

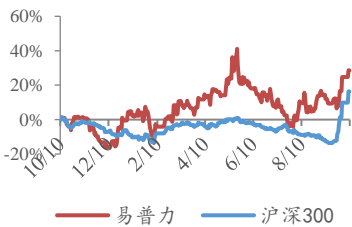
民爆一体化领军企业，受益西部需求爆发

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-10-14

收盘价(元)	13.09
近12个月最高/最低(元)	14.70/8.71
总股本(百万股)	1,240
流通股本(百万股)	488
流通股比例(%)	39.38
总市值(亿元)	162.37
流通市值(亿元)	63.94

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 民爆行业：民爆有望迎来长景气周期

供给端：行业整合加速，产品结构优化。出于本质安全考虑，民爆行业准入门槛增高，严控新增，同时政策推动行业重组整合，行业供给集中于领先企业，排名行业前20家企业集团生产总值占行业比例由2017年62.72%增长至2023年80.73%。在相关政策引导下，工业炸药产销量趋于平稳，工业雷管受爆破技术提升、需求量减少等因素影响，产销有所下降。供给侧来看，安全环保趋势催动产品结构优化。现场混装炸药占比提升，产品服务一体化成为显著趋势。出于安全性和爆破效率的优势，电子雷管占工业雷管比例提升。

需求端：新疆、西藏等西部地区成未来主力需求地。西部地区在国家政策的强力推动下，以其地理优势、资源禀赋等，极具民爆发展潜力。第一，矿山开采逐渐向富矿地区转移，而矿业资源禀赋主要集中在西部地区，为未来需求增长提供源动力。第二，新疆、西藏等西部地区基础设施发展不足，低基数高增长，提供基建相关需求的长期发展空间。第三，由于西部地区人口密度低，土地成本较低，风光资源丰富，较适宜发展国家重大项目，其中重点推进西南水电清洁项目。国家鼓励将现有产能转移至西部地区进行现场混装就近服务，头部企业均加大相关部署。

● 易普力：发力西部、海外、重点项目

易普力由2023年中国能建葛洲坝集团旗下子公司易普力分拆重组南岭民爆上市形成。据中国爆破器材行业协会统计，在2023年民爆生产企业集团排名中，公司生产总值排名第二，工业炸药年产量排名第一，工业雷管年产量排名第五，爆破服务收入排名第二。

新疆地区：公司增量业务强绑定疆煤，积极将湖南省内限制包装炸药产能转移至疆内，占据先发优势。2023年17单新签或开始执行的单笔合同金额1亿元以上的合同中，项目地在新疆的达到7个，占比41.2%，远高于其他地区；从合同服务类型看，煤矿服务仍是公司主要的下游服务领域，2023年煤矿类合同达7个，占比41.2%。疆煤产能高增速将带动业绩增长。预计2024年内公司疆内产能将达到10.6万吨/年，排名全疆第三，产能全部为现场混装炸药，业务形式开展灵活。

西藏地区：公司于2014年进入西藏市场，在西藏地区具有一定产能布局优势，大型矿山服务经验丰富。公司在西藏区域产能布局为2.5万吨/年，用于服务巨龙铜矿矿山开采工程，占比约为30.12%，排名第一。巨龙铜矿二期项目预计2025年底建成投产，巨龙二期、三期陆续扩产将带来爆破需求，产品服务一体化经验丰富的易普力将受益。

重点项目：公司背靠优质股东，且拥有大型水电站项目的丰富经验，水电站相关工程服务有充分优势。易普力随三峡水利枢纽工程上马而成立，首次将混装炸药新技术成功引入三峡工程等水电工程领域，承担了三峡工程近 70% 的爆破工程量，具备丰富的水利设施爆破服务经验，承建了 10 余项国家重点水利水电工程项目。国家重点发展西南水电基地建设，易普力将受益。

出海：股东中国能建为易普力在国外进行市场开拓和资源整合提供了有力支撑。易普力紧扣在“一带一路”沿线国别和能建集团传统优势国别加快布局，在利比里亚、巴基斯坦、科威特、马来西亚、纳米比亚 5 个国别实现工程项目落地，国际贸易涵盖亚洲、非洲、欧洲、美洲区域共计 20 余个国别。目前，易普力积累了丰富的爆破一体化服务国际化运营经验，形成了稳定的国际业务收入来源和业务发展基础。2023 年，易普力境外收入合计 4.39 亿元，占主营业务收入的 5.21%。海外市场未来有较大的发展空间。公司的目标是在‘十四五’末，海外营收占比达到 9%。

● 投资建议

我们认为民爆行业供给端严控新增，行业整合加速，产品结构受政策引导不断改善，供给侧有序新增。需求端来看，西部地区采矿、基建、水利等需求繁荣，民爆有望迎来长景气周期。易普力的规模和重大项目服务经验在全行业保持领先，西部地区均有布局，受益于西部地区的需求增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.21、8.51、9.31 亿元，对应 PE 分别为 22.52、19.07、17.44 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

产能搬迁及建设不及预期；
 巨龙项目建设不及预期；
 新疆煤炭产能增速放缓；
 基建需求不及预期；
 行业整合进度不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8428	9241	10728	11992
收入同比 (%)	52.9%	9.7%	16.1%	11.8%
归属母公司净利润	634	721	851	931
净利润同比 (%)	-0.2%	13.7%	18.1%	9.3%
毛利率 (%)	25.7%	24.8%	25.0%	24.8%
ROE (%)	9.1%	9.3%	10.0%	9.8%
每股收益 (元)	0.56	0.58	0.69	0.75
P/E	18.50	22.52	19.07	17.44
P/B	1.84	2.10	1.90	1.71
EV/EBITDA	9.82	12.50	10.84	9.85

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 易普力：产能领先，产品服务一体化优势显著	6
1.1 经重组确立行业头部地位，构建一体化产品服务体系	6
1.2 盈利表现良好，降本增效成果显著	8
2 供给侧：行业整合加速，产品结构优化	9
2.1 政策严控产能扩张，行业整合加速	9
2.2 工业炸药：安全环保要求下现场混装炸药占比提升，产品 服务一体化成为显著趋势	14
2.3 工业雷管：产品结构持续优化调整，电子雷管占比提升	16
3 需求侧：新疆、西藏等西部地区成未来主力需求地	17
4 易普力：发力西部、海外、重点项目	21
4.1 新疆地区：疆煤产能高增速带动业绩增长	21
4.2 西藏地区：矿山服务经验丰富，巨龙二期改建带来新需求	23
4.3 重点项目：背靠优质股东，且拥有大型水电站项目的丰富经验，水电站相关工程服务有充分优势	24
4.4 一带一路出海有望成为公司新的增长极	25
5 盈利预测	26
风险提示：	27

图表目录

图表 1 公司主要产品	6
图表 2 2023 年各地区营收分布	6
图表 3 易普力发展历程大事件	6
图表 4 公司股权结构	7
图表 5 公司各类民爆产品产能情况（截至 2023 年年报）	8
图表 6 历史营收及同比增速	8
图表 7 历史归母净利润及同比增速	8
图表 8 销售毛利率及净利率（单位：%）	9
图表 9 期间费用率（单位：%）	9
图表 10 产品营收分布	9
图表 11 产品毛利分布	9
图表 12 民爆行业器材分类	10
图表 13 民爆下游应用领域分布（2020）	10
图表 14 工业炸药产销量变化（单位：万吨）	11
图表 15 工业雷管产销量变化（单位：亿发）	11
图表 16 民爆行业重组整合相关政策	11
图表 17 民爆行业重点公司 2023-2024 收并购交易整理	11
图表 18 企业集团生产总值占行业比例	13
图表 19 企业集团工业炸药产量占行业比例	13
图表 20 上市公司产能及新增梳理	13
图表 21 混装乳化炸药与普通乳化炸药优缺点对比	14
图表 22 两种爆破模式爆破效果对比	15
图表 23 现场混装炸药相关政策梳理	15
图表 24 我国现场混装炸药产量占比情况	15
图表 25 现场混装炸药产量地区结构	16
图表 26 炸药雷管消耗比变化	17
图表 27 工业炸药分类占比	17
图表 28 工业雷管分类占比	17
图表 29 2024 年上半年各区域民爆企业生产总值及增速	18
图表 30 2022 年各地区税收对采矿业的依赖程度	18
图表 31 近年新疆、西藏税收对采矿业的依赖程度	19
图表 32 全国及新疆原煤产量增速	19
图表 33 2022 年东中西部高速公路密度	20
图表 34 西部地区交通基础设施资本存量	20
图表 35 部分支持西部地区发展风光项目政策文件	20
图表 36 新疆、西藏民爆企业生产总值及占全国比	21
图表 37 新疆、西藏民爆企业工业炸药产量及占全国比	21
图表 38 公司 2023 年第一季度至 2024 年第二季度疆内新签或开始执行合同明细	21
图表 39 主要民爆企业在新疆工业炸药产能	23
图表 40 主要民爆企业在西藏工业炸药产能	24

图表 41 三峡工程复盘图	25
图表 42 公司参与的部分国家重点水利水电工程项目列举.....	25
图表 43 近 5 年我国工业炸药出口量（单位：吨）	25
图表 44 近三年民爆行业上市公司境外投资项目梳理.....	26

1 易普力：产能领先，产品服务一体化优势显著

1.1 经重组确立行业头部地位，构建一体化产品服务体系

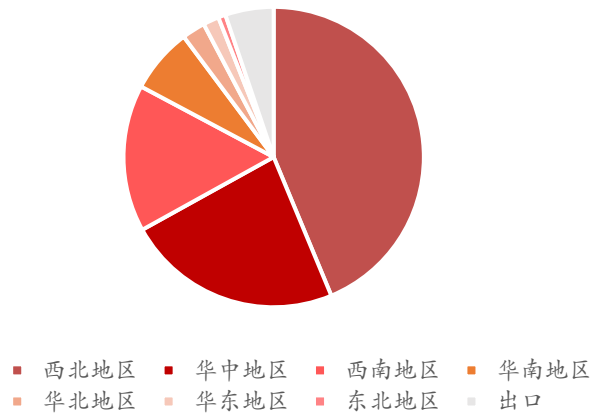
易普力处国内民爆行业领先地位。易普力股份有限公司是国务院国资委直属企业、世界 500 强中国能源建设集团有限公司的成员企业，是国内民爆行业产能规模领先的上市公司、工信部重点扶持的民爆行业龙头企业。据中国爆破器材行业协会统计，在 2023 年民爆生产企业集团排名中，公司生产总值排名第二，工业炸药年产量排名第一，工业雷管年产量排名第五，爆破服务收入排名第二。

聚焦民爆相关服务及产品，业务覆盖国内外。易普力拥有集民爆物品研发、生产、销售、爆破一体化和矿山开采施工总承包及绿色矿山建设于一体的完整产业链，主要产品包括矿山爆破一体化服务、民爆产品、军用品及消防系列产品。公司业务覆盖国内超 20 个省（自治区、直辖市），在纳米比亚、利比里亚、巴基斯坦、马来西亚等“一带一路”沿线国别实现工程项目落地，国际贸易涵盖亚洲、非洲、欧洲、美洲区域共计 20 余个国别，综合实力、发展潜力等均位于民爆行业前列。

图表 1 公司主要产品

矿山爆破一体化	民爆产品	其他产品
<ul style="list-style-type: none"> · 产品供应 · 基建剥离 · 方案设计 · 爆破开采 	<ul style="list-style-type: none"> · 工业炸药 · 工业雷管 · 工业导爆管 · 工业导爆索 	<ul style="list-style-type: none"> · 军用品 · 消防产品 · 消防系统化服务

