

有“爆破专家”之称的军民融合“标杆”

——宏大爆破 (002683) 首次覆盖报告

增持 (首次)

日期: 2020年07月01日

投资要点:

- **矿服、民爆板块龙头企业，向军工板块战略转型，入选深圳中游产业指数：**宏大爆破在矿服和民爆领域是享有诸多盛名的龙头企业。在积极整合矿服、民爆两大业务板块资源、提升公司在海内外影响力的同时，公司向高端军工市场战略转型。公司现已打造成了主营矿服、民爆以及军工三大板块的“军民融合”企业。公司计划未来继续通过资源整合，促使各业务板块集团化发展。现公司整体业绩表现良好，2019年营业收入达到59.02亿元。2020年，公司成功入选MSCI中国A股指数和深圳中游产业指数，充分证明了公司经营稳健、极具发展潜力。
- **开创矿山民爆一体化服务模式，主打“大项目、大客户”模式，受市场周期影响较小：**70%的民爆器材用于矿山开采，因此民爆与矿山开采行业具有较强的相关性。加之国家鼓励民爆行业纵向整合，公司以此为契机，将产业链延伸至民爆器材研发、生产和销售领域，开创了我国“矿山民爆一体化”先河，赢得了国内诸多大中型矿企的认可。现公司矿服民爆板块主打“大项目、大客户”模式，这种模式受市场周期影响较小，能够提升公司的持续发展能力。2019年公司矿服、民爆两板块收入分别高达42.94亿元和11.82亿元。在行业集中度上升的大环境趋势下，公司将继续享受矿服、民爆龙头企业的品牌效应和规模效应带来的行业红利，后期公司在两大板块的市场占有率将再度提升。
- **打造军民融合标杆企业，军贸市场空间广阔：**在国家将军民融合上升为国家战略、鼓励“民参军”的背景下。公司2016年起以子公司明华公司为平台，向军工板块战略转型。在拓宽传统军工产品业务范围的基础上，公司以HD-1和JK两型导弹进军军贸市场。目前公司军工板块的传统军品业绩可观，2016-2019年军工板块营业收入复合增长率高达68%，且2020年1月传统军品业务斩获了高达3.58亿元的订单。主打军贸的两型导弹也于2019年相继出口立项获批，目前各项工作仍在稳步推进中，待订单落地，公司军工板块业务将迎来更大增长。

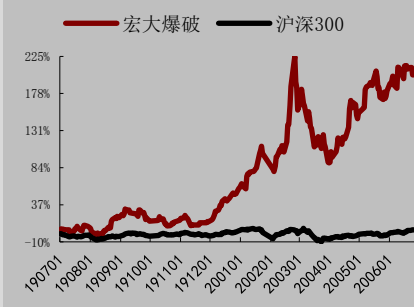
	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	59.02	72.74	91.36	122.22
增长比率(%)	28.88	23.25	25.59	33.78
净利润(亿元)	3.07	4.58	6.44	9.82
增长比率(%)	43.33	49.21	40.68	52.51%
每股收益(元)	0.43	0.65	0.91	1.39
市盈率(倍)	85.16	57.07	40.57	26.60

数据来源: 万联证券研究所

基础数据

行业	化工
公司网址	
大股东/持股	广东省广业集团有限公司/20.96%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	707.06
流通A股(百万股)	607.15
收盘价(元)	35.80
总市值(亿元)	253.13
流通A股市值(亿元)	217.36

个股相对沪深300指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2020年07月01日

相关研究

万联证券研究所 20200512_洁特生物 (688026) 首次覆盖_AAA_ODM 模式带来的高粘性客户铸就坚实护城河

分析师: 陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 18665372087

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

研究助理: 黄侃

电话: 18818400628

邮箱: huangkan@wlzq.com.cn

- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 72.74/91.36/122.22 亿元 EPS 分别为 0.65/0.91/1.39，P/E 分别为 57.07/40.57/26.60。首次覆盖，给与“增持”评级。
- **风险因素：**宏观经济下行风险、矿服民爆板块市场竞争风险、军工板块升级风险

万联证券

目录

1、公司简介.....	5
1.1 公司背景及股权结构.....	5
1.2 公司主营业务.....	5
1.3 公司财务状况分析.....	7
2、乘行业“东风”，三大板块并驾齐驱.....	9
2.1 民爆板块：行业集中化趋势明显，公司龙头地位稳固.....	9
2.2 矿服板块：国内市场资源整合，一带一路打开海外市场.....	12
2.3 军工板块：国际局势动荡，军贸市场需求有望上涨.....	15
3、矿服、民爆板块双轮驱动，开创“矿山民爆一体化”先河.....	18
4、军工板块战略转型，打造军民融合标杆企业.....	20
5、公司市场估值分析.....	24
6、盈利预测及假设.....	25
7、风险提示.....	26
图表 1：公司股权结构.....	5
图表 2：2016-2019 年公司主营业务占比.....	6
图表 3：2019 年公司主营业务营收（亿元）.....	6
图表 4：2016-2019 年公司分地区营收规模（亿元）.....	7
图表 5：2013-2019 年公司营业收入/成本及其增速.....	7
图表 6：2013-2019 年公司归母净利润及其增速（亿元）.....	7
图表 7：2015-2019 年公司毛利构成.....	8
图表 8：2013-2019 年公司毛利率及净利率变化.....	8
图表 9：2013-2019 年公司期间费用率情况.....	8
图表 10：2015-2019 年公司研发费用及同比增长率.....	9
图表 11：中国民爆行业产品结构占比.....	10
图表 12：2018 年工业炸药销售结构.....	10
图表 13：2014-2019 年我国民爆行业生产总值及增速.....	10
图表 14：2014-2019 年我国民爆行业利润总额及增速.....	10
图表 15：民爆行业相关政策.....	11
图表 16：宏大爆破民爆板块主要子公司.....	12
图表 17：2019 年我国民爆行业排名前 12 企业营业收入（亿元）.....	12
图表 18：我国采矿业企业景气指数.....	13
图表 19：我国矿产类大宗商品价格指数.....	13
图表 20：我国采矿业固定资产投资及增速.....	13
图表 21：三种矿山开采模式及其优缺点.....	14
图表 22：宏大爆破矿服板块主要子公司.....	14
图表 23：2015-2019 年公司露天/地下矿山开采业务营收.....	15
图表 24：宏大爆破矿服板块主要子公司.....	15
图表 25：中国、美国、俄罗斯军费支出及占 GDP 比重（亿美元）.....	16
图表 26：我国军费中装备费支出额（亿元）及其占比.....	16
图表 27：全球军贸出口市场规模（百万美元）.....	17
图表 28：宏大爆破形成矿山民爆一体化经营模式的三个阶段.....	18
图表 29：矿山民爆一体化服务在矿产资源产业链中的位置.....	19
图表 30：公司民爆、矿服两大板块销售收入毛利率及总营业收入走势.....	20

图表 31: 明华公司合资企业设立时间.....	21
图表 32: 明华公司企业图谱.....	21
图表 33: HD-1 超声速巡航导弹亮相珠海航展.....	22
图表 34: HD-1 项目进程.....	23
图表 35: 军工板块营业收入及增速.....	24
图表 36: 可比公司估值情况(数据截止至: 2020 年 6 月 23 日).....	24
图表 37: 公司未来 3 年营收预测.....	25

万联证券

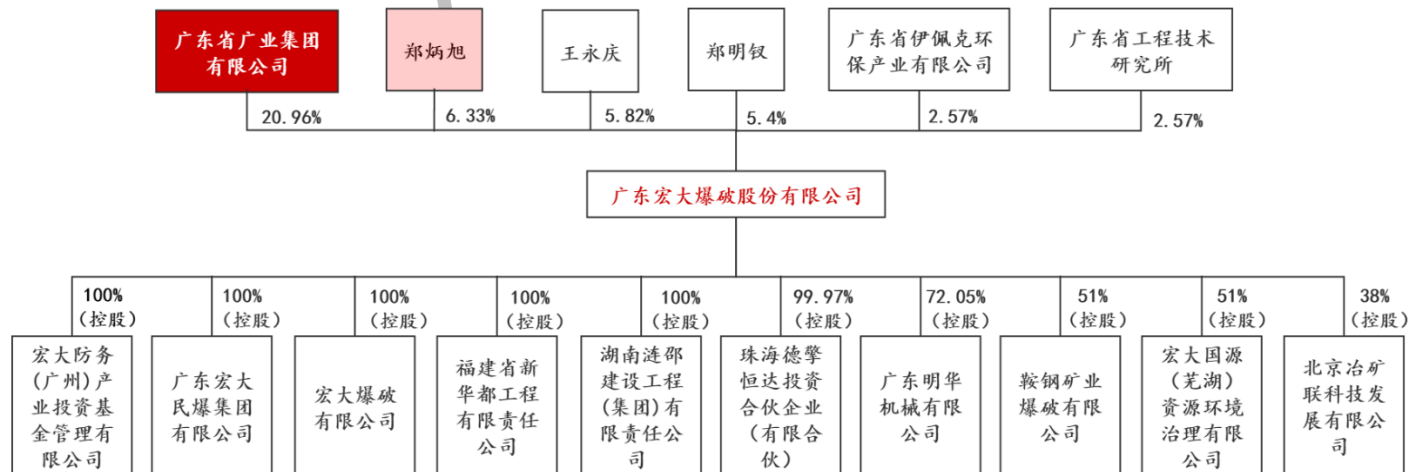
1、公司简介

1.1 公司背景及股权结构

宏大爆破创建于1988年,前身为广东省宏大爆破工程公司,于2003年完成公司制改制,并于2012年在A股上市,是我国第一家露天矿山采剥服务上市企业。公司现已获得国家住建部核发的矿山工程施工总承包一级、爆破与拆除工程专业承包一级、土石方工程专业承包一级、隧道工程专业承包一级等多项资质,且拥有境外工程承包经营权。公司的愿景是“打造民爆行业千亿航母”,经过30余年的发展,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、服务项目最齐全、民爆产品产能领先的矿山民爆一体化服务商之一,赢得了“宏大爆破、爆破专家”的盛名。在此基础上,公司开始向高端军工行业战略转型。2016年,宏大爆破子公司广东明华机械有限公司存续分立,计划打造明华公司为军工专业生产企业,做大做强宏大爆破军工板块业务。公司现已打造成为了主营矿服、民爆以及军工三大板块的“军民融合”企业,初步形成了重点突出、全面完整、具备技术先进性的产品线与业务布局。

公司是国有民营的混合所有制企业。公司由广东省国资委下属广东省广业集团有限公司控股,持股比例为20.96%。公司法定代表人郑炳旭以及另两位高管(王永庆和郑明钊)合计持股17.55%。形成了国有相对控股、管理层参股的股权架构,省国资委将其树立为“国有民营”模式的典范。

图表 1: 公司股权结构



资料来源: iFinD、万联证券研究所

1.2 公司主营业务

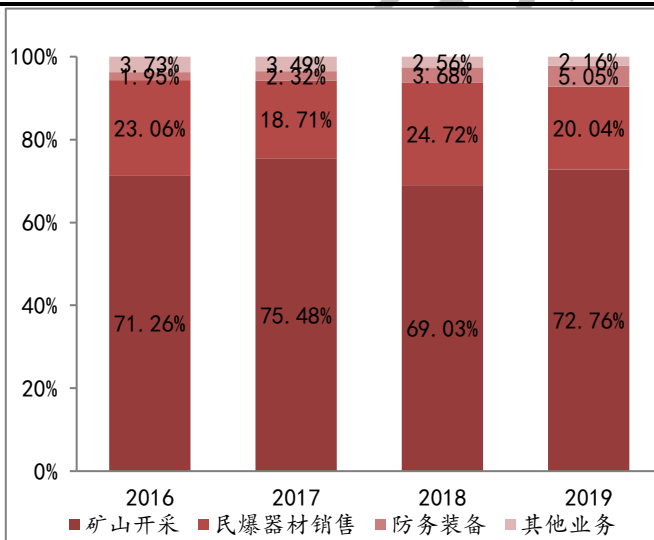
民爆板块是公司的传统业务之一,是矿服板块的上游业务。公司生产与销售的民爆产品包括乳化炸药、膨化硝酸铵炸药、工业电雷管、导爆管雷管、塑料导爆管以及中继起爆具等。公司现持有在证的工业炸药产能合计为26.6万吨、工业雷管产能合计4800万发、工业塑料导爆管产能合计3000万米。基于矿服和民爆两大公司传统业务板块的强相关性,公司现形成了“矿服民爆一体化”的经营模式,2016-2019年两板块合计营收占公司主营业务收入的比例分别为94%、94%、94%及93%。

