

# 易普力 (002096)

## 国内民爆矿服龙头，尽享财政加码红利

增持 (首次)

2024年10月24日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

证券分析师 杨晓曦

执业证书: S0600524080001

yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5512	8428	9638	10945	12228
同比 (%)	185.45	52.90	14.36	13.57	11.72
归母净利润 (百万元)	635.43	633.89	760.82	889.05	1,029.38
同比 (%)	1,196.89	(0.24)	20.02	16.85	15.78
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.51	0.51	0.61	0.72	0.83
P/E (现价&最新摊薄)	25.34	25.40	21.16	18.11	15.64

### 投资要点

■ **中国能建旗下民爆平台，国内民爆矿服行业龙头：**公司1993年成立，2006-2014年进入新疆、山西、西藏等民爆大省，打开全国市场，2023年实现重组上市；公司为中国能建集团的成员企业，实控人为国资委，完成重组后，2023年公司实现营收84.3亿元，归母净利润6.3亿元。

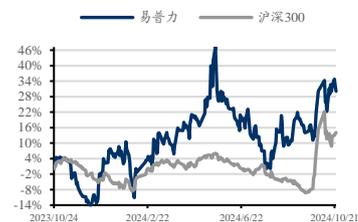
■ **民爆行业集中度提升趋势明显，西部采矿、水利基建，“一带一路”建设需求有望释放。**(1)2023年国内民爆生产企业实现主营业务收入/利润总额499.5/102.5亿元，同比+14.2%/+40.3%，其中爆破服务实现收入349.5亿元，19-23年复合增速为18%；(2)**供应端**，民爆行业受到全流程监管，进入壁垒较高；混装炸药技术加速推广(23年产量占比35.8%)，通过提升生产效率、推动上下游一体化等促进行业整合，且政策鼓励企业间整合，进一步驱动行业供给侧改革深化；(3)**需求端**，**煤炭、金属和非金属矿山开采占国内工业炸药消耗量超七成，中资企业加速出海基建也有望带来民爆需求。**10月12日国新办新闻发布会宣布将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措，给未来财政发力带来了想象空间，带动有效投资，提振国内需求。矿山开采方面，全球能源供应短缺、煤炭价格上涨等因素导致采矿业固定资产投资大幅提升，24年1-8月采矿业/煤炭开采洗选业固投增速分别为15.6%/7.8%，近年来新疆成为我国煤炭供应新增长极，投资上行有望拉动民爆行业整体需求，2023年新疆民爆生产总值为34.7亿元，同比+42.1%；水利基建方面，2023年国内完成水利建设投资额同比+10.1%，逆周期调节下水利基建有望加速；浙赣粤运河、雅鲁藏布江下游水电建设等项目推进可期，有望为民爆行业需求贡献增量；出海方面，“一带一路”沿线国家城镇化带动基础设施建设、资源开发和矿业活动，催生民爆需求。

■ **合并重组后公司市场地位进一步稳固，有望充分受益于新疆煤矿建设及中资企业出海机遇：**(1)公司主要服务中、大型矿山建设项目，爆破一体化经验丰富，与南岭民爆整合完成后2023年实现炸药产量/爆破服务收入50.3万吨/57.0亿元，位居行业第一/第二；截至24H1工业炸药许可产能达到52.15万吨，有望通过产能跨区调配等手段实现高效利用；(2)公司着重打造内蒙古、新疆等核心省域，服务范围覆盖20余省份；23Q3-24Q2爆破服务业务实现新签合同额81.9/136.0/39.2/30.1亿元，其中单笔1亿元以上的19笔订单中7笔来自新疆爆破，剔除安徽白云岩项目后煤矿项目占比达到60.5%；截至24H1疆内炸药产能超过10万吨，有望充分抓住新疆大型煤炭基地建设契机实现业绩增长；(3)目前公司海外工程业务已布局利比里亚、巴基斯坦、纳米比亚、马来西亚等国家，在“一带一路”倡议推动中资企业加速出海的背景下，我们预计公司境外业务仍有进一步拓展空间。

■ **盈利预测与投资评级：**我们选取与公司业务相近的广东宏大、国泰集团、金奥博作为可比公司，易普力24-26年静态市盈率略高于可比公司平均水平。易普力是国内民爆龙头，工业炸药产量第一、爆破服务业务规模第二，爆破一体化服务经验丰富；公司入疆较早，有望抓住新疆建设大型煤炭基地的契机实现新签订单的增长，且根据在手订单情况，公司中长期业绩成长性良好，因此相对于可比公司应当享有一定的估值溢价，我们预计公司24-26年归母净利润分别为7.6/8.9/10.3亿元，10月23日收盘价对应市盈率分别为21.2/18.1/15.6倍，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观经济增长不及预期的风险；西部区域开发力度不及预期的风险；订单执行进度不及预期的风险；原材料价格波动的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.98
一年最低/最高价	8.59/15.27
市净率(倍)	2.27
流通A股市值(百万元)	6,339.82
总市值(百万元)	16,100.92

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.71
资产负债率(%,LF)	28.95
总股本(百万股)	1,240.44
流通A股(百万股)	488.43

### 相关研究

## 内容目录

1. 易普力：中国能建旗下唯一民爆平台，国内民爆矿服行业龙头 .....	5
2. 民爆行业集中度提升趋势明显，合并重组后公司市场地位进一步稳固 .....	9
2.1. 民爆行业供给侧改革逐步深化，集中化、一体化趋势凸显 .....	9
2.2. 合并南岭民爆协同效应突出，市场份额及影响力明显提升 .....	14
3. 西部矿山、基建，境外需求有望释放，公司产能转移加速 .....	17
3.1. 积极财政叠加采矿、水利投资高景气，民爆需求有望提升 .....	17
3.2. 公司入疆布局较早，近期子公司斩获多项煤矿大单 .....	21
3.3. “一带一路”带来民爆行业新发展机遇，矿服业务加速出海 .....	24
4. 盈利预测与投资建议 .....	25
4.1. 盈利预测 .....	25
4.2. 投资建议 .....	27
5. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1:	易普力发展历程.....	5
图 2:	易普力股权结构 (截至 2024H1) .....	6
图 3:	易普力营收构成情况.....	7
图 4:	易普力营业收入情况 (亿元) .....	8
图 5:	易普力归母净利润情况 (亿元) .....	8
图 6:	易普力及南岭民爆毛利率情况.....	8
图 7:	易普力分业务毛利率情况.....	8
图 8:	合并前南岭民爆期间费用率情况.....	9
图 9:	合并前易普力期间费用率情况.....	9
图 10:	民爆行业产业链情况.....	10
图 11:	民爆行业生产总值及变动情况.....	11
图 12:	民爆行业利润总额及变动情况.....	11
图 13:	生产企业主营业务收入及变动情况.....	11
图 14:	爆破服务业务主营业务收入及变动情况.....	11
图 15:	我国现场混装炸药产量占比明显提升.....	13
图 16:	2022 年现场混装炸药地区产量结构图.....	13
图 17:	公司矿山爆破一体化服务情况.....	15
图 18:	截至 24H1 公司混装、包装炸药产能占比情况.....	16
图 19:	公司爆破服务业务收入市占率情况.....	16
图 20:	我国工业炸药销售流向.....	18
图 21:	采矿业、煤炭开采和洗选业固投累计增速情况.....	18
图 22:	国内、新疆原煤产量及变动情况 (亿吨) .....	19
图 23:	新疆原煤产量占比情况.....	19
图 24:	2022 年全国前五名工业炸药、工业雷管年产量分布图.....	19
图 25:	2023 全年/24M1-8 各省份民爆生产总值占比.....	20
图 26:	2024 年以来各省份民爆生产、销售总值 (亿元) .....	20
图 27:	我国完成水利建设投资额及变动情况 (亿元) .....	21
图 28:	浙赣粤大运河、雅鲁藏布江下游水电开发等项目基本情况.....	21
图 29:	23Q3-24Q2 公司 1 亿元以上订单承接主体分布 .....	23
图 30:	23Q3-24Q2 公司 1 亿元以上订单类型分布 .....	23
图 31:	新疆爆破营业收入及占比情况.....	24
图 32:	新疆爆破净利润及占比情况.....	24
图 33:	公司纳米比亚铀矿项目 .....	25
图 34:	公司境外收入及占比情况.....	25
表 1:	易普力主要董事会成员及高管简介.....	6
表 2:	民爆行业监管各部门分工情况.....	12
表 3:	传统人工装药和现场混装技术对比.....	12
表 4:	倡导行业集中度提升和爆破一体化的主要政策.....	13
表 5:	“十四五”民爆行业主要预期指标.....	14
表 6:	民爆行业重点企业炸药产量情况.....	16

表 7: 民爆行业重点企业爆破服务收入情况.....	16
表 8: 截至 24H1 公司各类民爆产品许可产能情况.....	16
表 9: 10 月 12 日国新办新闻发布会主要内容.....	17
表 10: 截至 2024H1 公司疆内产能布局情况.....	22
表 11: 公司 23Q3-24Q2 爆破服务类合同签订情况.....	22
表 12: 公司主要业务收入及利润预测情况.....	26
表 13: 公司盈利预测简表.....	26
表 14: 可比公司盈利预测及估值情况 (截至 2024 年 10 月 23 日) .....	27

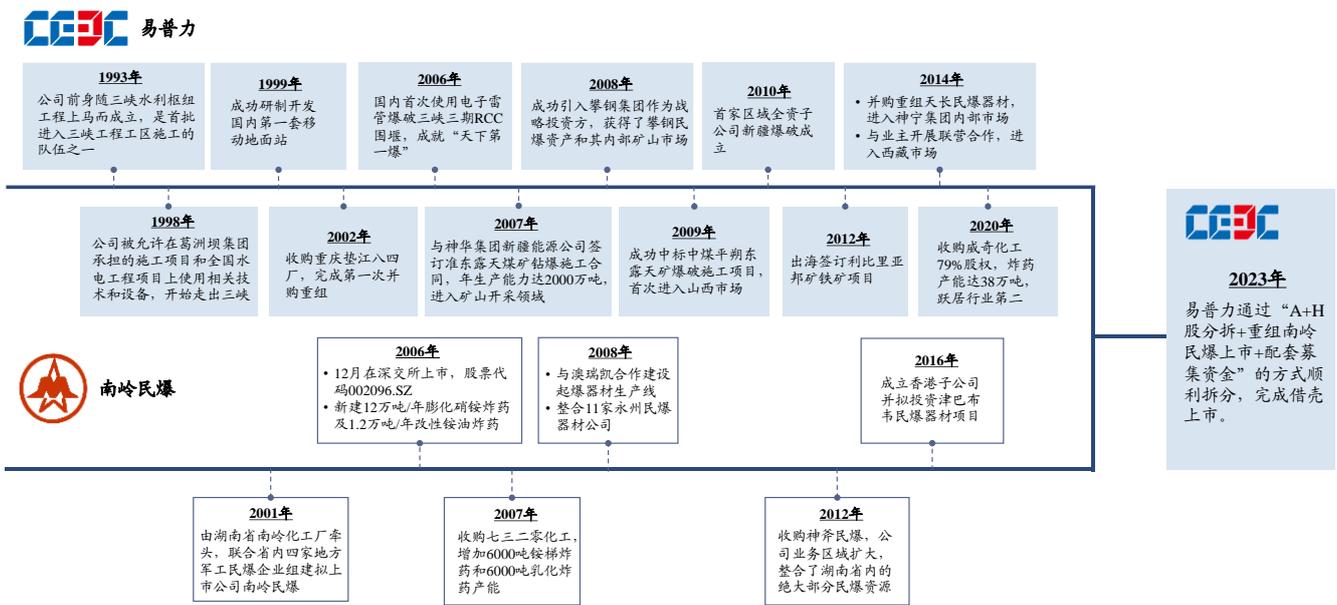
## 1. 易普力：中国能建旗下唯一民爆平台，国内民爆矿服行业龙头

易普力为民爆矿服龙头，通过投资并购等拓展全国市场，2023 年分拆+重组上市。

易普力为中国能建集团的成员企业，前身于 1993 年响应三峡建设工程应运而生，是国内首次将现场混装炸药车技术应用到水电工程施工领域的企业；公司于 1998 年开始走出三峡，运用现场混装炸药车技术拓展市场的同时积极探索并购整合，2002-2008 年先后重组整合 5 家民爆生产企业并参控股了十几家民爆流通公司，实现生产、经销、爆破服务一体化，2006-2014 年进入新疆、山西、西藏等民爆大省，打开全国市场；2020 年，公司收购威奇化工 79% 股权，炸药产能达到全国第二。