图表 2 2023 年各地区营收分布



资料来源：公司 2023 年报、华安证券研究所

资料来源：公司 2023 年报、华安证券研究所

易普力由 2023 年中国能建葛洲坝集团旗下子公司易普力分拆重组南岭民爆上市形成。1993 年易普力前身“葛洲坝三峡工程爆破公司”跟随三峡水利枢纽工程成立，2001 年南岭民爆剥离于南岭化工厂成立，南岭民爆上市后通过收购等方式整合了湖南省内的绝大部分民爆资源。2023 年，中国能建分拆子公司葛洲坝易普力，南岭民爆顺利完成对其的收购，重组后控股股东及实际控制人为国务院国资委。公司电子雷管等产品产能大幅提升，主营业务向附加值更高的民爆服务转变，实现品牌与资源的深度整合与升级，逐步确立行业领先地位。

图表 3 易普力发展历程大事件



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 4 公司股权结构



资料来源：公司公告、iFinD、华安证券研究所

依托中国能建，逐步从产品为主向产品服务一体化转型。重组后，公司产能进一步提升，南岭民爆湖南当地的销售渠道与市场布局进一步打开。同时，易普力原本就是国内领先的民爆行业头部企业，是中国能建集团通过其全资子公司葛洲坝集团间接控股的子公司，依托中国能建世界领先的综合能源建设央企的优势地位，重组后上市公司主营业务也由“民爆器材销售为主”转变为“以民爆一体化业务为核心，向工程服务市场延伸”，围绕民爆产业链条，积极拓展军工、安防、民爆装备、核心原材料等业务，以工程爆破服务带动全产业链发展。工程爆破营收占比由 2022 年 18.08% 跃升至 2023 年 63.73%。

积极优化产品结构，符合安全生产趋势。公司将部分包装炸药产能向单位附加值更高的混装炸药产能转换，利用新疆等区位优势，实现转化产能的高质量释放，有效避免了包装炸药许可产能核减风险，规模优势及行业竞争优势更加明显。现场混装炸药是本质安全要求下的趋势，公司工业炸药产能由 2022 年的 17.3 万吨/年经重组优化提升至 2023 年的 52.15 万吨/年，其中现场混装炸药许可产能占比满足

工信部“十四五”规划中不低于 35% 的要求且稳步提升，现场混装炸药主要指标行业领先。同时，公司严格执行工业雷管减量置换工业数码电子雷管政策，推进工业数码电子雷管全面应用，置换后年产能达 6450 万发，引入高科技雷管技术，创新驱动发展。

图表 5 公司各类民爆产品产能情况 (截至 2023 年年报)

产品类别	许可产能	产能利用率	生产点/公司	在建产能	投资	项目进展
工业炸药	52.15 万吨/年	89.97%	新疆准东	调增 2.1 万吨	2700 万元	已通过生产验收
			新疆黑山	调增 1 万吨	1100 万元	已通过生产验收
			新疆奇台	调增 0.8 万吨	1300 万元	已通过生产验收
			四川米易	调增 0.3 万吨	600 万元	已通过生产验收
			广西崇左	新建 0.5 万吨	4800 万元	建设中
			西藏墨竹工卡	品种调整技术改造	1800 万元	建设中
电子雷管	6450 万发/年	79.36%	向红	在建 1500 万发	1500 万元	已通过生产验收
			湘器	在建 1900 万发	2800 万元	已通过生产验收
导爆管雷管	2000 万发/年	1.60%	无			
工业电雷管	1000 万发/年	0%	无			
工业导爆索	2000 万米/年	28.35%	无			
塑料导爆索	38000 万米/年	0%	无			

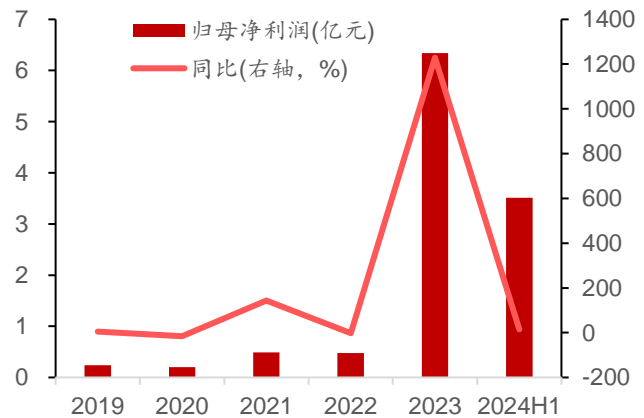
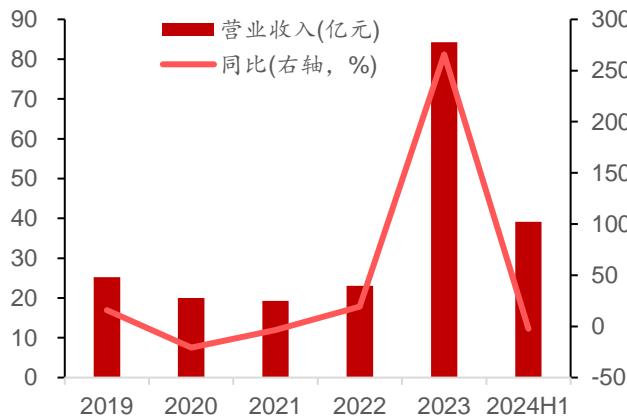
资料来源：公司 2023 年报、华安证券研究所

1.2 盈利表现良好，降本增效成果显著

公司经营状况良好，盈利稳定。2019-2022 年公司总体营业收入、归母净利润基本稳定，2020 年受到新冠疫情影响业绩有一定程度下滑，后逐渐恢复，2023 年业绩大幅增长主要是由于收购葛洲坝易普力重组上市，实现营收 84.28 亿元，同比 265.76%，归母净利润 6.34 亿元，同比 1228.80%。2024 年上半年公司实现营业收入 39.14 亿元，归母净利润 3.51 亿元。

图表 6 历史营收及同比增速

图表 7 历史归母净利润及同比增速



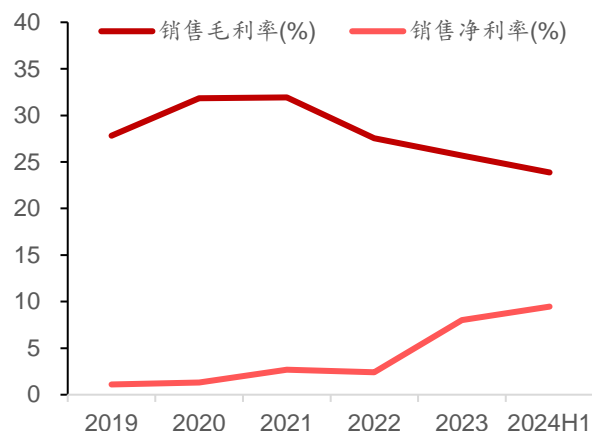
资料来源：iFinD、华安证券研究所

资料来源：iFinD、华安证券研究所

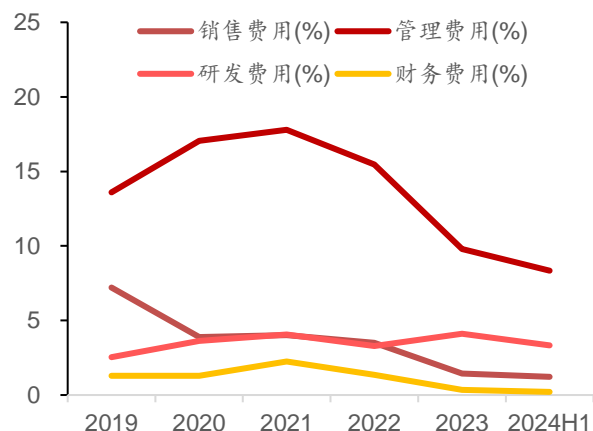
公司优化管理，期间费用率大幅下降。2019-2024H1，公司毛利率整体呈下行趋势，而净利率呈上行趋势，毛利率下降主要是由于毛利率相对低的工程爆破业务占比增长。2024 年上半年公司毛利率为 23.87%，净利率为 9.46%。公司期间费用

率大幅降低,由2021年28.11%降至2024年上半年13.11%,其中管理费用率下降9.45pct,公司优化管理成效明显。

图表8 销售毛利率及净利率 (单位: %)



图表9 期间费用率 (单位: %)

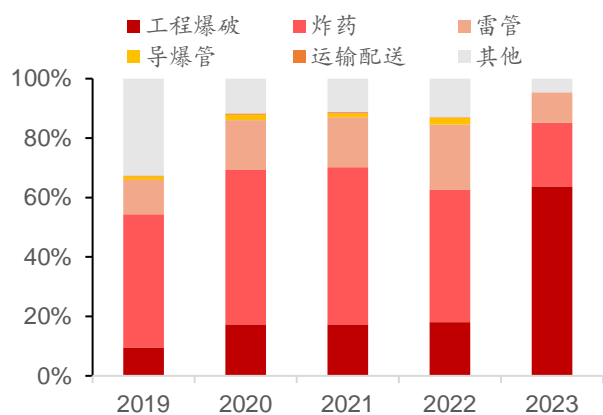


资料来源: iFinD、华安证券研究所

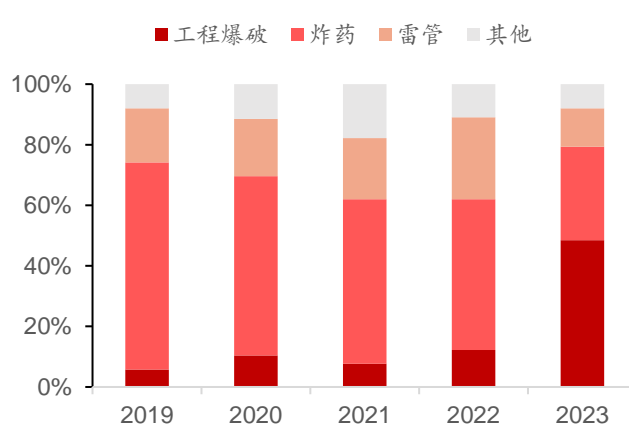
资料来源: iFinD、华安证券研究所

公司业务趋于多元,工程爆破成主要收入来源。从公司的营收构成看,重组上市前公司主要收入来源为炸药,2021年炸药营收占比达52.84%,2022年达44.45%。2023年重组上市后,爆破业务成为公司第一大业务,其营收占比达到63.73%,另外炸药占比21.46%,雷管占比10.19%。2023年工程爆破毛利占比48.47%,炸药30.89%,雷管12.69%。

图表10 产品营收分布



图表11 产品毛利分布



资料来源: 公司年报、华安证券研究所

资料来源: 公司年报、华安证券研究所

2 供给侧: 行业整合加速, 产品结构优化

2.1 政策严控产能扩张, 行业整合加速

民用爆破器材总体上涉及工业炸药、起爆器材两大类, 主要产品有工业炸药、工业雷管、工业导爆索等多个品种。其中, 工业炸药可分为胶状乳化炸药和多孔粒状铵油炸药, 工业雷管可分为电子雷管、导爆管雷管、工业电雷管等。民用爆破器材产品广泛应用于煤炭、金属、非金属等矿山开采, 公路、铁路、水利等基础设施

