

广东宏大 (002683.SZ)
化学制品

证券研究报告/公司深度报告

2025年03月26日

评级: **买入 (首次)**

分析师: 孙颖
执业证书编号: S0740519070002
Email: sunying@zts.com.cn
分析师: 曹惠
执业证书编号: S0740525030003
Email: caohui@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

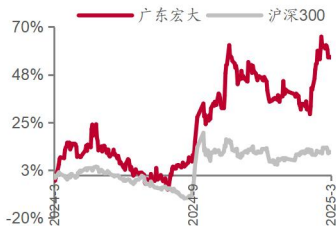
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,169	11,543	13,494	21,385	25,348
增长率 yoy%	19%	14%	17%	58%	19%
归母净利润(百万元)	561	716	885	1,203	1,461
增长率 yoy%	17%	28%	24%	36%	21%
每股收益(元)	0.75	0.94	1.16	1.58	1.92
每股现金流量	1.17	1.86	2.51	2.62	3.48
净资产收益率	8%	9%	10%	11%	11%
P/E	40.0	31.3	25.3	18.6	15.3
P/B	3.8	3.5	3.1	2.7	2.3

备注: 股价截止自2025年03月25日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本状况

总股本(百万股)	760.00
流通股本(百万股)	660.39
市价(元)	29.48
市值(百万元)	22,404.87
流通市值(百万元)	19,468.16

股价与行业-市场走势对比



相关报告

报告摘要

- 内生与外延并举，铸就民爆矿服一体化龙头。**公司已形成矿服、民爆和防务装备三大业务板块，其中，**(1) 在矿服领域**，公司自成立以来便从事以爆破技术为核心的露天矿山采剥服务，积累深厚，2016年又通过完成连邵建工及新华都工程100%股权收购，补齐地下开采施工能力，并进一步强化自身矿服实力，目前已成长为我国整体爆破方案设计能力最强、爆破技术最先进、服务内容最齐全的矿山民爆一体化服务商之一；**(2) 在民爆领域**，公司紧跟行业供给侧改革趋势，积极对外收购整合，截止2025年3月，公司控制的工业炸药许可产能提升至69.75万吨，位居全国第二，产能主要分布在广东、内蒙、甘肃、辽宁、黑龙江、西藏、新疆等地区；**(3) 防务装备业务**是公司重要战略发展板块，目前已布局国内及国际军贸两大市场，产品包含传统弹药、智能武器装备以及黑索今等。受益于产能持续扩张叠加布局优化，公司业绩实现长周期稳定增长，2015-2023年公司营收从30.05亿元增长到115.43亿元，CAGR为18.32%，归母净利润从1.01亿元增长到7.16亿元，CAGR为27.74%。
- 民爆景气重心西移，关注新疆、西藏需求高增区域。**政策推动行业集中度加速提升，民爆行业CR10由2023的59.98%提升至2024年的62.47%，提前完成十四五规划CR10≥60%的目标。随着行业整合持续推进，民爆行业总体运行稳中向好，2019-2024年，我国民爆企业生产总值CAGR为4.63%，生产企业利润总额CAGR为15.25%。分区域来看，民爆区域景气重心逐步向基建需求旺盛和矿产资源丰富的西部地区转移，2024年西北民爆生产总值、销售总值占比较2019年分别增加6.95pct、6.74pct，占全国比重连续五年增长。在此背景下，我们建议关注两大需求高增区域，**(1) 新疆是当前民爆景气最盛地区**，2019-2024年新疆民爆生产总值CAGR为22.37%，新疆民爆景气上行的核心驱动是疆煤资源优势兑现、保供地位提升，考虑到①资源禀赋方面，新疆煤炭资源开采潜力大，且露天煤矿占比高，具备开采成本优势；②煤炭消纳方面，对外，煤炭供应重心西移，疆煤外运增量可观，对内，煤电、煤化工等耗煤主业蓬勃向上，疆煤就地转化需求旺盛，预计新疆煤炭产能将继续保持较快速度释放，牵引民爆矿服需求迅速增长，看好新疆民爆市场延续高景气。**(2) 西藏是民爆高潜力市场**，铜矿开采力度加大带动市场景气度提升，2019-2024年西藏民爆生产总值CAGR为22.13%，展望未来，①巨龙二期、玉龙三期及朱诺铜矿建成投产后预计共新增铜产量32万吨/年；②川藏铁路等重大基础设施建设提速；③雅鲁藏布江水电工程核准通过，参考三峡工程、乌东德工程、白鹤滩工程，粗估炸药用量约16万吨（考虑到墨脱地形及地质条件更为复杂，实际炸药用量或更多），铜矿+基建+西南水电三重驱动，未来西藏民爆需求空间广阔。
- 聚焦高需求、高潜力市场，一体化龙头展宏图。****(1) 在新疆**，公司先发优势显著，且目前公司在疆控制产能达17.85万吨（含雪峰科技产能11.75万吨），占全疆产能的比重为37%，规模优势突出。近年来公司新疆地区收入快速增长，带动西北地区成为公司重要收入来源，2019-2023年西北地区收入CAGR为53.54%。此外，2025年2月底公司收购雪峰落地，雪峰科技是新疆本土民爆头部企业及唯一硝酸铵生产企业，收购雪峰有利于公司巩固和扩大在疆民爆领先地位，同时依托雪峰硝酸铵产能为爆破服务提供保障。**(2) 在西藏地区**，公司炸药产能为1.5万吨，占全区产能比重为18%，具备较大规模优势，目前公司在西藏有承接玉龙铜矿、巨龙铜矿、宝翔铅锌矿等项目，后续随着相关大型铜矿项目落地，依托出色矿服能力和产能优势，公司有望再接大额订单。**(3) 在海外**，公司积极跟随国内矿山巨头出海“一带一路”国家，

目前海外矿服业务主要集中在塞尔维亚、哥伦比亚、圭亚那等，受益于存量项目贡献及储备项目陆续投产，公司海外收入迅速增长，2020-2023 年公司海外收入 CAGR 为 89.37%。

- **转型防务装备，军工发力可期。**公司防务装备板块目前主要以国际军贸及黑索今为两大发展主线，其中，（1）国际军贸业务主要以 HD-1 及 JK 系列两大外贸型导弹产品为抓手，HD-1 具备速度快、弹头大、体积小和重量轻的优势，JK 产品在重量、射程及智能方面具备优势，公司积极携代表性防务产品参展，未来军工订单可期。（2）黑索今是军民两用基础含能材料，具备稀缺性，公司通过收购江苏红光切入含能材料赛道，2022 年江苏红光实现收入 1.23 亿元、净利润 0.51 亿元，公司目前正积极提升黑索今产能释放，有望为防务板块带来较大业绩弹性。
- **盈利预测及投资建议：**我们预测公司 2024-2026 年实现归母净利润 8.85、12.03、14.61 亿元，截至 2025 年 3 月 25 日，公司股价对应 PE 分别为 25.32、18.62、15.34 倍。公司是民爆矿服一体化龙头企业，市场地位领先，且在新疆西藏等高景气市场也有优势布局，有望受益于相关区域需求释放，同时防务装备板块国际军贸及黑索今业务弹性可期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济风险、区域景气度不及预期、竞争加剧、安全生产风险、防务装备板块转型升级风险、测算偏差风险、报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

1、民爆矿服一体化龙头，经营态势持续向好	5
1.1 民爆矿服领军企业，机制灵活重视激励.....	5
1.2 业绩长周期稳健快速增长，盈利能力不断提升.....	6
2、民爆景气重心西移，关注新疆、西藏需求高增区域	8
2.1 政策端：行业集中度加速提升，头部企业有望受益.....	8
2.2 民爆行业：整体稳中有进，区域景气度向西部转移.....	9
2.3 新疆：当前民爆景气最盛，疆煤崛起支撑高景气延续.....	11
2.4 西藏：未来民爆潜力市场，铜矿+基建+水电三重动能打开需求空间.....	16
3、聚焦高需求、高潜力市场，一体化龙头展宏图	19
3.1 内生与外延并举，铸就民爆矿服双项龙头.....	19
3.2 率先布局高需求区域，享受景气释放红利.....	22
3.2.1 深耕新疆，掘金景气市场.....	22
3.2.2 布局西藏，把握发展机遇.....	24
3.2.3 胸怀海外，拓展成长空间.....	25
4、转型防务装备，军工发力可期	26
4.1 军贸东风起，期待市场新机遇.....	26
4.2 布局含能材料，打造新增长极.....	28
5、盈利预测	29
5.1 预测关键假设.....	29
5.2 盈利预测及投资建议.....	31
6、风险提示	32

图表目录

图表 1：广东宏大发展历程.....	5
图表 2：广东宏大三大业务板块及下属公司.....	5
图表 3：广东宏大股权结构（截止 2024 年三季报）.....	6
图表 4：公司股权激励情况.....	6
图表 5：公司收入及增速情况.....	7
图表 6：公司归母净利润及增速情况.....	7
图表 7：公司细分业务收入及增速情况（亿元）.....	7
图表 8：公司细分业务毛利率.....	7
图表 9：公司细分业务收入占比.....	8
图表 10：公司细分业务毛利占比.....	8
图表 11：公司毛利率及净利率情况.....	8
图表 12：公司期间费用率情况.....	8
图表 13：“十四五”民爆行业发展主要预期指标.....	9
图表 14：2023 年民爆行业 CR10 情况.....	9
图表 15：2024 年民爆行业 CR10 情况.....	9
图表 16：2021 年我国工业炸药销售流向.....	10
图表 17：2017-2021 年我国工业炸药销售流向占比变化.....	10
图表 18：2019-2024 我国民爆生产企业生产总值.....	10
图表 19：2019-2024 我国民爆生产企业利润总额.....	10
图表 20：2019-2024 各区域民爆生产总值占比.....	11
图表 21：2019-2024 各区域民爆销售总值占比.....	11
图表 22：2019-2024 新疆及全国原煤产量情况.....	11

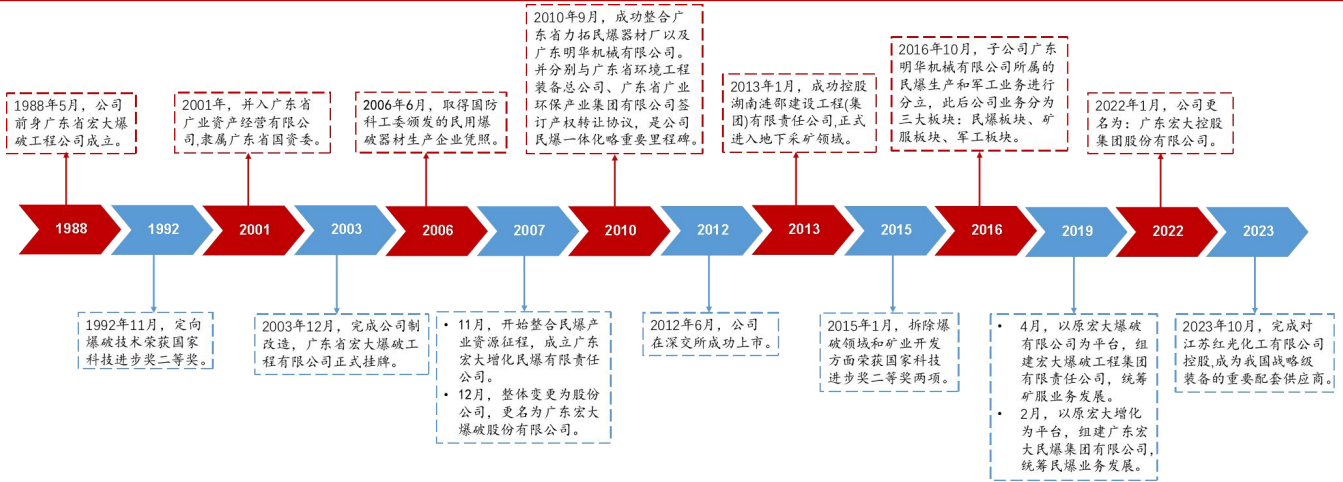
图表 23:	2019-2024 新疆及全国民爆生产总值	11
图表 24:	2022 年各省份煤炭储量 (单位: 亿吨)	12
图表 25:	新疆自治区煤炭资源开发布局	12
图表 26:	新疆不同垂深煤炭资源分布	13
图表 27:	2024 年新疆煤矿产能结构 (按开采方式)	13
图表 28:	2024 年动力煤坑口价均值	13
图表 29:	2023 年新疆煤炭消纳结构	13
图表 30:	2019-2024 年疆煤外运量及增速	14
图表 31:	疆煤“一主两翼”外运通道	14
图表 32:	“一主两翼”外运通道技术条件	14
图表 33:	2015-2023 年新疆火电装机容量及增速	14
图表 34:	疆电外送六大通道	15
图表 35:	煤化工产业链示意图	15
图表 36:	新疆现代煤化工项目建设情况	16
图表 37:	2019-2024 年西藏民爆生产总值	17
图表 38:	西藏主要铜矿扩产或建设情况	17
图表 39:	西藏主要铜矿扩产或建设规模	18
图表 40:	川藏铁路雅林段各长度隧道分布图	18
图表 41:	川藏铁路线路走向示意图	18
图表 42:	三峡、乌东德、白鹤滩工程炸药单耗测算	19
图表 43:	雅鲁藏布江水电站炸药用量估算	19
图表 44:	新华都营收及净利润情况	20
图表 45:	连邵建工营收及净利润情况	20
图表 46:	2019 年新华都前五大矿山工程项目收入情况 (单位: 万元; 红色表示客户为紫金集团)	20
图表 47:	2019 年新华都前五大矿山工程项目毛利润情况 (单位: 万元; 红色表示客户为紫金集团)	20
图表 48:	公司矿业一体化服务流程	21
图表 49:	广东宏大近年来收购情况梳理	21
图表 50:	2015-2025 年 3 月广东宏大控制的工业炸药产能情况	22
图表 51:	主要民爆上市公司工业炸药许可产能 (截至 2025 年 3 月)	22
图表 52:	公司主要产能分布情况	22
图表 53:	2019-2024H1 公司西北地区收入及增速	23
图表 54:	2019-2024H1 各地区收入占总收入比重	23
图表 55:	主要民爆企业在疆产能	23
图表 56:	雪峰科技民爆业务收入情况	24
图表 57:	部分民爆企业在藏产能	24
图表 58:	2017-2019 年公司与玉龙铜矿在手订单情况	25
图表 59:	广东宏大海外营收情况	25
图表 60:	公司部分海外项目情况	26
图表 61:	公司“1+N”战略布局	26
图表 62:	1980-2024 年主要武器国际转让趋势	27
图表 63:	全球军费变化趋势	27
图表 64:	2023 年全球导弹贸易总体情况	28
图表 65:	公司防务产品示意	28
图表 66:	公司防务产品亮相 2025 年阿布扎比国际防务展	28
图表 67:	江苏红光业绩情况	29
图表 68:	广东宏大营收拆分	30
图表 69:	雪峰科技营收拆分	31
图表 70:	雪峰科技并表后广东宏大收入及净利润预测	31
图表 71:	可比公司估值	32

