

国泰集团 (603977.SH)

多点布局泛民爆类业务，江西民爆骨干企业成长可期

优于大市

核心观点

深耕江西民爆市场，布局军工新材料以及轨交自动化产业。公司是江西省内唯一一家民爆企业，业务范围涵盖民爆一体化、军工新材料、轨交自动化及信息化产业三大领域。目前公司拥有工业炸药产能 17.4 万吨/年，电子雷管产能 2727 万发/年，2023 年工业炸药产量排名全国第九。公司是民爆企业中泛民爆类业务布局较为广泛的公司，军工新材料涉及钨基材料、钽铌氧化物等；此外，公司在轨交自动化领域综合实力全国前三，是国内高氯酸钾行业标准第一起草和修订单位。近几年公司营收和业绩保持平稳增长，2016-2023 年，公司营收从 4.72 亿元提升至 25.41 亿元，CARG 为 27.19%；同期归母净利润从 1.01 亿元提升至 3.05 亿元，CARG 为 17.1%。

江西民爆需求相对旺盛，为公司贡献稳定利润。2020 年以来多种有色金属如铜、金、钨等价格不断走高，2024 年上半年江西省十种有色金属产量达 129.62 万吨，同比增长 5.8%，同期中国有色金属矿采选业固定资产投资完成额累计同比提升 43.50%。当前有色金属采选业正处于高景气周期，对民爆制品的需求形成强力支撑；此外，江西省内规划或正在建设浙赣粤运河、长赣高铁等多项基础设施，利好公司的民爆一体化业务持续扩展，据中国爆破器材行业协会数据，2024 年上半年江西省工业炸药产量 7.21 万吨，同比增长 9.75%，增速明显高于全国整体的-2.96%，民爆业务是公司稳定的利润来源。

多个泛民爆业务经营情况向好，未来成长潜力可期。公司高氯酸钾产品定位高端，产能拟扩产至 2 万吨/年，并与公司的小型固体火箭发动机、安全气囊点火等多项业务存在较强的协同效应。军工新材料方面，子公司拓泓新材和三石有色生产的钽铌氧化物，随着新产能的逐渐爬坡，公司钽铌业务的营收规模和盈利水平有望更上一步台阶；子公司澳科新材专注于钨合金新材料研发与推广，上半年钨基新材料和丝团产品新签合同额达 4096 万元，超过过去三年钨基材料的营收总和；此外，公司公告拟投建含能材料项目，有望打开公司长期发展空间。轨交自动化及信息化业务方面，太格时代作为我国轨交自动化领域综合实力全国前三的企业，自 2022 年计提商誉减值以来，盈利水平持续改善，2024 年上半年利润总额同比增长 48.09%。

盈利预测与估值：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 3.30/3.97/4.80 亿元，摊薄 EPS 为 0.53/0.64/0.77 元，当前股价对应 PE 为 18.7/15.6/12.9，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：下游采矿业需求不及预期风险；产业政策风险；原材料价格波动风险；在建项目进展不及预期风险等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,152	2,541	2,565	2,868	3,283
(+/-%)	8.3%	18.0%	0.9%	11.8%	14.5%
归母净利润(百万元)	144	305	330	397	480
(+/-%)	-40.1%	111.9%	8.5%	20.2%	21.0%
每股收益(元)	0.23	0.49	0.53	0.64	0.77
EBIT Margin	15.0%	15.3%	17.7%	18.8%	19.7%
净资产收益率 (ROE)	5.0%	9.8%	9.9%	10.9%	12.1%
市盈率 (PE)	43.1	20.3	18.7	15.6	12.9
EV/EBITDA	19.4	16.8	13.6	11.2	9.6
市净率 (PB)	2.17	1.99	1.85	1.71	1.56

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：王新航

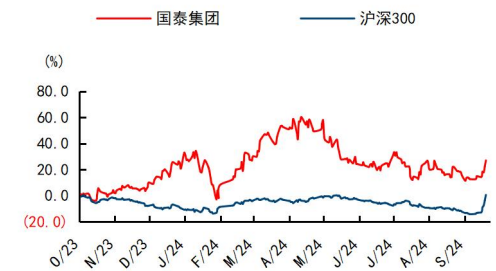
0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	10.60 - 12.19 元
收盘价	10.36 元
总市值/流通市值	6436/6436 百万元
52 周最高价/最低价	13.52/7.46 元
近 3 个月日均成交额	51.88 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	6
公司是江西省区域民爆一体化骨干企业	6
民爆业务是公司稳定的现金流及利润来源	10
民爆行业被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”	10
民爆行业区域景气度持续分化，矿产资源丰富地区需求依旧旺盛	12
供给端：政策强约束下民爆行业集中度不断提升	12
工业炸药原材料硝酸铵价格下行，公司盈利能力有望持续修复	15
电子雷管已基本实现全面替代，公司电子雷管产值大幅提升	16
江西有色金属储量丰富，民爆需求相对旺盛	19
依托江西省资源优势及大股东方产业优势，军工新材料业务成长可期	22
钽铌氧化物：定位产业链中上游环节，盈利水平持续改善	22
钨基材料：生产的硬质合金用途广泛，新签订单实现突破	25
含能材料：项目进展顺利，预计 2025 年下半年开始交付产品	26
公司高氯酸钾和轨交自动化及信息化业务盈利水平有所改善	27
高氯酸钾：烟花重要原材料，与公司多项业务存在协同作用	27
轨交自动化及信息化业务盈利水平有所改善	32
同业比较	34
盈利预测	36
估值与投资建议	39
风险提示	43
附表：财务预测与估值	45

图表目录

图 1: 国泰集团发展历程	6
图 2: 国泰集团股权结构图	6
图 3: 国泰集团营业收入及增速	8
图 4: 国泰集团归母净利润及增速	8
图 5: 国泰集团营收构成	8
图 6: 国泰集团毛利构成	8
图 7: 国泰集团各主营业务毛利率	9
图 8: 国泰集团期间费用率	9
图 9: 国泰集团现金流情况	9
图 10: 国泰集团资产、负债情况	9
图 11: 国泰集团民爆一体化业务营收及毛利润	10
图 12: 国泰集团民爆一体化各项业务营收及毛利占比	10
图 13: 民爆行业产业链	11
图 14: 2020 年中国民爆行业产品结构（按产值计）	11
图 15: 2021 年中国民爆行业下游需求占比	11
图 16: 2017-2024 年上半年中国民爆生产企业生产总值	12
图 17: 2017-2024 年上半年中国民爆生产企业利润总额	12
图 18: 国泰集团工业炸药产能变化	13
图 19: 国泰集团工业炸药产量、产能利用率	13
图 20: 国泰集团工业炸药季度销量	13
图 21: 国泰集团工业炸药销售价格、价差	13
图 22: 现场混装乳化炸药产品配方	15
图 23: 民爆生产企业利润率与硝酸铵价格	15
图 24: 硝酸铵价格、价差走势	16
图 25: 硝酸铵行业开工率	16
图 26: 2015-2023 年中国电子雷管产量及替代率	17
图 27: 国泰集团电子雷管季度销量	17
图 28: 国泰集团工业雷管平均售价	17
图 29: 国泰集团起爆器材业务营业收入及毛利润	17
图 30: 中国:PPI:有色金属矿采选业:当月同比	19
图 31: 江西十种有色金属产量	19
图 32: 中国有色金属矿采选业固定资产投资完成额累计同比	20
图 33: 江西工业炸药产量及增速	20
图 34: 江西省内河航道布局规划示意图	21
图 35: 长赣高铁线路示意图	21
图 36: 国泰集团军工新材料业务营收、毛利润	22
图 37: 国泰集团军工新材料营收构成	22

图 38: 钽下游应用分布	23
图 39: 铌下游应用分布	23
图 40: 钽铌产业链上各产品之间的相关性及其下游应用领域	24
图 41: 公司钽铌氧化物业务营收及毛利润	24
图 42: 公司自产钽铌氧化物季度营收及价格走势	24
图 43: 全国钨矿储量分布 (2022 年)	25
图 44: 国泰集团钨基材料业务营收和毛利润	25
图 45: 含能材料分类	26
图 46: 江苏红光营收、净利润	26
图 47: 2023 年我国四大烟花爆竹主产区烟花行业产值	28
图 48: 2016-2023 年浏阳市烟花爆竹产业总产值	28
图 49: 2023 年中国烟花爆竹出口金额区域分布	28
图 50: 永宁科技地理位置示意图	28
图 51: 国泰集团高氯酸钾销量	29
图 52: 国泰集团高氯酸钾业务营收及毛利润	29
图 53: 国泰集团高氯酸钾价格、价差	30
图 54: 永宁科技营收、净利润	30
图 55: 无人机与助推机构组成示意图	30
图 56: 小型固体火箭发动机	30
图 57: 桥丝式汽车安全气囊用电点火具结构图	31
图 58: 新余国泰营收及净利润	31
图 59: 公司轨交自动化及信息化业务营收及毛利润	32
图 60: 公司轨交自动化及信息化业务营收构成	32
图 61: 太格时代铁路供电综合 SCADA 系统	33
图 62: 太格时代营业收入及净利润	33
图 63: 中国铁路固定资产投资额及增速	33
图 64: 中国地铁运营线路长度及增速	33
图 65: 国泰集团与可比公司毛利率对比	34
图 66: 2023 年国泰集团与可比公司营收规模及构成对比	34
图 67: 国泰集团与可比公司民爆产品销售业务毛利率对比	34
图 68: 国泰集团与可比公司爆破服务业务毛利率对比	34
图 69: 国泰集团与可比公司期间费用率对比	35
图 70: 国泰集团与可比公司研发费用对比	35
图 71: 国泰集团与可比公司应收账款周转率对比	35
图 72: 国泰集团与可比公司现金及现金等价物净增加额对比	35
图 73: 国泰集团与可比公司资产负债率对比	36
图 74: 2023 年国泰集团与可比公司 ROE 对比	36

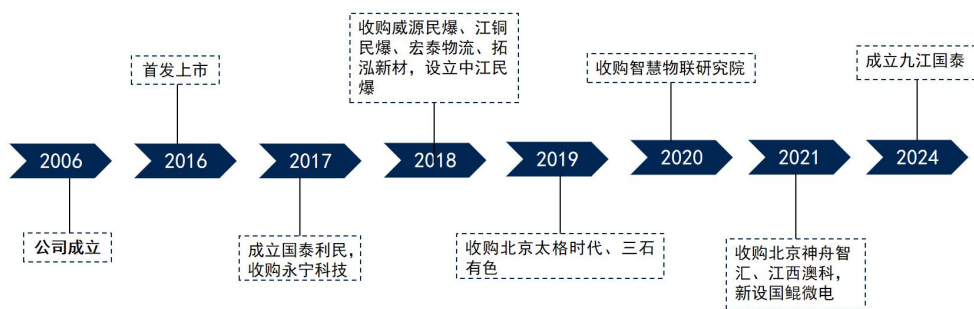
表1: 国泰集团各子公司简介	7
表2: “十四五”民爆行业发展主要预期指标	12
表3: 2023年民爆生产企业集团综合排名	14
表4: 电子雷管与传统工业雷管性能对比	16
表5: 主要民爆行业上市公司电子雷管许可产能	18
表6: 2022年江西主要矿产资源储量及全国占比(单位:万吨)	19
表7: 浙赣粤运河相关政策支持文件	20
表8: 国泰集团高氯酸钾产品特性及应用简介	27
表9: 公司轨交自动化及信息化业务主要子公司简介	32
表10: 国泰集团盈利拆分及预测表	37
表11: 公司盈利预测假设条件	39
表12: 资本成本假设	39
表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)	40
表14: 同类公司估值比较	41
表15: 含能材料业务对公司2026年经营情况影响的情景分析	42

公司概况

公司是江西省区域民爆一体化骨干企业

公司发展历程：2006年，国泰集团前身江西国泰民爆器材股份有限公司注册成立。2007-2012年间公司通过分立改制、资产注入和上市辅导，实现了企业结构和资产的优化，最终于2016年在上交所成功上市。2017年公司成立国泰利民，布局信息化产业，同年收购永宁科技，开始涉足高氯酸钾生产领域。2018年收购江铜民爆、威源民爆旗下民爆资产，实现江西全省民爆生产企业整体上市；同年收购拓泓新材，正式进入钽铌氧化物生产领域。2019年公司成功收购北京太格时代，进军轨道交通领域；同年收购三石有色，扩大钽铌氧化物生产规模。2021年，国泰集团收购北京神舟智汇和江西澳科，扩展军事仿真系统、钨基新型毁伤材料和新型非金属纤维材料等军工业务；同年新设国鲲微电，电子雷管芯片逐步实现自给。2024年，公司成立九江国泰，投建含能材料项目。未来，国泰集团将继续深耕江西本地民爆市场，重点发展军工新材料，由传统民爆生产企业向民爆一体化、军工新材料等多业务协同发展的集团公司转型升级。

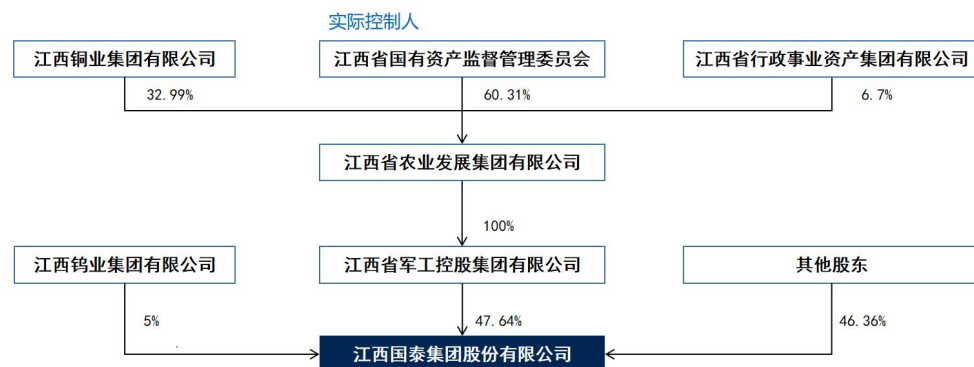
图1：国泰集团发展历程



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构：国泰集团的控股股东为江西省军工控股集团有限公司，直接持股比例为 47.64%；实际控制人是江西省国有资产监督管理委员会。公司第二大股东为江西钨业集团有限公司，持股比例为 5%。江西钨业集团有限公司主要从事钨、稀土、钽铌锂等稀有金属开采、冶炼、加工等业务，实控人亦为江西省国资委。

图2：国泰集团股权结构图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司深耕江西民爆市场，近年来重点发展军工新材料。公司的民爆一体化业务囊括了工业炸药、起爆器材和爆破工程，主要由江铜民爆、新余国泰、威源民爆等子公司展开，目前公司拥有工业炸药产能 17.4 万吨/年，电子雷管产能 2727 万发/年，2023 年公司工业炸药产量排名全国第九。军工板块深度介入军民融合领域，涉及军工新材料、军事仿真系统等领域，相关主体包括澳科新材、拓泓新材、三石有色等子公司；2019 年公司收购北京太格时代，开始布局轨交自动化及信息化业务，相关主体有太格时代、国泰利民等子公司，公司在轨交自动化领域综合实力全国前三。公司的其他业务主要指高氯酸钾，由子公司永宁科技生产经营。

表1: 国泰集团各子公司简介

	江铜民爆	主要为江铜集团德兴铜矿提供现场爆破作业一体化服务,年混装乳化炸药生产能力 4.4 万吨,年爆破作业量 1.3 亿吨以上
	新余国泰	江西省起爆器材产品唯一定点生产企业,主营产品:导爆管雷管、工业电雷管、电子雷管、塑料导爆管、磁电雷管,产许能力分别为 5000 万发/年、600 万发/年、1630 万发/年、3 亿米/年、200 万发/年
	吉安国泰	公司主营产品为乳化炸药、乳化粒状铵油炸药,现有一条年产 2.2 万吨乳化炸药(含 4000 吨乳化粒状铵油炸药)生产线
	萍乡国泰	经营范围为民用爆炸物品生产、销售、货物进出口,现有一条年产 20000 吨乳化炸药生产线
民爆一体化	威源民爆	主营产品:乳化炸药,生产许能力为 18000 吨/年+3000 吨/年(混装炸药)。
	抚州国泰	公司主要产品有乳化炸药。总生产能力为 18800 吨/年。
	赣州国泰	主营产品为乳化炸药、工业导爆索,生产许能力分别为 18000 吨/年、600 万米/年。
	龙狮科技	主营产品为乳化炸药,生产许能力为 12000 吨/年。
	宜丰国泰	主营产品为膨化硝铵炸药,是江西省唯一的粉状炸药生产线,生产许能力为 14000 吨/年
	国泰五洲	集爆破设计施工、矿山工程施工总承包、安全评估、安全监理、科研、机械化施工、拆除、运输为一体的专业化工程技术服务公司
	太格时代	轨道交通供电自动化系统集成商、信息化软件服务提供商之一
轨交自动化及信息化	国泰利民	一家在党建信息化凝聚核心竞争力、行业规模进入全国前三的信息化企业
	智慧物联研究院	专业化运营物联网专用网络,研发物联网专用模组和芯片,开发物联网连接管理平台,推广智慧物联网解决方案
	神舟智汇	专门从事模拟仿真与装备配套产品研发生产的高科技公司,核心产品 MAXSim 是采用国际先进技术开发完成、具有完全自主可控知识产权的仿真平台系统。支持国产麒麟操作系统,具有完备的仿真模型库。
军工新材料	澳科新材	从事钨基新型毁伤材料和新型非金属纤维材料的研发生产,公司拥有完整的钨合金材料和新型非金属纤维材料生产线,生产能力分别可达 200 吨和 150 万件
	拓泓新材	主营产品为钽铌金属化合物,年产能 300 吨
	三石有色	以钽铌湿法冶炼产品为主,覆盖高纯氧化物及超高纯氧化物等高附加值产品
其他业务	永宁科技	主营产品为高氯酸钾,年产 2 万吨高氯酸钾生产规模