建设、建筑物拆除等工程领域。

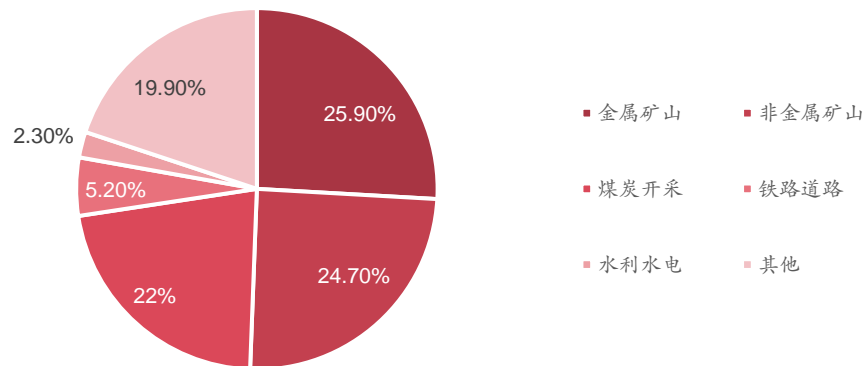
图表 12 民爆行业器材分类

民爆器材类型	主要产品
工业炸药	胶状乳化炸药
	多孔粒状铵油炸药
	膨化硝酸铵炸药
	粉状乳化炸药
	改性铵油炸药
	水胶炸药
起爆器材	电子雷管
	导爆管雷管
	工业电雷管
	其他工业雷管
	导火索
	导爆索
	导爆管

资料来源：中爆协、华安证券研究所

从 2020 年工业炸药销售流向数据来看，民爆行业下游约 72% 用于矿业开采，包括金属矿山、非金属矿山、煤炭开采，铁路道路、水利水电等占比仅为 7.5%。

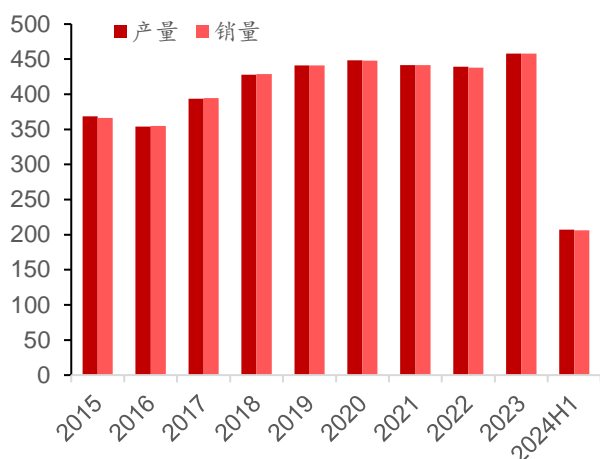
图表 13 民爆下游应用领域分布 (2020)



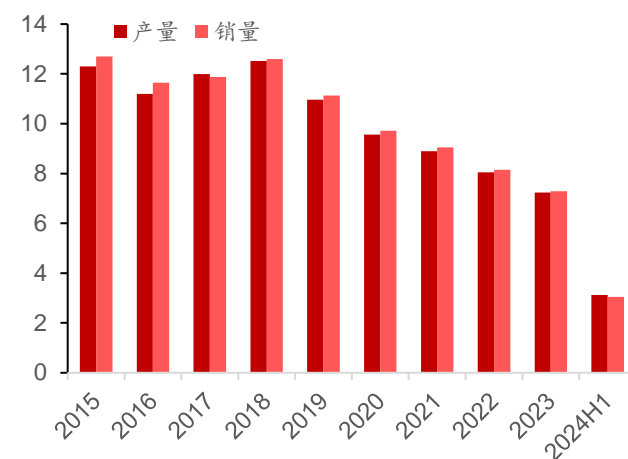
资料来源：中爆协、华安证券研究所

民爆行业准入门槛增高，严控新增。根据工信部《关于推进民爆行业高质量发展的意见》与《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，除对重组整合、撤线拆点等给予支持政策外，一律不新增传统民爆物品的许可产能。其中，《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》强调要提高安全准入标准，对于技术条件和经营规模不符合要求的，不再延续生产许可、安全生产许可、销售许可。未来行业准入门槛显著提高，严格控制新增产能，同时支持企业重组整合与技术升级，推动行业向高质量、安全发展迈进。在相关政策引导下，工业炸药产销趋于平稳，工业雷管受爆破技术提升、需求量减少等因素影响，产销有所下降。

图表 14 工业炸药产销量变化 (单位: 万吨)



图表 15 工业雷管产销量变化 (单位: 亿发)



资料来源: 中爆协、华安证券研究所

资料来源: 中爆协、华安证券研究所

政策推动行业重组整合, 行业供给集中于领先企业。由于民爆行业的安全管理难度大, 先后有多项政策出台鼓励民爆行业进行整合。《关于推进民爆行业高质量发展的意见》要求年产 1 万吨及以下的低水平工业炸药生产线应进行合并升级改造, 鼓励行业龙头骨干企业兼并重组处于停产半停产等生存状态恶化的企业。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》支持行业龙头骨干企业实施跨地区、跨所有制重组整合、民爆企业联优并强, 区域内销售企业重组整合, 大幅压减销售企业许可数量, 要求到 2025 年, 龙头骨干企业研发经费占营业收入比重达到 3.5%, 包装型工业炸药生产线最小许可产能 (吨/年) 达到 1.2 万吨/年, 生产企业 (集团) 数量减少到 50 家以下, 排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比达到 60% 以上。相关政策推动下, 民爆企业集团积极开展重组整合, 产业集中度持续增加。“十三五”期间, 生产总值前 20 名生产企业集团中有 18 家在近 5 年中进行了重组整合, 被整合企业有 123 家, 涉及生产企业 31 家、销售企业 27 家、爆破公司 49 家、运输公司 5 家、原材料加工企业 3 家、其他 8 家。排名行业前 20 家企业集团生产总值占行业比例稳定增长, 由 2017 年 62.72% 增长至 2023 年 80.73%, CAGR (2017-2023) 为 4.3%。

图表 16 民爆行业重组整合相关政策

日期	名称	重点解读
2018 年	《关于推进民爆行业高质量发展的意见》	年产 10000 吨及以下的低水平工业炸药生产线应进行合并升级改造, 兼并重组处于停产半停产等生存状态恶化的企业并对其实施并线; 排名前 15 家生产企业生产总值在全行业占比超过 60%。
2021 年	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	支持行业龙头骨干企业重组整合、民爆企业联优并强, 区域内销售企业重组整合, 大幅压减销售企业许可数量; 到 2025 年, 龙头骨干企业研发经费占营业收入比重达到 3.5%, 包装型工业炸药生产线最小许可产能 (吨/年) 达到 12000 吨/年, 生产企业 (集团) 数量减少到 50 家以下, 排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比达到 60% 以上。

资料来源: 工业和信息化部、华安证券研究所

图表 17 民爆行业重点公司 2023-2024 收并购交易整理

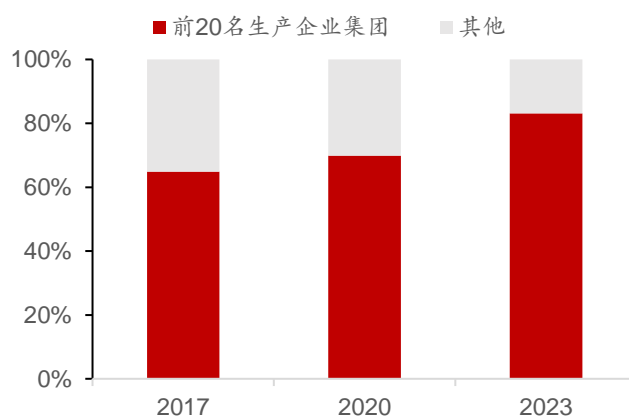
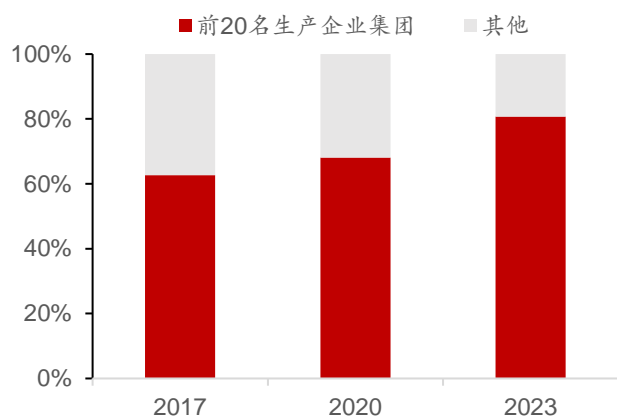
交易买方	首次公告日	交易标的
------	-------	------

安徽江南化工股份有限公司 (002226.SZ)	2024-08-07	陕西红旗民爆集团股份有限公司 35.9721%股权
	2024-06-29	新疆天河化工有限公司 4.2327%股权
	2024-02-03	内蒙古科大爆破工程有限公司部分股权
	2023-12-28	朝阳红山化工有限责任公司 70%股权
	2023-10-17	山西江阳工程爆破有限公司 67.74%股权
	2023-04-01	山西江阳兴安民爆器材有限公司 94.39%股权
	2023-03-14	陕西北方民爆集团有限公司 100%股权
广东宏大防务科技股份有限公司	2024-01-03	江苏红光化工有限公司 46%股权
广东宏大控股集团股份有限公司 (002683.SZ)	2024-07-03	新疆雪峰科技(集团)股份有限公司 21%股权
	2023-03-25	宏大爆破工程集团有限责任公司部分股权
宏大爆破工程集团有限责任公司	2023-03-25	湖南涟邵建设工程(集团)有限责任公司部分股权
湖北凯龙化工集团股份有限公司 (002783.SZ)	2024-07-17	武穴市君安爆破工程有限公司 51%股权
江西国泰集团股份有限公司 (603977.SH)	2023-02-24	江西三石有色金属有限公司部分股权
山东天宝化工股份有限公司,湖北凯龙化工集团股份有限公司 (002783.SZ),新疆众益达投资有限公司	2024-07-17	新疆天宝爆破工程有限公司部分股权
山西壶化集团股份有限公司 (003002.SZ)	2023-12-08	阳泉市民爆器材专营有限公司 100%股权
	2023-08-12	邯郸市安顺化工科技有限公司 100%股权
山西同德化工股份有限公司 (002360.SZ)	2023-11-18	广灵县同德精华化工有限公司 20%股权
深圳市金奥博科技股份有限公司 (002917.SZ)	2024-07-25	山东圣世达化工有限责任公司部分股权
	2023-04-06	陕西红旗民爆集团股份有限公司部分股权
新疆雪峰爆破工程有限公司	2023-06-27	沙雅雪峰科技有限公司 100%股权
新疆雪峰爆破工程有限公司,博尔塔拉蒙古自治州雪峰民用爆破物品经营有限责任公司	2024-07-19	博尔塔拉蒙古自治州雪峰爆破工程有限公司部分股权
新疆雪峰科技(集团)股份有限公司 (603227.SH)	2023-03-17	新疆雪峰双兴商贸有限责任公司 44.1%股权
雅化集团三台化工有限公司	2023-08-25	四川金雅科技有限公司 40%股权
雅化集团雅安实业有限公司	2023-07-01	四川通达化工有限责任公司 51%股权
	2023-05-23	雅化集团绵阳实业有限公司 100%股权,雅化集团三台化工有限公司 100%股权,雅化集团旺苍化工有限公司 100%股权,四川雅化工程管理有限公司 100%股权,雅化集团内蒙古柯达化工有限公司 84.54%股权,四川凯达化工有限公司 94.38%股权,山西金恒化工集团股份有限公司 76.10%股权,长春吉阳工业集团有限公司 75%股权,雅化集团攀枝花恒泰化工有限公司 51%股权