南岭民爆 2001 年剥离于湖南省南岭化工厂，2006 年于深交所上市，2012 年收购神斧民爆后公司业务区域实现扩大，整合了湖南省内的绝大部分民爆资源。2021 年，中国能建正式启动分拆易普力与南岭民爆的 A+H 股分拆+重组上市，2023 年 2 月完成新股上市，7 月股票简称由“南岭民爆”变更为“易普力”，至此易普力完成分拆上市；与此同时，2023 年 4 月，公司完成向 21 家特定对象发行 1.17 亿股合计募资 13.39 亿元，主要用以补充流动资金和偿还债务。

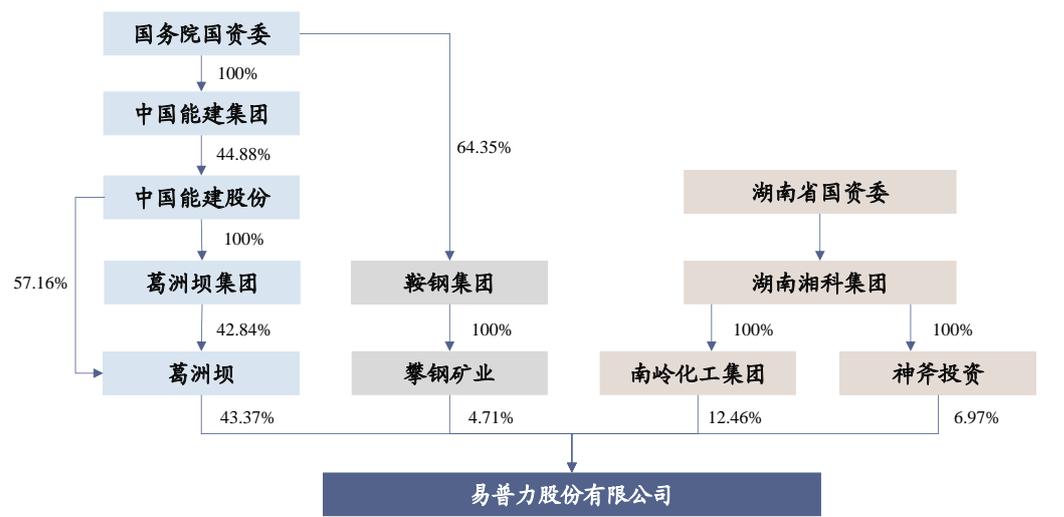
图1：易普力发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

公司为中国能建集团下葛洲坝公司的成员企业，实控人为国务院国资委。2023 年完成借壳上市后，公司控股股东变更为中国葛洲坝集团股份有限公司。截至 2024 年 6 月底，公司前三大股东葛洲坝、南岭化工集团及一致行动人神斧投资分别持有公司 43.4%、12.5%、4.7% 的股权，国务院国资委为公司实控人。

图2: 易普力股权结构 (截至 2024H1)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**核心高管团队稳定, 熟悉民爆行业及公司业务。**公司董事长付军曾历任葛洲坝三峡爆破公司多部门管理人员及本公司总经理等职位, 副董事长曾德坤曾于南岭化工集团任职, 总经理邓小英历任葛洲坝三峡爆破公司技术员、队长、生产部主任、项目部经理、易普力副总经理等职位, 其余多名高管也扎根民爆行业或在公司任职多年, 管理团队较稳定。

表1: 易普力主要董事会成员及高管简介

姓名	职务	简介
付军	董事长、董事	1971年11月出生, 硕士研究生, 正高级经济师, 高级工程师, 高级政工师。历任葛洲坝三峡爆破公司经营部副主任, 综合管理部主任, 本公司总经理助理, 商务部主任, 副总经理, 总经理, 副董事长, 党委副书记, 党委书记, 董事长。2020年9月至2022年1月, 任中国葛洲坝集团水泥有限公司党委书记, 董事长; 2022年2月至今, 任本公司党委书记, 董事长。
曾德坤	副董事长、董事	1965年6月出生, 研究生学历, 高级工程师, 高级爆破工程师。历任湖南一六九公司车间副主任, 总师办副总工程师, 厂长助理, 总工程师, 常务副总经理, 公司董事, 党委委员, 总经理, 湖南神斧集团向红机械化工有限责任公司执行董事, 总经理, 湖南省南岭化工集团有限公司董事, 副总经理, 常务副总经理, 党委副书记, 总经理等。2019年10月至2019年11月, 任本公司党委书记; 2019年11月至今, 任本公司党委书记, 董事长。
邓小英	总经理、董事	1971年11月出生, 大学本科, 正高级工程师。历任葛洲坝三峡爆破公司技术员, 爆破队副队长, 队长, 生产部主任, 项目部经理, 新疆和益公司总经理, 本公司副总经理, 工会主席(兼), 党委常委等; 2019年6月至2023年3月, 任本公司党委副书记, 总经理, 董事; 2023年3月至今, 任本公司党委副书记, 总经理, 董事。
邓安健	副总经理	1966年11月出生, 本科学历, 正高级工程师, 高级爆破工程师, 国家注册安全工程师。历任本公司平江分公司总经理, 党委书记, 湖南岳阳南岭民爆公司执行董事, 总经理, 湖南神斧一六九化工公司执行董事, 总经理, 本公司总经理助理, 副总经理, 党委副书记, 总工程师, 工会主席。2023年3月至今, 任本公司党委委员、副总经理。
蔡峰	副总经理	1971年2月出生, 硕士研究生, 正高级会计师。历任本公司财务部部长, 总会计师, 党委常委, 董事; 2019年7月至今, 任本公司党委常委, 副总经理。
何晖	副总经理	1969年8月出生, 本科学历, 高级会计师。历任湖南长斧众和科技公司董事, 湖南神斧民爆集团副总会计师, 湖南鸿欣达物流公司董事长, 本公司资本财务部部长, 总经理助理, 财务总监, 党委委员。2023年3月至今, 任本公司党委委员、副总经理。
刘刚	副总经理, 总法律顾问, 首席合规官	1980年3月出生, 硕士研究生, 正高级经济师。历任新疆分公司人力资源部部长, 新疆爆破工程有限公司人力资源部部长, 本公司人力资源部副部长, 离退休人员管理办公室副主任, 人力资源部部长, 离退休人员管理办公室主任。2023年3月至今, 任本公司党委委员, 副总经理, 总法律顾问, 首席合规官。

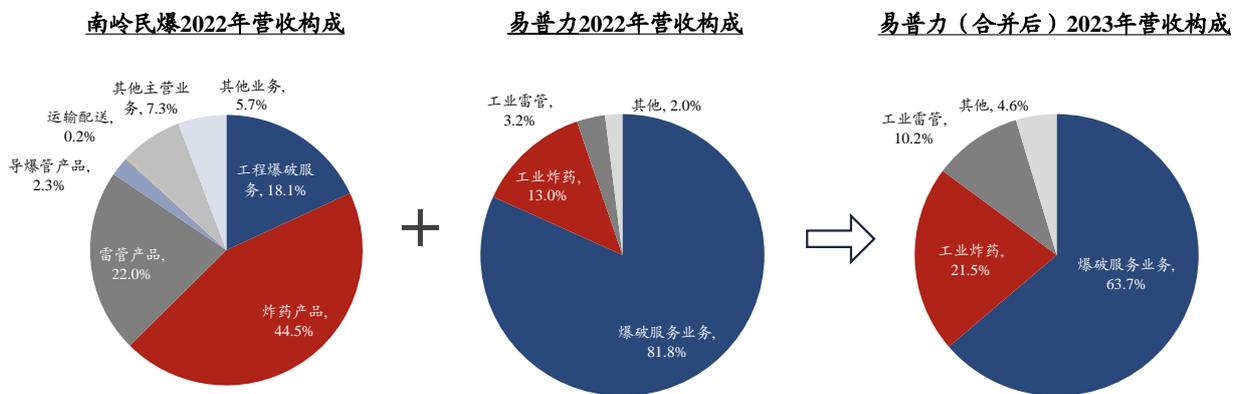
王志强	副总经理	1972年3月出生，大学本科，高级工程师。历任威海沃克哈特制药有限公司筹建处负责人，威海汇泉工业集团办公室主任，澳瑞凯（威海）爆破器材有限公司销售工程师，市场营销经理，商务团队负责人。2016年11月至2018年6月，任本公司国际业务部总经理，国际业务市场开发总监。2018年6月至今，任本公司副总经理，国际业务部总经理（兼），晟和通达（香港）国际有限公司董事长。
张健辉	常务副总经理	1972年9月出生，本科学历，政工师，高级经营师。历任向红机械化工有限公司党委委员，副总经理；湖南神斧民爆集团工程爆破有限公司总经理；湖南神斧民爆集团有限公司发展战略部部长，人力资源部部长（党委干部部部长）；湖南新天地投资控股集团有限公司人力资源部（党委干部部）部长；湖南南岭民爆工程有限公司副董事长，总经理；本公司总经理助理，双牌分公司总经理，党委书记；邵阳三化有限责任公司执行董事，党委书记。2023年3月至今，任本公司党委常委、常务副总经理、工会主席。
邹七平	董事会秘书	1985年11月出生，本科学历，中级会计师。历任华天酒店集团股份有限公司总经理秘书，采购中心主管，证券投资部主管兼证券事务代表；永清环保股份有限公司证券部主任，证券事务代表；湘北威尔曼制药股份有限公司董秘助理，证券部经理兼证券事务代表；2019年9月至今兼任湖南鸿欣达物流有限公司董事，2018年7月至2023年3月，任本公司董事，董事会秘书。2023年3月至今，任本公司董事会秘书。
胡丹	总会计师	1972年3月出生，大学本科，正高级会计师。历任葛洲坝五公司贵毕项目部会计，财务科长，元磨项目部总会计师，葛洲坝五公司财务处处长，副总会计师；葛洲坝水泥公司副总会计师，总会计师；葛洲坝集团股份公司第二监事会专职监事，第四监事会专职监事，第五监事会专职监事，子企业专职董事；2019年6月至今，任本公司党委常委，总会计师。
胡良伟	安全总监	1984年8月出生，硕士研究生，高级工程师。历任重庆力能民爆器材有限公司安质环科副科长、科长；葛洲坝易普力重庆力能民爆股份有限公司安全总监；本公司董事会办公室副主任、主任；本公司办公室（党委办公室、董事会办公室）主任；2019年11月至今，任重庆广联民爆器材有限公司党支部书记、总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**重组完成后公司爆破服务业务占比大幅提升，且南岭民爆补足了公司雷管产能短板。**

重组前，2022年南岭民爆的营收中炸药产品/雷管产品/导爆管产品/工程爆破服务/运输配送服务占比分别为44.5%/22.0%/2.3%/18.1%/0.2%，易普力的营收中爆破服务/工业雷管/工业炸药业务占比分别为81.8%/13.0%/3.2%。重组后，爆破服务成为公司主要收入来源，占比达到63.7%，公司可为各类矿山业主提供民爆器材产品研发生产和销售、矿山基建剥离、整体爆破方案设计、以爆破技术为核心的爆破开采、矿物分装与运输等一系列服务；工业炸药方面，2023年营收占比达到了21.5%，合并重组使得易普力工业炸药许可产能达到52.15万吨（原易普力34.45万吨+南岭民爆17.7万吨），产能居全国首位，炸药产能得到扩充；此外，重组前原易普力将其工业雷管产能剥离，目前公司雷管产能全部来自于南岭民爆，产能达到6450万发/年，2023营收占比为10.2%。

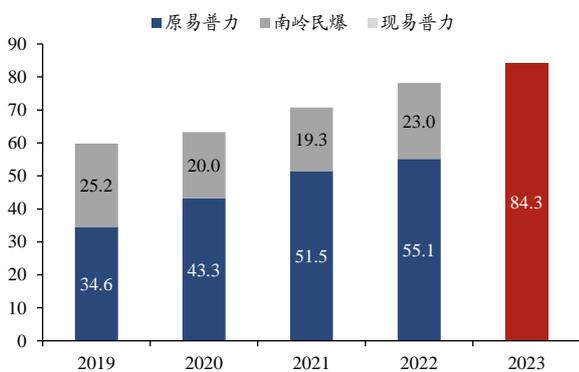
图3：易普力营收构成情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

