

# 宏大爆破 (002683.SZ) 专用化学品行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

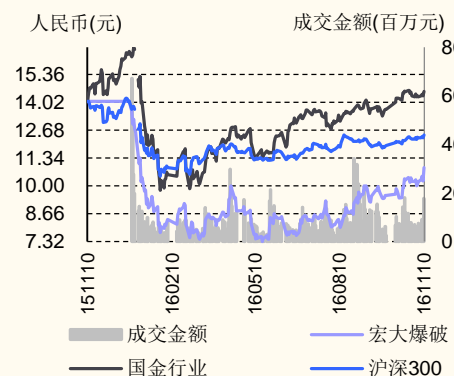
市场价格(人民币)：10.88元

## 爆破业务逐步企稳 行业底部加速整合

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	475.80
总市值(百万元)	7,632.19
年内股价最高最低(元)	14.07/7.32
沪深300指数	3390.61
深证成指	10821.66



### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.679	0.166	0.080	0.351	0.421
每股净资产(元)	8.22	3.34	3.42	3.82	4.31
每股经营性现金流(元)	0.34	-0.36	1.24	-0.18	0.90
市盈率(倍)	36.19	76.68	136.14	31.04	25.84
行业优化市盈率(倍)	28.80	46.38	42.27	42.27	42.27
净利润增长率(%)	1.05%	-38.80%	-44.72%	338.59%	20.12%
净资产收益率(%)	8.26%	4.98%	2.69%	10.54%	11.24%
总股本(百万股)	243.96	609.90	701.49	701.49	701.49

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **公司是国内爆破服务行业的龙头企业**：公司是是国内爆破技术先进、采剥能力强、矿山工程服务项目最齐全的矿山民爆一体化服务商之一，矿山爆破业务（包括地采和露天采剥）、民爆器材生产构成目前公司主要业务。同时公司具有 20.2 万吨工业炸药以及 8000 万发工业雷管的许可产能，在生产民爆器材生产领域具有不俗实力。
- **经济“新常态”背景下民爆行业仍处于底部区间**：宏观经济的持续低迷尤其民爆行业的主要下游需求，矿山开采以及煤矿等行业投资放缓极大削弱了民爆行业的需求增速。民爆器材生产与爆破服务两大子行业都在经历经济转型期所带来的阵痛。民爆行业景气度低迷的同时为龙头企业整合迎来契机。
- **公司产业链整合提速 传统业务逐步企稳**：公司收购新华都工程公司顺利切入中高端爆破业务市场，同时收购连邵建工剩余股权，继续巩固地下矿山开采的市场份额；受益于近期民爆下游主要行业价格回暖的影响，国内大型煤炭企业产量稳中有升或增速有所修复，公司传统业务有望逐步得到企稳。
- **确立明华公司军品发展主线 充分受益军工行业黄金发展期**：分立后的军品业务有望发展成为公司第三大业务板块。明华公司是广东省内唯一一家军工总装牌照且四证齐全的企业。公司近几年的军工业务维持高速增长，拥有自己的渠道与研发体系，未来有望成为公司主要的盈利增长点。

### 投资建议

- 宏大爆破作为国内爆破服务行业的龙头企业，我们看好公司未来的发展：公司传统业务有望受益于大宗商品的回暖得到有效修复；同时公司利用自身优势加速产业链整合，未来有望进一步拓展市场份额；军工市场的成功切入有望成为未来公司利润的主要增长点。

### 估值

- 假设暂不考虑内蒙古生力未来并入公司的情况下，我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.08 元、0.35 元、0.42 元，对应当前股价的 PE 分别为 136 倍、31 倍、26 倍，首次覆盖给予公司增持评级。

### 风险

- 宏观经济持续低迷 大宗商品价格大幅下跌

蒲强 分析师 SAC 执业编号：S1130516090001  
puqiang@gjzq.com.cn

霍堃 联系人  
huokun@gjzq.com.cn  
(8621)60230248

陈煜 联系人  
chenyu1@gjzq.com.cn  
(8621)60230237

## 内容目录

宏大爆破是国内爆破服务行业龙头企业.....	4
宏观形势低迷拖累公司业绩 .....	4
宏观经济放缓背景下民爆行业经历阵痛期.....	6
“新常态”下宏观经济表现低迷 矿山采矿等行业景气度持续下降 .....	6
民爆行业景气度低迷 收入利润大幅下挫 .....	7
爆破服务行业独木难支 行业整合趋势明显.....	8
产业链整合是公司未来的主要发展战略.....	10
收购新华都工程 进军中高端爆破服务市场.....	10
收购连邵建工剩余股权 巩固地下矿山开采市场份额 .....	10
确立明华公司军品发展主线 充分受益军工行业黄金发展期 .....	11
全球大宗商品回暖有望带动爆破服务行业的触底回升.....	14
投资建议 .....	15

