

易普力 (002096.SZ)

发力矿山服务业务，民爆一体化央企稳健成长

买入

核心观点

供需格局持续改善，民爆行业景气度上行。2023年以来，受益于国家对基建、能源、矿采的规划推进，民爆制品下游需求向好，行业景气度持续提升，2023年全年民爆生产企业累计完成生产总值436.58亿元，同比增长10.93%；累计实现利润总额85.27亿元，同比增长44.99%。易普力作为国内工业炸药产量第一，爆破服务业务收入第二的民爆一体化央企，正在充分享受行业景气度提升带来的发展红利。

政策强约束下行业集中度不断提升，公司有望进一步巩固行业头部地位。《民爆行业“十四五”规划》指出，到2025年前10家民爆企业行业生产总值占比将大于60%，目标形成3-5家大型民爆一体化企业。在工业炸药许可产能几无变化的背景下，行业内不断进行并购重组。易普力作为国内民爆行业综合产能规模前三的上市公司，股东实力雄厚，有望充分收益行业整合。

矿山爆破服务驱动公司由生产型企业向服务型企业转型升级。矿山爆破服务作为民爆制品下游主要需求领域，近些年受益于采矿业固定资产投资额大幅增加，爆破服务需求旺盛。矿山爆破服务具有较高的准入壁垒，对民爆企业的现场混装炸药占比及爆破技术提出了很高要求，目前国内爆破服务订单也在向头部企业集中。易普力爆破服务业务收入在国内排名第二，现场混装炸药产量排名第一，获取新订单能力较强，公司2023年新签订单超300亿，为未来几年的收入提供保障，我们认为公司爆破服务业务的收入规模将保持较快增长，成为公司业绩的主要增长点。

西北地区是公司矿山爆破一体化服务核心区域。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。2023年新疆爆破在易普力的营收占比达42.79%，净利润占比达68.68%，且利润率水平也高于易普力整体水平。在2023年公司公告的新签合同中，新疆爆破承接的合同数量占比59%，金额占比38%，未来几年新疆爆破将贡献易普力绝大部分的营收和利润的增量。

盈利预测与估值：我们预计2024-2026年公司归母净利润为7.75/8.86/9.60亿元，摊薄EPS为0.62/0.71/0.77元，当前股价对应PE为18.6/16.3/15.0x，首次覆盖，给予“买入”评级。

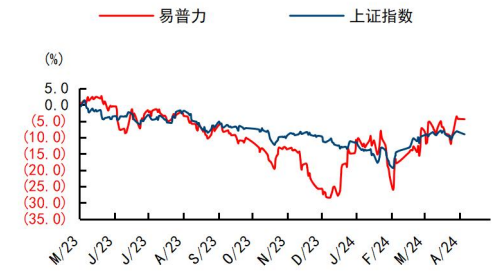
风险提示：下游采矿业需求不及预期风险；产业政策风险；原材料价格波动风险；安全生产风险等。

公司研究·深度报告

基础化工·化学制品

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	12.40 - 14.26元
收盘价	11.64元
总市值/流通市值	14439/5685百万元
52周最高价/最低价	13.39/8.59元
近3个月日均成交额	86.27百万元

市场走势



资料：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,304	8,428	9,300	10,422	11,313
(+/-%)	19.3%	265.8%	10.4%	12.1%	8.6%
归母净利润(百万元)	48	634	775	886	960
(+/-%)	-2.6%	1228.8%	22.3%	14.3%	8.4%
每股收益(元)	0.13	0.51	0.62	0.71	0.77
EBIT Margin	4.4%	9.8%	9.8%	10.0%	9.8%
净资产收益率(ROE)	2.5%	9.1%	10.4%	11.1%	11.2%
市盈率(PE)	90.7	22.8	18.6	16.3	15.0
EV/EBITDA	31.1	16.6	15.6	14.4	13.9
市净率(PB)	2.27	2.07	1.94	1.81	1.69

资料：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

内容目录

公司概况	6
因服务三峡工程而诞生民爆一体化央企	6
同业比较：易普力综合财务数据表现位于行业前列	9
供需格局持续改善，民爆行业景气度上行	12
民爆行业被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”	12
民爆行业生产总值及利润总额稳步提升	13
供给端：政策强约束下行业集中度不断提升	14
工业炸药：易普力工业炸药及现场混装炸药产量均排名国内第一	15
原材料：硝酸铵价格下行，公司盈利能力有望持续修复	18
电子雷管：重组后补齐电子雷管产能短板，受益于电子雷管的全面推广	19
矿山爆破服务驱动公司由生产型企业向服务型企业转型升级	23
民爆制品与爆破服务一体化是行业发展趋势	23
矿山爆破工程行业市场竞争格局有望持续改善	25
采矿业固定资产投资额提升，爆破服务需求增长	25
露天矿山产量占比提升，催生爆破服务需求	27
2023 年新签订单金额超 300 亿，有利支撑公司长期业绩	29
西南水电基地建设有序推进，易普力综合竞争优势明显	31
“ ”带来新发展机遇，易普力持续开拓国际民爆市场发展空间	32
西北地区是公司矿山爆破一体化服务核心区域	33
子公司新疆爆破是易普力当下及未来主要利润	33
新疆地区煤矿储量丰富，疆煤保供价值日益凸显	34
当前新疆地区工业炸药供不应求，未来仍具有较大的增长空间	36
盈利预测	39
估值与投资建议	40
风险提示	44
附表：财务预测与估值	46

图表目录

图 1: 易普力发展历程	6
图 2: 易普力股权结构图 (截至 2024 年 3 月 31 日)	7
图 3: 易普力重组前后营业收入	7
图 4: 易普力重组前后毛利润	7
图 5: 2023 年易普力营业收入构成	8
图 6: 2023 年易普力毛利润构成	8
图 7: 2019-2023 年易普力营收区域构成	8
图 8: 2019-2023 年易普力爆破服务和民爆产品销售业务毛利率	8
图 9: 2023 年 Q1-Q4 易普力单季度销售毛利率	9
图 10: 2019-2023 年易普力期间费用率	9
图 11: 2019-2023 年易普力资产负债情况	9
图 12: 2019-2023 年易普力现金流量	9
图 13: 易普力与可比公司毛利率对比	10
图 14: 2023 年易普力与可比公司营收规模及构成对比	10
图 15: 易普力与可比公司民爆产品销售业务毛利率对比	10
图 16: 易普力与可比公司爆破服务业务毛利率对比	10
图 17: 易普力与可比公司期间费用率对比	11
图 18: 易普力与可比公司研发费用对比	11
图 19: 易普力与可比公司应收账款周转率对比	11
图 20: 易普力与可比公司现金及现金等价物净增加额对比	11
图 21: 易普力与可比公司资产负债率对比	11
图 22: 2023 年易普力与可比公司 ROE 对比	11
图 23: 民爆行业产业链	12
图 24: 2020 年中国民爆行业产品结构 (按产值计)	13
图 25: 2021 年中国民爆行业下游需求占比	13
图 26: 2017-2023 年中国民爆行业生产总值	13
图 27: 2017-2023 年中国民爆生产企业利润总额	13
图 28: 2017-2023 年中国工业炸药产量省份分布	14
图 29: 2020-2023 年中国民爆行业月度生产总值	14
图 30: 2020-2023 年中国民爆行业 CR10、CR5 集中度	15
图 31: 2023 年中国民爆行业各企业产值占比	15
图 32: 2018-2023 年中国工业炸药产量	15
图 33: 2023 年中国工业炸药产品品种构成图	15
图 34: 2015-2020 年中国工业炸药产能利用率	16
图 35: 2023 年中国工业炸药市场份额 (按产量计)	16
图 36: 易普力历年工业炸药产能变化	16
图 37: 2018-2023 年中国现场混装炸药产量	17