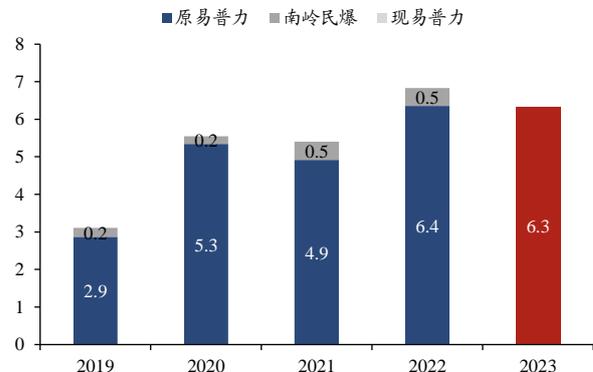
重组完成后易普力营业收入有所提升，归母净利润受到非经常性损益影响出现下滑。2023年，完成重组后的易普力实现营收84.3亿元，实现归母净利润6.3亿元。2019-2023年公司营业收入CAGR（2019-2022年为原易普力+南岭民爆口径，下同）为9.0%，且保持逐年增长态势，2023年营收增长主要得益于煤炭保供政策推动下带来优质煤炭产能继续释放，带动西北区域矿山总承包业务同比增长、施工爆破量增加，且与此同时公司积极布局海外市场，境外营收高增；2023年归母净利润略有小幅下滑，主要是受到2022年合并前易普力利润中包含处置山东泰山民爆、卓力化工等股权以及剥离部分资产获得处置收益及其他非经常性损益合计约1.40亿元，剔除后2023年扣非后归母净利润为6.3亿元，同比+26.8%。

图4：易普力营业收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

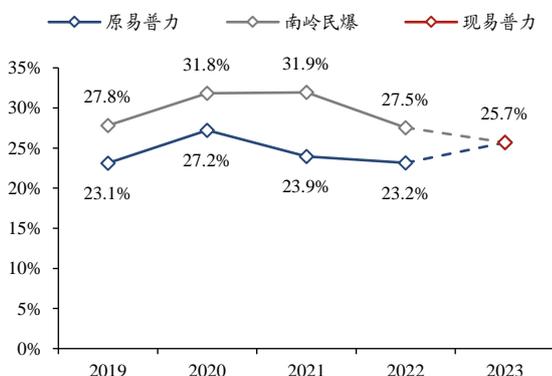
图5：易普力归母净利润情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

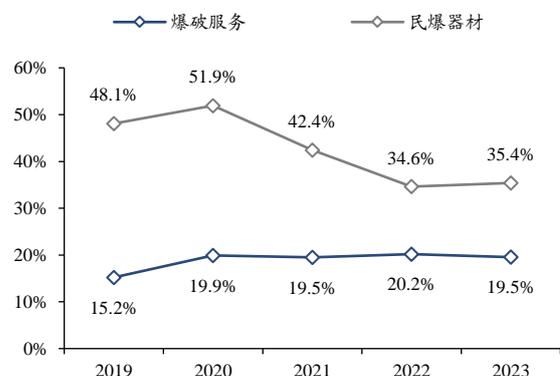
易普力爆破服务整体毛利率低于民爆器材业务，重组完成后毛利率有所提升。2020-2022年原易普力毛利率分别为27.2%/23.9%/23.2%，南岭民爆毛利率分别为31.8%/31.9%/27.5%，原易普力毛利率整体低于南岭民爆，主要是由于爆破服务业务整体毛利率低于炸药、雷管等民爆产品销售；合并完成后2023年公司毛利率水平达到25.7%，相比原易普力有所提升；2024H1公司爆破服务/民爆器材业务毛利率分别为20.1%/32.5%，民爆产品毛利率下降主要是受到硝酸铵价格上涨的影响。

图6：易普力及南岭民爆毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

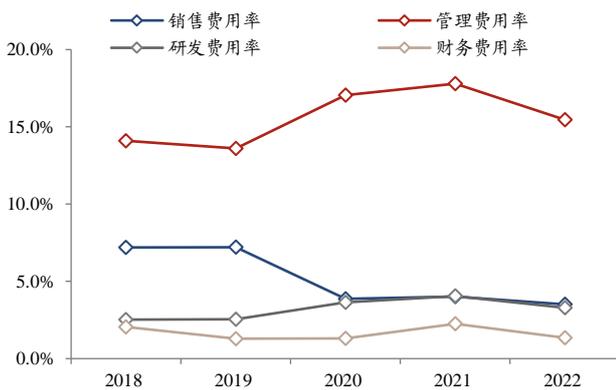
图7：易普力分业务毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

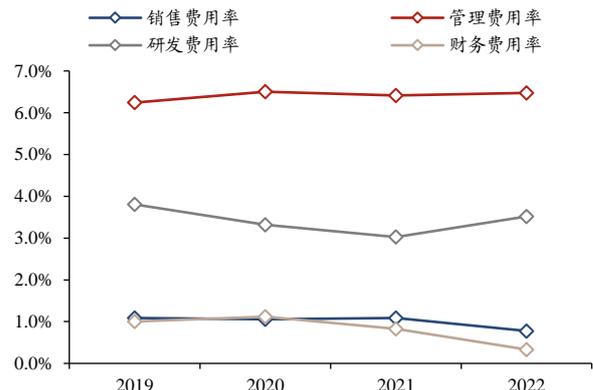
原易普力期间费用管控优于南岭民爆，合并完成后上市公司期间费用率整体下降。2020-2022 年原易普力的销售净利率分别为 13.3%/9.9%/11.9%，南岭民爆销售净利率分别为 1.3%/2.7%/2.4%。虽然南岭民爆的炸药、雷管毛利率水平较高，但整体来看原易普力净利率水平优于南岭民爆，这主要是由于易普力期间费用管控水平优于南岭民爆，2020-2022 年原易普力期间费用率水平分别为 12.0%/11.4%/11.1%，南岭民爆期间费用率水平分别为 25.9%/28.1%/23.6%；合并完成后，2023 年易普力销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.4%/9.8%/4.1%/0.4%，上市公司整体经营质量有所提高。

图8: 合并前南岭民爆期间费用率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9: 合并前易普力期间费用率情况



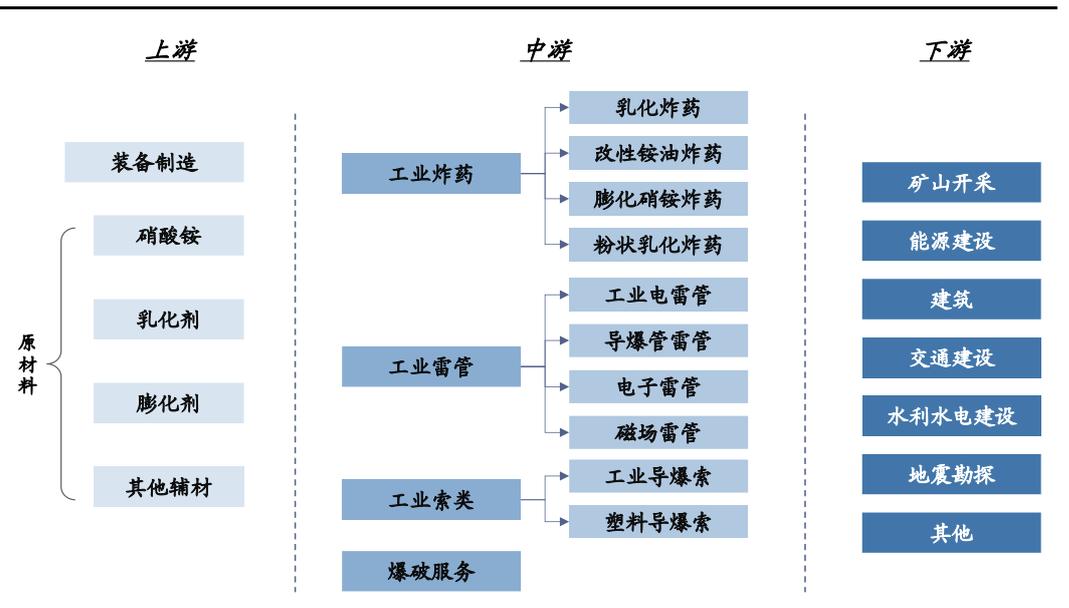
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 民爆行业集中度提升趋势明显，合并重组后公司市场地位进一步稳固

### 2.1. 民爆行业供给侧改革逐步深化，集中化、一体化趋势凸显

民爆行业在资源开发、基础设施建设中发挥重要作用，支撑并促进国民经济发展。从民爆行业产业链来看，产业链的核心环节是工业炸药、起爆器材（雷管、导索）等爆破产品的生产、销售以及爆破工程服务三大环节；产业链上游包括装备制造行业，以及生产爆破产品所需的原材料和配件，主要包括硝酸铵、乳化剂、膨化剂等；下游广泛应用于矿山开采，道路、铁路、隧道、桥梁、水利水电等基础设施建设，石油、天然气勘探等能源建设，地震勘探以及国防建设等领域。整体来看，民爆行业对于促进资源开发、缩短项目建设周期、提高生产效率等，为经济增长作出了重要贡献，作为国家的基础性行业，被称为“能源工业的能源，基础工业的基础”。

图10: 民爆行业产业链情况



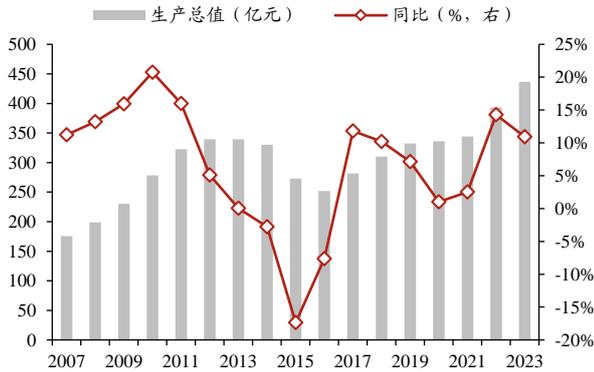
数据来源: 华经产业研究所, 东吴证券研究所

我国民爆行业规模呈现波动上升趋势, 预计在政策支持和技术创新的推动下行业有望继续稳定增长。2010 年之前随着经济发展及基建加速, 行业生产和销售总值持续上升, 但 2011-2015 年受到基建需求增速减缓、以及政府对于行业安全监管和环保标准要求的提升, 行业进入震荡调整阶段。2016 年以来, “一带一路” 倡议等国家战略提出进一步促进了基建需求, 带动民爆行业需求回升, 且混装炸药、电子雷管等产品及技术的推广提升了行业整体作业效率, 带动销售规模增长, 虽然 2020-2021 年受到疫情影响行业增速略有趋缓, 但整体来看 2016 年以来行业重新迈入正常增长轨道。

2023 年, 我国民爆行业生产总值达到 436.6 亿元, 同比+10.9%, 首次突破 400 亿大关, 生产企业实现主营业务收入 499.5 亿元, 同比+14.2%, 实现利润总额 102.5 亿元, 同比+40.3%。一方面, 为推动疫后经济复苏, 政府加大了对于交通、能源、水利等领域的基建项目投资, 且中西部基建推进力度加速带动了当地矿业和其他相关产业的发展, 带来大量的爆破作业需求, 驱动民爆行业整体收入增长; 另一方面, 混装炸药、智能爆破设备等技术推广显著提升了爆破作业效率, 同时降低了生产和施工成本, 且行业兼并整合加速、格局优化进一步带动了龙头企业规模效应提升, 从而推动了行业整体利润率的增长。预计随着市场需求的持续增长和行业整合的深化, 民爆行业的收入和利润水平有望进一步提升。

民爆一体化推进效果显著, 爆破服务收入持续提升。近年来民爆行业爆破服务板块迈入快速增长轨道, 2023 年行业爆破服务收入达到 349.5 亿元, 同比+5.1%, 2019-2023 年复合增速达到 18%。随着民爆一体化的推进, 爆破服务成为驱动民爆行业收入及利润增长的重要支撑。

图11: 民爆行业生产总值及变动情况



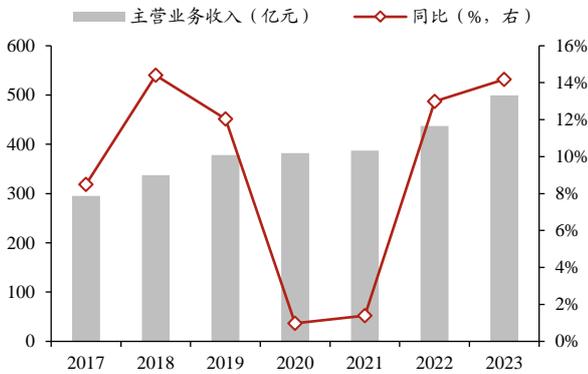
数据来源: 中爆协, 东吴证券研究所

图12: 民爆行业利润总额及变动情况



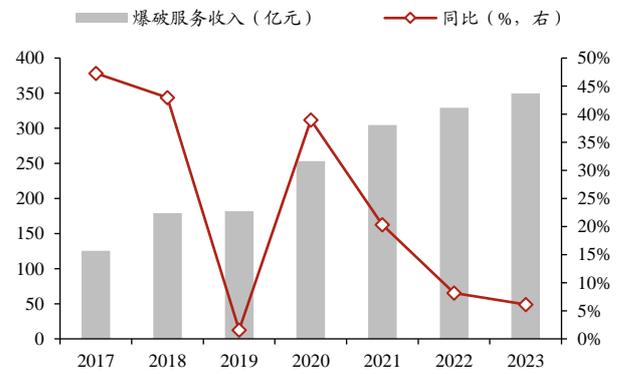
数据来源: 中爆协, 东吴证券研究所

图13: 生产企业主营业务收入及变动情况



数据来源: 中爆协, 东吴证券研究所

图14: 爆破服务业务主营业务收入及变动情况



数据来源: 中爆协, 东吴证券研究所

民爆行业因其高危险性受到严格监管, 构筑了较高的进入壁垒。民爆行业监管过程中, 工信部、公安部、应急管理部、市场监管部门及地方政府协同发挥作用, 共同构建了民爆行业的综合监管体系, 确保行业的安全稳定运行。