资料来源:公司官网,国信证券经济研究所整理

公司营收规模和归母净利润不断提升。2016-2023年，公司营收从4.72亿元提升至25.41亿元，CARG为27.19%。同期归母净利润从1.01亿元提升至3.05亿元，CARG为17.1%。2022年公司实现营收增长8.27%但归母净利润下降40.13%，主要系对收购太格时代69.83%股权形成的商誉计提1.20亿元减值准备所致，当年公司其他主营业务保持了平稳发展。从公司的营收及毛利构成看，随着公司业务板块的不断扩展，民爆板块的占比不断下降，但仍为公司最大的营收和毛利来源，2023年营收及毛利占比分别为68.68%、68.45%，其中工业炸药占比分别为31.05%、32.34%，起爆器材占比分别为16.83%、22.11%，爆破工程占比分别为18.14%、12.59%。公司近些年重点发展的军工新材料业务大多仍处于产业化前期，盈利水平相对较低，2023年营收及毛利占比分别为6.81%、3.67%。轨交自动化及信息化业务盈利水平有一定波动，2023年营收及毛利占比分别为9.57%、10.53%。受益于烟花需求回暖，公司高氯酸钾业务景气度走高，2023年为公司贡献了9.54%的营收和12.39%的毛利。

图3: 国泰集团营业收入及增速



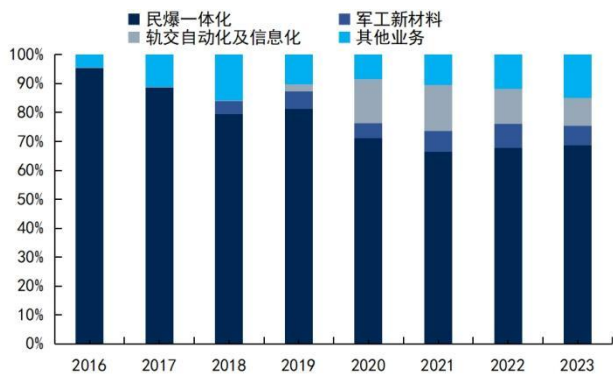
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 国泰集团归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 国泰集团营收构成



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

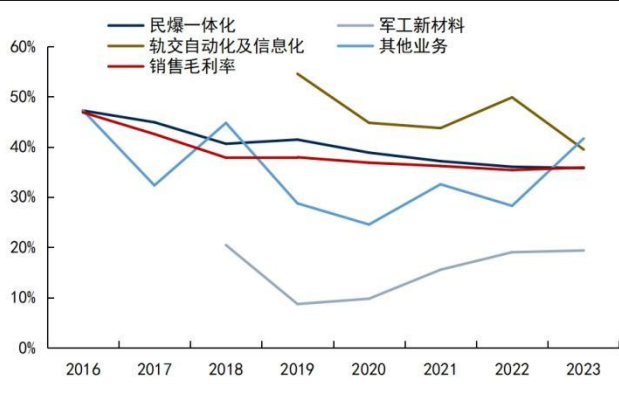
图6: 国泰集团毛利构成



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

主营业务毛利率保持相对稳定，期间费用率不断改善。2018 年公司完成对江西省内民爆资产整合后，公司的毛利率一直保持在 35%左右，整体盈利水平保持相对稳定，分业务看，民爆一体化及轨交自动化业务的毛利率高于公司整体水平，而军工新材料业务毛利率低于公司整体水平但呈现出持续改善的趋势。2016 年以来公司的期间费用率整体呈现下降趋势，主要是因为随着国企管理能力和销售策略不断优化，管理费用率和销售费用率大幅下降；公司注重围绕民爆和军工新材料关键环节进行研发，研发费用率稳定在 5%左右，在 13 家民爆上市公司中排名第 1。

图7：国泰集团各主营业务毛利率



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：国泰集团期间费用率



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司在手现金充裕，资产负债率较低。得益于民爆业务的稳定且较高利润率经营以及其他业务的稳健发展，2016 年以来公司的经营活动现金净流量一直保持了正值，公司期末现金余额也不断走高，截至 2024 年中报，公司货币资金余额达 10.48 亿元，在手现金较为充裕；公司资金状况相对良好，不需要过多依赖借债来进行经营，因此近些年公司的资产负债率一直保持在 35%以下。

图9：国泰集团现金流情况



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：国泰集团资产、负债情况

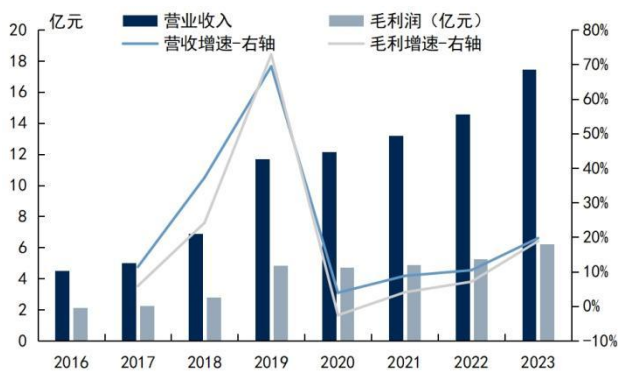


资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

民爆业务是公司稳定的现金流及利润来源

民爆业务是公司稳定的现金流及利润来源。2016-2023年，国泰集团民爆一体化销售业务营业收入从4.5亿元增长至17.45亿元，CAGR为21.36%；毛利润由2.13亿元增长至6.24亿元，CAGR为16.6%，营收占比由95.63%降至68.68%，毛利占比由96.36%降至68.45%。具体来看，2023年，工业炸药销售业务在国泰集团的营收占比为31.05%，毛利占比为32.34%，毛利率37.38%；起爆器材销售业务在国泰集团的营收占比为16.83%，毛利占比为22.11%，毛利率47.13%；爆破工程营收占比为18.14%，毛利占比为12.59%，毛利率24.91%。考虑公司是江西省唯一一家民爆企业，公司议价能力较强，而江西得益于有色金属产量不断提升以及运河等基础设施建设项目丰富，未来对公司的民爆器材以及爆破服务需求有望持续向好，民爆板块将持续为国泰集团带来稳定的现金流和利润，为公司发展其他业务起到良好支持作用。

图11: 国泰集团民爆一体化业务营收及毛利润



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 国泰集团民爆一体化各项业务营收及毛利占比



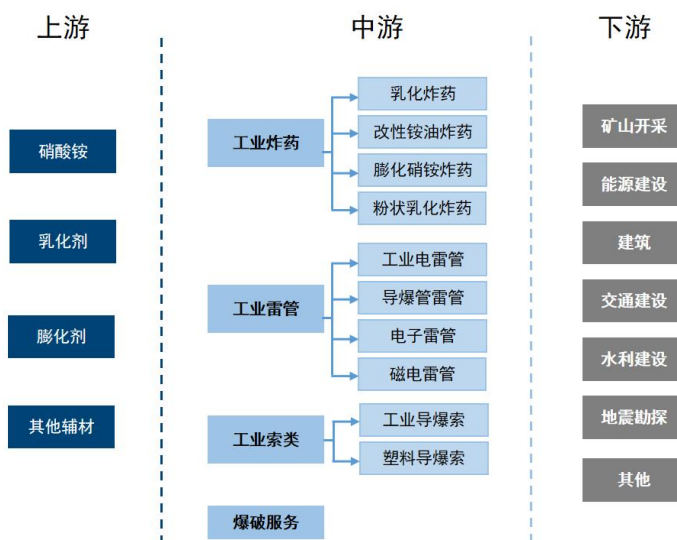
资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

民爆行业被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”

民爆是民用爆破器材的简称，主要包括工业炸药和电子雷管等产品，民爆产业上游为硝酸铵、乳化剂等化工品；民爆产品广泛应用于矿山开采、水利水电、交通建设、城市改造、地质勘探、爆炸加工及国防建设等领域，因此民爆行业常被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”。

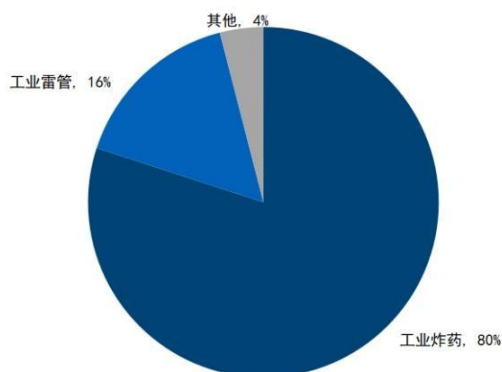
工业炸药占据中国民爆市场主要份额，矿业开采是民爆行业主要需求领域。工业炸药在民爆产品结构中占据主导地位，以产值计算，2020年工业炸药在民爆产品结构占比80%，工业雷管占比16%。我国民爆制品主要服务于矿山开采，从2021年工业炸药销售流向数据上看，用于煤炭、金属、非金属矿山开采的炸药量分别占炸药总销量的24.4%、25.6%、21.5%，合计占比71.5%，2023年三大矿山开采领域占比提升至74.8%。国泰集团的工业炸药销售区域主要集中在江西全省，并可辐射江西周边的湘东、粤东、浙西等地，而江西的有色金属矿产资源较为丰富，因此公司的工业炸药主要流向有色金属开采领域。

图13: 民爆行业产业链



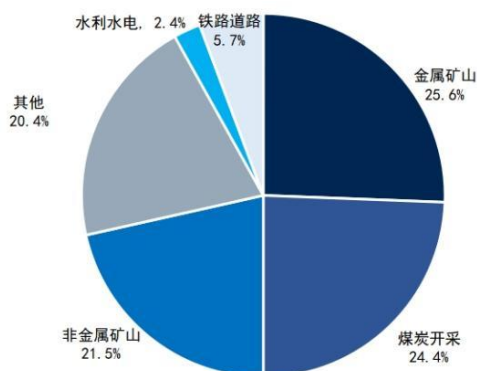
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图14: 2020年中国民爆行业产品结构（按产值计）



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图15: 2021年中国民爆行业下游需求占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

民爆行业区域景气度持续分化，矿产资源丰富地区需求依旧旺盛

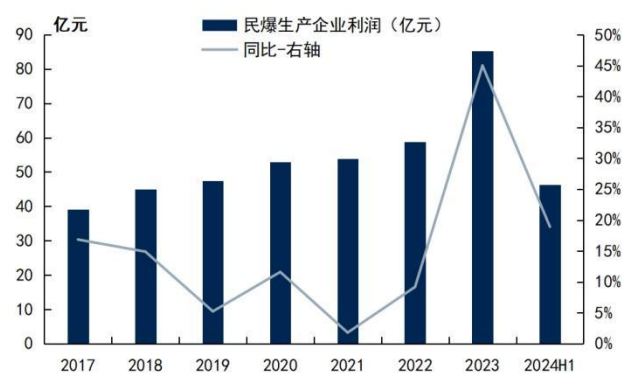
民爆行业景气度呈现区域结构性分化，矿产资源丰富地区民爆需求依旧旺盛。据中国爆破器材行业协会数据，2017-2023年，我国民爆生产企业生产总值和利润总额保持平稳增长，2023年我国民爆生产企业生产总值达436.58亿元，同比增长10.93%，利润总额达到85.27亿元，同比增长44.99%。2023年民爆生产企业利润水平提升幅度较大主要得益于电子雷管的全面推广，随着电子雷管基本实现了对普通工业雷管的全面替代，未来民爆生产企业生产总值增速会趋缓。2024年上半年，民爆生产企业累计完成生产总值192.55亿元，同比下降5.49%；累计实现利润总额46.26亿元，同比增长18.92%。分区域看，2024年上半年全国工业炸药产量呈正增长的省份有11个，其中新疆、西藏工业炸药产量同比增幅超过15%，而湖南、重庆等地工业炸药产量同比降幅超过15%，江西的工业炸药产量增速为9.75%，排名全国第5。总的来说，未来矿产资源相对匮乏以及基础设施建设趋于完善的地区民爆需求相对较弱，而西部地区以及矿产资源储量丰富的地区如江西民爆需求仍将保持旺盛。

图16: 2017-2024年上半年中国民爆生产企业生产总值



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

图17: 2017-2024年上半年中国民爆生产企业利润总额



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

供给端：政策强约束下民爆行业集中度不断提升

政策指引民爆行业持续进行整合。民爆产品易燃易爆，生产、运输、使用过程中存在风险环节，在国家对安全生产越来越重视的背景下，民爆行业的监管政策趋严。2021年12月，工信部发布《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，规划中指出要通过推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构、推动企业转型四个方面来调整优化行业结构。

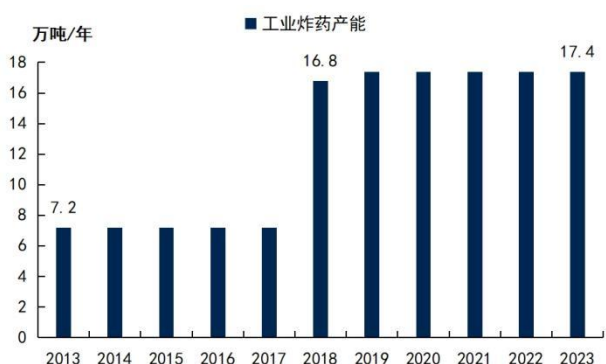
表2: “十四五”民爆行业发展主要预期指标

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

资料来源: 工业和信息化部《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，国信证券经济研究所预测

公司积极响应政策号召，完成整合江西省内民爆企业。2018 年公司完成收购江铜民爆、威源民爆旗下民爆资产，实现了江西全省民爆生产企业整体上市，目前国泰集团拥有工业炸药产能 17.4 万吨/年，其中包装工业炸药产能 12.18 万吨/年，主要分布在新余国泰、吉安国泰、威源民爆等子公司。公司现场混装炸药产能 5.22 万吨/年，产能占比达到 30%，其中 4.4 万吨/年产能由江铜民爆进行生产运营，主要服务于亚洲最大的露天铜矿德兴铜矿开采作业，江铜民爆是目前国内最大单点现场混装炸药生产和现场爆破作业企业，年爆破作业量达 1.3 亿吨。为响应《民爆行业“十四五”规划》提出的“到 2025 年民爆企业现场混装炸药许可产能占比 $\geq 35\%$ ”政策，国泰集团结合江西多山地丘陵的地形，创新推广现场混装炸药“集中制备+远程配送”模式，2023 年国泰集团 8200 吨/年现场混装地面站投入试生产并在弋阳海螺项目成功打响全省远程配送“首爆”，我们预计到 2025 年公司的现场混装炸药产能占比将达到 35%。

图18: 国泰集团工业炸药产能变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

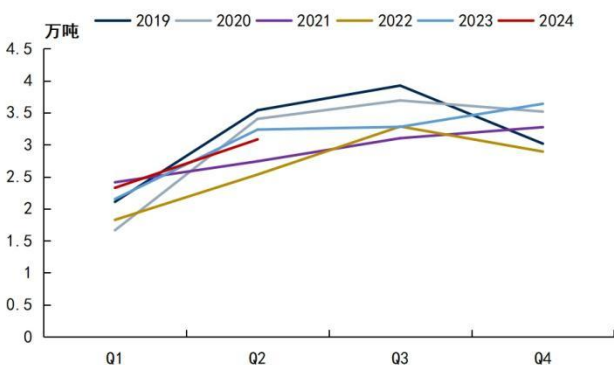
图19: 国泰集团工业炸药产量、产能利用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司工业炸药产能利用率较高，盈利水平相对稳定。自 2018 年公司整合完江西省内民爆资产以来，公司的工业炸药产能利用率始终维持在 90% 以上，2023 年产能利用率为 93.48%。从工业炸药的销售季节性差异看，一般一季度是销售淡季，二三季度是公司工业炸药的销售旺季。根据公司的工业炸药季度销售均价以及原材料硝酸铵的价格可以看出，公司可以将原材料价格上涨带来的成本提升顺畅地转移到下游企业，从而使得公司工业炸药的盈利水平维持相对稳定。

