通道”深入实施，外运通道打开，疆煤保供地位有望进一步强化；另一方面煤化工项目密集落地，也有望支撑煤炭新产能消化。根据央视网消息，国家国务院国资委与 25 家中央企业签署合作意向书，签约项目 183 个，预计 2028 年底前完成投资约 9396 亿元，用于新疆地区煤炭煤电煤化工、油气生产加工、新能源开发等关键领域。我们测算，2025 和 2030 年炸药需求分别为 69.6 和 99.5 万吨，对应爆破服务营收为 188 和 268.6 亿元。假设净利率为 10%，对应净利润分别 18.8 和 26.9 亿元，在新疆布局较多炸药产能的公司如雪峰科技、易普力和广东宏大、江南化工、凯龙股份有望充分受益。
- ② **西藏：**十四五规划提出“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，利好民爆在铁路道路、水利水电领域应用，其中雅鲁藏布江下游水电工程水利项目已于 24 年 12 月获核准，总投资初步估计超 1 万亿元，对比两河口水电站和乌东德水电站两个项目，初步估算有望拉动炸药需求约 78 万吨。此外，区域内有色矿产资源也有望大幅提振民爆需求向上，国内最大巨龙铜矿巨龙二期改扩建工程已启动，建成后预计年产铜量较 2023 年翻番。综上预计西藏 2025-2027 年炸药需求增量 6.1/13.0/18.0 万吨。
- ③ **债务区域：**2024 年 1 月国务院下发政策文件新要求天津、内蒙、广西、云南、宁夏等 12 个债务较高省市自治区除供水、供暖、供电等基本民生工程外，省部级或市一级 2024 年不得出现新开工项目，民爆行业上半年需求因而受损。我们发现，下半年以来行业呈现缓慢复苏的态势，6-12 月单月工业炸药产量同比向上的省市自治区数量分别从 4 个提升至 16 个，财政部已于 2024 年 10 月 12 日表示将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措，其中包括支持地方化解隐性债务等政策，各债务高风险省市自治区基建项目或重新推进，有望提振民爆景气。
- **结合以上分析：**我们测算 2025-2027 年工业炸药供需缺口为 -4.4/-16.5/-21.5 万吨，供需格局持续偏紧；工业雷管的供需缺口为 0/-0.1/-0.2 亿发，维持平衡。
- **建议关注标的：**易普力、江南化工、广东宏大、金奥博、雅化集团、雪峰科技、高争民爆、凯龙股份、壶化股份、保利联合。



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

- **风险提示：**原材料及产品价格波动；政策不及预期的风险；订单推进进度低于预期；下游需求下滑风险。

内容目录

1. 需求端：西部开发拉动需求，化债修复助力景气	6
1.1. 西部：疆煤开采提振需求，西藏项目助力景气	9
1.1.1. 新疆：疆煤开采持续加速，地域民爆景气延续	9
1.1.2. 西藏：水利项目利好景气，铜矿扩产提振需求	13
1.2. 债务省：债务区域需求回暖，化债落地提振景气	17
2. 行业标的	21
3. 风险提示	22

图表目录

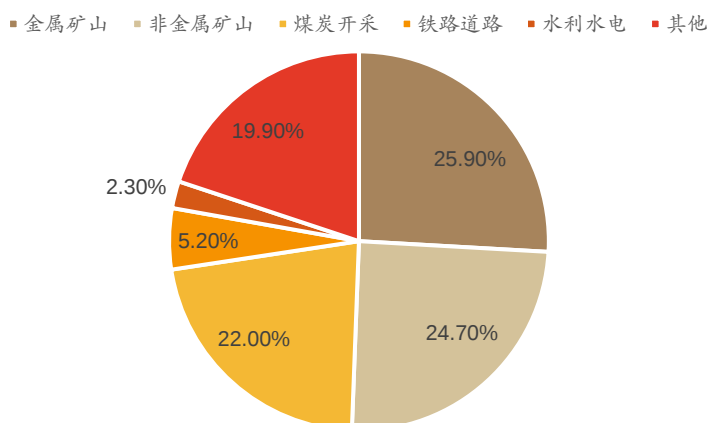
图 1：2020 年矿山开采为下游核心需求.....	6
图 2：下游采选业固定资产投资额保持增长	6
图 3：下游基建类固定资产投资额保持增长	6
图 4：民爆行业或迎新景气周期	7
图 5：民爆行业月度生产总值（亿元）	8
图 6：民爆行业生产企业月度利润（亿元）	8
图 7：民爆行业工业炸药月度产量（万吨）	8
图 8：民爆行业工业雷管月度产量（亿发）	8
图 9：2024 年新疆、西藏地区民爆需求旺盛	9
图 10：2022 年我国各省份煤炭储量（1 亿吨以上）	10
图 11：2024 年全国规模以上企业原煤产量（亿吨，按地区）	10
图 12：新疆煤炭产量和未来产能规划	10
图 13：2017-2022 疆煤外运量情况（不含公路）	10
图 14：新疆煤炭分地区产能占比（截至 2024 年 12 月 31 日）	12
图 15：新疆煤炭分地区矿数量占比（截至 2024 年 12 月 31 日）	12
图 16：雅鲁藏布江水能资源丰富	14
图 17：雅鲁藏布江示意图	14
图 18：2022 年我国各省份铜矿储量（10 万吨以上）	15
图 19：2021-2024 西藏工业炸药产销量情况	15
图 20：西藏地区民爆市场寡头格局.....	16
图 21：我国各省市自治区负债率情况	17
表 1：新疆新建煤化工项目	11
表 2：新疆分地区煤炭储量（截至 2024 年 6 月）	11
表 3：新疆地区民爆公司产能和经营情况.....	12
表 4：疆煤开采大力拉动民爆需求.....	13
表 5：雅鲁藏布江水利工程炸药需求测算.....	14
表 6：巨龙铜矿铜金属资源量变化表	15
表 7：巨龙铜矿大力拉动西藏民爆需求	16
表 8：西藏地区炸药需求增量测算（万吨）	16
表 9：24 年月度各省工业炸药产量情况	18

表 10: 24 年月度各省工业炸药产量同比情况.....	18
表 11: 工业炸药供需平衡表.....	19
表 12: 工业雷管供需平衡表	20
表 13: 民爆相关标的	21

1. 需求端：西部开发拉动需求，化债修复助力景气

矿山开采为民爆行业下游主要需求。民用爆炸物主要用于煤炭、金属和非金属矿山的开采，2020 年三类矿山占民爆产品销售量的 72.6%，其中金属矿山、非金属矿山和煤炭开采分别占比 25.9%，24.7%和 22%，其余部分主要是铁路道路和水利水电等基建行业，占比分别为 5.2%和 2.3%，占比相对较少。

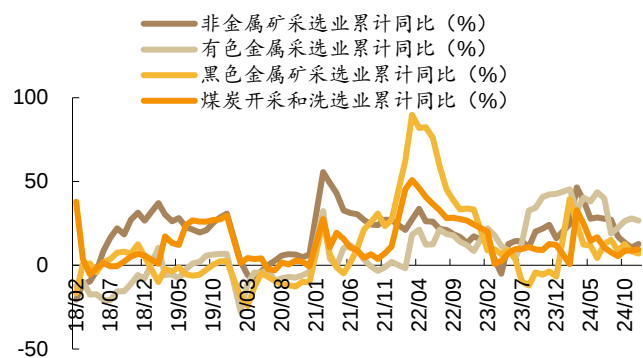
图 1：2020 年矿山开采为下游核心需求



资料来源：中国民爆行业协会、前瞻产业研究院、德邦研究所

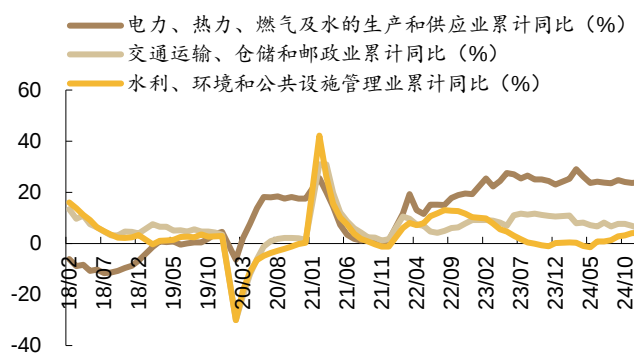
下游固定资产投资额稳步增长。我国的非金属/有色金属/黑色金属/煤炭采选业固定资产投资额稳步上涨，2024 年累计同比分别为 12.7%/26.7%/6.9%/9.4%。同时基建类固定资产投资额也保持上升态势，2024 年电力、热力、燃气及水的生产和供应业/交通运输、仓储和邮政业/水利、环境和公共设施管理业固定资产投资额累计同比分别为 23.9%/5.9%/4.2%。

