



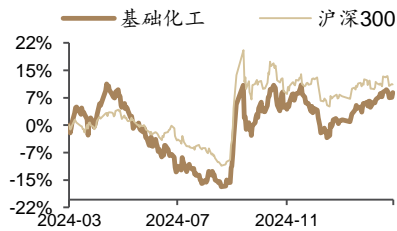
## 基础化工

优于大市（维持）

### 证券分析师

王华炳  
资格编号：S0120524100001  
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

### 市场表现



资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《供给端不确定性加深，溴素涨价有望超预期》，2025.3.25
- 《SAF国内应用试点大步推进，新疆煤化工进入高速发展期》，2025.3.23
- 《关注聚氨酯涨价机会》，2025.3.16
- 《宝丰能源(600989.SH)：价差修复产能释放，看好公司长期成长！》，2025.3.12
- 《——三氯蔗糖行业专题报告-供给协同默契空前，内外共振需求稳健》，2025.3.10

# 从政策端看民爆行业发展方向

——民爆行业系列深度①

### 投资要点：

- **引入：**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》，从推广无人化生产线、提升产业集中度、优化产业结构和产能布局、增强产品保障能力和有效供给能力等方面指明民爆行业未来的总体发展方向。通过梳理“十四五”以来的产业政策脉络，我们发现民爆行业的供给格局始终跟随政策指引方向在积极推进变革。本文，我们将通过分析民爆政策方向以展望行业未来发展。
- **民爆牌照壁垒高筑，盈利稳定现金流良好。**民爆作为基础工业基石，素有“能源工业的能源，基础工业的基础”的称号。核心产品工业炸药、工业雷管等易燃易爆的高危属性使得行业受到工信部、公安部、住建部等部门监管，具备生产许可、销售许可和工程资质三重认证壁垒，外来者较难进入。因此，民爆行业整体盈利能力较强，构建了优质的经营生态，头部企业（国泰集团、广东宏大等）近五年炸药毛利率超29%，应收账款率及净现比等财务指标表现整体优于基建行业平均水平。
- **政策核心从“供给度提升”和“高质量发展”两个维度推进变革：**
  - **①供给集中度持续提升。**在《“十四五”民用爆炸物品行业发展规划》（下称“十四五规划”）等政策指引下，我国民爆行业集中度快速提升，生产企业工业炸药产量CR10从2020年的49%跃升至2024年的66%。在此基础上，2025年工信部《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》（下称“本次《实施意见》”）进一步加码整合力度，明确2027年形成3-5家国际竞争力龙头企业的新目标，推动行业迈入跨区域深度整合阶段。**当前资本运作已印证政策效力：**一方面，头部企业加速横向并购，如2024年广东宏大22亿元收购雪峰科技21%股权、江南化工并购红旗民爆36%股权等；另一方面，民爆资产估值显著抬升，目前存量优质民爆企业稀缺，未上市体量较大的仅有云南民爆、内蒙古生力、海峡科化等，我们预计未来行业集中度有望进一步提升。
  - **②聚焦民爆高质量发展。**
    - a) 炸药结构升级：**“十四五”规划推动下，我国混装炸药占比持续提升，2024年达37%，提前完成十四五规划35%的目标。本次《实施意见》指出要继续压减包装型工业炸药许可产能，提升企业现场混装炸药许可产能占比，持续推动炸药产品结构升级。混装炸药产能往往需匹配爆破服务，爆破服务需要爆破服务证书或矿山总承包证书，小型生产企业受限于资质壁垒难以高效释放产能且不具备经济性，矿服企业或将充分受益。
    - b) 雷管技术迭代：**“十四五”规划强制性的电子雷管替代政策（2022年6月停产、8月停售普通雷管），使得电子雷管迎来爆发式增长，目前渗透率已达到90%以上。本次《实施意见》进一步提出要动态调整电子雷管产能，支持高品质、高附加值产品应用，推动无起爆药、零污染技术发展，头部企业有望凭借技术优势抢占更多市场份额。
    - c) 出海空间扩容：**全球民爆市场规模（2023年1230亿元）约为国内市场三倍，近年国内民爆龙头企业纷纷加速出海，如雅化集团、江南化工、易普力等企业在非洲锂矿/铀矿等项目落地，广东宏大以塞尔维亚为枢纽辐射中非及南美市场等。本次《意见》首次将国际化提升至战略高度，鼓励民爆企业参与“一带一路”建设，扩大产品出口规模，未来国内民爆企业有望跟随“一带一路”倡议持续出海打开成长空间。
- **建议关注标的：**易普力、江南化工、广东宏大、金奥博、雅化集团、雪峰科技、高争民爆、凯龙股份、壶化股份、保利联合。
- **风险提示：**原材料及产品价格波动；政策不及预期的风险；订单推进进度低于预期；下游需求下滑风险。

## 内容目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1. 民爆牌照壁垒高筑，盈利稳定现金良好 .....   | 4  |
| 2. 政策推动民爆行业持续向好 .....        | 7  |
| 2.1. 行业格局持续优化，集中程度不断提高 ..... | 7  |
| 2.2. 产品结构持续提升，矿服企业充分受益 ..... | 10 |
| 2.3. 政策鼓励企业出海，持续开拓民爆市场 ..... | 13 |
| 3. 行业标的 .....                | 14 |
| 4. 风险提示 .....                | 15 |

