



受益于民爆行业整合，双核驱动助力成长

——江南化工首次覆盖报告

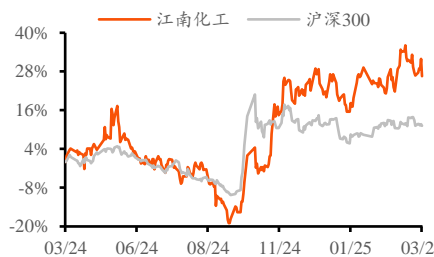
买入(首次)

行业：基础化工
日期：2025年03月30日
分析师：赵飞
E-mail：zhaofei@yongxingsec.com
SAC编号：S1760524040002

基本数据

03月28日收盘价(元) 5.67
12mthA 股价格区间 3.62-6.25
(元)
总股本(百万股) 2,648.92
无限售 A 股/总股本 100.00%
流通市值(亿元) 150.19

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

核心观点

领跑民爆行业，一体化发展优势显现。作为兵器工业集团打造民爆产业链“链长”的核心单位，公司民爆产品结构齐全，在产能、规模及技术实力等方面位于行业前列。公司深耕行业近40年，通过重组整合实现了跨越式发展，其中2020-2023年公司营收保持增长态势，CAGR达到约31.42%。

政策管控格局向好，民爆行业景气上行。民爆用品事关安全，受到政策的严格管控，未来有望形成3-5家具有国际竞争力的大型民爆企业。在政策推动下，行业持续重组整合，落后产能加速出清，未来民爆行业集中度将继续提升。同时，受新疆煤炭产能增长，金属矿和非金属矿固定资产投资增加，水利交通等重点工程持续推进等带动，民爆行业需求有望长期向好。

规模叠加平台优势，民爆龙头扬帆起航。公司产能及规模位居行业前列，其中工业炸药及制品许可产能65.45万吨。依托中国兵器工业集团及紫金矿业的资源平台，一方面，国内重点布局新疆地区。截至2024年底，公司在新疆区域拥有工业炸药生产许可能力20.75万吨，另一方面，海外布局纳米比亚、刚果(金)等富矿区域，其中2023年中标纳米比亚铀矿和圭亚那金矿爆破服务项目，合同总金额57.2亿元，海外业务拓展空间大。

发力清洁能源，双主业布局成长可期。2024年，我国可再生能源发电装机同比增长24.6%，清洁能源行业发展前景向好。公司在立足民爆业务的基础上，积极布局新能源业务。截至2024年中报，公司新能源累计装机约106万千瓦，新能源发电业务毛利率约为46%，高于民爆业务，有望提升公司的盈利能力实现“双核驱动”。

盈利预测与投资建议

我们认为公司作为国内民爆行业龙头，依托中国兵器工业集团及紫金矿业的资源平台，持续发力国内新疆区域以及海外“一带一路”重点区域，业务拓展空间大。同时，积极布局清洁能源业务，“双核驱动”打造第二增长曲线。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为9.32亿元、10.85亿元、12.83亿元，对应的PE分别为16倍、14、12倍（对应3月28日收盘价），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

安全风险、市场开拓风险、国际经营风险等。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,895	9,697	11,113	12,738
年增长率(%)	13.8%	9.0%	14.6%	14.6%
归属于母公司的净利润	773	932	1,085	1,283
年增长率(%)	61.5%	20.6%	16.4%	18.2%
每股收益(元)	0.29	0.35	0.41	0.48
市盈率(X)	15.01	16.11	13.84	11.71
净资产收益率(%)	8.9%	9.7%	10.3%	10.9%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2025年03月28日收盘价）

正文目录

1. 领跑民爆行业，一体化发展优势显现	4
1.1. 打造国家民爆现代产业链链长核心单位	4
1.2. 公司业务涉及民爆及新能源领域	5
1.3. 公司业绩整体向好	5
2. 政策管控格局向好，民爆行业景气上行	7
2.1. 政策推动并购重组，民爆行业集中度提升	7
2.2. 民爆行业需求长期向好	10
3. 规模叠加平台优势，民爆龙头扬帆起航	12
3.1. 规模优势显著，业务辐射国内重点区域	12
3.2. 依托兵工集团平台，打造民爆出海排头兵	15
3.3. 发力清洁能源业务，双主业布局成长可期	16
4. 盈利预测与投资评级	17
4.1. 盈利预测	17
5. 风险提示	18

图目录

图 1: 公司主要发展历程	4
图 2: 公司股权结构 (2024 年中报)	5
图 3: 公司营收及同比增速	6
图 4: 公司归母净利润及同比增速	6
图 5: 公司不同板块营收贡献 (2020)	6
图 6: 公司不同板块营收贡献 (2023)	6
图 7: 不同板块毛利率	7
图 8: 可比公司毛利率	7
图 9: 民爆物品受到主管部门的严格监管	8
图 10: 现场混装炸药比例持续提升	9
图 11: 电子雷管占主导地位 (2024)	9
图 12: 行业集中度持续提升	9
图 13: 工业炸药及工业雷管产量变化趋势	9
图 14: 新疆原煤产量持续提升	11
图 15: 新疆地区民爆生产总值位居国内首位 (2024)	11
图 16: 国内矿业固定资产投资完成额累计同比 (%)	11
图 17: 全球铜价变化趋势 (美元/公吨)	11
图 18: 国内水利管理业固定资产投资完成额情况 (%)	12
图 19: 国内铁路运输业固定资产投资完成额情况 (%)	12
图 20: 公司工业炸药及制品产能变化 (万吨)	13
图 21: 国内主要生产企业工业炸药产量情况 (万吨)	13
图 22: 公司爆破工程营收贡献较高 (2023)	15
图 23: 国内爆破服务收入和行业产值情况	15
图 24: 公司海外业务分布	15
图 25: 紫金矿业全球业务布局	15
图 26: 刚果 (金) 的铜产量变化	16
图 27: 公司海外营收贡献持续增加	16
图 28: 国内新能源装机容量及占比	17
图 29: 国内可再生能源投资额 (十亿美元)	17

表目录

表 1: 公司在新疆新签或开始执行的重大工程施工类日常经营合同 (2024)	14
--	----

表 2: 公司主要板块盈利预测.....18

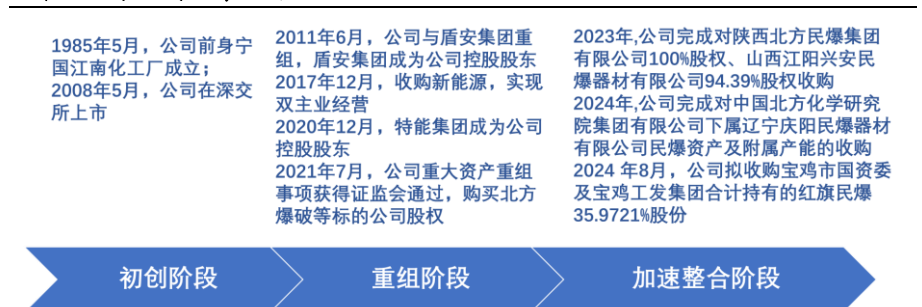
1. 领跑民爆行业，一体化发展优势显现

1.1. 打造国家民爆现代产业链链长核心单位

公司民爆产品在产能、规模及技术实力等方面位于行业前列。根据公司公告，作为兵器工业集团打造国家民爆现代产业链“链长”的核心单位，公司国内业务覆盖安徽、新疆、北京、陕西、山西、四川等十余个省、自治区和直辖市，并在资源大省、“一带一路”桥头堡新疆地区进行了重点战略布局，国际化业务布局已辐射纳米比亚、刚果（金）、蒙古、塞尔维亚、利比里亚等亚、非、欧国家。公司民爆产品结构齐全，在产能、规模及技术实力等方面位于行业前列。