1、民爆矿服一体化龙头，经营态势持续向好

1.1 民爆矿服领军企业，机制灵活重视激励

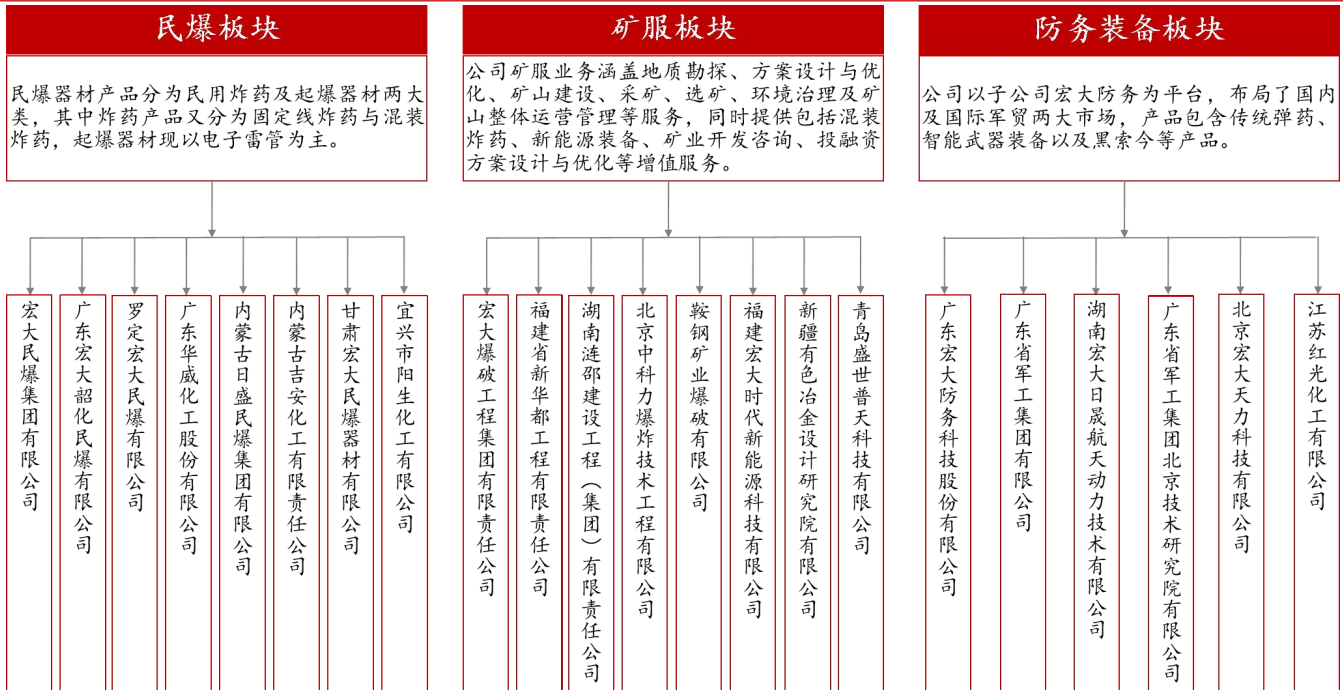
- **民爆矿服基因深厚，战略转型布局防务装备。**公司前身广东省宏大爆破工程公司于1988年成立，2003年广东宏大改制成立，并于2007年变更为股份有限公司，2012年6月公司于深交所上市。广东宏大自成立以来便以露天矿山采剥服务及民爆器材产品研发生产和销售作为主营业务，是我国第一家矿山民爆一体化服务上市公司，2016年起公司又顺应军民融合发展战略，布局防务装备业务，目前公司已形成矿服、民爆和防务装备三大业务板块，三轮驱动保障未来稳健发展。

图表 1：广东宏大发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

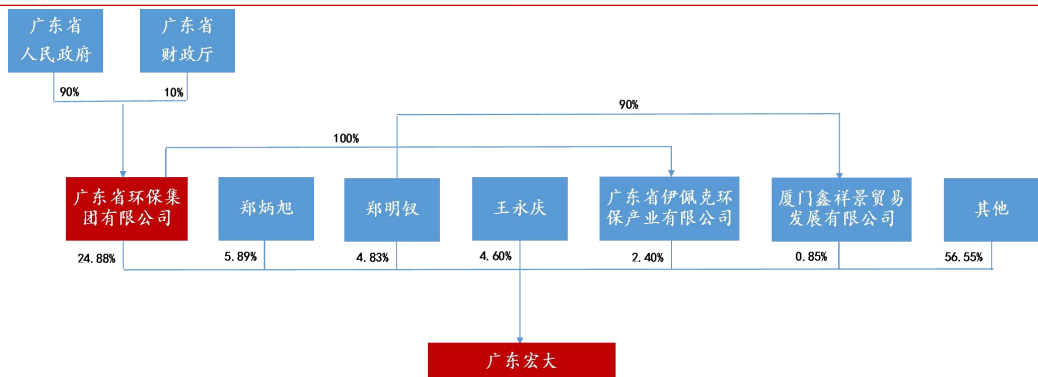
图表 2：广东宏大三大业务板块及下属公司



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- **公司已形成“国有控股、管理层参股”的多元化股权结构。**公司是广东省属国资广东环保集团下属的国有控股公司，据公司2024年三季报，广东省

环保集团有限公司直接持有公司 24.88% 的股权，并通过一致行动人广东省伊佩克环保产业有限公司间接持有 2.40% 的股权，合计持有 27.28% 股权，为公司第一大股东及实际控制人。董事长郑炳旭及子公司宏大爆破工程、新华都董事长郑明钊为公司第二、三大股东，其中郑炳旭持有公司 5.89% 的股权，郑明钊直接持有 4.83% 的股权、并通过一致行动人厦门鑫祥景贸易发展有限公司间接持有公司 0.85% 的股权。

图表 3：广东宏大股权结构（截止 2024 年三季度报）


来源：公司公告，WIND，中泰证券研究所

- 实施股权激励，激发员工工作活力。**2018 年公司向 57 名中层管理人员、核心骨干实施股权激励，共计授予 562.1 万股限制性股票（占总股本 0.80%），授予价格为 5.52 元/股，考核指标以 2016 年净利润为基数，2019-2022 年净利润较 2016 年增长分别不低于 185%、225%、275% 及 330%，截至 2023 年 10 月，四个解除限售期解除限售条件均已成就。2023 年，公司再次进行员工激励，向高级管理人员、核心骨干等共计 330 名员工授予 1178.4 万股限制性股票（占总股本 1.57%），授予价格为 15.39 元/股，业绩考核目标以 2021 年净利润为基数，2023-2025 年净利润增长率分别不低于 32%、52% 及 75%。通过实施股权激励，公司有望深化公司经营层的激励体系，充分调动核心管理团队以及业务骨干的主动性和创造性，为公司持续、稳健发展奠定坚实基础。

图表 4：公司股权激励情况

	授予人数	授予数量 (股)	授予额度 (总股本占比)	授予价格	解锁条件
2018 年股权激励	57 名	5620968	0.80%	5.52 元/股	以 2016 年业绩为基数，2019-2022 年净利润较 2016 年增长分别不低于 185%、225%、275% 及 330%，且不低于对标企业 75 分位值；2019-2022 年基本每股收益不低于 0.23、0.25、0.30、0.35，且不低于对标企业 75 分位值；主营业务收入占营业收入的比例不低于 99.70%。
2023 年股权激励	330 名	11784386	1.57%	15.39 元/股	以 2021 年业绩为基数，2023-2025 年净利润增长分别不低于 32%、52% 及 75%，且不低于对标企业 75 分位值；2023-2025 年净资产收益率不低于 8%，且高于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2023-2025 年三项资产占比增速低于同期营业收入增速，且三项资产占比低于 2018-2021 年平均数。

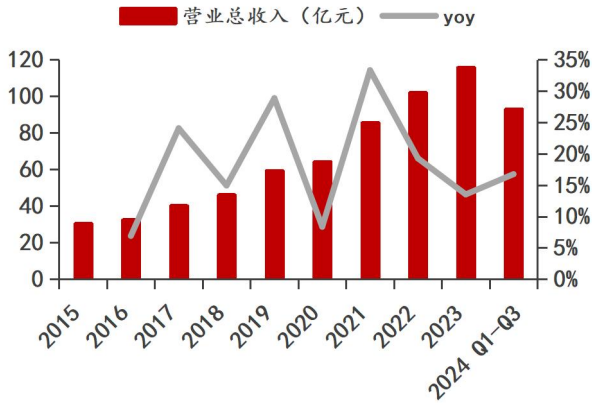
来源：公司公告，中泰证券研究所

1.2 业绩长周期稳健快速增长，盈利能力不断提升

- 产能持续扩张叠加布局优化，业绩实现长周期稳定增长。**2015-2023 年公司营收从 30.05 亿元增长到 115.43 亿元，CAGR 为 18.32%，主要系公司积极践行对外并购扩张战略，民爆产能规模持续扩充，同时公司顺应民爆需

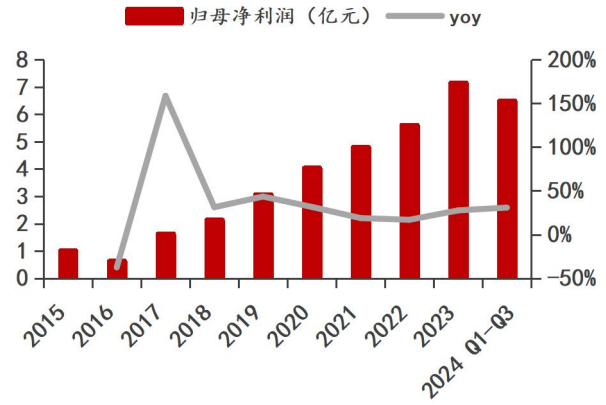
求优化产能布局，着重对内蒙古、新疆、西藏等富矿区域进行布局，促使公司业绩实现长期稳健快速增长。此外，公司不断加强成本管控，积极推行车间化改革、“7S”管理理念实施、原材料集采等多项举措，拓宽产品盈利空间，2015-2023年归母净利润从1.01亿元增长到7.16亿元，CAGR为27.74%，净利润增速超过营收增速。

图表 5: 公司收入及增速情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

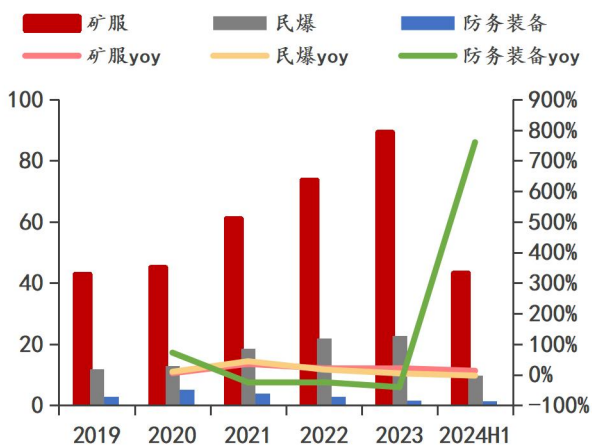
图表 6: 公司归母净利润及增速情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

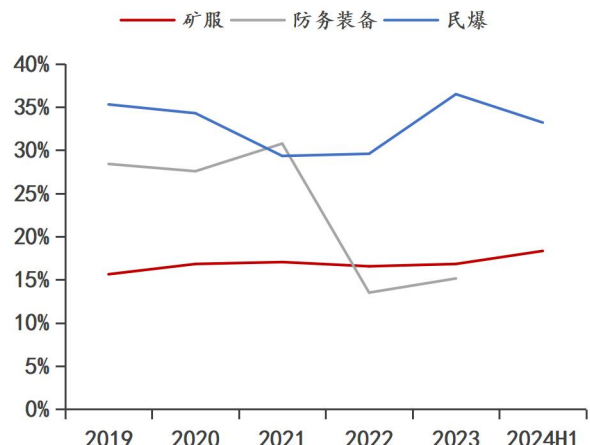
- **矿服牵引整体业绩提升，民爆板块保持稳健，防务装备增量可期。**矿服板块是公司业绩基本盘，近年来营收占比一直在70%以上，且贡献公司超过55%的毛利，2019-2023年矿服收入规模迅速增长，营收从42.94亿元增长至89.35亿元，CAGR为20.10%，牵引公司整体业绩稳步向上。民爆器材板块是公司第二大收入来源，近年来收入保持稳健，营收占比接近20%，民爆业务毛利率较高，2023年民爆业务毛利率为36.5%，贡献公司约35%的毛利润。防务装备是公司近年来重点转型方向，2024H1防务装备板块营收1.33亿元，已接近该板块23年全年营收1.72亿元，传统产品交付量较上年同期有所增加，且新增并购子公司江苏红光，防务装备板块未来增量可期。

图表 7: 公司细分业务收入及增速情况 (亿元)



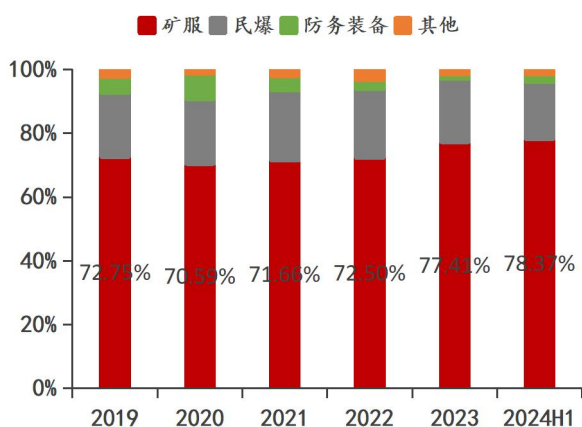
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 公司细分业务毛利率



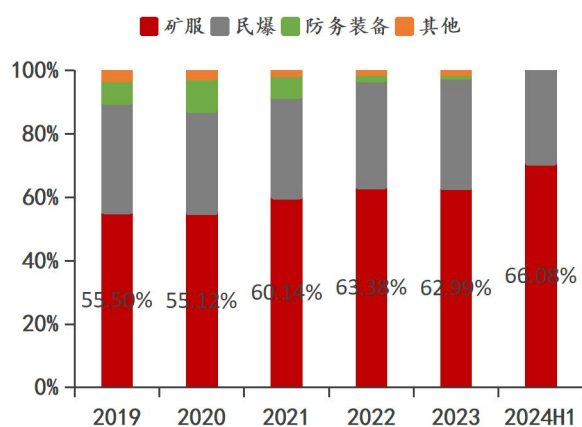
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 9：公司细分业务收入占比



来源：WIND，中泰证券研究所

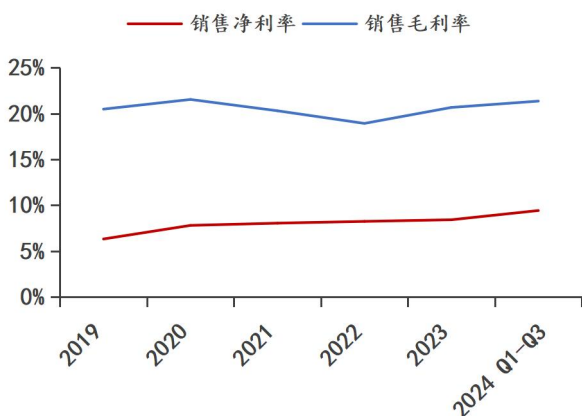
图表 10：公司细分业务毛利占比



来源：WIND，中泰证券研究所

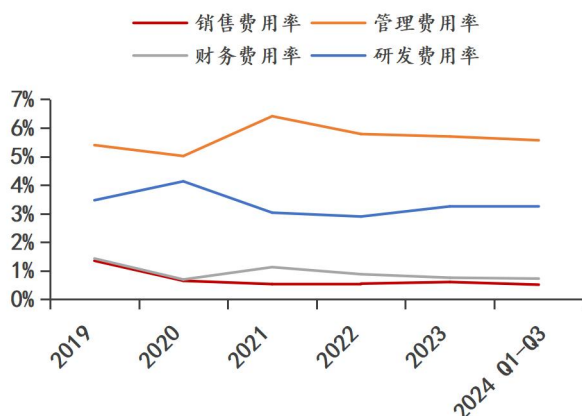
- 费用管控不断强化，盈利能力持续提升。**2019-2024 年前三季度，公司毛利率由于原材料价格变动等因素有所波动，但整体维持在 20% 左右并呈现向上趋势。在费用端，公司持续加强成本管控，采取原料集采、车间化改革等一系列降本增效措施，期间费用率从 2019 年的 11.64% 降至 2023 年的 10.31%，带动净利率不断提升，2023 年公司销售净利率为 8.42%，较 2019 年增加 2.10pct。

图表 11：公司毛利率及净利率情况



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 12：公司期间费用率情况



来源：WIND，中泰证券研究所

2、民爆景气重心西移，关注新疆、西藏需求高增区域

2.1 政策端：行业集中度加速提升，头部企业有望受益

- 政策驱动格局优化，行业集中进程加快。**民爆器材具备易燃易爆的特殊属性，其生产、销售、购买、进出口、运输、爆破作业和储存均受到国家严格管控。为提高行业本质安全水平，国家颁布多项政策推进民爆行业供给侧结构性改革，《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》提出十四五期间产业 CR10 \geq 60%，企业数量预计减少到 \leq 50 家，并形成 3-5 家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业（集团）。2025 年 2 月 28 日，工信部印发《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》，意见提出到 2027 年底形成 3-5 家具备国际竞争力的民爆龙头企业，目标达成时间节点已明确，民爆行业集中度预计加速提升。

