

化工行业 | 行业深度报告

证券研究报告

2025-06-17

民爆行业深度报告——

行业整合加速，需求稳健增长

证券分析师： 王亮

分析师登记编号： S1190522120001

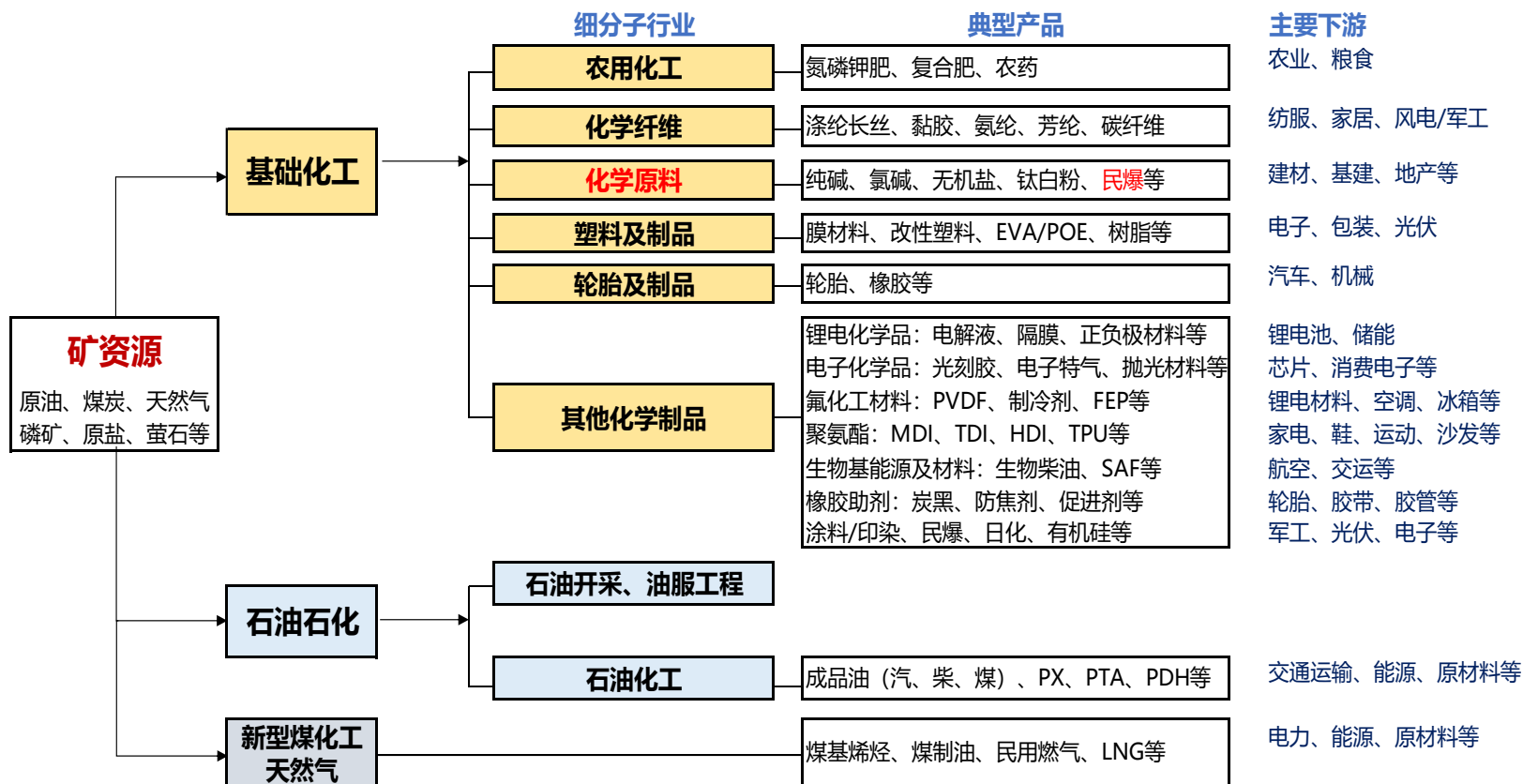
证券分析师： 王海涛

分析师登记编号： S1190523010001

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

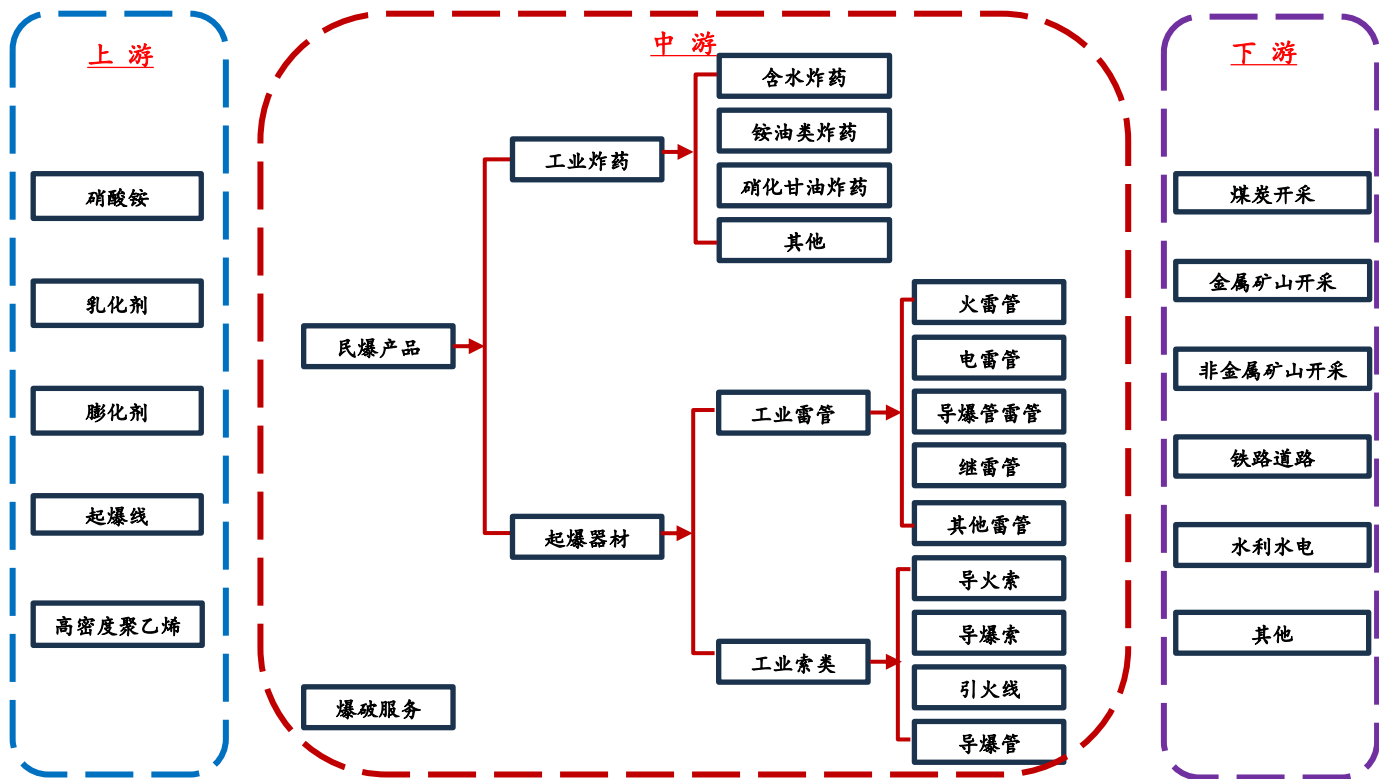
图表1：化工 & 新材料产业链上下游概览



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图2：民爆行业产业链一览

民爆行业产业链



➤ 民爆行业，即民用爆破器材和服务行业，被广泛应用于矿山开采、铁路道路建设、水利水电工程与基础设施建设等多个国民经济领域，被称为隐形的国民经济基石。

➤ 民爆行业基本可分为民爆产品和爆破服务。民爆产品包括工业炸药、起爆器材；爆破服务是指由具备资质的专业爆破作业单位为民爆物品使用单位提供购买、运输、储存、爆破、清退等一条龙有偿爆破作业服务。