## 图表目录

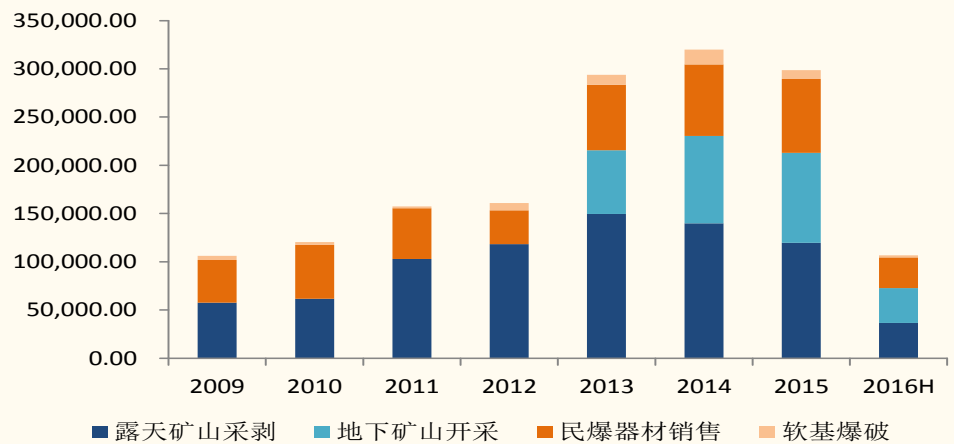
图表 1: 公司收入构成 (万元) .....	4
图表 2: 露天矿山业务收入近两年来呈现下滑 .....	5
图表 3: 露天采剥盈利能力也出现一定程度的下降 .....	5
图表 4: 民爆器材收入规模与盈利能力维持稳定 .....	5
图表 5: 地下矿山开采业务收入仍维持高速增长 .....	5
图表 6: 国内工业增加值当月同比值持续下滑 .....	6
图表 7: 煤炭、矿山等行业固定资产投资完成额同比持续下滑 .....	6
图表 8: 2015 年工业炸药及工业雷管下游消费结构 .....	7
图表 9: 民爆行业收入规模下滑幅度接近 20% .....	7
图表 10: 生产企业利润总额下滑超过 30%.....	7
图表 11: 2015 年国内工业炸药产量大幅下滑.....	8
图表 12: 2015 年工业雷管产量下滑接近 30% .....	8
图表 13: 爆破服务行业收入在 2015 年出现较大幅度下滑 .....	8
图表 14: 2012 年起民爆行业整合提速 未来有望引来新一轮产业整合高峰.....	9
图表 15: 公司近三年来矿山采剥能力持续提升 产能利用率下降幅度有限 .....	10
图表 16: 新华都工程公司报告期内主营业务收入情况 .....	10
图表 17: 连邵建工主营业务收入维持稳定增长 .....	11
图表 18: 连邵建工净利润及净利率呈现稳定增长态势 .....	11
图表 19: 国内国防支出稳步提升 占财政收入比重维持平稳 .....	12
图表 20: 国内军转民相关政策梳理.....	12
图表 21: 今年以来动力煤现货价格显著上涨 .....	14
图表 22: 今年以来国内铁矿石价格指数持续升高.....	14
图表 23: 神华集团近几个月煤炭产量稳步提升 .....	14