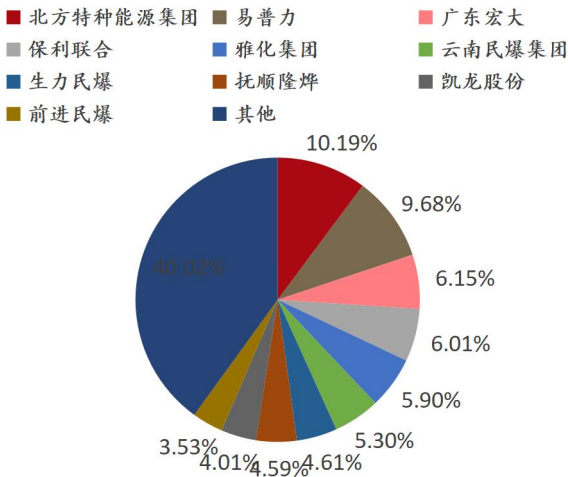
图表 13：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

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

来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，中泰证券研究所

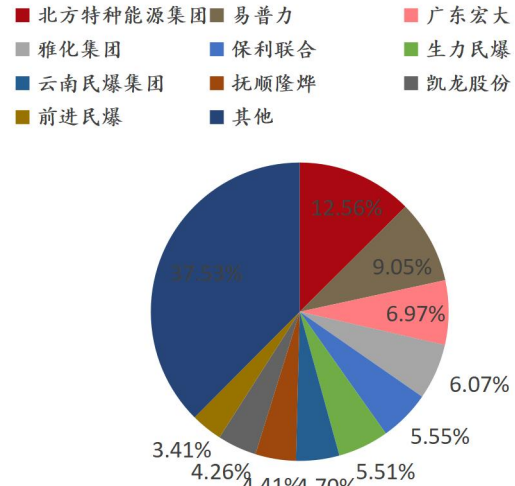
- 在行业集中度加速提升的背景下，头部企业有望充分受益。据中爆协，2024年民爆行业CR10由2023年的59.98%提升至62.47%，行业集中度持续提升，提前完成民爆行业十四五规划CR10≥60%的目标。根据中爆协数据，广东宏大2024年生产总值为29.05亿元，位居行业第三，市占率较2023年提升0.81pct至6.97%，在民爆行业重组整合的大趋势下，市场份额加速向头部企业集中，头部企业有望充分受益。

图表 14：2023 年民爆行业 CR10 情况



来源：中国爆破器材行业协会，中泰证券研究所

图表 15：2024 年民爆行业 CR10 情况

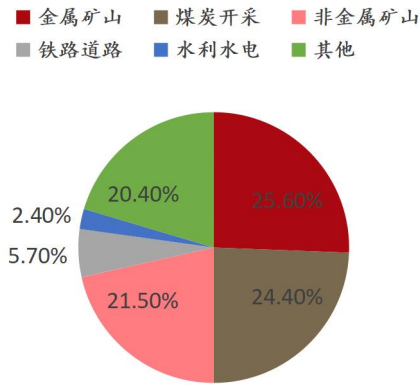


来源：中国爆破器材行业协会，中泰证券研究所

2.2 民爆行业：整体稳中有进，区域景气度向西部转移

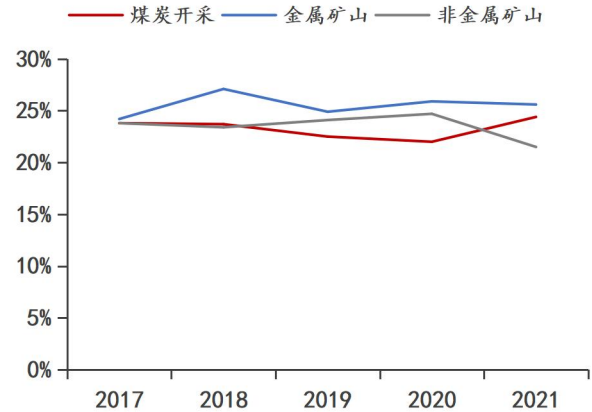
- 民爆行业常被称作“基础工业的基础，能源工业的能源”，广泛应用于采矿、冶金、交通、水利、电力、建筑和石油等多个领域。矿业开采是民爆行业需求的主要来源，2021年全国民爆器材销售流向分布中，矿山开采的工业炸药消耗量占总消耗量的71.5%，其中金属、煤炭和非金属矿山开采占总消耗量的比重分别为25.6%、24.4%及21.5%。基础设施建设也是炸药消耗的稳定来源之一，2021年用于铁路道路、水利水电等基建领域的工业炸药消耗量占比分别为5.7%和2.4%。

图表 16: 2021 年我国工业炸药销售流向



来源: 易普力公告, 中国爆破器材行业协会, 中泰证券研究所

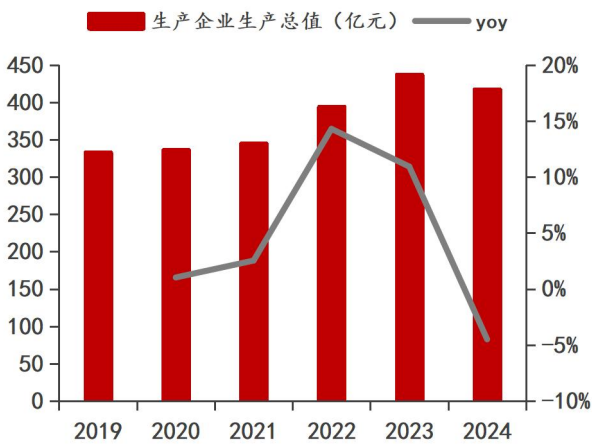
图表 17: 2017-2021 年我国工业炸药销售流向占比变化



来源: 易普力公告, 中国爆破器材行业协会, 中泰证券研究所

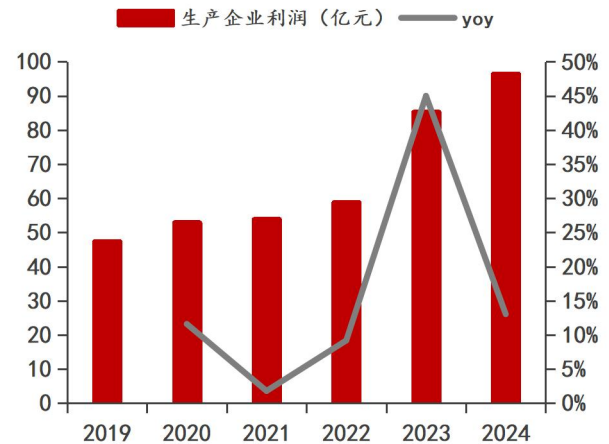
- **民爆行业生产总值稳中有进, 利润总额持续提升。**随着行业整合持续推进, 产业集中度不断提升, 近年来民爆行业总体运行情况稳中向好, 2019-2024 年, 我国民爆企业生产总值从 332.5 亿元增长至 416.95 亿元, CAGR 为 4.63%, 民爆生产企业利润总额从 47.41 亿元增长至 96.39 亿元, CAGR 为 15.25%, 2024 年行业生产总值虽略有下滑, 但受益于西部地区需求旺盛叠加原材料硝酸铵总体价格继续下滑, 行业利润仍保持稳定增长。

图表 18: 2019-2024 我国民爆生产企业生产总值



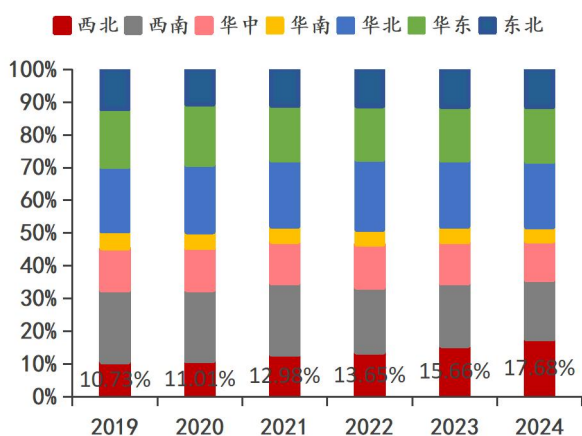
来源: 中国爆破器材行业协会, 中泰证券研究所

图表 19: 2019-2024 我国民爆生产企业利润总额

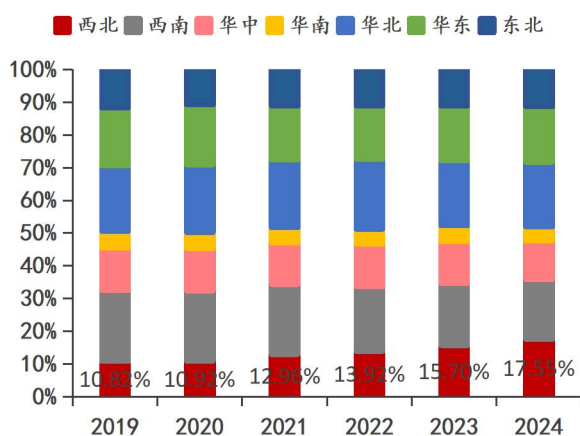


来源: 中国爆破器材行业协会, 中泰证券研究所

- **分区域来看, 民爆行业呈现区域景气有所分化, 西部地区景气上行的特征。**地区间经济和资源状况不同驱动着行业呈现地区发展不平衡的局面, 近年来东部沿海、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, 而中西部等经济欠发达, 且资源丰富, 基建需求旺盛的地区, 对民爆器材的需求明显增加, 我国民爆行业需求呈现由东部沿海地区向中西部地区转移的特征。以民爆生产总值和销售总值作为衡量标准, 西北地区由于煤炭等矿产开采量增加, 民爆需求增长迅速, 2019-2024 年西北地区民爆生产、销售总值占全国比重连续五年增长, 2024 年西北民爆生产总值、销售总值占比分别为 17.68%、17.55%, 较 2019 年增加 6.95pct、6.74pct。

图表 20：2019-2024 各区域民爆生产总值占比


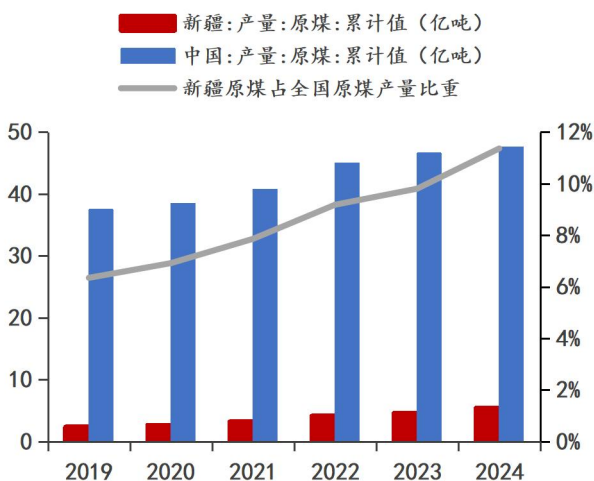
来源：中国爆破器材行业协会，中泰证券研究所

图表 21：2019-2024 各区域民爆销售总值占比


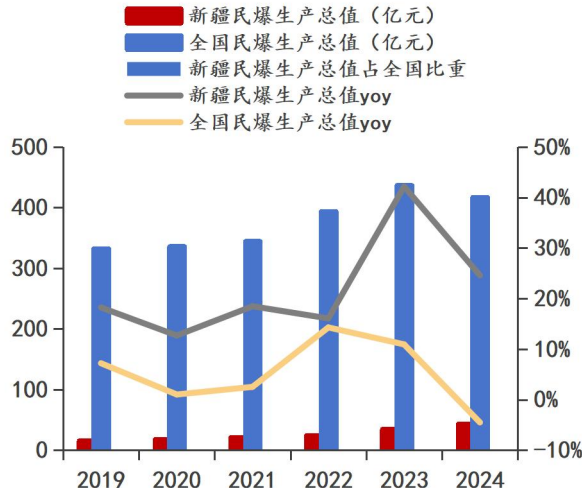
来源：中国爆破器材行业协会，中泰证券研究所

2.3 新疆：当前民爆景气最盛，疆煤崛起支撑高景气延续

- 新疆民爆景气向上，背后核心驱动为疆煤资源优势兑现、保供地位提升。**近年来我国煤炭生产重心逐步西移，新疆成为煤炭产量的主要增量地区。新疆煤炭产量已由 2019 年的 2.38 亿吨增长至 2024 年的 5.41 亿吨，CAGR 为 17.85%。煤炭开采作为民爆主要下游应用之一，煤炭供应量的大幅提升驱动新疆成为我国民爆行业景气度最高的市场之一，2019-2024 年新疆民爆生产总值由 15.76 亿元增长至 43.24 亿元，CAGR 为 22.37%，而同一时间区间全国民爆生产总值由 332.49 亿元增长至 416.95 亿元，CAGR 为 4.63%。