资料来源：公开资料，太平洋证券

报告摘要

- **“十四五”收官在即，主要发展目标均得到较好完成，龙头企业的规模优势愈加明显，行业整合加速。**我国民爆行业市场规模保持平稳较快增长。根据中爆协数据，行业生产总值从2015年的273亿元增长到2024年的416.95亿元，年均增长约5%。根据行业“十四五”规划以及《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》，结合近期几家龙头企业的收并购行为，行业集中集中度提升的势头愈加明显。
- **国内发展稳健：矿山开采规模平稳+雅鲁藏布江项目、三峡水运新通道、浙赣粤运河等项目拉动+原材料价格下降。**非金属矿产品（以磷矿石、萤石为例）、金属矿产品（以铜、铝为例）等民爆行业主要下游应用领域运行稳健，有利于民爆行业的需求持续向好。2023年以来，水利、公路水路、铁路等公共基础设施的固定资产投资保持增长，为疫情后我国经济的稳增长提供了重要的支撑。雅鲁藏布江项目、三峡水运新通道、浙赣粤运河等大项目建设均有同程度的进展，有望拉动民爆行业需求。
- **外需增长可期：“一带一路”战略持续推进，有望带动民爆企业开拓海外需求。**在《“十四五”民用爆炸物品行业发展规划》和《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》中，均明确将国际化提升至战略高度，鼓励民爆企业参与“一带一路”建设，扩大产品出口规模。从近期的数据来看，内民爆龙头企业纷纷加快了出海步伐，江南化工、易普力、广东宏大、雅化集团等企业均在非洲、中东、南美等地取得落地项目。尽管目前海外收入占公司总收入的比重较低，但增长的潜力巨大。
- **建议关注：易普力、江南化工、广东宏大、国泰集团和凯龙股份等。**
- **风险提示：原材料市场波动剧烈的风险；下游需求不及预期的风险；安全生产、环保风险。**

目录

1、“十四五”规划收官在即，民爆行业有望维持景气周期

2、国内发展稳健：

- 矿山开采规模平稳
- 雅鲁藏布江项目、三峡水运新通道、浙赣粤运河等项目拉动
- 原材料价格下降

3、外需增长可期：

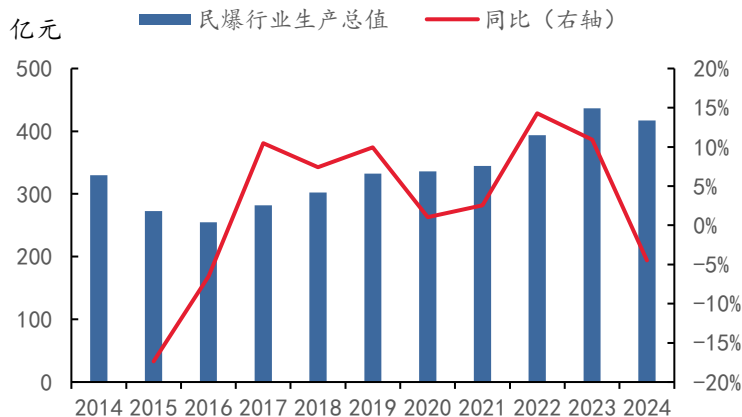
“一带一路”战略持续推进，有望带动民爆企业开拓海外需求

4、行业重点公司

5、风险提示

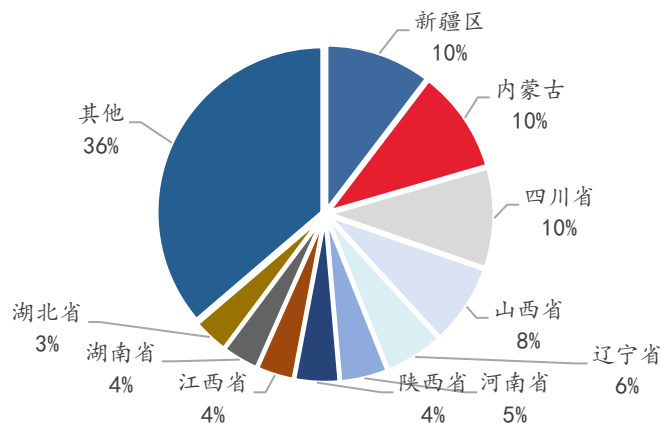
1.1 民爆行业市场运行相对平稳；新疆、西藏是主要需求增长市场

图表3：民爆行业生产总值



资料来源：中爆协，太平洋证券

图表4：民爆行业生产总值分地区情况

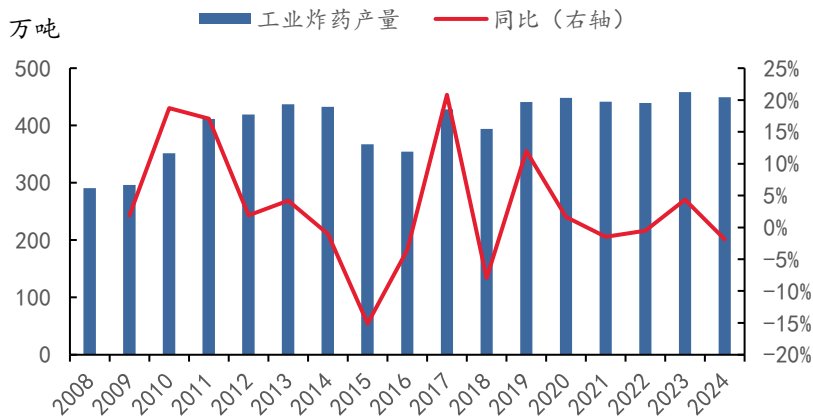


资料来源：中爆协，太平洋证券

- **我国民爆行业市场规模保持平稳较快增长。**根据中爆协数据，行业生产总值从2015年的273亿元增长到2024年的416.95亿元，年均增长约5%。其中，宏观经济疲软拖累2024年民爆行业生产总值同比下降4.5%。
- **新疆超越内蒙古成为国内最大的民爆区域市场。**新疆、内蒙古、四川、山西等我国传统资源大省合计占民爆市场的接近四成，是最主要的民爆消费地。2024年，新疆民爆生产总值同比增长24.6%，成为最主要的需求拉动力；西藏同比增长35.96%，是增速最快的地区。

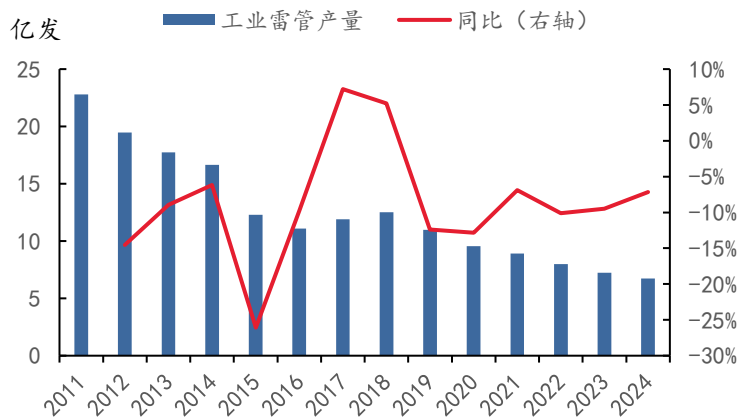
1.2 工业炸药产量持稳，工业雷管完成向电子雷管的转换

图表5：工业炸药生产情况



资料来源：中爆协，太平洋证券

图表6：工业雷管生产情况



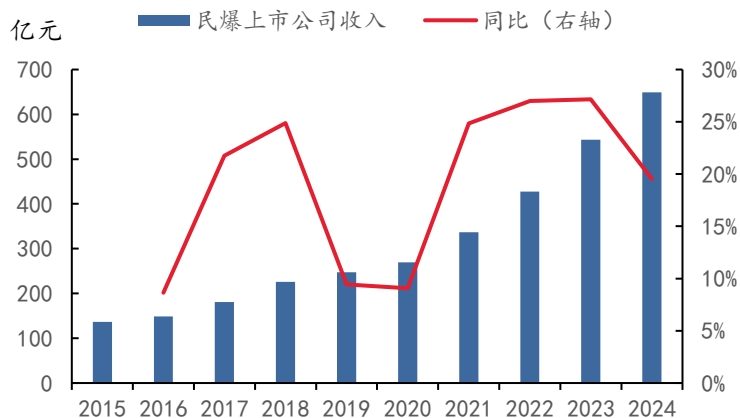
资料来源：中爆协，太平洋证券

➤ **当前我国工业炸药的产量总体平稳。**根据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，我国工业炸药产能暂按500万吨进行约束，原则上不再新增产能。2024年，我国生产工业炸药449.37万吨，同比减少1.9%。

➤ **根据监管部门的要求，2022年我国将传统工业雷管替换升级为电子雷管。**受高效电子雷管替代的影响，我国工业雷管的产量逐步下降。2024年，我国生产工业雷管6.72亿发，同比减少7.18%。其中电子雷管6.37亿发，占比达到95%，较好的实现政策发展目标。