图 2：下游采选业固定资产投资额保持增长



资料来源：、德邦研究所

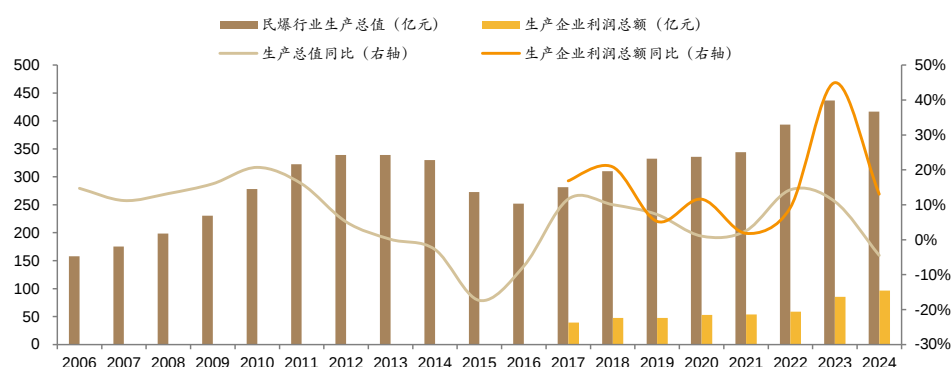
图 3：下游基建类固定资产投资额保持增长



资料来源：、德邦研究所

民爆行业或迎新景气周期。民爆行业生产总值和采矿业的投资额具有类似波动趋势，2006 至 2013 年受下游采矿业迅速发展拉动呈现稳定增长趋势，生产总值从 2006 年的 157.8 亿元增长至 2013 年的 339.4 亿元，2015 年开始供给侧改革，2016 年行业生产总值下降至 251.9 亿元，“十三五”期间行业生产总值呈上升趋势，2023 年行业生产总值达到 436.6 亿元，生产企业利润达到 85.3 亿元。2024 年上半年由于债务省新开工项目暂缓导致行业景气受挫，下半年国内煤炭开采量持续走高，有色金属价格高企促进矿企加大资本开支，同时债务省基建有望迎来修复，民爆行业或迎接新周期。

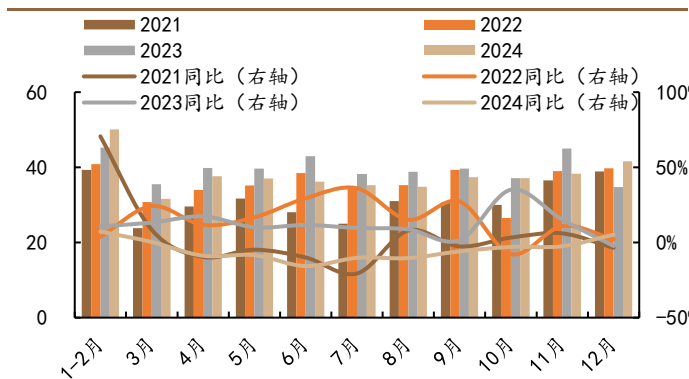
图 4：民爆行业或迎新景气周期



资料来源：中国民爆信息公众号、德邦研究所

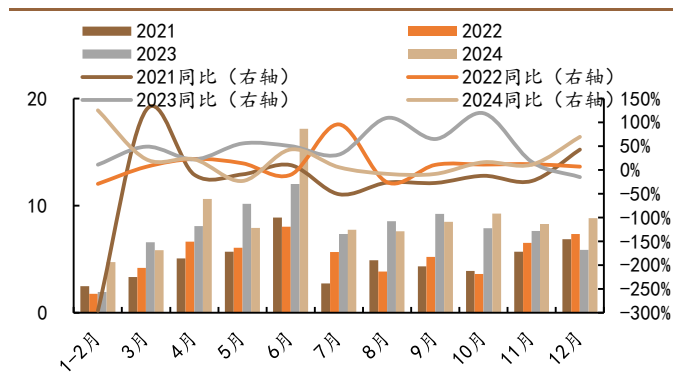
民爆景气逐步修复回暖。根据中爆协，2024 年全年我国民爆生产企业累计完成生产、利润总额分别为 416.95 和 96.39 亿元，同比分别-4.5%和+13.04%。生产企业工业炸药累计产、销量分别为 449.37 万吨和 448.50 万吨，同比分别-1.90%和-1.70%。生产企业工业雷管累计产、销量分别为 6.72 亿发和 6.58 亿发，同比分别-7.18%和-9.79%。单月数据看，民爆行业已经逐步回暖。2024 年 12 月份我国民爆生产企业累计完成生产、利润总额分别为 41.59 和 8.82 亿元，同比分别+5.13%和+69.36%。12 月份，生产企业工业炸药产、销量分别为 43.64 万吨和 43.80 万吨，同比分别+8.11%和+5.65%。

图 5：民爆行业月度生产总产值（亿元）



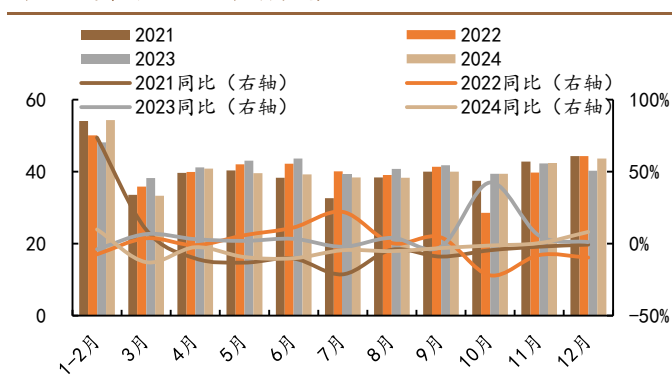
资料来源：中国民爆信息公众号、德邦研究所

图 6：民爆行业生产企业月度利润（亿元）



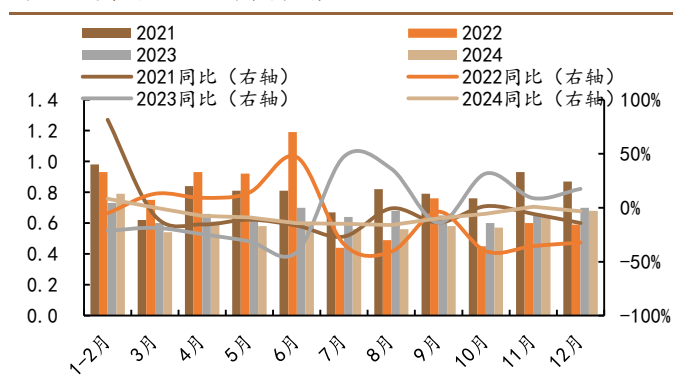
资料来源：中国民爆信息公众号、德邦研究所

图 7：民爆行业工业炸药月度产量（万吨）



资料来源：中国民爆信息公众号、德邦研究所

图 8：民爆行业工业雷管月度产量（亿发）



资料来源：中国民爆信息公众号、德邦研究所

看好新疆西藏民爆需求，债务省逐步回暖修复。根据中爆协，省市自治区间景气分化，2024 年新疆炸药产量 53.93 万吨，同比+22.99%；全年民爆生产企业利润净增长 11.1 亿元，其中新疆地区净增长 6.6 亿元，持续看好新疆地区采煤需求拉动民爆景气。2024 年西藏炸药产量 5.15 万吨，同比+5.36%，未来雅鲁藏布江水利项目开工叠加巨龙铜矿扩建持续提振西藏地区民爆市场景气。随着化债政策持续落地，基建回暖有望带动民爆景气修复。