图表 22：2019-2024 新疆及全国原煤产量情况


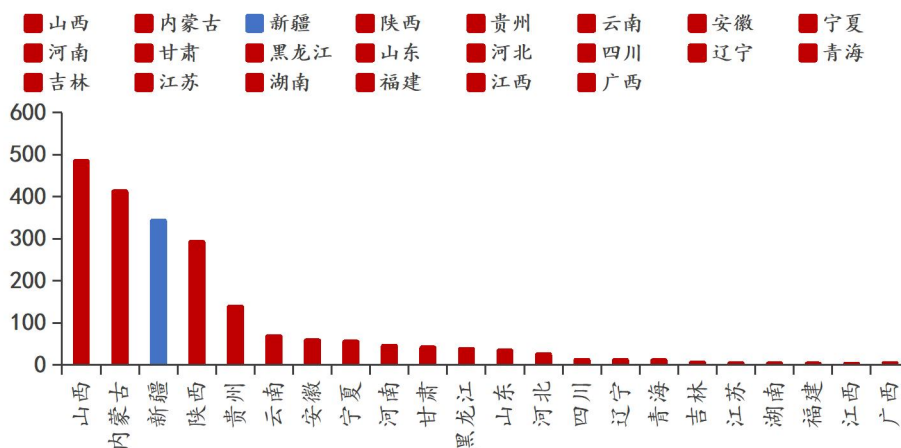
来源：WIND，中泰证券研究所

图表 23：2019-2024 新疆及全国民爆生产总值


来源：中国爆破器材行业协会，中泰证券研究所

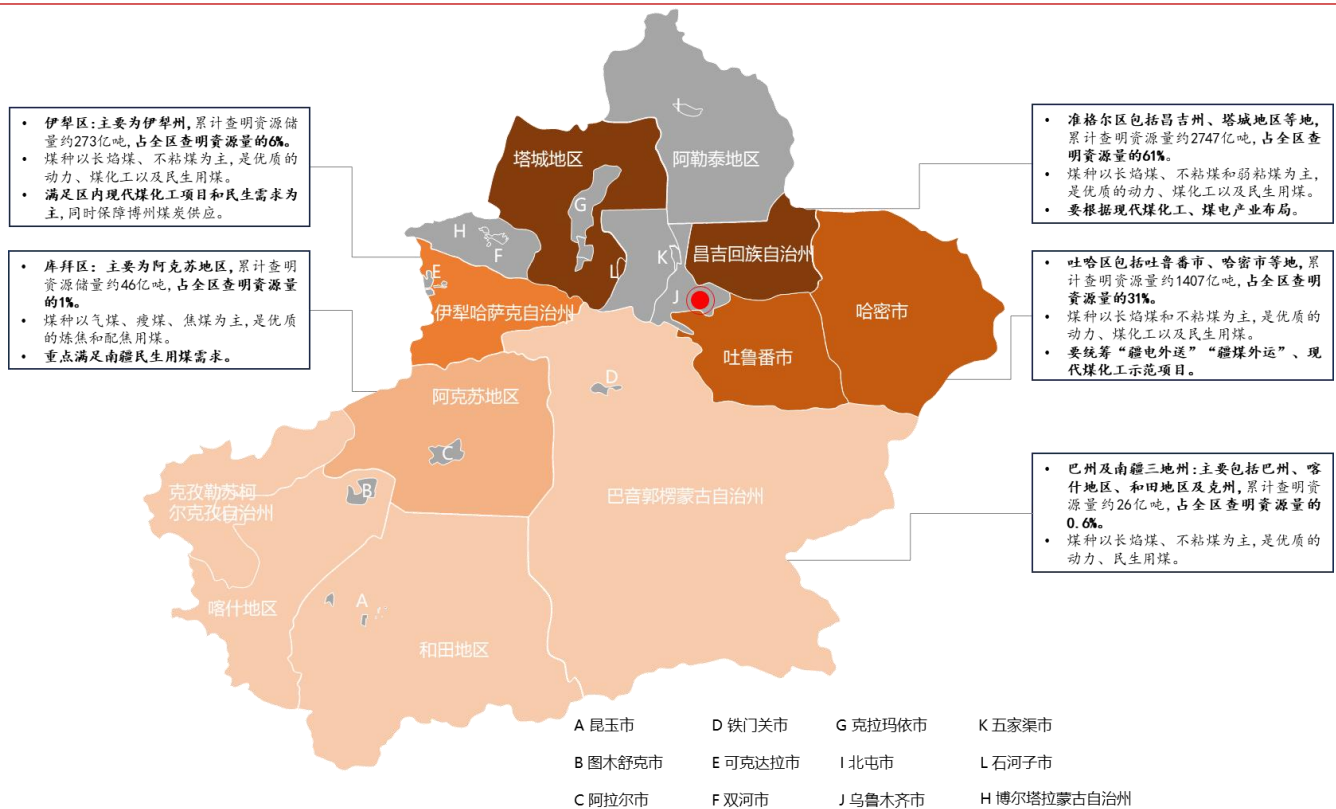
- 新疆煤炭储量丰富，开采潜力巨大。**据自然资源部统计，2022 年新疆煤炭储量为 341.86 亿吨，居全国第三，占全国总储量的比重为 16.51%。此外，根据全国第三次煤炭资源预测与评价成果，新疆煤炭远景储量 2.19 万亿吨，约占全国资源总量的 40%，是我国煤炭资源最丰富的地区，开采潜力巨大。目前新疆已初步形成了准噶尔、吐哈、伊犁、南疆四大区的煤炭开发格局，新疆 98.4% 的煤炭资源分布于北疆地区的准噶尔煤田、吐哈煤田和伊犁煤田，南疆地区（阿克苏、喀什、克州、和田）仅占 1.6%，且主要集中在阿克苏地区。

图表 24：2022 年各省份煤炭储量（单位：亿吨）



来源：自然资源部，中泰证券研究所

图表 25：新疆自治区煤炭资源开发布局



来源：新疆政府官网，中泰证券研究所

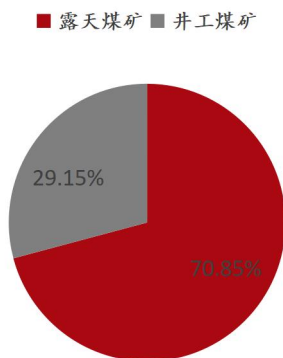
- **疆煤适合露天开采，具备成本优势。**新疆煤炭资源埋深较浅，300m 以浅煤炭预测资源量达到 2497 亿吨，占全疆 1000m 以浅预测总量的 20%，地质构造也较为简单，开发条件良好，适合露天开采。根据《2025 年新疆煤矿名录》，目前新疆共有煤矿 115 处，产能合计 5.67 亿吨/年，其中露天煤矿有 31 处，产能合计 4.01 亿吨/年，露天煤矿产能比重为 70.85%。露天开采较井工开采生产率提高 5-10 倍，可节约成本 30%-60%，各煤炭主产区中疆煤坑口成本较低，2024 年新疆哈密动力煤坑口价均值为 368 元/吨，陕西榆林及内蒙古鄂尔多斯动力煤坑口价均值分别为 845 元/吨及 651 元/吨，较哈密坑口价高 130%、77%。

图表 26：新疆不同垂深煤炭资源分布

预测深度	预测资源量/亿吨	占预测总量的比重
300m以浅	2497	19.56%
300-600m	3833	30.02%
600-1000m	6439	50.43%
全疆1000m以浅统计	12769	100.00%

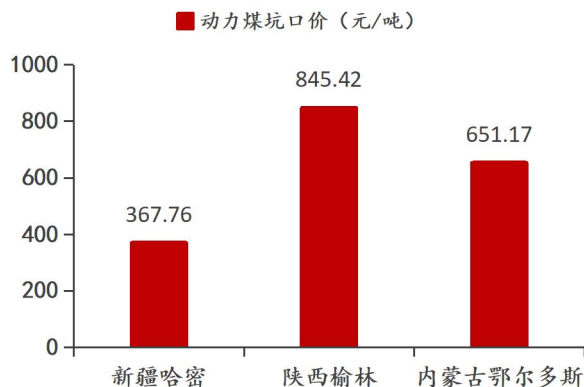
来源：《新疆煤炭及煤化工产业发展现状与趋势分析》，中泰证券研究所

图表 27：2024 年新疆煤矿产能结构（按开采方式）



来源：亿矿通，中泰证券研究所

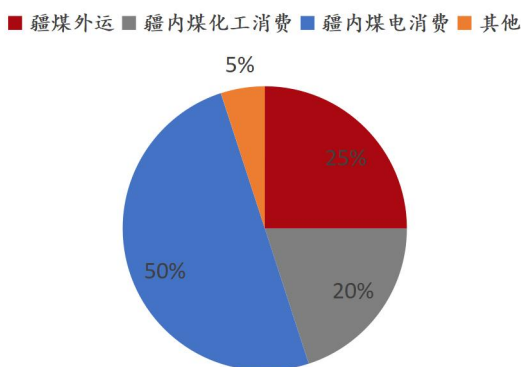
图表 28：2024 年动力煤坑口价均值



来源：WIND，中国煤炭市场网，中泰证券研究所

- **三大疆煤消纳渠道不断拓宽，煤炭需求持续增加。**新疆煤炭消纳主要以疆煤外运、煤化工就地消纳以及疆煤发电三种方式为主，2023 年三种消纳方式消费占比分别为 25%、20%及 50%。目前疆煤外运量持续增加、煤化工项目频繁落地迎来快速发展期，疆电外送能力进一步增强，三大渠道消纳能力不断提升，带动煤炭需求持续增加。

图表 29：2023 年新疆煤炭消纳结构



来源：新疆丝绸之路经济联合会，中泰证券研究所

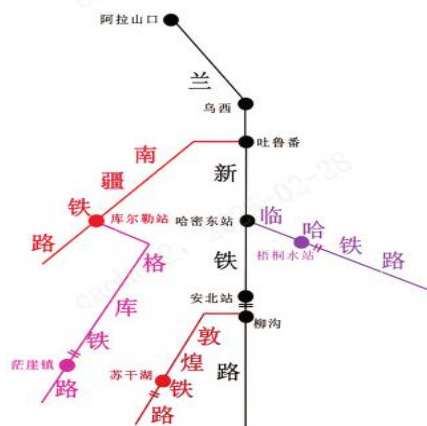
- **（1）疆煤外运方面：外运量持续增加。**2019-2024 年外运量从 1822 万吨增长到 1.396 亿吨，CAGR 为 50.27%，考虑到中东部、东北、西南等地潜在可开发资源相对有限、地质相对复杂，国内煤炭供给重心或进一步向西部转移，同时，在北、中、南三线即临哈铁路（临河—哈密）、兰新铁路（兰州—阿拉山口）、格库铁路（格尔木—库尔勒）“一主两翼”的通道建设和铁路设备升级下，疆煤外运能力进一步改善，新疆煤炭供给地位有望不断提升。

图表 30: 2019-2024 年疆煤外运量及增速



来源:《疆煤外运存在的主要问题及未来发展形势》,新疆煤炭交易中心,中泰证券研究所

图表 31: 疆煤“一主两翼”外运通道



来源:《新疆煤炭外运铁路运输增量对策探讨》,中泰证券研究所

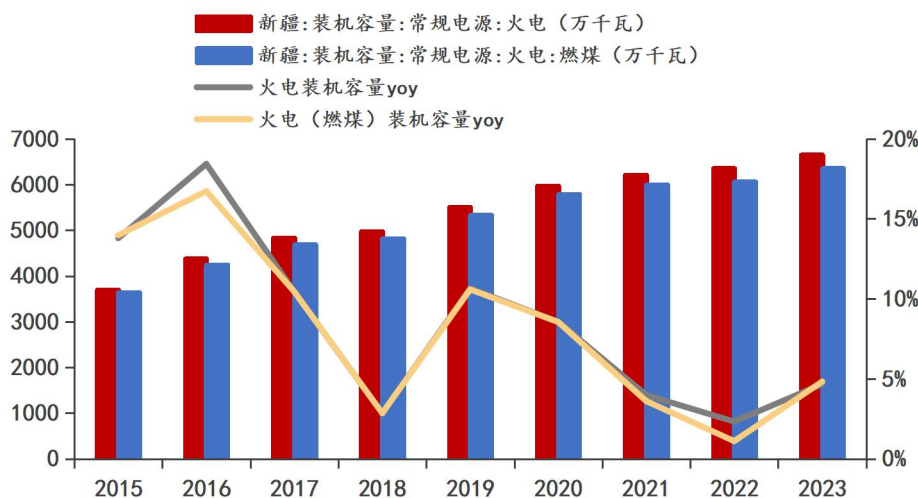
图表 32: “一主两翼”外运通道技术条件

线别	列车数		牵引机型	牵引定数/吨	普通吨数/吨	运输能力 (万吨/年)	
	合计	旅客列车					货物列车
兰新铁路	103	21	82	HXD1C	4500	5000	17700
格库铁路	12	0	12	HXD1C/双HXD1C	2000/4000	2000/4000	2600
临哈铁路	7	0	7	双DF8B/DF8B	4500/2000	5000/2500	1750

来源:《新疆煤炭外运铁路运输增量对策探讨》,中泰证券研究所

- (2) 煤电方面: 对内本土高耗能产业带动电力需求提升, 对外疆电外送能力不断提升。当前, 新疆工业布局以石油和天然气开采业、电力热力生产和供应业、石油煤炭及其他燃料加工业、煤炭开采和洗选业等高耗能产业为主, 带动疆内用电需求快速增加, 2015-2023 年新疆火电装机容量从 3694.84 万千瓦增长至 6648.68 万千瓦, CAGR 为 7.62%。疆电外送方面, 目前已形成“两交两直”4 条疆电外送格局, 四条通道外送能力达到 2500 万千瓦, 2024 年 11 月哈密—重庆 800 千伏特高压直流输电工程实现贯通, 新增外送能力 800 万千瓦, 2024 年 9 月规划总装机 1900 万千瓦的“疆电外送”第四通道开工, 外送能力有望进一步提升。

图表 33: 2015-2023 年新疆火电装机容量及增速



来源: WIND, 中泰证券研究所

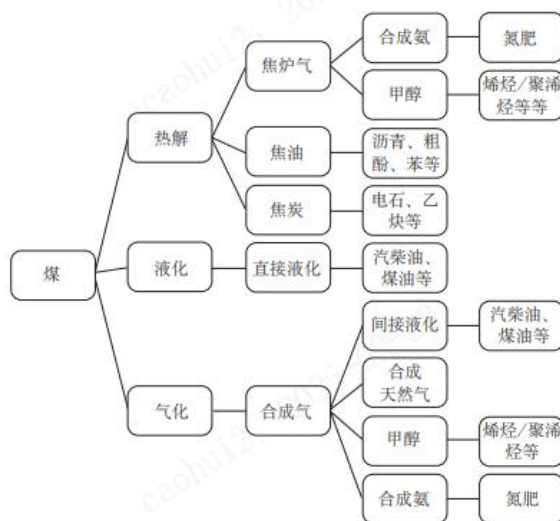
图表 34: 疆电外送六大通道

通道	名称	建设状态	外送能力
第一通道	哈密至敦煌750千伏输变电工程	2010年建成	2500万千瓦
第二通道	烟墩至沙洲750千伏输变电工程	2013年建成	
第三通道	哈密南至郑州±800千伏特高压直流输电工程	2014年建成	
第四通道	昌吉至古泉±1100千伏特高压直流输电工程	2019年建成	
第五通道	哈密至重庆±800千伏特高压直流输电工程	在建	800万千瓦
第六通道	疆电(南疆)送电川渝±800千伏特高压直流输电工程	待建	-

来源: 中国新闻网, 中泰证券研究所

- (3) 煤化工方面: 新疆明确定位为**国家大型煤炭煤电煤化工基地, 目前已初步构建了以准东、吐哈、伊犁等为主的煤化工产业发展集聚区和以煤制天然气、煤制烯烃、煤炭分级分质利用等为主的现代煤化工产业发展格局。煤制天然气是新疆煤炭资源转化利用的主力, 2024 年准东地区有新疆其亚化工有限公司 60 亿立方米/年煤制天然气项目、国家能源集团新疆能源有限责任公司准东 40 亿立方米/年煤制天然气项目、新疆龙宇能源准东 40 亿立方米/年煤制天然气项目等多个煤制气项目获批, 若已规划的煤制气项目全部建成, 有望带动煤炭消费量 1.08 亿吨。此外, 煤制烯烃、煤制 BDO、煤制甲醇、煤制乙二醇等众多煤化工项目也相继落地, 预计耗煤 8000 万吨以上。新疆煤化工产业的蓬勃发展, 预计有力带动煤化工用煤需求大幅增加。

图表 35: 煤化工产业链示意图



来源: 《新疆现代煤化工产业发展探析》, 中泰证券研究所

图表 36: 新疆现代煤化工项目建设情况

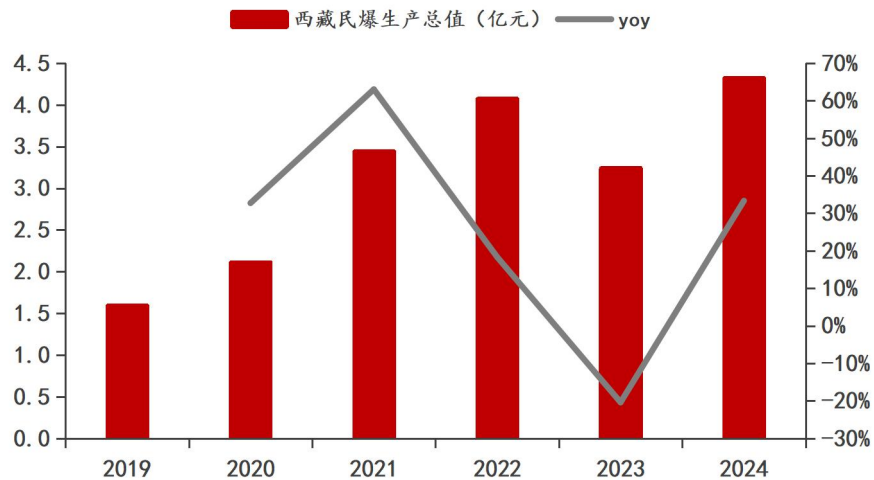
技术路线	项目名称	产能规模	地点	投产时间
煤制油	国家能源集团哈密能源集成创新基地项目400万t/a煤制油工程	400万t/a	巴里坤	在建
	伊泰伊犁能源有限公司100万t/a煤制油示范项目	100万t/a	伊犁	推进
煤制天然气	新疆庆华伊犁煤制天然气示范项目一期	13.75亿m ³ /a	伊犁	2013年
	浙能新天伊犁煤制天然气示范项目	20亿m ³ /a	伊犁	2014年
	国家能源集团准东20亿m ³ /a煤制天然气项目	20亿m ³ /a	准东	已批复
	新业煤化工煤制天然气项目	20亿m ³ /a	准东	已批复
	新疆天池准东20亿m ³ /a煤制天然气项目	20亿m ³ /a	准东	已批复
	中煤集团条湖40亿m ³ /a煤制天然气项目	40亿m ³ /a	巴里坤	推进
	新疆其亚60亿m ³ /a煤制天然气项目一期	20亿m ³ /a	准东	已批复
	新疆能源集团40亿m ³ /a煤制天然气项目	40亿m ³ /a	巴里坤	推进
	河南能源集团40亿m ³ /a煤制天然气项目	40亿m ³ /a	准东	推进
	新疆庆华55亿m ³ /a煤制天然气项目二期	40亿m ³ /a	伊犁	推进
	新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程	40亿m ³ /a	淖毛湖	推进
伊泰伊犁煤制天然气耦合加氢化项目	20亿m ³ /a	伊犁	规划	
煤制烯烃	国能新疆化工煤基新材料项目	68万t/a	乌鲁木齐	2016年
	新疆山能化工有限公司准东五彩湾80万t/a煤制烯烃项目	80万t/a	准东	在建
	新疆东明塑胶有限公司80万t/a煤制烯烃项目	80万t/a	准东	在建
	新疆中泰新材料股份有限公司70万t/a煤制烯烃项目	70万t/a	吐鲁番	规划
	伊吾疆纳新能源有限公司70万t/a煤制烯烃项目	70万t/a	哈密	规划
	新疆中新建煤炭产业有限公司煤基化工耦合绿氢清洁能源示范工程	150万t/a	哈密	规划
煤制乙二醇	新疆天业5万t/a电石尾气制乙二醇	5万t/a	石河子	2013年
	新疆天业二期20万t/a煤制乙二醇	20万t/a	石河子	2020年
	新疆天业汇合新材料有限公司一期60万t/a煤制乙二醇项目	60万t/a	石河子	2020年
	哈密广汇40万t/a荒煤气制乙二醇项目	40万t/a	淖毛湖	2022年
	新疆中昆新材料有限公司2x60万t/a天然气制乙二醇项目	60万t/a	库尔勒	2023年