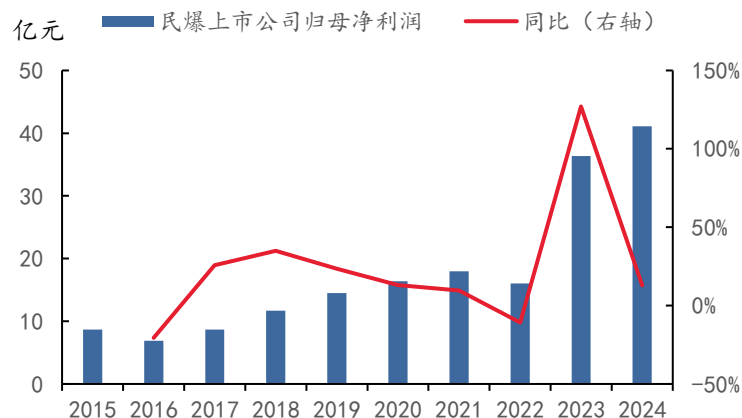
1.3 2024年民爆上市公司收入、利润总体保持稳定增长

图表7：民爆上市公司收入情况



资料来源：中爆协，太平洋证券
注：2023年易普力通过收购南岭民爆上市

图表8：民爆上市公司归母净利润情况

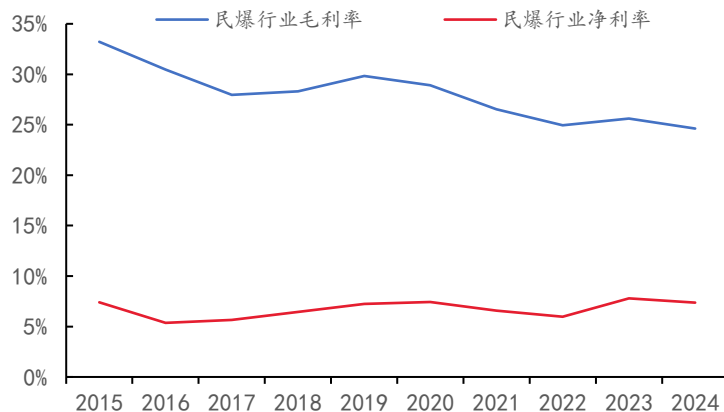


资料来源：中爆协，太平洋证券
注：2023年易普力通过收购南岭民爆上市

➤ **民爆上市企业业绩持续增长。**截至2024年，共有11家民爆企业在A股上市。自2015年以来，民爆上市公司收入保持平稳增长，归母净利润亦保持相似趋势。2023年受原材料价格下降以及疫情后需求恢复的影响，民爆上市公司的整体利润出现较大增长。2024年，受宏观经济和基数影响，收入和利润增速均出现同比回落，根据部分上市公司2024业绩来看，收入和归母净利润合计分别为649.22亿元和41.08亿元，分别同比增长19.52%和12.98%。

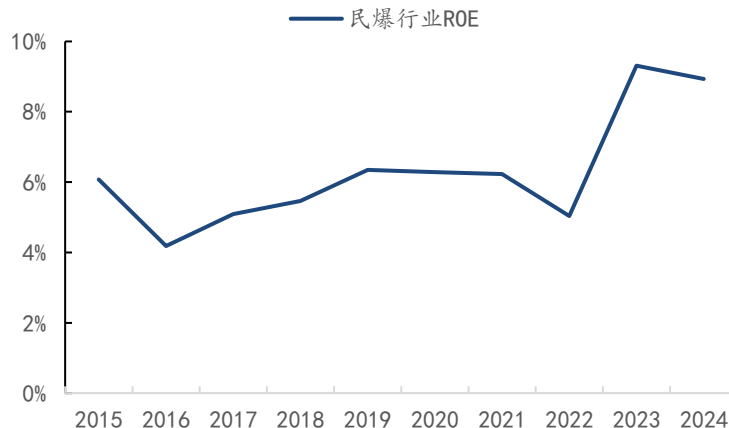
1.4 民爆上市公司盈利能力维持高位

图表9：民爆上市公司毛利率、净利率情况



资料来源：中爆协，太平洋证券

图表10：民爆上市公司ROE情况



资料来源：中爆协，太平洋证券

►民爆上市企业的毛利率、净利率总体稳定，平均分别维持在25%以上和7%附近。2023年以来，受原材料价格回落的影响，民爆上市企业的盈利能力出现较大幅改善。2024年这个趋势得到延续，行业毛利率、净利率、ROE分别为24.62%、7.36%和8.93%。

1.5 政策保障行业健康发展

图表11：民爆行业十四五规划主要内容

项目	主要内容
混装能力	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。
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。
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。
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。
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。
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。
数字化、智能化	提升行业数字化智能化水平、加强智能制造支撑供给能力。支持关键数字技术与民爆行业融合应用技术装备研发。

资料来源：行业协会，太平洋证券

► **监管部门持续发力，民爆行业“十四五”规划和相关产业政策为行业的健康发展提供保障。**我国工信部发布了《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，并2025年年初发布了《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》，针对民爆行业的健康发展，尤其是着眼于产能布局、产品结构、企业转型、国际交流合作、重组整合等方面推出了连贯性极强的指引，为民爆行业长期的稳定健康发展提供了有力的保障。

1.6 “十四五”收官在即，主要目标均有望较好兑现

图表12：民爆行业十四五规划主要发展目标

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

资料来源：行业协会，太平洋证券

➤根据我国工信部发布的《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，提出了约束性和预期性两大类量化指标，重点包括生产标准、产能规模、混装比例、安全事故、研发费用占比、企业数量等目标。根据中爆协2024年行业报告数据和主要公司2024年运行情况估算，民爆行业“十四五”规划的主要发展目标都已经较好实现。

1.7 龙头企业的规模优势愈加明显

- 《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》提出（下称“发展规划”），未来行业政策将向排名前十位的企业倾斜，以支持优势企业并购重组，目前扩大许可产能的方式仅余重组整合和产能升级置换。《发展规划》提出，到“十四五”末，前10名企业产值占比达60%及以上，民爆生产企业需减少到50家以内，产业集中度持续提高，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）。
- 受此影响，通过行业并购整合，民爆行业有望形成少数区域龙头，龙头企业的发展速度会显著快于行业平均增速，且竞争优势有望不断保持和强化。

图表13：主要民爆企业产能

公司	许可工业炸药产能（万吨）	电子雷管（万发）
江南化工	76.55	3670
广东宏大	69.95	3334
易普力	56.55	6450
保利联合	46.45	17265
雅化集团	26.05	
凯龙股份	23.07	5000
国泰集团	17.4	2510
雪峰科技	11.75	1890
金奥博	8.35	8522
壶化股份	7.8	5880
同德化工	6.8	
高争民爆	2.2	

资料来源：公司网站，公告，太平洋证券

注：数据截至2025年4月。凯龙股份、江南化工等企业均有收并购事项未完成，相关产能变化暂不调整

小结

- 我国民爆行业市场规模保持平稳较快增长。根据中爆协数据，行业生产总值从2015年的273亿元增长到2024年的416.95亿元，年均增长约5%。
- 截至2024年，共有13家民爆企业在A股上市。自2015年以来，民爆上市公司收入保持平稳增长，归母净利润亦保持相似趋势。2023年受原材料价格下降以及疫情后需求恢复的影响，民爆上市公司的整体利润出现较大增长。2024年，受宏观经济和基数影响，收入和利润增速均出现同比回落，根据部分上市公司2024业绩来看，收入和归母净利润合计分别为649.22亿元和41.08亿元，分别同比增长19.52%和12.98%。
- 十四五收官在即，根据行业“十四五”规划以及《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》，结合近期几家龙头企业的收并购行为，行业集中集中度提升的势头愈加明显。

目录

1、“十四五”规划收官在即，民爆行业有望维持景气周期

2、国内发展稳健：

- 矿山开采规模平稳
- 雅鲁藏布江项目、三峡水运新通道、浙赣粤运河等项目拉动
- 原材料价格下降

3、外需增长可期：

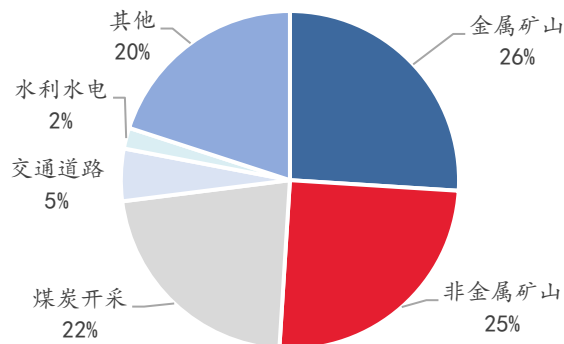
“一带一路”战略持续推进，有望带动民爆企业开拓海外需求

4、行业重点公司

5、风险提示

2.1 煤炭、金属和非金属矿山等重点下游行业的固定资产投资稳健

图表14：民爆行业下游应用结构



资料来源：ifind，太平洋证券

图表15：民爆重点下游行业固定资产投资情况

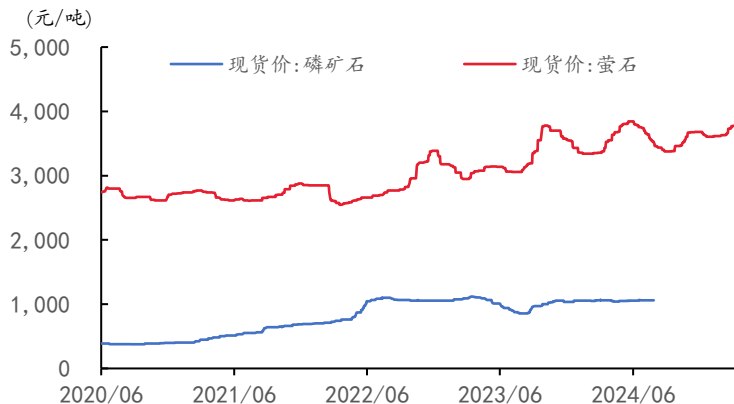


资料来源：ifind，太平洋证券

- 根据中国爆破器材行业协会，在全国民爆器材销售流向分布中，用于煤炭、金属和非金属矿山开采的工业炸药消耗量达到总消耗量的70%以上；用于铁路道路、水利水电等基础设施建设方面的工业炸药消耗量约占总消耗量的8.5%。
- 2023年以来，金属采矿业、非金属采矿业、煤炭的行业景气度较高，行业固定资产投资额同比回升，带动民爆需求向好。