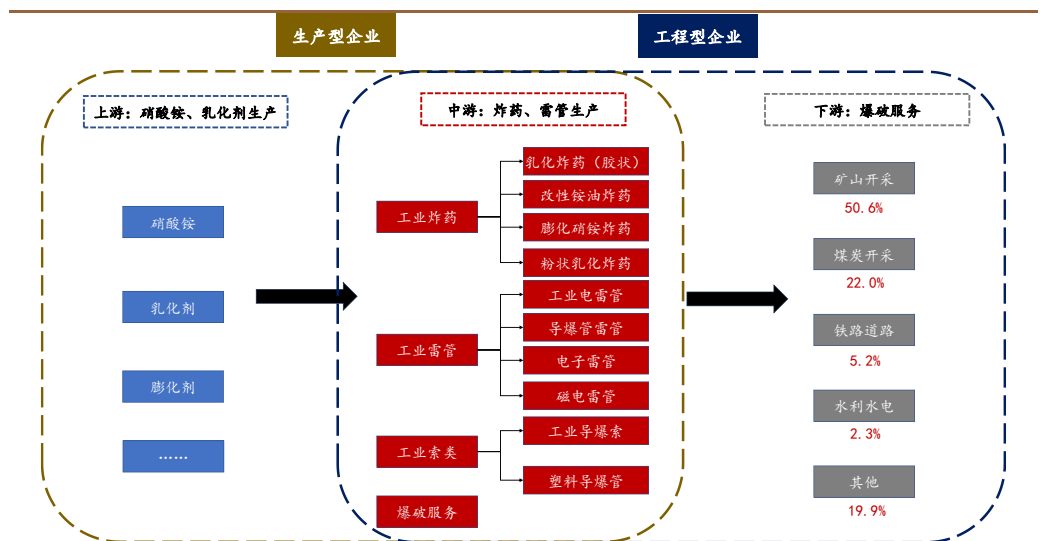
## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 民爆为基础工业基石 .....                           | 4  |
| 图 2: 炸药和雷管为核心民用爆破器材 .....                      | 5  |
| 图 3: 工业炸药种类丰富 .....                            | 5  |
| 图 4: 电子雷管优势明显 .....                            | 6  |
| 图 5: 民爆行业受强监管 .....                            | 7  |
| 图 6: 民爆企业应收账款周转率 (次) .....                     | 7  |
| 图 7: 民爆企业净现比 .....                             | 7  |
| 图 8: “十四五”规划提出 2025 年行业生产总值 CR10 达到 60+% ..... | 8  |
| 图 9: “十四五”规划提出 2025 年生产企业数量降到 50 家及以下 .....    | 8  |
| 图 10: “十四五”规划提出 2025 年混装炸药产能比例达到 35+% .....    | 8  |
| 图 11: 民爆行业集中度逐步增长 .....                        | 8  |
| 图 12: 行业优质民爆资产 .....                           | 10 |
| 图 13: 我国混装炸药占比持续提升 .....                       | 10 |
| 图 14: 工程爆破型企业未来可期 .....                        | 11 |
| 图 15: 爆破作业单位资质 .....                           | 12 |
| 图 16: 矿山总承包资质标准 .....                          | 12 |
| 图 17: 2019 年电子雷管价格远超普通雷管 .....                 | 13 |
| 图 18: 电子雷管基本替换完毕 .....                         | 13 |
| 图 19: 全球民爆物品市场空间 .....                         | 14 |
| <br>   |    |
| 表 1: 民爆企业收并购情况梳理 .....                         | 9  |
| 表 2: 民爆相关标的 .....                              | 14 |

## 1. 民爆牌照壁垒高筑，盈利稳定现金流良好





民爆是基础工业基石。民用爆破器材行业，素有“能源工业的能源，基础工业的基础”的称号。民爆行业主要涵盖民用爆破器材及其装备的科研、生产、销售、储运，以及爆破工程设计、施工服务、质量检测、进出口等经济活动。民爆产业链上游主要包括硝酸铵、乳化剂等产品。中游民用爆破器材主要是包含工业炸药和起爆器材两大类，主要产品有工业炸药、工业雷管、工业导爆索等多个品种，其中乳化炸药为最主要工业炸药。下游主要是爆破服务，包括矿山开采、煤炭开采、铁路道路、水利水电等。

图 1：民爆为基础工业基石



资料来源：中国民爆协会公众号、华经情报网、壹化股份招股说明书、前瞻产业研究院、德邦研究所（注：下游分类为2020年数据）

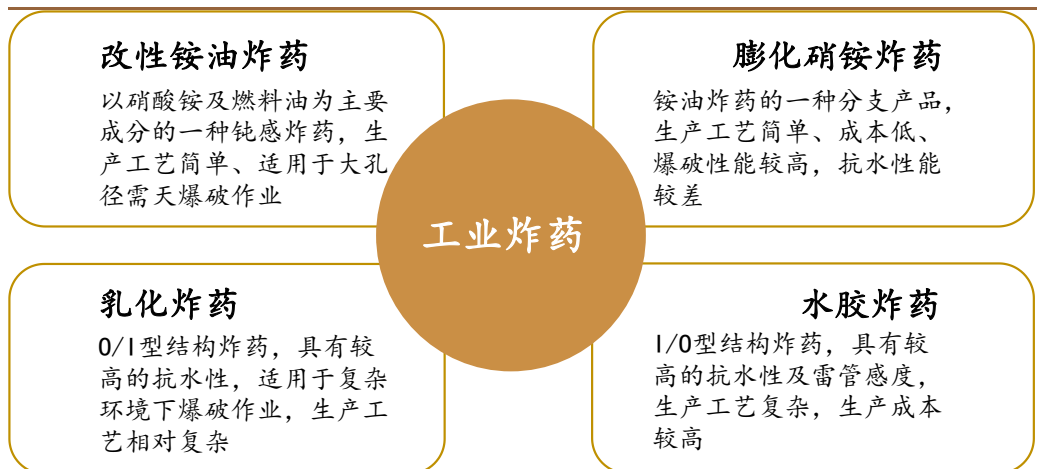
图 2：炸药和雷管为核心民用爆破器材

| 主要民用爆破器材定义 |   |   |
|------------|---|---|
| 名称         | 定义  | 产品形态  |
| 数码电子雷管     | 又称电子雷管、数码雷管或工业数码电子管，即采用电子控制模块对起爆过程进行控制的电雷管                          |  |
| 导爆管雷管      | 由导爆管的冲击波冲能激发的工业雷管   |  |
| 改性铵油炸药     | 以硝酸铵或多孔状硝酸铵为氧化剂，木粉和复合油（燃料油与石蜡的混合物）为可燃剂，再加入少量改性剂，并按一定比例均匀混合制得的粉状工业炸药 |  |
| 乳化炸药（胶状）   | 通过乳化剂作用，使氧化剂的水溶液的微滴均匀地分散在含有空气泡或空心微球等多孔性物质的油相连续介质中，形成的一种油包水性的含水炸药    |  |

资料来源：壹化股份招股说明书、德邦研究所

**工业炸药种类丰富。**工业炸药具有成本低廉、制造简单、应用可靠等特点，因而广泛应用于煤矿冶金、石油地质、交通水电、基础建筑工程、土石方工程、金属加工和控制爆破等领域。根据含水量及抗水性划分，工业炸药主要分为含水炸药及无水炸药两类，其中，主要工业炸药包括乳化炸药、水胶炸药、膨化硝酸铵炸药及改性铵油炸药四种。

图 3：工业炸药种类丰富



资料来源：华经产业研究院、德邦研究所

**相较于工业雷管，电子雷管优势显著。**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。电子控制模块内置雷管身份信息，可对雷管起爆延期时间等进行控制，并可实现点火元件状态测试及控制器通讯功能。其作用原理为运用起爆器对电子控制模块内部的电容器充电，起爆指令下发至电子控制模块内部的电容，然后电子控制模块对桥丝放电，桥丝发热将引燃火药，火药引爆基础雷管进而引爆炸药。电子雷管是采用电子控制模块对起爆过程进行控制的电雷管，1、延期精度：具有延期精度高、可任意设置延期时间，实现微差爆破；2、安全性：抗静电、运输中抗外界影响能力强，安全便于监管；3、经济性：可以减少约5%-15%的炸药，节约成本。