公司矿服板块涵盖了矿山开发全生命周期的业务，根据开采方式的不同可划分为露天矿山和地下矿山两类。其中公司露天矿山服务包括矿山基建剥离、整体爆破方案设计、爆破开采、矿物分装与运输等垂直化系列服务，开采服务涉及煤矿、多金属矿、铁矿、石灰石矿等，主要围绕我国矿山龙头企业进行业务布局。宏大有限、新华都工程、鞍钢爆破等公司子公司主要从事露天矿山开采业务。另外，地下矿山服务包括为大中型地下矿山业主提供矿建工程建设、设备安装以及采矿工程服务，矿种涉及有色金属、煤矿、铁矿等，是公司子公司连邵建工的主营业务。

防务装备是公司的战略转型重点板块，近年来公司大力发展该板块，由公司子公司、地方军工企业——广东明华机械有限公司主营。除传统军品外，公司近年致力于研发高端军工产品。2019年，公司自主研发的HD-1导弹系统和JK系列导弹相继出口立项获批，项目的科研试验、生产建设、市场推广等各项工作现正稳步推进中。

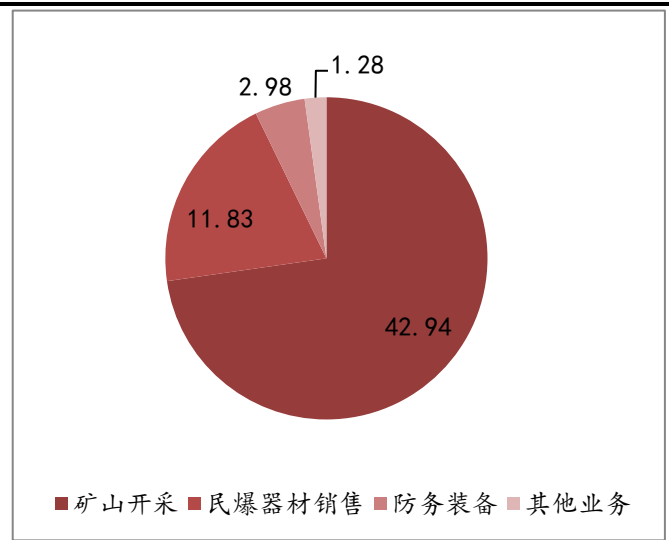
2019年，公司民爆板块实现营收11.83亿元，较2018年增长4.44%，表现相对平稳；矿服板块多个项目产值完成情况良好，同时公司加强了应收款的回收力度，因而板块业绩明显增长，实现营收42.94亿元，同比增长超过30%；防务装备板块方面，2019年公司传统防务装备产品订单较上年有所增长，实现营收2.94亿元，较2018年同比增长76.70%。

图表 2：2016-2019 年公司主营业务占比



资料来源：iFinD、万联证券研究所

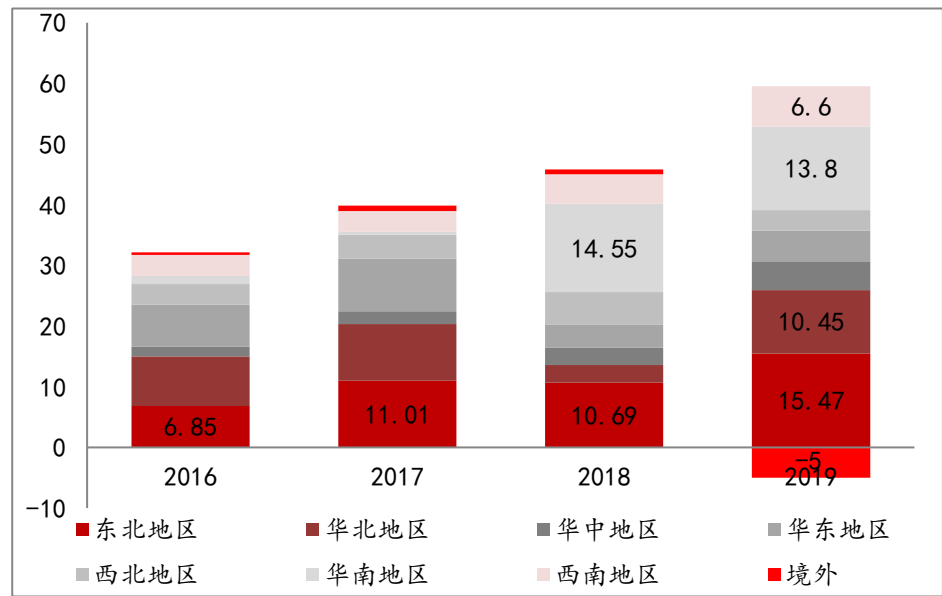
图表 3：2019 年公司主营业务营收（亿元）



资料来源：iFinD、万联证券研究所

公司目前主打国内市场并逐步开拓海外市场。由公司分地区应收规模可以看出，近年公司业务主要集中在东北地区、华北地区、西南地区以及华南地区，2019年四地区的营业收入分别为15.47亿元、10.45亿元、6.60亿元和13.80亿元，合计营收占公司总营收的78.48%。公司的矿服板块业务同时还包括承包境外爆破与拆除、土石方工程和境内国际招标工程以及相关设备、材料的出口业务，并于2019年在巴基斯坦、马来西亚设立了分公司，未来公司将进一步提高三大板块在国际上的知名度，扩大产品出口和境外承包等业务。另据公司年报显示，2019年公司境外地区营收为-5亿元，主要原因在于巴基斯坦项目原结算方式中包含柴油款，2019年新签约的合同中不再包含柴油款，因此原确认的收入冲减导致2019年境外收入为负值。

图表 4: 2016-2019 年公司分地区营收规模 (亿元)

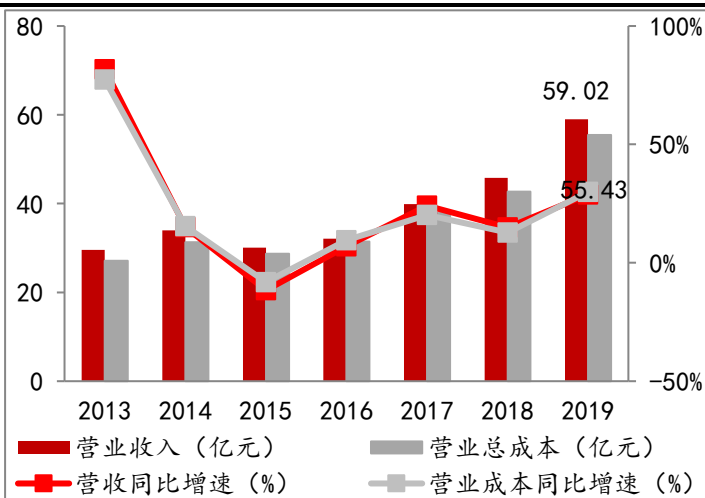


资料来源: iFinD、万联证券研究所

1.3 公司财务状况分析

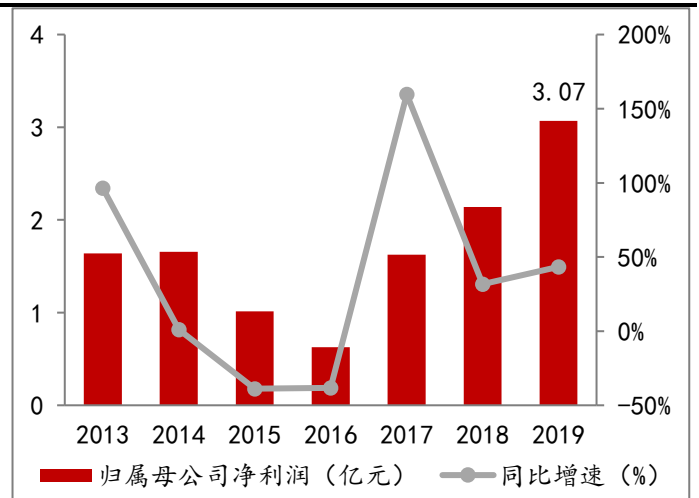
公司近年来积极进行内部整合、扩大产能、开发海外市场, 公司核心竞争力和品牌形象影响力迅速提升, 整体业绩增长态势向好。2019年公司总营业收入为59.02亿元, 较2018年同期增加13.22亿元, 同比增长28.88%, 为2014年以来的最快增速, 主要得益于矿服板块项目的效益良好; 营业总成本为55.43亿元, 较2018年同期增加12.76亿元, 同比增长29.90%, 原因在于公司的业务规模扩大导致成本相应上升; 实现归母净利润3.07亿元, 较2018年同期增加0.93亿元, 同比增长43.3%。

图表 5: 2013-2019 年公司营业收入/成本及其增速



资料来源: iFinD、万联证券研究所

图表 6: 2013-2019 年公司归母净利润及其增速 (亿元)

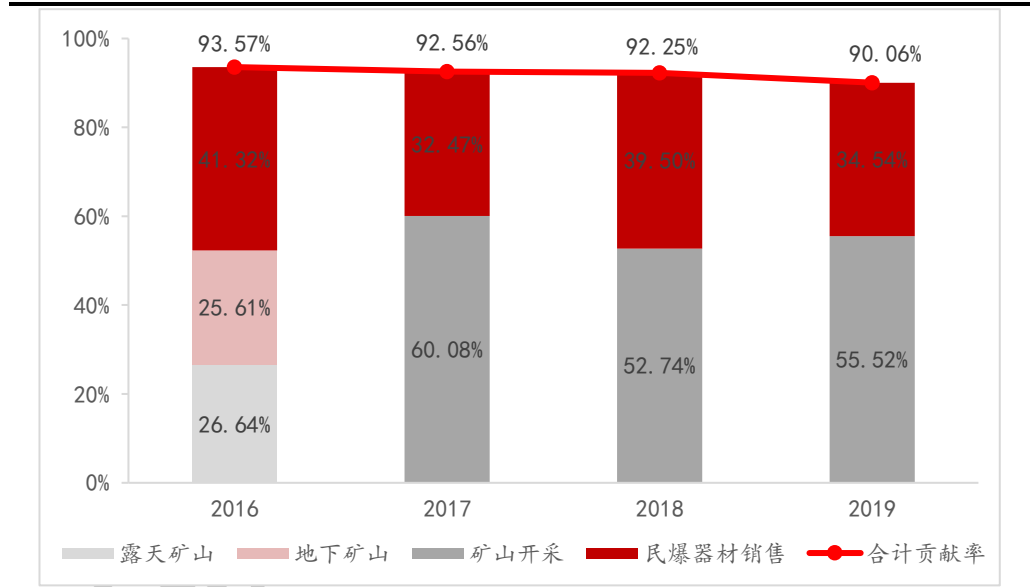


资料来源: iFinD、万联证券研究所

民爆、矿服两大板块为公司主要利润来源, 二者合计对公司毛利的贡献率可达到90%

以上。2016-2019年，民爆器材销售环节毛利率对公司总毛利率的贡献率分别为41.32%、32.47%、39.50%及34.54%；矿山开采环节的对公司毛利率的贡献率分别为52.25%、60.08%、52.74%及55.52%；两板块合计对公司毛利贡献率分别为93.57%、92.56%、92.25%和90.06%。