图 38: 2018-2023 年中国现场混装炸药产量占比	17
图 39: 现场混装乳化炸药产品配方	18
图 40: 民爆生产企业利润率与硝酸铵价格	18
图 41: 硝酸铵价格、价差走势	19
图 42: 硝酸铵行业开工率	19
图 43: 电子雷管与传统工业雷管结构示意图	20
图 44: 2015-2023 年中国电子雷管产量及替代率	21
图 45: 2022 年以来电子雷管月度产量及替代率	21
图 46: 2018-2023 年中国每吨工业炸药雷管消耗量	22
图 47: 易普力重组前后电子雷管产能(万发)	22
图 48: 2018-2023 年中国爆破服务行业收入	23
图 49: 2017-2021 年中国工业炸药销售流向占比变化	23
图 50: 易普力矿山爆破一体化服务服务范围	24
图 51: 2023 年易普力爆破服务业务成本构成	24
图 52: 2023 年中国爆破服务行业各公司市场份额	25
图 53: 2020-2023 年中国爆破服务行业市场集中度	25
图 54: 典型金属品种近年来价格走势	26
图 55: 典型非金属矿物品种近年价格走势	26
图 56: 2019-2023 年中国采矿业固定资产投资总额	26
图 57: 2019-2023 年中国煤炭开采行业固定投资额变化	26
图 58: 2019-2023 年中国有色金属开采行业固定投资额变化	27
图 59: 2019-2023 年中国黑色金属开采行业固定投资额变化	27
图 60: 2019-2023 年中国非金属矿开采行业固定投资额变化	27
图 61: 2019-2023 年中国基础设施建设固定投资额	27
图 62: 中国主要矿产资源露天开采比例	28
图 63: 中国露天煤矿年产量及占煤炭总产量比例	28
图 64: 中国不同发展阶段下典型露天煤矿分布情况	28
图 65: 新疆工业炸药产量增速与原煤产量增速	29
图 66: 2023 年易普力新签日常经营合同金额	30
图 67: 2023 年易普力新签 1 亿元以上的合同下游行业分布	30
图 68: 国家“十四五”规划专栏 6 现代能源体系建设工程	31
图 69: “十四五”大型清洁能源基地布局示意图	31
图 70: 主要民爆企业在西藏工业炸药产能	32
图 71: 易普力纳米比亚湖山铀矿项目	32
图 72: 2019-2023 年易普力海外业务收入及占比	32
图 73: 子公司新疆爆破营收及净利润	33
图 74: 子公司新疆爆破营收及净利润占比	33
图 75: 子公司新疆爆破净利润率与公司整体净利润率对比	33
图 76: 子公司新疆爆破总资产及资产负债率	33
图 77: 易普力 2023 年新签合同数量分布	34
图 78: 易普力 2023 年新签合同金额分布	34

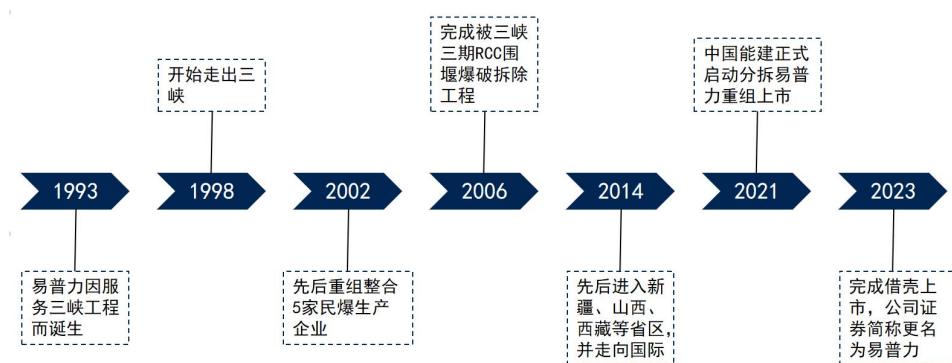
图 79: 新疆历年原煤产量及全国占比	34
图 80: 新疆与全国原煤产量增速对比	34
图 81: 新疆 煤炭资源分布	35
图 82: 易普力在新疆工业炸药产能分布	35
图 83: 国内煤炭主产区煤炭价格走势	36
图 84: 新疆历年“疆煤外运”量	36
图 85: 新疆国有重点煤矿煤炭铁路发运量	36
图 86: 2023 年 1-9 月新疆广汇能源煤炭销售区域分布	36
图 87: 新疆工业炸药产量及全国占比	37
图 88: 新疆工业炸药产量增速与全国整体对比	37
图 89: 新疆主要工业炸药生产企业产能	37
图 90: 易普力工业炸药产能地域分布（截至 2023 年年末）	37
图 91: 2023 年上半年主要民爆企业在新疆营业收入	38
表 1: “十四五”民爆行业发展主要预期指标	14
表 2: 现场混装炸药的五大优势	17
表 3: 2022 年生产企业集团工业炸药年产量排名及现场混装炸药占比	18
表 4: 电子雷管与传统工业雷管性能对比	20
表 5: 主要民爆行业上市公司电子雷管许可产能	22
表 6: 2023 年易普力新签或开始执行的单笔合同金额 1 亿元以上的合同	30
表 7: 易普力前五大客户销售情况	31
表 8: 新疆四大煤炭基地储量及开发定位	35
表 9: 易普力业务盈利预测表	39
表 10: 公司盈利预测假设条件	40
表 11: 资本成本假设	41
表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	41
表 13: 同类公司估值比较	43

公司概况

因服务三峡工程而诞生民爆一体化央企

公司发展历程：因服务三峡工程而诞生，现已发展为民爆一体化头部企业。易普力是英文爆破“explosive”的音译，另一层含义是“易于普及的科技生产力”。葛洲坝易普力于1993年因服务三峡工程而诞生，承担了三峡工程近70%的爆破工程量。1998年，易普力承接了连云港核电站爆破服务，开始走出三峡。2002-2008年，易普力先后重组整合5家民爆生产企业，并控股、参股了十几家民爆流通公司，并将公司本部由湖北宜昌搬迁至重庆，构筑了生产、经销、爆破服务一体化的民爆产业格局。2006年，公司圆满完成被誉为“天下第一爆”的三峡三期RCC围堰爆破拆除工程，并荣获爆破行业首个特等奖与国家科技进步奖。2006-2014年，公司先后进入新疆、山西、西藏等民爆需求旺盛省区，并进入非洲市场，正式走向国际。2021年，中国能建正式启动分拆葛洲坝易普力公司与南岭民爆重组上市并募集配套资金项目，2023年2月3日完成新股上市，股权交割完成。2023年7月6日，公司证券简称由“南岭民爆”变更为“易普力”。目前，易普力已成为国内市场覆盖面最广的民爆一体化央企，综合实力、发展潜力等均位于民爆行业前列。

图1：易普力发展历程

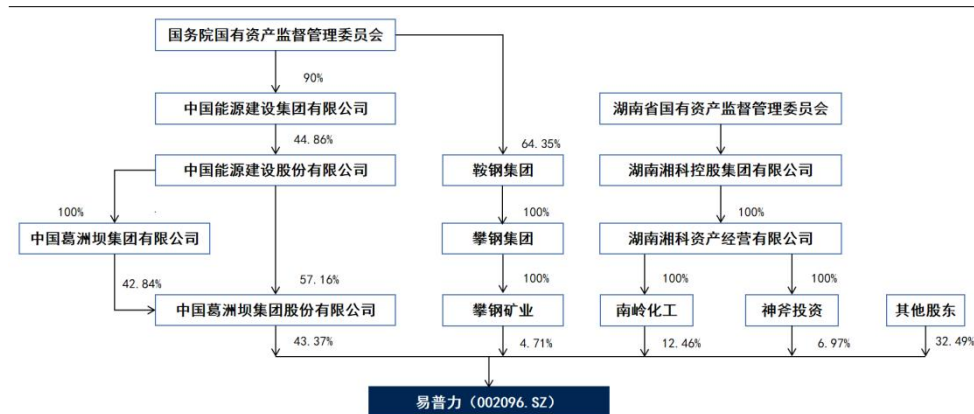


资料：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

公司于2023年完成重大资产重组+借壳上市+募集配套资金。易普力重大资产重组项目于2021年10月正式启动，由中国能建A+H股上市公司分拆易普力、重组南岭民爆实现上市和募集配套资金三部分组成。一是中国能建依据筛选符合条件的优质民爆资产，以重组借壳的方式进行分拆；二是南岭民爆采用向特定对象非公开发行股份的方式，购买葛洲坝集团、攀钢矿业及23名自然人合计持有的远超南岭民爆体量的95.54%易普力股权，实现“以股换股”，重组上市后南岭民爆由中国能建通过所属葛洲坝集团控股；三是重组后，易普力采用询价方式向不超过35名特定投资者非公开发行1.17亿股募集配套资金13.39亿元，用于持续支持新的上市公司高质量发展。本次发行新增股份于2023年2月3日在深圳证券交易所上市，自2023年7月6日起，公司证券简称由“南岭民爆”变更为“易普力”。