法律法规框架方面, 《中华人民共和国民用爆炸物品管理条例》、《安全生产法》、《危险化学品安全管理条例》等法律法规明确了民爆物品生产、销售、运输、使用等环节的规范要求;

准入制度方面, 民爆行业实行严格的许可证制度, 对应生产、销售、运输、爆破环节均需要获得对应的许可证才可以开展业务, 从业人员必须接受安全操作技能和应急处理能力的培训且获得相关部门的资格认证。申请许可证通常需要经过多个部门的审核, 周期较长且手续复杂, 无形中增加了行业的进入壁垒;

安全管理方面, 首先, 新建、改建、扩建民爆物品生产设施需要进行严格的安全评估, 其次, 国家对民爆物品的流通实行全流程监管, 通过电子监控和实名登记等手段确保民爆物品的生产源头、销售去向和最终使用地点可追溯。由于需要大量投资于设备、

材料和安全管理系统，需要承担较高的资本成本，进一步抬升了行业的进入壁垒；且合规成本和技术要求导致市场份额逐渐向具备合规能力和资源的企业集中，高监管环境下行业内的并购和整合现象更加普遍，行业集中度提升，从而进一步加大了新进入者参与的难度。

表2: 民爆行业监管各部门分工情况

部门	职责
工业和信息化部	负责民用爆炸物品 <b>生产、销售</b> 的安全监督管理，按照职责分工组织查处非法生产、销售（含储存）民用爆炸物品的行为。
公安部	指导、协调、监督地方公安机关对民用爆炸物品 <b>购买、运输、爆破作业及烟花爆竹道路运输、燃放环节</b> 实施安全监管， <b>监控民用爆炸物品流向</b> ，按照职责分工组织查处非法购买、运输、使用（含储存）民用爆炸物品的行为和非法运输、燃放烟花爆竹的行为。
应急管理部	<b>依法组织并指导监督实施安全生产准入制度</b> ；负责危险化学品安全生产监管工作和危险化学品安全监管综合工作，负责烟花爆竹生产、经营的安全生产监督管理工作。
市场监管总局	依法负责保障劳动安全的产品、影响生产安全的产品质量安全监督管理。负责危险化学品及其包装物、容器（不包括储存危险化学品的固定式大型储罐）生产企业的 <b>工业产品生产许可证的管理工作</b> ，并依法对其产品质量实施监督，对烟花爆竹实施质量监督。
国家铁路局	负责危险货物 <b>铁路运输</b> 及其运输工具的安全监督管理。
交通运输部	指导危险货物 <b>道路运输、水路运输</b> 的许可以及运输工具的安全管理和从业人员资格认定。按照职责范围组织拟订危险货物有关标准。
中国民航局	负责危险品 <b>航空运输</b> 监管，承担民航飞行安全和地面安全监管责任。

数据来源：《国务院安全生产委员会成员单位安全生产工作任务分工》，东吴证券研究所

**近年来混装炸药技术加速推广，进一步加速行业整合。**混装炸药技术集现场混药、装药、爆破于一体，因其现场生产、即混即用的特点，能有效降低传统炸药运输和储存带来的安全风险，且由于完全实现了连续耦合装药，装填作业效率高，炮孔利用率高，可减少钻孔，施工进度快，随着大型矿山、基建项目的增加，对高效、安全的爆破技术需求提升，越来越受到市场青睐。2023年我国工业炸药产量为458.1万吨，同比+4.3%，其中混装炸药产量达到164.0万吨，同比+10.8%，2016-2023年混装炸药产量占比由21.9%提升至35.8%；分地区来看，现场混装作业主要集中于北方煤炭大省，2022年现场混装炸药年产量超过10万吨的省份包括内蒙、山西、新疆、辽宁四省，占现场混装炸药总产量的74%。

**混装炸药对行业整合的促进作用主要体现在提升生产效率、推动上下游一体化等方面。**企业可通过掌握混装炸药技术，将业务延伸至爆破服务领域，形成从炸药生产到爆破施工的一体化模式，有助于降低成本，从而进一步稳定企业的市场地位；且混装炸药的推广促使民爆企业从单纯的产品供应商转型为综合服务提供商，增加了爆破设计、施工及后期维护等服务内容，扩展了业务链条，从而扩大企业的利润空间，并增强与下游客户的粘性。

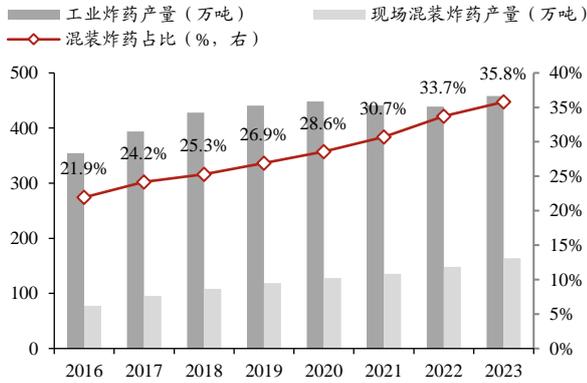
表3: 传统人工装药和现场混装技术对比

项目	传统人工装药	现场混装技术
安全	施工单位从生产厂家购买的卷装炸药为爆炸物品，运输和人工装填的安全性差，管理和使用的安全问题突出	现场混装车装载、运输的是乳胶基质（或炸药原材料），在爆破作业现场，乳胶基质在未装进炮孔之前是非爆炸物品，装入炮孔中乳胶基质才敏化成为炸药，提高了炸药使用的本质安全性
质量	炸药由厂家生产，经存储和运输，其爆炸威力等性能参数将随储存时间延长而下降	乳胶基质装进炮孔后才最终成为炸药，质量能得到充分保障

施工效率	人工装药劳动强度大、效率低、施工进度慢	由于完全实现了连续耦合装药，装填作业效率高，炮孔利用率高，可减少钻孔，施工进度快
成本	施工单位要修建高规格、较大规模的临时炸药库，因包装、储存等原因最后炸药价格居高	施工单位只需修建防火级原材料仓库，且供货单位省去了冷却、装药、包装工序的加工和包装原材料成本，最后炸药价格较低

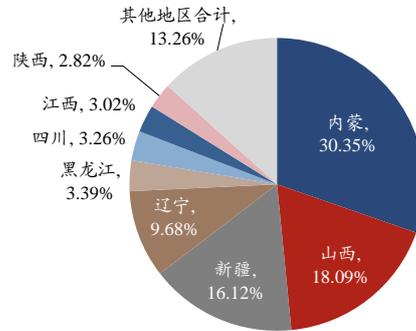
数据来源：《现场混装乳化炸药车应用于地下矿山爆破装药研究》，东吴证券研究所

图15：我国现场混装炸药产量占比明显提升



数据来源：中爆协，东吴证券研究所

图16：2022年现场混装炸药地区产量结构图



数据来源：中爆协，东吴证券研究所

**政策端鼓励民爆行业整合，行业供给侧改革加速。**自2006年以来，国家层面多次颁布行业发展规划和政策等，主要强调减少行业内生产企业数量，提高安全性和生产效率，出清落后产能，推动技术创新、管理升级和市场整合等。2016年行业“十三五”发展规划中提出要培育3至5具有一定行业带动力和国际竞争力的龙头企业，形成8至10家科技引领作用突出、一体化服务能力强的骨干企业；2021年12月，工信部和工信部发布《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，进一步提出了截至2025年民爆行业生产企业数量下降至50家、排名前10家民爆企业行业生产总值占比不低于60%、混装炸药许可产能占比提升至35%以上等预期性目标。此外，2023年9月发布的《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》、《关于认定露天煤矿重大事故隐患情形的通知》中提到“力争到2025年年底，生产矿山建立本单位采掘（剥）施工队伍或者委托具备相应条件的企业整体管理”、“采煤工程不得作为独立工程对外承包，不得使用劳务派遣工”等要求，有助于大型综合类爆破服务一体化企业的发展，为民爆行业集中度的提升提供了有力支持。

表4：倡导行业集中度提升和爆破一体化的主要政策

发布时间	政策	主要内容
2006年7月	《民爆器材行业“十一五”规划纲要》	生产企业减少到200家以内、加快民爆行业调整重组进度。
2011年12月	《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》	科研、生产、销售、爆破服务一体化的先进发展模式，能够实现科研生产与市场服务紧密结合，完善和提高民爆企业为国民经济发展的服务功能和水平。国家政策鼓励以产业链为纽带的上下游企业资源整合和延伸，推进一体化进程，打造20家左右跨地区、跨领域具备一体化服务能力的骨干企业。
2014年12月	《有关放开民爆器材出厂价格、取消对民爆器材流通费率管理和切实加强行业和市场监管的通知》	加快行业市场化和资源整合，尽快取消对民爆器材流通费率的管理，流通环节价格由市场竞争形成。

2016年9月	《民用爆炸物品行业“十三五”发展规划》	培育3至5家具有一定行业带动力和国际竞争力的龙头企业，形成8至10家科技引领作用突出、一体化服务能力强的骨干企业，到2020年行业内排名前15家生产企业生产总值在全行业占比突破60%。
2018年11月	《关于推进民爆行业高质量发展意见》	供给结构进一步优化。包装炸药产能利用率达到80%，现场混装炸药占工业炸药比重突破30%，一体化服务水平显著提升；实现雷管逐步全面升级换代为数码电子雷管。
2021年11月	《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》	民爆行业生产企业数量下降至50家，排名前十的民爆企业生产总值占比提升至60%左右；混装炸药许可产能占比提升至35%以上。
2022年7月	《工业和信息化部安全生产司关于进一步做好数码电子雷管推广应用工作的通知》	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他工业雷管。
2023年9月	《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》	提出力争到2025年年底，生产矿山建立本单位采掘（剥）施工队伍或者委托具备相应条件的企业整体管理。
2023年9月	《关于认定露天煤矿重大事故隐患情形的通知》	“采煤工程”不得作为独立工程对外承包，不得使用劳务派遣工，承包单位完全实现无人驾驶运输的除外。

数据来源：各政府官网，东吴证券研究所

表5：“十四五”民爆行业主要预期指标

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

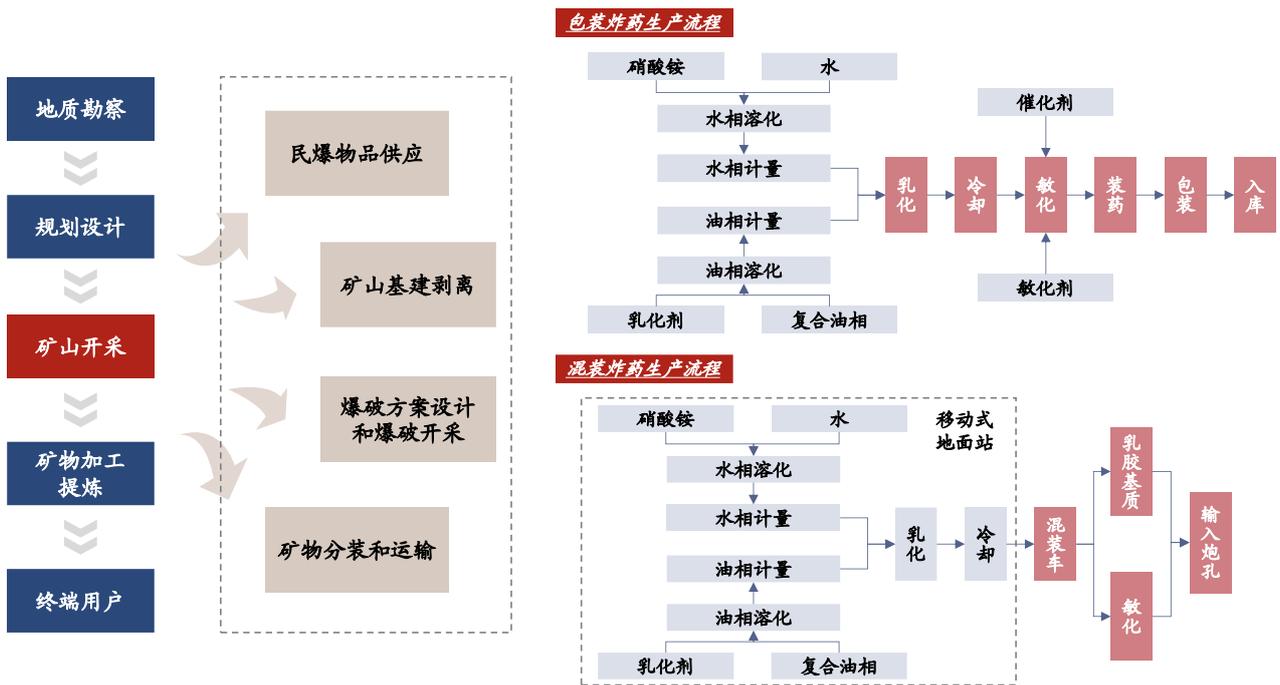
数据来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，东吴证券研究所