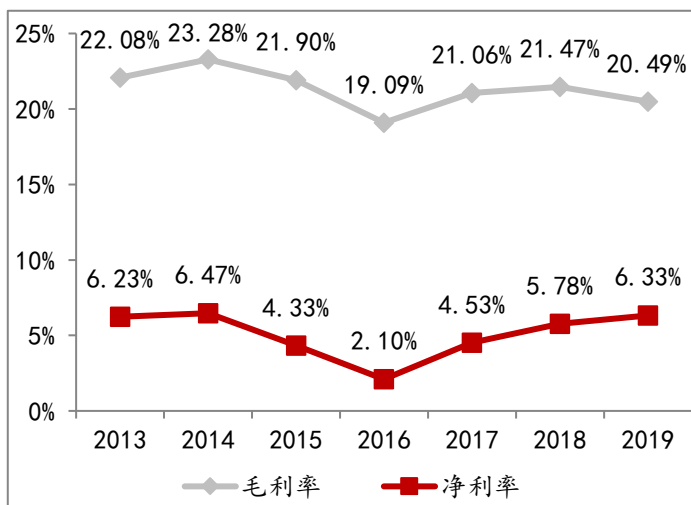
图表 7：2015-2019 年公司毛利构成



资料来源：公司年报，万联证券研究所

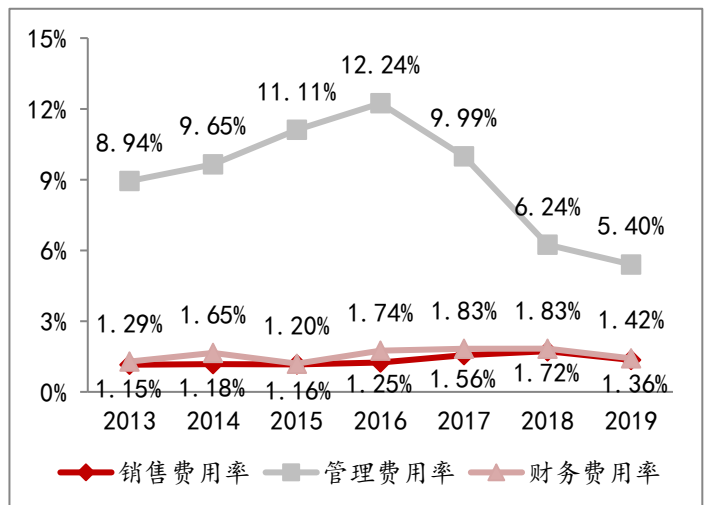
公司毛利率波动相对较小，净利率持续增长。近年公司毛利率水平相对稳定，2016-2019年公司主营业务毛利率分别为19.09%、21.06%、21.47%及20.49%，2019年毛利率小幅下降的主要原因在于民爆产品主要原材料硝酸铵成本较2018年上涨2.61%压缩了民爆板块的利润空间。公司净利率则稳步上涨，2016-2019年，公司主营业务净利率分别为2.10%、4.53%、5.78%及6.33%。2019年，在毛利率下降的情况下公司净利率依旧保持上升态势，主要得益于公司持续扩大经营规模，各板块业绩表现良好，且公司内部持续进行管理变革，提高资金使用效率，三费率均有不同程度的下降。

图表 8：2013-2019 年公司毛利率及净利率变化



资料来源：iFinD、万联证券研究所

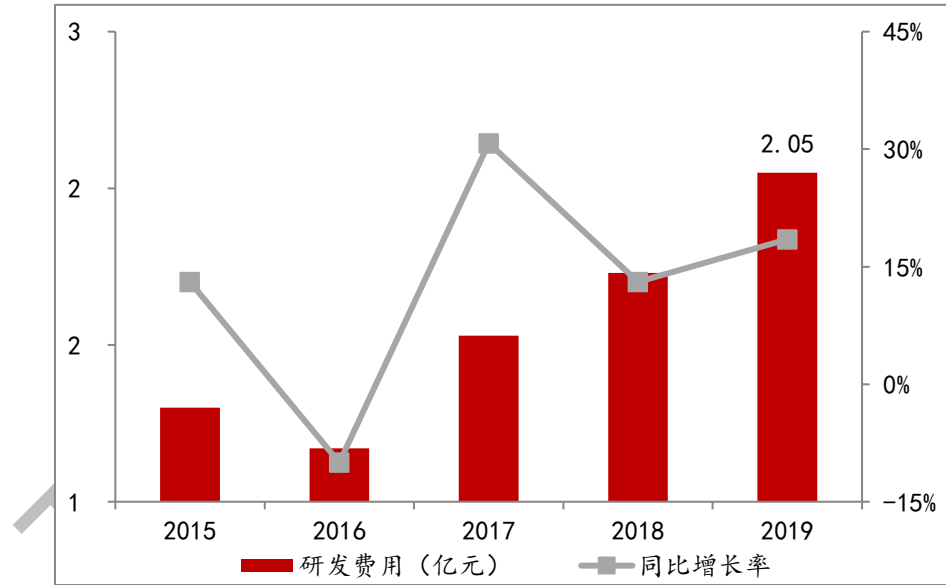
图表 9：2013-2019 年公司期间费用率情况



资料来源：iFinD、万联证券研究所

公司加大军工板块研发力度，研发费用逐年上涨。公司以子公司明华机械为平台，利用现有的军工资质，在传统军工业务的基础上开展HD-1项目、JK项目等高端装备的研发，因而近年加大了军工板块的研发力度，研发费用逐年上涨，2016-2019年公司研发费用分别为1.17亿元、1.53亿元、1.73亿元和2.05亿元。军贸产品属于高利润环节，项目的出口立项获批意味着公司研发的产品将在国际市场上崭露头角。现各项工作正稳步推进，订单落地后公司军工板块的收入规模及盈利能力将大幅提升。

图表 10：2015-2019 年公司研发费用及同比增长率



资料来源：公司年报，万联证券研究所

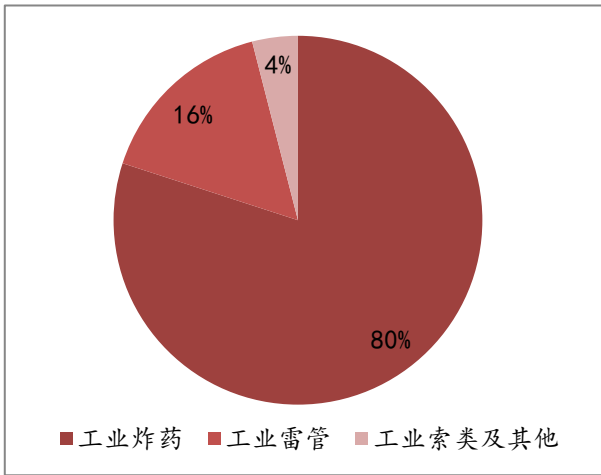
宏大爆破发展潜力大，入选深圳中游产业指数。2020年6月5日，深圳证券交易所和中证指数有限公司决定将宏大爆破等21支股票调入深证中游交易指数。此前5月中旬国际指数编制公司MSCI也将宏大爆破纳入MSCI中国A股指数。两次入选充分说明，公司各项经营指标符合相关指数标准、质地好、具有代表性，公司经营基本面良好，财务稳健，极具发展潜力。

2、乘行业“东风”，三大板块并驾齐驱

2.1 民爆板块：行业集中化趋势明显，公司龙头地位稳固

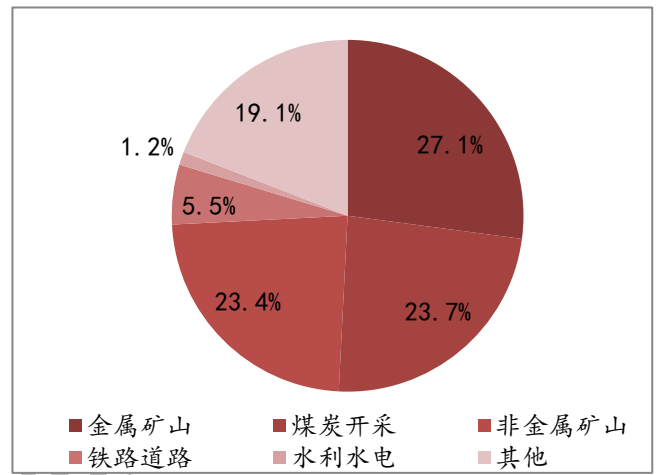
民爆器材即民用爆破器材，是各种工业火工品、工业炸药及制品的总称，是易燃易爆的危险商品。民爆产品被广泛应用于矿山开采、铁路道路、水利水电工程、基础设施建设等多个国民经济领域。尤其在基础工业、重要大型基础设施建设领域中，民爆器材具有不可替代的作用，因而素有“基础工业的基础、能源工业的能源”之称，民爆行业也因此被归为国家基础性行业。我国民爆产品包括工业炸药、工业雷管、工业索类等19类，共涵盖110多种产品，其中工业炸药占据主导地位，占民爆行业市场的80%。另结合我国工业炸药的销售流向可以看出，我国工业炸药70%以上被应用于矿山开采，即我国的民爆产品多数用于矿产行业，这使得矿产行业与民爆行业呈现高度相关性。

图表 11：中国民爆行业产品结构占比



资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

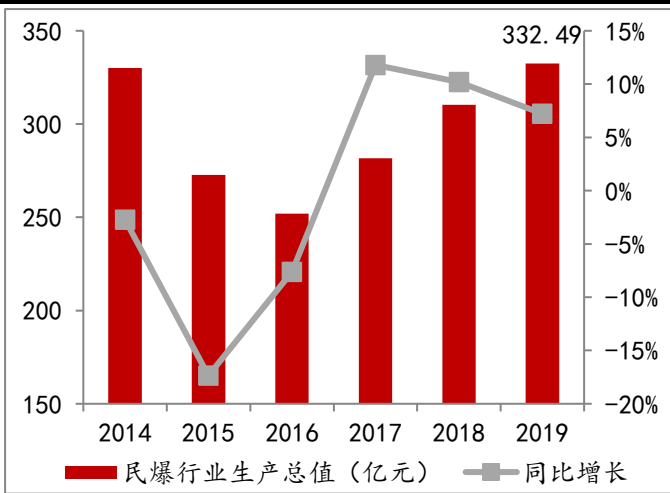
图表 12：2018 年工业炸药销售结构



资料来源：中国爆破器材行业协会、万联证券研究所

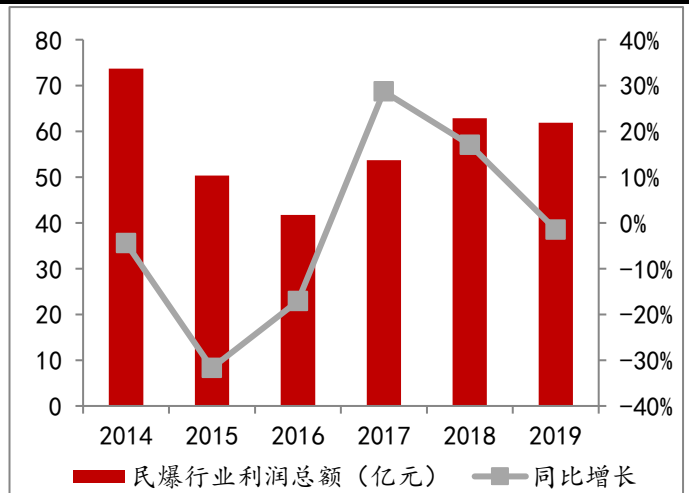
2013-2016年，全球经济下行，矿产品需求量下降，导致矿业普遍存在减产、半停产现象，民爆行业与矿服的高度相关性导致我国民爆行业出现产能过剩现象。加之行业监管趋严，民爆行业整体指标下行，并于2016年达到最低点。2016年，我国民爆行业生产总值为251.9亿元，行业利润总额仅41.7亿元。2016年后，大宗商品市场回升，矿业市场发展向好，民爆行业也相应开始回暖，各项指标呈增长态势。近两年行业增速有所放缓，主要原因在于民爆产品的主要原材料硝酸铵价格上涨，一定程度上压缩了民爆产品的利润空间。2019年，我国民爆行业生产总值恢复332.49亿元水平，同比增长率约为7.2%；民爆行业利润总额为61.89亿元，较上年下降1.51%。