图 9：2024 年新疆、西藏地区民爆需求旺盛

2024年民爆生产总产值排序				2024年工业炸药产量总量排序			
序号	省市自治区	生产总产值 (亿元)	同比 (%)	序号	省市自治区	产量 (万吨)	同比 (%)
	合计	416.95	-4.50		合计	449.37	-1.90
1	新疆	43.24	24.60	1	内蒙古	60.66	-2.77
2	内蒙古	42.32	-1.49	2	新疆	53.93	22.99
3	四川	40.79	-1.16	3	山西	41.30	-7.00
4	山西	32.94	-12.13	4	四川	28.01	1.78
5	辽宁	24.00	2.52	5	辽宁	26.91	2.99
6	河南	19.43	-4.69	6	河南	18.16	2.24
7	陕西	18.22	-17.48	7	湖北	17.59	-8.25
8	江西	15.24	-5.58	8	江西	16.41	12.52
9	湖南	14.95	-18.48	9	云南	15.46	-12.65
10	湖北	14.63	-7.23	10	安徽	14.37	-6.20
11	黑龙江	14.50	-13.85	11	山东	13.38	-13.35
12	山东	13.61	-10.77	12	贵州	13.06	-19.10
13	云南	13.13	-16.59	13	湖南	12.54	-14.26
14	安徽	11.88	-3.90	14	浙江	11.93	2.37
15	江苏	11.39	18.67	15	河北	10.92	3.70
16	浙江	10.18	0.96	16	广东	10.76	-7.32
17	广东	10.05	-6.36	17	陕西	10.60	-9.80
18	贵州	9.05	-24.05	18	黑龙江	10.59	-12.52
19	重庆	8.44	-25.31	19	广西	9.10	4.04
20	福建	7.64	-8.53	20	福建	9.03	-4.32
21	河北	7.31	4.38	21	重庆	8.49	-11.80
22	甘肃	6.79	7.19	22	甘肃	8.49	1.69
23	广西	6.51	-24.28	23	大连	5.41	3.83
24	吉林	5.80	-5.15	24	西藏	5.15	5.36
25	西藏	4.32	35.96	25	宁夏	4.53	2.74
26	大连	3.32	3.40	26	吉林	4.40	-3.66
27	青海	2.77	13.15	27	青海	4.26	14.41
28	宁夏	2.69	-3.62	28	江苏	2.47	-16.47
29	海南	1.04	-11.48	29	海南	1.44	-8.56
30	天津	0.77	3.49	30	天津	0.01	29.02

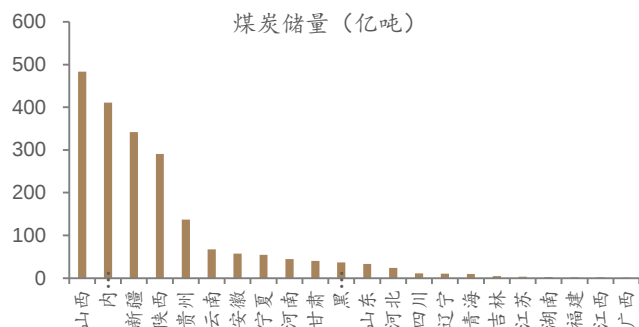
资料来源：中国民爆信息公众号、德邦研究所

1.1. 西部：疆煤开采提振需求，西藏项目助力景气

1.1.1. 新疆：疆煤开采持续加速，地域民爆景气延续

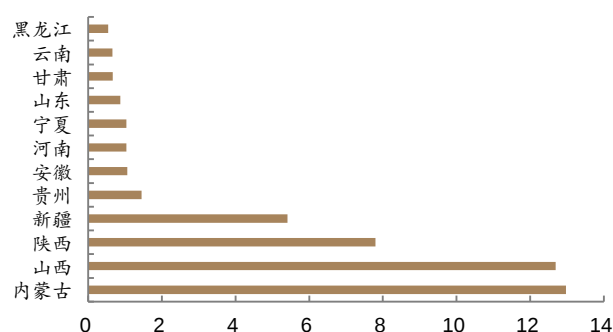
疆煤开采加速，景气有望延续。“十四五”规划中期调整，全国新增 1.5 亿吨煤炭产能，全部在新疆。根据 2024 年第九届 CNCCIC 大会刘光启发言，2025 年新疆煤炭产能力争达到 7 亿吨/年（2024 年产量达 5.41 亿吨），2030 年有望达到 10 亿吨，届时新疆将进入煤炭开发的第一梯队（山西、内蒙古、陕西、新疆）。未来随着“三基地一通道”深入实施，外运通道打开+新疆煤化工项目推进，疆煤保供地位有望进一步强化，持续拉动当地民爆需求。

图 10：2022 年我国各省份煤炭储量（1 亿吨以上）



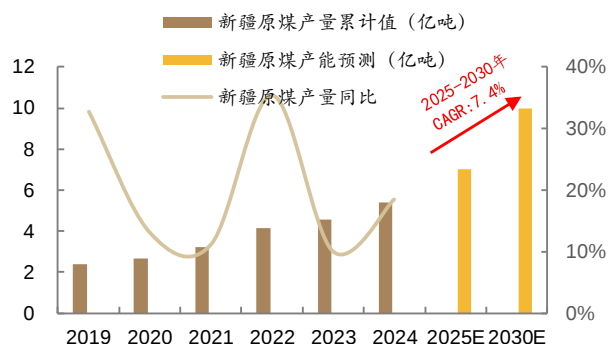
资料来源：自然资源部、德邦研究所

图 11：2024 年全国规模以上企业原煤产量（亿吨，按地区）



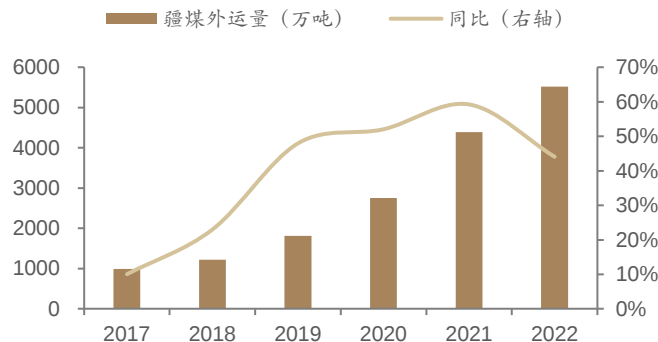
资料来源：国家统计局、煤炭资源网公众号、德邦研究所

图 12：新疆煤炭产量和未来产能规划



资料来源：、2024 年第九届 CNCCIC 大会刘光启发言、德邦研究所

图 13：2017-2022 疆煤外运量情况（不含公路）



资料来源：国际煤炭网、德邦研究所

煤化工项目密集落地，支撑煤炭新产能消化。新疆凭借丰富的石油、天然气等能源资源，肩负我国能源安全保障重任。“十四五”期间煤炭产量持续增长，同时全面加快国家大型油气生产加工和储备基地、大型煤炭煤电煤化工基地、大型风电基地、国家能源资源陆上大通道建设，打造符合新疆实际的新型能源体系，保障国家能源安全供应。政策持续推动新疆发展，根据央视网消息，国家国务院国资委与 25 家中央企业签署合作意向书，签约项目 183 个，预计 2028 年底前完成投资 9395.71 亿元，用于新疆地区煤炭煤电煤化工、油气生产加工、新能源开发等关键领域。2024 年新疆众多煤化工项目积极推进，2024 年来新疆煤化工项目加速推进，国家能源集团哈密能源、新疆慧能、新疆嘉国伟业、伊吾广汇等企业相关项目持续落地。同时西气东输四线首段工程已正式投入运行，持续利好新疆煤制气行业景气，目前新疆煤化一体化项目（包含投资约 370 亿元煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程 150 万 t/a 煤制烯烃项目和投资 300 亿元的煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程 40 亿 m³/a 煤制天然气项目）积极推进，持续利好新疆煤化工发展，我们认为新疆煤化工有望开启盛世。