资料来源: iFinD、华安证券研究所

图表 18 企业集团生产总值占行业比例

图表 19 企业集团工业炸药产量占行业比例



资料来源：中爆协、华安证券研究所

资料来源：中爆协、华安证券研究所

图表 20 上市公司产能及新增梳理

公司	工业炸药 许可产能 (万吨)	工业炸药 产量 (万吨)	拟新增工业炸药产能 (万吨)	工业雷管 许可产能 (万发)	电子雷 管产能 (万发)	拟新增电子雷管产能 (万发)
保利联合	46.45	33.38	西藏年产 12000 吨乳化 炸药生产线；新疆年产 20000 吨现场混装炸药 地面站。	/	17265	河北年产 5000 万发电 子雷管生产线。
雅化集团	26.05	23.87	无	8777	660	无
易普力	52.15	50.31	新疆准东生产点调增 2.1 万吨混装炸药产能；新 疆黑山生产点调增 1 万 吨混装炸药产能；新疆 奇台生产点调增 0.8 万吨 混装炸药产能；四川米 易生产点调增 0.3 万吨混 装炸药产能；广西崇左 生产点新建 0.5 万吨混装 炸药产能；西藏墨竹工 卡生产点混装炸药品种 调整技术改造。	9450	6450	向红公司、湘器公司分 别在建 1500 万发电子 雷管和 1900 万发电子 雷管生产线。
广东宏大	49.4	38.37	吉安化工呼伦贝尔吉安 化工公司 12,000 吨/年粉 状乳化炸药扩能至 14,000 吨/年胶状乳化炸 药，扩能 2000 吨产能来 自宏大民爆产能转移； 甘肃兴安民爆静宁生产 点 12,000 吨/年粉状乳化 炸药扩能至 15,000 吨/年 粉状乳化炸药，扩能	5334	3334	甘肃兴安民爆静宁生产 点新建 500 万发电子雷 管生产线，新增 500 万 发电子雷管产能来自宏 大民爆产能转移。

			3000 吨产能来自宏大民爆产能转移；宏大工程在甘肃金昌市建设年产 3000 吨混装产能，其 1000 吨来自兴安民爆阿克塞生产点，2000 吨来自镜铁山生产点；宏大工程在西藏拉萨市建设年产 7000 吨混装产能，为公司内部产能调配转入。			
国泰集团	17.4	16.28	无	4980	2510	无
金奥博	8.35	6.97	无	11017	7167	报告期内，泰山民爆进行电子雷管智能化装配生产线技术改造。
壶化股份	7.8	5.53	无	7880	5880	无
凯龙股份	20.65	18.87	无	/	5000	无
江南化工	59.15 工业炸药 及制品	49.42 工业炸药 及制品	无	7670	3670	无
雪峰科技	11.75	11.57	无	2390	1890	无
同德化工	10.6	8.15	无	/	/	无
高争民爆	1 混装炸药	0.39 混装炸药	无	/	/	/

资料来源：各公司年报、华安证券研究所；数据更新到 2023 年

2.2 工业炸药：安全环保要求下现场混装炸药占比提升，产品服务一体化成为显著趋势

现场混装具有本质安全、优质高效、绿色环保等优点。现场混装技术是集原料运输、现场混制、炮孔装药等多工序于一体，并融炸药技术、爆破技术、装备技术等多门类于一身的新技术，具有本质安全、优质高效、绿色环保等优点，代表着国际上工业炸药技术与工程爆破技术的未来发展方向。从全球范围来看，现场混装炸药技术兴起于 20 世纪 60 年代，从最早的水泥搅拌机改装铵油炸药车发展到 20 世纪 90 年代开始研制并推广的基于地面制备乳胶基质的现场混装炸药技术，目前，乳胶基质远程配送模式已成为现场混装方式发展的主导模式。现场混装比例提升是工程爆破行业安全发展的必然选择，这是由于传统包装炸药采用人工装药方式，炸药的包装、储存、运输等环节都会产生风险，而现场混装则大大降低了这些危险环节产生事故的风险，同时也减少了过程中的损耗。另外，现场混装采取机械化装药方式，装药施工效率高，装药连续性和耦合性强，爆破效果好，无废弃包装物，余料可再次使用，体现出安全、高效、优质、环保等显著优势。

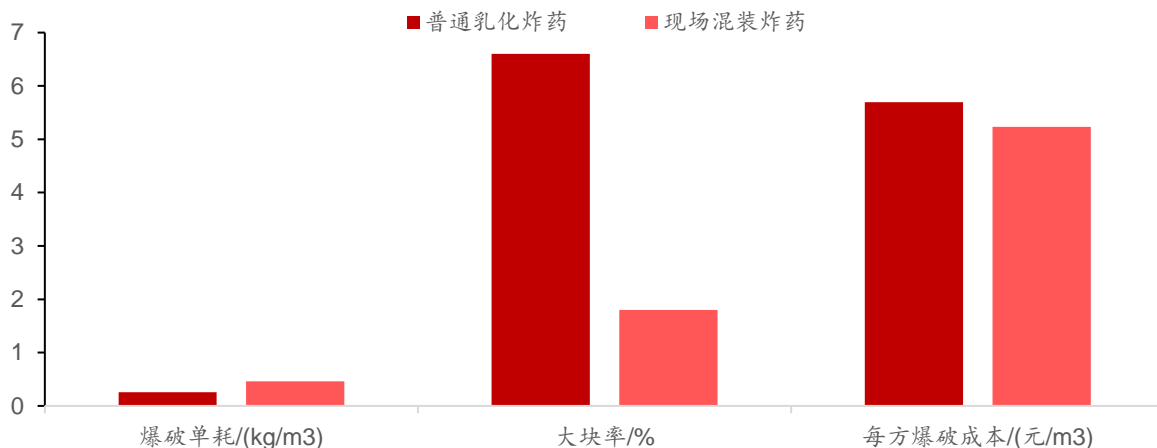
图表 21 混装乳化炸药与普通乳化炸药优缺点对比

比较方式	混装乳化炸药	普通乳化炸药
运输安全	混装炸药，爆炸感度低：混装炸药为胶质液体，溢出后不易收集	爆炸感度高，撞击、火花等会引起爆炸；炸药为袋装卷状，掉落后方可收集，雷管可以直接引爆

起爆方式	炸药猛度较低，需要使用起爆药包进行起爆	无需其他介质，可直接起爆
使用效果	注入式装药，为耦合装药；爆破后超径石数量少，便于后期挖装	不耦合装药，爆破后超径石数量较多，不便挖装
节能环保	爆破生成气体产物，无污染	爆破生成气体产物，无污染
高海拔适应性	适合	适合

资料来源：《混装炸药与普通乳化炸药在露天采石场爆破效果及成本分析》康晋祯、华安证券研究所

图表 22 两种爆破模式爆破效果对比



资料来源：《混装炸药与普通乳化炸药在露天采石场爆破效果及成本分析》康晋祯、华安证券研究所

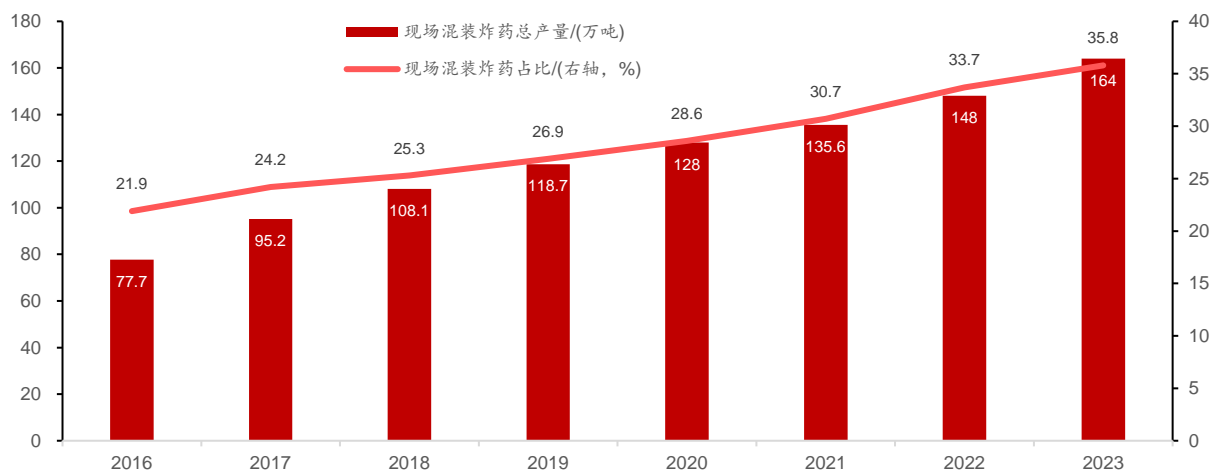
民爆行业现场混装炸药产量及其占比不断攀升，工信部先后出台的多个政策将推动现场混装炸药产量继续提高。2018年《民用爆炸物生产许可实施办法》鼓励民用爆炸物品生产企业采用提高民用爆炸物品安全性能的现场混装生产技术；2018年《关于推进民爆行业高质量发展的意见》要求现场混装炸药占工业炸药比重突破30%；2021年《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》要求2025年实现企业现场混装炸药许可产能占比超过35%，且支持符合条件的民爆企业利用多层次资本市场做大做强。经政策引导，现场混装炸药产量占比迅速攀升，由2016年的21.9%增至2023年的35.8%，提前完成政策目标。

图表 23 现场混装炸药相关政策梳理

日期	名称	重点解读
2018年	《民用爆炸物生产许可实施办法》	鼓励民用爆炸物品生产企业采用提高民用爆炸物品安全性能的现场混装生产技术
2018年	《关于推进民爆行业高质量发展的意见》	现场混装炸药占工业炸药比重突破30%；企业（集团）现场混装炸药许可产能占比应达到本企业工业炸药生产许可产能总量的30%、不足30%的，可将包装炸药许可产能转换为现场混装炸药许可产能，或核减差额部分50%的包装炸药许可产能
2021年	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	到2025年，龙头骨干企业研发经费占营业收入比重达到3.5%，实现企业现场混装炸药许可产能占比超过35%

资料来源：工业和信息化部、华安证券研究所

图表 24 我国现场混装炸药产量占比情况

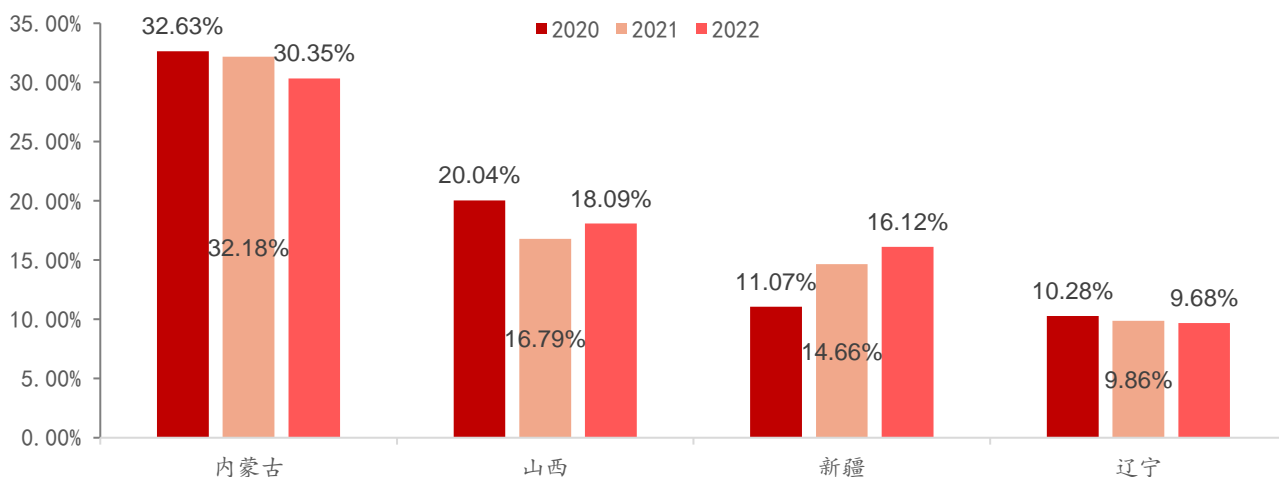


资料来源：中爆协、工业和信息化部、夏光《工业炸药现场混装技术应用与影响因素研究》、华安证券研究所

尽管我国在发展现代混装炸药方面已有长足进步，但仍与发达国家存在差距，现场混装炸药在美国、澳大利亚等矿业发达国家的产量占比高达90%以上，但我国这一比例仅占35.8%。随着政策引导加深以及监管政策的理顺，现场混装炸药比例提升将会加快，近几年头部企业也逐渐将传统包装炸药转产现场混装炸药。这一转变使得行业逐步从单独卖产品向产品服务技术一体化营销做转变。