## 2.2. 合并南岭民爆协同效应突出，市场份额及影响力明显提升

易普力以各类中、大型矿山建设项目为主要业务领域，爆破一体化服务经验丰富。公司发展发端于上世纪90年代的三峡水利枢纽工程，且是国内首批在现场使用混装炸药技术的先行者，在三峡工程建设中，现场混装技术不仅提高了爆破材料的存储和运输安全性，还在一定程度上减轻了现场施工的复杂性、提升工程效率，公司也在三峡工程中展示了其技术创新能力以及应对复杂施工环境的能力，树立了行业标杆。

经过多年发展，公司在大型水利水电、核电、火电等国家重点能源工程，港口码头、机场等国家重点基础建设工程和大型矿山开采等工程项目持续推广民爆一体化服务模式，可为业主提供民爆器材产品研发生产和销售、矿山基建剥离、整体爆破方案设计、以爆破技术为核心的爆破开采、矿物分装与运输等一系列服务，在提供系统化、个性化服务方面积累了丰富的经验，已成长为国内从事现场混装炸药生产和爆破施工“一体化”服务规模最大的专业化公司。

图17: 公司矿山爆破一体化服务情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

行业集中度提升背景之下, 公司与南岭民爆的合并有助于资源整合与互补, 公司市场份额及影响力进一步提升。双方合并前, 南岭民爆为国内民爆行业第三家上市公司, 为湖南当地民爆行业领头羊, 业务以生产民爆产品为主, 在华南和华中市场占有较大市场份额; 原易普力业务为全国化布局, 主要覆盖新疆、四川、西藏、重庆等省份以及东南亚、非洲和南美等海外市场。

易普力与南岭民爆的合并为市场首例“AH股分拆+借壳上市”, 且此次合并重组除形式上的借壳上市之外, 在产业整合方面的意义更为深远。

首先, 在产能整合方面, 南岭民爆由于主要从事湖南省内的民爆业务, 企业成长存在天花板, 随着湖南本地矿业发展迈入瓶颈期, 南岭民爆也面临产能过剩风险; 而通过合并, 南岭民爆的许可产能可以转移到易普力面临产能短缺的地区, 从而实现优势互补, 并且易普力混装炸药产能占比较高, 且拥有丰富的爆破服务业务来源, 从而也帮助南岭民爆进行从包装产能到混装产能的调配; 双方合并后, 截至24H1易普力混装炸药占比达到51.9%, 也帮助南岭民爆有效规避了因混装炸药产能占比不足而可能面临的许可产能核减问题。

进一步地, 在促进爆破一体化模式升级方面, 由于南岭民爆此前主要从事传统的民爆器材生产销售业务, 而易普力的业务更加聚焦于矿山服务, 双方在经营业务上呈现除了很强的互补性。双方整合后, 南岭民爆的炸药产能对易普力形成了补充作用, 且填补了易普力雷管产能规模不足的劣势, 有助于生产与服务的一体化, 实现较强的协同效应, 推动产业整合。

双方合并前，原易普力/南岭民爆 2022 年分别实现炸药产量 35.4/14.1 万吨，分别在行业中位列第 2/第 11 位；合并完成后 2023 年易普力实现炸药产量 50.3 万吨，跃居行业首位；爆破服务方面，2023/24H1 易普力分别实现爆破服务收入 57.0/27.6 亿元，市占率分别为 15.4%/18.3%，行业头部地位稳固。

表6: 民爆行业重点企业炸药产量情况

排名	2022		2023	
	企业	产量 (万吨)	企业	产量 (万吨)
1	北方特种能源	40.7	易普力	50.3
2	原易普力	35.4	北方特种能源	44.6
3	保利联合	29.1	广东宏大	38.4
4	广东宏大	28.4	保利联合	33.4
5	云南民爆	23.8	云南民爆	24.6
6	四川雅化	20.5	四川雅化	23.9
7	内蒙古生力民爆	16.9	内蒙古生力民爆	19.0
8	抚顺隆烨化工	16.1	湖北凯龙化工	18.9
9	湖北凯龙化工	15.6	江西国泰集团	16.3
10	江西国泰集团	15.1	抚顺隆烨化工	16.2
11	南岭民爆	14.1		
	行业总产量	439.1		458.1
	CR10	55.0%		62.3%
	易普力市占率	8.1%		11.0%

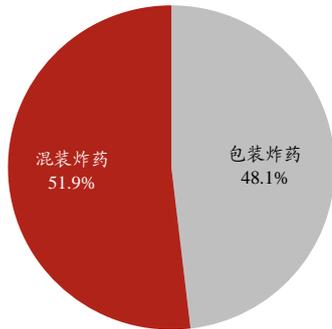
数据来源：中爆协，东吴证券研究所

表7: 民爆行业重点企业爆破服务收入情况

排名	2022		2023	
	企业	爆破服务收入 (亿元)	企业	爆破服务收入 (亿元)
1	广东宏大	81.6	广东宏大	93.2
2	原易普力	52.8	易普力	57.0
3	保利联合	40.7	保利联合	50.7
4	雪峰科技	19.5	雪峰科技	25.1
5	北方特种能用	18.2	北方特种能源	17.2
6	四川雅化	14.7	四川雅化	15.3
7	前进民爆	12.0	抚顺隆烨化工	11.1
8	内蒙古胜安化工	8.8	前进民爆	10.6
9	抚顺隆烨化工	8.7	内蒙古生力民爆	7.9
10	内蒙古生力民爆	6.1	陕西红旗民爆	5.7
	行业爆破服务总收入	329.4		349.5
	CR10	79.9%		84.0%
	易普力市占率	16.0%		16.3%

数据来源：中爆协，东吴证券研究所

图18: 截至 24H1 公司混装、包装炸药产能占比情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图19: 公司爆破服务业务收入市占率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

合并完成后，公司通过资源整合着重打造了内蒙古、新疆、四川、湖南、广西、湖北、重庆、河南八大核心省域，产品与服务范围覆盖国内 20 余省份，市场覆盖范围得到极大扩展。截至 24H1，公司许可产能共包括工业炸药 52.15 万吨，电子雷管 6450 万发、工业电雷管 1000 万发、导爆管 38000 万米、工业导爆索 2000 万米；此外，公司也通过跨地区的产能调配，将炸药产能从盈利水平较低的地区转移至新疆、西藏等盈利水平高的地区，并通过包装炸药转为混装炸药，进而实现产能的高效利用。

表8: 截至 24H1 公司各类民爆产品许可产能情况

产品类别	许可产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
工业炸药	52.15 万吨	37.76%	新疆奇台生产点调增 1.7 万吨混装炸药产能。	新疆奇台生产点扩建投入 1500 万元，按计划建设中；新疆准东生产点扩建投入 1000 万元，按计划建设中；新疆黑山生产点扩建投入 550 万元，按计划建设中。
导爆管雷管	2000 万发	0	无	无

电子雷管	6450 万发	32.91%	向红公司在建年产 1500 万发电子雷管生产线。	湖南岳阳生产点建设投入 1900 万元，按计划建设中。
工业电雷管	1000 万发	0	无	无
导爆管	38000 万米	0	无	无
工业导爆索	2000 万米	13.55%	无	无

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 西部矿山、基建，境外需求有望释放，公司产能转移加速

#### 3.1. 积极财政叠加采矿、水利投资高景气，民爆需求有望提升

**一揽子增量财政政策值得期待。**10月12日，国新办举行新闻发布会介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况，财政部宣布将在近期陆续推出一揽子有针对性增量政策举措。本次发布会的重点内容包括“确保完成全年预算目标”、“加力支持地方化解政府债务风险”、“支持推动房地产市场止跌回稳”、“支持国有大行补充资本，关注重点群体”等；其中，完成全面预算方面，本次会议提出“从地方政府债务结存限额中安排 4000 亿元，发行后再从政府性基金预算全部或部分调入一般公共预算”、“动用地方专项债 4000 亿”等；加大支持地方化解政府债务风险为本次发布会最大亮点，为支持债务化解，除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券之外，用于支持化解存量政府投资项目债务外，预计地方政府债务限额将一次性调增，从而大大减轻地方化债压力，可以腾出更多的资源发展经济，提振经营主体信心。此外，本次发布会还指出“其他政策工具正在研究中”，预计有望在 10 月下旬召开的全国人大常委会会议上落地，四季度 GDP 增速企稳回升可期，且大部分政策效果有望于 2025 上半年起陆续显现。

表9：10月12日国新办新闻发布会主要内容

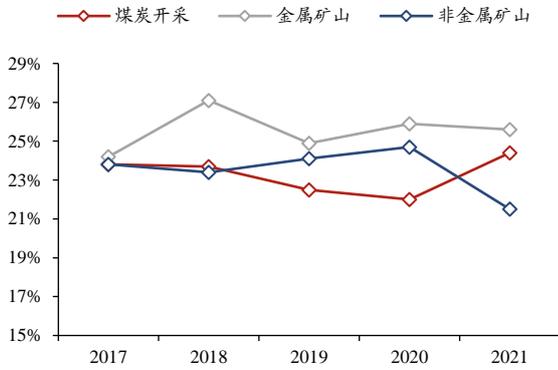
重点	具体内容
完成预算目标	中国财政有足够的韧劲，通过采取综合性措施，可以实现收支平衡，完成全年预算目标。中央财政从地方政府债务结存限额中安排了 4000 亿元，补充地方政府综合财力。
化解隐性债务	(1) 每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务。 (2) 拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务。
增量政策	(1) 支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。 (2) 支持收购存量房，优化保障性住房供给。一是用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。二是继续用好保障性安居工程补助资金，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。 (3) 抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策。进一步研究加大支持力度，调整优化相关税收政策。
补充银行资本	发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本。
惠民生	加大对重点群体的支持保障力度，完善高校学生资助体系，对学生群体加大奖优助困力度。
其他政策	正在研究中，比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间。

数据来源：财政部官网，东吴证券研究所

煤炭、金属及非金属矿山开采支撑民爆主要需求，近年来固定资产投资增速保持较高水平。煤炭、金属和非金属矿山开采业为我国工业炸药最主要的使用领域，2021 年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

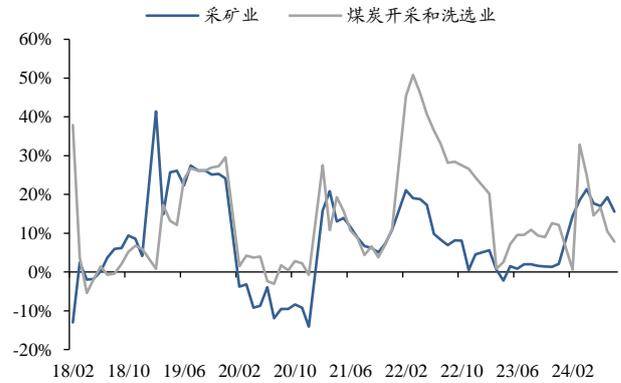
总消耗量的 71.5%。受到全球能源供应短缺、矿产品及煤炭价格上涨等影响，且国内推行西部大开发战略，对于煤炭等重要原材料采取保供稳价措施等，导致采矿业固定资产投资额大幅提升，2024 年 1-8 月采矿业/煤炭开采和洗选业固投增速分别达到 15.6%/7.8%。