表 1：新疆新建煤化工项目

序号	项目名称	状态	更新时间	投资金额（亿元）
1	哈密能源集成创新基地基础设施建设项目	土建施工	2024/10/10	1700.00
2	哈密能源集成创新基地项目（一阶段煤制油工程）	土建施工	2024/10/10	900.00
3	年转化原料2000万吨煤炭分级分质清洁高效综合利用项目	手续审批	2024/7/5	388.83
4	150万吨/年煤制烯烃项目	手续审批	2024/7/1	370.00
5	煤基化工耦合绿氢清洁能源示范项目一40亿立方米年煤制天然气项目	土建施工	2024/8/10	330.00
6	年产600万吨煤基甲醇项目	手续审批	2024/6/4	300.00
7	40亿立方米/年煤制天然气项目	手续审批	2024/8/11	300.00
8	20亿立方米/年煤制天然气项目	手续审批	2024/6/21	250.37
9	准东40亿立方米/年煤制天然气示范项目	手续审批	2024/3/18	250.00
10	新疆准东20亿立方米煤制天然气项目	工程设计	2024/11/17	230.00
11	40亿Nm3/a（一期20亿Nm3/a）煤制天然气项	土建施工	2024/11/29	229.00
12	年产80万吨煤制烯烃项目	土建施工	2024/12/26	211.44
13	年产80万吨煤制烯烃项目	工程设计	2024/11/13	208.58
14	建设煤制天然气项目二、三期	主体安装	2024/6/28	200.00
15	120万吨/年煤制乙醇多联产项目	手续审批	2024/6/23	148.81
16	准东20亿立方米年煤制天然气项目	手续审批	2024/10/9	170.00
17	年产60亿立方米煤制天然气项目一期工程	手续审批	2024/3/16	160.00
18	20亿立方米/年煤制天然气项目	手续审批	2024/7/1	155.00
19	20亿立方米煤制天然气项目	已立项	2024/11/17	150.00
20	准东五彩湾80万吨/年煤制烯烃项目	手续审批	2022/6/2	133.00
21	1000万吨年吨低阶煤分质分级清洁高效综合利用项目	手续审批	2024/4/25	100.97
22	其他			805.73
累计				7719.08

资料来源：人民网、煤化工期刊、中国煤炭经济研究会、中国石油和化学工业联合会供应链工作委员会等、德邦研究所

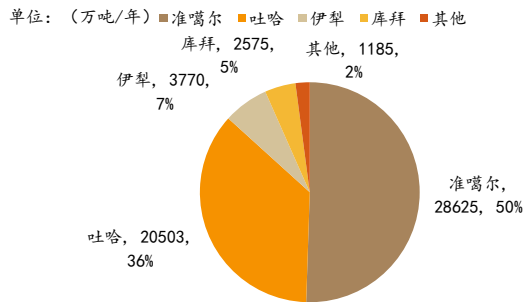
煤炭集中北疆，开采潜力巨大。新疆地区煤炭资源分布较为集中，整体呈现“北富南贫”的特点。根据煤炭供应链交易网的数据，目前新疆煤炭储量主要集中在准噶尔地区和哈土-巴里坤地区，预测储量分别为 7328 亿吨与 7107 亿吨。其中，准东煤田与吐哈煤田具有埋藏浅、煤质好的特点，适宜大规模开采；伊犁盆地与库拜煤田则具有优质动力煤与煤种齐全用途多的特点，开发前景广阔。从产能来看，新疆地区的产能主要集中在准噶尔地区与吐哈地区，分别为 2.86 亿吨(50%)，与 2.06 亿吨 (36%)。从开采煤矿的数量来看，新疆地区现有煤矿数量为 115 处。准噶尔地区 45 处（39%），吐哈地区 29 处（25%），库拜地区 22 处（19%）。

表 2：新疆分地区煤炭储量（截至 2024 年 6 月）

含煤区	独立煤田	预测储量（亿吨）	探明储量（亿吨）	特点
准格尔地区	准东煤田	3359	1646.07	埋藏浅、煤质好
	淮南煤田	2110	279.06	煤种齐全、经济发达
	和什托洛盖煤田	1082	63.05	民用和动力为主
	准西北煤田	777		低灰、低硫、高发热量
	合计	7328		
哈土-巴里坤地区	吐哈煤田	5748	442.67	煤质较好，埋藏浅，易采，交通方便，是以后环保型洁净煤的良好开发基地
	三塘湖煤田	1359		
	合计	7107		
西天山地区（伊犁四陷）	伊犁盆地	4798	25.74	煤质较好、高发热量，属优质动力、民用煤，与哈萨克斯坦相邻，可西出国境，前景广阔
	尤鲁都斯煤田	967	0.13	
	焉耆煤田	138	8.46	
	库来什煤田	264	0.06	
	合计	6167		
塔里木北缘地区	库拜煤田	335	20.09	煤种较全，适宜炼焦及动力、化工、民用等多用途
	孔雀河煤田	1037		
	合计	1372		

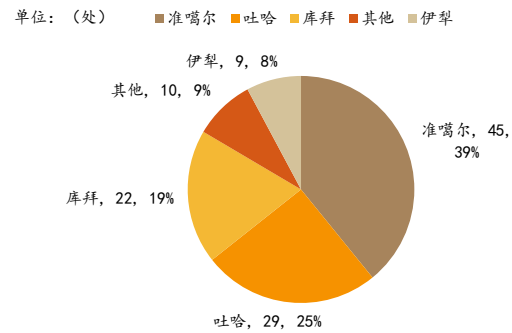
资料来源：煤炭供应链交易网、德邦研究所

图 14：新疆煤炭分地区产能占比（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：全球智慧矿业创新研究院、德邦研究所

图 15：新疆煤炭分地区矿数量占比（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：全球智慧矿业创新研究院、德邦研究所

民爆公司加速布局，市场格局初步形成。各大民爆公司正积极布局新疆，调增产能。目前在新疆拥有产能较多的公司有江南化工、雪峰科技、凯龙股份、易普力和广东宏大。截至 24 年 12 月，江南化工具备 20.75 万吨产能，在疆民爆产能为行业最多，主要分布在南疆等非煤矿产区，其在疆核心子公司为天河化工。23 年末雪峰科技已有 11.75 万吨产能，主要位于东疆，核心子公司为雪峰爆破与雪峰三岭。截至 24 年 11 月，凯龙股份产能 10.51 万吨，在疆核心子公司为天宝化工。截至 24 年 H1，易普力依托子公司新疆爆破，在疆具备 10.6 万吨产能，主要集中在北疆，准东、黑山等地。截至 24 年 7 月，广东宏大在西藏、新疆、甘肃地区合计 11.1 万吨产能，其在疆核心子公司为宏大爆破。随着广东宏大对雪峰科技股权收购的完成，市场将形成寡头竞争的格局，行业集中度进一步提升。

表 3：新疆地区民爆公司产能和经营情况

公司	2023年营业收入 (亿元)	2023年营业利润 (亿元)	2023年净利润 (亿元)	新疆地区炸药产能 (万吨)	备注
江南化工				20.75	2024年12月
天河化工	17.81	4.23	3.45	13.5	2023年末
库车生产点				2.65	2023年3月
拜城生产点				1.5	2023年3月
乌恰生产点				1.4	2023年3月
若羌生产点				0.7	2023年5月
阿克陶县分公司				0.2	2023年12月
三塘湖镇生产点				0.4	2023年6月
雪峰科技				13.6	2023年末工业炸药产能11.75万吨，2024年11月至13.6万吨
乌鲁木齐分公司				2.4	2023年末已存在
富蕴分公司				0.65	
尼勒克雪峰民爆				0.65	
安顺达矿山分公司				0.25	
阜康分公司				3.65	
雪峰爆破	23.79		1.88	3.6	
淖毛湖生产点				2.3	2024年11月 扩建为2.3万吨现场混装多孔粒状铵油炸药
乌恰县分公司				0.3	2023年12月 0.45万吨现场混装铵油炸药
吉木萨尔生产点				1	2023年末已存在
哈密雪峰三岭	2.24		0.58	2.4	截至2024年12月公告
凯龙股份				10.51	截至2024年11月
天宝化工	5.37	0.32	-0.08		
托克逊县生产点				1.9	2024年10月
庆阳湖乡生产点				2.6	2024年11月
吉木萨尔生产点				1.62	2023年1月
黑山矿区生产点				1.83	2023年9月
易普力				10.6	2024年H1, 1.7万吨在调增
新疆爆破	36.07	5.55	4.64	10.6	2024年H1
奇台生产点				2.4	2024年H1产能为2.4万吨，仍有1.7万吨在调增
准东生产点				4.75	2024年H1产能为4.75万吨
黑山生产点				2.95	2024年H1产能为2.95万吨
哈密大南湖生产点				0.3	2022年12月
富蕴县蒙库生产点				0.2	2022年12月
广东宏大				3.6	2023年在疆产能为3.6万吨，2024年7月西藏、新疆、甘肃地区合计11.1万吨
宏大爆破	89.33	7.62	6.63		
准东经济开发区生产点				2	2024年12月