公司深耕行业近 40 年，通过并购重组实现跨越式发展。1) 初创阶段，根据公司公告，1985 年 5 月，公司前身宁国江南化工厂成立；2008 年 5 月，公司在深交所上市。2) 重组阶段，2011 年 6 月，公司与盾安集团重组，盾安集团成为公司控股股东；2017 年 12 月，收购新能源，实现双主业经营；2020 年 12 月，特能集团成为公司控股股东；2021 年 7 月，公司重大资产重组事项获得证监会通过，购买北方爆破等标的公司股权。3) 加速整合阶段，2023 年，公司完成对陕西北方民爆集团有限公司 100% 股权、山西江阳兴安民爆器材有限公司 94.39% 股权收购；2024 年，公司完成对中国北方化学研究院集团有限公司下属辽宁庆阳民爆器材有限公司民爆资产及附属产能的收购；2024 年 8 月，公司拟收购宝鸡市国资委及宝鸡工发集团合计持有的红旗民爆 35.9721% 股份。通过一系列的对外并购重组，为支撑打造国家民爆现代产业链链长核心单位打下坚实基础。

图1:公司主要发展历程

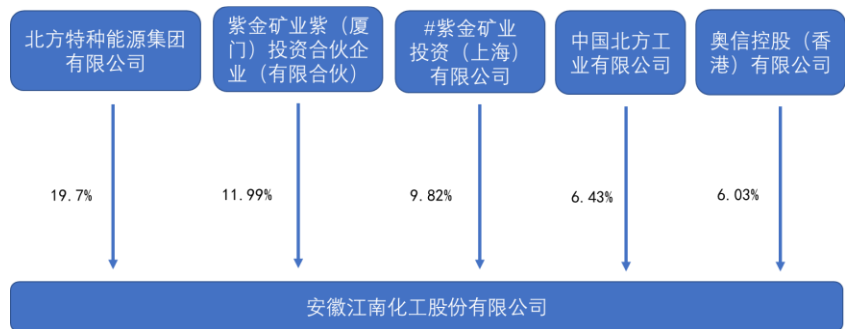


资料来源：公司官网，公司公告，甬兴证券研究所

公司实控人为中国兵器工业集团有限公司，第二大股东为紫金矿业集团。根据公司 2024 年中报，中国兵器工业集团有限公司为公司的实际控制人，北方特种能源集团有限公司为公司的控股股东，其中 2021 年 7 月 15 日公司“通过非公开发行股份的形式，购买北方爆破科技有限公司 100% 股权，北方矿业服务有限公司 49% 股权、北方矿业投资有限公司 49% 股权，

陕西庆华汽车安全系统有限公司 65%股权，广西金建华民用爆破器材有限公司 90%股权”的重组方案获得证监会批复，交易完成后中国兵器工业集团有限公司下属企业合计持有的股份达到 38.93%（其中特能集团直接持有 19.70%股份）。另外，紫金矿业集团股份有限公司合计持有公司 21.81%的股份，是公司第二大股东，与公司的业务具有协同性。

图2:公司股权结构（2024 年中报）



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

1.2. 公司业务涉及民爆及新能源领域

公司是一家集民爆业务及新能源业务“双核驱动”的多元化企业，具体来看：

1) 民爆业务，根据公司公告，主要涉及工业炸药、工业雷管、工业索类等民用爆炸物品的研发、生产、销售，以及为客户提供工程施工服务等。公司爆破业务已完成国内重点资源区域的战略布局，国际化业务布局已辐射纳米比亚、刚果（金）等亚、非、拉、欧国家。从公司各类民用爆炸产品的许可产能来看，截至 2024 年中报，工业炸药及制品 65.45 万吨，工业导爆索 5700 万米，数码电子雷管 3670 万发，导爆管雷管 4000 万发，塑料导爆管 3.1 亿米等。

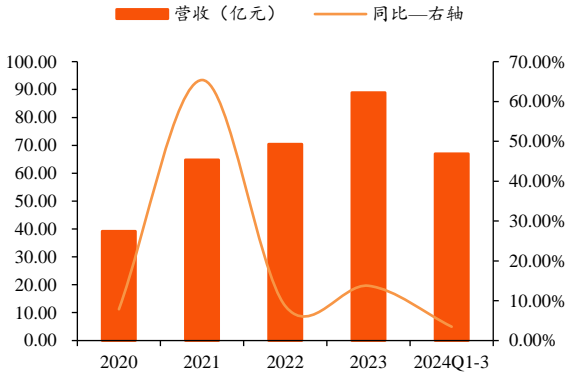
2) 新能源业务，根据公司公告，全资子公司盾安新能源主要从事风力发电、光伏发电的项目开发、建设及运营，拥有多年清洁能源开发经验。公司在内蒙、新疆、宁夏等资源优势区拥有优质风、光发电电场。截至 2024 年 6 月底，公司累计装机约 106 万千瓦。

1.3. 公司业绩整体向好

2020 年以来，公司营收保持增长态势，但是利润波动较大。根据公司公告，从营收来看，2020-2023 年公司营收保持增长态势，CAGR 达到约 31.42%，其中 2021 年增速高达 65.39%左右，主要是北方爆破、广西金建华、庆华汽车等标的注入完成，通过不断加强业务协同和资源整合，营收大幅增长；从归母净利润来看，受益于资产重组等利好因素，2021 年公司实

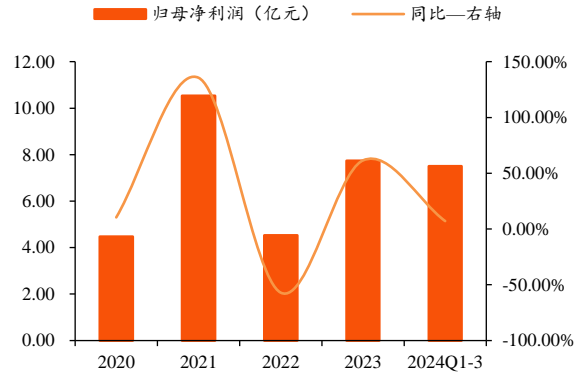
现归母净利润达到约 10.53 亿元，同比增长 135.58%；2022 年，受光伏项目电价补贴退回等因素影响，归母净利润大幅下滑到 4.52 亿元；2024Q1-3 公司实现归母净利润约 7.50 亿元，同比提升约 7.10%。

图3:公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

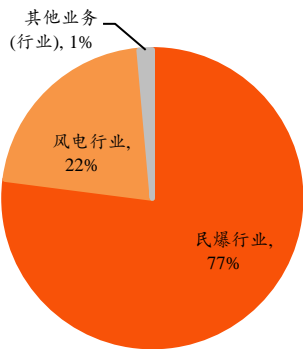
图4:公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