图20: 我国工业炸药销售流向



数据来源: 中爆协, 东吴证券研究所

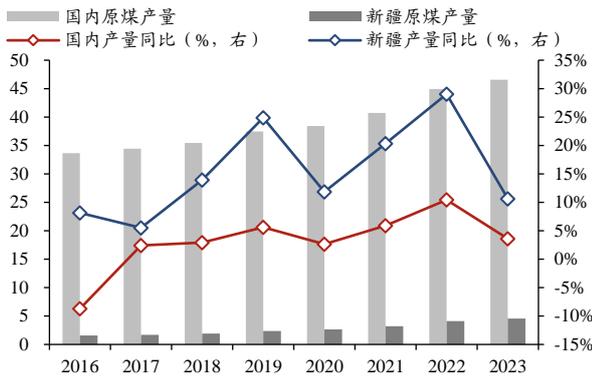
图21: 采矿业、煤炭开采和洗选业固投累计增速情况



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

新疆作为中国煤炭资源丰富的省区之一，拥有丰富的煤炭储量，根据新疆人民政府数据，截至 2024 年 1 月，全域预测煤炭资源量 2.19 万亿吨，占全国预测资源总量的近 40%，且从结构上看，主要以中低变质的长焰煤、不粘接煤和弱粘接煤为主，是优质的动力煤和化工原料煤资源。近年来，随着其他传统产煤地区（如山西、内蒙古）的资源枯竭和环保压力增大，与此同时出疆铁路、公路等基础设施不断完善，能源保供背景下新疆成为我国煤炭供应新增长极。2022 年 1 月，发改委、国家能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》提出“优化煤炭产能布局，建设山西、蒙西、蒙东、陕北、新疆五大煤炭供应保障基地”；2022 年 5 月，新疆人民政府印发《加快新疆大型煤炭供应保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，明确“要全面加快推进国家给予新疆“十四五”新增产能 1.6 亿吨/年煤矿项目建设，充分释放煤炭先进优质产能，力争 2025 煤炭产能达到 4.6 亿吨/年以上，煤炭产量达到 4 亿吨以上”。根据新疆煤炭交易中心相关数据，2023 年疆煤铁路外运量为 6022.7 万吨，约为 2017 年的 6 倍，从原煤产量来看，2023 年国内/新疆分别实现原煤产量 46.6/4.6 亿吨，同比分别+3.6%/+10.6%，2024 年 1-8 月新疆原煤产量在全国产量中占比达到 10.6%，相比 2023 全年的 9.8%进一步提升。

图22: 国内、新疆原煤产量及变动情况 (亿吨)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

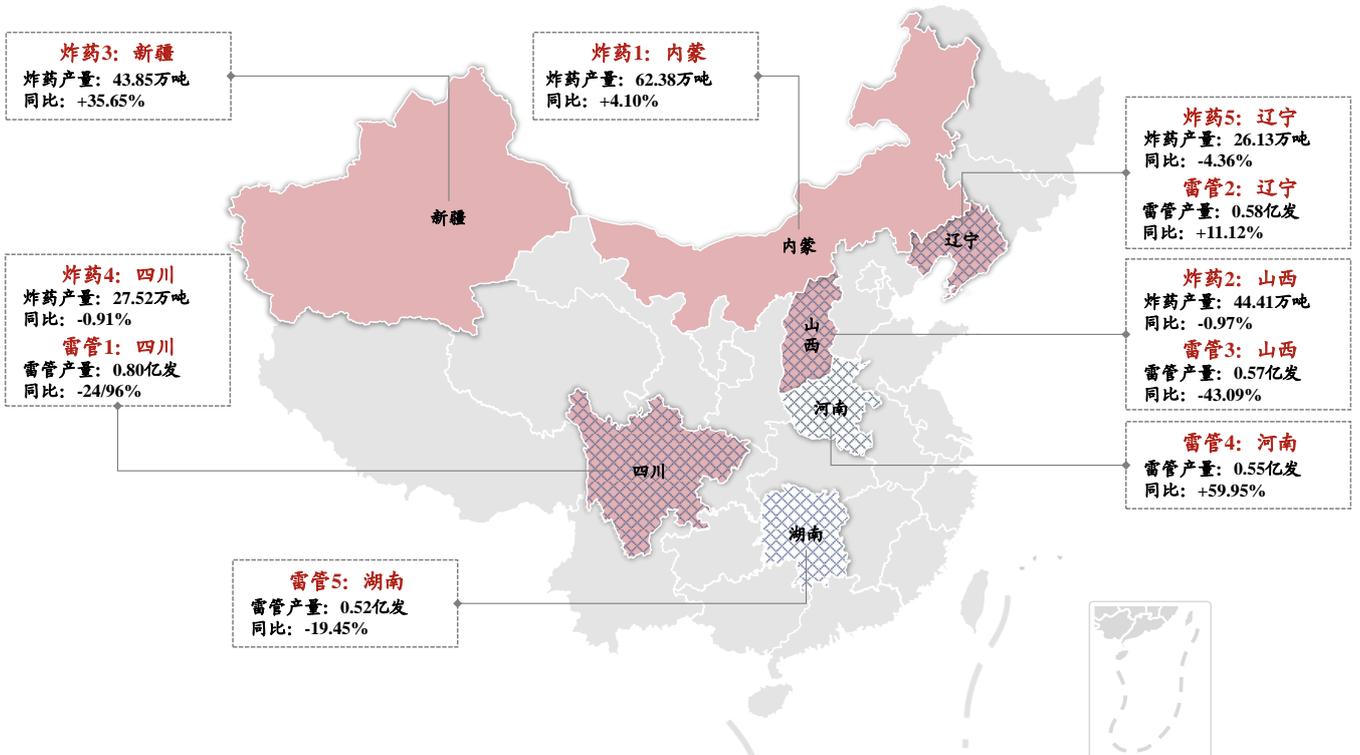
图23: 新疆原煤产量占比情况



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

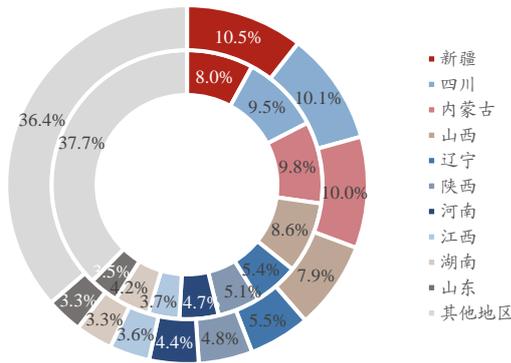
能源和矿产资源开发项目加速推进, 预计新疆民爆需求将明显增加。2023年我国西北地区民爆生产总值 68.4 亿元, 同比增长 27.3%, 其中新疆生产总值 34.7 亿元, 同比增长 42.1%, 增速显著高于行业平均; 占比方面, 2023/24M1-8 新疆民爆行业生产总值占比分别为 8.0%/10.5%。东部沿海、长三角、珠三角等经济发达地区基建存在天花板, 整体对民爆产品的需求量呈现下降趋势; 相比之下, 新疆等经济欠发达, 且资源丰富, 基建需求旺盛的地区, 在国家政策的扶持之下, 煤炭行业的固定资产投资与产量上行有望拉动民爆行业整体需求。

图24: 2022年全国前五名工业炸药、工业雷管年产量分布图



数据来源: 中爆协, 东吴证券研究所

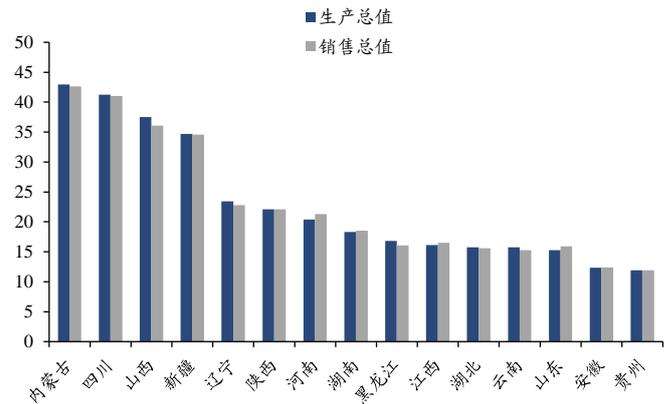
图25: 2023 全年/24M1-8 各省份民爆生产总值占比



数据来源: 中爆协, 东吴证券研究所

备注: 内圈为 2023 全年, 外圈为 2024 年 1-8 月

图26: 2024 年以来各省份民爆生产、销售总值 (亿元)



数据来源: 中爆协, 东吴证券研究所

**国家水利基建提速, 投资规模持续高增。**国家“十四五”规划明确提出要“加快推进一批重大水利工程, 提升国家水安全保障水平”; 2023 年 5 月, 国务院印发《国家水网建设规划纲要》, 明确以下发展目标: 到 2025 年, 建设一批国家水网骨干工程。到 2035 年, 基本形成国家水网总体格局, 国家水网主骨架和大动脉逐步建成, 省市县水网基本完善, 构建与基本实现社会主义现代化相适应的国家水安全保障体系。2024 年 3 月, 《政府工作报告》提出, 从 2024 年开始拟连续几年发行超长期特别国债, 专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。根据水利部数据, 2023 年国内完成水利建设投资额达到 11996 亿元, 同比+10.1%。虽然经济有望呈现回升向好趋势, 但逆周期调节仍具备继续发力的必要性; 在传统铁路、公路基建投资放缓下行的背景之下, 水利投资成为政府逆周期调节的重要变量, 规模有望持续提升。

**浙赣粤运河、雅鲁藏布江下游水电开发等大型项目推进可期, 有助于拉动民爆行业需求。**

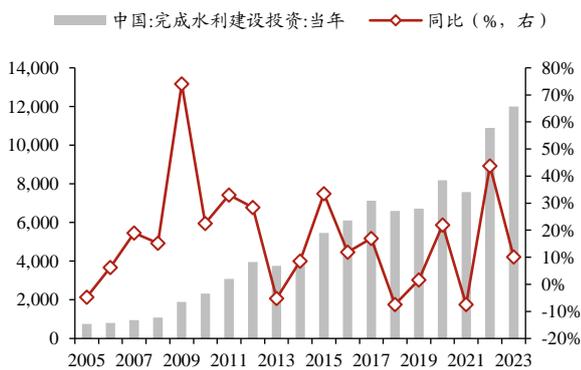
浙赣粤大运河是一项重大的水运工程, 由赣粤运河和浙赣运河组成, 规划全长约 1988 公里, 其中江西省占有约 60% 的河段。运河的建设将连接京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大国家战略区域, 促进区域经济协同发展, 且打通九江、南昌、赣州等重要节点, 连接京九铁路和沪昆铁路, 打造一个更加高效的物流网络。目前, 该项目的建设正在有序推进中。相关前期调研工作相继启动, 预计总投资将达到 3200 亿元。

雅鲁藏布江下游水电开发是中国乃至全球极具影响力的水电项目之一, 雅鲁藏布江大峡谷蕴藏了丰富的水利资源, 大拐弯入口的派区 (海拔 2900 多米) 至墨脱背崩河段 (海拔 680 米) 长度约 250 公里, 落差达 2200 多米。若开凿隧洞引水, 可引用近 2000m<sup>3</sup>/s 的流量。雅鲁藏布江下游水电开发最早于 2021 年发布的《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》中被提出, 其战略意义体现在推动清洁能源发展、改善区域电力供应、服务国家“西电东送”战略等方面。

2024年8月7日，雅鲁藏布江水电站项目首先以公开形式展开招标，墨脱县电力线路延伸工程项目公布了中标（成交）结果；8月12日，墨脱县水利局针对3个项目向社会公开询价；8月11日，国务院发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，首次明确指出要加快西南水电的建设。据中国能源报，雅鲁藏布江干流总开发装机容量超过8000万千瓦，主要集中在下游，下游河段规划“两库十二级”，规划总装机容量8104万千瓦，年发电量4052亿千瓦时，预计有望带动万亿以上的投资。

此外，围绕我国《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》中提出的“面向服务国家重大战略，实施川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、星际探测、北斗产业化等重大工程，推进重大科研设施、重大生态系统保护修复、公共卫生应急保障、重大引调水、防洪减灾、送电输气、沿边沿江沿海交通等一批强基础、增功能、利长远的重大项目建设”，有关部门和地方政府先后出台了《西藏自治区“十四五”及中长期铁路网规划》、《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》等一系列针对特定区域、细分领域与具体项目的基建规划，重大项目的陆续推进有望为民爆行业贡献关键边际增量。

图27: 我国完成水利建设投资额及变动情况 (亿元)



数据来源：水利部，东吴证券研究所

图28: 浙赣粤大运河、雅鲁藏布江下游水电开发等项目基本情况

	雅鲁藏布江下游水电开发	浙赣粤大运河
建设地点	雅鲁藏布江下游米林县至墨脱县的260km大拐弯的峡谷段	浙江、江西、广东
建设规模	下游规划“两库十二级”，规划总装机容量8104万千瓦，年发电量4052亿千瓦时	总长1988公里，其中江西省占有60%的河段
投资额	万亿级别	3200亿
项目进展	前期准备，部分标段已招标	预计十四五开工建设，建设期为2025-2035年