图表 24: 中煤煤炭产量增速已有所修复并企稳反弹 .....	14
图表 25: 公司未来三年业务分拆预测 .....	15

## 宏大爆破是国内爆破服务行业龙头企业

- 广东宏大爆破股份有限公司为广东省国资委下属广东省产业资产经营有限公司控股企业，是国内爆破技术先进、采剥能力强、矿山工程服务项目最齐全的矿山民爆一体化服务商之一。矿山爆破业务（包括地采和露天采剥）、民爆器材生产构成目前公司主要业务。公司依靠在露天矿山开采领域的竞争优势，积累了大量的优质客户诸如中国神华、神宁集团、大宝山矿业等；公司目前具有 20.2 万吨工业炸药以及 8000 万发工业雷管的许可产能，在生产民爆器材生产领域具有不俗实力；
- 专业技术资质构筑公司护城河。公司拥有国家住建部核发的“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”等资质证书。子公司连邵建工拥有国家住建部核发的“矿山工程施工总承包一级”、“隧道工程专业承包一级”及等资质证书。公司在爆破服务领域具有极强竞争优势。
- 公司 2016 年完成了连邵建工剩余股权的收购和新华都工程的并购；进一步巩固了地采的优势，同时也丰富了露天采剥业务的种类；同时公司 2016 年 8 月同意将子公司广东明华机械有限公司（下称“明华公司”）所属的民爆生产和军工业务分立开来，将明华公司打造为军工专业生产企业，军品业务将发展成为公司的第三大业务板块。

图表 1：公司收入构成（万元）

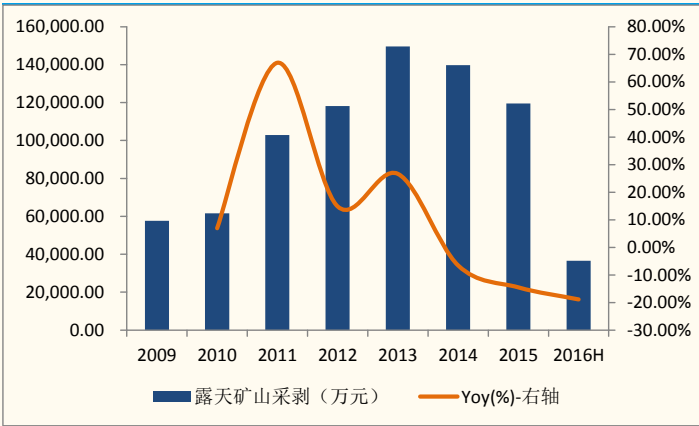


来源：Wind，国金证券研究所

## 宏观形势低迷拖累公司业绩

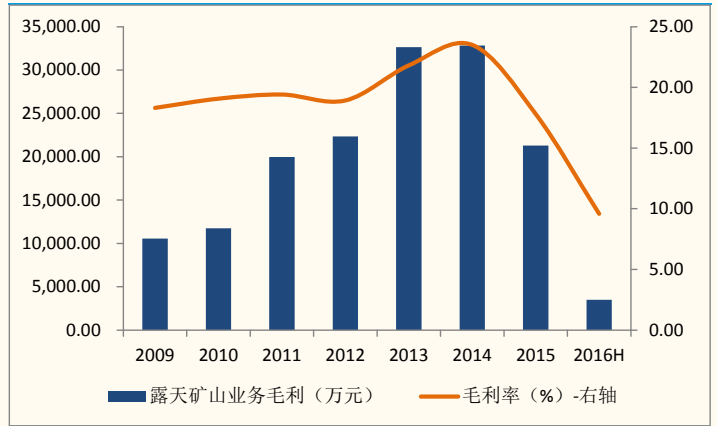
- 公司业务收入水平受到宏观经济持续放缓影响呈现出一定的下滑趋势。其中公司具有一定优势的露天爆破业务收入规模在 2011 年后进入高速成长期，进入 2014 年后由于受到下游行业低迷的影响，公司露天爆破业务收入出现一定程度的萎缩，但仍维持较高水平。由于爆破服务具有较高的服务粘性以及客户转换成本，该项业务的盈利能力下降幅度低于收入规模下滑幅度。