图表 13：2014-2019 年我国民爆行业生产总值及增速



资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

图表 14：2014-2019 年我国民爆行业利润总额及增速



资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

“牌照生意”加深行业护城河。由于民爆器材属于易燃易爆的危险品，国家对民爆器材的生产、销售、购买等环节均采取了严格的**许可证制度**，“牌照生意”的特性为民爆行业筑起了极高的入行门槛。对于已获得相应许可证的企业而言，许可证是稳健生产经营的基础，同时也降低了很多潜在的竞争。**政策引导行业集中化趋势明显。**近年国家加强了对民爆行业的管理，工信部先后出台了一系列相关政策。国家计划培

育民爆行业龙头企业，引导行业集中化发展，要求行业排名前15家企业生产总值占全行业的60%以上。2020年4月，工信部发布《民爆行业安全生产专项整治三年行动工作方案》，计划于2020年5月至2022年间进行行业整顿，推动民爆产品生产及销售企业的规范化发展，此次整治将更进一步“淘汰”部分业内不达标的中小企业，加快行业整合速度。另外，国家还鼓励各企业向民爆生产、爆破服务一体化以及军民科技融合的方向发展、支持军工和民品企事业单位的技术合作。

图表 15：民爆行业相关政策

政策	颁布单位	发布时间	主要内容
《民用爆炸物品行业发展规划（2016-2020年）》	工信部	2016. 10	坚持结构调整。优化产品结构，发展安全、高效产品；优化产能布局，形成合理分布；优化产业体系，推进现场混装生产方式和一体化服务；提高产业集中度，培育龙头骨干企业。
			产业集中度进一步提高。培育3至5家具有一定行业带动力与国际竞争力的民爆行业龙头企业，扶持8至10家科技引领作用突出、一体化服务能力强的优势骨干企业。排名前15家生产企业生产总值在全行业占比突破60%。
			鼓励军民科技融合发展，促进民爆行业的军民技术双向转化，支持军工和民品企事业单位的技术合作。
《民用爆炸物品生产许可实施办法》	工信部	2018. 11	在中华人民共和国境内设立民用爆炸物品生产企业应当依据本办法取得民用爆炸物品生产许可。
			民用爆炸物品生产企业应当按照《民用爆炸物品生产许可证》核定的事项进行生产，生产作业应当执行安全技术规程等规定。
《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》	工信部	2018. 11	积极推进民爆生产、爆破服务一体化发展，延伸产业链，与矿产资源开采、基础设施建设等有机衔接，完善一体化服务机制，提升一体化服务水平，实现民爆行业由生产型制造向服务型制造升级转换。
《民爆行业安全生产专项整治三年行动工作方案》	工信部	2020. 04	于2020年5月至2022年在民爆行业开展安全生产专项整治行动，2022年底前，民爆生产企业安全生产标准化应达到二级及以上标准，民爆销售企业安全生产标准化应达到三级及以上标准。
《关于进一步加强工业行业安全生产管理的指导意见》	工信部	2020. 06	继续鼓励民爆行业龙头骨干企业开展兼并重组，推动普通雷管转型升级为数码电子雷管；组织编制民爆行业“十四五”发展规划；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。

资料来源：工信部、万联证券研究所

积极进行资源整合，宏大爆破民爆龙头地位稳固。民爆产品是宏大爆破的传统业务之一，在民爆行业深耕多年至今，宏大爆破已做到在技术和产能方面领先。公司也在业内在不断进行资源整合和并购，从而巩固公司在行业的核心竞争力、迅速扩大集团产能。公司已在广东省内完成了包括广东华威化工有限公司、广东省四〇一厂等7家

民爆产品生产企业的整合并购,并于2019年将全资子公司广东宏大增化民爆有限责任公司更名为广东宏大民爆集团有限公司,将持有的宏大韶化、宏大罗化、四〇一厂、华威化工、江门润城等民爆器材生产、销售企业的股权注入民爆集团,从而更好的统筹民爆业务。

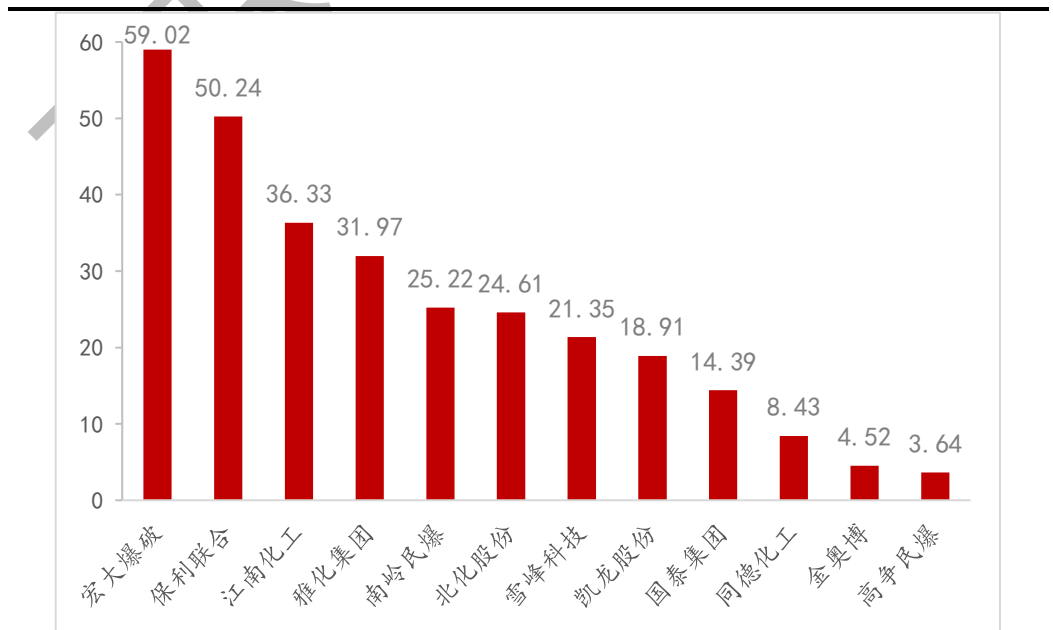
图表 16: 宏大爆破民爆板块主要子公司

公司名称	主要业务
宏大爆破有限公司	民爆器材生产销售及矿山开采
鞍钢矿业爆破有限公司	民爆器材生产销售、矿山工程
广东宏大民爆集团有限公司	民爆器材研发生产销售

资料来源: 公司年报、万联证券研究所

2019年,公司以59.02亿元的营业收入额在同行业企业中位列榜首。公司2019年年报表明,为巩固公司在民爆行业的龙头地位,公司将继续通过收购兼并扩大产能,并通过有效方式将产能转化为利润。

图表 17: 2019 年我国民爆行业排名前 12 企业营业收入 (亿元)

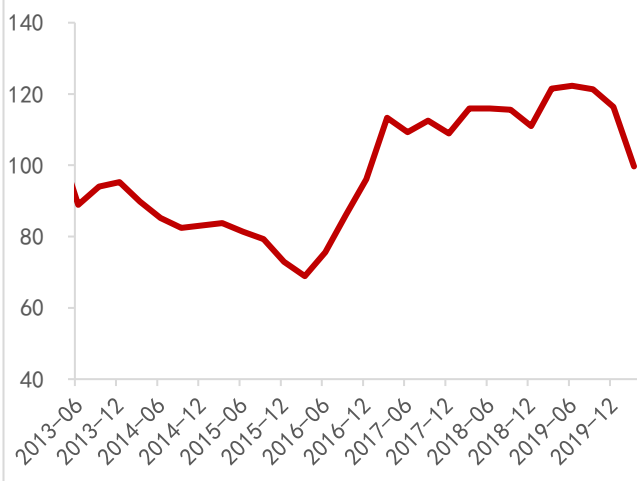


资料来源: 各公司年报、万联证券研究所

2.2 矿服板块: 国内市场资源整合, 一带一路打开海外市场

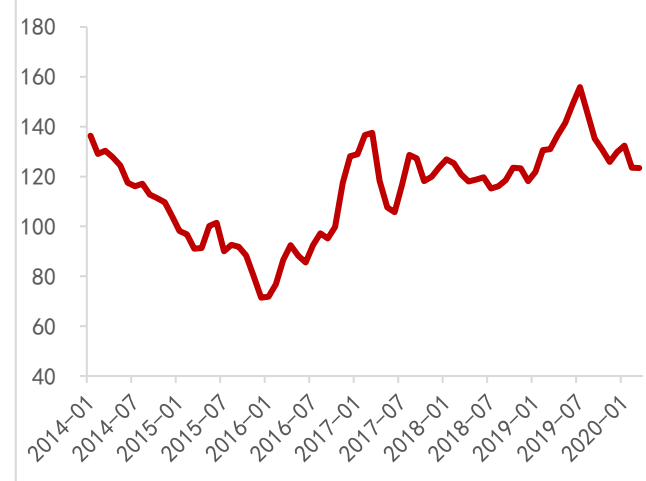
矿产资源是社会发展、经济发展的重要物质基础,被称作是现代工业的“粮食”和“血液”。矿山工程服务是矿产资源产业链的重要中游环节,与采矿业的发展以及宏观经济走势息息相关。由采矿业企业经济指数和矿产类大宗商品价格指数走势可以看出,2013年起,受国际经济下行影响,矿产资源需求量锐减、采矿业产能过剩,我国多数矿产企业陷入减产、半停工状态,行业景气度持续下滑,这一状态直至2015年末。2016年初,矿产类大宗商品价格指数回调,同时带动采矿业景气度快速回升。

图表 18：我国采矿业企业景气指数



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

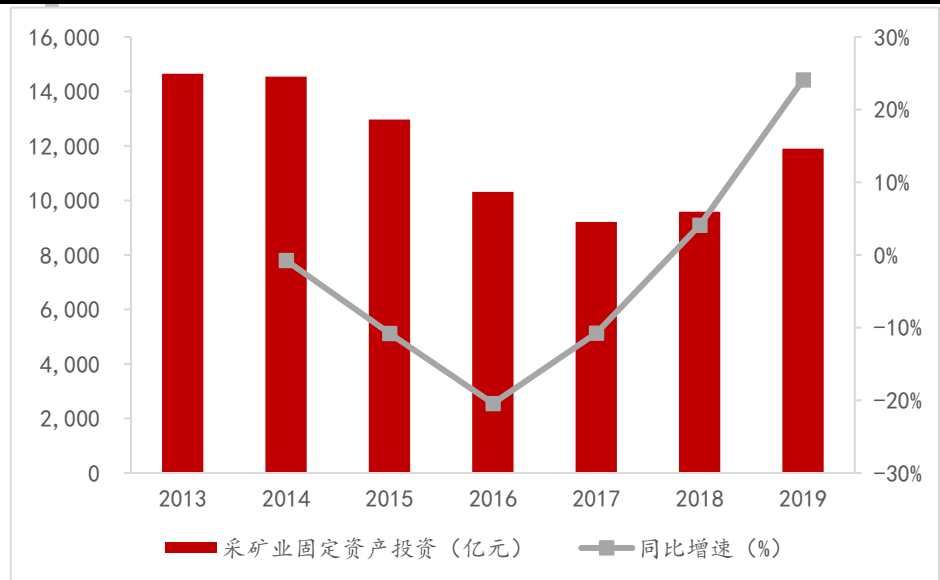
图表 19：我国矿产类大宗商品价格指数



资料来源：中国流通产业网，万联证券研究所

近两年我国矿产行业受国家供给侧结构性改革影响，进入结构调整优化阶段，业内资源整合加速、行业集中度提升。国家高度重视矿业的转型升级，于2018年成立了自然资源部，积极开展绿色矿产勘查和矿山生态修复，大力推进矿产资源管理制度改革。继续推进矿产资源法规修改，取消和下放一批行政许可事项，加强对矿产资源的监督和保护。在行业结构调整状态下，我国能源消费结构不断优化，矿产品需求保持增长，但增速有所放缓。