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

### 3.2. 公司入疆布局较早，近期子公司斩获多项煤矿大单

公司入疆较早，与大型央企深度绑定，有望抓住新疆建设大型煤炭基地契机。早在2006年公司就在富蕴建起疆内第一个生产现场混装炸药的地面站，在在疆发展的过程中，公司接连实现了疆内首座混装乳化炸药地面站、首次大孔径爆破作业、首个取得矿山施工总承包壹级资质的民爆企业等多项“首个”，助推了疆内民爆行业进步。目前公司在新疆的民爆产能主要服务于露天煤矿、金属矿山的开采，通过在乌鲁木齐、库尔勒、昌吉等地区设立民爆生产基地、仓储中心和配送网络，完成了对于新疆主要经济区和矿区的覆盖。客户资源方面，公司与国家能源集团、宜化矿业、圣雄能源等建立了深度的合作关系，且2022年紫金矿业也跻身公司前五大客户之列，与大型矿产资源央企企大的深度绑定有助于公司充分受益于疆煤产量高增的红利；产能方面，截至2022年8月，

公司在新疆地区公布 6.7 万吨混装炸药产能，在完成和南岭民爆的合并之后，公司先后向新疆准东、黑山、奇台等生产点调增混装炸药产能，截至 2024H1 公司疆内产能布局超过 10 万吨。

表10: 截至 2024H1 公司疆内产能布局情况

生产品种	生产地址	年生产能力 (吨)	备注
<b>截至 2022 年 12 月，公司新疆民爆产能布局</b>			
乳化炸药（胶状）（混装）	新疆阿勒泰地区富蕴县库尔特乡	2,000	现场混装车 2 台
多孔粒状铵油炸药（混装）	新疆昌吉州奇台县将军庙	10,000	现场混装车 4 台
乳化炸药（胶状）（混装）	新疆昌吉州奇台县将军庙	6,000	现场混装车 4 台，仅限本矿区使用，不得转移
乳化炸药（胶状）（混装）	新疆托克逊黑山露天煤矿	9,500	现场混装车 4 台
多孔粒状铵油炸药（混装）	新疆托克逊黑山露天煤矿	10,000	现场混装车 4 台
多孔粒状铵油炸药（混装）	新疆昌吉州吉木萨尔县准东煤矿	20,500	现场混装车 9 台，其中 6000 吨仅限本矿区使用，不得转移
乳化炸药（胶状）（混装）	新疆昌吉州吉木萨尔县准东煤矿	6,000	现场混装车 3 台
多孔粒状铵油炸药（混装）	新疆哈密市伊州区大南湖矿区	3,000	现场混装车 1 台
<b>2023 年至今调增产能</b>			
混装炸药	新疆准东生产点	21,000	
混装炸药	新疆黑山生产点	10,000	
混装炸药	新疆奇台生产点	8,000	
混装炸药	新疆奇台生产点	17,000	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2023 年以来公司爆破服务订单高速增长。2023 全年公司实现爆破服务收入 51.7 亿元，23Q3-24Q2 公司爆破服务业务分别实现新签合同额 81.9/136.0/39.2/30.1 亿元，在手订单充足有助于为公司业绩提供压舱石作用，且 2023Q4 公司签订“安徽宝镁轻合金有限公司花园吴家冶镁用白云岩矿”项目合同，项目合同金额 123.24 亿元，服务期限 30 年，此次中标项目有助于公司进一步提升矿山工程领域的竞争实力和市场份额。

表11: 公司 23Q3-24Q2 爆破服务类合同签订情况

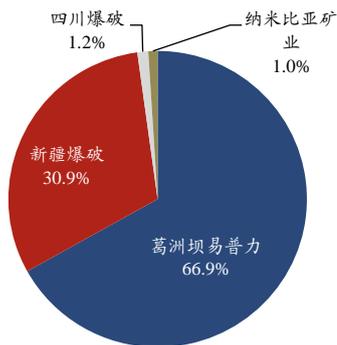
序号	签订时间	项目（合同）名称	合同金额 (亿元)	期限
1	23Q3	彝良县天成矿业有限公司彝良奎香红岩沟石英砂岩矿开采施工及加工系统建设运行工程合同	22.69	5-30 年
2	23Q3	禹州市宜鑫建材有限公司砂石骨料矿山土石挖装工程承包合同	2.70	5-30 年
3	23Q3	新疆兖矿其能煤业有限公司准东五彩湾矿区四号露天矿一期工程项目钻爆剥离工程 PC 总承包合同	47.13	5-30 年
<b>23Q3 总计</b>			<b>81.85</b>	
1	23Q4	《许昌市鼎鑫矿业科技有限公司光伏砂生产系统运行工程管理承包合同》及其《补充协议》	8.10	5 年
2	23Q4	广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	5 年
3	23Q4	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	123.24	30 年
<b>23Q4 总计</b>			<b>136.03</b>	
1	24Q1	国能新疆矿业红沙泉二矿有限公司 2023 年至 2026 年钻爆工程（二标段）施工合同	6.28	1-5 年
2	24Q1	东露天矿煤岩爆破服务合同	4.51	1-5 年
3	24Q1	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	9 年
4	24Q1	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	15 年
5	24Q1	四方岭矿山石灰石开采施工合同	1.37	1-5 年
6	24Q1	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	1-5 年
7	24Q1	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	1-5 年

8	24Q1	彝良县大有矿业有限公司彝良松林克布石英砂岩矿开采施工及加工系统建设运行工程合作协议书	11.08	27年
<b>24Q1 总计</b>			<b>39.18</b>	
1	24Q2	新疆金能矿业有限公司露天煤矿 2024-2026 年采场爆破工程承包合同	3.58	3年
2	24Q2	新疆宜化矿业有限公司五彩湾露天煤矿爆破、采剥工程承包合同补充协议	1.33	4年
3	24Q2	国家能源集团新疆公司黑山露天矿 2024 年-2026 年爆破工程一标段施工合同	13.11	3年
4	24Q2	新疆圣雄能源股份有限公司托克逊县黑山矿区小露天煤矿 2024 年至 2026 年矿山施工总承包工程合同及补充协议	9.04	2.75年
5	24Q2	纳米比亚湖山铀矿钻爆施工服务合同	2.66	5年
<b>24Q2 总计</b>			<b>30.12</b>	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

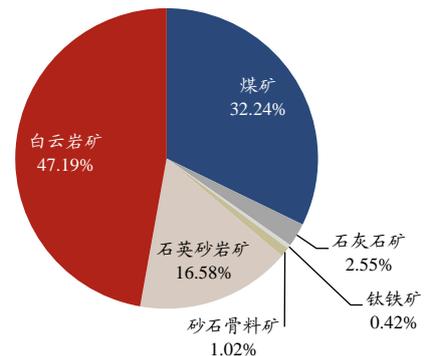
从单笔合同金额 1 亿元以上的合同结构看，23Q3-24Q2 易普力股份/新疆爆破/四川爆破/纳米比亚矿业分别实现新签合同额 178.2/82.3/3.2/2.7 亿元，占比分别为 67.0%/30.9%/1.2%/1.0%，但如果不考虑安徽白云岩超大项目的影响，新疆爆破仍为公司最主要的合同签订主体；从下游行业分布情况来看，白云岩矿/煤矿/石英砂岩矿分别实现新签合同额 124.4/85.0/43.7 亿元，占比分别为 47.2%/32.2%/16.6%，剔除安徽白云岩项目后，煤矿项目占比进一步提升至 60.5%，远高于下游其他服务领域。

图29: 23Q3-24Q2 公司 1 亿元以上订单承接主体分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

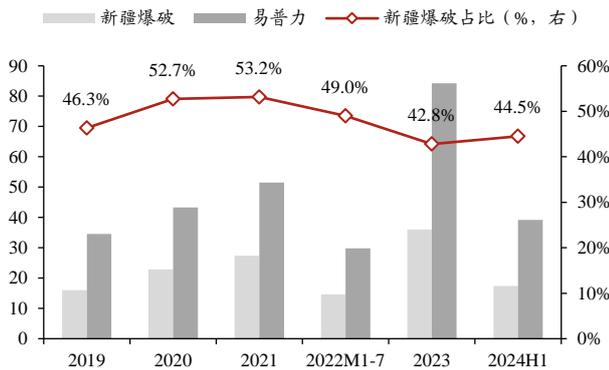
图30: 23Q3-24Q2 公司 1 亿元以上订单类型分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

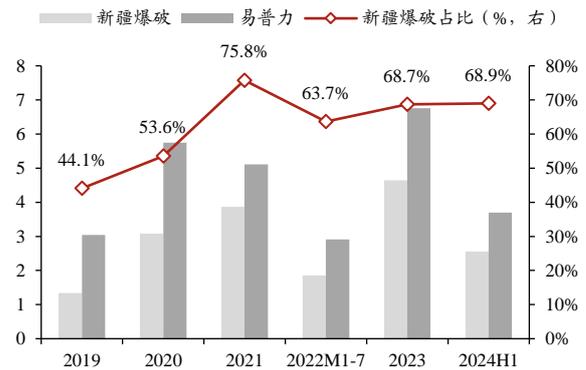
子公司新疆爆破有望成为公司未来重要的收入和利润增长来源。新疆爆破成立于 2010 年，拥有矿山工程施工总承包一级资质，主要开展爆破工程业务。得益于对新疆爆破服务市场的较早布局，子公司新疆爆破充分享受了近些年新疆矿业快速发展带来的需求端红利，收入、利润均稳步增长。2023 全年新疆爆破实现营业收入 36.1 亿元，实现净利润 4.6 亿元。在不考虑合并报表抵消分录的前提下，2023 年新疆爆破在易普力总营收中的占比达 42.8%，净利润占比达 68.7%，是易普力当前最重要的营收和利润来源。23Q3-24Q2 新疆爆破共承接 7 单单笔合同金额达到 1 亿元以上的合同，考虑到新疆民爆需求的高速增长以及公司向新疆陆续进行的产能转移，预计新疆爆破将在未来几年成为公司营收和利润增长的主力军。

图31: 新疆爆破营业收入及占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 新疆爆破净利润及占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.3. “一带一路”带来民爆行业新发展机遇，矿服业务加速出海

“一带一路”倡议为民爆行业出海带来新发展机遇，公司紧跟中资企业海外工程开展国际化业务。“一带一路”沿线国家受到城镇化带来的基础设施建设、资源开发和矿业活动的推动，催生对民爆服务的需求。易普力于2010年成立国际业务部，2012年11月与中利联(香港)签订利比里亚邦矿铁矿项目钻爆工程合同，切入国际市场，并于2013年完成国际业务“首爆”；公司坚持贸易探路、工程立足、投资深耕的国际业务发展策略，充分发挥央企优势，紧抓国家“走出去”的发展机遇，积极响应国家“一带一路”倡议，与中广核、中国能建等央企在“一带一路”国家“走出去”重点项目开展合作，紧跟中资企业海外工程开展国际化业务。经过10年发展，现位列我国民爆行业“走出去”第一梯队。

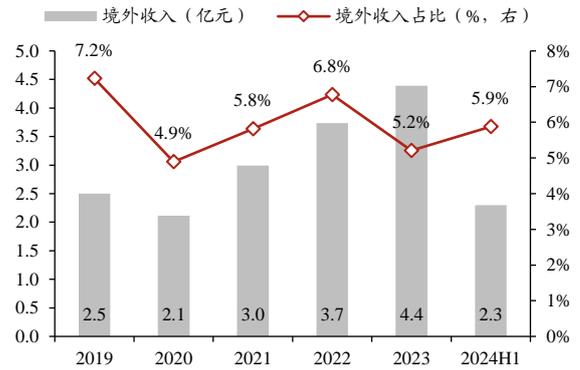
目前公司海外工程业务已布局利比里亚、巴基斯坦、纳米比亚、马来西亚等国家，国际贸易涵盖亚洲、非洲、欧洲、美洲区域共计20余个国别。其中，在利比里亚，公司是唯一一家实质性开展民爆物品生产、销售和开展相关服务的专业化公司，拥有强大的市场地位，具备进一步扩大属地和西非区域市场的条件；在纳米比亚，公司是当地极少数拥有全套品牌采矿设备、强大资金实力和成建制管理作业人员的采矿服务商，2021年4月与中广核共同承接湖山铀矿矿山施工总承包项目，为公司首个全自营海外矿山总承包项目，是公司推进国际业务战略落地的重要成果；在马来西亚和巴基斯坦，公司主要承接葛洲坝集团和其它中资企业的能源、矿山项目的钻孔爆破业务。2023/24H1公司境外分别实现收入4.4/2.3亿元，在总营收中占比分别为5.2%/5.9%，在国家“一带一路”倡议推动中资企业加速出海的背景下，我们预计公司境外业务仍有进一步拓展空间。