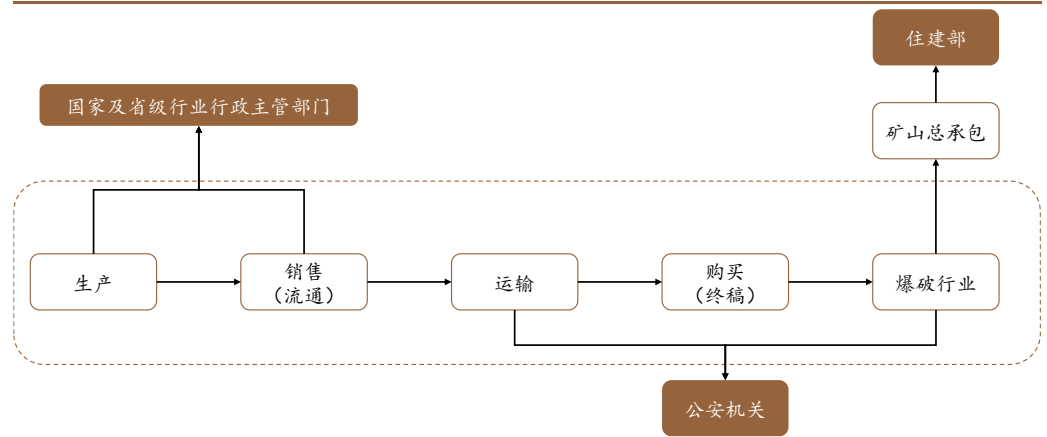
图 4：电子雷管优势明显

|      | 电子雷管   | 工业电雷管   | 导爆管雷管  | 总结                                     |
|------|--|---|--|--|
| 结构   | 微型电子芯片控制   | 化学延期药剂  | 化学延期药剂   |  |
| 延期精度 | 延期范围：0~16000ms，任意设置，最小间隔1ms<br>延期精度：0~150ms 误差≤1.5ms；151~16000ms 相对误差≤1%       | 延期范围：0~2000ms（第一系列）、0~110ms（第二系列）、0~1s（1/4秒系列）、0~3s（半秒系列） | 延期范围：0~2000ms（毫秒延期）、0~9s（秒延期）、0~7s（半秒延期）、0~2.25s（1/4秒延期） | 电子雷管 <b>延期精度高</b> 且可 <b>任意设置延期时间</b>   |
| 性能   | 抗静电性能：<br>在电容为 2000pF、串联电阻为 0Ω 及充电电压为（8.0-8.5）kV 条件下，对产品进行脚线-脚线、脚线-管壳放电，不发生爆炸。 | 抗静电性能：脚-壳（8kV/2000pF/0Ω），不发火                              | 具有抗静电的性能   | 电子雷管 <b>抗静电、杂散电流性能好</b> 且 <b>更便于监管</b> |
|      | 具有抗杂散电流性能  | 抗杂散电流功能较差   | 具有抗杂散电流性能  |  |
|      | 社会安全：可通过物联网智能管控，无授权无法使用  | 社会安全：无法管控使用终端   | 社会安全：无法管控使用终端  |  |
| 经济性  | 组网能力强，可一次完成大规模爆破，节约人力、时间、物力；可减少5%-15%炸药使用量；改善破碎块度，减少后续运输成本；雷管单价相对较高            | 组网能力差，大型网络设计成本高；雷管单价相对较低                                  | 破碎块度大，后续运输成本高；雷管单价相对较低                                   | 电子雷管更能 <b>节约成本</b>                     |

资料来源：凯龙股份官网、华经产业研究院、《数码电子雷管与传统雷管的性能对比分析》（刘晓娟等）、《数码电子雷管与传统工业雷管对比分析》（张良杰等）、《中华人民共和国行业标准 MT63-82》、德邦研究所

**民爆行业资质认证壁垒高筑，几乎没有外来者进入。**民爆行业核心产品工业炸药和工业雷管，具备较高的资质认证壁垒，其属于高度管制性行业，有着构筑生产许可、销售许可和工程认证资质三重进入壁垒。工信部和公安部管制我国民爆行业从生产到销售、储运以及工程施工使用的全周期。1、工信部：工信部负责民用爆炸物品生产、销售的安全监督管理，核发《民用爆炸物品生产许可证》、《民用爆炸物品销售许可证》；2、公安机关：公安机关负责民用爆炸物品公共安全管理和民用爆炸物品购买、运输、爆破作业的安全监督管理，监控民用爆炸物品流向，核发《民用爆炸物品购买许可证》、《民用爆炸物品运输许可证》、《爆破作业单位许可证》、《爆破作业人员许可证》。3、住建部：住建部负责审核企业资质，核发《矿山工程施工总承包资质》。

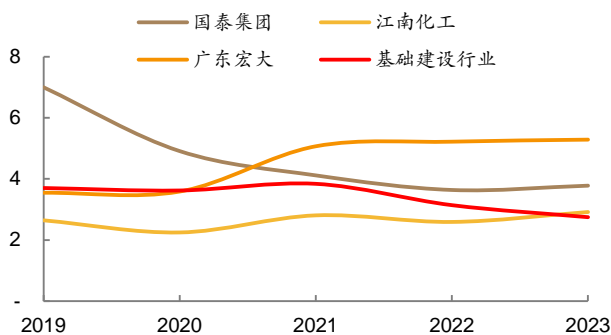
图 5：民爆行业受强监管



资料来源：苍南矿山井巷行业协会公众号、资质参谋公众号、壶化股份招股说明书、德邦研究所

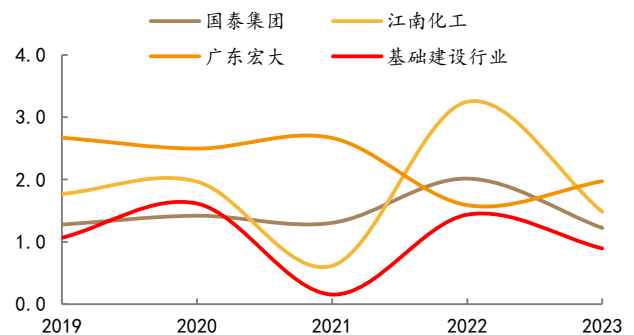
**民爆行业经营情况良好，盈利能力强。**民爆行业具备较高的资质认证壁垒，属于高度管制性行业，产品属于危化品，行业整体盈利能力较强。和经营模式相似的基础建设行业对比，民爆行业应收账款周转率、净现比和毛利率水平均保持良好。根据 ifind，国泰集团、广东宏大应收账款周转率高于基础建设行业，国泰集团、江南化工、广东宏大净现比整体优于基础建设行业。