图表 20：我国采矿业固定资产投资及增速



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

矿企整合加速，矿服行业优质企业受益。根据矿山业主与矿山工程服务商之间的关系不同，可将矿山开采服务模式分为业主自采、专业分包以及整体外包三类。由于整体外包模式开采效率高、矿企的经济效益能够得到有效保障，因此大中型矿企均采用这一模式，而整体外包模式对矿服企业的资质、技术水平以及设备等环节均有较高要求，综合实力过硬的矿服企业将受到矿产行业结构调整的红利获取更多市场份额，而小、弱矿服企业在本次竞争中则将面临被兼并或淘汰。矿服行业集中度随之上升。

图表 21：三种矿山开采模式及其优缺点

开采模式	主要特征	优缺点
业主自采	爆、采、剥、分、装、运等环节均由矿山业主以自有设备和人员完成。	缺点： 业主设备投资巨大、人员包袱较重，普遍存在产能过剩；专业化程度不高，安全风险较大，安全责任问题突出；开采成本较高，经济效益较差。 优点： 因所有环节均由业主自主实施，协调难度低。
专业分包	爆、采、剥、分、装、运等环节均由矿山业主发包给各专业队伍完成。	缺点： 各环节设备及专业水平参差不齐，“短板效应”明显；现场管理难度很大；方案设计较难整体化；贫化率、回采率较难控制；安全生产问题突出。 优点： 开采成本较低，无需开采设备投入、专业团队投资及运营维护费用支出。
整体外包	民爆器材供应，爆、采、剥、分、装、运各环节均由矿山业主整体外包给一家服务商完成。 大中型矿山业主趋向采用整体外包模式。	缺点： 对服务商资质、设备、人员、技术、管理水平要求较高；对合同总量及业务持续性要求较高。 优点： 满足矿山业主对采剥环节“整体化、精准化、个性化、安全化”；开采效率较高，对业主而言经济效益容易得到保障。

资料来源：公司招股说明书，万联证券研究所

宏大爆破拥有爆破、隧道、矿山总承包一级资质，是目前国内矿山开采领域整体实力最强的服务商之一。公司矿服业务已初具规模，是我国煤炭、冶金、有色三大矿种的龙头服务商。公司矿服业务主要围绕国内矿山龙头企业进行业务布局。龙头矿企通常经营稳健、抗风险能力较强，因此服务于此类企业的矿服企业受市场周期影响相对较小。

公司矿山开采业务分为露天矿山开采和地下矿山开采两类，其中露天矿山开采是矿服板块的主要业务，由子公司宏大有限、新华都工程、鞍钢爆破主营。地下矿山业务由公司子公司连邵建工主营。为整合优质资源，更好的统筹矿服板块业务，2019年，公司以子公司宏大爆破有限公司为平台，将矿服板块子公司股权注入宏大有限，拟成立宏大工程集团。截至2019年末，公司全资持有的子公司新华都工程、连邵建工以及北京广业宏大矿业设计研究院有限公司转由宏大有限全资持有。公司通过内部整合和市场开拓提升集团整体实力和品牌影响力，并通过集团管控的形式进一步提升细分子公司的核心竞争力。

图表 22：宏大爆破矿服板块主要子公司

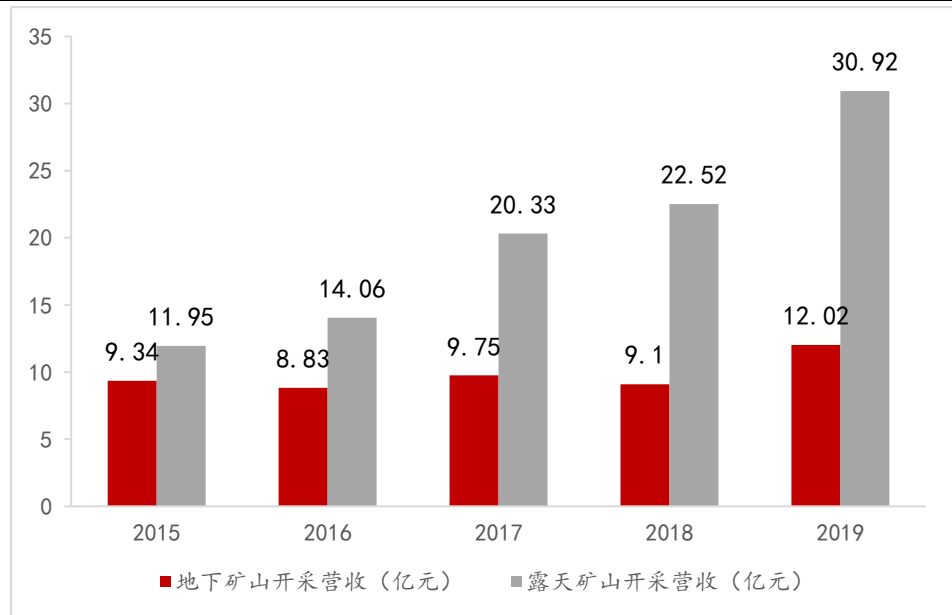
公司名称	主要业务
宏大有限	民爆器材生产销售及矿山开采
鞍钢爆破	民爆器材生产销售、矿山工程
连邵建工	地下矿山开采
新华都工程	露天矿山开采

资料来源：公司年报，万联证券研究所

从公司2019年矿服板块的经营业绩可以看出，公司对矿服板块进行资源整合已初具成效。2019年，公司露天矿山开采业务营业收入30.92亿元，同比上涨37.3%；地下矿山

开采业务营业收入12.02亿元，同比上涨32.09%。

图表 23：2015-2019 年公司露天/地下矿山开采业务营收



资料来源：公司年报，万联证券研究所

响应“一带一路”倡议，积极开拓海外市场。为促进资源开放合作，国家鼓励企业积极参与“一带一路”建设，公司响应国家倡议，积极开拓海外市场，提高自身矿服业务在国际矿服市场的美誉度。并于2019年在巴基斯坦、塞尔维亚以及马来西亚设立了子公司。未来公司将坚持健康发展，扩大经营规模，保持国内领先地位并继续拓宽海外业务。

图表 24：宏大爆破矿服板块主要子公司

公司名称	对整体生产经营和业绩的影响
宏大爆破巴基斯坦有限公司	2019年4月，公司因拓展海外业务需要，在巴基斯坦成立该子公司。截至2019年末，该公司尚未开展任何经营活动。
宏大连邵矿业有限公司	2019年5月，公司因拓展海外业务需要，在塞尔维亚成立该子公司承接项目，该项目2019年效益良好，实现营业收入2717.48万元，净利润129.62万元。
宏大爆破马来西亚有限公司	2019年10月，公司因拓展海外业务需要，在马来西亚成立该子公司。截至2019年末，该公司尚未开展任何经营活动。

资料来源：公司年报，万联证券研究所

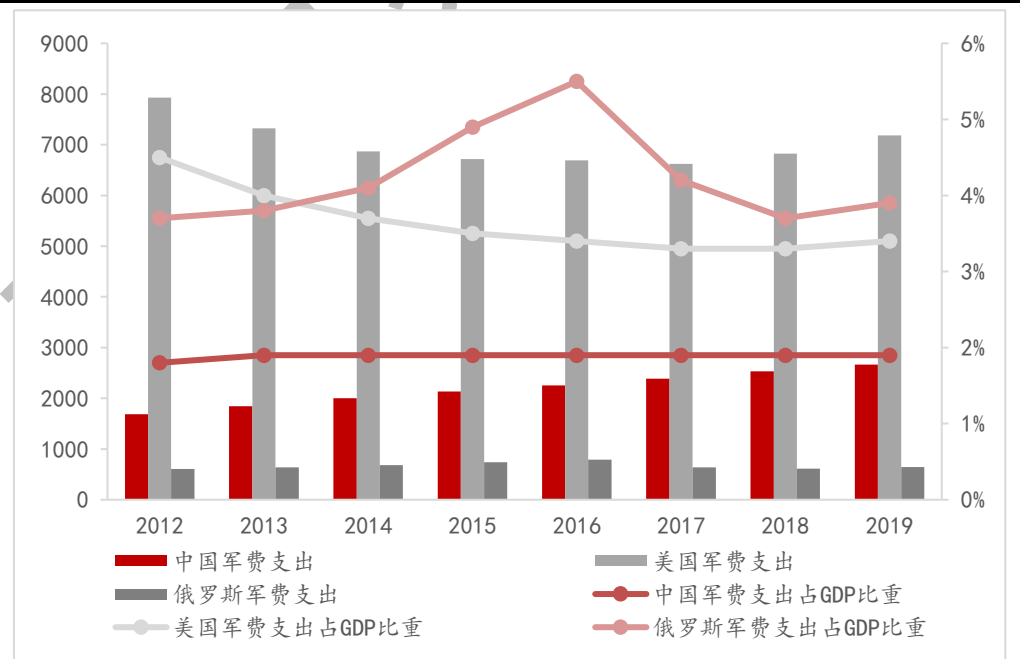
2.3 军工板块：国际局势动荡，军贸市场需求有望上涨

国防设备的技术水平不仅关系到国家的国防安全，也代表着国家的科创实力、制造能力和综合国力。同时国防技术也是许多先进技术的源头，只有真正地掌握核心技术，才能在国际上掌握主动权，保障国家安全。因此国防发展是一个国家重中之重的大事。我国特色军事变革已取得重大进展，但信息化水平亟待提高，军事安全面临技术突袭和技术代差被拉大的风险，与世界先进军事水平差距还很大，因此国家高度重视军事力量的发展。

各国每年会发放大量军费（即国防预算），用于军事建设、武器装备研发制造以及战争经费。单从军费支出额来看，美国军费支出全球第一，我国军费支出额位列第二，与美国存在较大差距，但多年始终保持增长态势。2019年，美国和我国军费支出额分别约为7186.89亿美元和2664.49亿美元。另外从军费支出占GDP的比重来看，我国军费比重稳定位于2%以下，与美国、俄罗斯等军事强国3%-4%左右相比仍处于较低水平，仍存在较大上升空间。国防部在《新时代的中国国防》白皮书中也指出，中国国防开支将与国家经济发展水平相协调，继续保持适度稳定增长。

近年国际秩序动荡紊乱，世界正面临“百年之未有大变局”，国际安全形式面临挑战。加之2020年以来受新冠疫情影响，国际形势愈发严峻，多国将矛头指向我国，国防力量的重要性凸显。5月22日，据全国人民代表大会年度会议预算草案显示，2020年我国军费预算将增长6.6%，达到12680.05亿元。

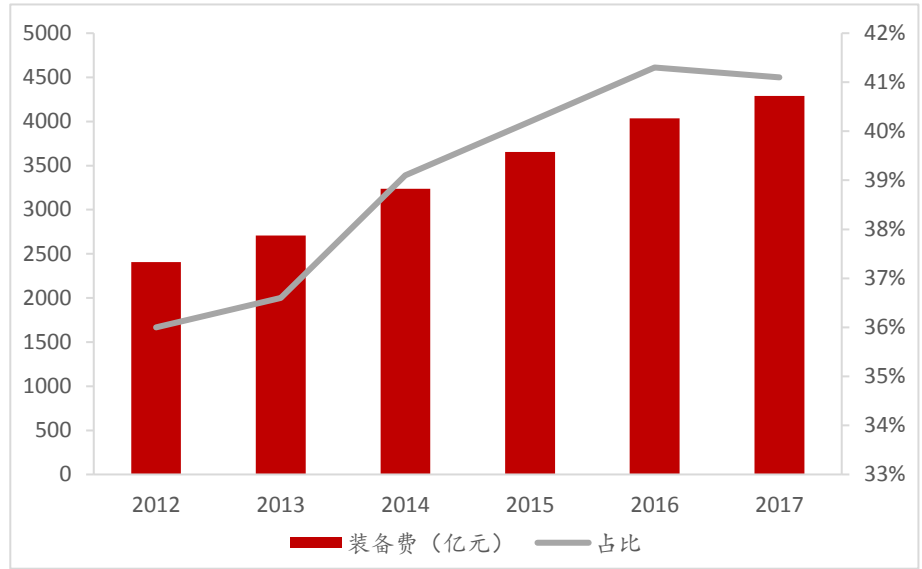
图表 25：中国、美国、俄罗斯军费支出及占 GDP 比重（亿美元）



资料来源：SIPRI, 万联证券研究所

武器装备制造是国防科技工业的基础，发展新型武器装备是我国军费的重点。我国军费根据用途划分主要由人员生活费、训练维持费和装备费构成。其中装备费主要用于加大武器装备建设投入、淘汰更新部分落后装备、升级改造部分老旧装备、研发采购航空母舰、作战飞机、导弹、主战坦克等新式武器装备，稳步提高武器装备现代化水平。根据《新时代的中国国防》列出的2012-2017年我国军费支出明细显示，装备费支出额逐年上涨，且其占比在2017年已达到41.1%，是军费支出中占比最大的部分，足以显示国家对于武器装备制造的重视。