公司股东以央企、国企为主，实力强劲。公司的直接控股股东为中国葛洲坝集团股份有限公司，直接持有公司 43.37% 的股权，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会；此外，湖南省国资委控股的南岭化工、神斧投资合计持有公司 19.43 的股权，鞍钢集团旗下的攀钢矿业持有公司 4.71% 的股权，公司前四大股东均为央企、国企，合计持股比例达 67.51%。

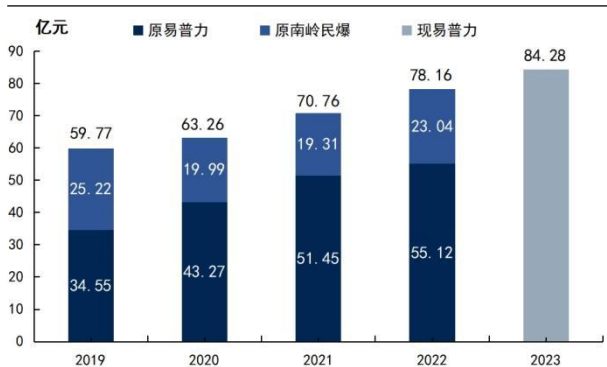
图2: 易普力股权结构图（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料：Wind, 国信证券经济研究所整理

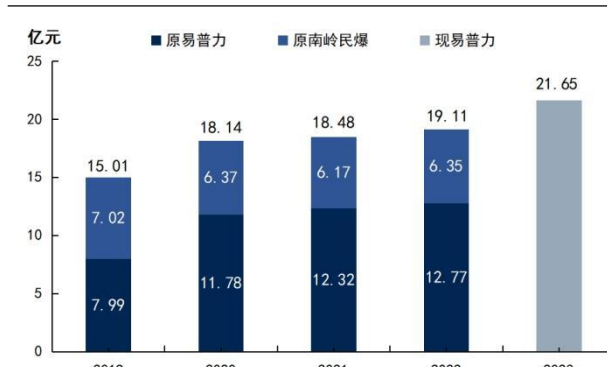
重组后公司营收和毛利水平实现大幅提升，爆破服务业务成为公司第一大业务。2023 年，重组后的易普力实现营业收入 84.28 亿元，实现归母净利润 6.34 亿元，重组后易普力的营收和毛利润都实现了大幅增长。从公司的营收和毛利构成看，2023 年，爆破服务业务是公司第一大业务，贡献了公司 64% 的营收和 48% 毛利，工业炸药贡献了公司 21% 的营收和 31% 毛利，工业雷管贡献了公司 10% 的营收和 13% 毛利。

图3: 易普力重组前后营业收入



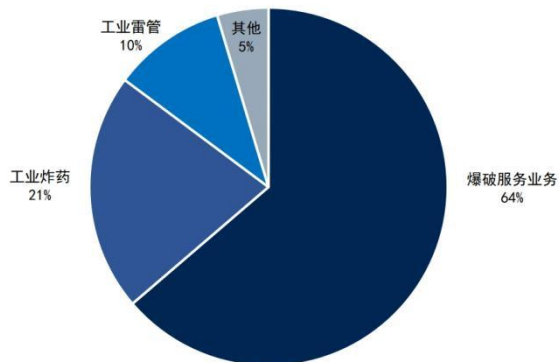
资料：公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 易普力重组前后毛利润



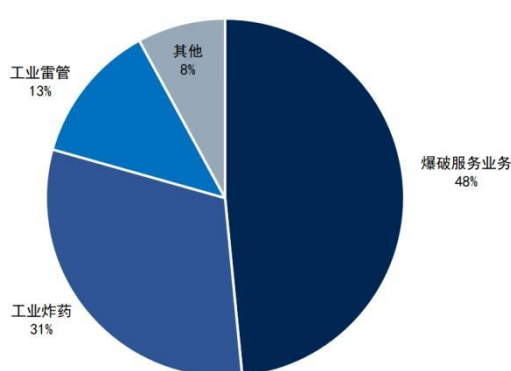
资料：公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 2023 年易普力营业收入构成



资料：公司公告，国信证券经济研究所整理

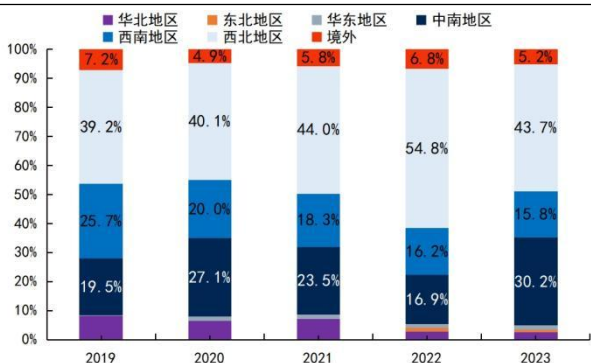
图6: 2023 年易普力毛利润构成



资料：公司公告，国信证券经济研究所整理

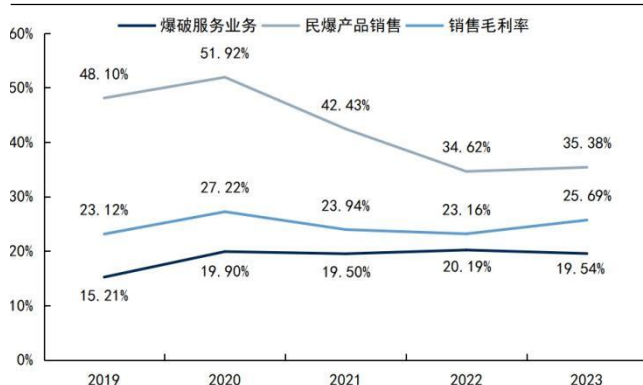
季度毛利率上行，期间费用率持续改善。公司的主要销售区域集中在西北地区、华中地区、西南地区，2023 年以来销售毛利率同比呈现上涨趋势，四季度销售毛利率已提升至 31.47%，较一季度提升 9.13 pct，主要原因一是在煤炭保供政策的推动下，优质煤炭产能继续释放，带动公司西北区域爆破业务大幅上涨，促进公司营业收入和利润总额攀升；二是调整产品和销售结构，加大市场开发力度，强化品牌建设，提升了民爆物品销售量；三是一企一策精准开展亏损企业治理工作，重组后的亏损面和亏损额得到有效控制。**从期间费用率看**，2023 年公司完成资产重组使得管理费用率有所提升，由 2022 年的 6.47% 提升至 9.79%；研发费用率由 3.52% 提升至 4.11%，主要围绕民爆物品制造领域及爆破一体化服务关键环节进行研发投入，积极响应“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划中提及的龙头骨干企业研发经费占营业收入比重达到 3.5% 号召；财务费用率和销售费用率近些年来维持在较低水平。

图7: 2019-2023 年易普力营收区域构成



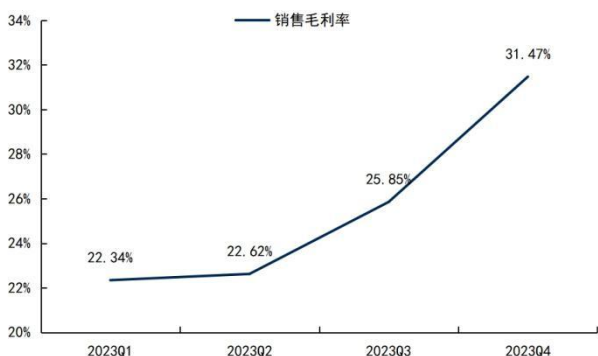
资料：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：2022 年及之前为易普力数据，不含南岭民爆

图8: 2019-2023 年易普力爆破服务和民爆产品销售业务毛利率



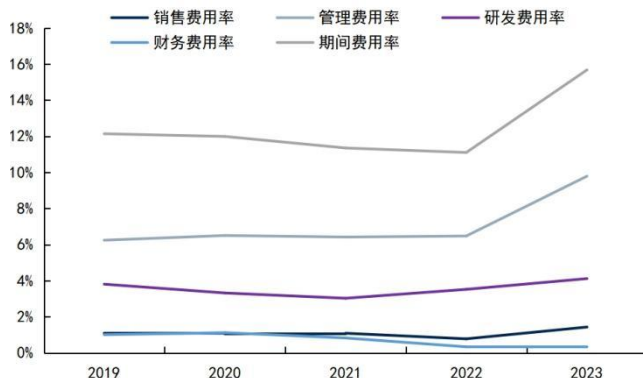
资料：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：2022 年及之前为易普力数据，不含南岭民爆