资料来源：江南化工公司公告、江南化工公众号、雪峰科技公司公告、雪峰科技公众号、凯龙股份公司公告、凯龙股份公众号、易普力公司公告、易普力公众号、广东宏大公司公告、宏大爆破公众号、德邦研究所

疆煤扩产大力提振民爆需求。根据 2024 年第九届 CNCCIC 大会刘光启发言，2025 年新疆煤炭产能力争达到 7 亿吨/年（2024 年产量达 5.41 亿吨），2030 年有望达到 10 亿吨。假设开工率 100%，对应 2025-2030 年煤炭产量递增，折算对应 2025-2030 年炸药需求 69.6/75.6/81.6/87.5/93.5/99.5 万吨，对应爆破服务 2025 和 2030 年营收分别为 188 和 268.6 亿元。假设净利率为 10%，预计 2025-2030 年拉动新疆民爆业务净利润分别为 18.8/20.4/22.0/23.6/25.2/26.9 亿元。

表 4：疆煤开采大力拉动民爆需求

指标	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
新疆煤炭产量（亿吨）	2.4	2.7	3.2	4.1	4.6	5.4	7.0	7.6	8.2	8.8	9.4	10.0
新疆炸药需求（万吨）	21.6	22.2	29.0	32.4	43.9	53.8	69.6	75.6	81.6	87.5	93.5	99.5
炸药需求/煤炭产量	9.1	8.3	9.1	7.8	9.6	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
对应爆破服务收入（亿元）	58.3	59.9	78.3	87.3	118.6	145.3	188.0	204.1	220.3	236.4	252.5	268.6
对应净利润	5.8	6.0	7.8	8.7	11.9	14.5	18.8	20.4	22.0	23.6	25.2	26.9

资料来源：中国民爆信息公众号、2024 年第九届 CNCCIC 大会刘光启发言、易普力公司公告等、德邦研究所测算

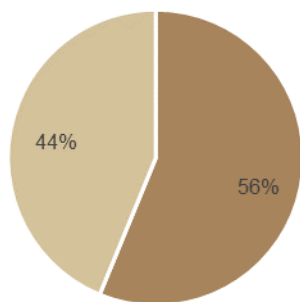
1.1.2. 西藏：水利项目利好景气，铜矿扩产提振需求

国家水网建设规划提上日程。为了 2035 年完成《国家水网建设规划纲要》的目标，水利部已将重点任务全面进行了分解细化。同时 2023 年我国水利建设全面提速，全年完成水利建设投资 11996 亿元，比上年增长 10.1%。根据新华社，2023 年 12 月，中央财政增发 1 万亿元国债的第一批资金预算已“落地”。据四川凉山州水利局等会议介绍，本次增发万亿国债中将有 5700 亿元将用于水利建设。

雅鲁藏布江水利工程已核准。雅鲁藏布江流域干流水能资源极其丰富，理论蕴藏量近 8000 万千瓦，其下游的大拐弯地区更是“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 万千瓦的技术可开发资源，规模相当于 3 个多三峡水电站（总装机容量 2250 万千瓦）。西藏自治区国民经济和社会发展规划第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要提出，要加快雅鲁藏布江中游水电开发；总投资初步估计超 1 万亿元，24 年 12 月雅鲁藏布江下游水电工程水利项目已获核准，有望拉动西藏地区民爆景气。

图 16：雅鲁藏布江水能资源丰富

■ 雅鲁藏布江水能资源 ■ 西藏其他地区水能资源



资料来源：徐大懋等的《雅鲁藏布江水能开发》、尼玛旦增等的《西藏水能资源开发的任务和存在的问题及其对策分析》、德邦研究所

图 17：雅鲁藏布江示意图



资料来源：中国国家地理 BOOK 公众号、德邦研究所

雅鲁藏布江水利工程提振西藏民爆景气。四川的两河口水电站和乌东德水电站，距离较近，我们进行对比大致测算雅鲁藏布江下游炸药用量。雅鲁藏布江水利工程预计初步总投资 1 万亿元；两河口水电站投资 665 亿元，炸药用量 10 万吨；乌东德水电站投资 1000 亿元，核心枢纽炸药用量 3 万吨，我们取平均计算雅鲁藏布江水利工程预计拉动炸药需求 78 万吨。

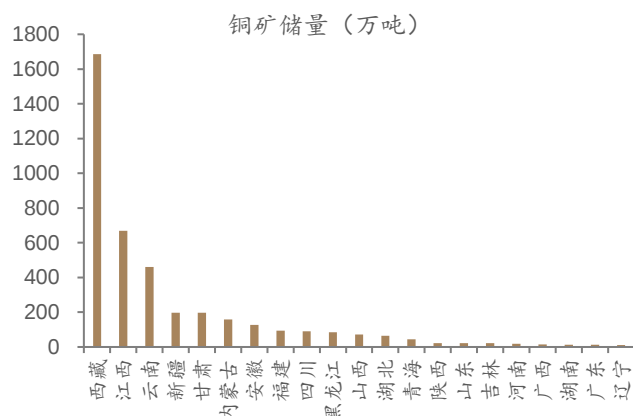
表 5：雅鲁藏布江水利工程炸药需求测算

水电站	位置	投资额（亿元）	炸药用量（万吨）
两河口水电站	四川省	665	10
乌东德水电站	四川省	1000	3
平均		832	7
雅鲁藏布江下游水电站	西藏自治区	10000	78

资料来源：成都商报、中国砂石协会、中能网、第一工程机械网公众号、德邦研究所测算

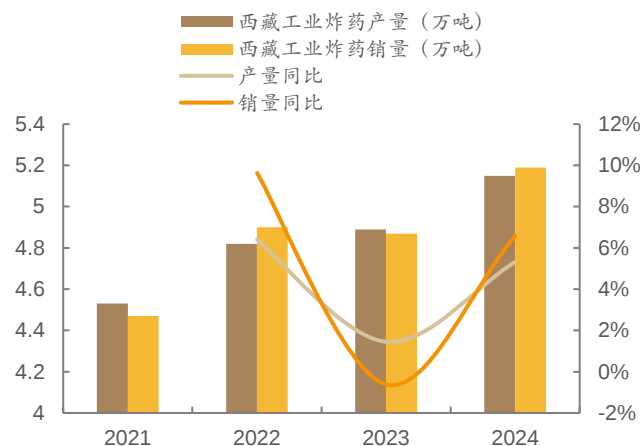
西藏巨龙铜矿扩建大力拉动西藏民爆需求。西藏是我国铜矿储量最大的地区，根据自然资源部数据，2022 年我国西藏铜矿储量为 1685.6 万吨，位居国内首位，占我国储量的 41.42%。根据中爆协数据，西藏地区工业炸药产销持续增长，2024 年产销量分别为 5.15 和 5.19 万吨，同比+5.36%和+6.58%。根据矿业界数据，紫金矿业运用“矿石流五环归一”矿业工程管理模式对巨龙铜矿资源情况进行重新评价。根据新的评审意见，巨龙矿区新增铜资源量达 1472.6 万吨。新增备案完成后，巨龙铜矿铜资源量达 2588 万吨，平均品位 0.29%，约为公司 2020 年并购时核实资源量的 2.5 倍，也是中国目前备案资源量最多的铜矿山。另新增伴生资源钼资源量 100.2 万吨、银资源量 8157 吨。根据紫金矿业公司公告，巨龙铜矿 2024 年计划矿产铜 16.6 万吨，其二期改扩建工程项目预计 2026 年 Q1 实现试生产，达产后整体年采选矿石量将超过 1 亿吨，年矿产铜将达 30 万-35 万吨，将成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。三期工程建设完毕后有望实现每年采选矿石量约 2 亿吨规模，成为全球采选规模最大的铜矿山，年产铜约 60 万吨。