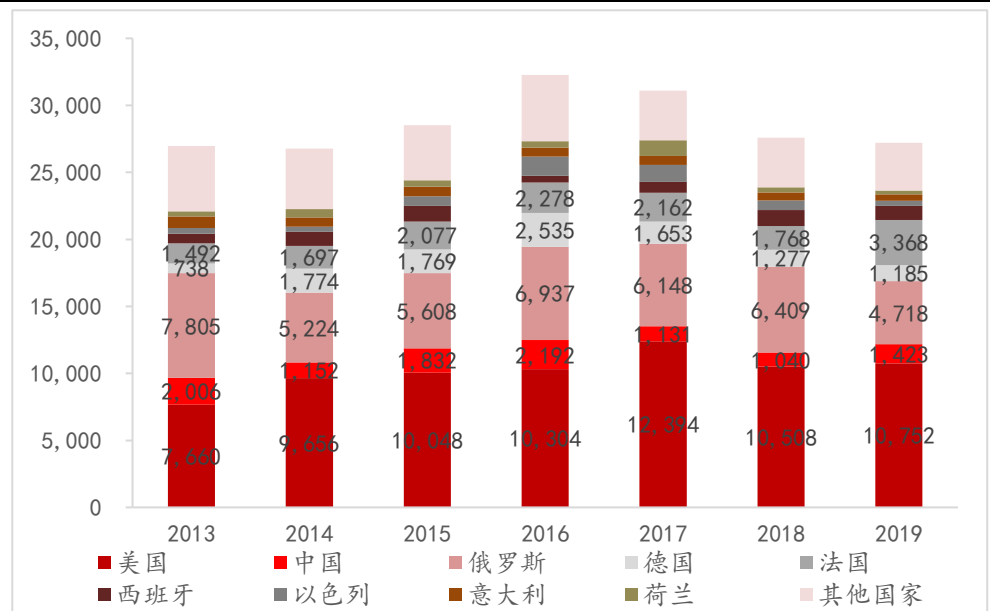
图表 26：我国军费中装备费支出额（亿元）及其占比



资料来源:《新时代的中国国防》,万联证券研究所

我国军贸市场规模世界前五, 上升空间广阔。军品贸易(简称“军贸”)与传统军工产品不同之处在于: 军贸的商品属性较强, 利润率较高; 军贸产品以订单为导向, 研制周期较短; 军贸面向全球市场, 空间广阔。拥有强大的军贸实力在为国家带来巨大的经济利益的同时, 也是提升自身在国际上的影响力的重要途径。据SIPRI统计数据 displays, 2019年军品出口贸易市场规模前五的国家是美国、俄罗斯、法国、中国和德国。我国军贸市场规模仅14.23亿美元, 约占全球军贸总市场规模的5.23%。当下全球时局动荡, 军贸市场将被打开, 目前我国军贸市场占有率处于较低水平, 仍有较大上升空间。

图表 27: 2013-2019 年全球军贸出口市场规模 (百万美元)



资料来源: SIPRI, 万联证券研究所

军民融合发展战略下, 军工企业迎来新发展契机。近年来, 国家强力推进军民融合发展。2015年军民融合发展上升为国家战略; 2017年党的十九大报告中指出军民融合成为国家今后五年的工作重点; 2018年军民融合进入实质性实践阶段。在此背景下,

国家鼓励“民参军”，即民营企业进入中国国防科技工业，包括进入军用产品和技术市场、进入军工资本市场以及进入军工人才市场三层。通过军民深度融合，能够加快武器装备升级换代，解决原有军工资产效率问题，实现军民两部门的合作共赢。军民融合的背景下，军工企业将享受时代红利，迎来巨大的发展契机。

军工板块是宏大爆破战略转型重点板块，未来将成为公司第一大主业。宏大爆破子公司广东明华机械有限公司（以下简称“明华公司”）是广东省省属地方军工企业、全国14家重点保军的地方军工企业之一、广东省唯一保留生产常规武器的地方军工企业，军工牌照资质齐全。2016年，明华公司存续分立、专事军品生产。自此公司积极响应军民融合战略，借此“东风”以明华公司为核心平台，计划组建**巡航导弹武器系统、单兵武器装备以及智能弹药**三大子板块，并将HD-1、JK等项目作为首选，向高端军工业务板块进行战略转型。公司通过创建合伙平台吸引有研发能力、有市场开拓能力的团队加盟军工板块，迅速做大做强该板块的规模。目前公司军工板块各项工作进展顺利，后期有望成为公司业务增长点，助推公司业绩保持高增长。宏大爆破董事长郑炳旭曾表示，未来军工板块将成为公司第一大主业。

3、矿服、民爆板块双轮驱动，开创“矿山民爆一体化”先河

宏大爆破是我国矿山民爆一体化经营模式的先行者，是国内第一家成功从爆破服务领域延伸到民爆器材生产领域的**矿山民爆一体化服务商**。矿山开采是民爆器材的下游主要应用，我国民爆器材约70%应用于矿山开采，有力证明了二者之间极强的相关性。作为主营为矿山工程服务的企业，宏大爆破积极把握国家鼓励民爆行业纵向整合的趋势，2006年起，将产业链延伸至矿山开采的上游——民爆器材研发、生产和销售领域。公司成功形成了以爆破技术为核心的、为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、爆破开采、矿物分装与运输等一系列服务的“矿山民爆一体化”服务模式。

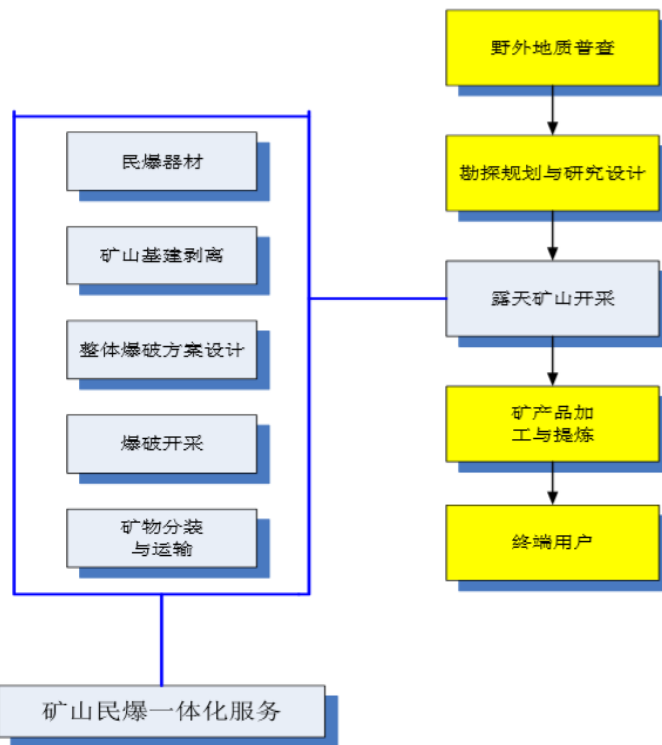
图表 28：宏大爆破形成矿山民爆一体化经营模式的三个阶段

时间	阶段进展
2006年	第一阶段：开始从事工业炸药现场混装业务，矿山民爆一体化服务模式初步形成。
2007-2008年	第二阶段：为进一步完善矿山民爆一体化服务，2007年设立宏大增化，进军固定生产线民爆器材的研发、生产及销售领域，2008年将宏大增化纳入合并范围。
2010年	第三阶段：为进一步提高民爆器材产品在广东省内的市场份额，收购力拓厂和明华公司，成为广东省内民爆器材产品产能最大的民爆器材生产企业。

资料来源：公司招股说明书，万联证券研究所

矿山民爆一体化服务模式能够提高矿山采剥的本质安全水平，大幅提升资源开采效率，实现矿山业主的综合经济效益最大化，同时可以最大限度的减少对环境的污染和破坏，符合国家“构建资源节约型和环境友好型社会”的科学发展观。这种模式处于矿产资源产业链中游，对保障矿产资源供应、保持国民经济健康、稳定发展具有重要意义。

图表 29：矿山民爆一体化服务在矿产资源产业链中的位置



资料来源：公司招股说明书，万联证券研究所

爆破技术是矿山民爆一体化的核心，也是技术壁垒最高的部分，公司爆破技术行业领先。民爆行业是国家严格监管的“牌照生意”，公司相关资质牌照齐全。且经过公司不断积累的研发投入和自主创新、不断挑战爆破技术高峰，现已在爆破技术方面获得多项国家专利和奖项，并且在国家核心刊物发表爆破技术论文百余篇、出版多部爆破科研专著。公司创造了广州体育馆工程、世界首创百米烟囱折叠爆破等多个中国甚至世界第一的优质工程，先后获得了“中国第一爆”、“世界环保第一爆”等美誉，奠定了公司“技术创新领跑者”的行业地位。

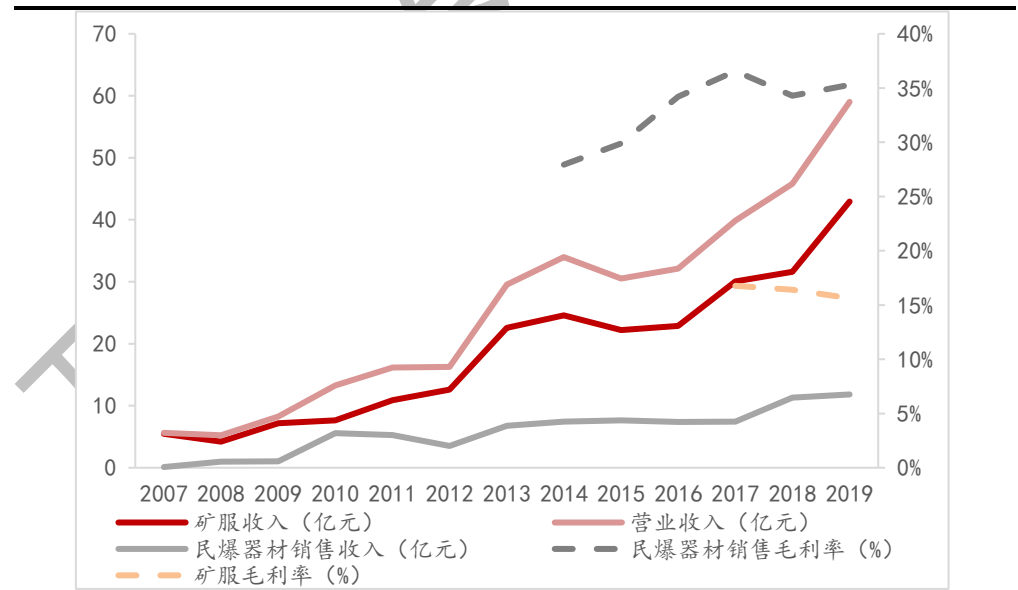
公司矿山民爆一体化服务模式受到国内多家大中型矿山企业认可。凭借突出的爆破技术和整体化、精准化、个性化、安全化的矿山民爆一体化服务模式，公司获得了中国神华、太钢矿业、大宝山矿业、昆钢集团等多家国内大中型矿业业主的认可。业务覆盖露天矿山和地下矿山，采剥的矿种涉及有色金属矿、煤矿、铁矿、石灰石矿、油页岩矿等多种矿产，赢得了“宏大爆破、爆破专家”的行业美名。这种服务于经营稳健、抗风险能力强的大中型矿企的模式，为公司业务带来了更多稳定性，降低了市场周期对公司的影响。目前公司的矿服民爆一体化服务模式已覆盖全国各地多个省市，公司也正积极响应一带一路的号召，逐步开拓海外市场，提升公司在国际上的知名度和影响力。