图表 2：露天矿山业务收入近两年来呈现下滑



来源：Wind，国金证券研究所

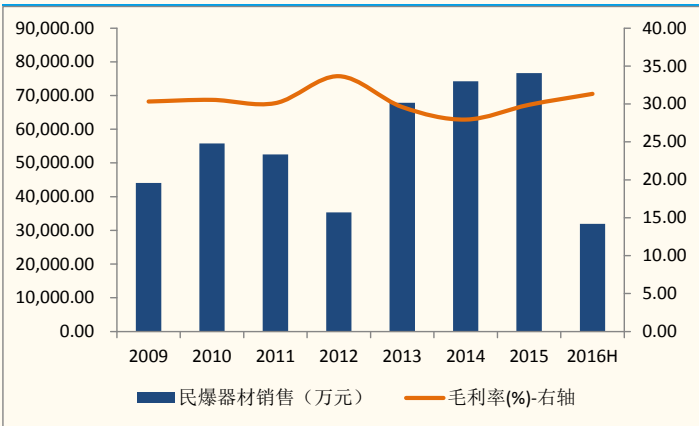
图表 3：露天采剥盈利能力也出现一定程度的下降



来源：Wind，国金证券研究所

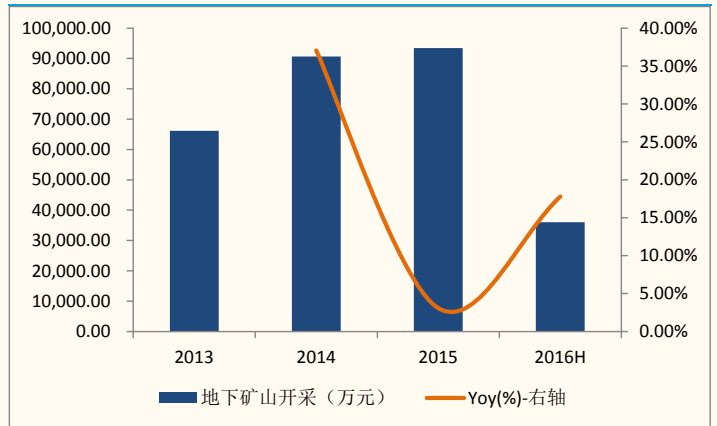
- 公司的民爆器材业务收入规模维持稳定且盈利能力继续保持较高水平，在原材料价格持续低位的背景下，这部分业务有望抵消部分行业低迷所带来的冲击。公司的地下矿山开采业务是这两年来增长极为迅速的业务，2016年上半年业务收入规模呈现较高幅度的增长。

图表 4：民爆器材收入规模与盈利能力维持稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：地下矿山开采业务收入仍维持高速增长



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司主营业务收入总体量持续下滑，盈利能力也呈现不同程度地下降。我们认为下游煤炭、钢铁等行业的低迷对公司造成了实质性的影响；部分业主开工率下滑甚至停产无法弥补新增项目带来的收入利润增长；

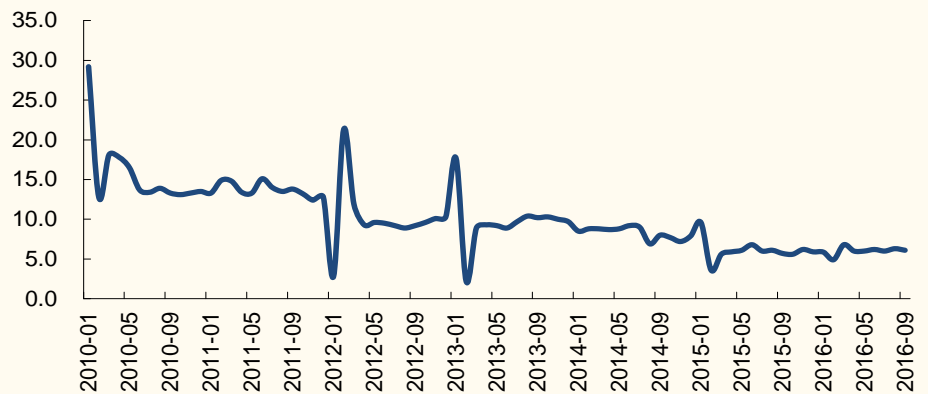
## 宏观经济放缓背景下民爆行业经历阵痛期

- 宏观经济的持续低迷尤其民爆行业的主要下游需求，矿山开采以及煤矿等行业投资放缓极大削弱了民爆行业的需求增速。民爆器材生产与爆破服务两大子行业都在经历经济转型期所带来的阵痛。

### “新常态”下宏观经济表现低迷 矿山采矿等行业景气度持续下降

- 宏观经济下行态势不断为民爆行业施加压力。在人口红利消失以及重工业化进程的基本结束，国内经济迎来转型阶段。传统依靠投资拉动的经济模式将让位于新经济模式，这也使得许多传统行业步履维艰。诸如煤炭采掘、矿山开采等传统受益于重工业化的产业均出现较大幅度的放缓。