来源:《“十四五”新疆现代煤化工产业发展现状及政策研究》,中泰证券研究所

- 考虑到①资源禀赋方面,新疆煤炭资源丰富,开采潜力大,且露天煤矿产能比重高,具备开采成本优势;②煤炭消纳方面,对外,煤炭供应重心逐步向西转移,疆煤外运增量可观,对内,煤电、煤化工等耗煤主业蓬勃向上,疆煤就地转化需求旺盛,预计新疆煤炭产能将继续保持较快速度释放,牵引民爆矿服需求迅速增长,看好新疆民爆市场延续高景气,预计2025年新疆煤炭产量继续保持增长态势,有望达到5.7亿吨。

2.4 西藏:未来民爆潜力市场,铜矿+基建+水电三重动能打开需求空间

- 铜矿开发提振西藏民爆景气度。西藏矿产资源丰富,特别是铜矿,据自然资源部统计,2022年西藏铜矿储量为1685.59万吨,占全国资源储量的41.3%,储量居全国首位。目前西藏大型矿产项目主要以铜矿为主,包括巨龙铜矿、玉龙铜矿等,其中,巨龙铜业2023年采选矿石3127万吨(含知不拉矿段125万吨),实现矿产铜15.44万吨,玉龙铜业2023年技改后矿石处理能力提升至2280万吨/年,矿产铜由12万吨增加至15万吨。受益于铜矿开采力度加大,西藏民爆市场景气度上行,2019-2024年西藏自治区民爆生产总产值从1.59亿元增长至4.32亿元,CAGR为22.13%。

图表 37：2019-2024 年西藏民爆生产总值


来源：中国爆破器材行业协会，中泰证券研究所

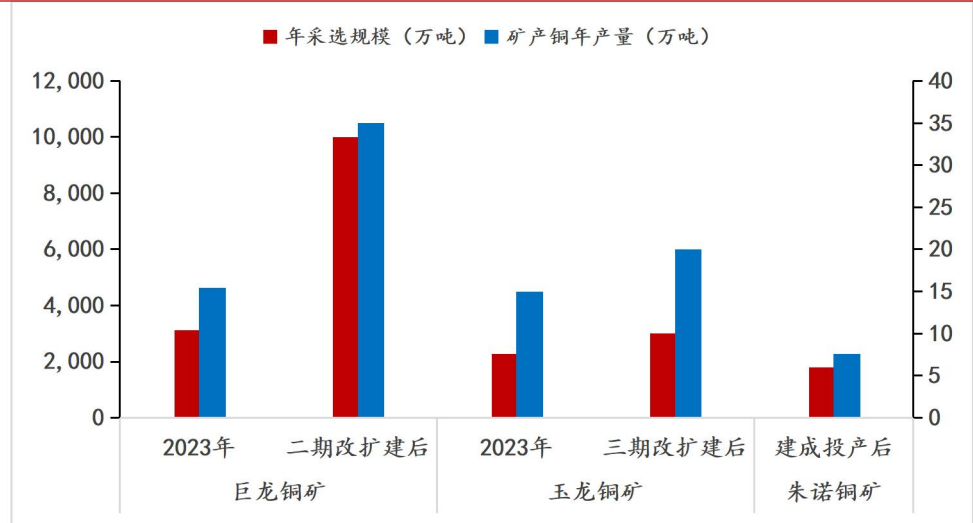
- **铜矿+基建+西南水电三大核心下游开发力度加大，未来西藏民爆需求空间广阔。**西藏铜矿资源丰富，《2024 年西藏自治区政府工作报告》明确提出，要加强铜等战略资源的绿色开发，实现优势矿产上产扩能、提质增效，金属矿产开发规模持续扩大预计成为短期内西藏民爆需求增长的重要驱动力。同时，西藏地区的基础设施建设也处于快速发展阶段，大型基建项目有望为西藏民爆市场注入源源不断的活力。此外，政策导向下西南水电工程加速，墨脱水电站也于 2024 年 12 月核准通过，西南水电开发项目的逐步实施，有望为民爆行业带来巨大市场需求。铜矿、基建、西南水电三重驱动，为西藏民爆行业的发展提供了坚实的市场支撑，未来西藏民爆需求空间广阔。
- **(1) 铜矿：矿山扩能项目推进顺利，提振西藏民爆景气。**目前西藏地区主要大型铜矿巨龙铜矿、玉龙铜矿等均提出扩产，朱诺铜矿也于 2024 年立项，巨龙二期、玉龙三期及朱诺铜矿建成投产后预计共新增铜产量 32 万吨/年，年采选规模也预计达到 1.5 亿吨。目前相关项目进展顺利，其中①巨龙铜矿二期改扩建工程预计 2026 年一季度实现试生产，达产后巨龙铜矿每年采选矿石量将超过 1 亿吨规模，巨龙铜业（旗下包含巨龙铜矿和知不拉铜矿）矿产铜年产量将提高至 30-35 万吨；②玉龙铜矿三期扩能项目目前正在办理相关前期手续，待全部手续办结后即可开工建设，建成后采选规模将达到 3000 万吨/年；③朱诺铜矿目前已取得采矿许可证、环评等多项开工前置核心手续，计划于 2026 年 6 月底建成投产，达产后采选规模为 1800 万吨/年，年均产铜约 7.6 万吨。西藏铜矿等主要矿产资源开发力度不断加大，预计短期内将产生新的爆破需求，促进区域景气度进一步提升。

图表 38：西藏主要铜矿扩产或建设情况

主要铜矿	时间	年采选规模	矿产铜年产量
巨龙铜矿	2023年	3,127万吨（含知不拉矿段125万吨）	15.44万吨
	二期改扩建后	超过1亿吨	30-35万吨
玉龙铜矿	二期改扩建后（2023年底已完成）	2280万吨	15万吨
	三期改扩建后	3000万吨	18-20万吨
朱诺铜矿	建成达产后	1800万吨	7.6万吨

来源：紫金矿业公告，西部矿业公告，中泰证券研究所

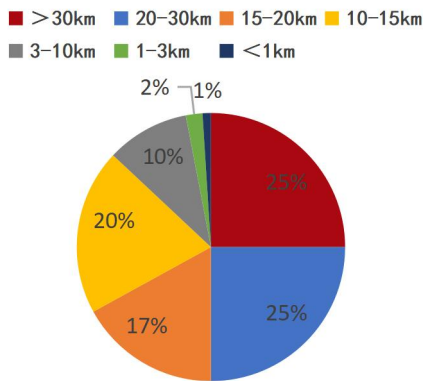
图表 39：西藏主要铜矿扩产或建设规模



来源：紫金矿业公告，西部矿业公告，中泰证券研究所

- (2) 基建：川藏铁路雅林段建设推进，抬升西藏民爆需求。**《西藏自治区国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》及西藏自治区 2024 年政府工作报告均提出要加快推进铁路、公路等重大基建项目建设。以川藏铁路为例，川藏铁路全长约 1838 千米，东起四川省成都市，向西经雅安、康定、昌都、林芝、山南，终于西藏自治区拉萨市。川藏铁路采用分段建设模式，其中，成都至雅安段已于 2018 年 12 月开通运行，拉萨至林芝段（长 435km）已于 2021 年 6 月开通运行，雅安至林芝段目前正在建设中。雅林段新建线路全长 1018km，经过四川盆地、川西高山峡谷区、川西山地区（高山原区）、藏东南横断山高山峡谷区、藏南谷地区 5 个地貌单元，地势崎岖险峻，多采用开设隧道的方式施工，雅林段新建桥隧总长约 953km，桥隧比为 93%，隧道总计 69 座，长 841km，隧长比 82.6%，爆破器材用量巨大。据西藏本土民爆上市公司 2021 年 4 月签订的关于川藏铁路战略合作协议，甲方川藏铁路工程建设（西藏）指挥部预计使用工业炸药 80000 吨，管类 8500 万发，导爆索 5800 万米，川藏铁路雅林段等重大基建工程的建设有望进一步抬升西藏民爆需求。

图表 40：川藏铁路雅林段各长度隧道分布图



来源：《川藏铁路雅安至林芝段隧道建造面临的主要工程技术难题与对策建议》，中泰证券研究所

图表 41：川藏铁路线路走向示意图



来源：《川藏铁路雅安至林芝段隧道建造面临的主要工程技术难题与对策建议》，中泰证券研究所

- (3) 水电工程：雅鲁藏布江水电工程核准通过，炸药用量估算约 16 万吨，打开中长期需求空间。**西藏水能资源丰富，理论蕴藏量逾 2 亿 kW，技术可开发量达 1.74 亿 kW，是中国水能资源的战略储备库与未来重点开发区域。

西藏各水能流域中，雅鲁藏布江流域干流水能最丰富，理论蕴藏量近 8000 万 kW，技术可开发量约占西藏全区的 86.6%，是我国重要的水电能源基地和“西电东送”接续能源基地。2024 年 12 月雅鲁藏布江下游水电工程核准通过，由于水利工程施工中开挖大坝基坑、开挖渠道、开采石料等均须使用大量民爆器材，雅鲁藏布江水电站项目的落地有望带动西藏民爆器材用量显著增加。参考三峡工程、乌东德工程、白鹤滩工程等大型水利水电工程，上述三大水电工程总装机容量分别为 2250、1020、1600 万千瓦，土方石开挖总量分别为 1.34（主体工程）、0.44（土方石开挖+石方洞挖）、0.85（土方石开挖+石方洞挖）亿立方米。据《三峡工程民爆物品管理》，截至 2001 年三峡工程建设 8 年多炸药用量达 5.18 万吨。据广东省水力和新能源发电工程学会，乌东德枢纽工程炸药用量约 3 万吨。据四川日报报道，白鹤滩水电站耗费近 4 万吨炸药。计算得到三峡工程、乌东德工程、白鹤滩工程炸药单耗分别为 0.43、0.69、0.47 千克/立方米，而雅鲁藏布江水电站初步规划装机容量 6000 万千瓦，分别为三峡工程、乌东德工程、白鹤滩工程的 2.67、5.88、3.75 倍，按照线性比例估算雅鲁藏布江水电站土方石开挖总量，并依照相应水电工程的炸药单耗计算炸药用量，取均值后粗估雅鲁藏布江水电站炸药用量约 16 万吨，考虑到墨脱地形及地质条件更为复杂，实际情况中炸药用量或更多。

图表 42：三峡、乌东德、白鹤滩工程炸药单耗测算

水电工程	总装机容量 (万千瓦)	土方石开挖总量 (亿立方米)	炸药用量 (万吨)	炸药单耗 (千克/立方米)
三峡工程	2250	1.34	5.76	0.43
乌东德工程	1020	0.44	3	0.69
白鹤滩工程	1600	0.85	4	0.47

注：三峡工程前期以土方石开挖为重点，据《三峡工程进展情况》，至 1999 年 5 月，三峡主体工程已完成土方石开挖 1.1 亿立方米，占主体工程总开挖量的比重为 1.1/1.34=82%；据中国三峡工程报，至 2003 年 3 月 25 日三峡工程主体工程共完成土方石开挖 1.34 亿立方米，占执行概算的 99.34%，土方开挖已接近尾声，故假设至 2001 年土方石开挖工作量已完成约 90%，考虑到至 2001 年三峡工程建设 8 年多共使用炸药 5.18 亿吨，估算三峡工程总炸药用量为 5.18/90%=5.76 亿吨。
来源：《三峡工程民爆物品管理》，《三峡工程进展情况》，中国三峡工程报，《金沙江白鹤滩水电站（2016）》，广东省水力和新能源发电工程学会，四川日报，国际能源网，中泰证券研究所

图表 43：雅鲁藏布江水电站炸药用量估算

	装机容量系数	土方石开挖总量估算 (亿立方米)	炸药用量估算 (万吨)
参照三峡工程	2.67	3.57	15.35
参照乌东德工程	5.88	2.56	17.65
参照白鹤滩工程	3.75	3.18	15.00
平均值	-	3.11	16.00

注：装机容量系数=雅鲁藏布江水电站装机容量/参照水电站装机容量；土方石开挖总量估算=装机容量系数*参照水电站土方石开发量；炸药用量估算=土方石开挖总量估算结果*参照水电站炸药单耗
来源：中泰证券研究所

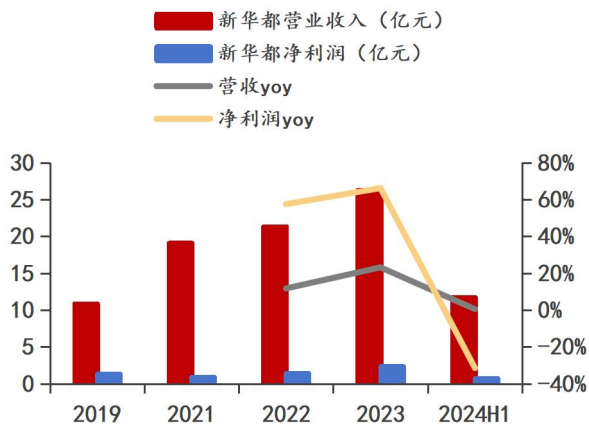
3、聚焦高需求、高潜力市场，一体化龙头展宏图

3.1 内生与外延并举，铸就民爆矿服双项龙头

- 在矿服板块，公司收购涟邵建工及新华都工程，为矿服领军地位奠定坚实基础。公司前期矿服业务主要集中在以爆破技术为核心的露天矿山采剥服务。2016 年公司完成涟邵建工及新华都工程 100% 股权收购，其中，涟邵建工在煤炭矿山建设领域有较高的知名度，且以地下开采施工为主，与公司露天开采主业形成互补；新华都工程在有色矿山采剥工程领域有较高的知名度，长期承担全国最大的黄金矿山上杭紫金山金铜矿的开采任务，并先后承担了多个铜矿及铁矿的开采工作，且与紫金矿业合作深厚。涟邵建工及新华都工程均为主业实力突出的矿服公司，收购此两家公司有助于宏大进一步强化自