图33: 公司纳米比亚铀矿项目



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图34: 公司境外收入及占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

基于以上分析, 我们对公司做出以下盈利预测假设:

**(1) 爆破服务业务: 收入端:** 公司为国内民爆服务龙头企业, 可为客户提供爆破一体化服务。2023 年公司新签订单超 300 亿元, 其中包含安徽宝镁白云岩矿 123.24 亿元合同; 24Q2 公司实现新签合同额 30.1 亿元, 其中 1 亿元以上新疆煤矿爆破项目新签合同额占比达到 89.8%; 公司新签合同将按照合同期限陆续兑现至收入端, 且新疆民爆需求仍较为旺盛, 预计将为公司未来订单量提供有力支撑; 因此, 我们预计公司 24-26 年爆破服务业务实现收入 65.5/76.7/88.2 亿元, 同比分别+22%/+17%/+15%; **利润端:** 公司新疆区域新签合同占比较高, 在当地行业地位领先, 且巨龙铜矿项目有望实现放量, 我们预计爆破服务业务毛利率将稳中有升, 预计 24-26 年分别为 20.3%/20.7%/21.3%。

**(2) 工业炸药销售: 收入端:** 截至 24H1 公司工业炸药许可产能为 52.15 万吨, 且另有能建集团下 4.35 万吨炸药产能由公司管理, 预计未来有望实现整合; 在民爆需求高景气的背景下, 我们预计公司产能利用率将维持在高位水平; 公司混装炸药许可产能为 27.05 万吨, 我们假设全部为公司爆破服务自用, 预计公司 24-26 年工业炸药实现销量 24/24.5/25 万吨, 售价分别为 7150/7200/7250 元/吨, 实现营收 17.2/17.6/18.1 亿元, 同比分别-5.1%/+2.8%/+2.7%; **利润端:** 24H1 以来工业炸药原材料硝酸铵价格步入下行通道, 预计炸药销售毛利率有望改善, 24-26 年分别为 37.5%/38.0%/38.5%。

**(3) 工业雷管销售: 收入端:** 公司电子雷管许可产能为 6450 万发, 另有 3400 万发产能在建, 并且电子雷管置换工作仍在进行中, 预计公司与南岭民爆合并后雷管可匹配爆破服务需求, 产能利用率提升带动产量增长; 由于电子雷管行业竞争近年来趋于激烈, 我们预计 24-26 年售价分别为 16/15.5/15.3 元/发, 略有下行; 预计公司 24-26 年工业雷管销售实现收入 9.6/10.9/11.5 亿元, 同比+11.8%/+13.0%/+5.8%。 **利润端:** 售价下行带动毛利率略降, 预计 24-26 年分别为 31.7%/31.3%/30.9%。

**(4) 期间费用率：**合并前原易普力期间费用管理水平显著优于南岭民爆，预计公司 24-26 年期间费用率有望继续下降，分别为 14.9%/14.5%/14.3%，其中销售/管理费用率有所改善，销售费用率为 1.3%/1.25%/1.2%，管理费用率为 9.1%/8.8%/8.6%；研发/财务费用率与 2023 年相比将继续维持稳定水平。

**(5) 预计公司资产/信用损失在营收中的占比维持稳定水平，投资净收益和其他收益稳定增长；**综上，**预计公司 24-26 年归母净利润分别为 7.61/8.89/10.29 亿元，同比分别+20.0%/+16.9%/+15.8%。**

表12: 公司主要业务收入及利润预测情况

		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>1、爆破服务业务</b>					
营业收入	亿元	53.7	65.5	76.7	88.2
yoy		19.2%	22.0%	17.0%	15.0%
毛利额	亿元	10.5	13.3	15.9	18.8
毛利率		19.5%	20.3%	20.7%	21.3%
<b>2、工业炸药</b>					
营业收入	亿元	18.1	17.2	17.6	18.1
yoy		151.8%	-5.1%	2.8%	2.7%
销量	万吨		24.0	24.5	25.0
单价	元/吨		7,150	7,200	7,250
毛利额	亿元	6.7	6.4	6.7	7.0
毛利率		37.0%	37.5%	38.0%	38.5%
<b>3、工业雷管</b>					
营业收入	亿元	8.6	9.6	10.9	11.5
yoy		382.7%	11.8%	13.0%	5.8%
销量	万吨		6,000	7,000	7,500
单价	元/吨		16.0	15.5	15.3
毛利额	亿元	2.7	3.0	3.4	3.5
毛利率		32.0%	31.7%	31.3%	30.9%
<b>4、其他</b>					
营业收入	亿元	3.9	4.1	4.3	4.5
yoy		-16.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利额	亿元	1.7	1.8	1.9	2.0
毛利率		44.1%	44.1%	44.1%	44.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表13: 公司盈利预测简表

		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表摘要</b>					
营业收入	亿元	84.3	96.4	109.5	122.3
yoy		52.9%	14.4%	13.6%	11.7%
营业成本	亿元	62.6	71.8	81.6	91.0
毛利率		25.7%	25.5%	25.5%	25.6%
税金及附加/营收		0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用率		1.4%	1.30%	1.25%	1.20%
管理费用率		9.8%	9.10%	8.80%	8.60%
研发费用率		4.1%	4.11%	4.11%	4.11%
财务费用率		0.3%	0.35%	0.35%	0.35%
资产减值损失/营收		-0.04%	-0.04%	-0.04%	-0.04%
信用减值损失/营收		-0.23%	-0.23%	-0.23%	-0.23%
投资净收益	亿元	0.36	0.28	0.29	0.31
其中：联营合营企业	亿元	0.26	0.28	0.29	0.31
其他收益	亿元	0.20	0.23	0.27	0.30
营业利润	亿元	8.33	9.97	11.63	13.44

利润总额	亿元	8.19	9.83	11.48	13.30
净利润	亿元	6.8	8.1	9.5	11.0
净利润率		8.0%	8.4%	8.7%	9.0%
归母净利润	亿元	6.34	7.61	8.89	10.29
yoy		-0.2%	20.0%	16.9%	15.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.6/8.9/10.3 亿元，同比分别+20.0%/+16.9%/+15.8%，10 月 23 日收盘价对应 PE (TTM)、PB (LF) 分别为 24.5、2.4 倍，24-26 年市盈率分别为 21.2/18.1/15.6 倍。我们选取与公司业务相近的广东宏大、国泰集团、金奥博作为可比公司，易普力 2024-2026 年静态市盈率略高于可比公司平均水平。易普力是国内民爆龙头企业，在国内工业炸药产量第一、爆破服务业务规模第二，爆破一体化服务经验丰富；公司入疆较早，与大型央企深度绑定，有望抓住新疆建设大型煤炭基地的契机实现新签订单的增长，且根据公司在手订单情况，公司中长期业绩成长性良好，因此我们认为易普力相对于可比公司应当享有一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

表14：可比公司盈利预测及估值情况（截至 2024 年 10 月 23 日）

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	市盈率 (TTM)	归母净利润(亿元)				P/E			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002683.SZ	广东宏大	193.6	3.1	23.9	7.2	8.5	10.0	11.6	27.0	22.7	19.4	16.7
603977.SH	国泰集团	79.8	2.5	25.5	3.0	3.4	4.1	5.2	26.2	23.4	19.7	15.4
002917.SZ	金奥博	31.7	2.1	25.0	1.0	1.7	2.8	3.8	31.2	18.2	11.3	8.2
	平均值		2.6	24.8					28.1	21.4	16.8	13.4
002096.SZ	易普力	161.0	2.3	23.6	6.3	7.6	8.9	10.3	25.4	21.2	18.1	15.6

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

备注：易普力盈利预测来自东吴证券研究所，其余来自 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

(1) **宏观经济增长不及预期的风险。**民爆行业为顺周期行业，与宏观经济环境密切相关，对基础设施建设、采矿等行业的依赖性较强。若宏观经济增长不及预期，可能会影响公司订单水平，进而影响公司业绩。

(2) **西部区域开发力度不及预期的风险。**“西部大开发”背景下，我国新疆、西藏等西部区域民爆行业景气度突出。公司在新疆、西藏市场重点布局，若西部区域开发力度不及预期，将影响公司重点布局区域民爆景气水平，进而影响公司业绩。

(3) **订单执行进度不及预期的风险。**公司主要收入来自订单执行过程中的进度款，若订单执行进度不及预期，将影响公司收入确认进度。

(4) **原材料价格波动的风险。**上游硝酸铵等原材料价格会对公司利润率水平产生重要影响，若原材料价格波动较大，将会影响公司利润水平。

## 易普力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>5,771</b>	<b>6,460</b>	<b>7,329</b>	<b>8,295</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,428</b>	<b>9,638</b>	<b>10,945</b>	<b>12,228</b>
货币资金及交易性金融资产	2,673	2,925	3,323	3,829	营业成本(含金融类)	6,263	7,179	8,159	9,098
经营性应收款项	2,334	2,669	3,031	3,386	税金及附加	47	54	61	68
存货	454	521	592	660	销售费用	120	125	137	147
合同资产	102	117	133	148	管理费用	825	877	963	1,052
其他流动资产	209	229	251	272	研发费用	347	396	450	503
<b>非流动资产</b>	<b>4,702</b>	<b>4,798</b>	<b>4,888</b>	<b>4,974</b>	财务费用	29	34	38	43
长期股权投资	145	160	173	186	加:其他收益	20	23	27	30
固定资产及使用权资产	2,208	2,255	2,298	2,337	投资净收益	36	28	29	31
在建工程	97	100	102	103	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	991	1,010	1,029	1,047	减值损失	(23)	(26)	(30)	(33)
商誉	862	862	862	862	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	9	9	9	9	<b>营业利润</b>	<b>833</b>	<b>997</b>	<b>1,163</b>	<b>1,344</b>
其他非流动资产	390	402	415	428	营业外净收支	(15)	(15)	(15)	(15)
<b>资产总计</b>	<b>10,473</b>	<b>11,258</b>	<b>12,217</b>	<b>13,269</b>	<b>利润总额</b>	<b>819</b>	<b>983</b>	<b>1,148</b>	<b>1,330</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,398</b>	<b>2,601</b>	<b>2,878</b>	<b>3,145</b>	减:所得税	143	172	201	233
短期借款及一年内到期的非流动负债	161	107	110	113	<b>净利润</b>	<b>675</b>	<b>811</b>	<b>947</b>	<b>1,097</b>
经营性应付款项	1,134	1,300	1,478	1,648	减:少数股东损益	42	50	58	68
合同负债	89	102	116	129	<b>归属母公司净利润</b>	<b>634</b>	<b>761</b>	<b>889</b>	<b>1,029</b>
其他流动负债	1,014	1,092	1,175	1,256	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	0.61	0.72	0.83
非流动负债	792	805	825	845	EBIT	827	1,016	1,186	1,372
长期借款	212	232	252	272	EBITDA	1,090	1,242	1,418	1,609
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.69	25.51	25.46	25.59
租赁负债	149	149	149	149	归母净利率(%)	7.52	7.89	8.12	8.42
其他非流动负债	432	425	425	425	收入增长率(%)	52.90	14.36	13.57	11.72
<b>负债合计</b>	<b>3,191</b>	<b>3,406</b>	<b>3,704</b>	<b>3,991</b>	归母净利润增长率(%)	(0.24)	20.02	16.85	15.78
归属母公司股东权益	6,978	7,498	8,100	8,798					
少数股东权益	305	354	413	480					
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,283</b>	<b>7,852</b>	<b>8,513</b>	<b>9,278</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,473</b>	<b>11,258</b>	<b>12,217</b>	<b>13,269</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	722	877	1,009	1,167	每股净资产(元)	5.63	6.04	6.53	7.09
投资活动现金流	351	(307)	(311)	(311)	最新发行在外股份(百万股)	1,240	1,240	1,240	1,240
筹资活动现金流	569	(317)	(299)	(349)	ROIC(%)	12.63	10.39	11.27	12.02
现金净增加额	1,642	252	398	506	ROE-摊薄(%)	9.08	10.15	10.98	11.70
折旧和摊销	263	226	231	236	资产负债率(%)	30.46	30.26	30.32	30.08
资本开支	(142)	(305)	(305)	(305)	P/E (现价&最新股本摊薄)	25.40	21.16	18.11	15.64
营运资本变动	(243)	(180)	(196)	(196)	P/B (现价)	2.31	2.15	1.99	1.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>