图20: 国泰集团工业炸药季度销量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图21: 国泰集团工业炸药销售价格、价差



资料来源：公司公告、中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

公司是区域性民爆一体化骨干企业，在江西省具有绝对的竞争优势。国泰集团的工业炸药销售区域主要集中在江西全省，并可辐射江西周边的湘东、粤东、浙西等江西周边地区。据中国爆破器材行业协会，2023年国泰集团的民爆生产总值排名全国第11，工业炸药产量排名全国第9，工业雷管产量排名全国第12，爆破服务收入排名全国第19。整体来讲，国泰集团的民爆业务的定位为区域性民爆一体化骨干企业，考虑工业炸药的运输半径限制，国泰集团的工业炸药在江西省内拥有绝对的竞争优势。2012年以来，公司的工业炸药业务毛利率一直保持在35%以上，为公司提供了一个稳定的现金流及利润来源。

表3: 2023年民爆生产企业集团综合排名

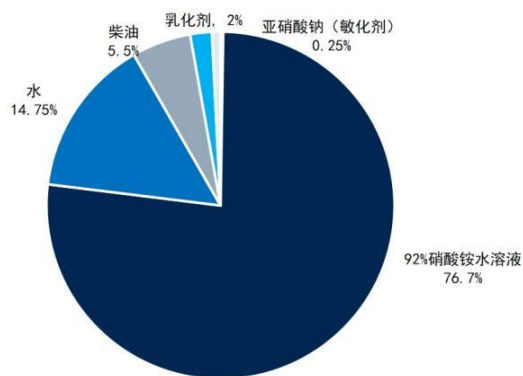
序号	生产总值		工业炸药年产量		工业雷管年产量		爆破服务收入	
	集团名称	生产总值(亿元)	集团名称	年产量(万吨)	集团名称	年产量(亿发)	集团名称	爆破服务收入(亿元)
1	北方特能	44.5	易普力	50.31	云南民爆集团	0.75	广东宏大	93.16
2	易普力	42.26	北方特能	44.63	北方特能	0.7	易普力	57.01
3	广东宏大	26.87	广东宏大	38.37	雅化集团	0.68	保利联合	50.67
4	保利联合	26.22	保利联合	33.38	前进民爆	0.55	雪峰科技	25.09
5	雅化集团	25.78	云南民爆集团	24.62	易普力	0.53	北方特能	17.17
6	云南民爆集团	23.13	雅化集团	23.87	保利联合	0.52	雅化集团	15.29
7	内蒙古生力	20.12	内蒙古生力	19.02	壶化股份	0.48	抚顺隆烨化工	11.10
8	抚顺隆烨化工	20.06	凯龙股份	18.87	抚顺隆烨化工	0.46	前进民爆	10.61
9	凯龙股份	17.52	国泰集团	16.28	金奥博	0.38	内蒙古生力	7.87
10	前进民爆	15.4	抚顺隆烨化工	16.21	凯龙股份	0.31	陕西红旗民爆	5.73
11	国泰集团	14.8	雪峰科技	11.57	重庆顺安	0.26	安徽雷鸣科化	4.73
12	雪峰科技	12.72	福建海峡科化	11.48	国泰集团	0.25	浙江利化民爆	4.4
13	壶化股份	10.07	平朔多种经营开发公司炸药厂	10.65	内蒙古生力	0.23	浙江新联民爆	4.39
14	金奥博	9.97	前进民爆	10.25	辽宁华丰	0.2	同德化工	4.27
15	福建海峡科化	9.79	神华准格尔能源公司炸药厂	9.75	福建海峡科化	0.19	山西民爆集团	4.1
16	山西民爆集团	8.02	内蒙古盛安	9.38	广东宏大	0.19	凯龙股份	3.86
17	重庆顺安	6.97	山西民爆集团	8.47	雪峰科技	0.15	内蒙古盛安	3.39
18	浙江新联民爆	6.87	陕西红旗民爆	8.32	浙江新联民爆	0.15	河南松光民爆	2.69
19	四川石油射孔器材	5.71	同德化工	8.15	湖北卫东化工	0.11	国泰集团	2.04
20	平朔多种经营开发公司炸药厂	5.65	金奥博	6.97	山西民爆集团	0.09	福建海峡科化	1.76

资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

工业炸药原材料硝酸铵价格下行，公司盈利能力有望持续修复

硝酸铵是工业炸药最主要的原材料，其价格变动会直接影响公司盈利水平。据葛洲坝易普力四川爆破工程有限公司米易生产点变更技术改造项目环评公告，现场混装乳化炸药产品配方中 92%硝酸铵水溶液占比达 76.7%，是工业炸药最主要的原材料，因此硝酸铵的价格波动会对公司的利润水平会产生一定影响。据中国爆破器材行业协会数据，民爆生产企业的利润率与硝酸铵价格走势大致相反，且企业的利润率变化有一定的滞后性，这与民爆企业的调价周期有关。

图22：现场混装乳化炸药产品配方



资料来源：葛洲坝易普力四川爆破工程有限公司米易生产点变更技术改造项目环境影响报告表，国信证券经济研究所整理

图23：民爆生产企业利润率与硝酸铵价格



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理
注：民爆生产企业利润率=利润/生产总值

硝酸铵供需正重新恢复平衡，公司原材料成本压力有望继续缓解。硝酸铵是由硝酸和合成氨制得，其中合成氨的主要原料有煤、天然气等，除用于生产炸药外，硝酸铵同时也是一种氮肥，我国 70%的硝酸铵用于生产炸药，25%的硝酸铵用作化肥，因此硝酸铵价格会受到炸药、化肥供需两端的影响。2021 年第四季度煤炭价格大幅上涨，推动硝酸铵的价格从约 2200 元/吨快速上涨至最高 3300 元/吨，叠加一季度季节性淡季，民爆生产企业整体利润率从 2021 年 12 月的 17.66% 跌至 2022 年 2 月的 -2.37%，但民爆企业通过调价的方式很快便将成本压力转移到下游企业，行业利润率快速修复。2023 年以来，硝酸铵行业供需逐步恢复平衡，2023 年全年国内硝酸铵市场便整体保持小幅下行走势，全年跌幅约 8%，2024 年 1-7 月份，工业硝酸铵价格继续保持下降趋势，7 月粉状硝酸铵价格下跌至 2574 元/吨，同比下降 10.33%。**展望未来**，考虑到当前硝酸铵价格仍处于历史上较高位置，价差及盈利水平良好，行业开工率仅 50% 左右，煤炭价格下降使得成本端支撑减弱，因此我们认为在不出现重大突发因素的前提下，硝酸铵价格不具备持续上涨的内在动因，2024 年国内硝酸铵价格有望延续 2023 年的小幅下降趋势，原材料跌价有望使得公司盈利水平进一步修复。

图24: 硝酸铵价格、价差走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理
注：价差=工硝酸铵价格-0.46*合成氨价格

图25: 硝酸铵行业开工率



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

电子雷管已基本实现全面替代，公司电子雷管产值大幅提升

电子雷管具有更高的安全性、可靠性与爆破效率。工业雷管的作用是产生起爆能来引爆各种炸药及导爆索、传爆管，目前工业雷管主要分为传统工业雷管和电子雷管。传统工业雷管主要为导爆管雷管、工业电雷管，通过内置的化学延期药剂实现延期。电子雷管采用电子控制模块替代化学延期药剂实现延期，相较传统工业雷管具有更高的安全性、可靠性与爆破效率。同时，电子控制模块能够内置密码和身份码，可实现电子雷管从生产到使用的全过程管控。

表4: 电子雷管与传统工业雷管性能对比

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

资料来源：盛景微招股说明书，国信证券经济研究所整理

政策强制全面推广使用电子雷管。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》指出，严格执行工业雷管减量置换为工业数码电子雷管政策，全面推广工业数码电子雷管，除保留少量产能用于出口或其它经许可的特殊用途外，2022年6月底前停止生产、8月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管。

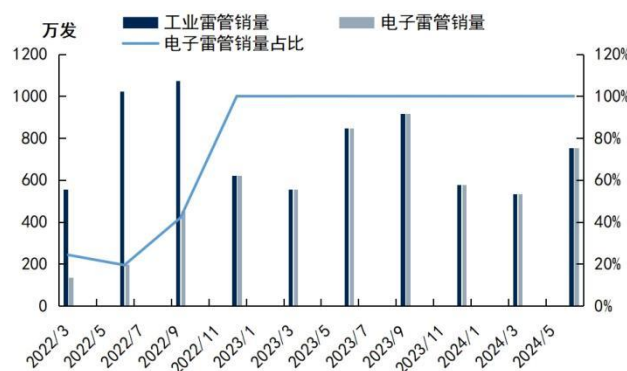
电子雷管基本实现了对工业工业雷管的全面替代，雷管行业产值大幅提升。据中国爆破器材行业协会数据，电子雷管产量从2015年的0.015亿发增长至2023年的6.7亿发，年均复合增长率达114.41%；电子雷管替代率（电子雷管产量/工业雷管总产量）逐年上升，从2015年的0.12%提升至2023年的93.06%。从月度数据来看，2023年12月我国电子雷管替代率已达95.45%，电子雷管全面替代普通工业雷管的政策已基本实现预期效果，国泰集团积极响应电子雷管替代政策，2022年四季度公司的电子雷管销量占比便已提升至99.97%。

图26: 2015-2023年中国电子雷管产量及替代率



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图27: 国泰集团电子雷管季度销量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司电子雷管业务营收和利润水平大幅提升。据公司公告，2019年公司工业雷管中电子雷管的销量占比仅7.16%，2017-2018年公司的工业雷管销售以普通工业电雷管为主，两年间季度销售均价在2.38-3.18元/发区间内；而随着公司在2022年四季度完成电子雷管对传统工业雷管的全面替代后，公司的电子雷管季度销售均价便在14元/发左右波动。得益于电子雷管的全面推广，公司的起爆器材业务的营收和毛利润水平实现大幅提升，2023年公司的起爆器材业务营业收入达到4.28亿元，是2016年的5.37倍，且2017年以来起爆器材业务的毛利率始终维持在45%以上。2023年，起爆器材业务在公司的营收占比为16.83%，毛利占比为22.11%，是公司重要的利润来源。

图28: 国泰集团工业雷管平均售价



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29: 国泰集团起爆器材业务营业收入及毛利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司电子雷管产能充足，控股电子雷管芯片企业。 国泰集团现有电子雷管产能 2727 万发/年，产能利用率处于行业较高水平。电子雷管成本方面，据盛景微招股说明书，2020 年至 2023 年上半年，其电子雷管用电子控制模块销售均价一直维持在 5.01-5.10 元/个的区间，考虑国泰集团电子雷管 14 元/发左右的售价，电子芯片是电子雷管最大的成本来源。为解决电子芯片的稳定供应，国泰集团全资子公司新余国泰与上海鲲程合资设立国鲲微电子，新余国泰占 51% 股权。国鲲微电主营电子数码雷管芯片模组的制造及销售，属于集成电路产业，一期 2000 万发电子雷管芯片模组已达产达标，二期实现年产 5000 万发电子雷管芯片模组的扩能工作处于可行性研究阶段，国鲲微电可以保障公司绝大部分电子雷管生产所需电子芯片稳定供应，使公司的电子雷管产品在相对激烈的市场竞争中保持成本优势。

表5：主要民爆行业上市公司电子雷管许可产能

	电子雷管许可产能（万发/年）	在建产能（万发/年）	2023 年工业雷管产量（万发）
保利联合	17265	11500	5200
金奥博	8522		3800
易普力	6450	3400	5300
壶化股份	5880		4800
江南化工	3670		2617
广东宏大	3334		1900
凯龙股份	2900		3100
国泰集团	2727		2500
雪峰科技	1890	740	1500

资料来源：中国爆破器材行业协会，各公司公告，国信证券经济研究所整理

江西有色金属储量丰富，民爆需求相对旺盛

江西有色金属矿产资源丰富。江西省多个有色金属矿种的保有储量位居全国前列，铜、钨、铀钍、钽铌和稀土被誉为江西省的“五朵金花”。其中钨资源储量居全国第一；铜、铋资源储量居全国第三，具有储量大，埋藏浅，易采易选，伴生矿产多的特点；中重稀土资源储量居全国第一，且稀土资源独具特色、集中度高，品类齐全，是富含铽、镝、铕、钇等高价稀土元素的离子型资源。据江西省商务厅，有色金属是江西省的传统优势产业，近几年江西有色金属产业营业收入约占全省工业的近五分之一，约占全国有色金属产业的近十分之一。

表6: 2022年江西主要矿产资源储量及全国占比（单位：万吨）

	铜	钨	钽	金	银
江西	668.22	169.36	3.94	0.017	0.99
全国	4077.18	299.56	29.25	0.31	7.03
江西占比	16.39%	56.54%	13.47%	5.48%	14.08%

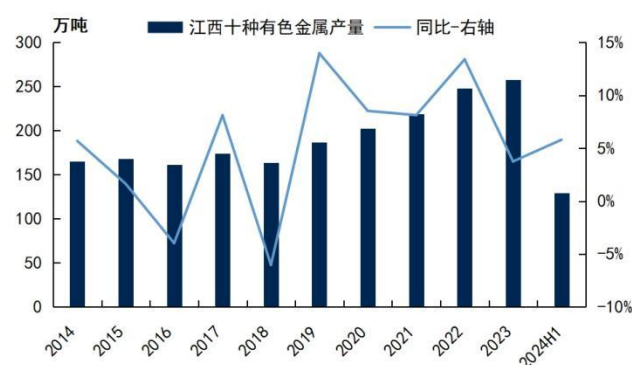
资料来源：自然资源部《2022年全国矿产资源储量统计表》，国信证券经济研究所整理

图30: 中国:PPI:有色金属矿采选业:当月同比



资料来源：Wind、国家统计局，国信证券经济研究所整理

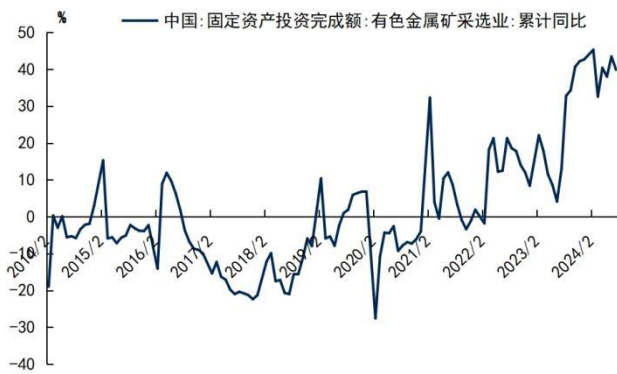
图31: 江西十种有色金属产量



资料来源：Wind、国家统计局，国信证券经济研究所整理

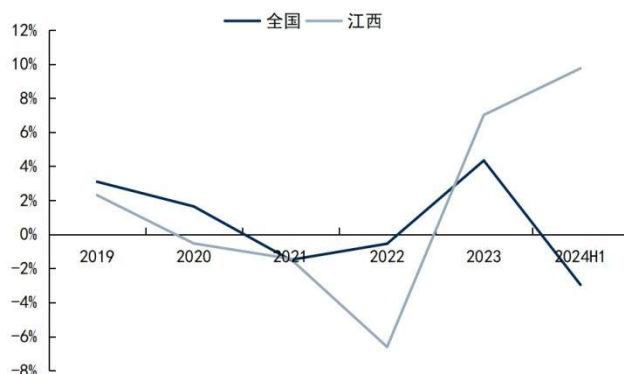
有色金属采选业处于高景气周期，江西省民爆需求旺盛。价格方面，2020年以来，多数有色金属如铜、金、钨等价格不断走高，2019年5月以来中国有色金属矿采选业PPI当月同比数据便一直为正值，2024年8月报17.1%，反映出有色金属矿采选业商品出厂价格指数不断走高。产量方面，国家统计局统计的江西省十种有色金属产量近些年来不断提升，2024年上半年产量达129.62万吨，同比增长5.8%。固定资产投资方面，2024年上半年中国有色金属矿采选业固定资产投资完成额累计同比提升43.50%。整体来讲，当前有色金属采选业正处于高景气周期，对民爆制品的需求形成强力支撑，据中国爆破器材行业协会数据，2024年上半年，江西省工业炸药产量7.21万吨，同比增长9.75%，而同期全国工业炸药产量207.18万吨，同比减少2.96%，江西的工业炸药产量增速高于全国平均水平，侧面印证了江西有色金属采选业对民爆制品的需求拉动。

图32: 中国有色金属矿采选业固定资产投资完成额累计同比



资料来源: Wind、国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图33: 江西工业炸药产量及增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