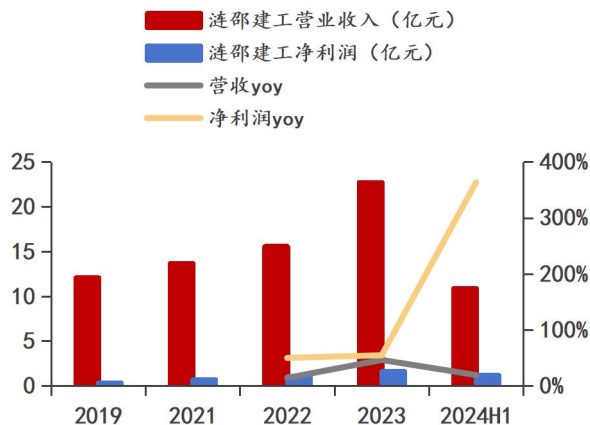
身矿服实力，提升市场份额，2023年新华都及涟邵建工合计向公司贡献收入及净利润49.02亿元和3.95亿元，占公司总收入及总净利润的比重为42.47%和40.64%。

图表 44：新华都营收及净利润情况



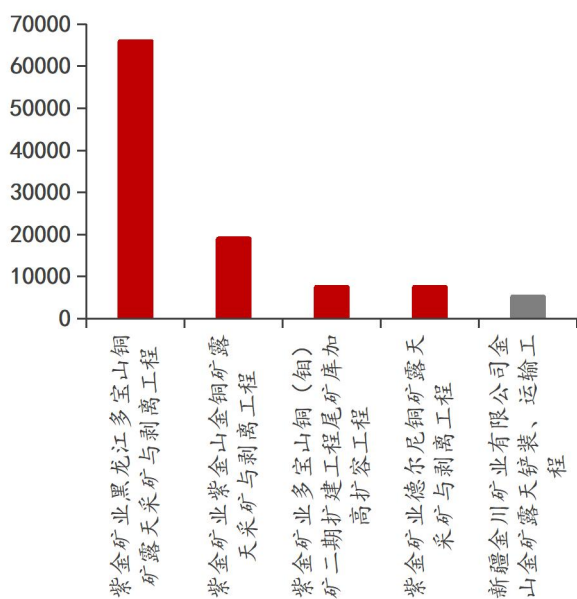
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 45：涟邵建工营收及净利润情况



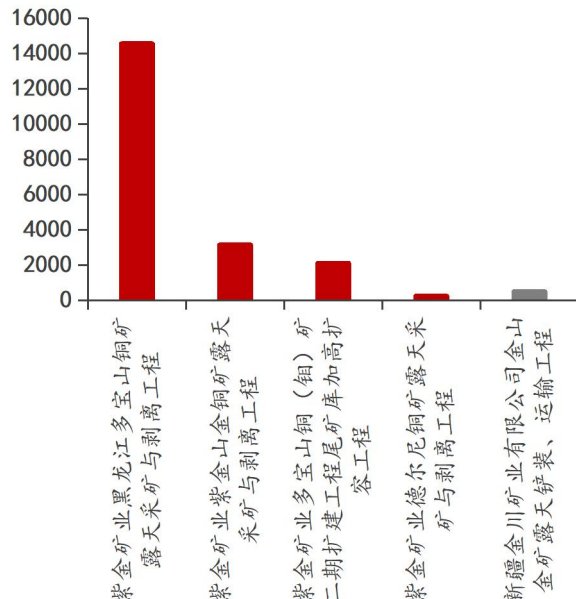
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 46：2019 年新华都前五大矿山工程项目收入情况 (单位：万元；红色表示客户为紫金集团)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 47：2019 年新华都前五大矿山工程项目毛利情况 (单位：万元；红色表示客户为紫金集团)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **矿服主业深耕不辍，矿服一体化实力领先。**多年来公司在矿服板块持续深耕露采、地采和混装三大业务，拥有矿山工程施工总承包一级资质、爆破作业单位许可营业性一级资质等工程施工资质，是国内产业链最广、服务能力最强的矿服企业之一。此外，公司紧跟产业政策，致力推行矿服民爆一体化服务模式，经过多年的专业经营，公司已成为我国整体爆破方案设计能力最强、爆破技术最先进、服务内容最齐全的矿山民爆一体化服务商之一。

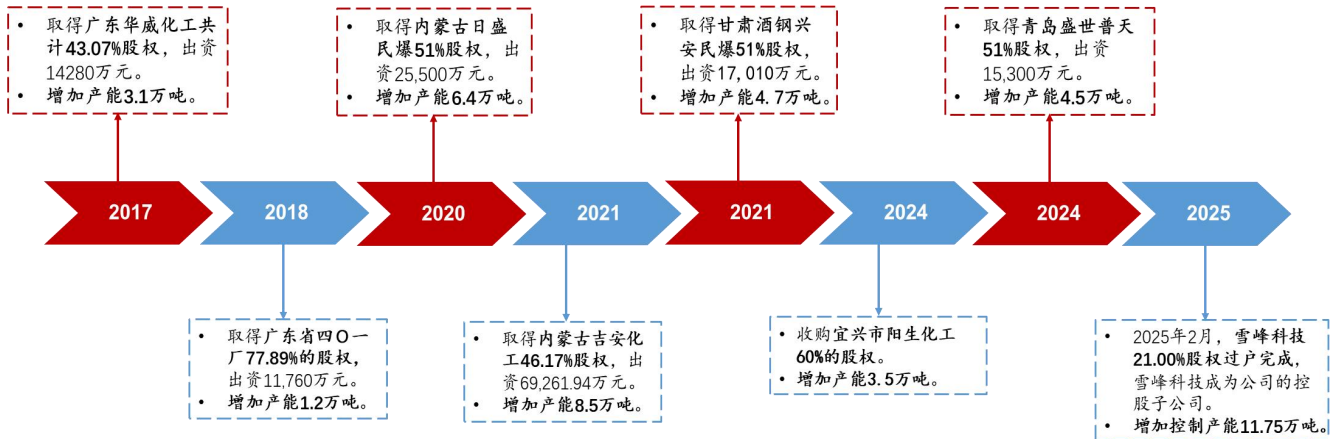
图表 48：公司矿业一体化服务流程



来源：公司公告，中泰证券研究所

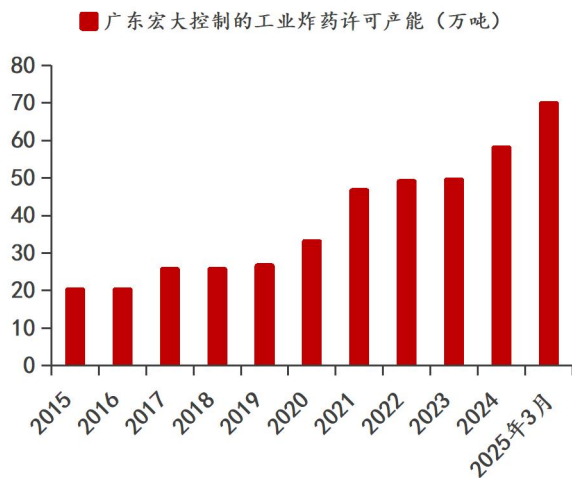
- **在手订单充足，保障可持续增长。**公司目前在手订单逾 300 亿元，能够为未来三年矿服业绩提供稳定保障，同时公司秉承“大客户、大项目”战略，每年新增订单稳中有增，为业绩可持续增长保驾护航。此外，公司订单结构均衡，服务的矿种以金属矿为主，其次为煤炭、砂石骨料等，服务矿种多样，有效规避了单一矿种价格或需求波动带来的矿山资本开支减少风险。
- **在民爆板块，公司紧跟行业供给侧改革趋势，积极进行收购整合，产能跃居行业第二。**公司采用外延式并购策略提升产能，首先从广东省内入手，截至 2017 年，广东共有八家民爆企业，炸药产能合计 14.3 万吨，其中四家在宏大体系内，宏大共拥有省内炸药产能 6.1 万吨，至 2020 年公司已基本完成省内民爆器材生产企业的整合（省内八家生产企业已整合七家），公司炸药总产能提升至 26.6 万吨，在广东省内拥有产能 13.4 万吨。之后，公司开始省外并购之路，2020 年 11 月、2021 年 3 月分别收购内蒙古日盛 51% 股权及内蒙古吉安化工 46.17% 股权，进入内蒙古市场；2021 年 5 月收购酒钢兴安，拓展至甘肃市场；2024 年 4 月收购宜兴阳生 60% 股权，同年 9 月收购青岛盛世普天 51% 股权；2025 年 2 月 25 日，雪峰科技 21% 股份过户完成，成为宏大控股子公司，目前广东宏大控制的工业炸药许可产能提升至 69.75 万吨，位居全国第二。

图表 49：广东宏大近年来收购情况梳理



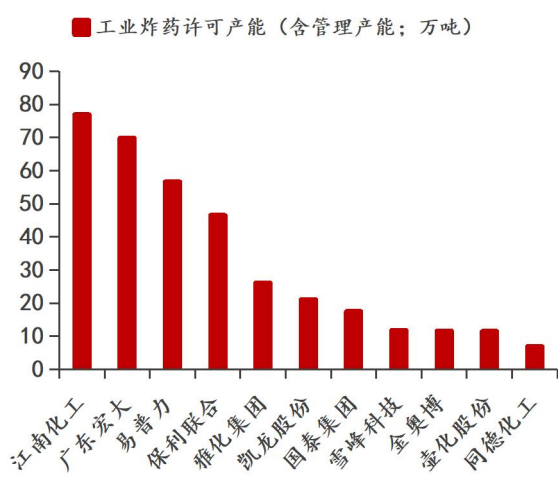
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 50: 2015-2025 年 3 月广东宏大控制的工业炸药产能情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 51: 主要民爆上市公司工业炸药许可产能(截至 2025 年 3 月)



来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

- **优化产能布局, 聚焦需求旺盛区域。**公司在完成相关民爆企业收购后, 会依据自身需求及富矿区域需求, 对民爆产能布局进行优化, 将富余产能向新疆、西藏、内蒙古等需求旺盛地区转移, 从而提升产能释放、推动矿服业务增长。目前, 公司产能遍布全国各地, 主要分布在广东、内蒙、甘肃、辽宁、黑龙江、西藏、新疆等地区, 其中 2024 年新疆、西藏、甘肃、辽宁民爆生产总值均实现正增长, 同比增速分别为 24.60%、35.96%、7.19%、2.52%。

图表 52: 公司主要产能分布情况

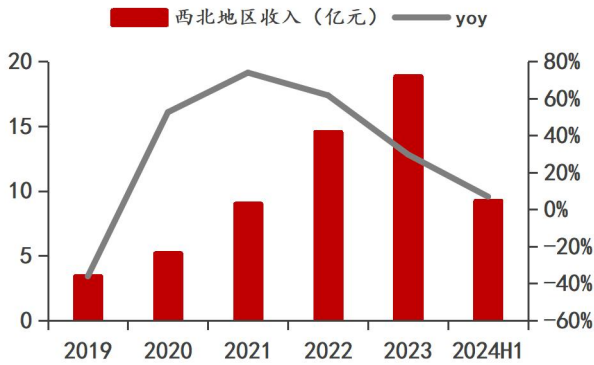


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

3.2 率先布局高需求区域, 享受景气释放红利
3.2.1 深耕新疆, 掘金景气市场

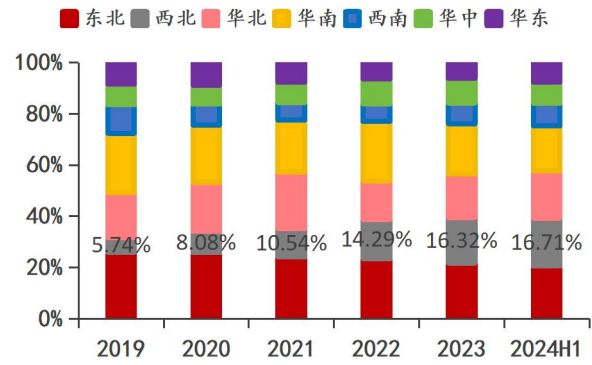
- **先发优势显著，业绩规模不断提升。**公司进入新疆市场较早，早在 2012 年就开始承担新疆托克逊县艾丁湖石灰石矿开采工程的外包服务，合同服务周期 10 年，年均约 1.08 亿元，此后公司深耕新疆市场，据投资者交流记录，公司 2017 年在新疆地区已布局民爆产能。近年来公司持续聚焦新疆市场等富矿带重点区域，大客户和大项目的营销力度持续加强，2024H1 新疆市场营收较去年同比增长 48.12%，新疆地区业绩规模的不断提升，带动西北地区成为公司重要收入来源。2019-2023 年公司西北地区收入从 3.39 亿元增加至 18.84 亿元，CAGR 为 53.54%，西北地区占公司总收入的比重也由 2019 年的 5.74% 提升至 2023 年的 16.32%。

图表 53: 2019-2024H1 公司西北地区收入及增速



来源: WIND, 中泰证券研究所

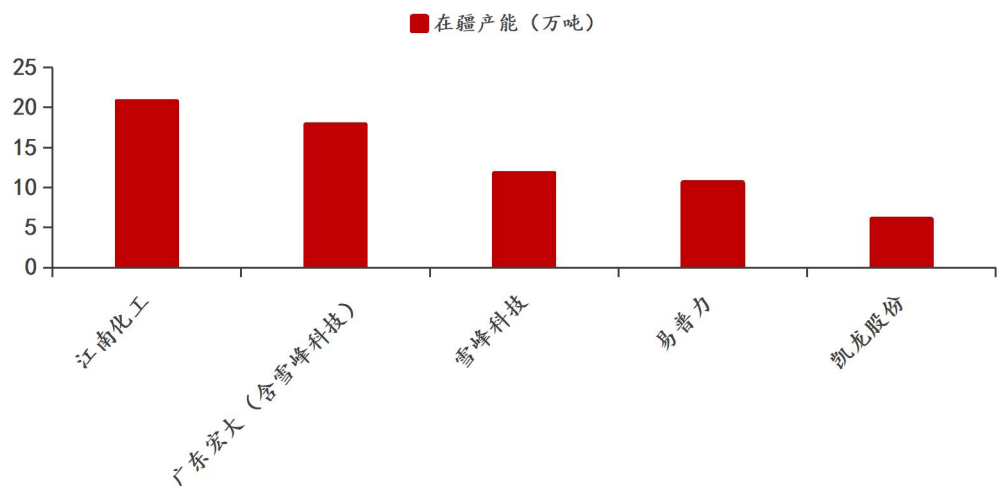
图表 54: 2019-2024H1 各地区收入占总收入比重



来源: WIND, 中泰证券研究所

- **在疆产能位居第二，规模优势突出。**目前在新疆主要有江南化工、广东宏大、易普力、雪峰科技、凯龙股份等民爆企业布局产能，其中江南化工、易普力、凯龙股份在疆产能分别为 20.75 万吨、10.6 万吨及 6.01 万吨。广东宏大原在疆产能为 6.1 万吨，2025 年 2 月雪峰科技资产过户完成，考虑到雪峰科技产能 11.75 万吨，广东宏大在疆控制产能达 17.85 万吨，按照新疆现有有效民爆产能指标 48 万吨估算，广东宏大在疆控制产能占比约为 37%，规模优势突出。

图表 55: 主要民爆企业在疆产能



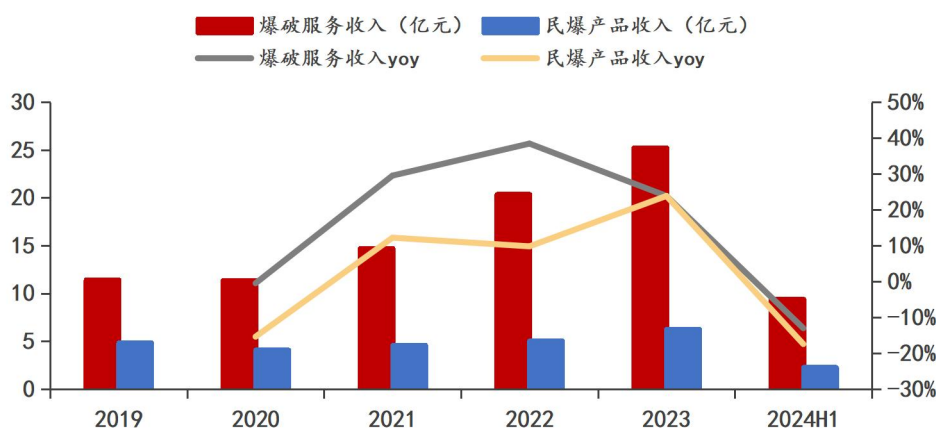
来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