图9: 2023年Q1-Q4 易普力单季度销售毛利率



资料：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：2022年及之前为易普力数据，不含南岭民爆

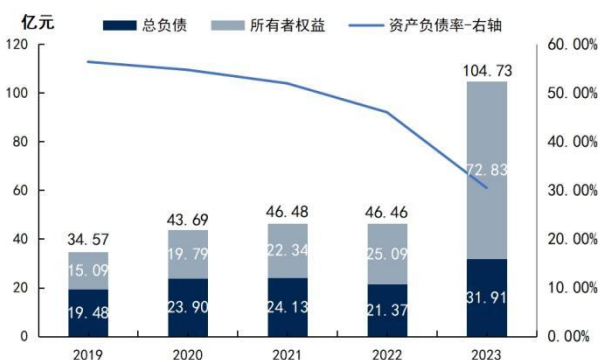
图10: 2019-2023年易普力期间费用率



资料：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：2022年及之前为易普力数据，不含南岭民爆

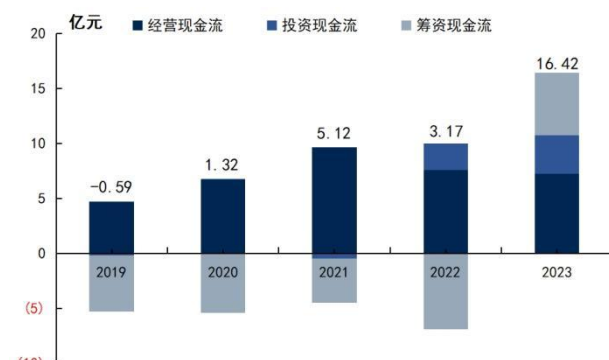
资产负债率下降，现金流量向好。2019年以来，易普力的总资产规模不断扩大，所有者权益持续增长，资产负债率不断降低，2023年公司完成资产重组后，所有者权益增加至72.83亿元，资产负债率下降至30.46%，资产负债结构持续优化。现金流量方面，随着公司业务规模的不断扩大，公司的现金流量也持续向好，2023年，公司现金及现金等价物净增加额达16.42亿元，账上货币资金增加至26.73亿元，现金储备充足，为公司扩展业务规模提供有力保障。

图11: 2019-2023年易普力资产负债情况



资料：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图12: 2019-2023年易普力现金流量



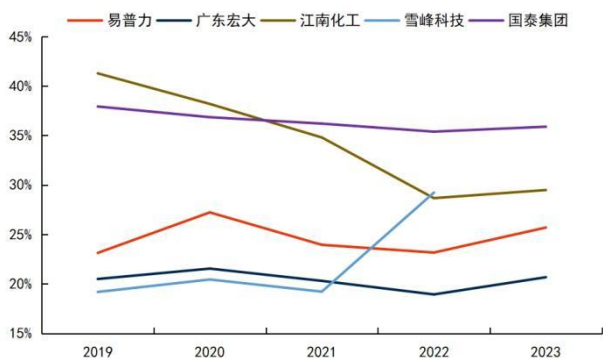
资料：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

同业比较：易普力综合财务数据表现位于行业前列

易普力盈利能力与可比公司差异较小。2023年易普力整体销售毛利率为25.69%，低于国泰集团与江南化工，这与易普力毛利率较低的爆破服务业务收入占比较高有关，公司营收构成与广东宏大较为接近，毛利率略高于广东宏大。对于民爆产品销售以及爆破服务业务，易普力与广东宏大、雪峰科技、江南化工的毛利率差异较小。国泰集团的爆破服务业务毛利率显著高于易普力，主要系国泰集团的爆

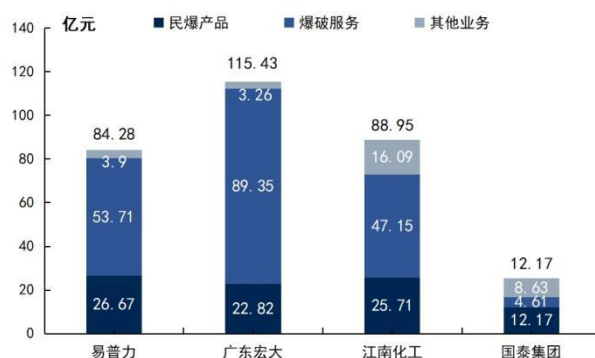
破业务规模较小，爆破工程项目较为分散，不同项目的定价存在差异，与易普力矿服为主的爆破服务业务不具有可比性。总的来说，对于民爆产品销售以及爆破服务两大细分业务，易普力与可比公司并不存在显著差异。

图13: 易普力与可比公司毛利率对比



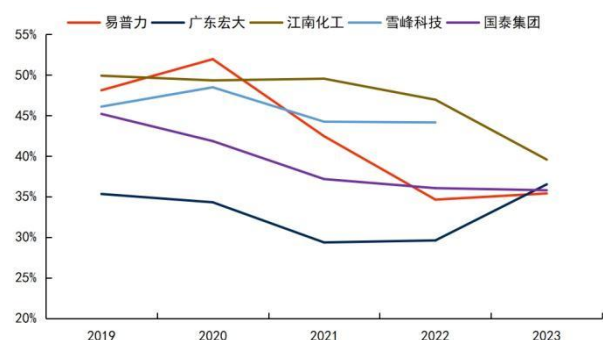
资料：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 2023年易普力与可比公司营收规模及构成对比



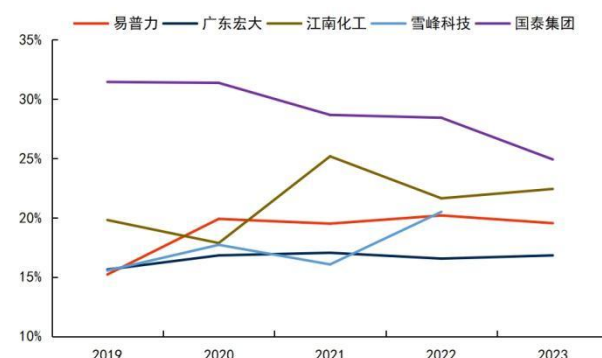
资料：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 易普力与可比公司民爆产品销售业务毛利率对比



资料：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图16: 易普力与可比公司爆破服务业务毛利率对比

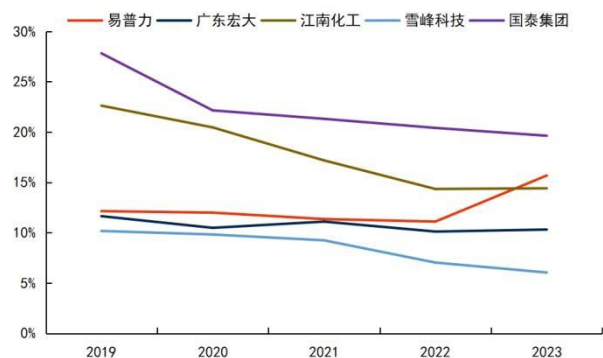


资料：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

完成资产重组后易普力期间费用率有所提升，研发费用处于行业前列。2019-2022年，易普力的期间费用率与业务范围相似的广东宏大较为接近，且较为稳定，2023年易普力完成资产重组整合南岭民爆，管理费用率有所提升，央企业管理团队管理能力较强，易普力管理费用率有降低的预期。研发费用方面，2023年易普力研发费用为3.47亿元，与广东宏大较为接近，高于其他民爆可比公司，广东宏大的部分研发费用用于军工业务，而易普力基本全部用于民爆一体化相关业务。

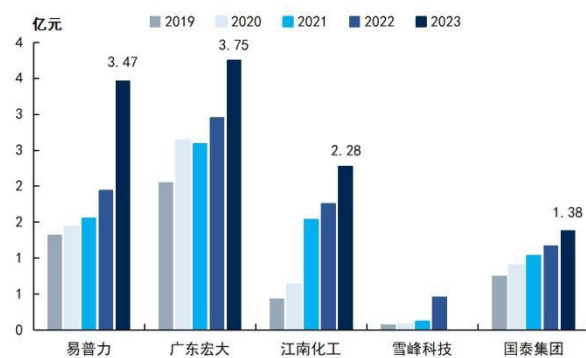
易普力净现金流健康、ROE行业领先，资产负债率较低。2023年易普力现金及现金等价物净增加额达16.42亿元，ROE为14.27%，均高于可比民爆公司，现金流持续向好，净资产收益率行业领先。2023年易普力资产负债率30.46%，低于可比民爆公司，营收账款周转率为9.03，高于可比公司的平均水平。总的来说，易普力资产结构健康，资金充足，营运能力良好，综合财务数据处于行业领先水平。