2.2 重点下游应用领域的产品价格处于高位，有利于民爆行业需求向好

图表16：代表性非金属矿产产品价格



资料来源：ifind，太平洋证券

图表17：代表性金属矿产产品价格

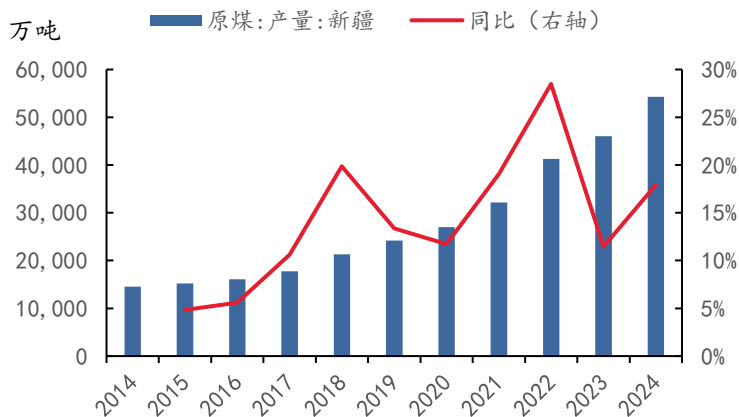


资料来源：ifind，太平洋证券

► 非金属矿产品（以磷矿石、萤石为例）、金属矿产品（以铜、铝为例）等民爆行业主要下游应用领域的产品价格普遍位于较高水平，相关行业企业的盈利能力较高，对民爆行业来讲具有较好的价格承受力和采购意愿，有利于民爆行业的需求持续向好和盈利能力改善。

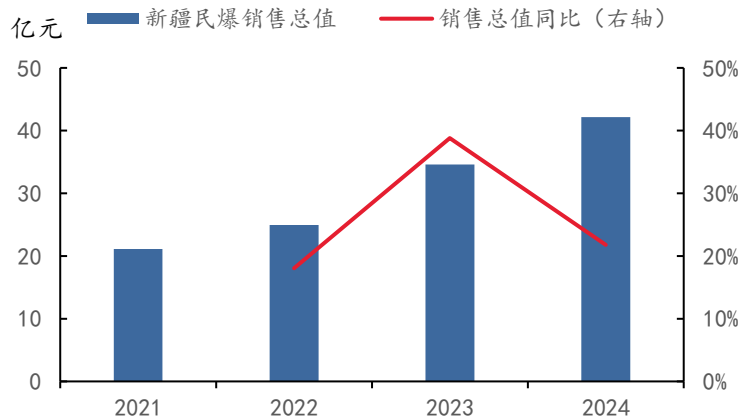
2.2 煤炭产量大幅增长带动新疆成为国内增长最大的民爆市场

图表18：新疆煤炭产量



资料来源：ifind，太平洋证券

图表19：新疆民爆销售总值

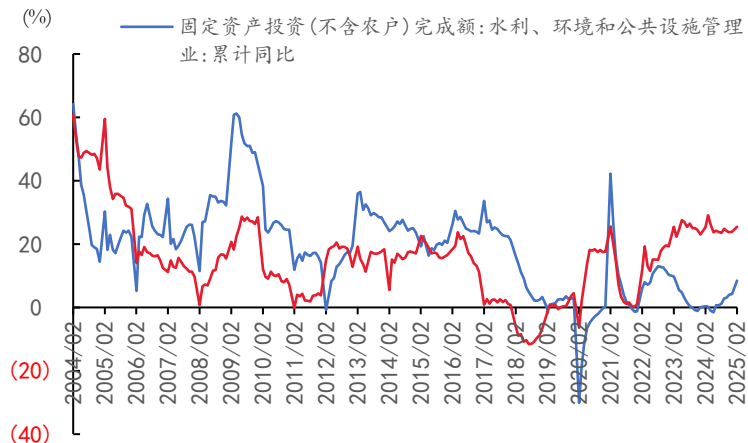


资料来源：中爆协，太平洋证券

- **新疆煤炭资源量庞大，产量快速增长。**根据新疆煤炭交易中心数据，新疆煤炭预测资源量占全国40%，未来开发潜力巨大。根据统计局数据，2014-2024年，新疆原煤产量从1.45亿吨增长到5.43亿吨，年均增长14.1%，成为国内煤炭产量增长的主要来源。根据新疆当地规划，预计未来新疆原煤开采将继续保持较快增长。
- **新疆民爆行业需求持续快速增长，已经成为国内最大的民爆区域市场。**煤炭开采是民爆行业最重要的下游需求。得益于新疆地区原煤产量的持续增长，近几年新疆民爆需求也呈现同步增长态势。根据中爆协数据，2024年新疆民爆销售总值达到42.13亿元，同比增长21.8%，已经跃居国内最大的民爆区域市场。

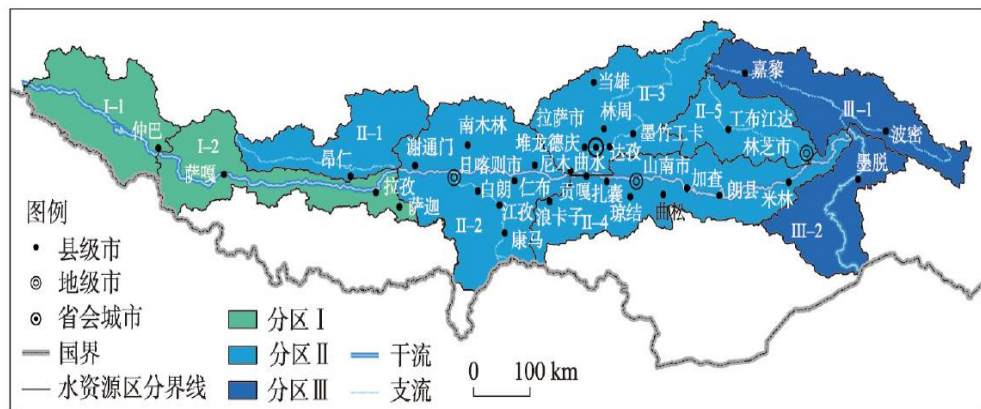
2.3 雅鲁藏布江水电项目正式公告，有望拉动民爆行业需求

图表20：水利、电力等行业固定资产投资情况



资料来源：ifind，太平洋证券

图表21：雅鲁藏布江流域水资源分区



资料来源：《雅鲁藏布江流域降水时空变化特征》，太平洋证券

➤2023年以来，水利、公路水路、铁路等公共基础设施的固定资产投资保持增长，为疫情后我国经济的稳增长提供了重要的支撑，民爆行业间接受益，也显示了民爆行业逆周期需求稳健的行业特点。

➤2024年12月25日，新华社发布消息，中国政府核准雅鲁藏布江下游水电工程，对推动高质量发展等具有重大意义。雅鲁藏布江水量多，落差大而集中，水力资源十分丰富，可开发量达4737万千瓦。如果在雅鲁藏布江大拐弯处建造水电站的话，装机容量可远高于三峡装机容量。

2.3 三峡水运新通道项目可行性研究报告正式获批，有望拉动西南部需求

图表22：项目可行新研究报告获批



资料来源：国家发改委，太平洋证券

图表23：三峡水利工程现有船闸



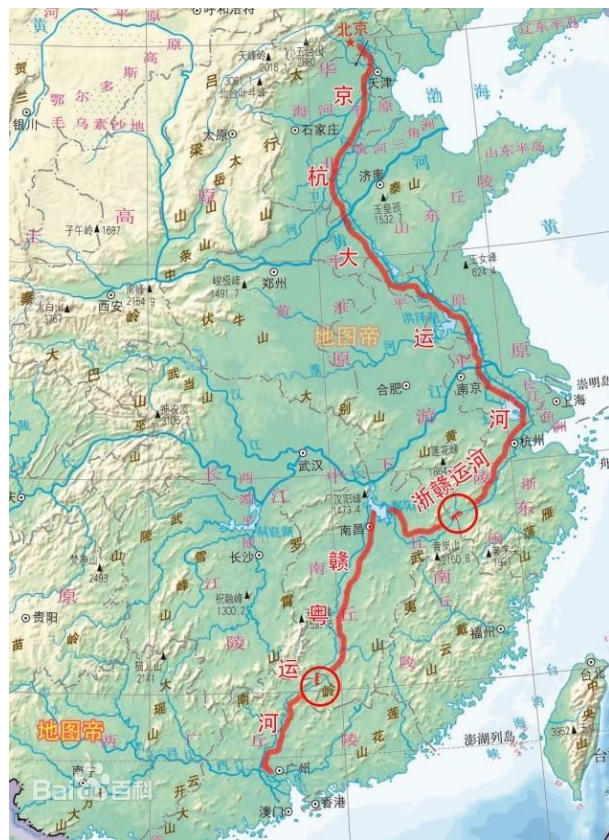
资料来源：腾讯网，太平洋证券

- 2025年5月30日，国家发展改革委批复三峡水运新通道项目可行性研究报告。根据批复，该项目是三峡工程之后长江干线上最大的综合性工程。
- 2025年6月4日，中国三峡电子采购平台发布《三峡水运新通道项目勘察设计招标公告》。根据公告，三峡水运新通道项目可研阶段项目静态总投资约766亿元、总工期100个月（不含筹建期12个月）。
- 三峡水运新通道包含三峡枢纽新通道工程和葛洲坝航运扩能工程两部分，是三峡工程之后长江干线上集水利、航运、生态等功能于一体的最大综合性工程，有望拉动西南地区的民爆需求。