乳胶基质远程配送模式通常是项目地附近建设乳胶基质制备中心，并向周边辐射配送，通常建站要求附近有足够的项目体量支撑，因此集中度相对较高，单一项目爆破需求较大的矿山开采业务及国家重大项目成为核心需求方。同时，在政策引导下，现场混装炸药产量向各煤炭、矿山资源大省进一步集中。内蒙古、山西、西藏和辽宁四省现场混装炸药总产量占比较大。未来，当地布局领先企业将受政策溢出效应而受益。

图表 25 现场混装炸药产量地区结构



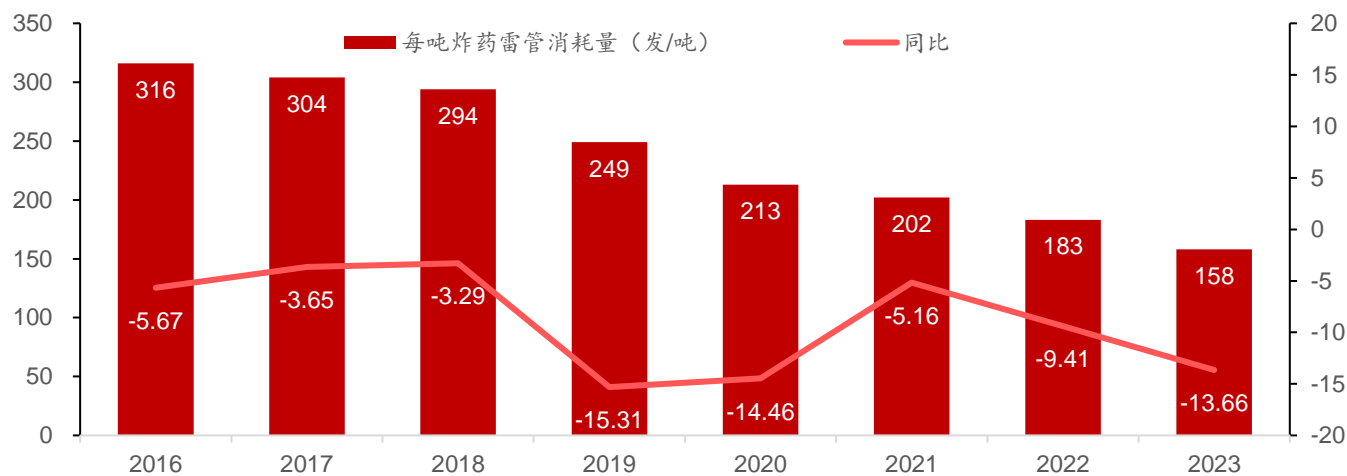
资料来源：中爆协、华安证券研究所

2.3 工业雷管：产品结构持续优化调整，电子雷管占比提升

工业雷管需求呈现下降趋势。随着民爆产品结构调整和爆破技术水平的提高，中深孔爆破方式在逐年增加，使爆破开采过程中工业炸药和工业雷管的消耗比发生了明显的变化，导致了工业雷管的需求量逐年下降。2016年以来，每吨工业炸药

消耗工业雷管吨数量呈逐年下降趋势，消耗比由 2016 年的 316 发/吨，下降到 2023 年的 158 发/吨，年平均降幅达到 8.83%。

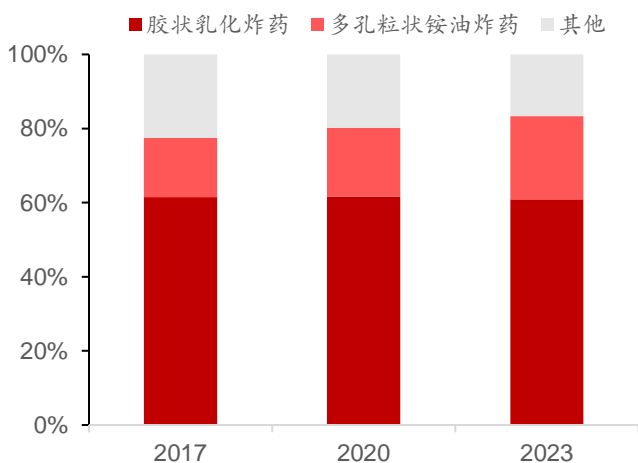
图表 26 炸药雷管消耗比变化



资料来源：中爆协、华安证券研究所

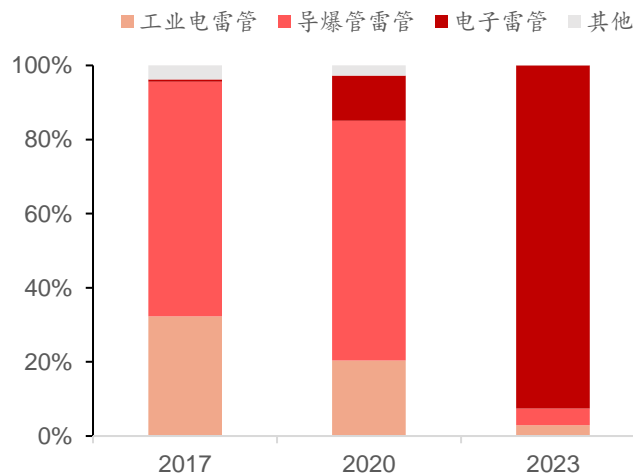
出于安全性和爆破效率的优势，电子雷管占工业雷管比例提升。从工业雷管品种产量变化情况看，2023 年电子雷管已实现全面替代。传统工业雷管通过内置化学延期药剂实现延期，而电子雷管通过电子控制模块实现可靠通信、身份识别、状态监测、精准延时、起爆控制等关键功能，相对而言具备更高的安全性、可靠性以及爆破效率。在《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》相关政策引导要求下，工业雷管中电子雷管产量占比快速大幅提升，由 2017 年的 0.67% 增长至 2023 年的 92.54%，产量在 2017 年至 2023 年间增长 83.8 倍。

图表 27 工业炸药分类占比



资料来源：中爆协、华安证券研究所

图表 28 工业雷管分类占比



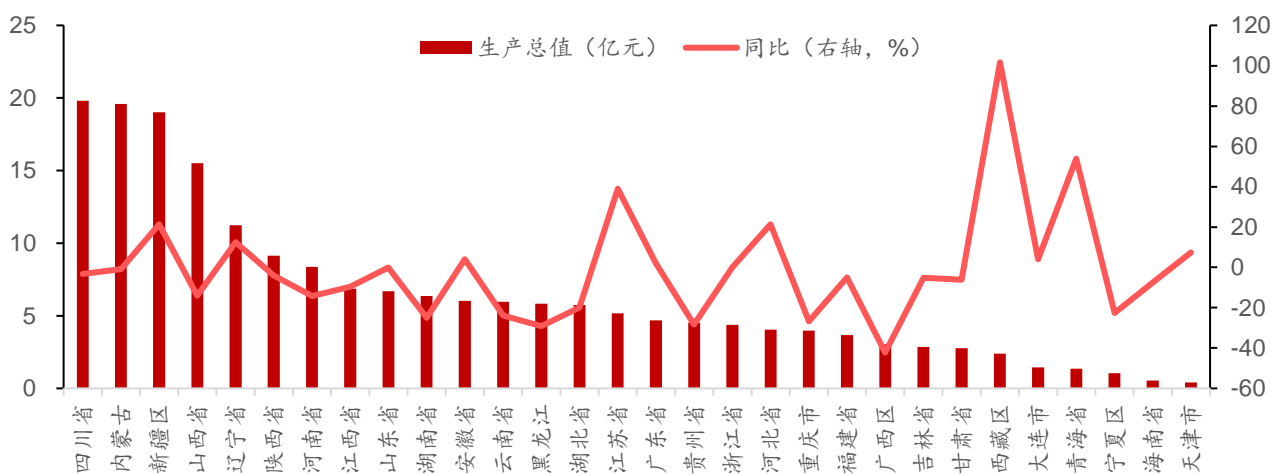
资料来源：中爆协、华安证券研究所

3 需求侧：新疆、西藏等西部地区成未来主力需求地

西部开发战略或将为民爆行业带来长期发展机遇。2023年4月23日召开的新时代推动西部大开发座谈会上，总书记指出要提升能源资源等重点领域安全保障能力；加快建设新型能源体系，做大做强一批国家重要能源基地；加强矿产资源规划管控和规模化集约化开发利用，加快形成一批国家级矿产资源开采和加工基地。在“西部大开发”背景下，未来西部开发或将为民爆行业带来长期发展机遇。

西部地区民爆行业增速最快，将成为兵家必争之地。由中爆协数据，2024年上半年民爆企业生产销售总值排名前三省份均属西部地区，分别为四川、内蒙古、新疆，生产总值占全国总产值的30.33%。西藏生产总值同比达101.67%，销售总值同比138.05%，在各省中遥遥领先；青海同比53.94%，位列第二；新疆同比21.32%，位列第五。西部地区在国家政策的强力推动下，以其地理优势、资源禀赋等，极具民爆发展潜力。