图17: 易普力与可比公司期间费用率对比



资料 : 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 易普力与可比公司研发费用对比



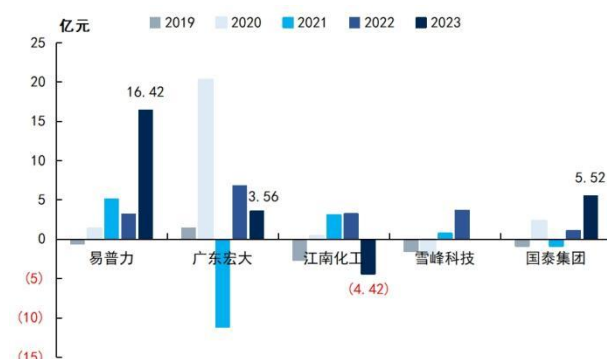
资料 : 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 易普力与可比公司应收账款周转率对比



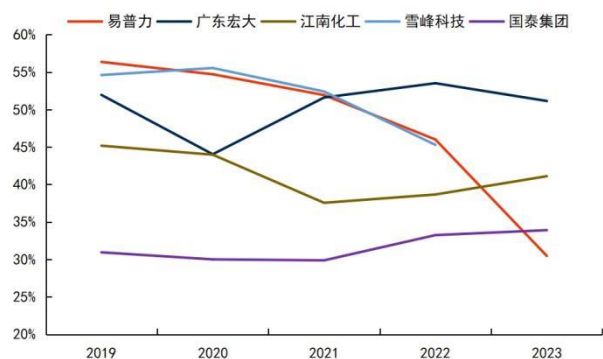
资料 : 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 易普力与可比公司现金及现金等价物净增加额对比



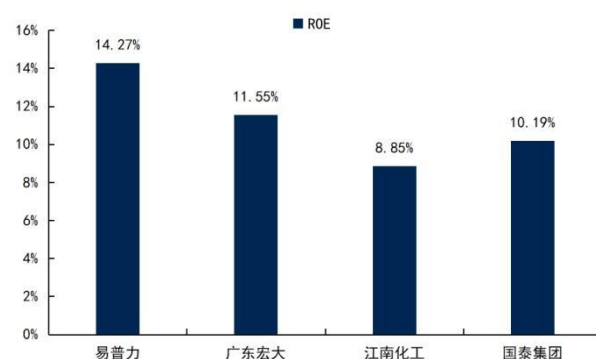
资料 : 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 易普力与可比公司资产负债率对比



资料 : 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 2023年易普力与可比公司ROE对比



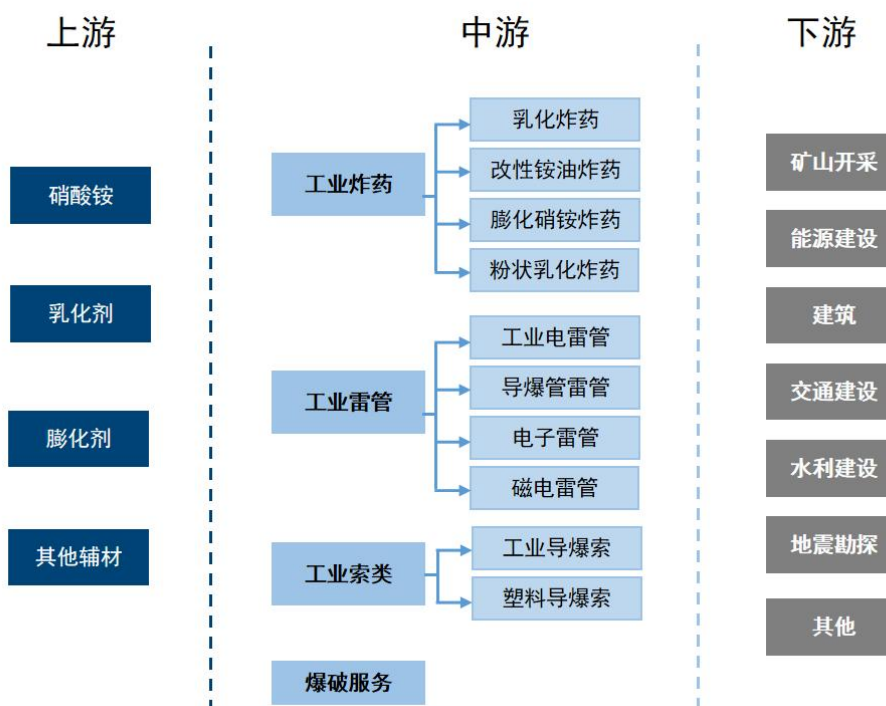
资料 : 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

供需格局持续改善，民爆行业景气度上行

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，民爆产业上游为硝酸铵、乳化剂和膨化剂等化工品；下游为采矿业、基础工业、基础设施建设等领域，民爆行业被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”。

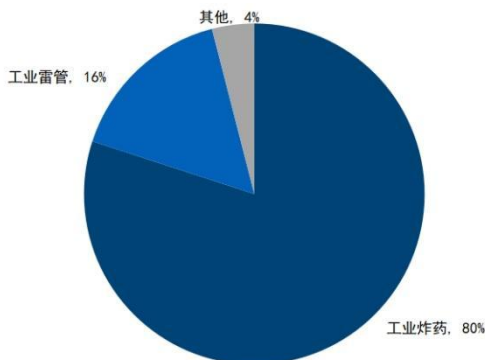
图23: 民爆行业产业链



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

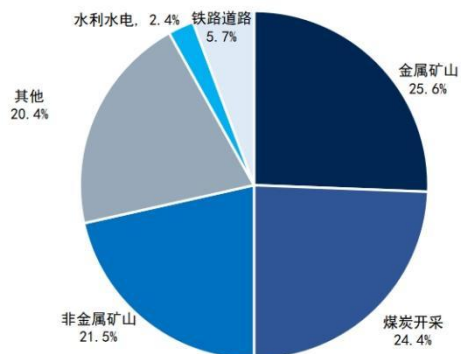
工业炸药占据中国民爆市场主要份额，矿业开采是民爆行业主要需求领域。工业炸药在民爆产品结构中占据主导地位，以产值计算，2020年工业炸药在产品结构占比80%，工业雷管次之占比16%，其他产品只约占据市场4%份额。我国民爆主要服务于矿山开采，2021年，金属矿山、非金属矿山及煤炭开采分别占民爆需求的25.9%、24.7%及22.00%，合计占比72.6%。

图24: 2020年中国民爆行业产品结构（按产值计）



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图25: 2021年中国民爆行业下游需求占比



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

民爆行业生产总值及利润总额稳步提升

民爆行业生产总值及利润稳步提升。据中国爆破器材行业协会数据，2017-2021年，民爆行业生产总值保持增长，但增速趋势放缓。2022年行业生产总值增速恢复至14.28%的较高水平，2023年民爆行业生产总值达436.58亿元，同比增长10.93%，延续了较高的增速。2017-2023年，我国民爆生产企业利润总额稳中有升，2023年我国民爆生产企业利润总额达到85.27亿元，同比增长44.99%。2024年1-2月份，民爆生产企业累计完成生产总值为50.11亿元，同比增长7.31%；累计实现利润总额4.73亿元，同比增长125.22%，民爆行业景气度持续回暖。

图26: 2017-2023年中国民爆行业生产总值



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图27: 2017-2023年中国民爆生产企业利润总额

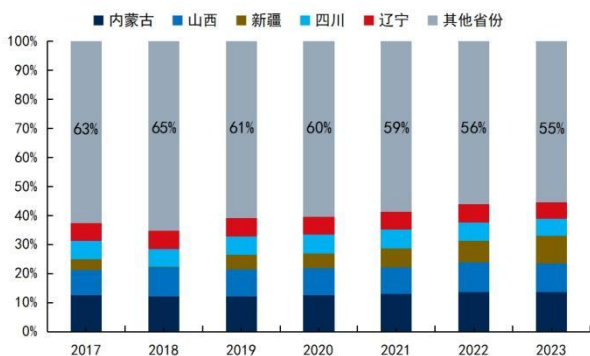


资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

民爆行业的区域性和季节性特征：1) 区域性：产能和需求向中西部转移。民爆器材具有易燃、易爆、高危等特点，运输风险较高，因此民爆器材的购销一般采用“就近就地”的原则，多年来形成了一定的区域性供需关系格局。与此同时，民爆器材需求也呈现出一定的区域性。东部沿海、长三角、珠三角等经济发达地区对民爆产品的需求量呈现下降趋势；中西部等经济欠发达，且资源丰富，基建需求旺盛的地区，对民爆器材的需求将明显增加。未来，我国民爆行业产能和需