2.3 浙赣粤运河纳入《国家综合立体交通网规划纲(2021-2035年)》，将拉动中东部需求

- 浙赣粤运河由赣粤运河、浙赣运河组成，全长约1988公里，在江西境内1168公里，约占60%。其中，赣粤运河规划全长约1228公里(江西境内全长758公里)，规划投资匡算约1500亿元；浙赣运河规划全长约760公里(江西境内全长410公里)，规划投资匡算约1700亿元。浙赣粤运河已被列入《国家立体交通网规划纲要(2021-2035)》《内河航运发展纲要》，进入可研报告编制，计划“十四五”期间开工。
- 2024年6月，《交通运输部关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》提出，持续推进平陆运河建设，指导深化湘桂、赣粤及浙赣运河前期研究论证。
- 2024年10月，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。
- 2025年5月，浙江发布《关于高水平建设“航运浙江”的实施意见》，明确提出“谋划推进浙赣运河”。浙赣粤运河工程有望提速。

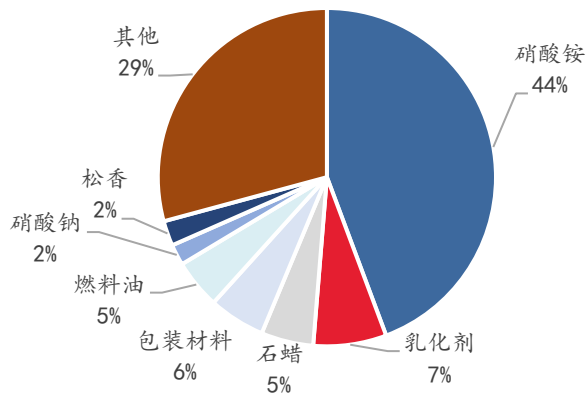
图表24：浙赣粤大运河示意图



资料来源：百度百科，太平洋证券

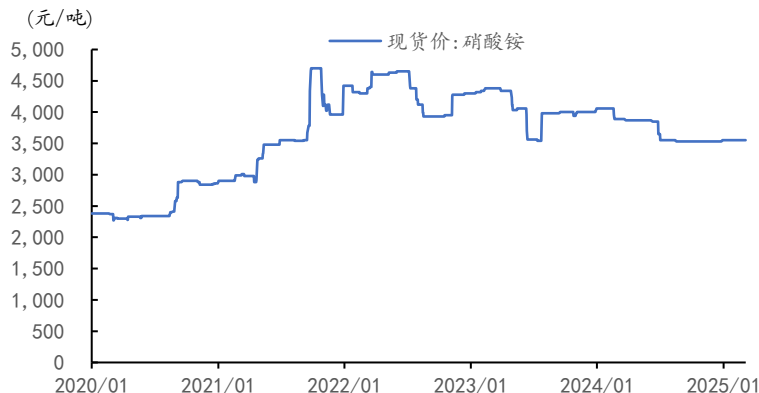
2.4 原材料价格高位回落提升民爆行业的盈利水平

图表25：工业炸药成本构成



资料来源：ifind，太平洋证券

图表26：硝酸铵价格走势



资料来源：ifind，太平洋证券

➤在工业炸药的成本构成中，超过40%为硝酸铵，另有石蜡、燃料油、硝酸钠、松香等化工产品。2021年以来的大宗产品价格上涨给民爆行业的盈利带来较大压力。2023年以来，原材料价格从高位回落，逐步改善了民爆企业的盈利水平。

小结

- 煤炭、金属和非金属矿山等重点下游行业的固定资产投资稳健，非金属矿产品（以磷矿石、萤石为例）、金属矿产品（以铜、铝为例）等民爆行业主要下游应用领域的产品价格普遍位于较高水平，有利于民爆行业的需求持续向好和盈利能力改善。
- 2023年以来，水利、公路水路、铁路等公共基础设施的固定资产投资保持增长，为疫情后我国经济的稳增长提供了重要的支撑。雅鲁藏布江项目、三峡水运新通道、浙赣粤运河等项目有望拉动民爆行业需求。
- 2023年以来，受原材料价格回落的影响，民爆上市企业的盈利能力出现较大幅改善，行业净利率、ROE分别创2015年以来的新高。

目录

1、“十四五”规划收官在即，民爆行业有望维持景气周期

2、国内发展稳健：

- 矿山开采规模平稳
- 雅鲁藏布江项目、三峡水运新通道、浙赣粤运河等项目拉动
- 原材料价格下降

3、外需增长可期：

“一带一路”战略持续推进，有望带动民爆企业开拓海外需求

4、行业重点公司

5、风险提示

3.1 “一带一路”沿线国家重要固体矿产资源较丰富

图表27：“一带一路”沿线重要固体矿产资源储

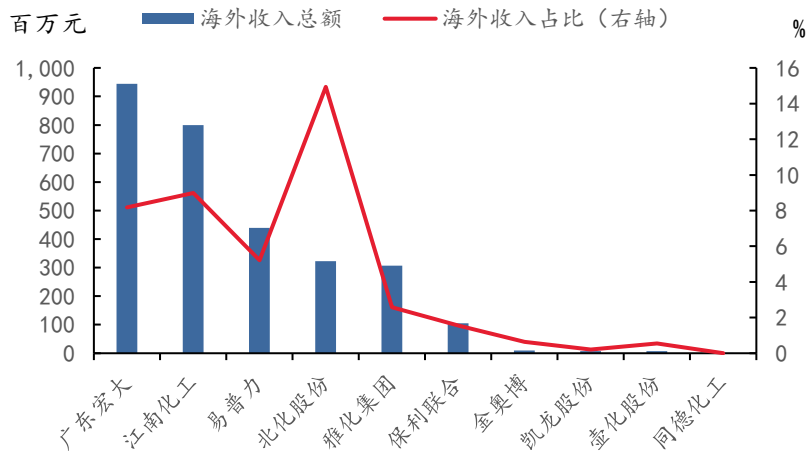
矿种	单位	储量	储量占世界比例 (%)	产量	产量占世界比例 (%)	消费量	消费量占世界比例 (%)
铜	万吨	23269	32.3	486.4	26.3	14502	63.7
金	吨	16400	26.1	1008	336	2430	71.1
镍	万吨	1850	23.4	104.2	41.2	842	49.7
铝土矿	亿吨	53	18.9	1.14	41.7	1.4	50
铁矿石	百万吨	67800	35.7	631	28.6	1400	73.7
铅	万吨	2976	334	261.4	55.5	572.8	56.1
锌	万吨	5200	26	607	45	856.6	62.6
锡	万吨	307	63.9	5.95	22	23.6	85
钾盐	百万吨	2582	698	18.99	55	26	64
磷矿	亿吨	112.2	16.3	1.4	62	1.4	72

资料来源：美国地质调查局，矿产数据库，太平洋证券

►自“一带一路”倡议提出以来，国家相关部门明确提出要加大与沿线国家在煤炭、油气、金属矿产等传统矿产资源的勘探开发合作，这为中国加强与沿线国家在矿产资源领域的合作提供了重大机遇。“一带一路”沿线国家重要固体矿产资源较丰富，与中国互补性强，而且沿线国家的矿业合作意愿强烈，中国与沿线国家在矿产资源领域合作的前景广阔。

3.2 民爆公司海外收入未来增长潜力巨大

图表28：主要民爆企业海外收入情况



资料来源：iFind，公司公告，太平洋证券

►在《“十四五”民用爆炸物品行业发展规划》和《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》中，均明确将国际化提升至战略高度，鼓励民爆企业参与“一带一路”建设，扩大产品出口规模。从近期的数据来看，内民爆龙头企业纷纷加快了出海步伐，江南化工、易普力、广东宏大、雅化集团等企业均在非洲、中东、南美等地取得落地项目。尽管目前海外收入占公司总收入的比重较低，但增长的潜力巨大。