江西在建及规划多个大型基建项目, 将有力提振公司民爆需求

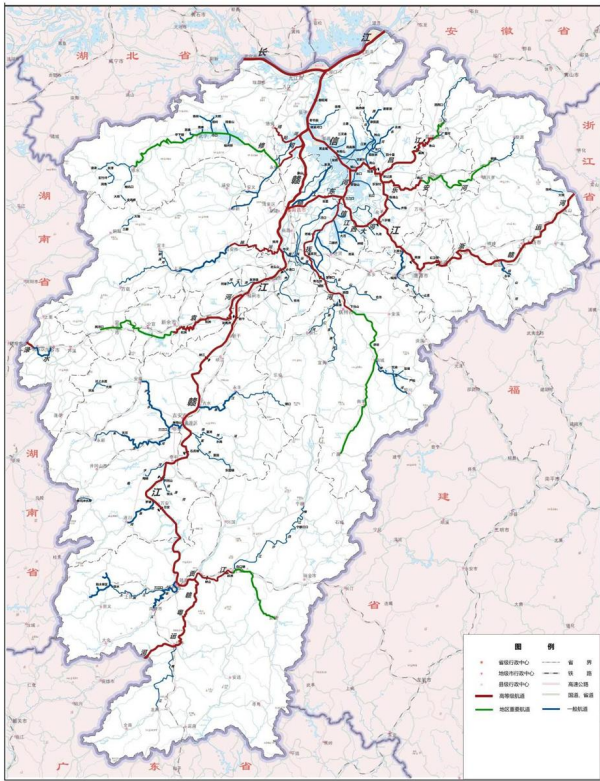
江西在建及规划多个大型基建项目, 将有力提振公司民爆需求。江西地形以山地、丘陵为主, 山地占全省总面积的 36%, 丘陵占 42%, 基建施工难度较大, 爆破作业可以大幅提高建设效率, 因此民爆制品在大型基础设施建设中具有不可替代的作用。**水利设施方面**, 近些年来多部门出台了多项政策支持浙赣粤运河的修建工作, 目前各项前期工作正在积极筹备过程中, 据江西省人民政府印发的《关于推进交通强省建设的意见》, 浙赣粤运河由赣粤运河、浙赣运河组成, 其中赣粤运河规划全长约 1228 公里 (江西境内全长 758 公里), 规划投资匡算约 1500 亿元; 浙赣运河规划全长约 760 公里 (江西境内全长 410 公里), 规划投资匡算约 1700 亿元。**铁路方面**, 2022 年瑞梅铁路 (江西瑞金-广东梅州) 开工建设, 线路全长 240.29km, 全线共设有 134 座桥梁、88 座隧道。同年, 长赣高铁 (湖南长沙-江西赣州) 开工建设, 长赣高铁正线长 405.32km, 全线大中桥共计 232 座, 隧道 131 座。国泰集团的民爆器材产品除在江西省内全覆盖外, 浙西、湘东、粤东地区也是公司民爆器材产品销售的重点区域。浙赣粤运河、瑞梅铁路、长赣高铁等一些列大型基础设施建设工程的推进有望拉动公司民爆产品及爆破工程的需求, 对公司利润增厚起到积极作用。

表7: 浙赣粤运河相关政策支持文件

文件名称	发布单位	发布时间	主要内容
《内河航运发展纲要》	交通运输部	2020 年 5 月	形成浙赣粤通道等纵向走廊
《关于新时代支持革命老区振兴发展的意见》	国务院	2021 年 2 月	研究论证赣粤运河可行性
《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设意见》	交通运输部	2024 年 6 月	指导深化湘桂、赣粤及浙赣运河前期研究论证。
《关于推进交通强省建设的意见》	中共江西省委、江西省人民政府	2020 年 11 月	建设世纪水运工程浙赣粤运河
《江西省“十四五”综合交通运输体系发展规划》	江西省政府办公厅	2021 年 12 月	加快赣粤运河前期工作, 加快赣粤运河重点问题研究, 力争“十四五”开工建设。
《江西省综合立体交通网规划》	江西省办公室 (党委办公室)	2023 年 10 月	布局跨区域浙赣粤水运大通道
《广东省航道发展规划 (2020—2035 年)》	广东省交通运输厅	2020 年 12 月	进一步对粤赣运河等跨流域、跨航道运河开发研究和沿海航道开发
《广东省综合立体交通网规划纲要》	广东省交通运输厅	2022 年 1 月	研究推动赣粤运河等水系沟通工程
《赣州市水利建设三年行动计划 (2020—2022 年)》	赣州市市政府办公室	2020 年 8 月	规划推进赣粤运河水利项目
《衢州市体系化落实“十项重大工程”工作总体方案》	衢州市人民政府办公室	2023 年 4 月	开工建设浙赣运河

资料来源: 各部门官网, 国信证券经济研究所整理

图34: 江西省内河航道布局规划示意图



资料来源:《江西省内河航道与港口布局规划(2021-2050年)》, 国信证券经济研究所整理

图35: 长赣高铁线路示意图



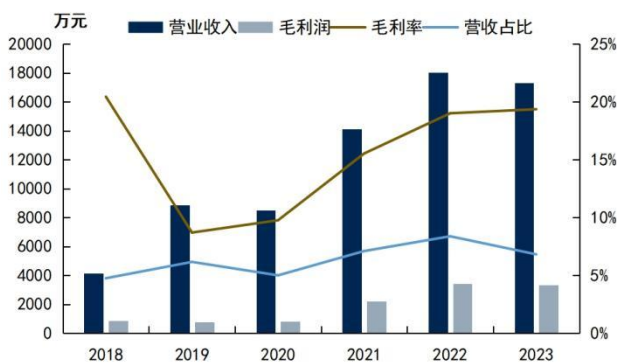
资料来源:湖南省人民政府官网, 国信证券经济研究所整理

依托江西省资源优势及大股东方产业优势，军工新材料业务成长可期

国泰集团是江西省军工集团旗下上市公司，大股东赋能公司军工业务发展。2006年，江西省国防科工办设立江西省军工资产公司，主要作为地方军工产业投资平台；2014年7月，为实现省属国有资产集中统一管理，江西省军工资产公司由省国防科工办划归江西省国资委，由江西大成国有资产经营公司履行出资人职责；2016年1月，江西省军工资产公司更名为江西省军工集团。目前，江西省军工集团所属国泰集团、江西国科、新余国科等全资和控股企业18家，所属企业主营业务包括弹药、引信、军用火工品、船舶建造、军工电子、航空航天、人影燃爆器材、人影天气装备、军工靶试等研发、生产和销售等。

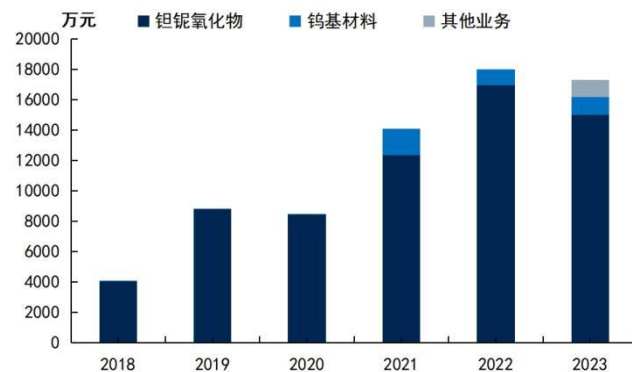
国泰集团的军工新材料业务始于2018年，国泰集团通过投资拓泓新材，快速进入钽铌湿法分离冶炼行业，钽和铌通常用作合金的添加剂，可以生产多种高性能的合金，在军工领域拥有广泛的用途。2021年，公司以自有资金4163.27万元认购澳科新材51%股权，澳科新材充分利用江西省丰富的钨材料原料优势，专业从事军用钨基新型毁伤材料和新型非金属纤维材料科研、生产。2018-2023年，公司的军工新材料业务营业收入从4118.2万元增长至1.50亿元，营收占比提升至6.81%，毛利率呈现持续改善趋势，目前军工新材料业务已成为国泰集团的重点发展的业务，考虑公司钽铌氧化物产能提升、钨基材料新签订单金额明显提升以及未来公司含能材料项目投产，我们预计未来公司的军工业务将成为继民爆业务之后又一重要利润增长点。

图36: 国泰集团军工新材料业务营收、毛利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图37: 国泰集团军工新材料营收构成



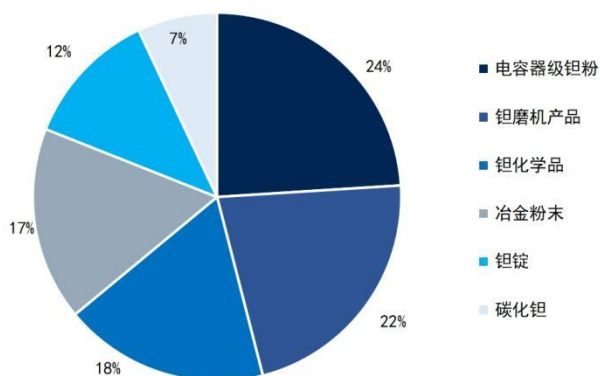
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

钽铌氧化物：定位产业链中上游环节，盈利水平持续改善

钽、铌被称为工业味精，下游用途广泛。国泰集团下属子公司拓泓新材、三石有色从事号称“工业味精”之称的稀有金属钽（Ta）铌（Nb）冶炼业务。钽的下游用途相对分散，主要用途是电容器级钽粉、钽轧制品、钽化学品等，可应用于军工航天、电子信息、半导体、超导等领域。铌最大的消费领域是高强度低合金的铌铁，主要用来生产特种钢，可应用于军工航天、特种钢材、三元电池等领域。

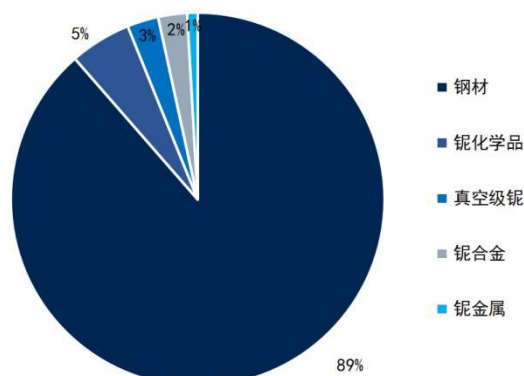
江西是我国钽铌矿主产区，股东方钽铌矿实现资源赋能。钽铌是同族元素，性质相近，在自然界中常常以共伴生矿物存在。中国钽铌资源储量相对较缺乏，国内主要分布在内蒙古、江西，两地的钽铌矿分别占到全国的 79%、13%，江西的钽铌矿属花岗岩型，一般规模较大，而且品位相对较高，而内蒙古的钽铌矿由于矿石成分复杂回收率低，开发利用程度较低。江西宜春钽铌矿是目前亚洲最大的钽铌铀露采矿山，是江西国资委旗下江西钨业控股集团有限公司的全资矿山企业，与国泰集团属同一实控人。子公司拓泓新材、三石有色分别与宜春钽铌矿公司于 2021 年 11 月 5 日签署《钽铌矿业务战略合作框架协议》，合作双方在钽铌矿产资源开发、产品供销层面建立战略合作伙伴关系，公司钽铌业务的原材料实现了稳定供应。

图38：钽下游应用分布



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

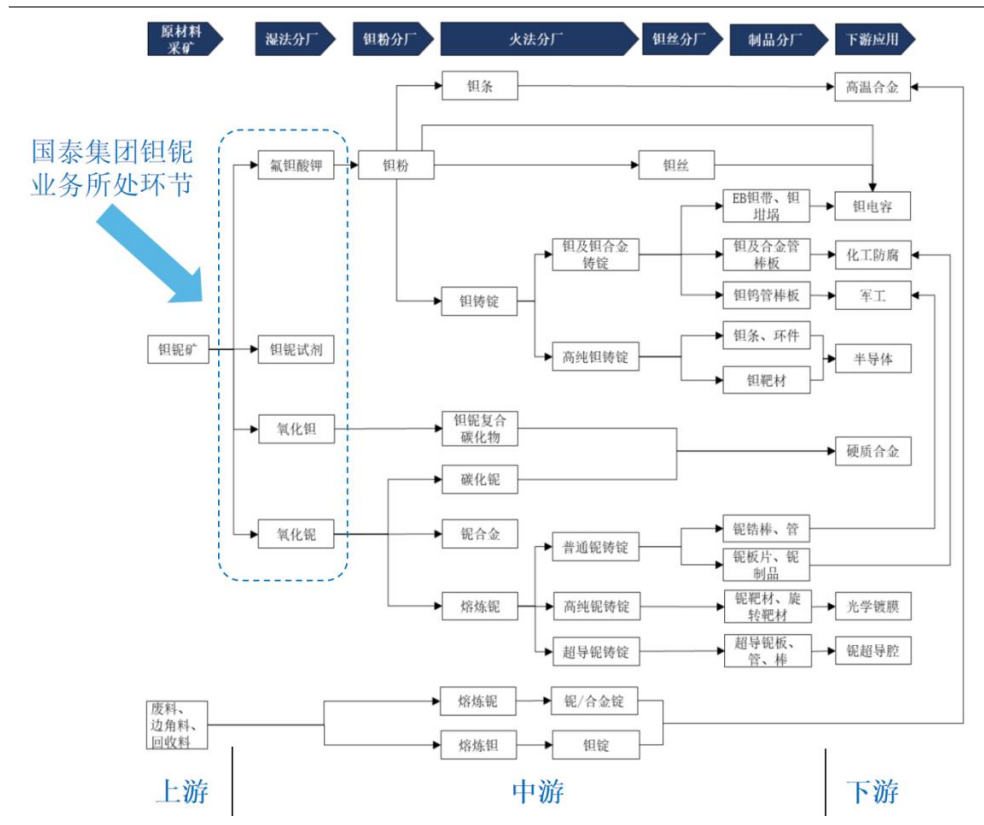
图39：铌下游应用分布



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

公司钽铌业务处于产业链中上游环节。目前，国泰集团的钽铌业务主要产品有氧化铌、氟钽酸钾等钽铌氧化物，处于钽铌产业链的中上游环节，由拓泓新材、三石有色两家子公司展开，分别位于江西省宜春市和新余市，靠近江西钽铌矿产区。拓泓新材的主要产品为普通氧化钽、氟钽酸钾、氧化铌，产能为 500 吨/年钽铌化合物，进一步制成钽粉、钽锭、铌锭后进入电子、硬质合金、新能源等终端行业，主要客户为钽铌氧化物的加工企业及终端行业的配套企业。三石有色覆盖高纯氧化物及超高纯氧化物等高附加值产品，产能为 1000 吨/年钽铌氧化物，目前三石有色冶金级钽铌氧化物已进入稳定量产阶段，高纯钽铌氧化物的生产处于工艺改进过程中，三石有色钽铌氧化物新产能的投产将丰富公司的钽铌冶炼加工产品种类，提升公司钽铌板块整体盈利水平。

图40: 钨钼产业链上各产品之间的相关性及其下游应用领域



资料来源: 东方钨业 2022 年向特定对象发行 A 股股票募集说明书, 国信证券经济研究所整理

公司钨钼业务的营收规模和盈利水平有望更上一步台阶。自 2018 年公司控股拓泓新材介入钨钼业务以来, 公司的钨钼业务的规模不断扩大, 在 2018-2023 年期间, 公司钨钼氧化物业务营收复合增速 29.56%, 毛利润复合增速 25.15%。此外, 通过提高高端产品的销售占比, 公司钨钼业务的毛利率也呈现不断改善的趋势。根据公司公告, 公司自产氧化钨产品的销售均价已从 2022 年一季度的 232.82 元/公斤提升至 2024 年第二季度的 329.97 元/公斤, 自产氟钨酸钾的销售均价在 800 元/公斤上下平稳运行, 钨钼业务的盈利水平持续改善。2024 年上半年, 子公司拓泓新材大力增产拓销, 实现营业收入 10946 万元, 同比增长 35%。未来, 随着子公司三石有色钨钼氧化物新产能的逐渐爬坡, 公司钨钼业务的营收规模和盈利水平有望更上一步台阶。

图41: 公司钨钼氧化物业务营收及毛利润



图42: 公司自产钨钼氧化物季度营收及价格走势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

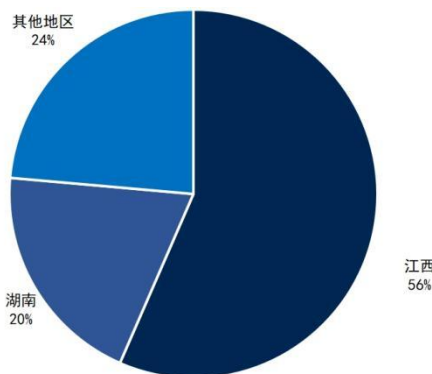
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

钨基材料：生产的硬质合金用途广泛，新签订单实现突破

江西钨矿储量丰富，钨下游用途广泛。钨属于稀有金属，具有高熔点、高比重、高硬度的物理特性，用其制造的硬质合金具有超高硬度和优异的耐磨性，含钨制品广泛应用于工业、军事等领域。据自然资源部发布的《2022年全国矿产资源储量统计表》，江西钨矿储量达169.36万吨，占全国总储量的56%，位居全国第一，钨产业集群发展。国泰集团控股股东江西省军工控股集团有限公司所属企业主营业务包括弹药、军用火工品、船舶建造、军工电子、航空航天等多个领域，公司的钨基材料与大股东旗下多个产业存在协同作用。