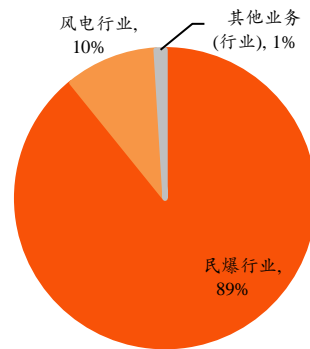
从营收贡献来看，民爆行业占比有所提升。根据公司公告，民爆行业为公司最大的业务板块，并且其营收占比呈现提升态势，从 2020 年的 77% 提升到 2023 年的 89%。具体到产品来看，2023 年，爆破工程占比约为 53%，高于民用炸药（29%）。从区域分布来看，通过收购北方爆破，公司快速取得海外成熟爆破服务项目，国际市场持续开拓，海外营收占比从 2021 年的 5% 提升到 2023 年的 9%，盈利贡献持续增长。

图5:公司不同板块营收贡献（2020）



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

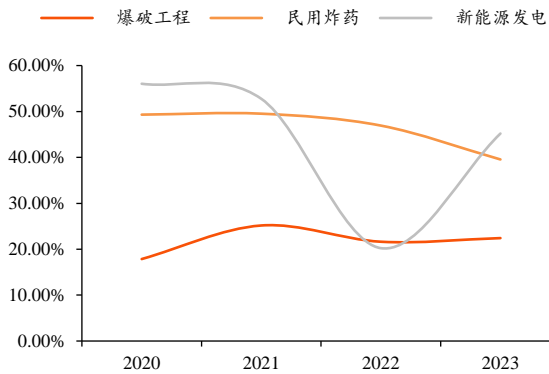
图6:公司不同板块营收贡献（2023）



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

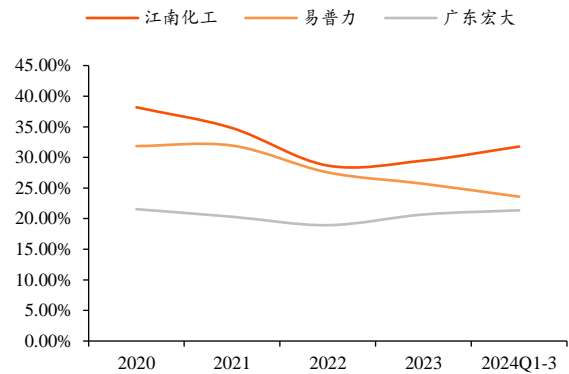
从毛利率来看，公司毛利率高于可比公司。分板块来看，根据公司公告，2023 年，公司新能源发电业务毛利率高于民爆业务，而民爆业务中，民用炸药毛利率（39.55%）明显高于爆破工程业务（22.42%）。对比同行业公司来看，2024 年 Q1-3，公司毛利率约为 31.77%，明显高于易普力（23.58%）和广东宏大（21.36%）。

图7:不同板块毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图8:可比公司毛利率



资料来源: Wind, 各公司公告, 甬兴证券研究所

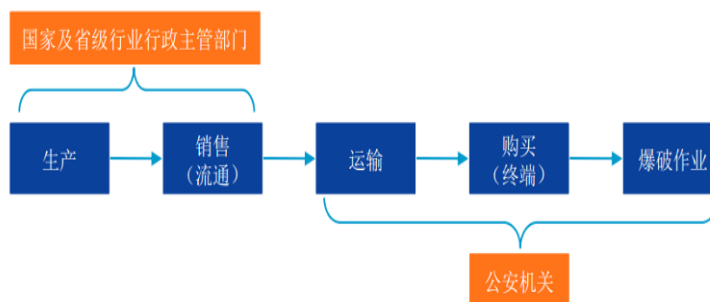
2. 政策管控格局向好, 民爆行业景气上行

2.1. 政策推动并购重组, 民爆行业集中度提升

民爆行业是“基础工业的基础”, 是经济发展必不可少的重要行业。根据高争民爆公告, 民爆行业主要包括生产、销售、爆破工程服务三大业务。根据上下游关系可以分为民爆器材生产行业、民爆器材流通行业、爆破服务行业。其中民爆器材是各种用于非军事目的的工业炸药及起爆器材的总称, 根据《民用爆炸物品品名表》, 我国民爆器材包括工业炸药、工业雷管、工业索类、其他民爆器材和原材料等五大类, 其中工业雷管、工业索类属于起爆器材, 与工业炸药共同构成民爆器材的主体。

民爆用品事关安全, 行业壁垒较高。根据广东宏大公告, 民爆器材行业属于易燃易爆的危险品, 安全要求高, 具有牌照性和区域性。国家严格限制审批新的民爆器材生产企业, 严格的准入制度和安全管理要求是进入民爆行业的主要障碍。一方面, 政府对民爆器材生产、销售、运输和爆破作业实行许可证制度, 所有流程都由主管部门严格监管; 另一方面, 政府对民爆器材流向进行监控, 政府建立了民用爆炸物品信息管理系统, 对民用爆炸物品实行标识管理, 民爆器材生产、销售、流通、使用均需要进行实名登记, 监控民用爆炸物品流向。

图9:民爆物品受到主管部门的严格监管

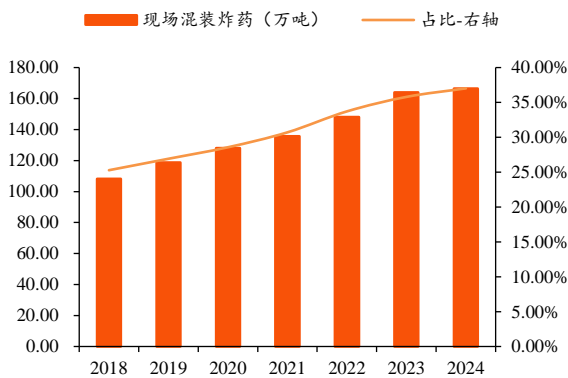


资料来源：壶化股份公告，甬兴证券研究所

政策推动并购重组，行业集中度有望提升。根据广东宏大公告，由于爆炸物品的特殊属性，民爆器材的生产、销售、爆破作业和储存等均受到国家严格管控，民爆器材大范围、远距离经营能力受到了较大限制，各生产企业的产品销售半径均具有较高的地域性，造成民爆行业集中度较低。与此同时，民爆行业存在产能过剩问题，影响了行业的健康发展。在此背景下，国家陆续出台一系列行业产业政策，鼓励以企业进行资源整合和业务延伸，促进产业集中度提升，从而化解产能过剩问题。具体来看，政策主要集中在两个层面：

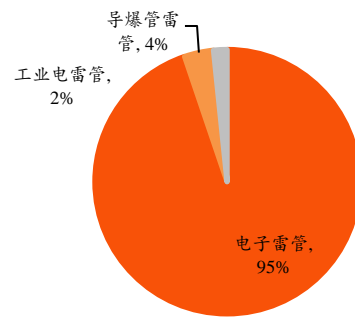
一方面，推动产品结构优化。根据易普力公告和工业和信息化部网站，2020年6月，工业和信息化部出台了《关于进一步加强工业行业安全生产管理的指导意见》，提出推动普通雷管转型升级为数码电子雷管；建立健全民爆行业智能制造标准体系，推动智能制造技术的推广应用；2021年11月，工业和信息化部发布“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划的通知，要求到“十四五”末，包装型工业炸药生产线最小许可产能大于等于12000吨/年，企业现场混装炸药许可产能占比达到35%以上；2025年2月，工业和信息化部发布《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》，提出到2027年底，智能制造能力成熟度达3级及以上的企业超过50%，关键工序数控化率达到90%等。随着产业不断升级，对企业科技创新能力、安全生产以及环保方面提出了更高的要求，行业内规模小、技术水平低的企业有望逐步淘汰。