图 18：2022 年我国各省份铜矿储量（10 万吨以上）



资料来源：自然资源部、德邦研究所

图 19：2021-2024 西藏工业炸药产销量情况



资料来源：中国民爆信息公众号、德邦研究所

表 6：巨龙铜矿铜金属资源量变化表

资源量类别	2022 年备案			2024 年备案			资源量变化情况	
	矿石量 (万吨)	品味 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (万吨)	品味 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (万吨)	金属量 (万吨)
探明	62815	0.43	267.35	107054	0.38	405.31	44239	137.96
控制	188648	0.40	747.73	493287	0.29	1450.93	304639	703.2
推断	26947	0.37	100.36	301131	0.24	731.8	274184	631.44
小计	278410	0.40	1115.44	901473	0.29	2588.04	623063	1472.6

资料来源：矿业界公众号、德邦研究所

西藏民爆市场呈寡头格局。目前西藏市场未来主要增量为雅鲁藏布江水利项目和巨龙铜矿项目，其中易普力、高争民爆和保利联合为三大民爆企业，炸药产能分别为 2.5/2.2/1.2 万吨，整体呈现寡头格局。

图 20：西藏地区民爆市场寡头格局



资料来源：徐大懋,陈传友,梁维燕的《雅鲁藏布江水能开发》、易普力公司公告、保利联合公司公告、矿业界、西藏保利久联公众号等、德邦研究所

巨龙铜矿大力拉动本地需求。巨龙铜矿爆破工程为易普力承包，巨龙铜矿2024年预计产量16.6万吨，易普力西藏炸药产能约2.5万吨(截至2023年末)；二期建设完毕巨龙铜矿产能有望达到30-35万吨，2026年Q1实现试生产，预计2026-2027年对应炸药产能5万吨。三期建设完毕后预计可以拉动9万吨炸药产能需求。

表 7：巨龙铜矿大力拉动西藏民爆需求

产能 (万吨)	一期	二期	三期
铜矿产能	16.6	32.5	60
对应炸药产能	2.5	4.9	9.0
		预计26年Q1投产	

备注：一期从2021年12月投产，目前尚未有三期具体规划

资料来源：矿业汇、中国能建官方公众号、易普力公司公告，紫金矿业三季度业绩说明会、紫金矿业公司公告等、德邦研究所测算

西藏民爆市场未来或迎景气。根据对雅鲁藏布江水利工程项目和巨龙铜矿项目的测算，预计西藏地区2025-2027年整体炸药需求增量为6.1/13.0/18.0万吨。

表 8：西藏地区炸药需求增量测算 (万吨)

项目	2025E	2026E	2027E
雅鲁藏布江水利工程	5.6	10.6	15.6
巨龙铜矿	0.5	2.4	2.4
合计	6.1	13.0	18.0

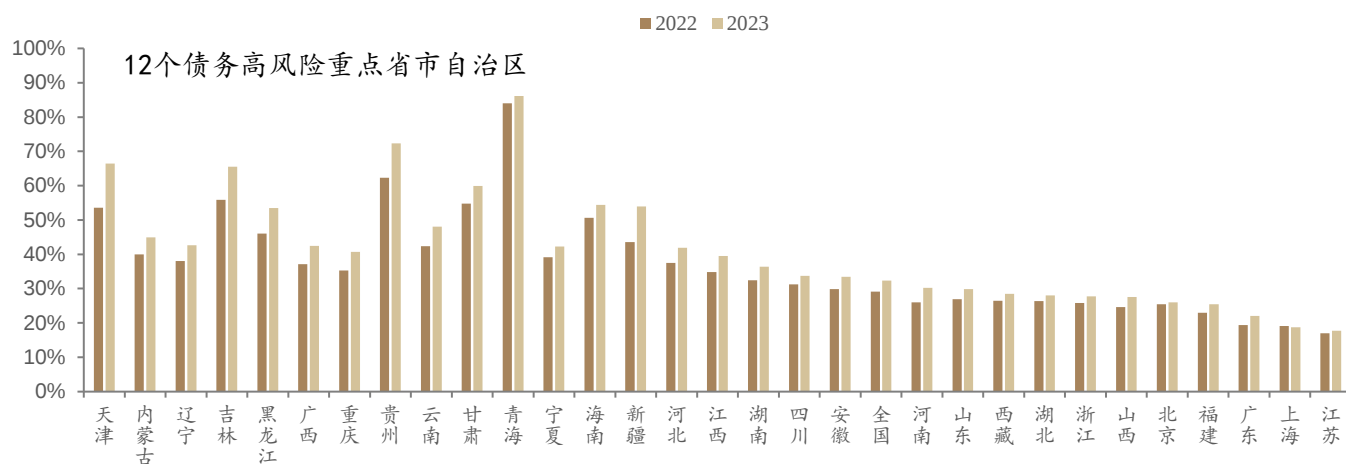
备注：雅鲁藏布江水利工程10年，假设5年爆破完毕，每年递增。巨龙铜矿每年产量提升，25年提高部分产量，26年产能30万吨，27年达到35万吨。

资料来源：成都商报、中国砂石协会、中能网、第一工程机械网、矿业汇、中国能建官方公众号等、德邦研究所测算

1.2. 债务省：债务区域需求回暖，化债落地提振景气

化债政策或拉动债务省民爆需求复苏。2024 年 1 月国务院下发《重点省份分类加强政府投资项目管理辦法(试行)》，国务院新要求天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏 12 个债务较高省份除供水、供暖、供电等基本民生工程外，省部级或市一级 2024 年不得出现新开工项目，民爆行业 2024 年上半年需求因而受损。我们发现，下半年以来行业呈现缓慢复苏的态势，6-12 月单月工业炸药产量同比向上的省市自治区数量分别从 4 个提升至 16 个。根据中爆协数据，截至 12 月，部分债务省如辽宁、贵州、黑龙江、广西、甘肃、吉林、宁夏等单月炸药产量同比向上，其中辽宁 12 月单月炸药产量 2.97 万吨，同比+39.4%。