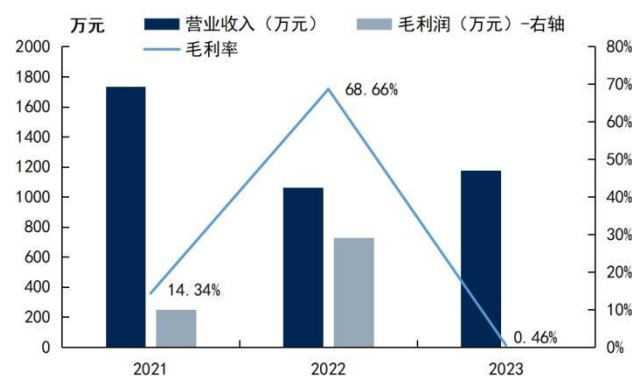
公司钨基材料新签合同实现突破。依托江西丰富的钨资源优势以及股东方资源，国泰集团于2021年增资控股江西澳科新材。江西澳科新材现拥有完整的军用钨基新型毁伤材料和新型非金属纤维丝团生产线，生产能力分别可达200吨和150万件。2021至2023年，公司钨基材料分别实现营收1732.23、1064.24、1177.48万元，毛利率波动较大，主要系订单交付与确认收入之间存在时间差所致，2024年上半年，公司钨基新材料和丝团产品新签合同额达4096万元，超过过去三年钨基材料的营收总和，对未来几年公司业绩的增厚将起到积极作用。随着各类新型装备的不断研发和列装，新型钨基合金材料的用量还将继续增加，公司的钨基材料具备较大的发展潜力。

图43：全国钨矿储量分布（2022年）



资料来源：自然资源部，国信证券经济研究所整理

图44：国泰集团钨基材料业务营收和毛利润



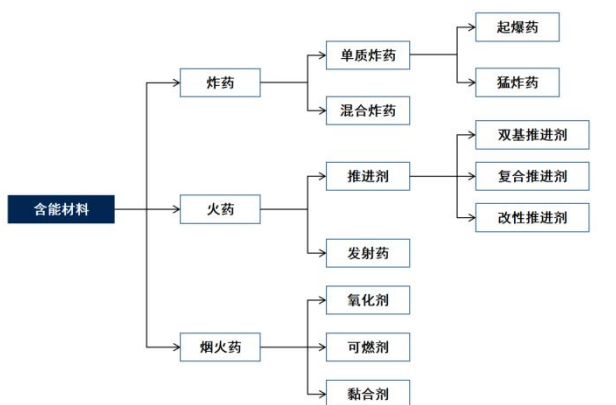
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

含能材料：项目进展顺利，预计 2025 年下半年开始交付产品

2024 年 5 月 8 日，国泰集团发布《关于对全资子公司江西九江国泰新材料有限公司增资暨建设含能新材料生产线项目的公告》，国泰集团通过全资子公司威源民爆以现金方式对其全资子公司九江国泰增资 3.4 亿元，用于建设年产 3000 吨-4300 吨（多品种柔性）含能新材料生产线项目，项目将新建两条含能新材料生产线，总投资约 12.38 亿元，项目所需资金以公司自筹资金为主，不足部分以银行授信贷款或引进战略投资者增资方式解决。据公司在投资者互动平台披露，公司含能材料项目于 2024 年 5 月初取得国家有关部门核准批文后，目前公司正全力推进项目实施主体取得项目用地，进行项目初步设计评审以及启动项目相关招投标工作，努力按核准批文确定的时间节点建成投产，争取 2025 年下半年开始交付产品。

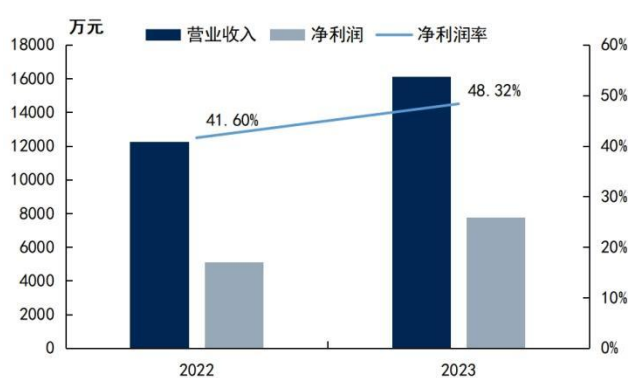
含能材料与电子雷管业务存在协同作用，当前的盈利水平较高。九江国泰的含能材料业务与广东宏大子公司江苏红光的主营业务相似，且产能规模大于江苏红光，品种也是国内目前含能材料领域中最齐全的生产企业之一。据广东宏大公告，含能材料广泛地应用于武器战斗部装药、推进剂、混合炸药、雷管、起爆具、射孔弹制造、超硬材料加工等领域，同时部分含能材料也是电子雷管上游原材料，与电子雷管业务有着很好的协同作用。2023 年，江苏红光实现营业收入 1.61 亿元，净利润 7782.26 万元，净利润率 48.32%。

图45：含能材料分类



资料来源：荔枝网，国信证券经济研究所整理

图46：江苏红光营收、净利润



资料来源：广东宏大公告，国信证券经济研究所整理

公司高氯酸钾和轨交自动化及信息化业务盈利水平有所改善

除民爆及军工新材料业务外，公司的主营业务还涉及高氯酸钾和轨交自动化及信息化业务。高氯酸钾下游主要用于生产烟花爆竹，随着国内多地有序放开烟花爆竹禁燃禁放政策，高氯酸钾的需求不断向好，此外公司的高规格高氯酸钾还可添加到小型固体火箭发动机、安全气囊点火具等产品中，与公司相关业务存在较强的协同作用，随着公司高氯酸钾扩产计划的推进，我们预计公司的高氯酸钾业务未来营收和利润水平有望进一步提升。

2019年国泰集团以5.7亿元收购太格时代69.83%股权，进军轨道交通领域，太格时代在轨交自动化领域综合实力全国前三，2020及2021年，太格时代分别实现净利润7170.68、8896.46万元，是国泰集团重要的利润来源。2022年受铁路基建投资下滑及原材料上涨等因素影响，太格时代营业收入同比减少54.09%，净利润同比减少87.65%，当年国泰集团对太格时代计提商誉减值准备1.20亿元。随着太格时代的生产经营逐渐恢复，新签合同订单不断交付，2023年及2024年上半年，太格时代净利润分别实现64.10%、19.11%的增长，盈利能力相较于2022年已实现明显改善。

高氯酸钾：烟花重要原材料，与公司多项业务存在协同作用

高氯酸钾是一种强氧化剂，在熔点时会分解为氯化钾与氧气，常规产品主要用于烟花、爆竹行业做助燃剂，具有发射能量大、射程高、爆炸力强、响声清脆宏亮的特点，特别适合生产中空、高空、带响带叫的花炮品种。除常规产品外，国泰集团生产的粗颗粒、球形、超细颗粒等特殊规格的产品具有纯度高、杂质含量低、晶体形状为球形等特点，产品粒径可从5-450 μm范围按客户要求特殊定制，已广泛使用于汽车安全气囊、航空航天、军工等领域。

表8: 国泰集团高氯酸钾产品特性及应用简介

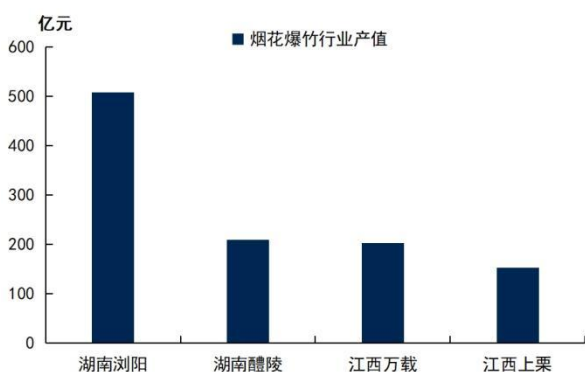
	产品特性	产品应用
神鹰A型高氯酸钾	该型号产品呈微红白色粉末状，粒度适中，纯度高，供氧能力强，反应速度适中，摩擦感和撞击感度低、安全性高、产品性能稳定，烟花使用中具有颜色艳丽、燃烧效果好、声响效果好等特征。	主要用于笛音、定时引线、光色、模压雷，也适用于锦冠、金柳、开包药等领域，以及在二氧化碳激发管、信号弹等产品中的应用。
神鹰B型高氯酸钾	该型号产品粒度细，体积大，呈微红白色粉末状，产品具有纯度高，供氧能力强，反应速度快、产气量大，性能稳定等特性。	主要用于引线、雷鸣、开包药、鞭炮，也适用于模压雷、各种盆花颜色效果和安全火柴等领域等。
神鹰C型高氯酸钾	该型号产品具有纯度高，助燃效果好，反应均匀，摩擦感和撞击感度低、安全性高、产品性能稳定等特点。	主要用于汽车安全气囊、火箭推进剂及军工产品制造等特殊要求的领域，也可用于特殊烟花。
粗颗粒高氯酸钾	该型号产品纯度高，粒度大，反应均匀，流散性好。	主要用于安全气囊、二氧化碳激发管、军工产品等行业。
球状高氯酸钾	该型号产品纯度高，粒度大，形状类球形，反应均匀性好，流散性好等优良特性。	主要用于安全气囊、军工产品等行业。

资料来源：永宁科技官网，国信证券经济研究所整理

多地对“禁燃烟花爆竹”政策作出调整、松绑，高氯酸钾需求回暖。2023年前的几年，为控制燃放烟花带来的空气污染及安全风险，烟花管理力度不断加强，我国的烟花爆竹行业增速维持在较低水平。而2023年年初以来，河南、广东、山东、辽宁等多地将“禁止燃放”改为“限制燃放”，规定民众在特定时段和区域内可以燃放烟花，通过细致的规定引导人们科学适度燃放烟花爆竹，我国的烟花爆竹需求逐渐回暖。据浏阳市鞭炮烟花产业发展中心数据，浏阳产区2016年至2023

年烟花爆竹年产值整体呈稳中有升趋势，年均复合增速为 6.37%，而 2023 年浏阳烟花爆竹产值达 508.9 亿元，同比增长 68.79%。我国的烟花产区主要集中在湖南、江西两省，2023 年两省烟花爆竹的出口金额分别占我国的 61%、34%，四大主产区为湖南浏阳、醴陵以及江西万载、上栗，2023 年以上四大烟花爆竹主产区烟花产业年产值规模达 1074.45 亿元。我们认为，中国每年春节期间的烟花、炮竹的消费量仍保持在较大的规模，制造烟花所用的高氯酸钾消费量相对较大，而高氯酸钾行业产能呈现小而散的分布，低端产品竞争激烈，而国泰集团的高氯酸钾在高端市场占有率较高，盈利水平有望保持在较高水平；此外，永宁科技地处江西省宜春市，与四大烟花爆竹产区的直线距离在 40-120 公里左右，产品运输成本低，可快速响应下游烟花爆竹厂的生产需求。

图47：2023 年我国四大烟花爆竹主产区烟花行业产值



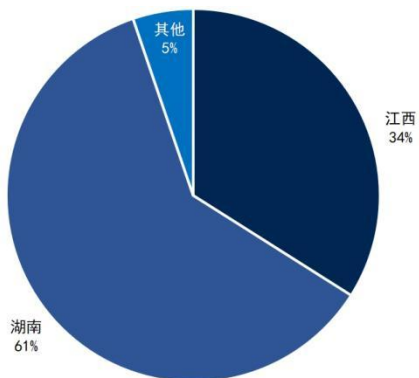
资料来源：各地政府官网，国信证券经济研究所整理

图48：2016-2023 年浏阳市烟花爆竹产业总产值



资料来源：浏阳市鞭炮烟花产业发展中心，国信证券经济研究所整理

图49：2023 年中国烟花爆竹出口金额区域分布



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图50：永宁科技地理位置示意图



资料来源：百度地图，国信证券经济研究所整理

高氯酸钾是高能耗化工品，国内产能主要分布在湖南、江西等地。工业化生产高氯酸钾一般采用电解-复分解法，首先电解氯酸钠水溶液得到高氯酸钠，然后加入氯化钾进行复分解反应生成高氯酸钾，生产一吨高氯酸钾需要消耗 0.86 吨氯酸钠 (98.5%)、0.58 吨氯化钾 (90%)，生产高氯酸钾需要消耗大量电能，生产一吨高氯酸钠用需要消耗 3235 kWh 电解直流电，而前序产品氯酸钠的电解生产的单吨电耗

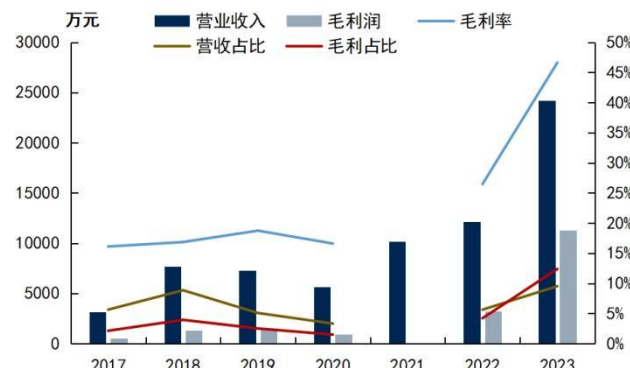
也高达 4500 kWh 以上。我国的高氯酸钾产能主要分布在湖南、江西等地，因地制宜地开发水力-小水电-氯酸盐模式，同时靠近下游烟花爆竹的主产区，因此生产成本和运输成本较低，但多数企业产能规模偏小。此外，国家发展和改革委员会颁布的《产业结构调整指导目录(2024 年本)》已将产能 1 万吨/年以下氯酸钠生产装置列入淘汰类产业，已明令淘汰，禁止投资，中小氯酸钠-高氯酸钾产能正逐步出清，利好头部企业市场份额进一步提升。

图51: 国泰集团高氯酸钾销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图52: 国泰集团高氯酸钾业务营收及毛利润

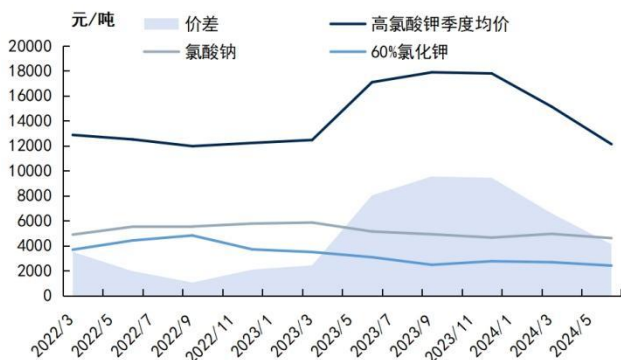


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

受益于烟花爆竹需求回暖，高氯酸钾产品盈利水平显著改善。永宁科技的高氯酸钾产品定位高端，因此售价一般比市场普通产品高 2000-3000 元吨左右。据新思界网及国泰集团公告，2021 年以前中国高氯酸钾市场价格不足 9000 元 / 吨，2021 年 11 月份前后，由于化工原料价格上涨推动叠加烟花产业复工推动需求走高，高氯酸钾价格涨过 2 万元 / 吨，一度涨至 2.6 万元 / 吨的高位；2022 年以来国泰集团高氯酸钾季度销售均价基本维持在 1.2 万元/吨以上，产品的盈利水平不断提高，2020 年之前国泰集团高氯酸钾业务的毛利率始终低于 20%，而 2022 及 2023 年毛利率分别提升至 26.47%、46.62%；相对应的子公司永宁科技净利润在 2023 年达到 7515.58 万元的历史高点，2024 年上半年净利润仍达到 2991.42 万元，永宁科技的盈利水平较 2020 年之前实现了大幅改善。

公司高氯酸钾产能将提升到 2 万吨/年，高附加值应用领域不断扩展。2022 年以来，公司的高氯酸钾便处于高负荷生产状态，2023 年产量达 1.48 万吨，既有产能难以满足下游日益增长的需求。据永宁科技 2024 年 8 月公示的环评公告，永宁科技拟对高氯酸钾产线进行扩建，项目建成后实现高氯酸钾最大产能由 1 万吨/年提升到 2 万吨/年。永宁科技为中国无机盐工业协会氯酸盐分会副会长单位和全国氯酸盐行业协会常务理事单位，是《工业高氯酸钾》国家行业标准第一起草和修订标单位、是《烟花爆竹-高氯酸钾》国家标准制标单位、还参与了工业高氯酸钠国家标准的制定，在高档烟花市场占有率 40%以上，同时产品还出口到捷克、美国、德国等国家和地区。2022 年，永宁科技年产 2500 吨粉碎型高氯酸钾项目完成带料调试，粗颗粒和球形高氯酸钾研发取得成功，成为全球最大安全气囊生产跨国企业及国内军工科研院所的合格供应商，高氯酸钾的高附加值应用领域不断扩展。