求将持续由东部地区向中西部地区转移。2) 季节性：一季度为传统产销淡季。民爆行业没有明显的季节性。但春节期间出于安全管理的考虑，矿山、基建等下游终端客户会较长时间的停产停工，同时民爆主管部门也会要求加强春节期间的安全管理，因此民爆企业在一季度开工时间较短，产销量及工程量均较少。

图28: 2017-2023年中国工业炸药产量省份分布



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图29: 2020-2023年中国民爆行业月度生产总值



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

供给端：政策强约束下行业集中度不断提升

政策指引行业结构优化，利好行业头部企业。2021年12月《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》发布，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。规划指出，到2025年，民爆生产企业数量预期从76家减少到少于50家，排名前10的民爆企业行业生产总值预期占比大于60%。目标形成3-5家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业，民爆市场份额正快速向头部企业集中。

表1：“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
现有危险岗位操作人员机器人替代比例 (%)	-	≥40	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：《“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

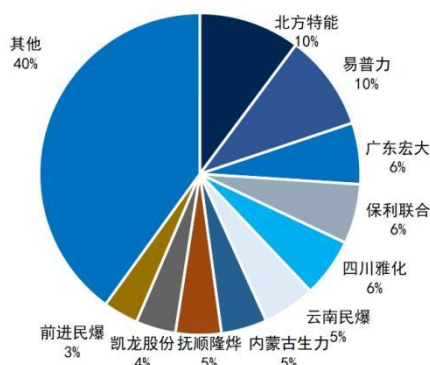
民爆企业集团重组整合稳步推进，行业集中度持续提升。据中国爆破器材行业协会数据，2023年民爆企业重组整合稳步推进，有20余家民爆企业进行了并购、重组或签署战略合作协议，持续有力的提升了产业集中度。2023年，排名前10的民爆企业行业生产总值占比已达60%，较2022年提升6.85 pcts，提前2年完成政策指引目标。展望未来，我们认为行业整合将持续进行下去，一方面当前多数民爆行业上市公司有较丰厚的现金储备，为收购中小民爆企业提供了充足现金保障；另一方面，近两年民爆行业景气度不断提升，中小民爆企业的估值溢价相比前些年有较大提升，中小民爆企业出售企业的意愿有所提升。易普力作为国内工业炸药产量第一、产值第二的民爆行业骨干企业，将有望在行业持续整合的背景下进一步巩固自身的头部地位。

图30: 2020-2023年中国民爆行业CR10、CR5集中度



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图31: 2023年中国民爆行业各企业产值占比



资料：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：易普力工业炸药及现场混装炸药产量均排名国内第一

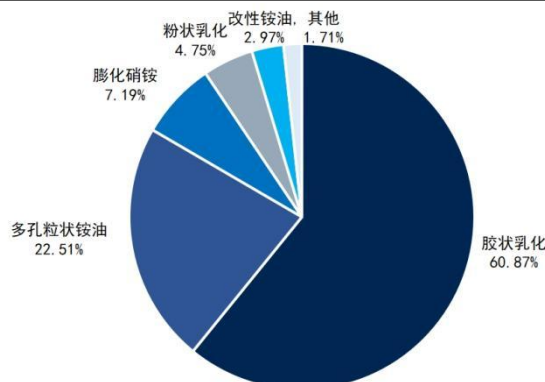
我国工业炸药产量平稳增长，安全性更高的炸药已成主流产品。据中国爆破器材行业协会统计，近些年我国工业炸药产量保持平稳增长，我国工业炸药产量由2018年的427.7万吨增长至2023年的457.6万吨，年均复合增长率约为1.36%。从工业炸药产品结构看，2023年，胶状乳化炸药、多孔粒状铵油炸药和膨化硝铵炸药是应用最为广泛的工业炸药品种，这三种性能更为安全可靠的炸药产量合计占我国工业炸药产量的90.57%。

图32: 2018-2023年中国工业炸药产量



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图33: 2023年中国工业炸药产品品种构成图



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

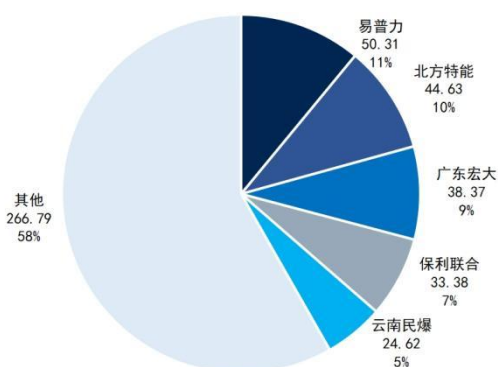
工业炸药行业产能过剩问题已得到大幅缓解。据中国爆破器材行业协会数据,2015年我国工业炸药安全生产许可产能为538万吨/年,产能利用率为68%,2020年产能约为540万吨/年,产能平均利用率约为83%,而2020年至今我国的工业炸药总产能并未发生较大变化,因此,近十年来我国的工业炸药总许可产能一直维持在540万吨/年左右。工业炸药行业在供给侧结构性改革的大背景下严控行业总产能,通过需求增长化解过剩产能,表现为产能利用率逐年提升,目前行业头部企业的产能利用率可达90%以上,行业产能过剩问题已得到大幅缓解。此外,虽然近十年来工业炸药行业总产能变化不大,但结构变化明显,表现为安全性更好的工业炸药占比、现场混装炸药占比、头部企业的市场占有率均不断增加。2023年,易普力工业炸药产量达50.31万吨(含托管企业产量),排名国内第一,行业头部地位稳固。

图34: 2015-2020年中国工业炸药产能利用率



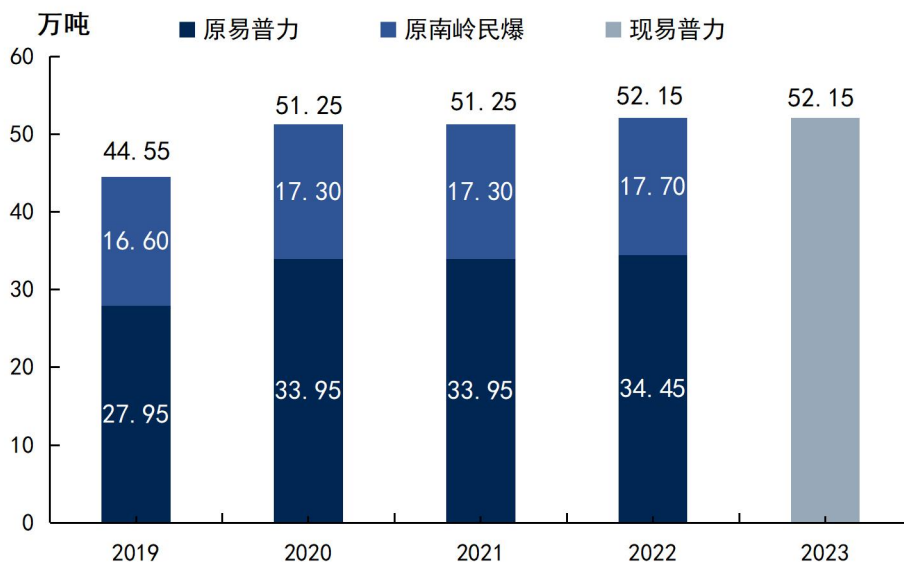
资料：中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

图35: 2023年中国工业炸药市场份额(按产量计)



资料：中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

图36: 易普力历年工业炸药产能变化



资料：公司公告, 国信证券经济研究所整理

现场混装炸药是工业炸药技术的主要发展方向。工业炸药按其生产方式可划分为固定生产线生产和现场混装两种方式，其中，现场混装方式具有机械化、高效率作业，同时也省去了工业炸药的众多储存、流通环节，大大提高了工业炸药使用的安全性，也降低了流通成本，成为当今工业炸药技术的一个主要发展方向。