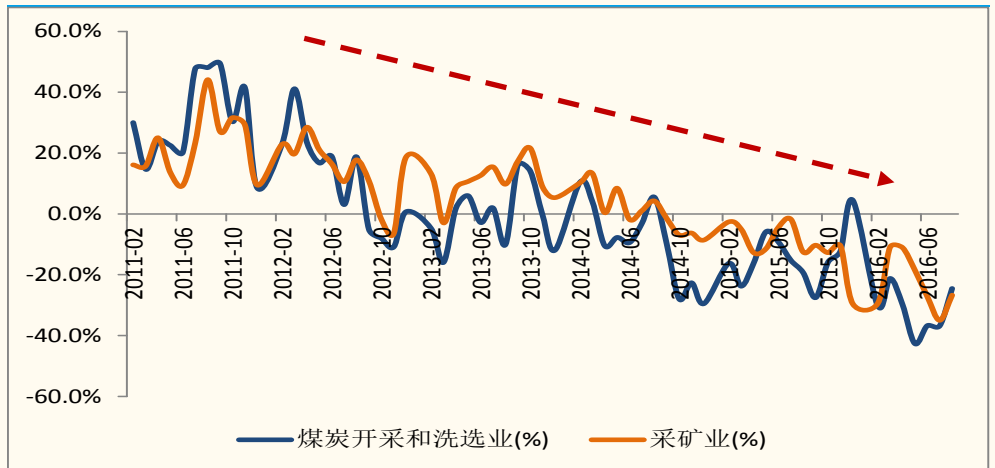
图表 6：国内工业增加值当月同比值持续下滑



来源：Wind，国金证券研究所

- 伴随转型期的整体宏观经济结构调整，煤炭、矿山等上游行业受到较大程度冲击，行业景气度持续低迷。

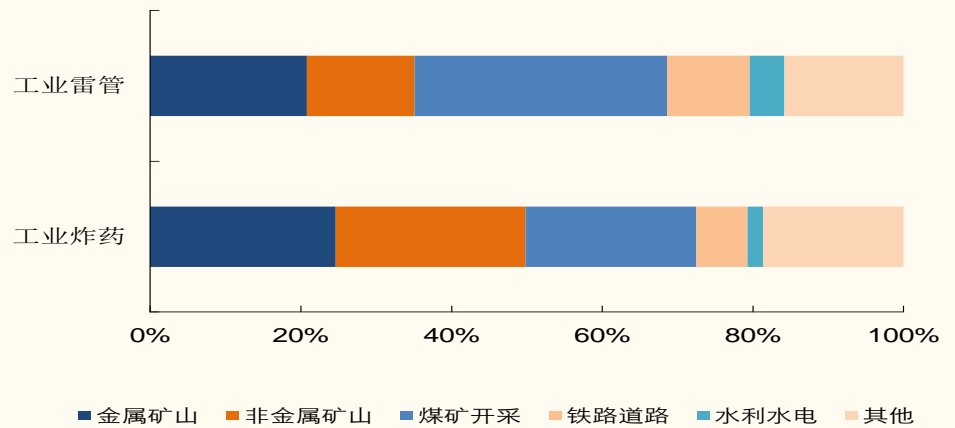
图表 7：煤炭、矿山等行业固定资产投资完成额同比持续下滑



来源：Wind，国金证券研究所

- 由于工业炸药、工业雷管等民爆器材的下游消费中矿山开采以及煤炭采掘的占比大于 70%，煤炭采掘、矿山开采等行业的持续低迷进一步导致了上游直接相关的民爆行业出现一定程度的疲软。在经济转型期的当下，民爆行业在经历着“新常态”经济下的转型阵痛，行业迎来较为艰难的时期。