图53: 国泰集团高氯酸钾价格、价差



资料来源: 公司公告、隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

图54: 永宁科技营收、净利润

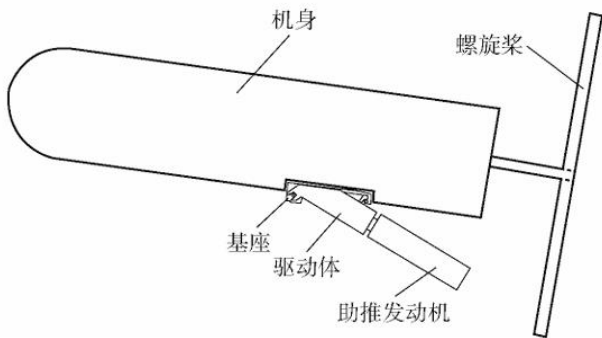


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

高氯酸钾可作为小型固体火箭发动机推进剂中的氧化剂。在无人机发射技术中,火箭助推器是一个重要的核心耗材,其发射技术和产品已经系列化,市场需求量可观。固体火箭发动机一般由壳体、固体推进剂、喷管组件、点火装置等四部分组成,其中固体推进剂是由氧化剂、燃料和其他添加剂组成的固态混合物,氧化剂的主要作用是固体火箭推进剂的燃烧提供所需的氧,在推进剂中质量分数一般占60%~80%,在需要高燃速、压力指数大的场景一般采用高氯酸钾(盐)作为氧化剂。2022年,永宁科技的高氯酸钾产品在非烟花市场和出口产品方面取得了实质性进展,并与航天科技集团确定了全年约200吨供货订单。

公司小型固体火箭发动机业务稳步推进。据公司年报披露,全资子公司新余国泰生产的小型固体火箭发动机于2022年4月在内蒙靶场首飞成功,目前新余国泰已研制了6种型号的小型固体火箭发动机产品,总冲8000至28000N·s,平均推力为4000N至14000N,产品型号齐全,可满足不同型号的无人机发射需求。2024年上半年,新余国泰取得武器装备质量体系认证证书,小型固体火箭推进器业务新增9家优质客户,新增订单约2000发,新签合同额2600万元。公司自产的高规格高氯酸钾将与小型固体火箭推进器业务起到协同作用。

图55: 无人机与助推机构组成示意图



资料来源: 无人机火箭助推机构分离安全性研究, 国信证券经济研究所整理

图56: 小型固体火箭发动机

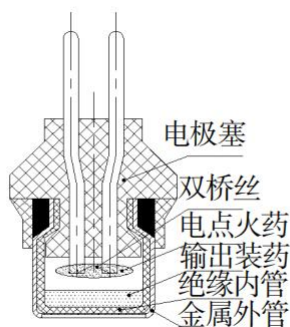


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司新增安全气囊用电火具业务。2024年4月，子公司新余国泰自主研发的安全气囊用电火具通过了工信部安全生产司技术安全性论证，取得年产1000万发安全气囊用电火具生产许可。安全气囊用电火具是公司电子雷管业务延伸出来的新业务，产品的市场空间较为广阔；此外以高氯酸钾为原料配制的电点火药可以满足美国汽车行业USCAR-28标准规定的电点火管的功能指标，因此安全气囊用电火具与公司的高氯酸钾业务也有着很好的协同作用。

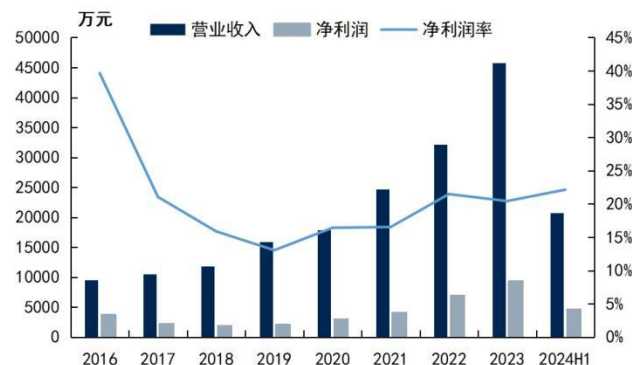
子公司新余国泰产业链不断延伸，净利润稳步提升。近些年来，子公司新余国泰利用民爆资质、火工品工房及人才技术优势，从传统民爆器材生产延伸至电子雷管芯片模组加工、小型固体火箭发动机、安全气囊点火火具等泛民爆及军工新材料产业，2024年初新余国泰成立了军工防务事务部，将相关业务业务进行专业化管理和独立化经营。值得一提的是，公司每一次新产品的扩充均与既有产业存在协同作用，随着新余国泰产品线的不断丰富，公司的盈利水平得以稳步提升，2016-2023年，新余国泰的营收从9468.36万元提升至4.57亿元，净利润从3573万元提升至9340万元，净利润的年均复合增速为13.91%。

图57：桥丝式汽车安全气囊用电点火具结构图



资料来源：陈思文等. 半导体桥式汽车安全气囊用电点火具设计研究[J]. 火工品, 2016, (04):22-24, 国信证券经济研究所整理

图58：新余国泰营收及净利润

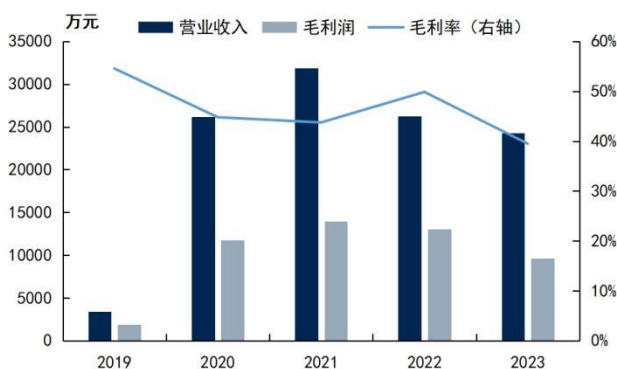


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

轨交自动化及信息化业务盈利水平有所改善

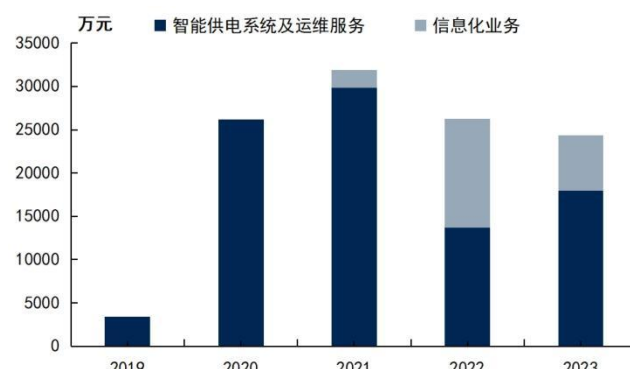
公司的轨交自动化及信息化产业主要由太格时代、国泰利民、神舟智汇、融思科技 4 家子公司展开。近些年，受益于我国铁路及城市轨道交通固定资产投资额始终保持较高水平，以及党政信息化技术改革不断推进，公司轨交自动化及信息化产业保持了平稳发展，2023 年，公司在该板块实现营业收入 24321.95 万元，毛利润 9602，毛利率 39.48%，在公司整体营收和毛利润的占比分别为 9.57%、10.53%。

图59：公司轨交自动化及信息化业务营收及毛利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图60：公司轨交自动化及信息化业务营收构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表9：公司轨交自动化及信息化业务主要子公司简介

	持股比例	主营业务	2023年 营业收入	2023年 净利润
太格时代	86.62%	具备一套涵盖轨道交通建设、运营、维护三阶段的综合化产品体系，动态满足轨道交通供电领域内各种复杂场景的应用需求	17965.87	1803.28
国泰利民	67.21%	主要聚焦党建信息化和企业数字化两大细分领域	/	/
神舟智汇	36.86%	军事模拟仿真平台系统	13575.19	1360.18
融思科技	100%	重点面向民爆、化工、军工、矿山开采等行业企业提供企业数字化转型服务和各类工业 APP 解决方案	/	/

资料来源：Wind、公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

收购太格时代，进军轨交自动化领域。2019 年国泰集团以 5.7 亿元收购太格时代 69.83% 股权，进军轨道交通领域。目前太格时代已经实现智慧运维全产品解决方案，逐步建立了轨道交通建设、运营、维护三阶段综合化产品体系。太格时代依托轨道交通自动化综合管理平台，主要服务电气化既有铁路、高速铁路、城市轨道交通三大领域，提供铁路供电综合 SCADA 系统、铁路供电生产调度指挥系统、城市轨道交通自动化系统、城市轨道交通运维及加测工具综合服务四大核心解决方案。目前太格的产品已遍布全国铁路的各主要干线，覆盖十八个铁路局集团公司及 30 多个城市的地铁，并出口了多个国家，还是业内少数几家能够提供 300-350km/h 高铁产品的供应商之一，区域市场的占有率已超过 1/3。

2022 年公司对太格时代计提 1.20 亿元商誉减值。2022 年受铁路基建投资下滑及原材料上涨等因素影响，控股子公司太格时代 2022 年营收和净利润出现大幅下滑，太格时代 2022 年实现营业收入 1.37 亿元，同比减少 54.09%；实现净利润 1098.92 万元，同比减少 87.65%，2022 年国泰集团对太格时代计提商誉减值准备

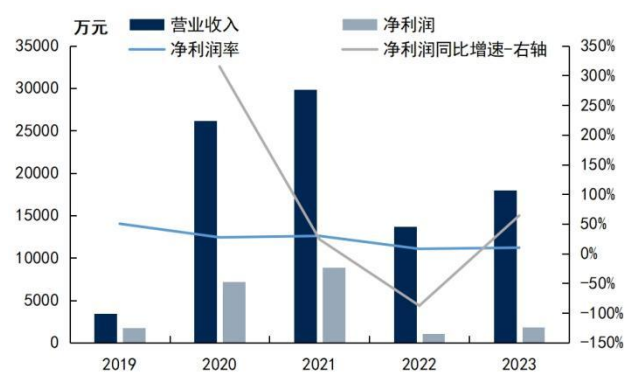
1.20 亿元。2023 年及 2024 年上半年，太格时代净利润分别实现 64.10%、19.11% 的增长，盈利能力持续修复，据公司 2024 年半年报，太格时代尚存商誉账面余额为 3.74 亿元。

图61: 太格时代铁路供电综合 SCADA 系统



资料来源: 太格时代官网, 国信证券经济研究所整理

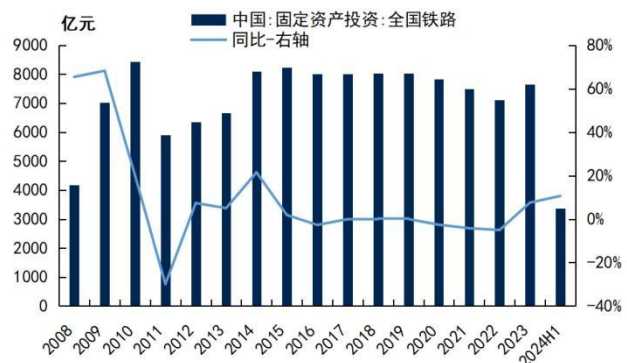
图62: 太格时代营业收入及净利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

轨交自动化工程业务仍具有广阔的发展空间。据国家铁路局数据, 2024 年上半年, 全国铁路完成固定资产投资 3373 亿元, 同比增长 10.6%, 累计新开通线路 979.6 公里, 创历史同期新高。另据交通部数据, 截至 2023 年年末我国地铁运营线路长度达 9042.3 公里, 同比增长 7.03%, 而中国城市轨道交通协会 2024 年 7 月发布的快报提到 2024 年全年我国新建城轨交通线路总长度预计超 800 公里。整体来看, 我国的轨道交通建设仍处于较快发展阶段, 且一大批老旧轨交设备也正处于新一轮大规模设备更新背景下, 轨交自动化工程业务仍具有广阔的发展空间, 太格时代作为我国轨交自动化领域综合实力全国前三的企业, 盈利能力有望不断改善。

图63: 中国铁路固定资产投资额及增速



资料来源: 国家铁路局, 国信证券经济研究所整理

图64: 中国地铁运营线路长度及增速

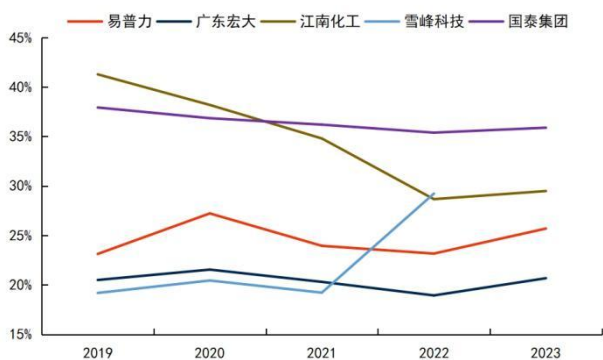


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

同业比较

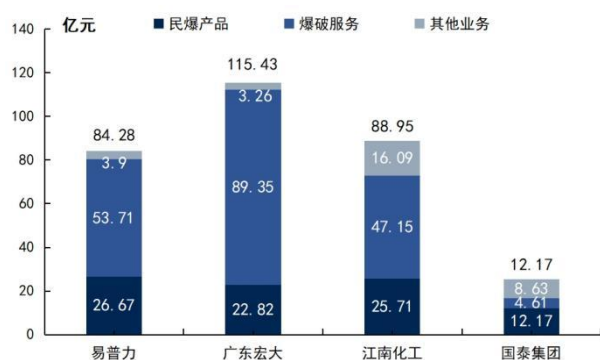
国泰集团盈利能力与可比公司中相比处于较高水平。2023年国泰集团整体销售毛利率为35.88%，高于广东宏大、易普力、江南化工等可比公司，这与国泰集团毛利率较高的民爆器材销售业务收入占比较高有关，而且国泰集团工业炸药、起爆器材、爆破工程的毛利率分别为37.38%、47.13%、24.91%，与可比公司的同类业务相比均处于较高水平，这是因为民爆业务具有一定的区域限制，公司在江西的市占率处于绝对领先地位，从而保持了稳定且较高的毛利率。从业务规模看，公司的民爆业务营收规模与行业头部企业相比具有一定差距，这与各公司工业炸药产能体量相关，近些年民爆行业整合持续进行，头部企业工业炸药产能不断提升，而国泰集团近些年在民爆行业并无过多收并购事件，国泰集团坚持“一体两翼”的战略发展格局，未来公司的民爆业务将为国泰集团贡献稳定的现金流和利润，为公司非民爆业务提供很好的支持作用。总的来说，对于工业炸药、起爆器材以及爆破工程等民爆业务，国泰集团盈利能力与可比公司中相比处于较高水平。

图65: 国泰集团与可比公司毛利率对比



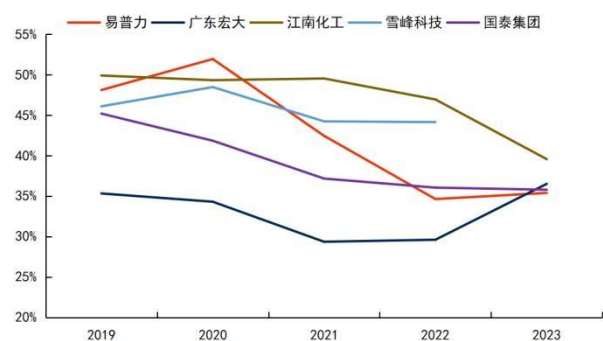
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图66: 2023年国泰集团与可比公司营收规模及构成对比



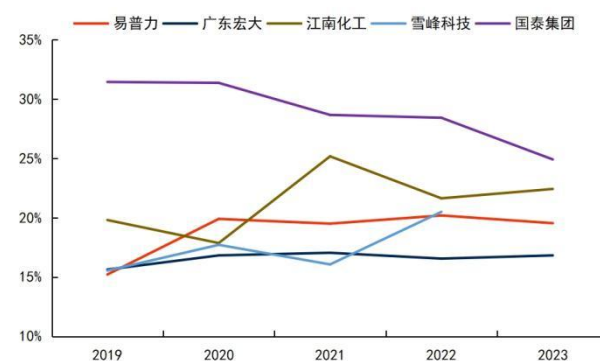
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图67: 国泰集团与可比公司民爆产品销售业务毛利率对比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

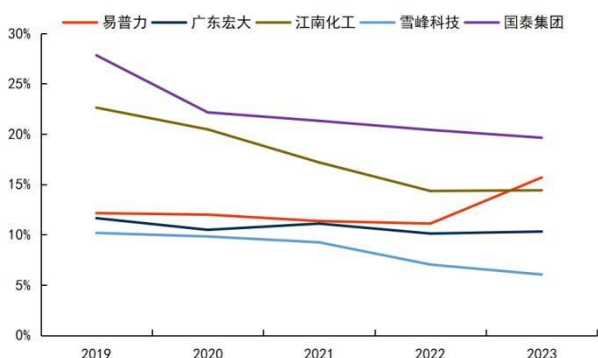
图68: 国泰集团与可比公司爆破服务业务毛利率对比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