政策鼓励民爆企业提高现场混装炸药产量占比，爆破服务领先的民爆企业具有优势。据 2018 年发布的《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》，民爆企业现场混装炸药产能占比应当达到 30%，不足 30%的将核减差额部分 50%的包装炸药许可产能。《民爆行业“十四五”规划》进一步指出，到 2025 年民爆企业现场混装炸药许可产能占比应 $\geq 35\%$ 。我们认为，现场混装炸药多用于民爆企业的爆破服务业务，头部民爆企业爆破服务业务规模不断扩大，现场混装炸药产量占比普遍较高；而中小民爆企业爆破服务业务规模普遍偏小，业务开展更多依赖将包装炸药卖给民爆销售企业，现场混装炸药销售应用场景受限。因此，政策指引提升民爆企业现场混装炸药产量占比将中小落后工业炸药产能出清或寻求被收购机会，利好爆破服务业务规模较大的民爆企业市场份额提升。

表 2: 现场混装炸药的五大优势

优势	具体解释
更安全	混装炸药在装入炮孔之前属于非爆炸性的半成品，在装入炮孔并经敏化之后才成为真正意义上的炸药，半成品在生产、运输、储存环节的安全等级高，而且混装炸药的中间体乳胶基质属于氧化剂，无雷管感度，不会存在炸药流失的安全隐患，更有利于地区反恐。
更高效	露天爆破采取机械化装药的方式，装药效率可达 250kg/min，所需作业人员少，在大直径中深孔爆破和水孔复杂条件下爆破，装药效率可达人工装药方式的 30 倍；地下等狭小空间的爆破，可采取双管机械化装药的方式，装药人员可减少 30%，装药时间可减少 50%。
更经济	现场混装炸药采取全耦合装药方式，线装药密度大，钻爆参数可扩大 20%-40%，可节约钻爆成本；通过提供装药到炮孔的“一站式”服务，可减少炸药流转的中间环节，可通过“甲供材”直供的方式来控制建设成本。
更优质	混装炸药装药连续性好，不存在“断药”、“断爆”等施工质量问题；同时，混装炸药耦合装药方式，能量利用率高，有利于改善破岩效果，提高循环进尺效率。
更环保	混装乳化炸药的配方采取零氧平衡设计，其“油包水”结构使水油两相可达到准分子结合的程度，爆破产生的有毒气体少，而且爆破现场不存在包装废弃物。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

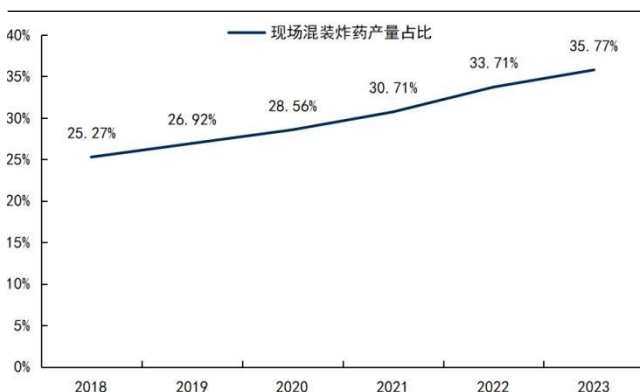
现场混装炸药产量占比持续提升，产品结构不断优化。我国现场混装炸药产量由 2018 年的 108.1 万吨增长至 2023 年的 163.7 万吨，年均复合增长率为 8.65%；2023 年现场混装炸药产量占工业炸药总产量比例达 35.77%，较 2018 年提升了约 10.5 个百分点，提前 2 年完成政策指引目标，工业炸药的产品结构不断优化。

图 37: 2018-2023 年中国现场混装炸药产量



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 38: 2018-2023 年中国现场混装炸药产量占比



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

易普力现场混装炸药产量排名国内第一，深度赋能爆破服务业务。我国民爆企业的现场混装炸药产能主要服务于自身承接的矿山爆破服务项目所需，混装炸药技术也已成为矿山爆破工程服务核心能力的体现。据中国爆破器材行业协会数据，2022年易普力现场混装炸药产量达18.24万吨，排名国内第一。目前易普力管理的工业炸药产能52.15万吨/年，其中工业包装炸药许可产能24.1万吨/年，混装炸药许可产能28.05万吨/年，混装炸药产能占比53.79%。依托于自身现场混装炸药产能，易普力在矿山总承包业务中打造出自身核心竞争力与业务壁垒，新签爆破服务服务订单量增速远高于行业平均水平。

表3：2022年生产企业集团工业炸药年产量排名及现场混装炸药占比

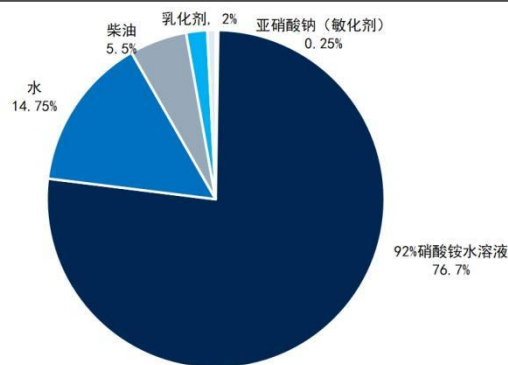
		工业炸药年产量/万吨	现场混装炸药年产量/万吨	现场混装炸药占比
1	北方特能	40.74	11.03	27.07%
2	易普力	35.35	18.24	51.60%
3	保利联合	29.13	4.59	15.76%
4	广东宏大	28.35	13.24	46.70%
5	云南民爆	23.80		
6	雅化集团	20.45	6.37	31.15%
7	内蒙古生力民爆	16.90	13.61	80.53%
8	抚顺隆烨化工	16.11	2.06	
9	凯龙股份	15.55	1.91	12.28%
10	国泰集团	15.08	4.16	27.59%
11	南岭民爆	14.09		

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

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。从南岭民爆季度毛利率看，2021年10月硝酸铵价格暴涨，使得南岭民爆2021Q4及2022Q1两个季度的销售毛利率均出现明显下滑。

图39：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40：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

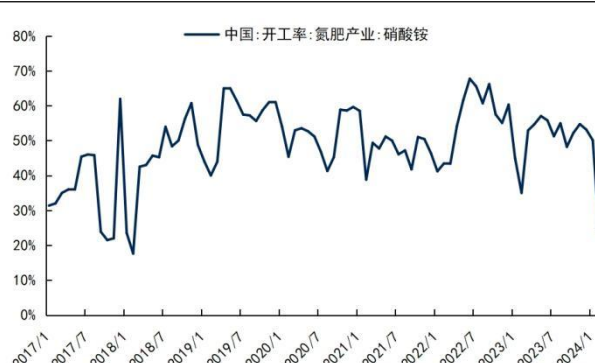
硝酸铵供需正重新恢复平衡，公司原材料成本压力有望继续缓解。硝酸铵是由硝酸和合成氨制得，其中合成氨的主要原料有煤、天然气等，除用于生产炸药外，硝酸铵同时也是一种氮肥，我国70%的硝酸铵用于生产炸药，25%的硝酸铵用作化肥，因此硝酸铵价格会受到炸药、化肥供需两端的影响。2021年第四季度煤炭价格大幅上涨，推动硝酸铵的价格从约2200元/吨快速上涨至最高3300元/吨，叠加一季度季节性淡季，民爆生产企业整体利润率从2021年12月的17.66%跌至2022年2月的-2.37%。2022年，受俄乌冲突影响，俄罗斯作为全球最大的化肥出口国，受到制裁后化肥出口受阻，全球化肥供需失衡使得硝酸铵价格一直在高位运行，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，随着全球主要经济体通胀增速回落、国内能源结构趋于平稳、农产品价格回调降低硝酸铵化肥需求，硝酸铵供需正重新恢复平衡，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1-2月份，工业硝酸铵价格继续保持下降趋势，粉状硝酸铵价格为2820元/吨，同比下降8.5%。**展望未来**，考虑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，行业开工率在50%左右，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41: 硝酸铵价格、价差走势



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

图42: 硝酸铵行业开工率



资料：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

电子雷管：重组后补齐电子雷管产能短板，受益于电子雷管的全面推广

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。

图43: 电子雷管与传统工业雷管结构示意图



资料：张良杰等，《数码电子雷管与传统工业雷管对比分析》[J]. 煤矿爆破, 2023, 41 (03) :35-38. , 国信证券经济研究所整理

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：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。工业和信息化部于2018年11月发布《关于推进民爆行业高质量发展的意见》，提出将普通工业雷管按相应比例减量置换为数码电子雷管；并于2021年11月、12月先后发布《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》、《民爆行业“工业互联网+安全生产”实施指南》，提出结合各地实际，遵循“分步推进，逐步开展”原则，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实现预期效果。