图 6：民爆企业应收账款周转率（次）



资料来源：ifind、各公司公告、德邦研究所

图 7：民爆企业净现比



资料来源：ifind、各公司公告、德邦研究所

## 2. 政策推动民爆行业持续向好

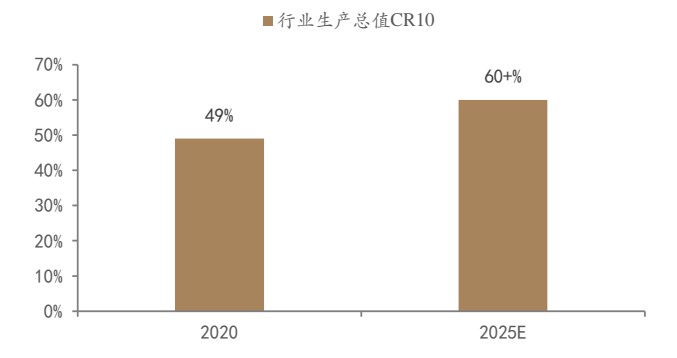
### 2.1. 行业格局持续优化，集中程度不断提高

**政策再推行业整合，集中度进一步提升。**根据《民爆行业“十四五”安全发展规划》，民爆行业集中度进一步提升，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。同时要求到 2025 年末，全国民爆企业行业生产总值 CR10 预计将由 2020 年的 49% 提升至 60+%、生产企业（集团）数量由 2020 年的 76 家下降至 50 家及以下、混装炸药产能比例由 2020 年的 30+% 提升至 35+%。

行业龙头规模优势显著，预计未来充分受益并购整合。2025年2月28日，工信部印发了《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》的通知。通知总体要求到2027年底，产业集中度进一步提升，形成3到5家具有较强国际竞争力的大型民爆企业(集团)。根据中爆协，2024年生产企业工业炸药产量CR10为66.3%。本次意见提出鼓励民爆企业跨地区跨所有制重组整合、开展产业链整合，打造自主可控的产业链和供应链。鼓励构建区域营销平台，优化销售场点布局，支持区域销售企业之间及同上下游企业重组整合，未来行业集中度有望进一步提升。

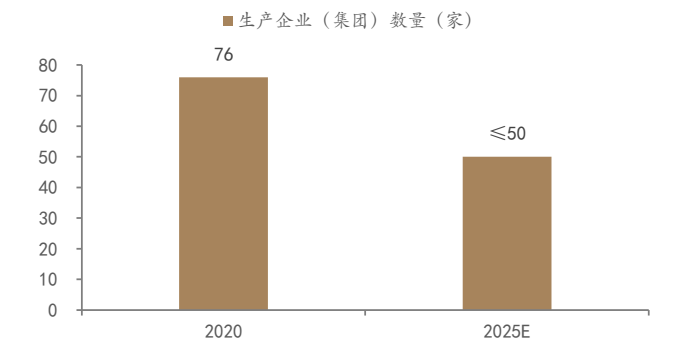
**政策推动行业格局持续优化。**根据中爆协，2024年生产企业工业炸药产量为449.37万吨，其中混装炸药产量为166.34万吨，占比为37.02%，已完成《民爆行业“十四五”安全发展规划》的要求。《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》提出继续压减包装型工业炸药许可产能，稳步提升企业(集团)现场混装炸药许可产能占比，混装炸药占比有望进一步提升。根据中爆协，2024年工业雷管产量为6.72亿发，CR5为43.6%。《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》提出优化产能许可管理措施，动态调整电子雷管产能，支持高品质、高附加值产品应用，大力推进无起爆药雷管技术，实现雷管生产零污染，充分利好雷管头部企业发展。

图 8：“十四五”规划提出 2025 年行业生产总值 CR10 达到 60+%



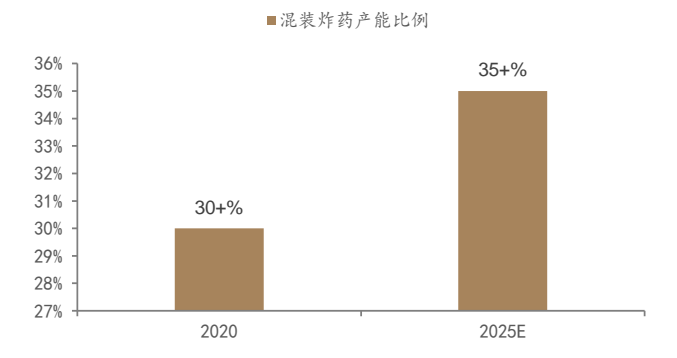
资料来源：中国政府网、工信部、德邦研究所

图 9：“十四五”规划提出 2025 年生产企业数量降到 50 家及以下



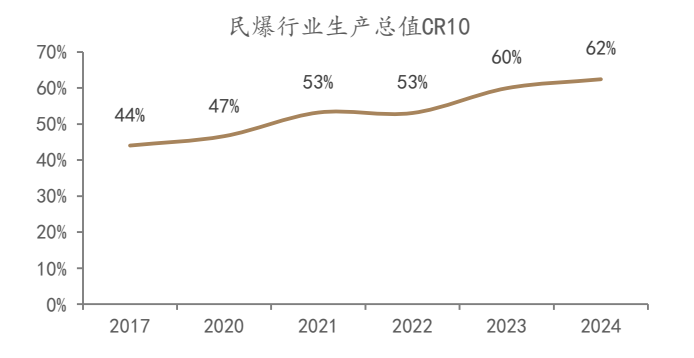
资料来源：中国政府网、工信部、德邦研究所

图 10：“十四五”规划提出 2025 年混装炸药产能比例达到 35+%



资料来源：中国政府网、工信部、德邦研究所

图 11：民爆行业集中度逐步增长



资料来源：中国民爆微信公众号、德邦研究所

**收并购进入白热化，民爆资产稀缺性凸显。**民爆行业为“牌照”行业，行业核心资源炸药、雷管许可产能受监管，原则上未来不能新批产能。根据中爆协数据，2024年全国炸药产量449.37万吨，工业雷管产量6.72亿发。随着政策推动整合持续推进，行业可收购并购资产减少，民爆资源稀缺性凸显。根据中爆协数据，2024年生产企业工业炸药产量CR10为66.3%。我们跟踪近几年广东宏大和江南化工收购情况，单吨炸药产能收购价整体有提升，行业资产或已重估。

**表 1：民爆企业收并购情况梳理**

| 购买方名称      | 广东宏大         |              |             |              |
|------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| 标的         | 盛世普天         | 雪峰科技         | 酒钢兴安        | 吉安化工         |
| 预案时间       | 2024年9月      | 2024年7月      | 2021年5月     | 2021年3月      |
| 收购标的方式     | 现金           | 现金           | 现金          | 现金           |
| 交易价格 (万元)  | 15300        | 220554       | 17010       | 69262        |
| 交易股权占比 (%) | 51.00        | 21.00        | 51.00       | 46.17        |
| 归母净利润 (万元) | 1811.15      | 85353.17     | 2179.07     | 12787.05     |
| 收购PE       | 16.56        | 12.30        | 15.31       | 11.73        |
| 炸药产能 (万吨)  | <b>4.50</b>  | <b>11.75</b> | <b>4.70</b> | <b>8.50</b>  |
| 单吨价格 (元/吨) | <b>6667</b>  | <b>89384</b> | <b>7096</b> | <b>17649</b> |
| 购买方名称      | 江南化工         |              |             |              |
| 标的         | 朝阳红山         | 江兴民爆         | 北方民爆        | 北方爆破         |
| 预案时间       | 2023年12月     | 2023年4月      | 2023年3月     | 2021年7月      |
| 收购标的方式     | 现金           | 现金           | 现金          | 发行股份         |
| 交易价格 (万元)  | 20013        | 47006        | 54400       | 149930       |
| 交易股权占比 (%) | 70.00        | 94.39        | 100.00      | 100.00       |
| 归母净利润 (万元) | 1568         | 2291         | 2197        | 7155         |
| 收购PE       | 18.24        | 21.73        | 24.76       | 20.95        |
| 炸药产能       | <b>2.70</b>  | <b>8.00</b>  | <b>7.80</b> |              |
| 单吨价格       | <b>10589</b> | <b>6225</b>  | <b>6974</b> |              |