图表 8: 2015 年工业炸药及工业雷管下游消费结构

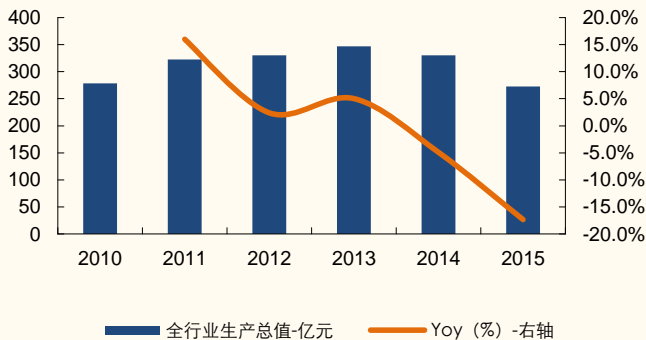


来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

### 民爆行业景气度低迷 收入利润大幅下挫

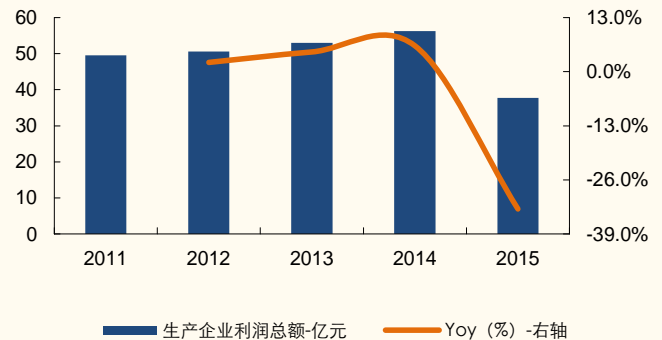
- 进入转型阵痛期的民爆行业自 2014 年起行业各项经济指标下滑显著, 进入 2015 年后更是出现了史无前例的大幅度下挫, 行业利润总额在 2015 年全年同比下滑幅度接近 20%, 创下近几年新低。除去行业本身景气度低迷的原因以外, 产品价格管制的逐步放开使民爆器材价格出现较大幅度回摆, 或为行业利润大幅度下滑的另一主因。

图表 9: 民爆行业收入规模下滑幅度接近 20%



来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

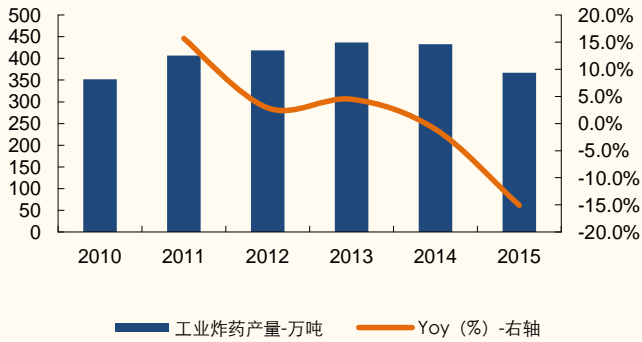
图表 10: 生产企业利润总额下滑超过 30%



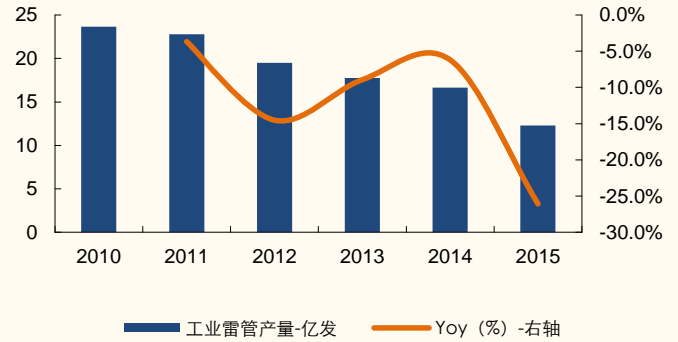
来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

- 需求的萎缩直接导致产品产量的持续下滑, 由于行业管制及出于安全考虑, 民爆器材的产销比大多接近 100%, 产量的下滑从侧面印证了下游的低速。工业炸药产量虽然在 2014 年并未出现大幅度下跌, 但 2015 年的全年产量创下近几年的新低; 而工业雷管的产量已连续四年下滑, 2015 年更是有接近 30% 的负增长。
- 价格管制的逐步放开也进一步加剧了民爆器材生产企业盈利的恶化, 区域销售及价格垄断的格局逐渐被打破, 但我们认为随着行业竞争格局的逐步稳定以及下游行业的见底回暖, 民爆器材生产领域的盈利持续下滑的概率不大, 未来将不断企稳。

图表 11: 2015 年国内工业炸药产量大幅下滑



图表 12: 2015 年工业雷管产量下滑接近 30%



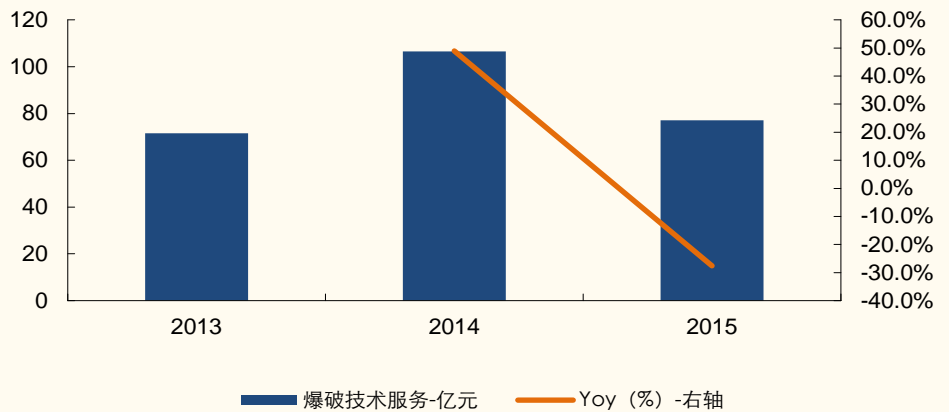
来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