图10:现场混装炸药比例持续提升



资料来源: 中国民爆信息, 甬兴证券研究所

图11:电子雷管占主导地位 (2024)

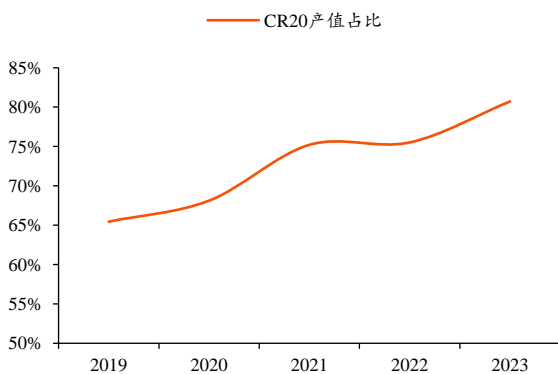


资料来源: 中国民爆信息, 甬兴证券研究所

另一方面, 持续推动企业并购重组。根据易普力公告, “十四五”期间, 按照政府引导、企业自愿的原则不断加大重组整合力度, 支持行业龙头骨干企业实施跨地区、跨所有制重组整合。其中2020年6月, 工业和信息化部出台了《关于进一步加强工业行业安全生产管理的指导意见》, 提出鼓励民爆行业龙头骨干企业开展兼并重组; 2021年11月, 工业和信息化部发布“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划的通知, 要求到“十四五”末, 重特大生产安全事故零发生, 生产企业(集团)数量由76家减少到50家以内, 排名前10家民爆企业行业生产总值占比大于60%, 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。

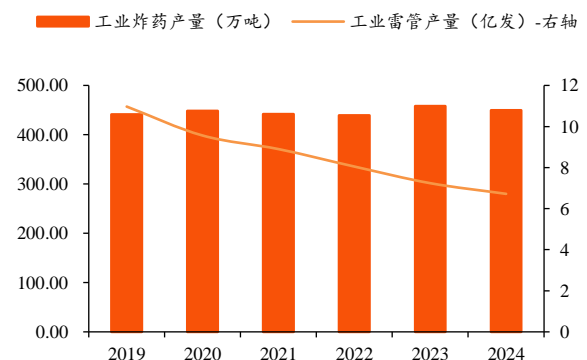
在产业政策的引领下, 行业龙头积极开展重组整合。根据广东宏大公告, “十三五”期间, 民爆企业数量由145家减少至76家, CR10企业生产总值占比由41%提升至49%, 2019-2023年, CR20企业生产总值占比从65%附近提升到81%左右。根据中国爆破器材行业协会数据, 2023年有20余家民爆企业进行了并购、重组或签署战略合作协议。随着国内民爆企业数量不断压缩、落后产能加速出清, 未来民爆行业集中度有望持续提升, 一体化程度高、区域控制能力强的龙头企业有望受益。

图12:行业集中度持续提升



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 广东宏大公告, 甬兴证券研究所

图13:工业炸药及工业雷管产量变化趋势



资料来源: 中国民爆信息, 中爆协, 甬兴证券研究所

2.2. 民爆行业需求长期向好

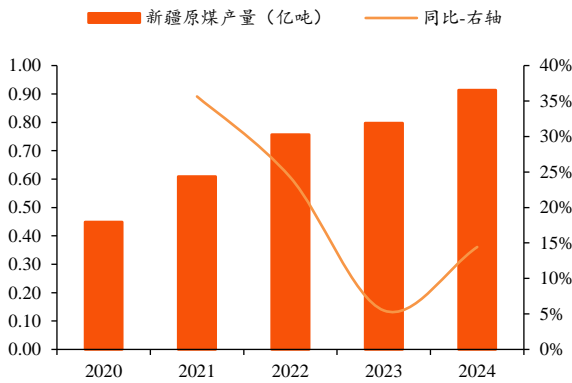
民爆行业“能源工业的能源”“基础工业的基础”，下游行业涉及煤炭、金属、非金属矿产资源开采以及铁路、公路等基础设施建设。根据广东宏大公告，矿山开采是民爆产品的最主要应用领域。2023年，我国工业炸药用于煤炭、金属矿山、非金属矿山开采的比重分别为30.4%、25.6%、21.5%、合计超70%。我们认为，未来新疆煤炭产能的持续增长、矿产固定资产投资的增加、水利交通等重点工程的持续推进等，将会为民爆行业的需求提供广阔空间。

新疆煤炭产能增长空间大，支撑国内民爆市场需求。根据金奥博公告，煤炭行业是民爆行业主要服务领域之一，而爆破是煤炭开采中的一项主要工序，煤炭行业的发展将会影响爆破服务需求。根据南岭民爆公告引用的《“十四五”现代能源体系规划》，“十四五”期间，中国煤炭的自给率将保持在95%左右，到2025年，国内能源年综合生产能力达到46亿吨标准煤以上，煤炭产能产量处于稳步增长期。具体到不同省份来看，新疆地区原煤产量增速明显高于全国平均水平。根据国家统计局数据，2024年，新疆原煤产量约5.41亿吨，同比增长约18%，其中2020-2024年，CAGR高达19%，推动在国内占比稳步提升，从7%攀升到11%。受此带动，新疆民爆市场保持增长态势。根据中爆协数据，2024年，新疆地区民爆产品销售总值位居国内第一，达到42.13亿元，同比增长约21.79%。我们认为，未来新疆煤炭产能增长空间仍然较大，主要基于以下两点：

一方面，新疆资源潜力仍然较大，根据广东宏大公告，作为国家“三基地一通道”与五大煤炭供应保障基地，新疆预测煤炭资源量2.19万亿吨，占全国预测资源总量的近40%，居全国首位；累计查明煤炭资源量4500亿吨，居全国第二位。随着国家能源战略重点逐步西移，新疆煤炭产能产量持续释放。

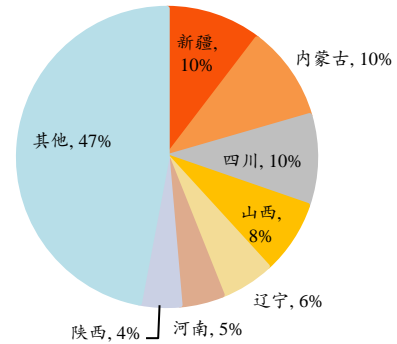
另一方面，新疆煤化工行业发展呈现加速态势。根据新疆自然资源厅网站，未来新疆将加快煤炭、煤化工等“八大产业集群”建设，推动全区11个千亿元级和南疆11个百亿元级重大工程落地实施。其中2024年，国家能源集团哈密能源集成创新基地开工，总投资1700亿元的煤矿、煤制油、煤化工、新材料等一体化项目同步启动，计划2027年底建成投产。随着新疆煤炭及煤化工行业的发展，新疆民爆市场空间有望持续提升。

图14:新疆原煤产量持续提升



资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

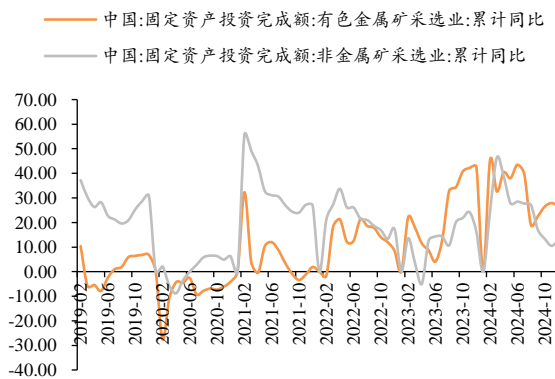
图15:新疆地区民爆生产总值位居国内首位 (2024)