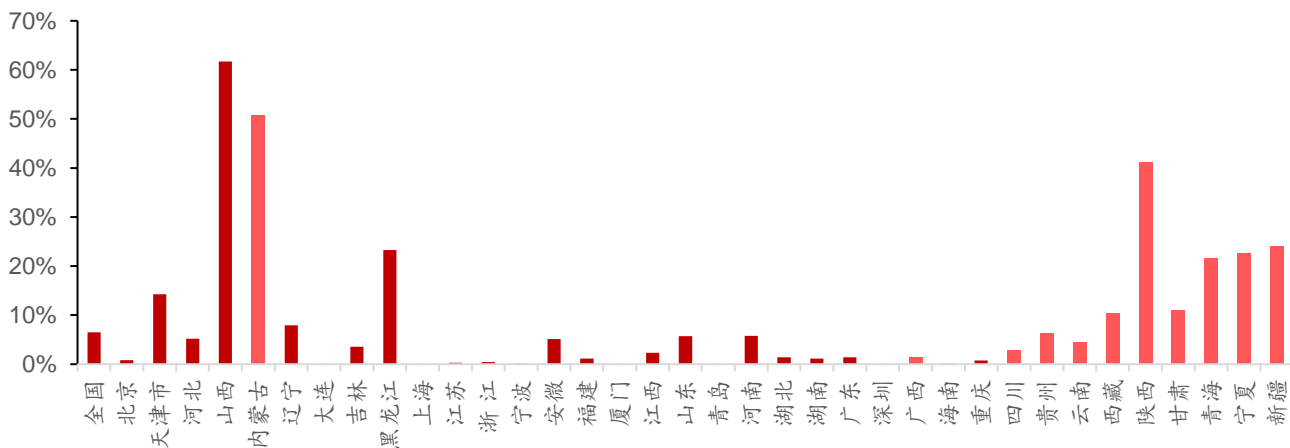
图表 29 2024 年上半年各区域民爆企业生产总值及增速



资料来源：中爆协、华安证券研究所

第一，矿山开采逐渐向富矿地区转移，而矿业资源禀赋主要集中在西部地区，为未来需求增长提供源动力。由2022中国税务年鉴，西部地区税收对采矿业的依赖程度显著高于其他地区，其中内蒙古达到50.7%，陕西达到41.2%，远高于全国整体水平6.5%，新疆、西藏等地区税收对采矿业的依赖程度呈稳步增长趋势。其中，新疆煤炭资源富集，且高热值、低开采成本，是我国五大煤炭供应保障基地之一。由国家统计局和《2024年新疆维吾尔自治区政府工作报告》数据，2023年新疆原煤产量达4.59亿吨，同比增长11.12%，并力争于2024年原煤产量达到5亿吨。新疆原煤产量CAGR(2018-2023)达16.58%，历年增速远高于同期全国水平。西藏同样孕育着丰富的矿产资源，目前已探明的矿产达70多种，已开发利用铬铁矿、铅锌矿、矿泉水、水泥原料等22种矿产。

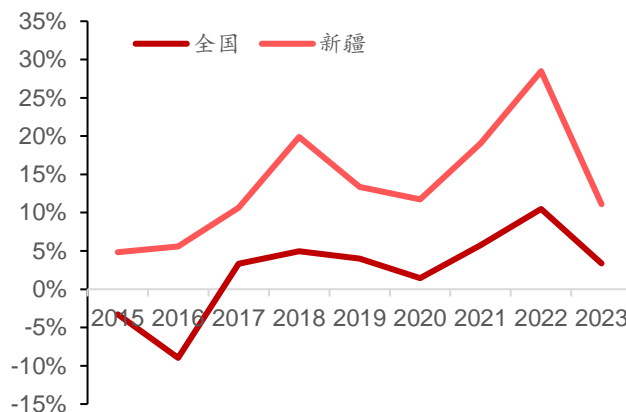
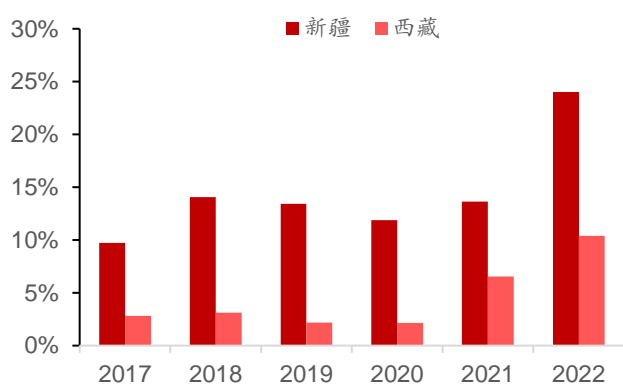
图表 30 2022 年各地区税收对采矿业的依赖程度



资料来源：中国税务年鉴、华安证券研究所

图表 31 近年新疆、西藏税收对采矿业的依赖程度

图表 32 全国及新疆原煤产量增速

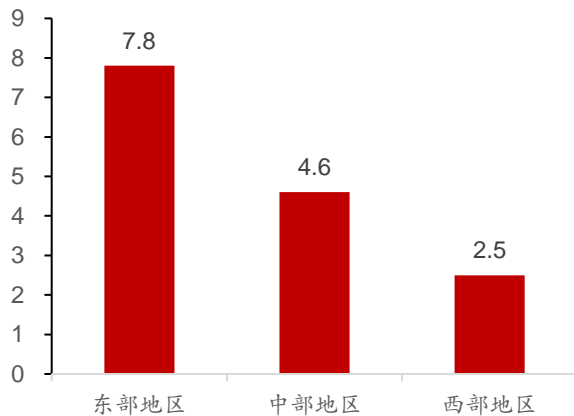


资料来源：中国税务年鉴、华安证券研究所

资料来源：国家统计局、华安证券研究所

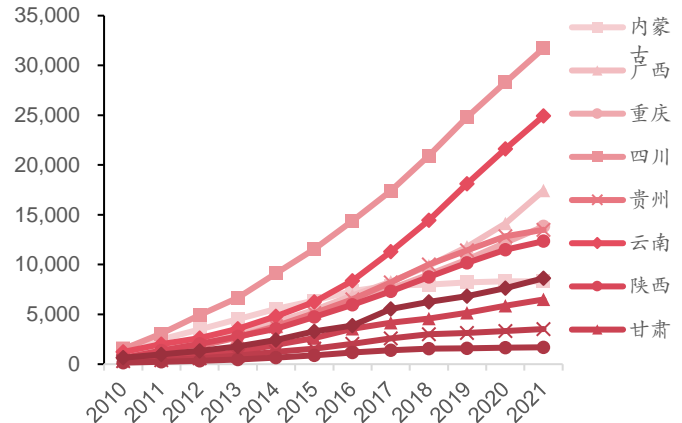
第二，新疆、西藏等西部地区基础设施发展不足，低基数高增长，提供基建相关需求的长期发展空间。长期以来，西部地区存在交通运输路网密度低、基础设施建设资金不足等突出问题。2000年全国交通线路综合密度为1585.41公里/万平方公里，西部地区只有834.91公里/万平方公里，仅为全国平均水平的53%，东部的18%；西部地区基建投资远小于东部地区，仅占全国总投资规模的18%左右。在国家政策推动下，西部地区基础设施建设正加速推进。近年来，西部地区矿产资源开发利用的重要地位逐渐凸显，新疆税收对采矿业的依赖程度由2020年11.88%增长至2022年23.96%，西藏由2020年2.14%增长至2022年10.38%。此外，2022年《国家公路网规划》显示，此次新增国家公路一半以上布设在西部地区。

图表 33 2022 年东中西部高速公路密度
(单位: 公里/百平方公里)



资料来源: 观研报告网、华安证券研究所

图表 34 西部地区交通基础设施资本存量
(单位: 亿元)



资料来源: 温伯辰《西部地区交通基础设施对经济高质量发展的影响研究》、华安证券研究所

第三, 由于西部地区人口密度低, 土地成本较低, 风光资源丰富, 较适宜发展国家重大项目。新疆人口密度 15.5 人/平方公里, 西藏 2.97 人/平方公里, 远低于全国水平 145.84 人/平方公里。太阳能、风能等清洁可再生能源资源丰富。西部 2/3 以上地区的年日照时数大于 2200 小时, 年辐射量在 5000 兆焦耳/平方米以上, 仅青海省光伏资源技术可开发量就达到 35 亿千瓦, 而目前的光伏开发量仅占技术可开发量的 0.5%; 西部地区 80m 高度下的风能资源技术可开发量达 $23 \times 10^8 \text{kW}$, 占全国风能资源的 66%。国家政策导向明确, 《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》等强调要依托西部禀赋优势大力发展重点项目。中共中央国务院提出加快经济社会发展全面绿色转型, 大力发展非化石能源, 加快西北风电光伏等清洁能源基地建设。“十四五”规划纲要中提出建设 9 个大型清洁能源基地, 其中 6 个布局在西部地区。未来西部地区将在全球能源转型中扮演重要角色。

图表 35 部分支持西部地区发展风光项目政策文件

政策文件	相关内容
《以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点的大型风电光伏基地规划布局方案》	明确到 2030 年, 我国将规划建设风光基地总装机规模约 4.55 亿千瓦。
《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》	西部大开发是党中央作出的重大战略决策, 要立足功能定位和产业基础, 做强做大特色优势产业, 着力提升科技创新能力, 推动传统产业转型升级。
《中共中央国务院关于新时代推进西部大开发形成新格局的指导意见》	加强可再生能源开发利用, 开展黄河梯级电站大型储能项目研究, 培育一批清洁能源基地。加快风电、光伏发电就地消纳。
《西部地区鼓励类产业目录 (2020 年本) 》	西部地区鼓励类企业减按 15% 税率征收企业所得税, 支持西部地区光伏光热、风电、储能等战略性新兴产业发展。
《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	加快西北风电光伏、西南水电、海上风电、沿海核电等清洁能源基地建设, 积极发展分布式光伏、分散式风电。推进水风光一体化开发。

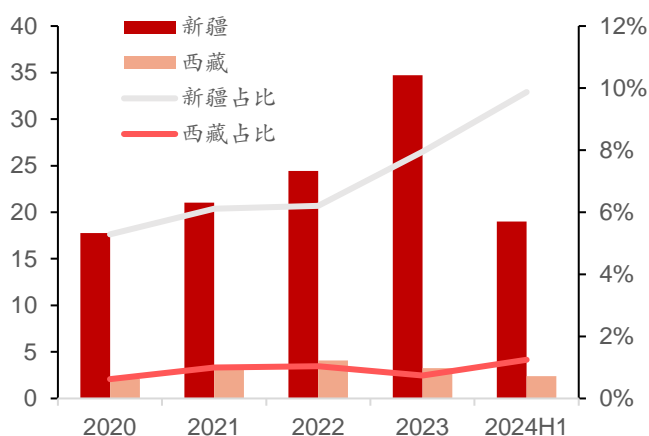
资料来源: 相关部门官网、华安证券研究所

西南水电建设加速。水力发电是重要的清洁能源, 西部地区水量丰沛但开发力度不足, 水利基建大有可为。《青藏高原生态文明建设状况》白皮书显示, 西藏水能资源技术可开发量为 1.74 亿千瓦, 位居全国第一, 约占全国总量的 1/4; 但截至 2017 年底, 水电装机容量仅 177 万 kW, 仅占全国总量的 1%。国务院明确提出要加快西南水电等清洁能源基地建设。此外, “十四五”常规水电发展同样以川、滇、

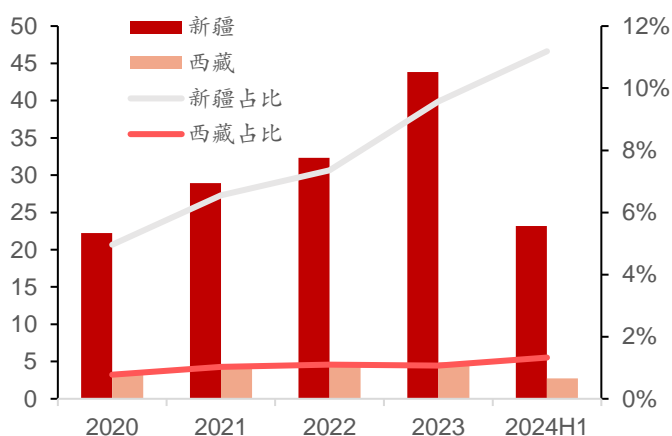
藏等开发区域为重点，深入推进大型水电基地建设，稳步推动藏东南水电开发，加快调节性能好的控制性水库电站建设。

国家鼓励将现有产能转移至西部地区进行现场混装就近服务，头部企业均加大相关部署。易普力将部分包装炸药产能向混装炸药产能转换，截止2024年6月，其工业炸药许可产能52.15万吨/年，其中混装炸药27.05万吨/年，占比51.87%；保利联合积极与国际先进民爆企业合作，研制混装产品多样化配方以适应不同需求，合作研发的井下现场混装炸药车已具备规模化生产能力，在省内外持续扩大推广应用；广东宏大持续提升混装炸药比例，进行产能调配，截止2024年5月，其混装炸药产能比例约为55%。