### 爆破服务行业独木难支 行业整合趋势明显

- 在全行业呈现整体下滑的背景下, 具有一定护城河与业务粘性的爆破服务行业独木难支。行业收入在 2015 年出现较大幅度负增长, 宏观行业的数据与公司微观的财务表现基本吻合。

图表 13: 爆破服务行业收入在 2015 年出现较大幅度下滑

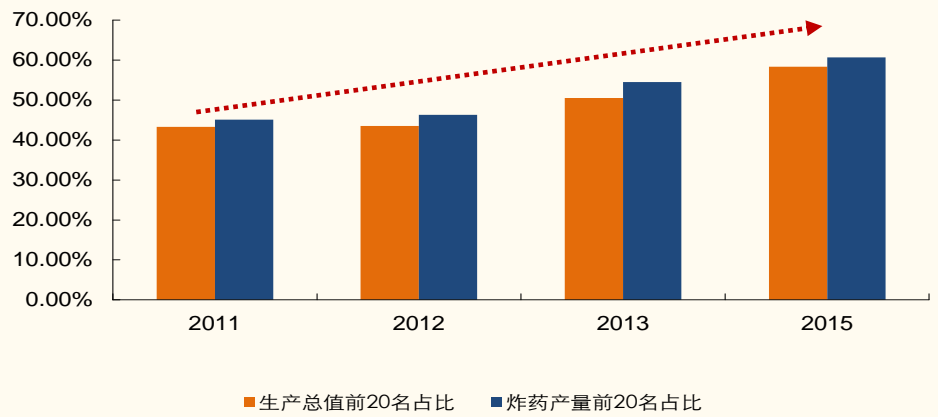


来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

- 从中外的行业发展历史来看, 行业处于景气周期底部的时候大多是行业整合活跃的时期。民爆行业自 2012 年起, 行业的整合就开始提速。我们认为目前行业的低迷恰好可以促使行业内的龙头整合优质资产, 以扩大市场份额的目的。作为国内爆破服务行业的龙头企业的宏大爆破理应享受本轮行业整合的盛宴。
- 爆破服务行业空间超过千亿, 国内竞争格局分散, 这种局面并未因为行业低迷而发生本质改变; 我们认为未来行业集中度不断提升的趋势不会改变, 但行业进程将不会一帆风顺。



图表 14: 2012 年起民爆行业整合提速 未来有望引来新一轮产业整合高峰



来源: 中国爆破器材行业协会, 国金证券研究所

### 产业链整合是公司未来的主要发展战略

- 公司上市前后通过不断的兼并收购形成了完整的产业链，下游布局从煤矿、铁矿到有色金属矿增强了整体的竞争力，在国内属于绝对的行业龙头，并且公司的地下采矿、有色金属领域未来仍将保持较快增长。
- 公司在 2015 年末公告拟通过收购连邵建工剩余股权、新华都工程的股权以及收购内蒙古生力民爆公司股权（目前完成连邵建工以及新华都工程的并购）来实现公司产业行业整合的未来战略，同时也顺应行业发展的大趋势。在垂直延伸公司产业链的同时，做相关多元化发展，新老业务产生协同作用以驱动公司重回高速增长通道。我们认为本次收购有望成为公司二次成长的新起点。

### 收购新华都工程 进军中高端爆破服务市场

- 新华都工程公司主营矿山采剥工程服务，为大中型矿企提供从总体开采方案建议，到矿区岩土剥离、穿孔爆破、凿岩、铲装运输等系列化综合性工程服务。公司具有新华都工程具有“矿山工程施工总承包壹级”、“土石方工程专业承包壹级”、“爆破与拆除工程专业承包三级（限矿山工程爆破与拆除）”等作业资质，主要客户包括“紫金矿业”、“恒兴黄金”、“胜华矿业”等多个大型上市矿企，在业内具有较高的行业地位及技术服务能力。