资料来源: 中国民爆信息, 甬兴证券研究所

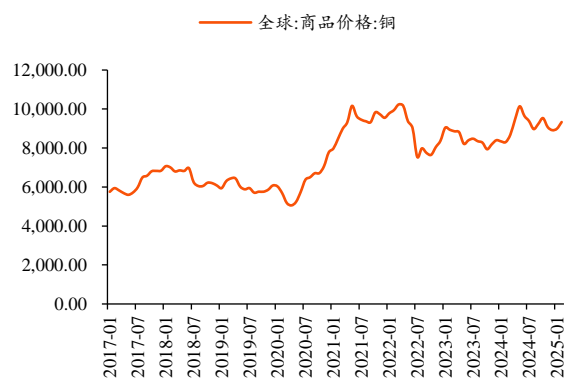
金属矿和非金属矿固定资产投资增加, 利好民爆产品需求。根据广东宏大公告, 矿产资源是国民经济发展的基础, 随着资源短缺日益突出, 资源保障已上升为国家战略。国家行业主管部门发布的一系列政策文件明确提出要进一步加强有色金属、黄金、铁、磷等矿产资源开发整合力度和勘探工作, 促进大中型矿山工程建设。另外, 重点矿产品价格高位也将推动矿山工程建设加快, 以铜为例, 根据 wind 数据, 2025 年 2 月, 全球铜价约为 9330.60 美元/公吨, 同比上涨近 12%; 非金属矿以萤石为例, 根据巨化股份公告, 2024Q4, 萤石平均价格约为 3095.18 元/吨, 处于近几年的高位。在此背景下, 国内矿业固定资产投资保持增长态势, 截至 2024 年 12 月, 有色金属矿采选业固定资产投资完成额累计同比增速高达 26.7%, 非金属矿采选业固定资产投资完成额累计同比增速高达 12.7%, 推动民爆产品需求持续增长。

图16:国内矿业固定资产投资完成额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

图17:全球铜价变化趋势 (美元/公吨)



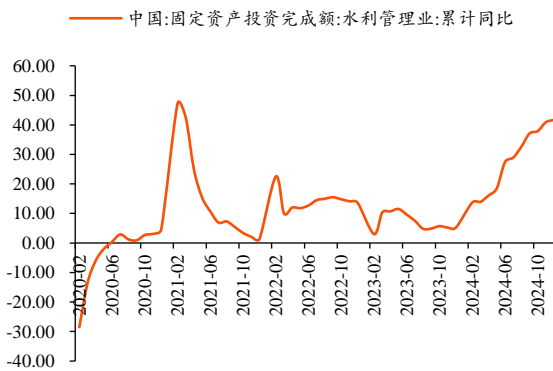
资料来源: Wind, 世界银行, 甬兴证券研究所

水利、交通等重点工程持续推进, 民爆行业长期受益。根据广东宏大公告, 国民经济发展对矿产资源等原材料的刚性需求, 对铁路、水电、水利等基础建设的投资拉动, 将推动国内民爆市场需求持续增长。根据中国能建公告, “十四五”期间, 全国计划完成水利投资额人民币 5.2 万亿元, 同比增

长 57%。其中 2023 年国家增发 1 万亿元国债资金支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，其中安排水利领域资金超过国债资金总规模的一半。根据水利部网站，2024 年，我国水利建设投资创历史新高，实施水利工程项目 46967 个，完成水利建设投资 13529 亿元、同比增长 12.8%。2025 年将构建国家水网工程体系，开工建设四川引大济岷、辽东半岛水资源配置等省级水网骨干工程，加快新疆玉龙喀什、西藏帕孜等重点水源工程建设等，未来我国水利工程建设仍有较大的市场空间。

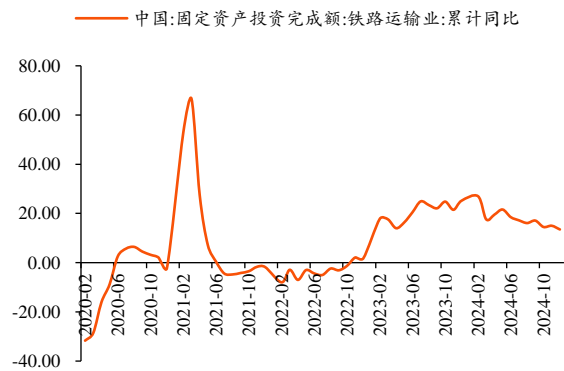
交通工程方面，根据中国能建公告，国内公路投资建设仍有空间，建设主战场在西部和华南地区。根据《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，2035 年全国铁路网里程达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右。预计“十四五”期间，国内铁路投资规模将维持年均 8000 亿元的高水平，京津冀、长江三角洲、珠江三角洲、长江中游、成渝等各大城市群城际铁路将成为建设重点，对于民爆产品的需求形成支撑。

图18:国内水利管理业固定资产投资完成额情况(%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

图19:国内铁路运输业固定资产投资完成额情况(%)



资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

3. 规模叠加平台优势，民爆龙头扬帆起航

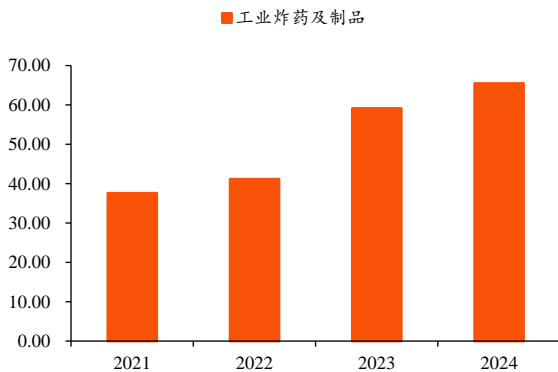
3.1. 规模优势显著，业务辐射国内重点区域

通过并购重组，公司产能及规模位居行业前列。根据公司公告，作为兵器工业集团民爆产业国际化的平台，2021 年以来通过注入北方爆破、广西金建华等资产，公司已成为国内民爆产品品种最齐全的民爆企业之一。截至 2024 年中报，公司工业炸药及制品许可产能 65.45 万吨，工业导爆索许可产能 5700 万米，数码电子雷管许可产能 3670 万发，导爆管雷管许可产能 4000 万发，塑料导爆管许可产能 3.1 亿米等。

未来公司将沿着两个方向继续并购整合：1) 对内重组，根据控股股东特能集团和实控人兵器工业集团出具的《关于避免同业竞争的承诺函》，2025 年底前将实现兵器工业集团民爆资产的整体上市；2) 对外并购，把握民爆行业并购机会，推动优质标的资产的并购整合，公司规模有望进一步扩

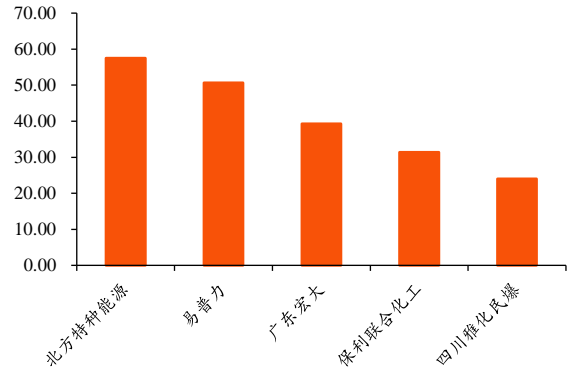
大。

图20:公司工业炸药及制品产能变化(万吨)