备注：假设盛世普天选取24年归母净利润为24H1净利润乘2，雪峰科技选取23年归母净利润，酒钢兴安选取20年归母净利润，吉安化工选取20年归母净利润。朝阳红山选取23年净利润为1-7月累计净利润按照除7乘12折算全年，江兴民爆选取22年净利润为1-10月累计净利润按照除10乘12折算全年，北方民爆选取22年净利润为1-9月累计净利润按照除9乘12折算全年，北方爆破选取20年剥离缅甸业务前的归母净利润。

资料来源：各公司公告、《广东宏大关于收购内蒙古吉安化工46.1746%股权的公告》等、《江南化工关于收购朝阳红山化工有限责任公司70%股权的公告》等、德邦研究所

**优质民爆资产紧缺。**根据中爆协数据，行业优质资产目前较为紧缺。截至2024年末，国内体量较大的优质民爆企业包括内蒙古生力、云南民爆、抚顺隆烨化工、福建海峡科化等，未来随着行业整合政策进一步推动，优质民爆资产的关注度预计进一步提高。

图 12：行业优质民爆资产

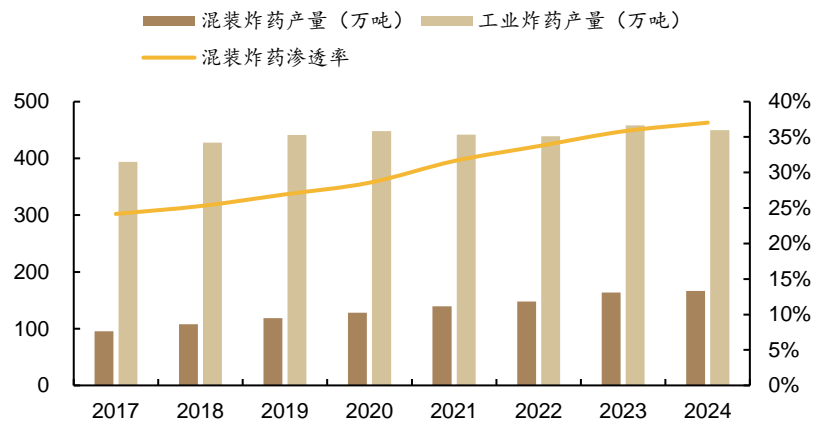
| 公司               | 2024年生产总值<br>(亿元) | 2024年工业炸药<br>年产量<br>(万吨) | 2024年工业雷管<br>年产量<br>(万吨) | 公司简介   |
|------------------|-------------------|--------------------------|--------------------------|--|
| 内蒙古生力民爆股份有限公司    | 22.99             | 22.43                    | 0.23                     | 公司业务范围主要是民爆物品的生产、销售、爆破服务。生力民爆旗下全资、控股、参股的子公司家，混装炸药地面站6个，分布内蒙古，区外有西藏自治区合作项目，国外有塔吉克斯坦合作项目。  |
| 云南民爆股份有限公司       | 19.58             | 21.89                    | 0.61                     | 公司主营民用爆破器材生产、民爆科研开发、民爆专用非标设备设计制造、民爆产品性能检测和工程爆破服务，兼营医药、生物化工、玻璃制品、机械加工、塑钢建材等。  |
| 抚顺隆辉化工有限公司       | 18.37             | 15.09                    | 0.38                     | 成立于2007年07月18日，经营范围包括许可项目：道路货物运输（不含危险货物），电线、电缆制造，民用爆炸物品生产  |
| 福建海峡科化股份有限公司     | 9.49              | 11.53                    | 0.18                     | 公司是一家集民用爆炸物品生产与销售、武器装备科研生产、工程爆破服务、技术咨询、危险货物运输、原材料供应、产品研发等为一体的民爆军工综合型生产经营企业；公司民爆物品及爆破业务主要区域为福建、青海两省，市场遍布全国10余个省份，年生产许可能力工业炸药19.1万吨，工业雷管5720万发（其中电子雷管2550万发）。                      |
| 浙江新联民爆集团股份有限公司   | 7.93              | 8.07                     | 0.16                     | 公司是一家集民爆研发、生产、销售、配送和爆破服务于一体的综合性民爆企业，拥有工业炸药13.5万吨、数码电子雷管2200万发生产许可能力，国家军用工品定点生产企业及武器装备三级配套资质，省公安厅核准的营业性爆破作业一级资质和矿山工程施工总承包一级资质。业务覆盖浙江、安徽、江苏、江西、福建、贵州等国内10余个省份，以及加纳、喀麦隆等“一带一路”沿线国家。 |
| 山西省民爆集团有限公司      | 7.93              | 7.34                     | 0.07                     | 山西省民爆集团有限公司是国家民用爆炸物品生产制造、工程爆破和矿山一体化服务的专业提供商。   |
| 山西中煤平朔爆破器材有限责任公司 | 5.85              | 10.52                    |                          | 为中煤平朔发展集团子公司，平朔发展公司是晋北及蒙陕地区的大型能源综合服务企业，拥有丰富的露天矿、井工矿生产服务经验，具备专业化的业务资质、优良设备和人才队伍。公司主要产业涉及矿山运营、装备维修、产品加工与制造、贸易及辅助后勤服务、新兴产业五大产业。   |
| 内蒙古盛安化工有限责任公司    | 5.81              | 10.41                    |                          | 公司是一家集生产、销售、爆破服务一体化经营模式的民爆企业，目公司为香港联交所上市公司比什集团。现有工业炸药生产许可能力7.5万吨。产品和爆破服务主要覆盖巴彦淖尔市、鄂尔多斯市、阿拉善盟、乌海市、包头市、甘肃省和西藏自治区等地。  |

资料来源：中国民爆信息公众号、内蒙古生力公司官网、云南民爆公司官网等、德邦研究所

## 2.2. 产品结构持续提升，矿服企业充分受益

**混装炸药占比持续提升。**“十四五”规划提出到 2025 年，包装型工业炸药生产线最小许可产能为 1.2 万吨/年且企业现场混装炸药许可产能占比需达到 35% 以上。根据中爆协，2024 年全国炸药产量 449.37 万吨，其中混装炸药产量为 166.34 万吨，占比为 37%，已完成十四五规划的 35% 占比的要求。《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》提出继续压减包装型工业炸药许可产能，进一步提升现场混装炸药许可产能占比。