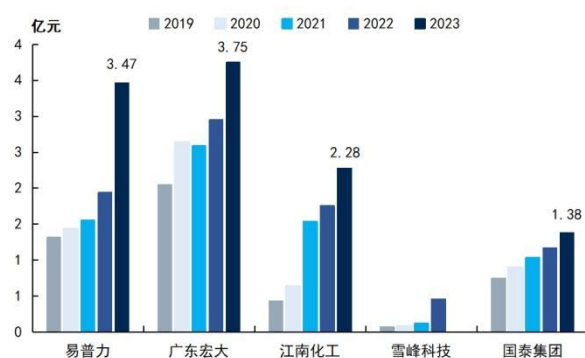
期间费用率持续下降，研发费用处于行业前列。 国泰集团的期间费用率在可比公司中处于较高水平，主要是因为管理费用率和销售费用率较高，这与公司业务范围较广且跨度较大有关，但需要指出的是公司发展非民爆业务均出于自身发展战略，且大部分均依托江西的产业和资源优势开展，且近些年公司的管理费用率和销售费用率呈现持续下降趋势，反映出公司的管理效能有所增强、新业务扩展取得一定进展。值得一提的是，2019年以来国泰集团的研发费用率始终高于5%，高于民爆行业相关政策指引的3.5%，也高于可比公司，公司的研发投入主要集中在民爆业务扩展以及非民爆业务产品的研发等领域，较高的研发投入是公司未来持续成长的重要保证。

图69: 国泰集团与可比公司期间费用率对比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

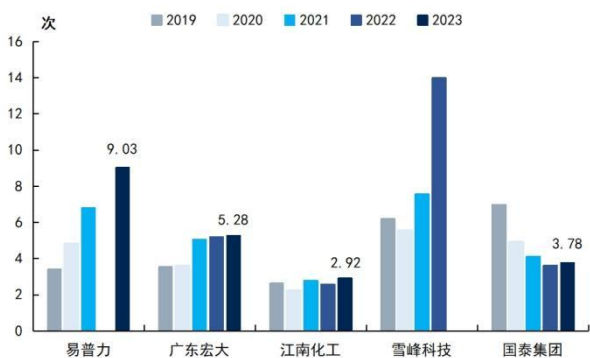
图70: 国泰集团与可比公司研发费用对比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

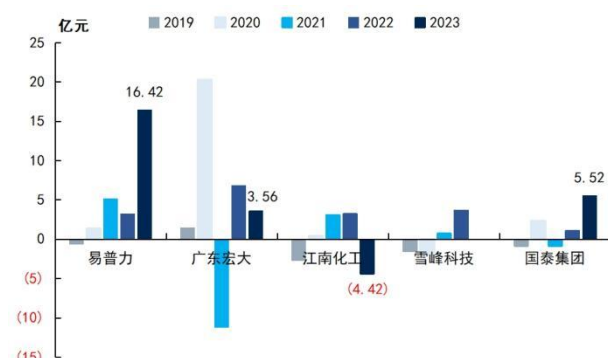
国泰集团净现金流健康，资产负债率较低。 2023年国泰集团现金及现金等价物净增加额5.52亿元，近五年净增加额7.24亿元，截至2023年年底货币资金达11.5亿元，考虑公司的体量，以及民爆业务的收入确认时间较短，公司的现金流较为健康，与可比公司相比也处于较好水平。2023年广东宏大ROE为10.19%，净资产收益率行业领先；资产负债率仅33.90%，与公司充裕的现金水平相匹配。总的来说，国泰集团现金流和资产结构较为健康，营运能力良好，综合财务数据表现较为优秀。

图71: 国泰集团与可比公司应收账款周转率对比

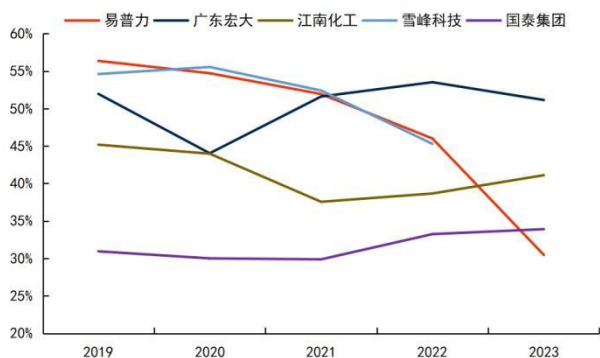


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

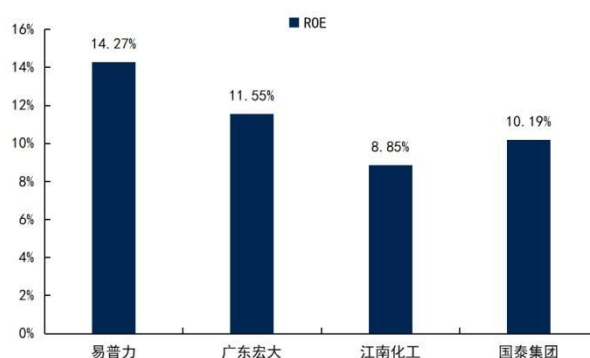
图72: 国泰集团与可比公司现金及现金等价物净增加额对比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图73: 国泰集团与可比公司资产负债率对比


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图74: 2023年国泰集团与可比公司ROE对比


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们的盈利预测基于以下关键假设条件:

民爆一体化业务: 1) 工业炸药: 假设公司 2024-2026 年工业炸药产能均为 17.4 万吨/年, 产能利用率分别为 95%、97%、97%, 包装炸药销量分别为 12.2、12.2、12.2 万吨, 包装炸药销售价格分别为 6300、6200、6200 元/吨, 毛利率分别为 42%、43%、44%。2) 起爆器材: 假设公司 2024-2026 年电子雷管产能均为 2727 万发/年, 销量分别为 2600、2700、2700 万发, 销售价格分别为 14、13.5、13 元/发, 毛利率分别为 47%、47%、47%。3) 爆破工程: 假设公司 2024-2026 年混装炸药产量分别为 4.33、4.68、4.68 万吨, 单吨工业炸药对应的爆破工程收入均为 1.1 万元/吨, 爆破工程业务营业收入为 4.76、5.15、5.15 亿元, 毛利率分别为 29%、30%、30%。4) 民爆产品经销: 假设公司 2024-2026 年民爆产品经销业务营业收入分别为 7000、7000、7000 万元, 毛利率分别为 20%、20%、20%。

军工新材料业务: 1) 钽铌氧化物: 假设公司 2024-2026 年钽铌氧化物销量分别为 500、700、1000 吨, 销售均价分别为 420、430、450 元/千克, 毛利率分别为 22%、24%、25%。2) 钨基材料: 假设公司 2024-2026 年钨基材料营业收入分别为 5000、6000、8000 万元, 毛利率分别为 50%、50%、50%。

轨交自动化及信息化业务: 1) 智能供电系统及运维服务: 假设公司 2024-2026 年智能供电系统及运维服务业务营业收入分别为 2、2.2、2.5 亿元, 毛利率分别为 42%、45%、45%。2) 信息化业务: 假设公司 2024-2026 年信息化业务营业收入分别为 7000、7000、7000 万元, 毛利率分别为 42%、42%、42%。

其他业务: 1) 高氯酸钾: 假设公司 2024-2026 年公司高氯酸钾销量分别为 1.5、1.8、2 万吨, 销售均价分别为 1.3、1.2、1.1 万元/吨, 毛利率分别为 42%、41%、41%。3) 假设公司 2025、2026 年含能材料销量分别为 500、2000 吨, 销售均价为 12、12 万元/吨, 营业收入分别为 0.6、2.4 亿元, 毛利率分别为 50%、50%。

综上所述, 我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 25.65、28.68、32.83 亿元, 分别同比+0.93%、11.84%、14.45%, 毛利率分别为 37.01%、37.74%、38.28%, 毛利润分别为 9.57、10.91、12.67 亿元, 分别同比+4.92%、14.08%、16.05%。

表10: 国泰集团盈利拆分及预测表

年份	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
民爆一体化业务						
营业收入 (万元)	132019.88	145769.74	174505.86	170230.00	172888.00	171538.00
营业成本 (万元)	82979.07	93255.52	112091.54	105784.00	106697.50	105225.60
毛利润 (万元)	49040.81	52514.22	62414.32	64446.00	66190.50	66312.40
毛利率	37.15%	36.03%	35.77%	37.86%	38.29%	38.66%
其中:						
工业炸药						
营业收入 (万元)	69766.72	72189.10	78889.42	76860.00	75640.00	75640.00
营业成本 (万元)	42628.54	45927.34	49399.86	44578.80	43114.80	42358.40
毛利润 (万元)	27138.18	26261.76	29489.56	32281.20	32525.20	33281.60
毛利率	38.90%	36.38%	37.38%	42.00%	43.00%	44.00%
销量 (吨)	115273.17	105347.45	123036.51	122000.00	122000.00	122000.00
销售均价 (元/吨)	6052.29	6852.48	6411.87	6300.00	6200.00	6200.00
工业起爆器材						
营业收入 (万元)	22369.69	28682.73	42777.27	38740.00	38790.00	37440.00
营业成本 (万元)	11896.20	15188.23	22614.55	20532.20	20558.70	19843.20
毛利润 (万元)	10473.49	13494.50	20162.72	18207.80	18231.30	17596.80
毛利率	46.82%	47.05%	47.13%	47.00%	47.00%	47.00%
电子雷管产量 (万发)	824.71	1788.72	2510.99	2600.00	2700.00	2700.00
工业雷管销售均价 (元/发)	5.62	8.11	13.96	14.00	13.50	13.00
爆破工程						
营业收入 (万元)	39883.47	44897.91	46087.44	47630.00	51458.00	51458.00
营业成本 (万元)	28454.32	32139.95	34607.69	35073.00	37424.00	37424.00
毛利润 (万元)	11429.14	12757.95	11479.75	12557.00	14034.00	14034.00
毛利率	28.66%	28.42%	24.91%	29.00%	30.00%	30.00%
混装炸药产量 (吨)	40631.12	52731.15	40855.42	43300.00	46780.00	46780.00
销售均价 (万元/吨)	0.98	0.85	1.13	1.10	1.10	1.10
民爆产品经销						
营业收入 (万元)			6751.73	7000.00	7000.00	7000.00
营业成本 (万元)			5469.44	5600.00	5600.00	5600.00
毛利润 (万元)			1282.29	1400.00	1400.00	1400.00
毛利率			18.99%	20.00%	20.00%	20.00%
军工新材料业务						
营业收入 (万元)	14104.98	18024.30	17305.05	26000.00	36100.00	53000.00
营业成本 (万元)	11914.45	14597.72	13954.52	18880.00	25876.00	37750.00
毛利润 (万元)	2190.54	3426.58	3350.53	7120.00	10224.00	15250.00
毛利率	15.53%	19.01%	19.36%	27.38%	28.32%	28.77%
其中:						
钽铌氧化物						
营业收入 (万元)	12372.76	16960.01	15031.91	21000.00	30100.00	45000.00
营业成本 (万元)	10430.57	14264.16	12446.89	16380.00	22876.00	33750.00
毛利润 (万元)	1942.18	2695.85	2585.02	4620.00	7224.00	11250.00
毛利率	15.70%	15.90%	17.20%	22.00%	24.00%	25.00%
销量 (公斤)	383445.82	359918.10	373214.82	500000.00	700000.00	1000000.00
销售均价 (元/公斤)	322.67	471.22	402.77	420.00	430.00	450.00
钨基材料						
营业收入 (万元)	1732.23	1064.29	1177.48	5000.00	6000.00	8000.00

年份	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业成本 (万元)	1483.87	333.56	1172.07	2500.00	3000.00	4000.00
毛利润 (万元)	248.35	730.73	5.41	2500.00	3000.00	4000.00
毛利率	14.34%	68.66%	0.46%	50.00%	50.00%	50.00%
轨交自动化及信息化业务						
营业收入 (万元)	31866.86	26236.95	24321.95	27000.00	29000.00	32000.00
营业成本 (万元)	17930.09	13157.41	14719.95	15660.00	16160.00	17810.00
毛利润 (万元)	13936.78	13079.54	9602.00	11340.00	12840.00	14190.00
毛利率	43.73%	49.85%	39.48%	42.00%	44.28%	44.34%
其中:						
智能供电系统及运维服务						
营业收入 (万元)	29869.80	13712.14	17965.87	20000.00	22000.00	25000.00
营业成本 (万元)	16564.05	8063.89	10970.21	11600.00	12100.00	13750.00
毛利润 (万元)	13305.75	5648.25	6995.66	8400.00	9900.00	11250.00
毛利率	44.55%	41.19%	38.94%	42.00%	45.00%	45.00%
信息化业务						
营业收入 (万元)	1997.10	12524.81	6356.08	7000.00	7000.00	7000.00
营业成本 (万元)	1366.04	5093.50	3749.74	4060.00	4060.00	4060.00
毛利润 (万元)	631.06	7431.31	2606.34	2940.00	2940.00	2940.00
毛利率	31.60%	59.33%	41.01%	42.00%	42.00%	42.00%
其他业务						
营业收入 (万元)	20820.68	25217.92	37967.83	33231.16	48831.16	71731.16
营业成本 (万元)	14044.77	18093.88	22151.55	20465.14	28940.14	40815.14
毛利润 (万元)	6775.91	7124.04	15816.28	12766.02	19891.02	30916.02
毛利率	32.54%	28.25%	41.66%	38.42%	40.73%	43.10%
其中:						
高氯酸钾						
营业收入 (万元)	10167.28	12130.53	24236.67	19500.00	21600.00	22000.00
营业成本 (万元)		8919.54	12936.42	11250.00	12600.00	13000.00
毛利润 (万元)		3210.99	11300.25	8250.00	9000.00	9000.00
毛利率		26.47%	46.62%	42.31%	41.67%	40.91%
销量 (吨)	9047.56	9777.55	14752.72	15000.00	18000.00	20000.00
销售均价 (元/吨)	11237.59	12406.51	16428.61	13000.00	12000.00	11000.00
含能材料						
营业收入 (万元)					6000.00	24000.00
营业成本 (万元)					3000.00	12000.00
毛利润 (万元)					3000.00	12000.00
毛利率					50.00%	50.00%
销量 (吨)					500.00	2000.00
销售均价 (万元/吨)					12.00	12.00
合计						
年份	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (万元)	198812.40	215248.91	254100.69	256461.16	286819.16	328269.16
营业成本 (万元)	126868.38	139104.53	162917.56	160789.14	177673.64	201600.74
毛利润 (万元)	71944.02	76144.38	91183.13	95672.02	109145.52	126668.42
毛利率	36.19%	35.38%	35.88%	37.30%	38.05%	38.59%
营收增速	16.65%	8.27%	18.05%	0.93%	11.84%	14.45%
毛利增速	14.59%	5.84%	19.75%	4.92%	14.08%	16.05%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理并预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：每股股价 8.64-14.66 元

近年来公司通过各种举措实现降本增效，我们预计未来公司的管理费用率将延续往年小幅下降的趋势，假设 2024-2026 年管理费用率分别为 9.70%/9.50%/9.30%。

研发费用率方面，近年来公司的研发费用率一直维持在 5% 以上，主要用于公司一体两翼战略布局的新产品的研发，我们假设公司 2024-2026 年研发费用率分别为 5.40%/5.40%/5.40%。目前公司的主营产品多已定型生产，客户较为稳定，在手订单充足，因此我们预计未来三年公司的销售费用率有一定下降，结合公司半年报数据，我们假设公司 2024-2026 年销售费用率分别为 3.30%、3.20%、3.20%，公司目前账上现金储备丰厚，财务费用率大致维持稳定。基于行业供需格局以及公司在建产能投放进度，我们预计公司未来收入、业绩端保持一定增长，未来三年估值假设条件见下表：

表11：公司盈利预测假设条件

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	16.65%	8.27%	18.05%	0.93%	11.84%	14.45%
营业成本/营业收入	63.81%	64.62%	64.12%	62.70%	61.95%	61.41%
管理费用/营业收入	10.09%	9.97%	9.95%	9.70%	9.50%	9.30%
研发费用/营业收入	5.24%	5.43%	5.44%	5.40%	5.40%	5.40%
销售费用/销售收入	3.93%	3.73%	3.98%	3.30%	3.20%	3.20%
营业税及附加/营业收入	0.74%	0.61%	0.70%	0.65%	0.65%	0.60%
所得税税率	11.23%	16.30%	12.60%	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