资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

图21:国内主要生产企业工业炸药产量情况(万吨)



资料来源:中国民爆信息,甬兴证券研究所

优化区域产能配置,加大新疆等高需求区域布局。根据公司公告,公司国内业务覆盖安徽、新疆、北京、陕西、山西、四川等十余个省市,并在新疆地区进行了重点战略布局。其中下属新疆天河化工有限公司、北方爆破科技有限公司以及陕西红旗民爆集团股份有限公司在新疆地区均有产能及业务布局。其中公司下属新疆天河化工有限公司已成为新疆民爆行业生产、销售、工程爆破服务一体化的企业,产业链齐全;全资子公司北方爆破科技有限公司在新疆区域设有混装地面站;公司拟收购控制权的红旗民爆重点布局陕西、新疆市场,拥有工业炸药生产许可能力11.4万吨/年,其中混装炸药产能5.8万吨,助力公司成为西北民爆市场的主要供应商,进一步提升公司对中亚市场的辐射能力。

根据公司公告,截至2024年底,公司在新疆拥有工业炸药生产许可能力20.75万吨,同时,公司可以根据市场需求,动态调配产能等资源,实现效益最大化,其中2024年,公司新签或开始执行的单笔合同金额在1亿元以上的重大工程施工类日常经营合同共计15个,其中涉及新疆的项目高达9个。在新疆煤炭及煤化工行业大力发展的背景下,公司在新疆区域的业务拓展空间较大。

表1:公司在新疆新签或开始执行的重大工程施工类日常经营合同 (2024)

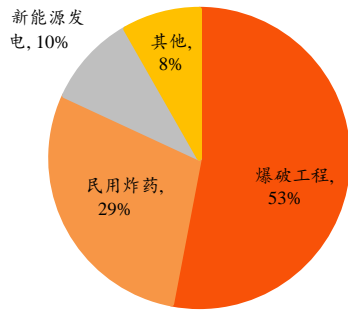
序号	合同签订主体	项目(合同)名称	合同金额
1	新疆天河爆破工程有限公司	新疆克州乌恰县乌拉根铅锌矿区露天爆破项目	1.4
2	新疆天河爆破工程有限公司	新疆拜城县阿尔格敏露天煤矿钻爆工程项目	3.25
3	新疆江阳工程爆破拆迁建设有限公司	伊吾广汇矿业白石湖露天煤矿爆破项目	3.1
4	新疆江阳工程爆破拆迁建设有限公司	疆纳兴盛露天煤矿爆破项目	1.1
5	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	三塘湖矿区条湖三号井田火烧区治理工程钻爆施工	3.75
6	新疆天河爆破工程有限公司	齐克勒克煤矿火区灭火项目的工程施工爆破工程施工	1.72
7	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	科尔克煤矿火区灭火工程剥离工程(一标段)	1.44
8	新疆天河爆破工程有限公司	温宿县博峰煤业有限公司博孜墩煤矿东井隐蔽致灾因素治理项目爆破工程施工	2.6
9	新疆中岩恒泰爆破工程有限公司	火烧云铅锌矿采矿工程爆破工程	1.65

资料来源:公司公告, 甬兴证券研究所

优化产品结构, 推动民爆生产与工程服务协同发展。根据广东宏大公告, 随着我国民爆行业的结构调整, 生产、销售、爆破服务一体化的先进发展模式成为我国民爆行业发展的主要方向。其中爆破服务主要包括爆破方案设计、爆破工程监理、矿山爆破一体化解决方案规划实施等, 涵盖工程钻爆的“钻、爆、挖、运”全流程。大中型露天矿山开采难度较大, 对露天矿山采剥服务企业行业资质、技术水平等均有较高的要求, 项目整体平均利润水平较高。我们认为, 未来公司将加大对规模大、周期长、稳定性高的大型矿山项目的布局, 提升盈利水平。

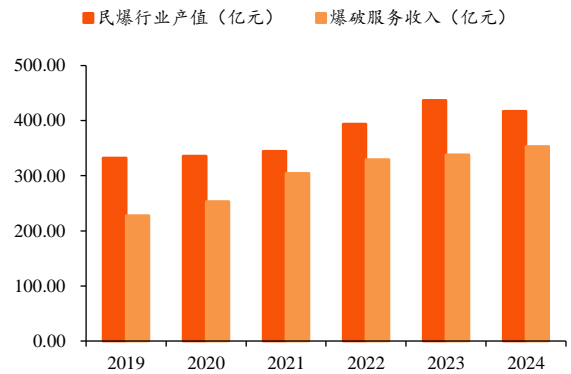
在爆破服务资质方面, 根据公司公告, 截至 2025 年 2 月, 公司下属北方爆破科技有限公司、山西江阳爆破工程有限公司已拥有矿山工程施工总承包一级、爆破作业单位许可证一级“双一级”资质, 进一步提升矿山施工总承包一体化服务能力。同时, 在一体化趋势下, 公司持续推动民爆生产与工程服务协同发展, 一方面, 公司的民爆产品生产为工程服务终端用户提供坚实的产品供应, 另一方面, 通过工程业务实践和拓展, 推动公司民爆产品生产和研发。其中 2023 年, 公司工程爆破服务收入占民爆产业收入超过 50%, 未来有望继续提升。

图22:公司爆破工程营收贡献较高 (2023)



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图23:国内爆破服务收入和行业产值情况



资料来源: 广东宏大公告, 中国民爆信息, 甬兴证券研究所

3.2. 依托兵工集团平台, 打造民爆出海排头兵

依托兵工集团及股东优势, 公司成为行业出海排头兵。根据公司公告, 公司的实控人为中国兵器工业集团有限公司, 在全球 70 余个国家和地区设立了 100 余家境外分子公司和代表处, 并且在东南亚及中南部非洲拥有铜矿、铜钴矿、铂钯矿等多处矿山的探矿权和采矿权。公司发挥兵器工业集团的军民融合及“一带一路”先行优势, 结合集团公司海外矿产战略布局, 成为集团民爆产业国际化的重要平台。另外, 作为公司第二大股东, 紫金矿业集团股份有限公司合计持有公司 21.81% 的股份。从业务结构来看, 紫金矿业主要从事铜、金、锌等基本金属矿产资源 and 新能源矿产资源勘查与开发, 与公司的业务具有协同性; 从全球布局来看, 紫金矿业是大型跨国矿业集团, 在海外 15 个国家和中国 17 个省(自治区)拥有超 30 座大型、超大型矿产资源开发基地, 其中在非洲刚果(金)、欧洲塞尔维亚和中国西藏建成三个世界级的大型铜矿生产基地, 在中亚、南美、大洋洲等区域形成了一批主力黄金矿山, 有望助力公司在海外市场的业务拓展。

图24:公司海外业务分布



资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

图25:紫金矿业全球业务布局



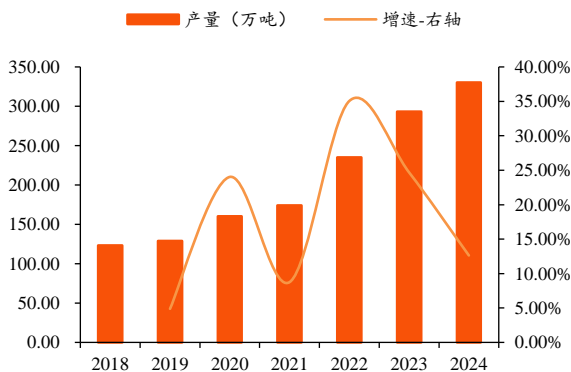
资料来源: 紫金矿业公告, 甬兴证券研究所

业务聚焦海外富矿区域, 市场开拓成果显著。根据公司公告, 2018 年工信部颁发《关于推进民爆行业高质量发展的意见》, 鼓励民爆企业参与“一请务必阅读报告正文后各项声明”