图 21：我国各省市自治区负债率情况



资料来源：、德邦研究所

表 9：24 年月度各省工业炸药产量情况

工业炸药产量 (万吨)	2024年1-2月	2024/03	2024/04	2024/05	2024/06	2024/07	2024/08	2024/09	2024/10	2024/11	2024/12
内蒙古	7.98	4.97	5.56	5.09	5.12	5.05	4.70	5.05	5.98	5.74	5.42
山西省	5.82	3.29	3.92	3.53	3.81	4.08	3.04	2.87	3.35	3.81	3.78
辽宁省	3.58	2.03	2.08	2.37	2.18	2.01	2.27	2.43	2.41	2.58	2.97
四川省	3.44	2.40	2.86	2.55	2.36	2.27	2.36	2.61	2.21	2.34	2.61
新疆区	5.73	3.58	4.29	4.72	4.86	5.34	5.12	5.21	4.88	5.15	5.05
贵州省	1.49	1.01	1.41	1.30	1.24	0.93	1.00	1.11	0.95	1.04	1.58
湖北省	2.05	1.19	1.67	1.63	1.67	1.51	1.59	1.64	1.44	1.60	1.60
河南省	1.87	1.26	1.71	1.63	1.57	1.37	1.62	1.70	1.64	1.96	1.83
云南省	1.60	1.29	1.37	1.40	1.38	1.28	1.21	1.32	1.34	1.45	1.82
安徽省	2.12	1.18	1.45	1.28	1.24	1.23	1.17	1.35	1.06	1.19	1.10
江西省	2.03	1.23	1.09	1.50	1.36	1.26	1.67	1.69	1.29	1.67	1.62
湖南省	1.31	0.64	1.16	0.97	0.98	1.06	1.13	1.21	1.26	1.36	1.46
广东省	1.49	0.78	1.01	0.81	0.76	0.84	0.88	0.79	1.05	1.07	1.28
浙江省	1.26	0.89	1.15	1.04	1.02	0.84	1.01	1.09	1.00	1.17	1.46
重庆市	1.03	0.63	0.70	0.70	0.67	0.72	0.76	0.81	0.70	0.88	0.89
福建省	1.09	0.71	0.80	0.80	0.72	0.83	0.74	0.89	0.77	0.86	0.82
陕西省	1.35	0.52	1.20	1.13	0.84	0.84	0.88	0.79	0.75	0.85	1.45
山东省	1.29	1.04	1.31	1.16	1.25	0.85	1.12	1.33	1.27	1.31	1.45
河北省	1.73	0.97	1.00	1.04	0.99	0.97	0.95	0.84	0.80	1.02	0.61
黑龙江	0.96	0.79	0.54	0.83	1.04	0.97	1.00	1.06	1.05	1.21	1.14
广西区	1.08	0.33	1.22	0.68	0.65	0.76	0.77	0.86	0.76	0.98	1.01
大连市	0.60	0.40	0.44	0.45	0.45	0.41	0.45	0.53	0.47	0.62	0.59
甘肃省	0.78	0.53	0.63	0.78	0.88	0.86	0.86	0.86	0.74	0.90	0.67
西藏区	0.81	0.40	0.48	0.49	0.57	0.42	0.40	0.25	0.66	0.42	0.25
吉林省	0.44	0.34	0.51	0.43	0.45	0.43	0.43	0.48	0.36	0.24	0.29
江苏省	0.37	0.17	0.26	0.25	0.21	0.20	0.23	0.24	0.21	0.21	0.12
青海省	0.51	0.33	0.46	0.42	0.39	0.45	0.39	0.42	0.28	0.38	0.23
海南省	0.19	0.13	0.14	0.15	0.13	0.13	0.12	0.09	0.12	0.12	0.12
宁夏区	0.36	0.27	0.38	0.38	0.43	0.43	0.44	0.51	0.55	0.37	0.41
天津市	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	54.36	33.28	40.82	39.53	39.19	38.37	38.32	40.00	39.37	42.49	43.64

资料来源：中国民爆信息公众号、德邦研究所（注：标红的为 2024 年 1 月国务院下发《重点省份分类加强政府投资项目管理办法(试行)》文件中提及的债务较高省份）

表 10：24 年月度各省工业炸药产量同比情况

工业炸药产量同比	2024年1-2月	2024/03	2024/04	2024/05	2024/06	2024/07	2024/08	2024/09	2024/10	2024/11	2024/12
内蒙古	1.9%	9.7%	29.6%	-11.9%	-18.5%	-11.7%	-11.7%	-18.4%	7.6%	-150.1%	-76.3%
山西省	4.3%	-13.2%	-7.5%	-22.1%	-13.8%	-2.4%	-22.3%	-19.8%	8.8%	-188.0%	-66.9%
辽宁省	5.3%	9.7%	-7.6%	0.0%	-4.4%	-17.3%	4.1%	-3.6%	-4.4%	-463.4%	-41.1%
四川省	21.1%	-10.8%	5.5%	-6.6%	-5.2%	-3.8%	4.4%	13.0%	4.2%	-85.2%	-124.2%
新疆区	14.6%	6.2%	20.8%	27.2%	24.0%	30.9%	32.3%	31.9%	8.9%	-222.3%	-58.4%
贵州省	-6.9%	-36.9%	-19.9%	-19.8%	-13.3%	-13.1%	-23.1%	-22.9%	-30.1%	-145.6%	-69.9%
湖北省	9.6%	-37.7%	-15.7%	-14.7%	-6.2%	-16.1%	-15.9%	0.0%	-5.3%	-57.6%	-277.8%
河南省	5.1%	-19.2%	-8.1%	-12.8%	-1.3%	-13.8%	-4.1%	1.8%	6.5%	-45.3%	-290.6%
云南省	-13.0%	-23.2%	-32.2%	-28.2%	-2.8%	-13.5%	-10.4%	4.8%	-9.5%	935.7%	-40.7%
安徽省	9.8%	-16.3%	3.6%	-3.0%	-4.6%	-3.1%	-14.0%	-5.6%	-17.2%	-185.6%	-72.6%
江西省	15.3%	-12.8%	-18.0%	18.1%	-15.5%	-10.6%	15.2%	0.0%	8.4%	5.7%	-9.0%
湖南省	4.8%	-51.5%	-27.0%	-32.2%	-19.7%	-14.5%	-19.3%	-3.2%	-5.3%	-68.9%	-182.0%
广东省	53.6%	-22.0%	6.3%	-28.3%	-21.6%	-15.2%	-17.8%	-18.6%	19.3%	148.8%	-43.1%
浙江省	50.0%	-8.2%	-1.7%	6.1%	-6.4%	-21.5%	3.1%	5.8%	8.7%	-831.2%	-47.3%
重庆市	5.1%	-25.0%	-17.6%	-20.5%	-22.1%	-7.7%	-13.6%	-6.9%	-6.7%	-63.9%	-278.0%
福建省	34.6%	-4.1%	8.1%	-36.5%	-5.3%	10.7%	-12.9%	6.0%	-19.8%	-509.5%	-57.7%
陕西省	31.1%	-41.6%	26.3%	20.2%	-38.7%	-17.6%	17.3%	-44.4%	-34.8%	-91.5%	-118.8%
山东省	11.2%	-23.5%	4.0%	-17.1%	-12.0%	-30.9%	-14.5%	-8.9%	-18.1%	-15.5%	-16.7%
河北省	58.7%	29.3%	31.6%	33.3%	-38.5%	51.6%	-12.8%	-17.6%	-10.1%	-149.0%	-84.7%
黑龙江	-17.9%	-20.2%	-54.2%	-28.4%	-11.1%	-9.3%	-13.8%	-3.6%	1.9%	-78.5%	-132.2%
广西区	92.9%	-70.3%	62.7%	-16.0%	-8.5%	85.4%	-29.4%	17.8%	-12.6%	27.3%	8.6%
大连市	25.0%	17.6%	4.8%	-19.6%	-4.3%	-10.9%	-16.7%	-7.0%	-2.1%	-145.6%	-73.8%
甘肃省	5.4%	-15.9%	-25.9%	-4.9%	1.1%	4.9%	-8.5%	1.2%	0.0%	-163.8%	-73.2%
西藏区	305.0%	21.2%	-50.5%	19.5%	90.0%	0.0%	5.3%	-35.9%	560.0%	-161.8%	-87.9%
吉林省	7.3%	-12.8%	264.3%	-21.8%	-44.4%	16.2%	-25.9%	0.0%	12.5%	-86.5%	-123.0%
江苏省	32.1%	-22.7%	-3.7%	-3.8%	-19.2%	0.0%	-11.5%	-17.2%	-22.2%	-96.7%	-102.1%
青海省	183.3%	32.0%	53.3%	31.3%	30.0%	-4.3%	5.4%	5.0%	-26.3%	-141.3%	-86.3%
海南省	-5.0%	0.0%	0.0%	-6.3%	-13.3%	0.0%	-14.3%	-30.8%	33.3%	-160.0%	-76.5%
宁夏区	-10.0%	58.8%	-26.9%	245.5%	-48.8%	4.9%	2.3%	75.9%	-6.8%	-130.8%	-77.8%
合计	12.8%	-12.9%	-1.0%	-8.2%	-10.2%	-2.4%	-6.1%	-4.2%	-0.1%	0.4%	8.1%

资料来源：中国民爆信息公众号、德邦研究所（注：标红的为 2024 年 1 月国务院下发《重点省份分类加强政府投资项目管理办法(试行)》文件中提及的债务较高省份）

工业炸药未来或供需偏紧。根据我们测算，下游分省份需求中新疆和西藏未来贡献较大增量，新疆主要为煤炭开采需求拉动，西藏为雅鲁藏布江水利项目推进和巨龙铜矿二期扩建所驱动。其次随着债务省份的逐步修复，假设债务省民爆需求增速 3%。我们预测 2025-2027 年工业炸药供需缺口为-4.4/-16.5/-21.5 万吨，维持供需偏紧。