目录

1、“十四五”规划收官在即，民爆行业有望维持景气周期

2、国内发展稳健：

- 矿山开采规模平稳
- 雅鲁藏布江项目、三峡水运新通道、浙赣粤运河等项目拉动
- 原材料价格下降

3、外需增长可期：

“一带一路”战略持续推进，有望带动民爆企业开拓海外需求

4、行业重点公司

5、风险提示

4.1 易普力：始于三峡工程的民爆行业龙头，合并整合后步入发展新阶段

- ▶ **易普力（002096.SZ）**的直接控股股东为中国葛洲坝集团股份有限公司，直接持有公司43.37%的股权，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。易普力于1993年因服务三峡工程而诞生，现已发展为民爆一体化头部企业。2023年1月，易普力与南岭民爆顺利完成并购整合。合并重组后，易普力工业炸药产能达到56.55万吨，产能居全国前列。现有电子雷管产能6450万发/年，另有3400万发/年在建产能。
- ▶ **持续深耕民爆业务，不断开拓国内外重点市场。**公司在新疆、内蒙古、西藏等矿业大省的矿山开采施工业务稳步增长，尤其是新疆区域煤炭产能大幅增长，公司在新疆区域承接的众多优质矿山工程项目调增年度采剥施工计划，带动公司工程服务业务同比实现较大幅度增长。另外，公司加快国际业务发展步伐，实现纳米比亚市场深耕，存量项目稳定增长。
- ▶ **水利工程基因加持，有望推动公司深度参与雅鲁藏布江项目。**公司为服务三峡工程而诞生，控股股东为葛洲坝集团，是国内少有的深度参与多项大型水利工程项目民爆企业。2025年基建投资托底经济的潜力仍在，尤其是水利工程建设方面投资较多，以雅鲁藏布江项目正式公告为代表。易普力有望充分利用股东优势和产业基因，积极参与重点工程建设。
- ▶ **投资建议：**易普力因服务三峡工程而诞生，现已发展为民爆一体化头部企业，民爆物品、工程建设等业务覆盖全国约20个省份（自治区、直辖市），在新疆、内蒙古、西藏等多个矿业大省业务布局保持稳定。预计公司2025-2027年EPS为0.69/0.81/0.94元，维持“买入”评级。

图表29：易普力财务预测

资产负债表（百万）						利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,673	2,753	3,508	3,925	4,776	营业收入	8,428	8,546	10,028	11,624	13,466
应收和预付款项	2,189	2,493	2,647	2,907	3,255	营业成本	6,263	6,350	7,447	8,623	9,980
存货	454	433	508	588	681	营业税金及附加	47	50	59	68	79
其他流动资产	455	506	583	672	770	销售费用	120	108	126	146	170
流动资产合计	5,771	6,186	7,246	8,092	9,482	管理费用	825	758	890	1,031	1,195
长期股权投资	145	151	156	195	212	财务费用	29	14	6	-2	-1
投资性房地产	88	183	183	183	183	资产减值损失	-3	-7	0	0	0
固定资产	2,023	2,014	1,934	1,803	1,607	投资收益	36	39	46	53	61
在建工程	97	54	52	46	43	公允价值变动	4	-4	0	0	0
无形资产开发支出	991	965	1,080	1,300	1,373	营业利润	833	891	1,081	1,271	1,479
长期待摊费用	9	6	7	5	4	其他非经营损益	-15	13	-1	-1	4
其他非流动资产	7,120	7,653	8,765	9,722	11,143	利润总额	819	904	1,081	1,271	1,483
资产总计	10,473	11,027	12,177	13,254	14,565	所得税	143	141	169	199	232
短期借款	67	8	12	15	20	净利润	675	763	912	1,072	1,251
应付和预收款项	1,134	1,187	1,392	1,612	1,866	少数股东损益	42	50	59	70	81
长期借款	212	171	212	180	169	归母股东净利润	634	713	853	1,002	1,170
其他负债	1,777	1,876	2,210	2,426	2,705	预测指标					
负债合计	3,191	3,242	3,827	4,232	4,759		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	1,240	1,240	1,240	1,240	1,240	毛利率	25.69%	25.69%	25.74%	25.82%	25.89%
资本公积	3,611	3,613	3,613	3,613	3,613	销售净利率	7.52%	8.34%	8.50%	8.62%	8.69%
留存收益	2,117	2,576	3,082	3,684	4,386	销售收入增长率	52.90%	1.40%	17.35%	15.91%	15.84%
归母公司股东权益	6,978	7,458	7,964	8,565	9,268	EBIT 增长率	24.45%	5.96%	24.05%	16.71%	16.89%
少数股东权益	305	327	387	456	538	净利润增长率	-0.24%	12.49%	19.56%	17.58%	16.72%
股东权益合计	7,283	7,785	8,350	9,022	9,805	ROE	9.08%	9.56%	10.71%	11.70%	12.63%
负债和股东权益	10,473	11,027	12,177	13,254	14,565	ROA	8.93%	7.09%	7.86%	8.43%	9.00%
现金流量表（百万）						ROIC	8.74%	9.03%	10.38%	11.27%	12.17%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EPS (X)	0.56	0.57	0.69	0.81	0.94
经营性现金流	722	666	1,457	1,459	1,645	PE (X)	18.50	20.84	17.62	14.99	12.84
投资性现金流	351	-253	-431	-614	-317	PB (X)	1.84	1.98	1.89	1.75	1.62
融资性现金流	569	-332	-266	-429	-477	PS (X)	1.52	1.72	1.50	1.29	1.12
现金增加额	1,642	78	757	416	851	EV/EBITDA (X)	9.82	10.74	8.14	6.79	5.51

4.2 江南化工：炸药产能行业第一，民爆+新能源双核驱动公司行稳致远

- **江南化工（002226.SZ）** 公司是一家集民爆业务及新能源业务“双核驱动”的多元化上市公司。公司前身为成立于 1985 年的宁国江南化工厂，于 2008 年在深交所上市。江南化工2011年与盾安集团重组，2017年公司收购盾安新能源100%股权，实现双主业经营。2020年特能集团受让盾安控股持有的部分江南化工股权，并于2021年完成兵器工业集团民爆产业第一批资产注入，公司成为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。此外，紫金矿业旗下的紫金矿业投资有限公司和紫金矿业紫南投资合伙企业分别在2022年完成对江南化工的部分股权收购，持股9.82%和11.99%（总持股21.81%），成为江南化工第二大股东。随着红旗民爆股份收购完成，公司工业炸药许可产能接近80万吨/年，行业规模第一的地位进一步巩固。
- **股东加持，有望支撑公司业务持续增长。** 根据公司公告，控股股东特能集团和实际控制人兵器工业集团有望在 2025 年底前将民爆资产（主要为庆华民爆、奥信化工）注入江南化工，实现民爆业务的整合；另一方面，实际控制人兵器工业集团在东南亚及中南部非洲拥有铜矿、铜钴矿、铂钯矿等多处矿山的探矿权和采矿权，初步建成了一批铜、钴、铂族贵金属等大型矿产资源开发基地，有望带动江南化工持续开拓海外市场。
- **抢先布局民爆行业增量市场，有望享受新疆发展红利。** 根据中爆协2024年行业发展数据，新疆是国内民爆业务增长最快的区域市场。公司在新疆区域工业炸药及制品生产许可能力已经超过20万吨/年，在新疆区域拥有较强的市场竞争力，未来增长潜力大。
- **投资建议：** 江南化工作为国内民爆行业龙头企业，在国内外优质市场布局完善，且在股东加持下未来产能增长确定性较高。预计2025-2027年公司EPS分别为0.38/0.43/0.48元，维持“买入”评级。

图表30：江南化工财务预测

资产负债表（百万）						利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,941	1,931	2,708	3,689	5,011	营业收入	8,895	9,481	10,468	11,559	12,766
应收和预付款项	3,805	4,643	5,123	5,657	6,247	营业成本	6,273	6,629	7,245	7,995	8,823
存货	587	813	889	981	1,083	营业税金及附加	71	80	88	97	107
其他流动资产	1,270	1,518	1,668	1,815	2,014	销售费用	134	164	181	200	220
流动资产合计	7,603	8,905	10,388	12,142	14,355	管理费用	775	891	984	1,087	1,200
长期股权投资	92	122	122	120	130	财务费用	144	118	132	136	144
投资性房地产	3	12	15	19	24	资产减值损失	-44	-24	-43	-27	-33
固定资产	6,591	6,831	6,964	6,985	6,870	投资收益	11	33	37	41	45
在建工程	242	341	221	150	110	公允价值变动	-58	74	0	0	0
无形资产开发支出	700	921	943	1,007	1,091	营业利润	1,211	1,411	1,589	1,791	1,987
长期待摊费用	157	156	180	197	211	其他非经营损益	20	-3	6	8	4
其他非流动资产	8,964	10,395	11,858	13,590	15,787	利润总额	1,231	1,408	1,595	1,798	1,991
资产总计	16,749	18,778	20,302	22,069	24,222	所得税	231	276	312	352	390
短期借款	507	1,155	1,372	1,673	2,061	净利润	1,000	1,132	1,282	1,446	1,601
应付和预收款项	1,253	1,488	1,626	1,794	1,980	少数股东损益	226	241	273	308	341
长期借款	2,506	2,917	2,859	2,824	2,930	归母股东净利润	773	891	1,009	1,138	1,260
其他负债	2,616	2,271	2,405	2,551	2,709						
负债合计	6,883	7,830	8,262	8,843	9,681	预测指标					
股本	2,649	2,649	2,649	2,649	2,649		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	1,828	1,844	1,844	1,844	1,844	毛利率	29.48%	30.08%	30.78%	30.84%	30.89%
留存收益	4,170	4,877	5,695	6,573	7,547	销售净利率	8.69%	9.40%	9.64%	9.84%	9.87%
归母公司股东权益	8,715	9,462	10,281	11,159	12,132	销售收入增长率	13.75%	6.59%	10.41%	10.43%	10.44%
少数股东权益	1,151	1,486	1,759	2,067	2,409	EBIT 增长率	27.41%	1.21%	19.41%	12.01%	10.41%
股东权益合计	9,866	10,948	12,040	13,226	14,541	净利润增长率	61.48%	15.26%	13.23%	12.76%	10.72%
负债和股东权益	16,749	18,778	20,302	22,069	24,222	ROE	8.87%	9.42%	9.81%	10.20%	10.38%
						ROA	6.00%	6.38%	6.56%	6.83%	6.92%
现金流量表（百万）						ROIC	8.04%	7.29%	8.08%	8.34%	8.39%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EPS (X)	0.29	0.34	0.38	0.43	0.48
经营性现金流	1,145	1,077	2,090	2,315	2,534	PE (X)	15.01	16.11	14.68	13.02	11.76
投资性现金流	-681	-855	-1,127	-1,179	-1,245	PB (X)	1.33	1.52	1.44	1.33	1.22
融资性现金流	-913	-203	-220	-149	39	PS (X)	1.30	1.51	1.41	1.28	1.16
现金增加额	-442	26	750	987	1,327	EV/EBITDA (X)	6.73	8.16	6.18	5.32	4.60