带一路’建设，与矿山企业、工程建设企业等采取联合投标、共同开发的发展方式，大力开拓国际市场。鼓励企业到国外投资建设生产设施，提供爆破作业一体化服务。依托国家产业政策的支持及“一带一路”沿线国家民爆业务的发展机遇，公司国际化业务布局辐射纳米比亚、蒙古、刚果(金)、塞尔维亚、利比里亚、圭亚那等亚、非、拉、欧国家和地区，这些区域矿产资源较为丰富。根据 Wind 数据，2024 年，刚果（金）铜的储量在全球占比约 8%，产量约为 14%，其中 2018-2024 年，其产量 CAGR 约为 17.88%。根据国家核安全局网站，纳米比亚已查明铀资源总量（开采成本低于 260 美元/kgU）约为 50.95 万吨铀，位居全球第 5 位（2021 年），其中纳米比亚湖山铀矿是世界第三大铀矿，资源量丰富，由中广核集团组成的联合体于 2012 年收购其 100%权益。

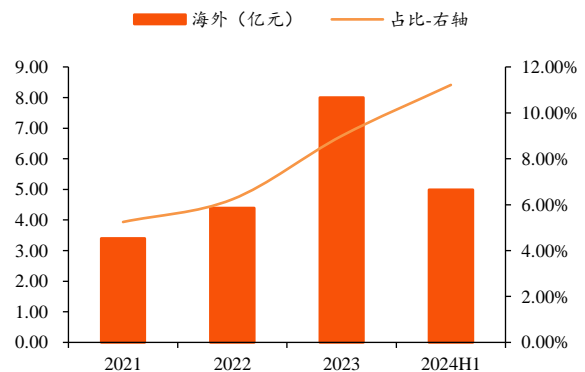
作为公司国际化经营的主要平台，全资子公司北方爆破先后在纳米比亚、刚果（金）设立子公司，承接爆破工程和采矿项目；参股蒙古 ET 公司，开展爆破业务；收购塞尔维亚 RUDEX 公司 60%股份，进入欧洲民爆市场；在利比里亚和圭亚那设立项目部承包爆破业务。其中 2023 年，北方爆破成功中标纳米比亚铀矿和圭亚那金矿爆破服务项目，合同总金额 57.2 亿元。从海外营收占比来看，从 2021 年到 2024H1，海外营收贡献从 5%附近扩大到 11%左右。未来公司将紧跟走出去的中资企业大型矿山、“一带一路”沿线国家基建项目，海外业务拓展空间广阔。

图26:刚果（金）的铜产量变化



资料来源: Wind, 美国地质调查局, 甬兴证券研究所

图27:公司海外营收贡献持续增加



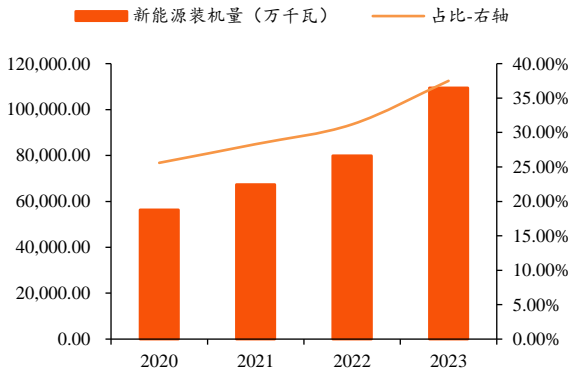
资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

3.3. 发力清洁能源业务，双主业布局成长可期

政策保驾护航，新能源发展前景广阔。根据国家能源局网站，截至 2024 年底，我国可再生能源发电装机达到 18.89 亿千瓦，同比增长 24.6%，装机占比连续两年超过一半；风电光伏合计装机达到 14.06 亿千瓦，首次超过煤电装机。2024 年可再生能源新增装机 3.73 亿千瓦，同比增长 23%，约占电力新增装机的 86%；全国可再生能源发电量达 3.47 万亿千瓦时，约占全部发电量的 35%。全国可再生能源平均利用率保持在 95%以上。根据《2025

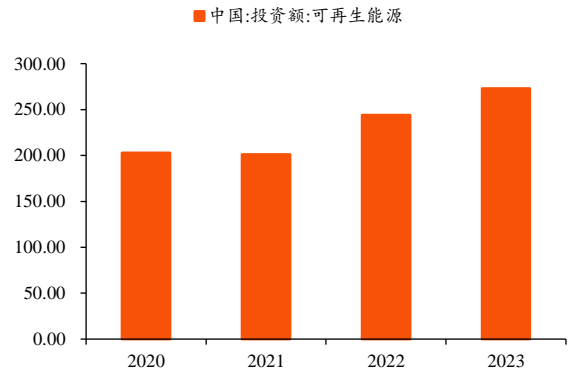
年能源工作指导意见》，要求非化石能源发电装机占比提高到 60%左右，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右。在此背景下，清洁能源行业发展前景向好。

图28:国内新能源装机容量及占比



资料来源: Wind, 国家能源局, 甬兴证券研究所

图29:国内可再生能源投资额 (十亿美元)



资料来源: Wind, IEA, 甬兴证券研究所

布局清洁能源业务，业绩迎来“双核驱动”。公司在立足民爆业务的基础上，积极布局新能源业务。根据公司官网及公告，江南化工新能源于2011年4月注册成立，2017年12月，证监会并购重组委会议正式审议通过公司重大资产重组项目，江南化工新能源成为公司全资子公司，其经营范围主要为风电场及光伏电站的开发、建设和运营。自2008年至今已累计与二十余省、市、自治区政府签署风、光投资开发协议，在内蒙古、新疆、宁夏、云南等资源优势地区拥有近7000万千瓦的优质风、光资源储备，并设立了近200座测风塔收集项目测风数据，为新能源项目的资源储备打下基础。截至2024年6月末，共拥有16个已并网的风电场项目及2个已并网的光伏电站项目，新能源累计装机约106万千瓦。根据2024年中报，公司新能源发电业务毛利率约为46.06%，高于民爆业务(44.51%)，有望提升公司的盈利能力。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

爆破工程:作为公司国际化经营的主要平台，全资子公司北方爆破2023年成功中标纳米比亚铀矿和圭亚那金矿爆破服务项目，合同总金额57.2亿元，为公司长期工作量提供支撑。未来公司将紧跟走出去的中资企业大型矿山、“一带一路”沿线国家项目，海外业务拓展空间广阔。预计2024-2026年，公司爆破工程业务收入增速分别为8%/15%/15%。

民用炸药:作为国内民爆产品品种最齐全的民爆企业之一，公司持续优化区域产能配置，加大新疆等高需求区域布局，实现效益最大化。同时，根

据控股股东特能集团和实控人兵器工业集团出具的《关于避免同业竞争的承诺函》，2025 年底前将实现兵器工业集团民爆资产的整体上市，公司民爆产品规模有望进一步扩大，预计 2024-2026 年，公司民用炸药业务收入增速分别为 10%/15%/15%。