- **持续调增产能，放大成本优势。**公司针对新疆市场旺盛需求，不断优化产能布局，将富余产能转移至新疆，24 年 4 月收购的宜兴阳生拥有产能 3.7 万吨，公司拟将其中 1.4 万吨富余产能转移至新疆地区，有助于进一步提升公司矿服业务在新疆的市场份额。同时，通过转移产能，公司亦可降低成本，

拓宽利润空间，新疆民爆器材售价较高，若将富裕产能转移至新疆，公司只需要承担混装炸药生产成本，自产及外采炸药产生的差价将兑现至利润端，矿服板块利润有望进一步提升。

- 收购雪峰顺利落地，强强联合未来可期。**2024年7月2日，广东宏大发布重大资产购买预案，拟收购雪峰科技21%的股权，2025年2月25日，雪峰科技21%股份已过户至宏大名下。雪峰科技是新疆本土民爆头部企业，民爆业务涵盖工业炸药、雷管、索类的“产、运、销”和工程爆破的“钻、爆、挖、运”。此外，雪峰科技子公司玉象胡杨是新疆唯一硝酸铵生产企业，硝酸铵产能合计达66万吨。公司收购雪峰科技，有利于充分发挥业务协同效应，巩固和扩大在新疆的民爆行业地位，更好地把握新疆煤炭产业发展机遇，同时公司也可依托雪峰科技的硝酸铵产能生产炸药或直接采购炸药，为爆破服务提供保障。

图表 56: 雪峰科技民爆业务收入情况

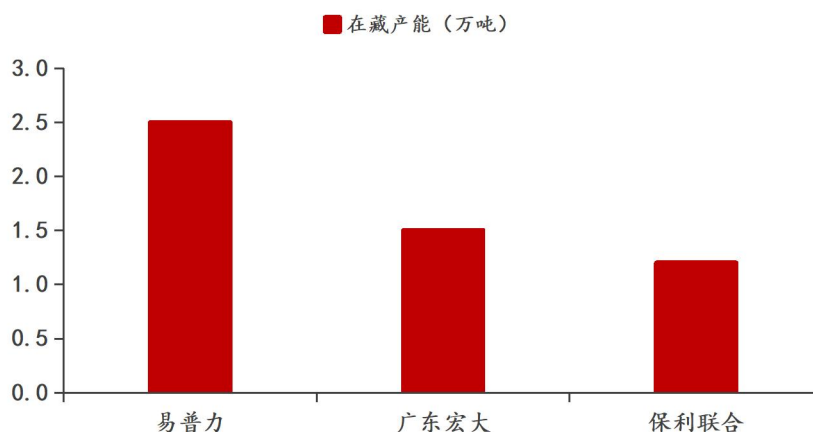


来源: WIND, 中泰证券研究所

3.2.2 布局西藏，把握发展机遇

- 不断加大投入，产能优势突出。**目前西藏地区主要有易普力、广东宏大及保利联合等公司布局炸药产能，其中公司在西藏区域的工业炸药许可产能为1.5万吨/年，按照西藏自治区工业炸药许可产能合计8.3万吨/年计算，公司产能占全区产能的比重为18%，具备较大规模优势，此外，公司持续加大在西藏等重要地区的投入，将公司位于其他地区富余的炸药产能调配至西藏等地，公司在藏产能优势有望进一步加大。

图表 57: 部分民爆企业在藏产能



来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

- **持续开拓优质客户，铜矿扩建有望带来新订单。**公司在西藏市场布局较早，2017年西藏玉龙铜业即为公司前五大客户，2018年为了更好开拓玉龙铜矿的矿产资源，降低矿山采剥成本，公司出资460万与玉龙铜业等合资设立了昌都市创合工程有限公司，公司占有46%股权。后公司持续深耕西藏等重点市场区域，开拓优质客户，业务规模不断提升，2023年西藏区域营收同比增加65.15%。目前公司在西藏地区有承接玉龙铜矿、巨龙铜矿、宝翔铅锌矿等相关项目，后续随着巨龙二期、玉龙三期、朱诺铜矿等大型铜矿项目落地，公司依托出色的矿服能力和产能优势，有望再获大额订单。

图表 58：2017-2019 年公司与玉龙铜矿在手订单情况

时间	规模（万元）	工期	所需主要设备
2017年末	16655.02	3年	自卸车100台、挖掘机10台、钻机10台、装载机6台、推土机5台
2018年末	22500.24	3年	自卸车120台、挖掘机12台、钻机10台、装载机8台、推土机6台
2019年末	18658	2年	装载机5台

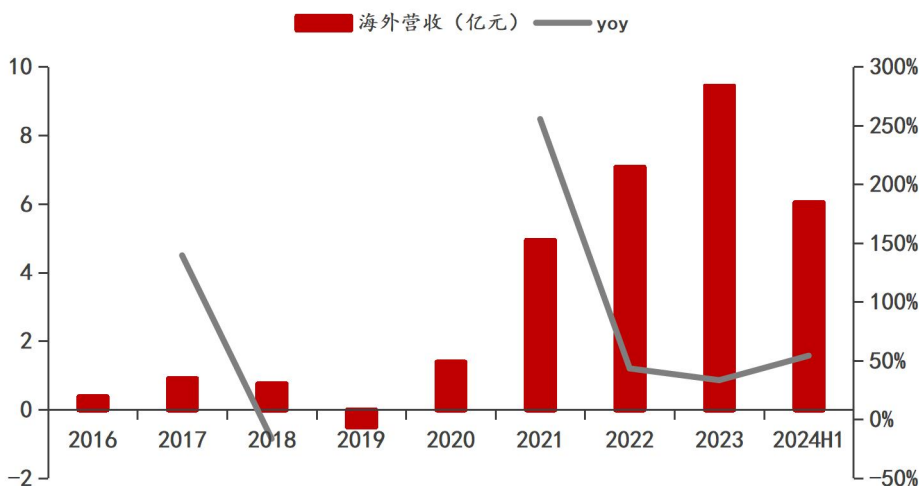
注：规模为当年合同产生的收入。

来源：公司公告，中泰证券研究所

3.2.3 胸怀海外，拓展成长空间

- **跟随大客户出海，打响海外征程第一枪。**公司积极响应国家“一带一路”政策，跟随国内矿山巨头出海，在“一带一路”多个沿线国家承接项目提供矿服业务。目前公司海外矿服业务主要集中在塞尔维亚、哥伦比亚、圭亚那等国家，矿种以金铜矿、煤矿、钾盐矿为主。除提供矿服业务外，考虑到当地炸药需求，公司也因地制宜在当地设立炸药厂，截至2024年9月，公司在赞比亚投资建设乳化炸药生产线工作正在积极推进中。公司海外业务自2016年开始贡献收入，2020年起受益于存量项目贡献以及前期储备项目陆续正式投产带来增量，公司海外收入规模迅速增长，2020-2023年公司海外收入从1.39亿元增长至9.44亿元，CAGR为89.37%。

图表 59：广东宏大海外营收情况



注：2019年境外收入为负数主要系境外巴基斯坦项目原结算方式中包含柴油款，2019年新签订合同约定工程计价中不再包含柴油款，原确认的收入冲回所致。

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 60: 公司部分海外项目情况

项目名称	业主	所在国家
刚果(布)布谷马西钾盐矿项目	鲁源矿业	刚果(布)
塞尔维亚瑞基塔项目丘卡卢-佩吉铜金矿	紫金矿业	塞尔维亚
塞尔维亚波尔项目	紫金矿业	塞尔维亚
秘鲁马尔科纳项目	首钢秘铁	秘鲁
哥伦比亚武里蒂卡金矿项目	紫金矿业	哥伦比亚
老挝东泰钾矿项目	亚钾国际	老挝
圭亚那奥罗拉金矿项目	紫金矿业	圭亚那
巴基斯坦塔尔煤田项目	中国机械设备工程	巴基斯坦

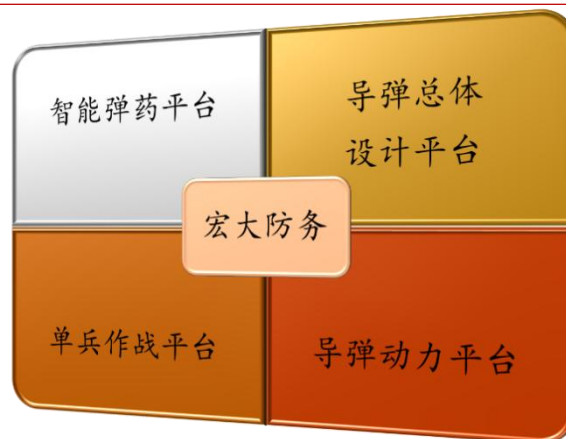
来源: 连邵建工官网, 宏大爆破公众号, 中泰证券研究所

- 首次海外并购落地, 国际化发展迎来新阶段。2025 年 1 月, 宏大民爆成功并购秘鲁南方炸药公司 (EXSUR), 正式进军南美市场, 为公司开辟了新的蓝海市场。此外, 公司还成立了坦桑尼亚销售公司, 获得了当地销售牌照。海外市场是公司重要战略方向, 随着公司加快海外市场布局, 积极推进并购与合作, 预计未来海外市场份额将进一步扩大。

4、转型防务装备, 军工发力可期

- 搭建“1+N”战略布局, 军工板块未来可期。军工是公司重要的战略发展板块, 现阶段已形成“1+N”战略布局, 其中, “1”以宏大防务公司为主(原明华机械, 是拥有 50 多年历史的军工老厂, 主要生产手榴弹、迫击炮弹等), 进行产品线的升级和拓展, “N”指孵化的多个智能弹药及单兵作战等前瞻性军工项目研发平台, 包括智能弹药平台、单兵作战平台、导弹总体设计平台、导弹动力平台。经过多年发展, 公司布局了国内及国际军贸两大市场, 产品包含传统弹药、智能武器装备以及黑索今等, 目前公司以国际军贸及黑索今业务为防务装备板块的两大业务主线, 未来发力可期。

图表 61: 公司“1+N”战略布局



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

4.1 军贸东风起, 期待市场新机遇

- 全球军贸整体保持景气状态。军品贸易是一个国家基于外交大局和发展本国企业而实施的国际贸易活动, 能够直接体现国家的意志, 是外交手段的有力补充, 同时也是国家扩大内需, 促进经济发展的重要措施。近年来, 全球军贸市场整体呈现向上态势, 据瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所 (SIPRI), 2020-2024 年主要武器的国际转让量较 2015-2019 年及 2010-2014 年基本持平、较 2005-2009 年高出 18%, 仍处于冷战后较高水平。

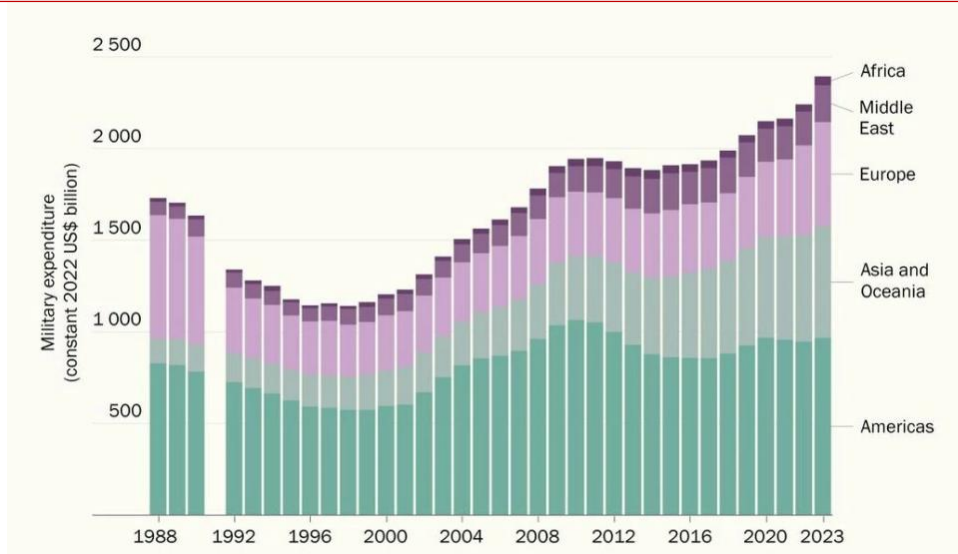
图表 62：1980-2024 年主要武器国际转让趋势



来源：SIPRI 武器转让数据库，中泰证券研究所

- 全球军贸增长背后的主要驱动在于，①近年来，全球地缘政治冲突频发，俄乌冲突、巴以冲突呈现长期化态势，国际紧张局势加剧助推武器贸易增长；②全球军费持续加码，2023 年全球国防预算达到 2.443 万亿美元，连续第九年增加，且同比增长 6.8%，增幅为 2009 年以来最高，其中，欧洲、亚洲和大洋洲以及中东地区军费开支增幅尤为明显，作为军贸活动资金的最终来源，军费的增加直接刺激军贸需求攀升。

图表 63：全球军费变化趋势



来源：SIPRI 武器转让数据库，中泰证券研究所

- **全球导弹市场交易活跃，未来预计保持增长态势。** 导弹装备是高端武器装备的典型代表，近年来全球导弹市场持续活跃，特别是俄乌冲突爆发以来，全球导弹贸易进一步增长。2023 年，全球导弹贸易共计 170 笔交易（按导弹类型统计共计 231 笔），涉及 60 种型号、导弹数量 58314 枚、交易金额 570 亿美元。国际形势日趋严峻，多国改变军事力量建设方针，预计全球导弹装备采购、装备交付、保障服务、军事援助、意向采购等贸易活动仍将保持增长，据蒂尔集团发布的《世界导弹简报 2023》，未来 5 年，包含地空导弹、反舰导弹、空地导弹、空空导弹、反坦克导弹、地地导弹在内的各类导弹数量规模将达到 17.87 万枚，总价值有望达到 1250.4 亿美元。

图表 64：2023 年全球导弹贸易总体情况

导弹类型	交易量（枚）及占比		交易金额（亿美元）及占比		交易频次（笔）及占比		交易型号数量（个）及占比	
	数量	占比	金额	占比	频次	占比	数量	占比
防空	15669	26.87%	422.41	74.16%	84	36.36%	28	46.67%
空空	4947	8.48%	45.97	8.07%	40	17.32%	3	5.00%
反舰	400	0.69%	22.62	3.97%	9	3.90%	6	10.00%
空地	5163	8.85%	54.4	9.55%	29	12.55%	9	15.00%
反坦克	31925	54.75%	17.65	3.11%	59	25.54%	8	13.33%
地地	210	0.36%	6.52	1.14%	10	4.33%	6	10.00%
合计	58314	100.00%	569.56	100.00%	231	100.00%	60	100.00%

来源：《全球武器及导弹贸易市场分析与预测》，中泰证券研究所

- 公司国际军贸业务主要以 HD-1 项目及 JK 项目两大外贸型导弹产品为抓手。**其中，HD-1 项目为超声速巡航导弹武器系统，包括车载基本型、机载型和舰载型三大系列，主要对标产品为俄印联制的布拉莫斯巡航导弹，与布拉莫斯相比，HD-1 配备固体冲压发动机，具备速度快、弹头大、体积小和重量轻的优势；JK 系列为超小型精确制导导弹，与同类产品相比，JK 系列产品在重量、射程以及智能方面均具有优势。2024 年 11 月、2025 年 2 月，公司携代表性防务产品亮相第十五届珠海航展及第十七届阿布扎比国际防务展，反响较好，静待军工订单落地。