图 13：我国混装炸药占比持续提升

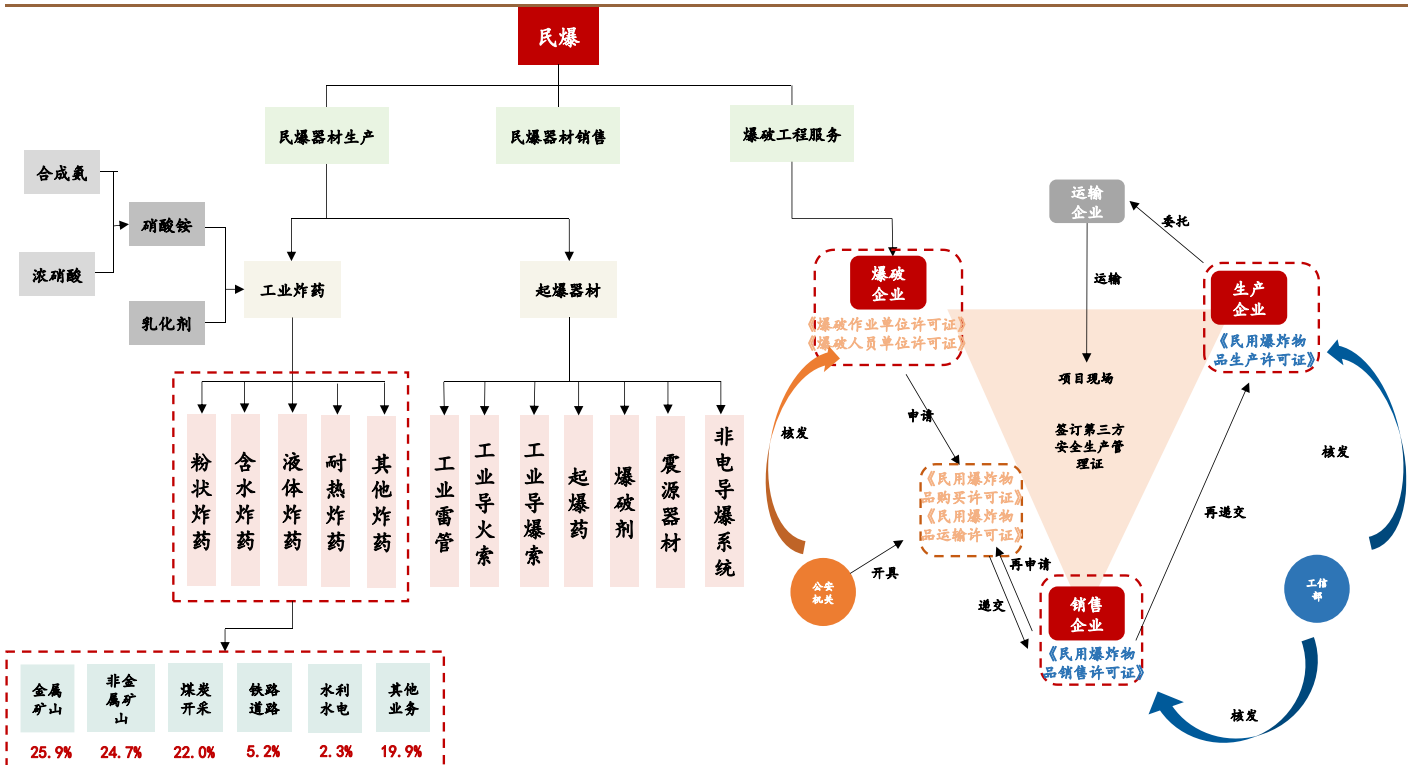


资料来源：中国民爆信息公众号、德邦研究所

**工程型企业未来具备更强竞争力。**民爆企业可分为生产型企业和工程型企业，其中生产型企业产业链主要是从事生产工业炸药、工业雷管以及上游延伸至硝酸铵，尿素等，下游不具备配套的爆破服务能力；工程型企业自备工业炸药和雷管产能，同时具有匹配的爆破服务工程能力。

**政策持续利好服务型企业。**混装炸药需要匹配大型爆破项目，建设地面站，匹配较大的矿区。混装炸药技术主要涉及移动式地面站与混装车两部分，前者与下游矿山开采高度关联。矿山就近建设移动式地面站，站内实现水相油相混合乳化制得乳胶基质，后经混装车运输至作业现场，完成敏化过程并输入炮孔，进行爆破作业。根据工信部，企业（集团）现场混装炸药许可产能占比应达到本企业工业炸药生产许可产能总量的 30%；不足 30%的，可将包装炸药许可产能转换为现场混装炸药许可产能，或核减差额部分 50%的包装炸药许可产能。另据“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划，到 2025 年，包装型工业炸药生产线最小许可产能为 1.2 万吨/年且企业现场混装炸药许可产能占比需达到 35%以上。由于混装炸药需要匹配爆破服务项目，我们认为在政策引领下，大型化、专业化、一体化工程爆破型企业迎发展良机。

图 14：工程爆破型企业未来可期



资料来源：前瞻产业研究院、中国民爆信息公众号、张正强等的《浅析现场混装新技术在露天爆破的应用》、南岭民爆收购说明书、德邦研究所（注：左侧为 2020 年工业炸药下游需求占比）

**爆破服务和矿山总承包壁垒高筑。**爆破服务需要爆破服务资质或矿山总承包资质，对公司自身的资金体量、技术和管理人员的数量和工作年限等均有严格考核，资质壁垒高筑。目前国内部分民爆行业龙头企业具备矿山总承包资质。因此，传统的单一炸药生产企业短时间内较难直接进入爆破服务行业。