新能源发电：公司全资子公司盾安新能源主要从事风力发电、光伏发电的项目开发、建设及运营，拥有多年清洁能源开发经验，在内蒙古、新疆、宁夏等资源优势区拥有优质风、光发电电场，有望受益于国内清洁能源行业的快速发展。预计 2024-2026 年，公司新能源发电业务收入增速分别为 15%/15%/15%。

表2:公司主要板块盈利预测

		2023	2024E	2025E	2026E
爆破工程	收入（百万元）	4715	5093	5857	6735
	增长率	20%	8%	15%	15%
	毛利率	19%	8%	15%	15%
民用炸药	收入（百万元）	2571	2828	3252	3739
	增长率	32%	10%	15%	15%
	毛利率	40%	40%	40%	40%
新能源发电	收入（百万元）	877	1008	1159	1333
	增长率	58%	15%	15%	15%
	毛利率	45%	45%	45%	45%
其他	收入（百万元）	732.3	768.9	845.8	930.4
	增长率	16%	5%	10%	10%
	毛利率	21%	21%	21%	21%
合计	收入（百万元）	8895	9697	11113	12738
	增长率	26%	9%	15%	15%
	毛利率	29%	30%	30%	30%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

我们认为公司作为国内民爆行业龙头，依托中国兵器工业集团及紫金矿业的资源平台，持续发力国内新疆区域以及海外“一带一路”重点区域，业务拓展空间大。同时，积极布局清洁能源业务，“双核驱动”打造第二增长曲线。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 9.32 亿元、10.85 亿元、12.83 亿元，对应的 PE 分别为 16 倍、14、12 倍（对应 3 月 28 日收盘价），首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

安全风险。民爆产品本身固有的特点，决定了安全是民爆行业发展的永恒主题，安全红线是绝不可碰触的生命线、高压线。公司积极响应《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，夯实企业安全基础，积极建立江南化工安全管理体系，从建体系、筑架构、强监督、抓落实、严考核、促先进、塑文化等环节全层级、全流程、全过程、全员参与开展安全管理各项工作。

市场开拓风险。公司凭借自身产品、技术和服务等方面的优势能够确保产能得到充分有效利用，公司乳化炸药和现场混装炸药产品的市场需求前景较好。但是由于受行业整体产能过剩、区域发展不平衡等因素影响，民爆

行业当前面临的竞争力度仍然激烈，如果国家基础设施建设放缓及矿产资源投资政策趋严，公司民爆产品需求及爆破工程业务拓展将面临一定的市场风险。

国际经营风险。全资子公司北方爆破海外爆破服务收入占比较大，庆华汽车的部分产品销往海外客户。未来不排除受地缘政治变化、国际贸易争端、项目所在国的政局稳定性、税务法律政策的变化、国际化经营人才流失等风险的影响，进而对公司国际业务发展产生不确定性影响。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,437	7,603	8,312	10,067	12,249	经营活动现金流	1,525	1,145	1,993	1,864	2,177
货币资金	2,391	1,941	2,378	3,349	4,634	净利润	655	1,000	1,211	1,409	1,666
应收及预付	3,194	3,805	3,976	4,556	5,222	折旧摊销	658	687	894	879	984
存货	530	587	640	734	839	营运资金变动	-81	-819	-157	-462	-510
其他流动资产	1,322	1,270	1,318	1,428	1,554	其它	292	278	46	38	38
非流动资产	9,150	9,146	8,899	8,760	8,516	投资活动现金流	-667	-681	-617	-718	-717
长期股权投资	126	92	82	72	62	资本支出	-616	-736	-714	-719	-720
固定资产	6,612	6,591	6,509	6,433	6,247	投资变动	-52	39	0	0	0
在建工程	229	242	201	169	143	其他	1	17	97	1	3
无形资产	735	700	700	700	700	筹资活动现金流	-547	-913	-989	-226	-226
其他长期资产	1,448	1,522	1,408	1,386	1,365	银行借款	-159	-421	0	0	0
资产总计	16,587	16,749	17,211	18,827	20,766	股权融资	1	0	3	0	0
流动负债	3,043	4,184	3,548	3,910	4,338	其他	-390	-492	-992	-226	-226
短期借款	469	507	557	607	657	现金净增加额	351	-442	438	971	1,284
应付及预收	1,139	1,253	1,290	1,477	1,692	期初现金余额	1,952	2,303	1,862	2,299	3,270
其他流动负债	1,435	2,424	1,701	1,826	1,989	期末现金余额	2,303	1,862	2,299	3,270	4,555
非流动负债	3,407	2,699	2,642	2,587	2,532						
长期借款	2,965	2,506	2,456	2,406	2,356						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	442	193	185	180	175						
负债合计	6,450	6,883	6,190	6,497	6,870						
股本	2,649	2,649	2,649	2,649	2,649						
资本公积	2,795	1,828	1,831	1,831	1,831						
留存收益	3,557	4,170	5,002	5,987	7,170						
归属母公司股东权益	9,046	8,715	9,592	10,577	11,759						
少数股东权益	1,091	1,151	1,429	1,753	2,137						
负债和股东权益	16,587	16,749	17,211	18,827	20,766						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长	20.6%	13.8%	9.0%	14.6%	14.6%
营业利润增长	-37.3%	34.1%	21.8%	16.6%	18.4%
归母净利润增长	-54.5%	61.5%	20.6%	16.4%	18.2%
获利能力					
毛利率	28.1%	29.5%	29.6%	29.6%	29.7%
净利率	8.4%	11.2%	12.5%	12.7%	13.1%
ROE	5.3%	8.9%	9.7%	10.3%	10.9%
ROIC	5.8%	8.0%	8.9%	9.3%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	38.9%	41.1%	36.0%	34.5%	33.1%
净负债比率	15.1%	26.6%	12.6%	3.4%	-6.3%
流动比率	2.44	1.82	2.34	2.57	2.82
速动比率	2.10	1.57	2.03	2.26	2.51
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.53	0.57	0.62	0.64
应收账款周转率	2.86	2.90	2.82	2.96	2.96
存货周转率	12.17	11.23	11.14	11.39	11.39
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.29	0.35	0.41	0.48
每股经营现金流	0.58	0.43	0.75	0.70	0.82
每股净资产	3.42	3.29	3.62	3.99	4.44
估值比率					
P/E	27.12	15.01	16.11	13.84	11.71
P/B	1.43	1.33	1.57	1.42	1.28
EV/EBITDA	8.15	6.73	6.54	5.65	4.51

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,819	8,895	9,697	11,113	12,738
营业成本	5,621	6,273	6,829	7,819	8,959
营业税金及附加	66	71	78	89	102
销售费用	117	134	155	178	191
管理费用	678	775	853	978	1,108
研发费用	207	228	252	289	331
财务费用	148	144	122	113	94
资产减值损失	-137	-44	-10	-10	-10
公允价值变动收益	52	-58	0	0	0
投资净收益	21	11	10	11	13
营业利润	904	1,211	1,475	1,719	2,037
营业外收支	1	20	20	20	20
利润总额	905	1,231	1,495	1,739	2,057
所得税	250	231	284	330	391
净利润	655	1,000	1,211	1,409	1,666
少数股东损益	176	226	279	324	383
归属母公司净利润	479	773	932	1,085	1,283
EBITDA	1,780	2,115	2,511	2,732	3,134
EPS (元)	0.18	0.29	0.35	0.41	0.48

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司

径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。