图表 36 新疆、西藏民爆企业生产总值及占全国比
(单位：亿元)



图表 37 新疆、西藏民爆企业工业炸药产量及占全国比
(单位：万吨)



资料来源：中爆协、华安证券研究所

资料来源：中爆协、华安证券研究所

4 易普力：发力西部、海外、重点项目

4.1 新疆地区：疆煤产能高增速带动业绩增长

公司增量业务深度绑定疆煤，积极将湖南省内限制包装炸药产能转移至疆内，占据先发优势。在订单结构方面。从合同执行区域看，2023年第一季度至2024年第二季度28单新签或开始执行的单笔合同金额1亿元以上的爆破类合同中，项目地在新疆的达到12个，占比42.86%，远高于其他地区；从合同服务类型看，煤矿服务仍是公司主要的下游服务领域，2023年第一季度至2024年第二季度煤矿类合同达13个，占比46.43%。在客户资源方面。易普力与新疆大型煤炭央企国企开展深度合作，为公司长期业绩提供保障。其与前五大客户中的国家能源集团、宜化矿业、圣雄能源合作项目主要位于新疆，由易普力新疆爆破具体执行，主要为煤炭服务订单。

图表 38 公司 2023 年第一季度至 2024 年第二季度疆内新签或开始执行合同明细

合同主体	项目名称	类型	合同金额 (人民币亿元)

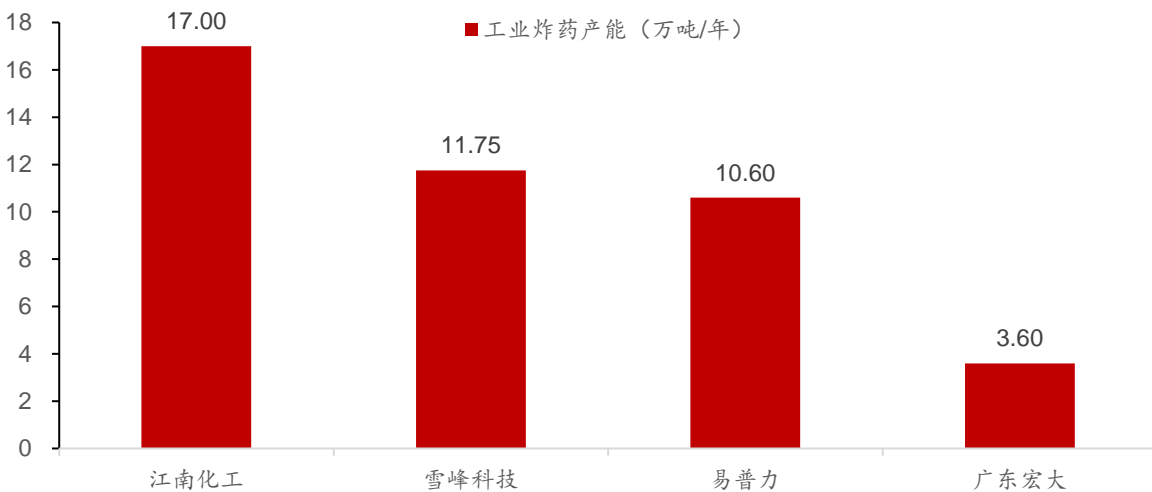
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国能新疆准东能源有限责任公司 2023-2027 年钻爆工程合同（一标段）	煤矿	12.67
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司南露天煤矿 2024-2028 年钻爆工程承包合同		9.68
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁一号露天煤矿 2024-2028 年钻爆工程承包合同		6.73
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿 2023-2025 年生产剥离钻爆工程承包合同		3.86
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆天池能源有限责任公司将军戈壁二号露天煤矿 2023-2024 年基建剥离钻爆工程承包合同		3.15
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国网能源哈密煤电有限公司大南湖二矿 2023-2027 年钻爆工程施工合同		2.79
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆究矿其能煤业有限公司准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程项目钻爆剥离工程 PC 总承包合同		47.13
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国能新疆矿业红沙泉二矿有限公司 2023-2026 年钻爆工程（二标段）施工合同		6.28
中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	东露天矿煤岩爆破服务合同		4.51
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆金能矿业有限公司露天煤矿 2024-2026 年采场爆破工程承包合同		3.58
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆宜化矿业有限公司五彩湾露天煤矿爆破、采剥工程承包合同补充协议		1.33
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	国家能源集团新疆公司黑山露天矿 2024-2026 年爆破工程一标段施工合同		13.11
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	新疆圣雄能源股份有限公司托克逊县黑山矿区小露天煤矿 2024-2026 年矿山施工总承包工程合同及补充协议		9.04
中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	安徽宝镁轻合金有限公司花园吴家冶镁用白云岩矿年产 4000 万吨采矿及加工工程和物流园区矿产品加工一体化建设运营总承包项目合同	非煤矿	123.24
中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	安徽省青阳县小阳山冶金用白云岩矿矿山开采及矿石加工生产运营合同		1.15
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	广西兴业县司马岭矿区建筑用岗岩矿矿山开采施工总承包合同		1.83
中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	湖南省临澧县樟树垭矿区制灰用灰岩矿矿山施工总承包合同		3.31
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	矿山石灰石采装运承包合同(广西中资控股集团股份有限公司)		11.05
葛洲坝易普力新疆爆破工程有限公司	葛洲坝老河口水泥有限公司上油榨沟矿山石灰石开采工程合同		1.32
中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	四方岭矿山石灰石开采施工合同		1.37
葛洲坝易普力四川爆破工程有限公司	黄山石灰石矿山开采施工总承包合同(四川金顶顺采矿业有限公司)		2.04
中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	彝良县天成矿业有限公司彝良奎香红岩沟石英砂岩矿开采施工及加工系统建设运行工程合同		22.69
中国葛洲坝集团易普力	彝良县大有矿业有限公司彝良松林克布石英砂岩矿		11.08

股份有限公司	开采施工及加工系统建设运行工程合作协议书		
中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	中国黄金集团有限公司乌努格吐山铜钼矿区2022-2024年穿孔及协助爆破工程承包合同		1.11
葛洲坝易普力纳米比亚矿业服务公司	纳米比亚湖山铀矿钻爆施工服务合同		2.66
葛洲坝易普力四川爆破工程有限公司	新白马公司炸药销售及爆破技术服务合同(攀钢集团攀枝花新白马矿业有限责任公司)		1.17
中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	禹州市宜鑫建材有限公司砂石骨料矿山土石挖装工程承包合同		2.7
葛洲坝易普力四川爆破工程有限公司	新白马公司炸药销售及爆破技术服务合同(攀钢集团攀枝花新白马矿业有限责任公司)		1.11

资料来源：公司公告、华安证券研究所

公司较早布局新疆民爆市场，整体格局较优，工业炸药产能规模大。易普力在2006年便布局新疆民爆市场，于2010年成立新疆爆破子公司。据易普力发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书，截至2022年12月20日，易普力在新疆共有6.7万吨/年工业炸药产能。同时，公司积极进行区域布局，将湖南区域闲置产能转移至新疆，据2023年年报，公司正向新疆调增3.9万吨/年现场混装工业炸药产能，故公司疆内产能将达到10.6万吨/年，排名全疆第三。另外，公司在新疆工业炸药产能全部为现场混装炸药，业务形式开展灵活，进一步增强了公司获取新疆矿服订单的业务能力。

图表 39 主要民爆企业在新疆工业炸药产能



资料来源：各公司年报、华安证券研究所

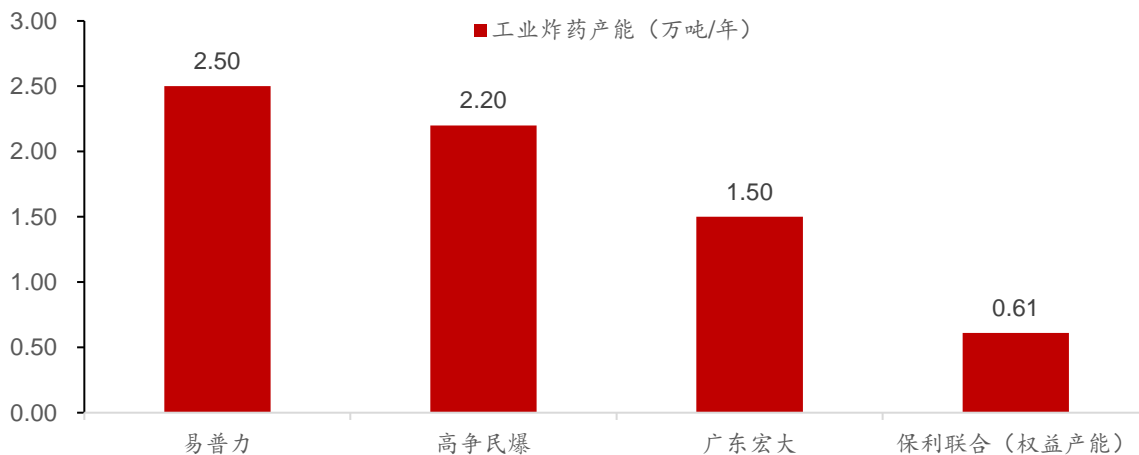
4.2 西藏地区：矿山服务经验丰富，巨龙二期改建带来新需求

公司于2014年进入西藏市场，在西藏地区具有一定产能布局优势，已有大型矿山服务经验。目前，西藏区域工业炸药许可产能合计8.3万吨/年，公司在西藏区域产能布局为2.5万吨/年，用于服务巨龙铜矿矿山开采工程，占比约为30.12%，排名第一。公司连续刷新西藏地区单日爆破装药量记录，8月8日突破150吨，8月11日达156吨。据投资者互动问答，公司已在西藏林芝市、拉萨市墨竹工卡县

设立分公司，主要服务于基建工程和大型矿山开采工程等项目。未来，公司将加大市场开发力度和资源投入，提升业务规模及竞争能力。

西藏铜矿资源丰富，巨龙二期改建带来新需求。根据《2024年西藏自治区政府工作报告》相关内容，西藏将加强铜、锂等战略资源绿色开发，实现优势矿产上产扩能、提质增效，西藏的民爆器材用量和爆破服务业务有望增长。目前西藏地区储量较大的铜矿有驱龙铜矿、玉龙铜矿、多龙铜矿等。易普力公司服务的西藏巨龙铜矿是中国已探明铜金属资源储量最大的世界级斑岩型铜矿，前身是西藏巨龙铜业旗下的驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜矿和知不拉铜多金属矿。2021年底，巨龙一期投产，年产铜16万吨，后续二期、三期可望实现每年采选矿石量2亿吨、年产铜金属量超60万吨，将成为全球采选规模最大的高水平绿色矿山。2024年2月，西藏巨龙铜业有限公司收到关于巨龙铜矿二期改扩建工程项目核准的批复，西藏自治区发展和改革委员会出具的《关于西藏巨龙铜业有限公司巨龙铜矿二期改扩建工程项目核准的批复》。根据控股方紫金矿业相关公告，二期项目预计2025年底建成投产，开采方式为露天开采，矿山服务年限为36年，巨龙二期工程建成达产后，巨龙铜矿每年采选矿石量将超过1亿吨规模，成为中国采选规模最大、21世纪以来投产的全球采选规模最大的单体铜矿山。巨龙二期、三期陆续扩产将带来爆破需求，产品服务一体化经验丰富的易普力将受益。