资料来源：携宁，太平洋证券

4.3 广东宏大：矿服+炸药+军工有望推动公司实现稳健增长

- ▶ **广东宏大（002683.SZ）**是广东省地方国有企业，于2012年6月在深圳证券交易所上市，是中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司。公司目前的三大业务板块为矿山工程服务、民用爆破器材生产与销售以及防务装备的生产与销售。公司的控股股东与实际控制人为广东省环保集团有限公司。截至2024年，公司工业炸药产能达到69.95万吨/年，超过易普力位列全国第二位。电子雷管产能为3334万发/年。
- ▶ **内生、外延并举，促进公司在优质市场的布局。**公司拥有合并工业炸药产能69.95万吨/年，产能位居全国第二，业务遍布全国各地，包括广东、内蒙、甘肃、辽宁、黑龙江、西藏、新疆等地。2024年7月，公司以支付现金的方式购买雪峰科技21%股份。雪峰科技在疆内拥有硝酸铵产能66万吨/年，工业炸药产能11.75万吨/年，是疆内唯一能生产炸药主原料硝酸铵的企业。公司完成本次收购后，得以在新疆进一步扩大业务规模，有利于公司抢占当下最具增长前景的民爆区域市场。另一方面，公司跟随内资矿企业主在塞尔维亚、老挝、马来西亚、巴基斯坦、刚果金、圭亚那、哥伦比亚、刚果布、几内亚等“一带一路”沿线众多国家，承建10余个项目，海外市场份额逐步扩大。
- ▶ **军工业务再添新兵，有望实现持续增长。**公司于2023年9月以自有资金2.76亿元收购江苏红光化工有限公司54%的股权，并于2024年8月以2.34亿元拍得剩余46%股权，宏大防务科技对江苏红光的持股比例由54%增至100%。江苏红光主营业务为黑索金系列产品的生产和销售，通过此收购进一步提升了公司的军工业务实力。
- ▶ **投资建议：**广东宏大是中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司，矿服、炸药、军工三大板块齐头并进，有望推动公司实现稳健增长。预计公司 2025-2027 年 EPS 为 1.45/1.68/1.88 元，维持“买入”评级。

图表31：广东宏大财务预测

资产负债表（百万）						利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,959	2,883	4,597	6,060	8,223	营业收入	11,608	13,652	15,831	18,216	20,509
应收和预付款项	3,108	3,504	4,063	4,676	5,264	营业成本	9,221	10,748	12,467	14,344	16,152
存货	391	391	454	522	588	营业税金及附加	46	56	65	75	84
其他流动资产	2,653	4,111	4,244	4,900	5,829	销售费用	70	75	87	101	113
流动资产合计	9,111	10,889	13,358	16,158	19,904	管理费用	660	876	1,016	1,169	1,316
长期股权投资	276	312	318	318	332	财务费用	87	119	159	167	191
投资性房地产	12	11	11	11	11	资产减值损失	-79	-61	2	-2	-3
固定资产	2,142	2,752	2,678	2,520	2,277	投资收益	86	91	106	122	137
在建工程	375	172	136	108	89	公允价值变动	1	13	0	0	0
无形资产开发支出	1,436	1,580	1,601	1,641	1,687	营业利润	1,137	1,370	1,675	1,940	2,178
长期待摊费用	65	147	175	209	257	其他非经营损益	-4	-8	-7	-6	-7
其他非流动资产	11,955	14,678	17,124	19,898	23,588	利润总额	1,133	1,362	1,668	1,933	2,171
资产总计	16,262	19,652	22,043	24,705	28,242	所得税	161	190	233	270	303
短期借款	208	763	772	925	1,164	净利润	972	1,172	1,435	1,664	1,868
应付和预收款项	2,457	3,346	3,881	4,465	5,028	少数股东损益	256	274	336	390	437
长期借款	1,732	4,185	4,861	5,454	6,695	归母股东净利润	716	898	1,099	1,274	1,431
其他负债	3,921	3,547	3,972	4,330	4,712	预测指标					
负债合计	8,318	11,841	13,485	15,174	17,598		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	760	760	760	760	760	毛利率	20.56%	21.27%	21.25%	21.26%	21.24%
资本公积	3,385	3,198	3,198	3,198	3,198	销售净利率	6.17%	6.58%	6.94%	7.00%	6.98%
留存收益	2,451	2,775	3,185	3,769	4,445	销售净收入增长率	14.15%	17.61%	15.96%	15.06%	12.58%
归母公司股东权益	6,470	6,494	6,903	7,487	8,163	EBIT 增长率	22.88%	21.42%	26.31%	14.94%	12.46%
少数股东权益	1,474	1,318	1,654	2,044	2,481	净利润增长率	27.68%	25.39%	22.45%	15.92%	12.26%
股东权益合计	7,944	7,812	8,557	9,531	10,644	ROE	11.07%	13.83%	15.93%	17.02%	17.53%
负债和股东权益	16,262	19,652	22,043	24,705	28,242	ROA	6.15%	6.53%	6.88%	7.12%	7.06%
现金流量表（百万）						ROIC	8.76%	9.01%	10.32%	10.67%	10.42%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EPS (X)	0.96	1.18	1.45	1.68	1.88
经营性现金流	1,411	1,776	2,299	2,232	2,519	PE (X)	21.02	22.41	20.64	17.80	15.86
投资性现金流	-276	-2,854	-388	-609	-823	PB (X)	2.36	3.10	3.29	3.03	2.78
融资性现金流	-776	844	-107	-166	441	PS (X)	1.31	1.47	1.43	1.25	1.11
现金增加额	356	-236	1,802	1,458	2,137	EV/EBITDA (X)	9.17	11.16	10.67	9.14	8.01

资料来源：携宁，太平洋证券

4.4 国泰集团：“民爆+军工材料”双轮驱动，推动江西民爆龙头企业持续成长

- ▶ **国泰集团（603977.SH）**是江西省唯一民爆上市公司，2016年在上海证券交易所上市。公司第一大股东是江西省军工控股集团有限公司（江西军工产业投资平台），持股比例为47.64%，江西国资委为公司实际控制人。公司目前已经构建了以民爆一体化主业为核心、以军工新材料产业和轨交自动化及信息化产业为支撑的“一体两翼”发展格局。
- ▶ **江苏省唯一民爆企业，有望依托浙赣粤运河实现稳定增长。**公司是江西省唯一民爆上市公司，截至2024年，公司工业炸药生产许可能力为17.4万吨，现场混装许可产能占比达到30%，工业雷管产能3027万发，其中电子雷管产能2727万发，区域民爆行业龙头地位稳固。2024年6月，《交通运输部关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》提出，持续推进平陆运河建设，指导深化湘桂、赣粤及浙赣运河前期研究论证。2024年10月，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。赣粤运河、浙赣运河组成浙赣粤大运河，全长约1988公里，比目前世界上里程最长、工程最大的京杭大运河还长近200公里，规划投资匡算约3200亿元，约60%在江西境内。浙赣粤运河的开工有望给公司带来持续的业务增量。
- ▶ **公司军工资源丰富，军工材料业务有望厚积薄发。**公司发展历程最早可追溯至1958年，由省属地方军工系统和有色系统国有民爆生产企业通过分立改制重组设立而成，具有强大的军工基因和历史沿革。目前，三石有色、拓泓新材（钽铌氧化物）、澳科新材（钨基材料）、新余国泰（无人机火箭助推器）、九江国泰（先进含能材料）以及联营公司神舟智汇（军事模拟仿真）等子公司共同构成了公司的军工业务体系，未来有望实现厚积薄发，持续成长。
- ▶ **投资建议：**国泰集团是江西省唯一民爆上市公司，有望依托浙赣粤运河的开工实现稳定增长，公司军工资源丰富，潜力巨大，有望持续增长。预计2025-2027年EPS为0.49/0.56/0.62元，维持“增持”评级。