图表 65：公司防务产品示意


来源：公司官网，中泰证券研究所

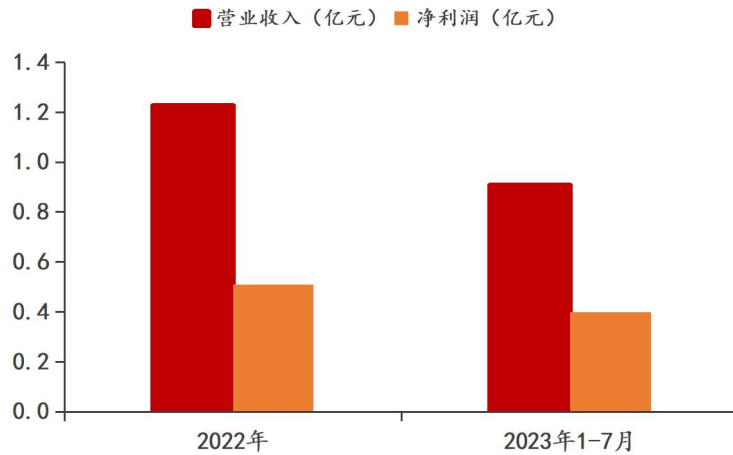
图表 66：公司防务产品亮相 2025 年阿布扎比国际防务展


来源：公司官网，中泰证券研究所

4.2 布局含能材料，打造新增长极

- 含能材料是有含能基团（如： $=N-NO_2$ 、 $-O-NO_2$ 、 $-ClO_4$ 等）或者含有氧化剂和可燃物，能独立快速进行反应，对外输出能量的亚稳态材料。**黑索今（环三亚甲基三硝铵，RDX）是军民两用基础含能材料，具有良好的热稳定性、高能量和高爆速等特点，爆炸力较 TNT 猛烈 1.5 倍，目前广泛应用于战斗部装药、推进剂、混合炸药、雷管、起爆具、射孔弹制造、超硬材料加工等领域。随着全球军事现代化的推进，含能材料在导弹、火箭等高精度武器领域的需求持续增长，同时含能材料在民用领域的拓展也为其带来新增长点，据 QYResearch，2023 年全球含能材料市场销售额为 1734 亿元，预计 2030 年将达到 2083 亿元，CAGR 为 2.6%。
- 收购江苏红光，打通产业链上游。**公司下属控股子公司防务科技于 2023 年 9 月以自有资金 2.76 亿元收购江苏红光 54% 的股权，2024 年 8 月又通过参与竞拍方式取得江苏红光剩余 46% 的股权，江苏红光成为宏大防务全资子公司。江苏红光是全国重要的军民两用基础含能材料生产企业，收购江苏

红光有利于公司快速构建并延伸军工产业链的着力点，丰富产品线，同时，也有助于公司增强对民爆上游原材料的供应能力。2022年江苏红光实现收入1.23亿元，净利润0.51亿元，净利率为42%，目前黑索今产能释放情况良好，公司也积极提升其产能释放，预计黑索今业务有望为公司防务板块带来较大业绩弹性。

图表 67：江苏红光业绩情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

5、盈利预测

5.1 预测关键假设

(1) 广东宏大

- **矿山开采板块：**公司持续深耕矿服主业，稳扎国内市场、开拓国外市场，矿服板块在手订单逾300亿元，每年新签订单稳中有增，预计2024-2026年收入同比增长20%/16%/16%。此外，随着公司混装产能比例提升，以及降本增效举措，矿服板块的毛利有望保持稳步增长，预计2024-2026年毛利率分别为18.11%/18.76%/19.20%。
- **民爆板块：**针对民爆板块，公司持续加强成本管控，优化产能布局，提升炸药释放，预计民爆板块业绩保持稳健，2024-2026年收入同比增长5%/3%/2%。毛利率方面，上游硝酸铵价格持续下行，预计带来毛利率提升，2024-2026年毛利率分别为36.69%/36.69%/36.69%。
- **防务装备板块：**新收购的江苏红光补强公司产品线，此外，公司将继续通过内部研发及积极推动弹药相关业务并购等方式补强，并推动军贸各项工作，防务板块业绩和盈利能力有望进一步提升，预计2024-2026年收入同比增长49%/29%/12%，毛利率预计分别为16.50%/17.09%/17.73%。

图表 68: 广东宏大营收拆分

	2023	2024E	2025E	2026E
矿山开采				
营业收入(亿元)	89.35	106.91	124.41	144.91
yoy	21%	20%	16%	16%
毛利率(%)	16.82%	18.11%	18.76%	19.20%
民爆器材销售				
营业收入(亿元)	22.82	23.97	24.71	25.18
yoy	4%	5%	3%	2%
毛利率(%)	36.50%	36.69%	36.69%	36.69%
防务装备				
营业收入(亿元)	1.72	2.56	3.30	3.70
yoy	-41%	49%	29%	12%
毛利率(%)	15.14%	16.50%	17.09%	17.73%
其他				
营业收入(亿元)	1.54	1.50	1.50	1.50
毛利率(%)	16%	15%	15%	15%
合计				
营业收入(亿元)	115.43	134.94	153.91	175.28
yoy	14%	17%	14%	14%
毛利率(%)	20.67%	21.35%	21.57%	21.64%

来源: WIND, 公司公告, 中泰证券研究所

(2) 雪峰科技

- 民爆产品及爆破服务:** 煤炭产量迅速增加是新疆煤炭景气提升的主要驱动力, 2024 年新疆煤炭产量同比增长 18.4% 至 5.4 亿吨, 目前疆煤外运、煤化工及煤电三大疆煤消纳通道持续扩容, 预计新疆煤炭产量继续保持增长态势, 牵引民爆需求不断增加, 同时广东宏大控股雪峰科技后, 二者主业强强联合, 对雪峰有所赋能, 预计公司民爆产品 2024-2026 年收入同比增长 3%/12%/12%, 毛利率分别为 55%/55%/55%, 预计爆破服务 2024-2026 年收入同比增长 3%/12%/12%, 毛利率分别为 26%/26%/26%。
- 化工产品:** 目前大宗商品价格低位运行, 公司化工产品主要原材料天然气成本持续上涨, 化工产品板块阶段性承压, 预计 2024-2026 年化工产品收入同比变动 -10%/+8%/+8%, 毛利率预计分别为 21%/21%/22%。

图表 69: 雪峰科技营收拆分

		2023	2024E	2025E	2026E
民爆产品	收入 (亿元)	6.24	6.43	7.20	8.06
	yoy	23.77%	3%	12%	12%
	毛利率	52.29%	55%	55%	55%
爆破服务	收入 (亿元)	25.21	25.96	29.08	32.57
	yoy	23.79%	3%	12%	12%
	毛利率	20.83%	26%	26%	26%
化工产品	收入 (亿元)	28.31	25.48	27.52	29.72
	yoy	1.04%	-10%	8%	8%
	毛利率	22.32%	21%	21%	22%
LNG	收入 (亿元)	3.06	2.14	2.68	3.35
	yoy	-41.69%	-30%	25%	25%
	毛利率	16.98%	-5%	15%	17%
商品贸易	收入 (亿元)	5.81	2.90	3.20	3.51
	yoy	-32.36%	-50%	10%	10%
	毛利率	10.47%	10%	10%	10%
运输服务	收入 (亿元)	1.16	0.81	0.90	0.99
	yoy	-6.55%	-30%	10%	10%
	毛利率	27.07%	24%	24%	24%
合计	收入 (亿元)	69.79	63.73	70.57	78.20
	yoy	1.87%	-8.68%	10.72%	10.82%
	毛利率	23.42%	25.05%	25.84%	26.34%

来源: WIND, 公司公告, 中泰证券研究所

(3) 雪峰科技并表

- 根据上述关键假设, 我们预测广东宏大 2024-2026 年实现收入 134.94、153.91、175.28 亿元, 实现归母净利润 8.85、10.36、12.33 亿元; 预测雪峰科技 2025-2026 年实现收入 70.57、78.20 亿元, 实现归母净利润 9.38、10.88 亿元。2025 年 2 月 25 日, 雪峰科技 21% 股份过户至广东宏大大名下, 成为其控股子公司, 故 2025 年 2 月底开始广东宏大并表雪峰科技, 其中收入全部并表, 归母净利润按照 21% 控股比例并表, 计算得到广东宏大 2024-2026 年实现收入 134.94、213.85、253.48 亿元, 同比增长 16.90%/58.48%/18.54%, 实现归母净利润 8.85、12.03、14.61 亿元, 同比增长 23.60%/35.97%/21.46%。

图表 70: 雪峰科技并表后广东宏大收入及净利润预测

		2023	2024E	2025E	2026E
广东宏大 (不含雪峰科技)	收入 (亿元)	115.43	134.94	153.91	175.28
	收入yoy		16.90%	14.06%	13.89%
	归母净利润 (亿元)	7.16	8.85	10.36	12.33
	归母净利润yoy		23.60%	17.06%	19.02%
雪峰科技	收入 (亿元)	69.79	63.73	70.57	78.20
	收入yoy		-8.68%	10.72%	10.82%
	归母净利润 (亿元)	8.54	8.11	9.38	10.88
	归母净利润yoy		-4.98%	15.66%	15.99%
广东宏大 (雪峰科技并表)	收入 (亿元)	115.43	134.94	213.85	253.48
	收入yoy		16.90%	58.48%	18.54%
	归母净利润 (亿元)	7.16	8.85	12.03	14.61
	归母净利润yoy		23.60%	35.97%	21.46%

注: 雪峰科技 21% 股权于 2025 年 2 月 25 日完成过户, 故 2025 年并表收入及净利润按时间有所折算。

来源: WIND, 中泰证券研究所

5.2 盈利预测及投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年实现归母净利润 8.85、12.03、14.61 亿元，截至 2025 年 3 月 25 日，公司股价对应 PE 分别为 25.32、18.62、15.34 倍，选取民爆矿服企业易普力、江南化工、国泰集团、壶化股份作为可比公司，2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 24.29、16.65、13.45 倍。公司估值水平高于可比公司均值，考虑到公司是民爆矿服一体化龙头企业，市场地位领先，且在新疆西藏等高景气市场也有优势布局，有望受益于相关区域需求释放，同时防务装备板块国际军贸及黑索今业务弹性可期，我们认为公司应当享有一定的估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 71：可比公司估值

代码	证券简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002096.SZ	易普力	148.98	7.37	8.79	10.12	20.20	16.95	14.72
002226.SZ	江南化工	153.11	9.25	10.80	13.51	16.56	14.17	
603977.SH	国泰集团	79.77	3.26	3.96	5.04	24.44	20.16	15.81
003002.SZ	壶化股份	49.26	1.37	3.22	5.02	35.96	15.32	9.81
	平均值	-	5.31	6.69	8.42	24.29	16.65	13.45
002683.SZ	广东宏大	224.05	8.85	12.03	14.61	25.32	18.62	15.34

注：总市值选取 2025/3/25 收盘价，可比公司归母净利润及 PE 选取 wind 一致预期
来源：WIND，中泰证券研究所

6、风险提示

- **宏观经济风险。**矿服和民爆业务与国家宏观经济运行关系较为密切，其中矿服业务下游矿业受国家政策、财政资金投入因素影响较大，民爆产品主要用于基础设施建设、矿山开采、工程爆破、资源勘探及资源深加工等领域，对采矿、基础设施建设等行业的依赖性较强。
- **区域景气度不及预期。**公司目前重点聚焦新疆、内蒙、西藏等富矿带重点地区开拓，存在区域景气度不及预期的风险。
- **竞争加剧。**目前矿山服务市场相对分散，行业门槛相对较低，同质化竞争严重，富矿带地区迅速崛起成为行业的主要市场，主要民爆企业纷纷布局富矿带区域，存在较大的市场竞争压力，同时其他部分地区也面临市场饱和及激烈竞争。
- **安全生产风险。**矿服、民爆及军品行业均属于高危行业，面临安全生产风险。若由于安全风险控制不当引发意外事故，会对企业的正常生产经营带来不利影响。
- **防务装备板块转型升级风险。**高端军品研发因技术难度高、前期投入巨大、周期长等因素影响，公司防务装备板块转型升级将面临较大不确定性因素，同时也存在一定的国家政策调整等风险。
- **测算偏差风险：**本报告涉及的测算基于一定前提假设，存在一定的测算偏差风险。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：**研究报告部分资料来源于公司定期报告和其他公告，使用的公开资料存在信息滞后或更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,958	4,070	6,240	9,072	营业收入	11,543	13,494	21,385	25,348
应收票据	825	742	855	760	营业成本	9,157	10,614	16,774	19,861
应收账款	2,169	2,473	3,755	4,411	税金及附加	46	56	90	105
预付账款	74	85	101	159	销售费用	70	74	118	139
存货	391	526	664	788	管理费用	658	825	1,322	1,521
合同资产	1,416	1,799	2,815	3,200	研发费用	375	445	727	836
其他流动资产	2,653	2,416	3,690	4,274	财务费用	87	73	78	74
流动资产合计	9,069	10,313	15,305	19,465	信用减值损失	-59	-60	-40	-30
其他长期投资	12	9	11	11	资产减值损失	-79	-40	-30	-30
长期股权投资	316	316	316	316	公允价值变动收益	1	0	0	0
固定资产	2,140	2,141	2,202	2,311	投资收益	86	80	244	308
在建工程	375	475	475	375	其他收益	14	10	10	10
无形资产	431	476	490	507	营业利润	1,138	1,407	2,471	3,084
其他非流动资产	3,916	3,968	4,041	4,058	营业外收入	5	7	6	5
非流动资产合计	7,190	7,385	7,535	7,578	营业外支出	9	13	12	11
资产合计	16,259	17,699	22,840	27,043	利润总额	1,134	1,401	2,465	3,078
短期借款	206	250	300	250	所得税	162	199	351	438
应付票据	269	318	554	596	净利润	972	1,202	2,114	2,640
应付账款	2,180	2,494	3,908	4,568	少数股东损益	256	317	911	1,179
预收款项	3	2	3	4	归属母公司净利润	716	885	1,203	1,461
合同负债	137	108	171	203	NOPLAT	1,047	1,264	2,181	2,704
其他应付款	700	700	700	700	EPS (摊薄)	0.94	1.16	1.58	1.92
一年内到期的非流动负债	1,557	500	500	500					
其他流动负债	1,066	1,240	1,855	2,135	主要财务比率				
流动负债合计	6,119	5,613	7,992	8,956	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	1,732	2,632	3,432	4,182	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	13.5%	16.9%	58.5%	18.5%
其他非流动负债	463	460	460	460	EBIT 增长率	15.6%	20.7%	72.6%	24.0%
非流动负债合计	2,195	3,092	3,892	4,642	归母公司净利润增长率	27.7%	23.6%	36.0%	21.5%
负债合计	8,315	8,705	11,884	13,598	获利能力				
归属母公司所有者权益	6,470	7,203	8,254	9,563	毛利率	20.7%	21.3%	21.6%	21.6%
少数股东权益	1,475	1,791	2,703	3,881	净利率	8.4%	8.9%	9.9%	10.4%
所有者权益合计	7,944	8,994	10,956	13,445	ROE	9.0%	9.8%	11.0%	10.9%
负债和股东权益	16,259	17,699	22,840	27,043	ROIC	16.3%	17.3%	22.6%	21.9%
					偿债能力				
现金流量表	单位: 百万元				资产负债率	51.1%	49.2%	52.0%	50.3%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	49.8%	42.7%	42.8%	40.1%
经营活动现金流	1,413	1,907	1,991	2,646	流动比率	1.5	1.8	1.9	2.2
现金收益	1,500	1,739	2,667	3,206	速动比率	1.4	1.7	1.8	2.1
存货影响	13	-135	-138	-124	营运能力				
经营性应收影响	289	-193	-1,380	-590	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
经营性应付影响	302	362	1,650	703	应收账款周转天数	68	62	52	58
其他影响	-691	134	-808	-550	应付账款周转天数	82	79	69	77
投资活动现金流	-276	-455	-442	-287	存货周转天数	16	16	13	13
资本支出	-909	-611	-549	-518	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.94	1.16	1.58	1.92
其他长期资产变化	633	156	107	231	每股经营现金流	1.86	2.51	2.62	3.48
融资活动现金流	-778	-340	620	474	每股净资产	8.52	9.48	10.87	12.59
借款增加	-346	-113	850	700	估值比率				
股利及利息支付	-453	-479	-706	-920	P/E	31	25	19	15
股东融资	172	0	0	0	P/B	3	3	3	2
其他影响	-151	252	476	694	EV/EBITDA	202	173	111	92

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。