**图 15：爆破作业单位资质**

| 营业性爆破作业单位资质条件                      |  |  |  |   |
|------------------------------------|--|--|--|---|
| 项目内容                               | 一级资质   | 二级资质   | 三级资质   | 四级资质                                      |
| 是否具有或租用经安全评价合格的民用爆炸物品专用仓库          | 是  | 是  | 是  | 是   |
| 注册资金                               | 2000万以上                                      | 1000万以上  | 300万以上   | 100万以上                                    |
| 净资产                                | 不低于2000万                                     | 不低于1000万   | 不低于300万  | 不低于100万                                   |
| 爆破施工机械及检测、测量设备净值                   | 不少于1000万                                     | 不少于500万  | 不少于150万  | 不少于50万                                    |
| 近三年企业工程项目要求                        | 承担过不少于10项A级爆破作业项目设计施工或不少于20项B级及以上爆破作业项目的设计施工 | 承担过不少于10项B级及以上爆破作业项目的设计施工或不少于20项C级及以上爆破作业项目的设计施工 | 承担过不少于10项C级及以上爆破作业项目的设计施工或不少于20项D级及以上爆破作业项目的设计施工 | /   |
| 技术负责人具有理学、工学学科范围高级技术职称             | 是  | 是  | 是  | 是   |
| 技术负责人爆破作业项目技术管理工作经历                | 10年及以上                                       | 7年及以上  | 5年及以上  | 3年及以上                                     |
| 技术负责人项目主持经历                        | 不少于5项A级爆破作业项目的设计施工或不少于10项B级及以上爆破作业项目的设计施工    | 不少于5项B级及以上爆破作业项目的设计施工或不少于10项C级及以上爆破作业项目的设计施工     | 不少于5项C级及以上爆破作业项目的设计施工或不少于10项D级及以上爆破作业项目的设计施工     | /   |
| 具有理学、工学学科范围技术职称的工程技术人员人数           | 不少于30人（高级爆破工程技术人员不少于9人，中级爆破工程技术人员不少于6人）      | 不少于20人（其中，高级爆破工程技术人员不少于6人，中级爆破工程技术人员不少于4人）       | 不少于10人（其中，高级爆破工程技术人员不少于3人，中级爆破工程技术人员不少于2人）       | 不少于5人（其中，中级爆破工程技术人员不少于2人，初级爆破工程技术人员不少于1人） |
| 爆破员人数要求                            | 不少于10人                                       | 不少于10人   | 不少于10人   | 不少于10人                                    |
| 安全员人数要求                            | 不少于2人  | 不少于2人  | 不少于2人  | 不少于2人                                     |
| 保管员人数要求                            | 不少于2人  | 不少于2人  | 不少于2人  | 不少于2人                                     |
| 是否具有钻孔机、空压机、测振仪、全站仪等爆破施工机械及检测、测量设备 | 是  | 是  | 是  | 是   |

资料来源：《中华人民共和国公共安全行业标准 GA990-2012》、德邦研究所

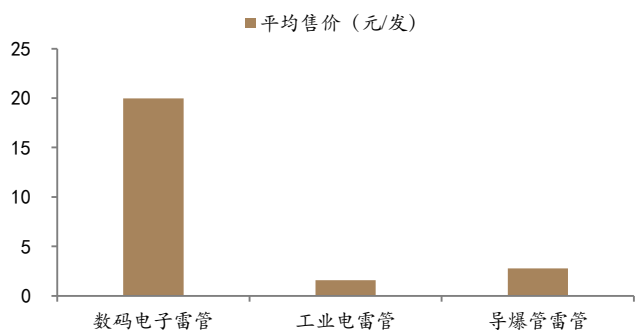
**图 16：矿山总承包资质标准**

| 矿山工程施工总承包资质标准   |  |  |  |  |
|-----------------|--|--|--|--|
|                 | 特级   | 一级   | 二级   | 三级   |
| 企业资信能力          | 注册资本金≥3亿元；净资产≥3.6亿元；近三年上缴建筑业营业税≥5000万元；近三年银行授信额度≥5亿元                           | 净资产≥1亿元  | 净资产≥4000万元   | 净资产≥800万元  |
| 技术负责人工程技术管理工作经历 | 15年及以上   | 10年及以上   | 8年及以上  | 5年及以上  |
| 技术负责人专业职称及职业资格  | 工程序列高级职称及一级注册建造师/注册工程师执业资格   | 矿建工程专业高级职称   | 矿建工程专业高级职称/矿业工程专业一级注册建造师执业资格                                       | 矿建工程专业中级以上职称/矿业工程专业注册建造师执业资格                                     |
| 技术负责人项目主持经历     | 2项及以上施工总承包一级资质要求的代表工程的技术工作/甲级设计资质要求的代表工程/合同额2亿元以上的工程总承包项目                      | /  | /  | 本类别资质二级以上标准要求的工程业绩≥2项  |
| 专业技术人员要求        | 注册一级建造师（一级项目经理）50人以上；具有本类别相关的行业工程设计甲级资质标准要求的专业技术人员                             | 矿山工程相关专业中级以上职称人员≥60人，且专业齐全；经考核或培训合格的中级工以上技术人员≥150人 | 矿山工程相关专业中级以上职称人员≥25人，且专业齐全；经考核或培训合格的中级工以上技术人员≥75人                  | 矿山工程相关专业中级以上职称人员≥10人，且专业齐全；经考核或培训合格的中级工以上技术人员≥30人                |
| 持有岗位证书的施工现场管理人员 | /  | 不少于50人   | 不少于30人   | 不少于15人   |
| 科技进步水平          | 省部级以上技术中心；三年科技活动经费>营业额0.5%；国家级科技进步法>3项，专利>8项（含发明水平专利≥1项）；十年内国家级科技进步奖或主编国家/行业标准 | /  | /  | /  |
| 代表工程业绩          | 近10年承担过7项中的3项以上工程/1-5项中某一项的3倍以上规模工程  | 近10年承担过5类中的2类工程/某1类的3项工程                           | 近10年承担过下5类中的2类工程/某1类的2项工程  | /  |
| 工程承包范围          | 可承担各类矿山工程的施工；限承担施工单项合同额6000万元以上的房屋建筑工程   | 可承担各类矿山工程的施工                                       | 120万吨/年以下铁矿、有色矿；150万吨/年以下煤矿；70万吨/年以下磷矿、硫铁矿或钨矿；24万吨/年以下石膏矿、石英矿或石灰石矿 | 70万吨/年以下铁矿、有色矿；60万吨/年以下煤矿；36万吨/年以下磷矿、硫铁矿或钨矿；12万吨/年以下石膏矿、石英矿或石灰石矿 |

资料来源：中国资质网、德邦研究所

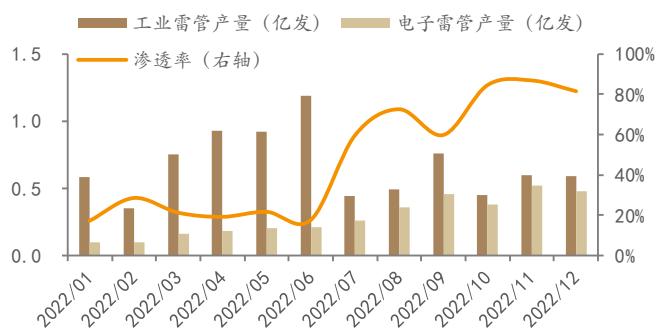
**政策推动电子雷管替代完成。**从产量来看，我国数码电子雷管产量快速增长，自 2017 年的 0.08 亿发增长至 2023 年的 6.70 亿发，年复合增长率为 109.17%。根据中爆协数据，从市占率来看，截至 2021 年，工业雷管中电子雷管份额仅为 18.43%，导爆管雷管仍占据主要市场，市占率约 61.35%。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》要求，2022 年 6 月底前停止生产、8 月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其他工业雷管，积极推动雷管行业大转型，电子雷管产量大幅增加。2022 年 10 月工信部再出台《工业和信息化部安全生产司关于进一步做好数码电子雷管推广应用工作的通知》进一步推动电子雷管替换。2022 年 7-12 月电子雷管产量大幅提升，由 2620 万发增加到 4800 万发，增长 83.2%，且 12 月份的渗透率已经达到 81.36%，目前渗透率已达到 90% 以上。根据壶化股份招股说明书，2019 年数码电子雷管价格约为 19.97 元/发，普通工业电雷管和导爆管雷管价格分别为 1.59 和 2.78 元/发，数码电子雷管高利润将打开行业市场空间。