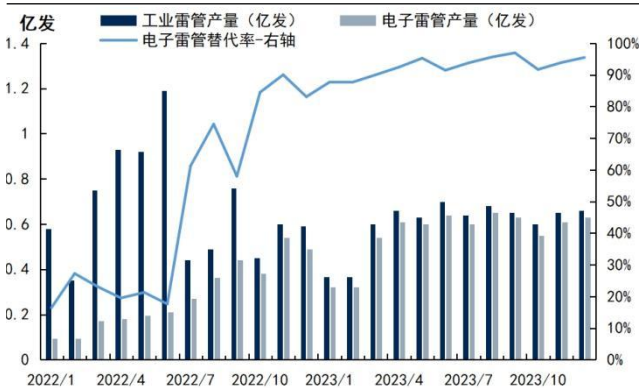
据壶化股份招股书披露，2017年其普通工业雷管平均售价1.49元/发，当年我国工业雷管产量11.99亿发；而到2023年，我国工业雷管产量7.2亿发，国泰集团2023年前三季度电子雷管平均售价14.41元/发；结合当年的电子雷管渗透率数据，我们大致测算出2017年中国普通工业雷管年产值约17.75亿元，而2023年中国电子雷管年产值约96.55亿元，是前者的5.44倍，由此可见电子雷管的全面推广使得雷管行业产值和利润水平大幅提升。

图44: 2015-2023年中国电子雷管产量及替代率



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图45: 2022年以来电子雷管月度产量及替代率



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

爆破技术水平不断提高，雷管产量逐年下降。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明显下降，导致了工业雷管的需求量逐年下降，2018-2023年，每吨工业炸药消耗工业雷管的数量由2018年的293发/吨下降到2023年的157发/吨。另一方面，电子雷管的全面推广使得爆破成本提升，也促使爆破服务企业改变爆破方式和提高爆破水平，提高雷管使用效率。

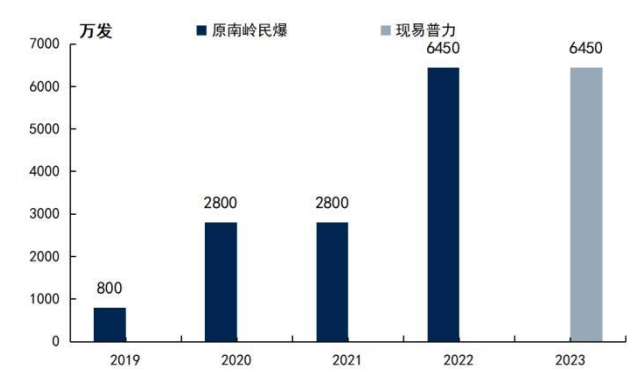
行业落后产能加速出清，普通雷管产能过剩问题得到有效缓解。工业和信息化部2018年发布的《关于推进民爆行业高质量发展的意见》指出，鼓励雷管生产企业重组整合，实施撤点并线，化解普通雷管产能过剩。将普通雷管转型升级为数码电子雷管的，按10:1比例将普通雷管产能置换为数码电子雷管产能；对于拆除基础雷管生产线的，拆除部分产能置换比例调整为5:1；对拆除整条雷管生产线的，拆除部分产能置换比例调整为3:1；对于撤销生产厂点的，撤销部分产能置换比例调整为2:1。随着我国工业雷管全面转产电子雷管工作的顺利推进，国内工业雷管产能大幅降低，同时电子雷管的行业集中度也不断提高，普通雷管产能过剩问题得到有效缓解。

图46: 2018-2023 年中国每吨工业炸药雷管消耗量



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图47: 易普力重组前后电子雷管产能（万发）



资料：公司公告，国信证券经济研究所整理

雷管产能向头部企业集中，易普产能将排名国内第二。2023年，我国工业雷管生产企业仅有22家，总产量为7.24亿发，CR5、CR10分别为44.34%、74.03%，行业产能进一步向头部企业集中。在重组前，葛洲坝易普力将原有工业雷管产能剥离，目前易普力的电子雷管产能全部来自南岭民爆，现有产能6450万发/年，另有3400万发/年的在建产能，通过重组补齐了雷管产能短板。2023年，易普力工业雷管产量约5300万发（协会数据），排名行业第5，市占率7.32%。目前行业内仅保利联合、易普力等少数企业有电子雷管在建产能，若顺利投产，未来易普力的电子雷管产能将排名国内第二，在通过并购重组补齐电子雷管产能短板后又通过扩产进一步巩固自身的头部地位。

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	2510	-	2500
雪峰科技	1890	740	1500

资料：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

电子雷管仍将保持可观的毛利率。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，是电子雷管最大的成本。目前国内电子雷管的芯片供应市场已经成熟，价格已趋于稳定，易普力通过集中采购方式获取大客户优惠，价格成本可控，同时与行业内芯片头部企业合作，产品质量稳定，保障雷管技术性能满足客户需求。2023年，易普力工业雷管的毛利率为32%，考虑到电子雷管的生产成本趋于稳定，我们认为电子雷管仍将保持可观的毛利率，公司正充分享受电子雷管全面推广带来的行业红利。

矿山爆破服务驱动公司由生产型企业向服务型企业转型升级

民爆制品与爆破服务一体化是行业发展趋势

政策鼓励民爆企业由生产型向生产服务型转变。民爆行业的产业链根据上下游关系可以分为民爆器材生产企业、民爆器材流通企业、爆破服务企业，民爆一体化指民爆器材产品的生产、配送、爆破作业一体化的经营模式。《民爆行业“十四五”规划》提出，鼓励民爆企业开展爆破服务业务，积极推动科研、生产、爆破服务一体化，鼓励发展模式创新，促进民爆企业由生产型企业向服务型企业转型升级。

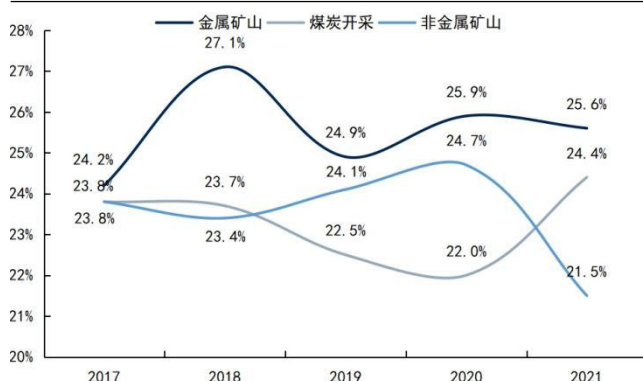
爆破服务行业规模快速增长，民爆企业是爆破工程行业市场的主流。据中国爆破器材行业协会数据，2018至2023年，我国爆破服务行业收入从199.1亿元增长至349.51亿元，CAGR达11.91%；2024年1-2月份，我国爆破服务行业收入34.28亿元，同比增长14.37%，行业景气度继续维持在较高水平。仅就民爆行业开展爆破服务的生产型企业而言，“十三五”时期累计收入达801.73亿元，占行业收入比例90.35%，民爆行业生产企业凭借一体化服务优势占据了我国矿山爆破工程行业市场的主流。

图48：2018-2023年中国爆破服务行业收入



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图49：2017-2021年中国工业炸药销售流向占比变化



资料：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

矿山爆破一体化服务是民爆一体化最重要分支。从我国工业炸药的下游流向看，爆破服务70%以上的业务来自于以煤炭、金属、非金属开采为代表的矿山服务行业，因而矿山爆破工程行业是民爆一体化最重要分支。矿山爆破一体化服务是指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的总称，矿山爆破一体化服务处于矿山资源开采产业链的中上游。

矿山开发的专业化分工为民爆企业带来发展机遇。矿山工程建设和采矿运营管理外包服务已是国际通行的运营模式，中国有色、金川集团、江西铜业、包钢集团、紫金矿业、中国黄金等大型资源类企业正逐步将矿山建设、采矿业务实施专业外包，将自身精力专注于资源管理和资本运作，为矿山爆破工程行业提供了新的市场空间，民爆一体化企业迎来新的发展机遇。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/968050110073006055>