图表 40 主要民爆企业在西藏工业炸药产能



资料来源：各公司年报、华安证券研究所

4.3 重点项目：背靠优质股东，且拥有大型水电站项目的丰富经验，水电站相关工程服务有充分优势

控股股东中国能建具有多方面综合优势，助力公司业务开展。易普力的大股东为中国葛洲坝集团股份有限公司，间接控股股东为中国能源建设集团有限公司（简称“中国能建”）。中国能建是一家为中国乃至全球能源电力、基础设施等行业提供系统性、一体化、全周期、一揽子发展方案和服务的综合性特大型集团公司，连续10年进入世界500强，在90多个国家和地区设立了200多个境外分支机构，业务遍布世界140多个国家和地区，2023年境外新签合同额2807.3亿元，同比17.1%，

公司拥有强大的全球品牌影响力和资源整合优势。央企股东背景为易普力在国内外进行市场开拓和资源整合提供了有力支撑。

易普力水利枢纽、水电站相关项目经验丰富。易普力随三峡水利枢纽工程上马而成立，首次将混装炸药新技术成功引入三峡工程等水电工程领域，承担了三峡工程近70%的爆破工程量，具备丰富的水利设施爆破服务经验。在三峡工程中，易普力首创了融合设计、钻孔、装药、爆破的一体化作业模式，解决了狭窄作业面保护层开挖的爆破控制技术难题，应用于永久船闸、地下电站洞室群开挖。公司依靠现场混装炸药爆破一体化作业模式及领先的爆破施工技术，先后承接了水布垭水电站、向家坝水电站、乌东德水电站、龙滩水电站等10余项国家重点水利水电工程项目，针对各种复杂作业条件提供个性化解决方案，积累了在不同作业环境、作业场景的爆破一体化服务的丰富经验。

图表 41 三峡工程复盘图



资料来源：中国长江三峡集团有限公司官网、华安证券研究所

图表 42 公司参与的部分国家重点水利水电工程项目列举

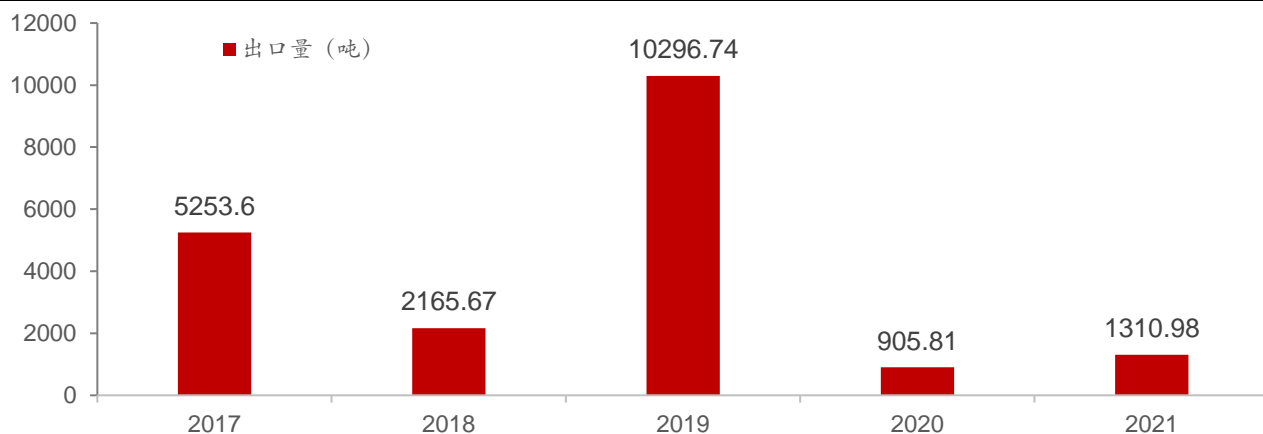
项目名称	项目地位
三峡水电站	当前世界上规模最大的水电站，最大的清洁能源基地，防洪、发电、航运等综合效益显著，是世界水电工程史上技术最复杂、建设难度最大的工程之一
水布垭水电站	清江梯级开发的龙头工程，以发电和防洪为主，兼顾航运等功能，拥有世界最高面板堆石坝，对华中电网调峰调频和长江中下游防洪具有重要作用
向家坝水电站	金沙江流域水电梯级开发的最后一级，以发电为主，兼具防洪、航运、灌溉、拦沙及反调节等综合效益，中国第三大水电站，“西电东送”的骨干电源点
乌东德水电站	中国第四、世界第七大水电站，实施“西电东送”的国家重大工程，其全面投产发电后年均发电量排名世界前列，拥有多项世界之最的工程技术和设计
龙滩水电站	珠江流域红水河干流梯级开发的龙头骨干控制性电站，“西部大开发”和“西电东送”战略的标志性工程，创造三项世界之最：最高的碾压混凝土大坝、规模最大的地下厂房、提升高度最高的升船机

资料来源：公司机构调研、华安证券研究所

4.4 一带一路出海有望成为公司新的增长极

海外服务贸易步伐加快，未来民爆行业将进一步开拓国际市场。工信部《关于推进民爆行业高质量发展的意见》中明确鼓励民爆企业参与“一带一路”建设，将产品贸易转换为服务贸易，到国外投资建设生产设施，开拓国际市场；且《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》中提出，推动民爆产品出口退税支持。混装炸药产能占比持续提高，加上出口政策激励作用，有望实现民爆行业国际市场份额提升。

图表 43 近 5 年我国工业炸药出口量 (单位: 吨)



资料来源：华经产业研究院、中国海关总署、华安证券研究所

公司在海外工程项目积累较多经验，有望跟随能建海外项目配套。易普力紧扣在“一带一路”沿线国别和能建集团传统优势国别加快布局，在利比里亚、巴基斯坦、科威特、马来西亚、纳米比亚 5 个国别实现工程项目落地，国际贸易涵盖亚洲、非洲、欧洲、美洲区域共计 20 余个国别。目前，易普力积累了丰富的爆破一体化服务国际化运营经验，形成了稳定的国际业务收入来源和业务发展基础。2023 年，易普力境外收入合计 4.39 亿元，占主营业务收入的 5.21%。公司的目标是在‘十四五’末，海外营收占比达到 9%。海外市场未来有较大的发展空间。

图表 442023 年民爆行业上市公司境外服务梳理

公司名称	境外项目服务地点	2023 年境外营业收入 (元)
广东宏大	巴基斯坦、塞尔维亚、哥伦比亚、圭亚那、老挝	943,982,400.94
保利联合	巴基斯坦、纳米比亚	105,456,216.62
雅化集团	新西兰、澳大利亚、津巴布韦和纳米比亚	307,321,957.88
国泰集团 (中江民爆)	尼日利亚	/
易普力	纳米比亚、利比里亚、巴基斯坦和马来西亚	438,946,669.65
江南化工	刚果、纳米比亚、塞尔维亚	799,954,943.24

资料来源：各公司年报、华安证券研究所

5 盈利预测

我们对公司主要盈利假设如下：

2024-2026 年公司相关产能根据当前公司年报披露的产能规划进行假设，产量根据预计投产时间预计。由于新增产能较少，2024-2026 预计炸药及雷管价格较为稳定。由于主要原料煤炭成本支撑不足，同时供需宽松，主要原材料硝酸铵价格持续下跌；爆破服务受西部地区煤炭、铜矿、重大项目等拉动保持较高增速。

我们认为民爆行业供给端严控新增，行业整合加速，产品结构受政策引导不断改善，供给侧有序新增。需求端来看，西部地区采矿、基建、水利等需求繁荣，民爆有望迎来长景气周期。易普力的规模和重大项目服务经验在全行业保持领先，西部地区均有布局，受益于西部地区的需求增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.21、8.51、9.31 亿元，对应 PE 分别为 22.52、19.07、17.44 倍，首

次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

产能搬迁及建设不及预期；
巨龙项目建设不及预期；
新疆煤炭产能增速放缓；
基建需求不及预期；
行业整合进度不及预期。

财务报表与盈利预测

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5771	6109	6744	7472
现金	2673	2721	2832	3114
应收账款	1336	1465	1700	1900
其他应收款	141	155	180	201
预付账款	139	154	179	200
存货	454	504	584	654
其他流动资产	1028	1110	1269	1402
非流动资产	4702	5305	5916	6516
长期投资	145	251	357	462
固定资产	2023	2183	2336	2483
无形资产	991	910	829	747
其他非流动资产	1544	1961	2394	2824
资产总计	10473	11413	12660	13989
流动负债	2398	2709	3075	3423
短期借款	67	135	202	269
应付账款	1049	1165	1349	1511
其他流动负债	1282	1410	1524	1642
非流动负债	792	638	620	613
长期借款	212	189	166	143
其他非流动负债	580	449	454	470
负债合计	3191	3347	3695	4036
少数股东权益	305	352	408	469
股本	1240	1240	1240	1240
资本公积	3611	3611	3611	3611
留存收益	2127	2863	3705	4633
归属母公司股东权益	6978	7714	8557	9484
负债和股东权益	10473	11413	12660	13989

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	722	894	1016	1133
净利润	634	721	851	931
折旧摊销	263	292	305	319
财务费用	38	14	16	17
投资损失	-36	-40	-46	-51
营运资金变动	-243	-76	-192	-152
其他经营现金流	943	779	1126	1153
投资活动现金流	351	-884	-881	-883
资本支出	-142	-791	-787	-791
长期投资	0	-144	-144	-144
其他投资现金流	493	51	50	52
筹资活动现金流	569	38	-24	31
短期借款	67	67	67	67
长期借款	-98	-23	-23	-23
普通股增加	540	0	0	0
资本公积增加	3533	0	0	0
其他筹资现金流	-3474	-6	-68	-13
现金净增加额	1642	48	111	282

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8428	9241	10728	11992
营业成本	6263	6951	8051	9022
营业税金及附加	47	46	54	60
销售费用	120	120	139	156
管理费用	825	905	1050	1174
财务费用	29	-25	-25	-25
资产减值损失	-3	1	1	1
公允价值变动收益	4	0	0	0
投资净收益	36	40	46	51
营业利润	833	926	1089	1193
营业外收入	15	7	8	10
营业外支出	30	19	17	22
利润总额	819	914	1080	1181
所得税	143	146	173	189
净利润	675	768	907	992
少数股东损益	42	47	56	61
归属母公司净利润	634	721	851	931
EBITDA	1090	1131	1298	1406
EPS (元)	0.56	0.58	0.69	0.75

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	52.9%	9.7%	16.1%	11.8%
营业利润	6.4%	11.2%	17.5%	9.5%
归属于母公司净利	-0.2%	13.7%	18.1%	9.3%
获利能力				
毛利率 (%)	25.7%	24.8%	25.0%	24.8%
净利率 (%)	7.5%	7.8%	7.9%	7.8%
ROE (%)	9.1%	9.3%	10.0%	9.8%
ROIC (%)	8.7%	8.1%	8.7%	8.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.5%	29.3%	29.2%	28.8%
净负债比率 (%)	43.8%	41.5%	41.2%	40.5%
流动比率	2.41	2.25	2.19	2.18
速动比率	2.12	1.97	1.90	1.89
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.81	0.85	0.86
应收账款周转率	6.31	6.31	6.31	6.31
应付账款周转率	5.97	5.97	5.97	5.97
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.58	0.69	0.75
每股经营现金流	0.58	0.72	0.82	0.91
每股净资产	5.63	6.22	6.90	7.65
估值比率				
P/E	18.50	22.52	19.07	17.44
P/B	1.84	2.10	1.90	1.71
EV/EBITDA	9.82	12.50	10.84	9.85

资料来源: 公司公告, 华安证券研究

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。