图 17：2019 年电子雷管价格远超普通雷管



资料来源：壶化股份招股说明书、德邦研究所

图 18：电子雷管基本替换完毕

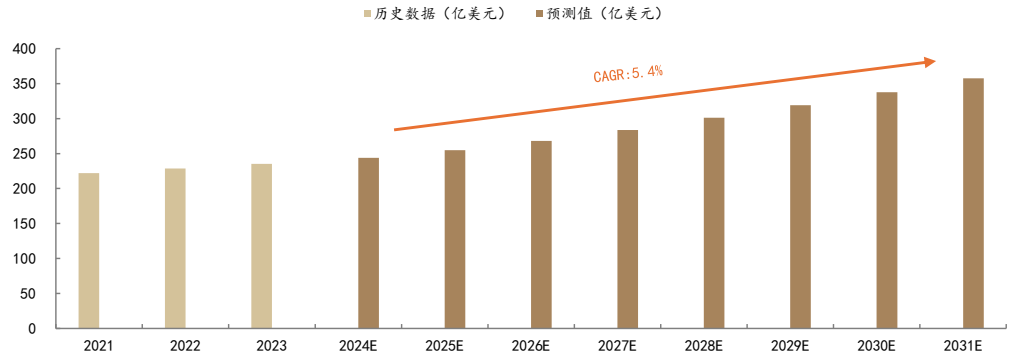


资料来源：中国民爆信息公众号、德邦研究所（注：2022 年 1-2 月电子雷管仅有累计数据，我们假设 1-2 月平分）

### 2.3. 政策鼓励企业出海，持续开拓民爆市场

**海外市场空间广阔，政策推动龙头出海。**《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》提出推动民爆企业加强国际合作，积极参与“一带一路”建设，以矿山、高铁、电力等企业“走出去”为牵引，支持优势民爆企业到海外投资建设生产基地和开展一体化服务。鼓励民爆企业积极开发国际市场，扩大工业电子雷管等民爆产品出口规模。鼓励国内民爆企业与国际先进民爆企业合作，引进先进技术或联合开展研发，引入先进管理模式或人才，增强国际竞争能力。根据 QY Research，2023 年全球民爆物品市场规模 1230 亿元，约为国内市场的三倍。国内民爆龙头纷纷出海，例如雅化集团（津巴布韦锂矿项目、纳米比亚达马拉兰矿区项目）、江南化工（纳米比亚罗辛铀矿采矿一体化项目），广东宏大（以塞尔维亚为基本盘，重点布局中非和南美区域）、易普力（纳米比亚湖山铀矿钻爆施工项目）。未来国内民爆企业有望跟随“一带一路”倡议持续出海打开成长空间。

图 19: 全球民爆物品市场空间



资料来源: The Insight Partners、德邦研究所

### 3. 行业标的

我们建议关注民爆行业优质企业易普力、江南化工、广东宏大、雪峰科技、金奥博、雅化集团、国泰集团、高争民爆、壶化股份、凯龙股份和保利联合等。

表 2: 民爆相关标的

| 证券代码      | 证券简称 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | PE     |       |       |       | PB   |
|-----------|------|---------|------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------|
|           |      |         | 2023A      | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |      |
| 002683.SZ | 广东宏大 | 224.05  | 7.16       | 8.62  | 10.06 | 11.78 | 31.29  | 25.99 | 22.27 | 19.02 | 3.54 |
| 002226.SZ | 江南化工 | 153.11  | 7.73       | 9.52  | 11.19 | 15.05 | 19.80  | 16.08 | 13.68 | 10.17 | 1.64 |
| 002497.SZ | 雅化集团 | 149.49  | 0.40       | 3.10  | 9.51  | 13.31 | 371.72 | 48.16 | 15.72 | 11.23 | 1.43 |
| 002096.SZ | 易普力  | 148.98  | 6.34       | 7.56  | 9.02  | 10.48 | 23.50  | 19.70 | 16.52 | 14.21 | 2.04 |
| 603227.SH | 雪峰科技 | 98.60   | 8.54       |       |       |       | 11.55  |       |       |       | 2.03 |
| 603977.SH | 国泰集团 | 79.77   | 3.05       | 3.26  | 3.95  | 5.02  | 26.19  | 24.45 | 20.17 | 15.90 | 2.45 |
| 002827.SZ | 高争民爆 | 70.68   | 0.98       | 1.21  | 2.22  | 3.88  | 72.30  | 58.51 | 31.88 | 18.22 | 7.96 |
| 002917.SZ | 金奥博  | 47.59   | 1.02       |       |       |       | 46.81  |       |       |       | 3.06 |
| 003002.SZ | 壶化股份 | 49.26   | 2.05       | 1.37  | 3.22  | 5.02  | 24.07  | 35.96 | 15.32 | 9.81  | 3.69 |
| 002037.SZ | 保利联合 | 39.19   | -6.62      |       |       |       | -5.92  |       |       |       | 2.04 |
| 002783.SZ | 凯龙股份 | 40.85   | 1.75       |       |       |       | 23.29  |       |       |       | 1.65 |

资料来源: ifnd、各公司公告、德邦研究所 (注: 总市值选取 2025/3/25 收盘价, 易普力、江南化工归母净利润及 PE 为德邦证券预测, 其他公司归母净利润及 PE 选取 ifnd 一致预期, 空白区域没有 ifnd 一致预期。)

## 4. 风险提示

1) **原材料及产品价格波动。**炸药雷管为公司核心产品，硝酸铵为炸药核心原材料，其价格若产生较大变化将对公司盈利产生影响。

2) **政策不及预期的风险。**民爆行业下游主要为矿采基建，若政策推动不及预期，矿采基建需求下降，则将大幅影响行业景气和公司盈利。

3) **订单推进进度低于预期。**爆破服务订单贡献公司主要营收，若订单推进进度低于预期，公司爆破服务利润将受到影响。

4) **下游需求下滑风险。**民爆下游主要为矿采基建，若下游出现需求下滑，可能大幅影响行业景气。

# 信息披露

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 类别     | 评级   | 说明                                |
|---|--------|------|-----------------------------------|
| 2. 市场基准指数的比较标准：<br>A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。            | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                   |
|   |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；                  |
|   |        | 中性   | 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；             |
|   |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5% 以下。                   |
|   | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；        |
|   |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间； |
|   |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。        |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。