表 11：工业炸药供需平衡表

指标	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（万吨）	560	560	560	560	560	560	560
产量（万吨）	441.5	439.1	458.1	449.4	476.0	487.2	504.0
开工率	79%	78%	82%	80%	85%	87%	90%
需求量（万吨）	441.6	438.0	458.2	448.5	480.4	503.7	525.5
西部大开发	新疆	29.0	32.4	43.9	53.8	69.6	81.6
	西藏	4.5	4.9	4.9	5.2	11.3	23.2
债务省	内蒙古	57.7	60.0	61.8	61.4	64.5	71.1
	辽宁	27.3	27.3	26.2	26.9	27.7	29.4
	云南	16.7	17.3	17.6	14.9	15.3	16.3
	贵州	19.6	14.3	16.2	13.1	13.5	14.3
	黑龙江	10.4	11.2	12.1	10.6	10.9	11.6
	广西	8.6	9.0	8.4	9.1	9.4	9.9
	重庆	12.3	10.7	9.7	8.5	8.7	9.0
	甘肃	6.2	8.3	8.4	8.4	8.7	9.2
	宁夏	4.4	5.2	4.4	4.5	4.6	4.9
	吉林	4.3	4.8	4.6	4.4	4.5	4.8
普通省份	青海	3.5	3.4	3.7	4.3	4.4	4.7
	山西	40.1	44.9	44.4	41.5	41.5	41.5
	四川	28.4	27.6	27.7	27.9	28.7	30.5
	河南	17.2	16.9	18.2	18.2	18.4	18.8
	湖北	18.1	18.0	19.3	17.5	17.6	18.0
	江西	16.3	15.3	16.2	15.5	17.1	20.7
	安徽	16.2	15.0	15.4	14.4	14.5	14.8
	山东	12.5	14.2	15.5	13.4	13.6	13.8
	湖南	16.6	15.1	14.7	12.5	12.6	12.9
	浙江	13.0	11.2	11.7	12.0	12.1	12.4
	河北	11.2	9.3	10.6	10.9	11.0	11.2
	广东	12.5	10.5	11.6	10.7	10.8	11.0
	陕西	11.4	11.9	11.8	10.6	10.7	10.9
	福建	11.5	9.6	9.5	9.0	9.1	9.3
	大连	5.4	4.8	5.2	5.4	5.4	5.6
	江苏	4.1	3.5	3.0	2.5	2.5	2.6
	海南	1.8	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5
	天津	0.8		0.0	0.0	0.0	0.0
供给-需求（万吨）		-0.1	1.1	-0.1	0.9	-4.4	-21.5

注：行业缺失近期炸药产能数据，由于炸药行业不再新批产能，我们假设炸药产能为2019年数据进行估算。但实际炸药产能转换为混装过程中会奖励部分产能，实际产能应略高于表中值。

资料来源：中国爆破器材行业协会、前瞻产业研究院、中国民爆信息公众号、德邦研究所测算

工业雷管或保持平衡。根据 2025-2027 年的炸药需求和 2024 年炸药/雷管的比例，我们测算 2025-2027 年工业雷管的供需缺口为 0/-0.1/-0.2 亿发，维持供需紧平衡。

表 12：工业雷管供需平衡表

指标	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
产能（亿发）	38	12	12	12	12	12	12
产量（亿发）	8.9	8.1	7.2	6.7	6.7	6.8	6.8
开工率	23%	67%	60%	56%	56%	57%	57%
需求量（亿发）	9.1	8.1	7.3	6.6	6.7	6.9	7.1
西部大开发	新疆	0.11	0.11	0.14	0.10	0.13	0.15
债务省	辽宁	0.59	0.52	0.55	0.71	0.73	0.78
	云南	0.89	0.63	0.47	0.37	0.38	0.40
	黑龙江	0.56	0.59	0.47	0.35	0.36	0.38
	贵州	0.43	0.33	0.28	0.21	0.22	0.23
	内蒙古	0.24	0.21	0.22	0.19	0.20	0.21
	重庆	0.45	0.34	0.25	0.20	0.21	0.22
	甘肃	0.07	0.11	0.13	0.15	0.15	0.16
	广西	0.14	0.15	0.17	0.15	0.15	0.16
	吉林	0.10	0.08	0.11	0.08	0.08	0.09
其他省份	宁夏	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
	四川	1.04	1.07	0.82	0.80	0.82	0.87
	河南	0.37	0.32	0.57	0.52	0.53	0.54
	山西	0.85	0.99	0.59	0.46	0.46	0.46
	陕西	0.45	0.45	0.44	0.41	0.41	0.42
	湖南	0.65	0.64	0.53	0.42	0.42	0.43
	山东	0.31	0.27	0.35	0.30	0.30	0.31
	江西	0.38	0.33	0.29	0.27	0.30	0.36
	福建	0.23	0.17	0.20	0.18	0.18	0.19
	广东	0.11	0.10	0.13	0.13	0.13	0.13
	江苏	0.29	0.17	0.14	0.13	0.13	0.13
	天津	0.02	0.05	0.07	0.11	0.11	0.11
	浙江	0.17	0.12	0.09	0.09	0.09	0.09
	湖北	0.24	0.14	0.11	0.10	0.10	0.10
	安徽	0.29	0.18	0.06	0.08	0.08	0.08
	河北	0.07	0.05	0.08	0.03	0.03	0.03
供给-需求（亿发）	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.2

注：22年为电子雷管替换工业雷管，产能大幅减少。行业缺失雷管产能数据，电子雷管产能为替换后估算。但实际雷管产能在转换过程中部分产能直接关停，实际产能应略低于表中值。

资料来源：中国爆破器材行业协会、前瞻产业研究院、中国民爆信息公众号、德邦研究所测算

2. 行业标的

随着新疆、西藏民爆市场需求持续提振，债务省份民爆市场需求逐步回暖，同时供给侧格局持续优化，我们认为民爆行业或将迎来新的景气周期。我们建议关注易普力、江南化工、广东宏大、雪峰科技、金奥博、雅化集团、国泰集团、高争民爆、壶化股份、凯龙股份和保利联合。

表 13：民爆相关标的

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002683.SZ	广东宏大	209.15	7.16	8.66	10.39	12.34	29.21	24.16	20.14	16.94	3.50
002226.SZ	江南化工	152.84	7.73	9.52	11.19	15.05	19.77	16.05	13.66	10.16	1.64
002497.SZ	雅化集团	149.03	0.40	3.10	9.51	13.31	370.58	48.02	15.67	11.20	1.43
002096.SZ	易普力	150.71	6.34	7.56	9.02	10.48	23.78	19.93	16.71	14.37	2.07
603227.SH	雪峰科技	97.63	8.54	7.96	9.07	10.07	11.44	12.27	10.76	9.70	2.01
603977.SH	国泰集团	78.84	3.05	3.26	3.95	5.02	25.88	24.16	19.93	15.71	2.42
002827.SZ	高争民爆	71.04	0.98	1.21	2.22	3.88	72.67	58.81	32.04	18.31	8.00
002917.SZ	金奥博	47.90	1.02				47.12				3.08
003002.SZ	壶化股份	49.74	2.05	1.37	3.22	5.02	24.30	36.31	15.47	9.91	3.73
002037.SZ	保利联合	39.73	-6.62				-6.00				2.07
002783.SZ	凯龙股份	41.65	1.75				23.75				1.68

资料来源：ifnd、各公司公告、德邦研究所（注：总市值选取 2025/3/27 收盘价，易普力、江南化工归母净利润及 PE 为德邦证券预测，其他公司归母净利润及 PE 选取 ifnd 一致预期，空白区域没有 ifnd 一致预期。）

3. 风险提示

1) **原材料及产品价格波动。**炸药雷管为相关标的公司核心产品，硝酸铵为炸药核心原材料，其价格若产生较大变化将对标的公司盈利产生影响。

2) **政策不及预期的风险。**民爆行业下游主要为矿采基建，若政策推动不及预期，矿采基建需求下降，则将大幅影响行业景气和标的公司盈利。

3) **订单推进进度低于预期。**爆破服务订单贡献相关标的公司主要营收，若订单推进进度低于预期，标的公司爆破服务利润将受到影响。

4) **下游需求下滑风险。**民爆下游主要为矿采基建，若下游出现需求下滑，可能大幅影响行业景气。

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。