图表32.：国泰集团财务预测

资产负债表（百万）						利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,150	936	1,181	1,179	1,238	营业收入	2,541	2,354	2,681	3,057	3,503
应收和预付款项	887	943	1,072	1,222	1,401	营业成本	1,628	1,492	1,657	1,883	2,175
存货	283	297	330	376	434	营业税金及附加	18	16	18	21	24
其他流动资产	226	425	528	672	808	销售费用	101	98	112	127	146
流动资产合计	2,547	2,602	3,112	3,449	3,881	管理费用	265	283	323	368	422
长期股权投资	144	139	138	134	131	财务费用	-6	3	44	50	55
投资性房地产	7	6	6	6	6	资产减值损失	0	-118	3	4	1
固定资产	967	1,640	1,879	2,132	2,404	投资收益	6	2	3	3	4
在建工程	568	164	132	106	88	公允价值变动	-1	0	0	0	0
无形资产开发支出	358	441	436	445	461	营业利润	406	269	447	517	575
长期待摊费用	26	25	23	20	18	其他非经营损益	-3	-2	-1	-2	-2
其他非流动资产	3,336	3,272	3,782	4,118	4,549	利润总额	404	267	446	515	573
资产总计	5,406	5,687	6,395	6,960	7,656	所得税	51	48	79	92	102
短期借款	985	746	902	929	911	净利润	353	220	367	423	471
应付和预收款项	369	456	506	575	664	少数股东损益	47	39	65	75	84
长期借款	135	335	446	595	748	归母股东净利润	306	181	302	348	388
其他负债	343	467	524	597	692	预测指标					
负债合计	1,832	2,004	2,378	2,696	3,015		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	621	621	621	621	621	毛利率	35.93%	36.65%	38.19%	38.39%	37.91%
资本公积	1,324	1,324	1,324	1,324	1,324	销售净利率	12.02%	7.68%	11.25%	11.38%	11.06%
留存收益	1,149	1,237	1,506	1,677	1,970	销售收入增长率	18.05%	-7.34%	13.88%	14.01%	14.60%
归母公司股东权益	3,119	3,214	3,483	3,654	3,947	EBIT 增长率	20.40%	-2.23%	26.67%	15.27%	11.20%
少数股东权益	455	469	534	610	693	净利润增长率	112.65%	-40.84%	66.84%	15.40%	11.35%
股东权益合计	3,574	3,683	4,017	4,264	4,641	ROE	9.79%	5.62%	8.66%	9.52%	9.82%
负债和股东权益	5,406	5,687	6,395	6,960	7,656	ROA	6.81%	3.96%	6.07%	6.34%	6.45%
现金流量表（百万）						ROIC	7.35%	6.58%	7.41%	7.93%	8.10%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EPS (X)	0.49	0.29	0.49	0.56	0.62
经营性现金流	372	267	485	562	680	PE (X)	21.22	44.66	25.83	22.39	20.10
投资性现金流	-402	-403	-424	-503	-597	PB (X)	2.07	2.50	2.24	2.13	1.97
融资性现金流	582	-163	123	8	-49	PS (X)	2.54	3.42	2.91	2.55	2.22
现金增加额	552	-299	184	67	34	EV/EBITDA (X)	13.08	16.43	11.14	9.72	8.59
资料来源：携宁，太平洋证券											

4.5 凯龙股份：新股东有望带领公司步入发展新阶段

- **凯龙股份（002783.SZ）**是湖北省最大的民爆器材生产销售企业，于2015年12月在深圳交易所上市，主要生产工业炸药、硝酸铵及复合肥系列产品、合成氨、纳米碳酸钙及建筑用石料系列产品。截至2024年，公司工业炸药生产许可能力达到23.07万吨，是湖北省规模最大、全国排名前列的大型民爆生产企业。公司近期拟收购天神实业51%股权，收购完成后公司的工业炸药产能将超过28万吨。同时，公司是国内少有的民爆产品上下游一体化发展的民爆企业，目前自备硝酸铵产能约36万吨，在保障自用的前提下可以实现部分外销。
- **长江产业集团有望成为公司新控股股东，有望带领公司进入新的发展阶段。**长江产业集团以277,624.41万元的交易对价受让中荆集团75%股权已办理完成股权过户登记手续，中荆集团为公司的控股股东，湖北省政府国资委成为公司新的实际控制人。长江产业集团成为公司新控股股东之后，有望帮助公司整合省内民爆行业资源。根据公司公告，公司使用自有资金18,080.52万元收购湖北东神天神实业有限公司51%的股权（标的公司业绩承诺在2025年、2026年、2027年实现净利润不低于3,376.32万元、3,477.61万元、3,477.61万元，三年实际的净利润不低于人民币1,0331.54万元）。新控股股东有望帮助公司进一步巩固在省内的龙头地位，并推动公司持续成长。
- **投资建议：**凯龙股份是湖北省最大的民爆器材生产销售企业，是国内少有的民爆产品上下游一体化发展的民爆企业。长江产业集团计划通过收购成为公司的控股股份，有望带动带领公司步入发展新阶段。预计2025-2027年EPS为0.48/0.56/0.63元，维持“买入”评级。

图表33：凯龙股份财务预测

资产负债表（百万）						利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	526	651	591	705	953	营业收入	3,779	3,686	4,246	4,697	5,202
应收和预付款项	1,067	1,152	1,329	1,469	1,627	营业成本	2,748	2,606	3,128	3,442	3,806
存货	406	384	461	507	560	营业税金及附加	36	41	47	52	58
其他流动资产	295	737	884	1,092	1,361	销售费用	94	116	113	125	138
流动资产合计	2,294	2,924	3,265	3,773	4,502	管理费用	350	413	412	456	505
长期股权投资	224	221	146	120	85	财务费用	146	114	52	43	30
投资性房地产	2	44	44	44	44	资产减值损失	-24	-48	1	1	-9
固定资产	3,235	3,141	3,237	3,072	2,887	投资收益	14	63	72	80	88
在建工程	67	196	148	114	92	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	1,027	993	1,024	1,094	1,095	营业利润	330	347	496	581	657
长期待摊费用	14	13	13	13	13	其他非经营损益	-27	-56	-25	-36	-39
其他非流动资产	2,894	3,449	3,806	4,312	5,035	利润总额	303	291	470	544	618
资产总计	7,463	8,058	8,417	8,769	9,251	所得税	56	34	55	64	73
短期借款	1,235	750	626	371	83	净利润	247	257	415	480	545
应付和预收款项	1,261	1,290	1,548	1,703	1,883	少数股东损益	72	108	175	203	230
长期借款	512	802	752	776	863	归母股东净利润	175	148	240	277	315
其他负债	1,953	1,636	1,526	1,603	1,659						
负债合计	4,960	4,477	4,452	4,453	4,489	预测指标					
股本	391	500	499	499	499		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	569	1,316	1,316	1,316	1,316	毛利率	27.28%	29.30%	26.32%	26.71%	26.84%
留存收益	573	678	890	1,038	1,253	销售净利率	4.64%	4.02%	5.64%	5.90%	6.05%
归母公司股东权益	1,571	2,533	2,743	2,891	3,106	销售收入增长率	10.95%	-2.45%	15.18%	10.62%	10.76%
少数股东权益	932	1,048	1,223	1,426	1,656	EBIT 增长率	39.82%	-2.96%	14.81%	12.47%	10.37%
股东权益合计	2,503	3,581	3,966	4,317	4,762	净利润增长率	31.51%	-15.51%	61.67%	15.78%	13.54%
负债和股东权益	7,463	8,058	8,417	8,769	9,251	ROE	11.16%	5.85%	8.73%	9.59%	10.14%
						ROA	3.31%	3.31%	5.03%	5.59%	6.05%
						ROIC	7.82%	7.12%	8.10%	8.92%	9.43%
现金流量表（百万）						EPS (X)	0.45	0.32	0.48	0.56	0.63
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	PE (X)	25.76	25.47	17.45	15.07	13.27
经营性现金流	489	402	978	1,031	1,098	PB (X)	2.89	1.61	1.52	1.45	1.35
投资性现金流	-410	-550	-593	-514	-520	PS (X)	1.20	1.11	0.98	0.89	0.80
融资性现金流	-385	273	-497	-368	-336	EV/EBITDA (X)	7.88	6.75	5.22	4.44	3.73
现金增加额	-306	125	-112	149	242						
资料来源：携宁，太平洋证券											

风险提示

- 产品价格大幅下跌的风险；
- 原材料市场波动剧烈的风险；
- 下游需求不及预期的风险；
- 安全生产、环保风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。