国家政策引导行业集中度提升，龙头企业受益。现阶段民爆行业主管部门正进行行业出清，将淘汰一批小、散、低的企业，市场将向龙头企业进一步集中。我国矿企也正不断集中资源，大中型矿企通常偏好于将矿山开采业务整体外包。矿山民爆一体化服务模式的需求量则将相应上涨，实力过硬的龙头企业将享受行业集中带来的红利，拓展业务范围和利润空间。宏大爆破的矿服和民爆两大板块均通过公司内部资源整合和收购兼并扩大规模，朝着集团管控方向发展，作为矿山民爆一体化服务模式的

开拓者和领导者，公司在此番行业集中度提升的趋势下，整体盈利能力和规模优势将更加凸显。

矿山民爆一体化服务模式扩大了公司整体收入规模，提升了持续发展能力。民爆器材销售是公司的高利润率环节，矿服板块为公司带来了大部分营收。公司在构建矿山民爆一体化服务模式的整体架构和战略布局的基础上，不断扩大公司业务范围并积极进行资源整合，扩大公司的整体收入规模的同时也提升了公司的持续发展能力，公司整体业绩持续上扬。目前公司资源整合初见成效，2019年营业收入上涨28.88%，达到59.02亿元，其中矿服板块收入42.94亿元，民爆板块收入11.82亿元。在行业集中度上升的大环境下，未来公司将继续享受矿山民爆一体化龙头企业品牌效应和规模效应带来的红利，整体业绩与规模有望进一步扩大。

图表 30：公司民爆、矿服两大板块销售收入毛利率及总营业收入走势



资料来源：公司年报，公司招股说明书，万联证券研究所

4、军工板块战略转型，打造军民融合标杆企业

乘军民融合“东风”，公司军工板块战略转型。公司2010年为进一步提高民爆器材产品在广东省内的市场份额，所收购的子公司明华公司是全国14家重点保军的地方军工企业之一、广东省唯一保留生产常规武器的地方军工企业，主营手榴弹、迫击炮等军品以及民爆器材的研发和生产，军工牌照资质齐全。2015年，军民融合上升为国家战略。公司以此为契机，2016年通过明华公司的存续分立，将军品业务和民爆业务分拆，计划以明华公司为平台，加大对军工产品的研发生产力度，由小军工业务向大军工业务战略转型。公司的军工板块覆盖两大市场，一是国内市场，主要围绕传统弹药产品、智能弹药产品、单兵作战产品及其他产品四方面进行布局；二是国际市场，主要是HD-1项目和JK项目。

“1+N”战略布局，迅速做大军工板块规模。为了军工板块业务的顺利进展，公司提出了“1+N”战略布局，以“1”明华公司为核心，组建巡航导弹武器系统、单兵武器装备以及智能弹药三大子板块，共覆盖包括HD-1、JK项目等20多种产品。为改变公司军工产品技术低端、收入规模小等落后局面，迅速做大军工板块规模、提升公司军工

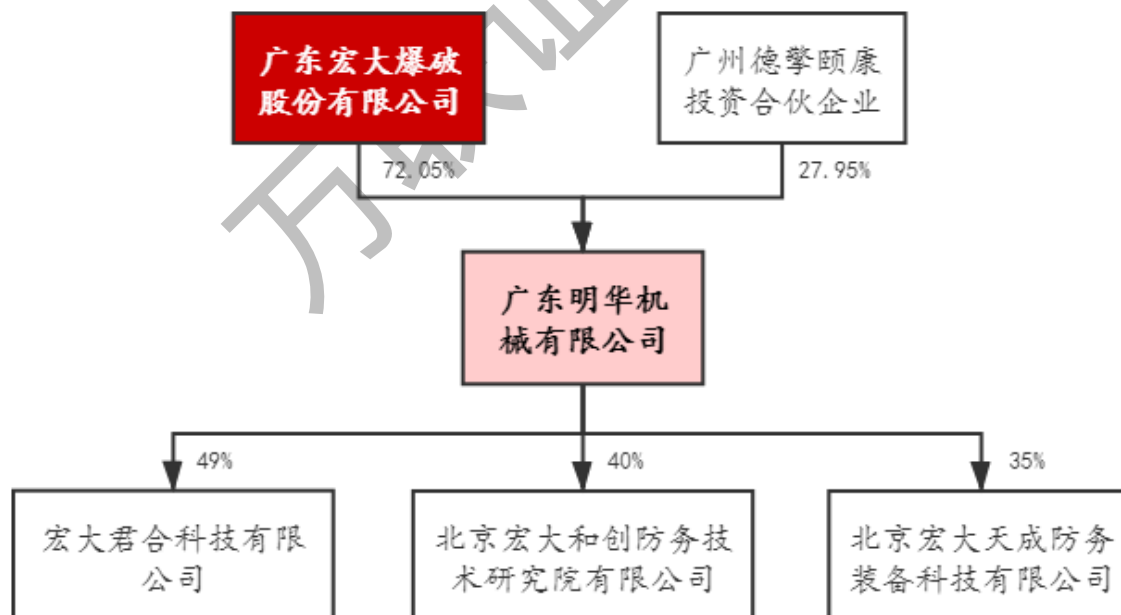
整体的技术水平,公司通过创建合伙平台吸引有研发能力和市场开拓能力的团队加盟,于2017年先后与多个合作伙伴合资设立了宏大和创、宏大天成和宏大君合。宏大和创和宏大天成的主营业务均为军品产品研发,宏大君合主营军品研发和试验发展等。

图表 31: 明华公司合资企业设立时间

时间	阶段进展
2017年1月	以800万元与自然人王希政、宋志东合资设立北京宏大和创防务技术研究院有限公司,占该公司40%股权。
2017年3月	拟以现金2000万元(2017年已出资800万元)与自然人邓晓雪、李军强合资设立北京宏大天成防务装备科技有限公司。
2017年9月	以现金2450万元(2017年出资980万元)与广州匡武航天科技中心(有限合伙)、广州君武空间技术应用中心(有限合伙)设立宏大君合科技有限公司,占该公司49%股权。

资料来源:公司公告,万联证券研究所

图表 32: 明华公司企业图谱



资料来源:公司公告,万联证券研究所

公司以军贸产品HD-1作为战略转型的首选项目。导弹是直接作战装备的核心、国际军贸市场中的重要组成部分,且我国导弹技术已十分成熟。因此公司计划以**导弹为切入点进军利润高、市场空间广阔、研制周期较短的军贸市场**。HD-1外贸型导弹武器系统是一个完整的武器系统,整个武器系统由导弹、导弹发射系统、指挥控制系统、目标指示系统、综合保障系统等组成。HD-1项目技术含量高、附加值高、产值规模大,是公司战略转型的首选项目。项目共包括车载基本型、机载型和舰载型三大系列。公司正在主推的是车载基本型,后续会推进机载型和舰载型,以及未来更高端、更先进的产品。

HD-1项目是技术、人才和资本的有效融合,助力公司成为军民融合标杆企业。HD-1项目从召开设计任务书下达到首次试飞完成用时仅一年多,极大地缩短了导弹的研制

周期,是公司技术和人才有效结合的“杰作”,其中为公司提供HD-1固体冲压动力系统核心技术的是国防科技大学的资深科研团队。为与之达成合作,公司出资5000万元参股宏大日晟,仅占35%股权。与国防科技大学的合作成就了HD-1项目的高起点,也大幅提升了项目的研制效率。另外,公司一改依靠国际军费投入的武器研发传统模式,以自有资金研制HD-1项目。公司公告称,HD-1项目所需资金将采用公司自有资金、债权融资以及股权融资等多种方式解决。为此,公司先后与合作伙伴合资成立了宏大防务(广州)产业投资基金管理有限公司,并以增资扩股方式引进战略投资者广州德擎颐康投资合伙企业(有限合伙),以加快新生产线建设。预计HD-1项目的投资总额约为13.2822亿元,预计在2020年开始产生效益,经过公司初步估算,该项目税前的内部收益率为21.19%(含建设期),静态回收期为6.42年(含建设期)。HD-1项目实现了技术、人才和资本的有效融合,该项目的实施,能够发挥公司的创新优势,形成军民融合典型示范效应,为我国尖端武器发展贡献新力量、新模式。

HD-1是固体火箭冲压发动机的超声速巡航导弹,性能优越、市场空间广阔。HD-1项目属于超声速巡航导弹,其核心装置是发动机。HD-1项目采用的是机动性较强的固体冲压发动机,这种发动机具有结构简单、比冲高、成本低、推力大等优势。目前国际上能够与HD-1对标的是印俄联合研制的、采用液体冲压发动机的布拉莫斯(Brahmos)超声速反舰导弹系统。与其相比,HD-1更具速度快、弹头大、体积小、重量轻的性能优势。且由于固体冲压发动机较液体冲压发动机成本更低,因此HD-1相较布拉莫斯的单价极可能更加有优势。高性能、高性价比的HD-1未来有望超越布拉莫斯获得更大的市场空间。

HD-1项目于2018年10月首次试飞完成,同年11月亮相珠海航展,获得了众多媒体以及潜在客户的关注。并于2019年7月出口立项获得国家有关部门批复同意,充分表明HD-1项目已获得国防科工局等部门的认可。2019年12月,HD-1项目获我国权威专家的一致认可,更是为其军贸销售的目标客户打了一剂“强心针”。据公司披露,公司现正与对HD-1项目有购买意向的客户在进行商务洽谈,进展比较顺利。待项目订单落地,将促使公司军工板块业绩大幅提升。2020年4月,公司公告称,HD-1项目正稳步推进中,公司计划2020年度完成HD-1项目的陆基型定型及空基型挂飞工作。

图表 33: HD-1 超声速巡航导弹亮相珠海航展



资料来源:公开资料整理,万联证券研究所

图表 34: HD-1 项目进程

时间	阶段进展
2017年4月	公司与国防科技大学科研团队达成合作, 参与航天动力技术的研究与生产。公司以自有资金5000万元参股湖南宏大日晟航天动力技术有限公司, 占该公司35%股权, 国防科大科研团队持有宏大日晟65%股权。
2017年7月	首次在长沙召开HD-1项目设计任务书下达会。
2018年5月	公司收到了广东省人民政府转发的国家国防科技工业局关于原则支持公司开展 HD-1 项目科研生产有关事项的复函(科工函〔2018〕35号);
	HD-1项目完成三级动力(固体助推、无喷管助推和固冲发动机)的地面点火试验, 试验获得成功。
2018年6月	为进一步推进HD-1项目以及公司军工板块业务的后续投资, 与珠海市汇垠德擎股权投资基金管理有限公司、深圳市空天投资企业(有限合伙)、广州市空天防务科技合伙企业(有限合伙)共同出资1000万元成立宏大防务(广州)产业投资基金管理有限公司, 其中, 公司以自有资金出资450万元, 占宏大防务注册资本的45%;
	为进一步推进HD-1项目的实施, 明华公司以增资扩股的方式引进战略投资者广州德擎颐康投资合伙企业(有限合伙), 德擎颐康持有明华公司27.9539%股权, 公司持有明华公司72.0461%的股权, 明华公司由公司的全资子公司变为控股子公司。
2018年8月	公司发布公告称投资研制某外贸型导弹武器系统(HD-1项目), 预计项目总投资为13.2822亿元, 预计在2020年开始产生效益, 经过公司初步估算, 该项目税前的内部收益率为21.19%(含建设期), 静态回收期为6.42年(含建设期)。
2018年9月	广东省发改委同意HD-1总装厂按照2018年省重点建设前期预备项目管理, 享受相关政策支持。同时要求公司抓紧开展前期工作, 完善各项审批手续, 争取早日开工建设。
2018年10月	HD-1项目首次超声速巡航飞行试验圆满完成。
2018年11月	HD-1亮相珠海航展。
2019年7月	HD-1项目出口立项获得国家有关部门批复同意。
2019年12月	HD-1超音速巡航导弹固体冲压发动机系统通过权威专家设计定型会, 结果表明: 动力系统性能参数满足导弹总体指标要求, 技术成熟, 达到国际先进水平。