表12：资本成本假设

项目	值	项目	值
无杠杆 Beta	1.26	T	12.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.69%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.46
公司股价	9.97	Ke	12.01%
发行在外股数	621	E/(D+E)	84.51%
股票市值(E)	6194	D/(D+E)	15.49%
债务总额(D)	1135	WACC	10.87%
Kd	5.30%	永续增长率	2.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析：

表13: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
永续增长率变化	10.84	9.9%	10.4%	10.87%	11.4%	11.9%
	3.5%	14.66	13.37	12.26	11.29	10.44
	3.0%	13.89	12.73	11.72	10.84	10.06
	2.5%	13.23	12.18	11.25	10.44	9.71
	2.0%	12.65	11.69	10.84	10.08	9.40
	1.5%	12.14	11.25	10.46	9.76	9.12
	1.0%	11.68	10.86	10.13	9.47	8.87
	0.5%	11.28	10.51	9.82	9.20	8.64

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 25.65、28.68、32.83 亿元，归母净利润为 3.30、3.97、4.80 亿元，摊薄 EPS 为 0.53、0.64、0.77 元。采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 8.64-14.66 元，在 2% 的永续增长率以及 10.87% 的 WACC 假设前提下公司的每股合理价值为 10.84 元。从估值方法特征来看，以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司，在成长股预测中存在失真现象，公司民爆业务的准入壁垒较高，盈利和商业模式较为稳定，而军工新材料业务和轨交自动化及信息化业务是近些年公司战略转型布局的新业务，盈利水平难免会有波动。

相对估值：每股股价 10.60-12.19 元

选择民爆行业的广东宏大、易普力、江南化工、金奥博作为国泰集团的可比公司，选择理由如下：

1、广东宏大（002683.SZ）：广东宏大是国内整体爆破方案设计能力较强、爆破技术先进、服务内容齐全的矿山民爆一体化服务商之一。公司以大中型露天矿山为主要业务领域，为客户提供民爆器材产品、矿山基建剥离、整体爆破方案设计、爆破开采、矿物分装与运输等垂直化系列服务。考虑到：（1）广东宏大现有工业炸药产能 49.4 万吨/年，产能遍布全国各地；拥有电子雷管产能 3334 万发/年，2023 年产量 1789.02 万发；2023 年广东宏大实现矿山开采服务收入 89.35 亿元，排名国内第一。广东宏大的工业炸药、电子雷管、矿山服务业务与公司民爆一体化业务高度相似，但整体规模大于国泰集团。（2）广东宏大近几年投入资金进行防务装备的研发，2023 年防务装备业务在公司的营收占比仅为 1.49%，未来几年营收占比有望逐步提升；而军工新材料业务同样是国泰集团未来几年重点发展的业务，我们选择广东宏大公司作为国泰集团的可比公司之一。

2、易普力（002683.SZ）：易普力是中国能建旗下专业从事民爆制品销售与矿山爆破一体化服务的民爆一体化央企。考虑到：（1）易普力现有工业炸药产能 52.15 万吨/年，其中工业包装炸药许可产能 24.1 万吨/年，产能分布在全国多地，其中在湖南省易普力与国泰集团的民爆器材销售区域有一定重叠。（2）易普力现有电子雷管产能 6450 万发/年，另有 3400 万发/年的在建产能，2023 年电子雷管产量 5118.72 万发，易普力的电子雷管产能和产量大于国泰集团。2023 年电子雷管在易普力的营收占比为 10.19%，国泰集团为 16.83%，较为接近。故，我们选择易普力作为国泰集团的可比公司之一。

3、江南化工（002226.SZ）：江南化工是中国兵器工业集团北方特种能源集团控股的民爆及新能源业务“双核驱动”上市公司，公司全面布局民爆产品服务、工程施工服务、矿山经营管理、新能源发电等业务板块。考虑到：（1）江南化工现有工业炸药产能 59.15 万吨/年，高于国泰集团；拥有电子雷管产能 3670 万发/年，与国泰集团较为接近，2023 年产量 2617.08 万发，略高于国泰集团。（2）从营收构成看，江南化工民用炸药业务营收占比 28.9%，爆破工程业务营收占比 53.01%，民爆行业业务合计营收占比 89.18%，而国泰集团民爆一体化业务营收占比为 68.68%，与江南化工具有一定的可比性。（3）2023 年江南化工爆破工程业务毛利率为 22.42%，民用炸药业务毛利率为 39.55%，与国泰集团也较为相似。故，我们选择江南化工作为国泰集团的可比公司之一。

4、金奥博（002917.SZ）：金奥博是国内集研发、设计、制造、生产、服务于于一体的民爆智能装备与综合信息化服务企业。金奥博主营业务包括“民爆一体化、精细化工、智能制造、金奥博智慧云”四大业务板块，总部位于深圳。考虑到：（1）金奥博目前拥有工业炸药年许可生产能力 11.5 万吨/年，略小于国泰集团，拥有工业数码电子雷管年许可生产能力 8522 万发/年，高于国泰集团。（2）2023 年金奥博营业收入 15.07 亿元，工业炸药占比 26.18%，起爆器材占比 32.10%，工程爆破占比 1.51%，民爆专用设备占比 12.29%，民爆产业链相关业务合计占比 72.08%，与国泰集团较为接近。（3）2023 年金奥博工业炸药毛利率 32.72%，起爆器材毛利率 37.32%，均低于国泰集团。故，我们选择金奥博公司作为国泰集团的可比公司之一。

表 14: 同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价 (2024/9/26)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
002683.SZ	广东宏大	民爆器材销售、露天及地下矿山服务	21.03	0.94	1.11	1.25	22.3	18.9	16.8	2.56	159.83
002096.SZ	易普力	民爆器材销售、露天矿山服务	11.50	0.51	0.62	0.71	22.5	18.4	16.1	2.02	142.65
002226.SZ	江南化工	民爆器材销售、爆破服务、新能源发电	4.05	0.29	0.35	0.40	15.01	11.60	10.17	1.19	107.28
002917.SZ	金奥博	民爆器材、专用设备销售	8.18	0.29	0.50	0.81	33.75	16.29	10.12	1.86	28.43
平均值							23.39	16.30	13.30	1.91	
603977.SH	国泰集团	民爆器材销售、军工新材料	9.97	0.49	0.53	0.64	20.3	18.7	15.6	1.95	61.94

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：江南化工、金奥博的盈利预测为 Wind 一致预期

相对估值方面，国泰集团主营业务为民爆一体化业务、军工新材料业务以及轨交自动化及信息化业务，2023 年公司民爆一体化业务的营收占比为 68.68%，因此我们选取民爆行业的广东宏大、易普力、江南化工、金奥博作为国泰集团的可比公司。根据可比公司的平均 PE（2024 年）约 16.30 倍，我们预计公司当前股价对应 2024 年预期 EPS 的 PE 为 18.7 倍，略高于可比公司平均水平，与行业头部的广东宏大、易普力较为接近。公司作为国内民爆一体化业务毛利率排名行业前三的区域骨干企业，民爆一体化业务可以为公司贡献稳定的盈利及现金流，近年来公司战略布局的军工新材料业务，今年以来钽铌氧化物、钨基材料等军工新材料业务开展均取得一定进展，未来含能材料投产后公司的军工业务占比将进一步提升，有望拉动公司利润水平增长；考虑到国泰集团是民爆板块研发费用率最高的公司，布局的多个泛民爆业务未来将持续推动公司转型升级，应当享有一定的估值溢价，所以 2024 年 EPS 按 20-23 倍 PE 来估值较合理，对应股价区间 10.60-12.19 元。

投资建议：看好公司中长期稳健成长，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

综合绝对及相对方法估值，我们认为公司股票合理估值区间在 10.60-12.19 元之间，2024 年动态市盈率 20-23X，相对于公司目前股价（9.97 元）有 6.32%-22.27% 的溢价空间。

我们认为，公司目前已形成以民爆一体化为主体，军工新材料和轨交自动化及信息化产业为两翼的“一体两翼”发展格局，战略路径发展清晰；近几年公司的收并购有所放缓，前期收购的企业目前经营情况良好，再次进行商誉计提的风险较低；考虑到公司军工新材料板块的钽铌氧化物、钨基材料以及含能材料、小型固体火箭助推器等业务在未来几年有望逐渐放量，公司的营收和利润水平有望稳步提升。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 3.30/3.97/4.80 亿元，摊薄 EPS 为 0.53/0.64/0.77 元，当前股价对应 PE 为 18.7/15.6/12.9，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

附：含能材料业务对公司盈利预测影响的情景分析

根据我们的盈利预测，我们对公司的含能材料业务给予了较高预期，我们假设公司 2025、2026 年含能材料销量分别为 500、2000 吨，销售均价为 12、12 万元/吨，业务营业收入分别为 0.6、2.4 亿元，毛利率分别为 50%、50%，以上假设可能存在对该业务过度乐观的风险，考虑我们对 2025 年该业务的营收并未给予较大预期值，因此我们重点对 2026 年该业务对于公司归母净利润/EPS 的影响进行情景分析，生产成本假设为 6 万元/吨。

较差情形：假设含能材料销量为 500 吨，销售均价为 6 万元/吨，毛利率为 0%；

中性情形：假设含能材料销量为 2000 吨，销售均价为 12 万元/吨，毛利率为 50%；

较好情形：假设含能材料销量为 3000 吨，销售均价为 18 万元/吨，毛利率为 66.67%；

以上三种情形下公司 2026 年的营业收入、归母净利润、EPS、PE 的预测情形如下：

表15: 含能材料业务对公司 2026 年经营情况影响的情景分析

	较差情形	中性情形	较好情形
营业收入（亿元）	30.73	32.83	35.83
归母净利润（亿元）	4.18	4.80	6.21
EPS（元）	0.67	0.77	1.00
PE	14.8	12.9	10

资料来源：国信证券经济研究所整理并预测

风险提示

政策风险

宏观经济周期风险：民爆物品广泛应用于煤炭、金属、非金属等矿山开采，公路、铁路、水利等基础设施建设，民爆行业对采矿业、基础设施建设等行业的依赖性较强，而这些行业的景气程度又与宏观经济状况紧密相关。当宏观经济处于上升阶段，固定资产投资和基础建设规模通常较大，对矿产品的需求较大，从而对民爆产品的需求旺盛；当宏观经济低迷时，固定资产投资增速可能放缓，采矿业一般开工不足，从而导致对民爆产品需求降低。随着中国经济进入新常态，经济增速从高速增长转换为中高速增长，增长动力从投资驱动为主转向以创新驱动为主，固定资产投资、基础设施建设等增速存在逐步回落的可能，对民爆产品的整体需求也将降低，可能对公司的生产经营造成不利影响。

产业政策风险：《民爆行业高质量发展意见》提出诸多的行业发展目标，如产业集中度进一步提高、引导生产企业开展重组整合、原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能等。同时，《民爆行业“十四五”规划》也要求继续调整优化行业结构，要求行业继续推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构等。考虑到相关产业政策已对民爆行业提出诸多发展目标，如果未来公司不能把握行业发展机遇，有可能面临失去竞争优势的风险，持续盈利能力将受到一定影响。

经营风险

安全生产风险：民爆行业存在固有的高危性，在生产、储存、销售、运输以及工程施工等各业务环节中，都必然存在一定的安全风险，因而安全生产具有特殊重要的意义。若未来因突发重大安全责任事故导致人员伤亡、财产损失、行政处罚、诉讼纠纷、合同提前终止等严重情形，将给公司的生产经营、盈利水平和品牌信誉带来。

在建工程进度不及预期风险：公司有包括钽铌氧化物扩产、高氯酸钾扩产、新建含能材料等多个在建工程，如果以上在建工程的进展受到各种不可抗力出现延期或终止，则会对公司的长期成长能力产生较大影响。

原材料价格波动风险：公司民爆一体化业务主要原材料为硝酸铵、硝酸钠等，受大宗原燃材料、能源价格波动影响，原材料价格波动将直接影响公司生产成本，从而对经营业绩造成影响。若原材料价格发生大幅波动，同时公司难以将该波动带来的影响完全转嫁给下游企业，将在一定程度上对公司的盈利能力构成影响。

财务风险

商誉减值风险：2021年之前，公司进行了多次收并购，形成长期股权投资以及商誉，2022年国泰集团对太格时代计提商誉减值准备1.20亿元，影响了当期归母净利润。目前公司尚存商誉账面余额为6.1亿元，占净资产比率16.77%，若未来几年被收购的企业未来的经营业绩不达预期，公司因收购行为所形成的长期股权投资以及商誉也将面临减值的风险。

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 10.60-12.19 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年细分业务的盈利预测、自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的民爆企业比如广东宏大、易普力、江南化工、金奥博共 4 家可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司非民爆业务的布局稳步推进，给予公司 2024 年 20-23 倍 PE 估值，在公司今年动态 PE=18.7 的基础上给予 6.95%-22.99% 的溢价，可能未充分考虑市场及行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 0.93%、11.84%、14.45%，可能存在对公司产品销量、价格及军工新材料营收预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 37.30%、38.05%、38.59%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来 3 年盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受原材料硝酸铵的价格影响较大，我们预计 2024 年硝酸铵的价格将延续 2023 年小幅下降的趋势，若发生影响行业供需格局的突发事件，硝酸铵的市场价格可能出现大幅波动，从而影响公司未来 3 年业绩释放的风险。
- ◆ 我们对公司的钽铌氧化物、钨基材料、含能材料等新业务未来的发展前景给予了较高预期，对这些业务未来销量和价格的预测可能存在过度乐观的风险，若未来几年公司这些业务的市场供需格局发生较大变化，则将对公司的相关业务盈利能力造成影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	951	1150	1342	1334	1613	营业收入	2152	2541	2565	2868	3283
应收款项	769	900	899	1015	1158	营业成本	1391	1629	1608	1777	2016
存货净额	232	283	254	285	323	营业税金及附加	13	18	17	19	20
其他流动资产	42	214	51	57	66	销售费用	80	101	85	92	105
流动资产合计	2152	2547	2546	2692	3160	管理费用	227	265	263	287	320
固定资产	1485	1534	1762	2002	2020	研发费用	117	138	138	155	177
无形资产及其他	361	358	345	332	318	财务费用	15	(6)	21	19	15
投资性房地产	799	822	822	822	822	投资收益	20	6	0	0	0
长期股权投资	148	144	144	144	144	资产减值及公允价值变动	(121)	(1)	0	0	0
资产总计	4945	5405	5619	5991	6465	其他收入	(110)	(133)	(138)	(155)	(177)
短期借款及交易性金融负债	822	988	1000	1000	1000	营业利润	214	405	433	521	630
应付款项	545	369	371	403	457	营业外净收支	1	(3)	0	0	0
其他流动负债	220	287	221	240	272	利润总额	215	402	433	521	630
流动负债合计	1587	1645	1592	1644	1729	所得税费用	35	51	52	62	76
长期借款及应付债券	0	135	135	135	135	少数股东损益	36	47	51	61	74
其他长期负债	57	52	52	52	52	归属于母公司净利润	144	305	330	397	480
长期负债合计	57	187	187	187	187	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1644	1832	1779	1831	1916	净利润	144	305	330	397	480
少数股东权益	443	455	490	533	585	资产减值准备	121	(122)	(0)	(0)	(0)
股东权益	2858	3118	3350	3628	3964	折旧摊销	79	89	133	174	196
负债和股东权益总计	4945	5405	5619	5991	6465	公允价值变动损失	121	1	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	15	(6)	21	19	15
每股收益	0.23	0.49	0.53	0.64	0.77	营运资本变动	195	(613)	181	(102)	(104)
每股红利	0.17	0.13	0.16	0.19	0.23	其它	(112)	156	36	43	52
每股净资产	4.60	5.02	5.39	5.84	6.38	经营活动现金流	548	(185)	680	512	624
ROIC	7.60%	8.52%	9%	10%	11%	资本开支	0	(2)	(401)	(401)	(201)
ROE	5.03%	9.77%	10%	11%	12%	其它投资现金流	72	158	0	0	0
毛利率	35%	36%	37%	38%	39%	投资活动现金流	70	160	(401)	(401)	(201)
EBIT Margin	15%	15%	18%	19%	20%	权益性融资	0	6	0	0	0
EBITDA Margin	19%	19%	23%	25%	26%	负债净变化	(0)	135	0	0	0
收入增长	8%	18%	1%	12%	14%	支付股利、利息	(107)	(84)	(99)	(119)	(144)
净利润增长率	-40%	112%	8%	20%	21%	其它融资现金流	97	115	12	0	0
资产负债率	42%	42%	40%	39%	39%	融资活动现金流	(118)	224	(87)	(119)	(144)
股息率	1.7%	1.3%	1.6%	1.9%	2.3%	现金净变动	499	199	192	(8)	279
P/E	43.1	20.3	18.7	15.6	12.9	货币资金的期初余额	452	951	1150	1342	1334
P/B	2.2	2.0	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	951	1150	1342	1334	1613
EV/EBITDA	19.4	16.8	13.6	11.2	9.6	企业自由现金流	0	(186)	313	146	459
						权益自由现金流	0	64	306	130	445

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032