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

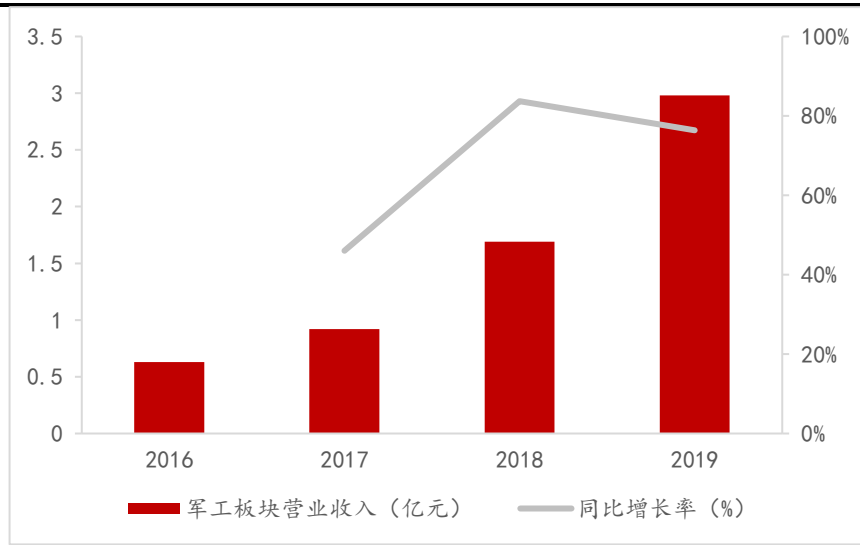
JK项目是公司自主投资研制的另一款新型制导武器, 出口立项已获国家有关部门批复同意。JK是一款单兵配备、可采用榴弹发射的超小型导弹。据公司在2018年珠海航展中展示数据显示, JK导弹的射程在30-2000m之间, 采用惯组+半主动激光/红外成像制导, 动目标的命中概率在85%以上。与HD-1项目相比, 这种超小型导弹成本很低, 性价比更高, 更有利于军贸订单落地。2019年12月, JK项目出口立项获国家有关部门批复同意, 目前项目依然在研制过程中, 销售团队也在积极与有意向客户进行沟通。公司表示看好JK项目的前景。

公司志在打造军工集团, 将军工板块发展为公司第一大主业。至此, 公司HD-1、JK两型军贸导弹出口立项均已批复同意, 军工板块其他产品也进展顺利。2019年, 公司军工板块营业收入为2.98亿元, 2016-2019年军工板块营业收入复合增长率高达67.86%。现公司军工板块已进入收获期, 公司1月10日公告披露称, 明华公司与客户针对传统军工产品签订了高达3.58亿元的订货合同。后期待军贸订单落地, 公司军工板块将迎来更高增长点。

公司表示, 不能仅依靠HD-1和JK两个外贸项目及现有几个产品来发展成军工集团。公司将继续依托国有控股的背景, 努力发展为有技术、有能力、机制灵活的军工平台,

吸引更多的高精尖技术、人才，也将会根据市场需求研发其他产品，未来军工板块将成为公司第一大主业。

图表 35：军工板块营业收入及增速



资料来源：公司年报，万联证券研究所

5、公司市场估值分析

公司主营业务板块涉及采矿业、民爆用品和军工/军民融合，因此我们从各板块选取共10只标的，分为采矿/民爆和军工两类分别进行比较估值。经计算，采矿/民爆类标的PE (TTM) 均值为77.84，军工类标的PE (TTM) 均值为100.99。宏大爆破现处于向军工板块战略转型的关键阶段，未来军工板块将作为公司第一大主业。目前公司PE (TTM) 为80.63，略高于采矿/民爆类标的PE均值水平，低于军工类标的PE均值水平。

图表 36：可比公司估值情况(数据截止至：2020年6月29日)

所属板块	股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	2019EPS	PE (TTM)
采矿/民爆类	002037.SZ	保利联合	31.65	0.37	49.59
	002917.SZ	金奥博	26.24	0.34	42.56
	002783.SZ	凯龙股份	35.73	0.14	68.00
	002246.SZ	雅化集团	86.83	0.07	132.97
	603727.SH	博迈科	40.44	0.15	97.84
	600547.SH	山东黄金	1057.87	0.42	76.08
		均值			77.84
军工类	300397.SZ	天和防务	102.82	0.36	115.47
	688399.SH	高德红外	440.31	0.24	117.87
	600316.SH	洪都航空	113.23	0.12	97.81
	300722.SZ	新余国科	24.81	0.36	72.81
		均值			100.99
	002683.SZ	宏大爆破	253.13	0.43	80.63

资料来源：wind、万联证券研究所

6、盈利预测及假设

我们对公司2020-2022年主营业务收入假设如下：

矿服板块：根据2019年年报，公司矿服板块多个项目产值完成情况良好，营收增速同比增长35.83%，较上年增幅明显。考虑到公司目前整合矿服板块成效良好，公司公告披露一季度矿服板块表现良好，且一带一路为公司带来海外订单。因此我们假设2020年公司矿服板块依旧保持较高增速，并于2021-2022年增速逐渐放缓，**预计2020-2022年矿服板块营收增速为29.87%/23.60%/16.32%。**

民爆板块：2019年公司民爆板块同比上涨4.44%。受益于民爆行业集中度上升，加之我国基建、房地产行业投资加速，民爆板块未来几年有望保持稳定增长，**预计2020-2022年该部分增速为4.88%/7.32%/10.98%。**

军工板块：公司军工板块现已进入收获期，据公司公告称2020年传统防务装备获大额订单，另外公司HD-1、JK两型导弹2019年相继出口获批，待订单落地，军工板块将迎来更高增长点。**预计2020-2022年军工板块增速为153.40%/199.42%/299.13%。**

图表 37：公司未来 3 年营收预测

(单位：百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
货币类型	CNY			
矿服板块				
营业收入	4294.39	5577.12	6893.32	8018.32
营收增速	35.83%	29.87%	23.60%	16.32%
毛利率(%)	15.63%	16.69%	16.74%	16.72%
毛利	671.37	930.82	1153.94	1340.66
民爆板块				
营业收入	1182.56	1240.27	1331.06	1477.21
营收增速	4.44%	4.88%	7.32%	10.98%
毛利率(%)	35.31%	35.69%	36.01%	35.84%
毛利	417.62	442.65	479.31	529.43
军工板块				
营业收入	297.94	457.04	911.43	2726.36
营收增速	76.70%	153.40%	199.42%	299.13%
毛利率	9.55%	13.64%	25.45%	28.91%
毛利	28.45	62.34	231.96	788.19
总计				
营业收入	5774.89	7274.43	9135.81	12221.89
同比增长	24.51%	25.97%	25.59%	33.78%
毛利	1117.44	1435.81	1865.22	2658.29
同比增长	22.98%	28.49%	29.91%	42.52%

资料来源：IFIND，万联证券研究所

基于公司各板块业务现状和对未来行业景气度判断,预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 72.74/91.36/122.22 亿元, EPS 分别为 0.65/0.91/1.39, P/E 分别为 57.07/40.57/26.60。首次覆盖,给与“增持”评级。

7、风险提示

- 1. 宏观经济下行风险:** 公司矿服板块和民爆板块两项传统主业与国家宏观经济运行关系密切。2020 年以来受疫情影响国家经济大幅下滑,公司矿服、民爆板块业绩存在下滑风险。
- 2. 矿服、民爆板块市场竞争风险:** 矿服、民爆两行业处于市场整合阶段,行业集中度上升的同时加大了市场竞争,公司将面临更大的市场竞争压力和风险。
- 3. 军工板块升级风险:** 公司研发的军品技术含量高、前期投入大、进程相对缓慢,于公司转型升级而言,将面临较大的不确定性,同时也存在国家政策调整等政策风险。

至12月31日	单位：百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,776	5,549	6,911	8,903
货币资金	1,069	1,256	1,820	2,232
应收票据及应收账款	1,901	2,218	2,667	3,638
其他应收款	175	229	286	380
预付账款	57	70	87	124
存货	951	1,155	1,434	1,915
其他流动资产	623	621	618	614
非流动资产	2,959	3,103	3,132	3,200
长期股权投资	79	90	80	90
固定资产	1,075	1,071	1,063	1,057
在建工程	41	54	54	67
无形资产	178	223	223	221
其他长期资产	1,586	1,665	1,712	1,765
资产总计	7,735	8,653	10,044	12,103
流动负债	3,586	4,170	4,994	6,141
短期借款	1,261	1,484	1,740	1,940
应付票据及应付账款	1,576	1,796	2,255	2,999
预收账款	36	36	47	64
其他流动负债	713	854	953	1,138
非流动负债	432	334	310	307
长期借款	365	267	243	240
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	67	67	67	67
负债合计	4,018	4,503	5,304	6,448
股本	707	707	707	707
资本公积	1,513	1,513	1,513	1,513
留存收益	1,048	1,435	1,971	2,831
归属母公司股东权益	3,285	3,672	4,208	5,068
少数股东权益	432	477	531	587
负债和股东权益	7,735	8,653	10,044	12,103

至12月31日	单位：百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	820	419	631	551
净利润	374	503	698	1,037
折旧摊销	217	93	104	98
营运资金变动	62	-226	-229	-633
其它	168	49	58	49
投资活动现金流	-452	-325	-255	-281
资本支出	-350	-252	-178	-190
投资变动	-9	-11	10	-10
其他	-93	-63	-87	-81
筹资活动现金流	-222	94	187	142
银行借款	2,017	125	232	197
债券融资	0	0	0	0
股权融资	16	24	20	18
其他	-2,256	-55	-64	-74
现金净增加额	146	187	564	412
期初现金余额	772	1,069	1,256	1,820
期末现金余额	918	1,256	1,820	2,232

资料来源：万联证券研究所

至12月31日	单位：百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,902	7,274	9,136	12,222
营业成本	4,693	5,839	7,271	9,564
营业税金及附加	23	36	46	61
销售费用	80	110	136	222
管理费用	319	431	535	722
研发费用	205	264	329	444
财务费用	84	50	57	62
资产减值损失	-14	-3	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	27	16	21	37
资产处置收益	-3	-7	-10	-12
营业利润	394	565	787	1,187
营业外收入	13	8	8	10
营业外支出	4	8	8	7
利润总额	403	565	787	1,190
所得税	30	62	89	152
净利润	374	503	698	1,037
少数股东损益	67	45	54	55
归属母公司净利润	307	458	644	982
EBITDA	800	688	924	1,306
EPS (元)	0.43	0.65	0.91	1.39

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	28.9%	23.2%	25.6%	33.8%
营业利润	26.0%	43.2%	39.4%	50.7%
归属于母公司净利润	43.3%	49.2%	40.7%	52.5%
获利能力				
毛利率	20.5%	19.7%	20.4%	21.8%
净利率	6.3%	6.9%	7.6%	8.5%
ROE	9.3%	12.5%	15.3%	19.4%
ROIC	9.8%	8.7%	10.5%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	51.9%	52.0%	52.8%	53.3%
净负债比率	20.1%	16.5%	7.4%	2.4%
流动比率	1.33	1.33	1.38	1.45
速动比率	1.05	1.04	1.08	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.84	0.91	1.01
应收账款周转率	3.11	3.46	3.84	4.27
存货周转率	4.94	5.06	5.07	4.99
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.65	0.91	1.39
每股经营现金流	1.16	0.59	0.89	0.78
每股净资产	4.65	5.19	5.95	7.17
估值比率				
P/E	85.16	57.07	40.57	26.60
P/B	7.95	7.11	6.21	5.16
EV/EBITDA	17.59	38.98	28.66	20.10

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场