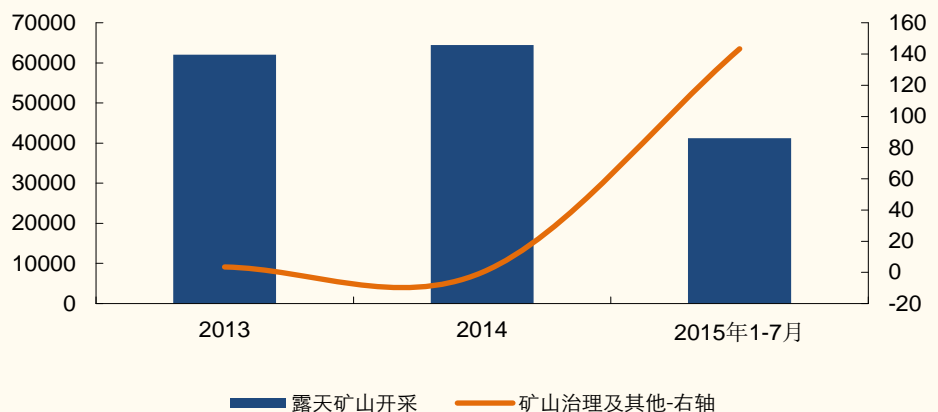
图表 15：公司近三年来矿山采剥能力持续提升 产能利用率下降幅度有限

年度	采剥服务能力	实际采剥量	产能利用率
2013 年	3900	3081	79.01%
2014 年	4000	3155	78.88%
2015 年 1-7 月	2450	1709	69.76%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 新华都工程公司与宏大爆破原有业务相近，产业协同效应显著。新华都公司的矿山采剥能力在 2015 年将达到 500 万方左右，预计未来两年将进一步增长。其下辖的三个分公司分别位于黑龙江黑河市、青海省果洛州德尔尼矿区以及格尔木市，都属于资源大省下游矿产资源丰富。本次收购将可以进一步拓展宏大爆破的业务范围、顺利进入新的资源大省，从而进一步提升市场份额。
- 新华都工程的主要客户群体集中在有色金属领域，与公司目前的业务形成了有效互补

图表 16：新华都工程公司报告期内主营业务收入情况



来源：公司公告，国金证券研究所

### 收购连邵建工剩余股权 巩固地下矿山开采市场份额

- 宏大爆破于 2013 年收购连邵建工 21.79% 股权，后经数次股权转让以及增资减资等操作，截止 2015 年 8 月止，宏大爆破持有连邵建工 57.95% 股权。本次交易将收购公司剩余股权，连邵建工将成为宏大爆破的全资子公司。宏大爆破将进一步巩固公司在地下矿山开发领域的市场份额。

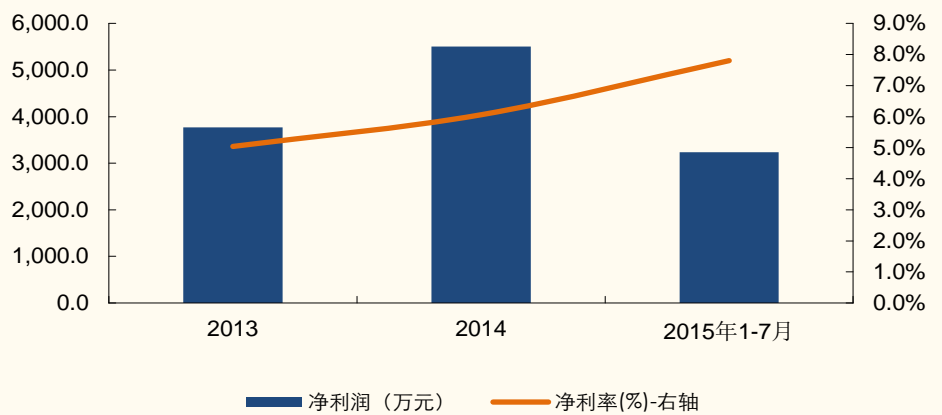
图表 17：连邵建工主营业务收入维持稳定增长

年度	矿山建设	其他	合计
2013 年	74609.73	206.76	74816.49
2014 年	90818.80	55.33	90874.14
2015 年 1-7 月	41305.82	157.57	41463.39

来源：公司公告，国金证券研究所

- 连邵建工业务分部较为分散，除去在西南地区收入占比较大外，在全国主要矿产资源地都有一定的项目基础。我们认为地下矿山服务领域有望成为宏大爆破新的利润增长点，本次收购连邵建工的剩余股权也表示公司对于过去两年这一业务对于公司业绩贡献的肯定。

图表 18：连邵建工净利润及净利率呈现稳定增长态势



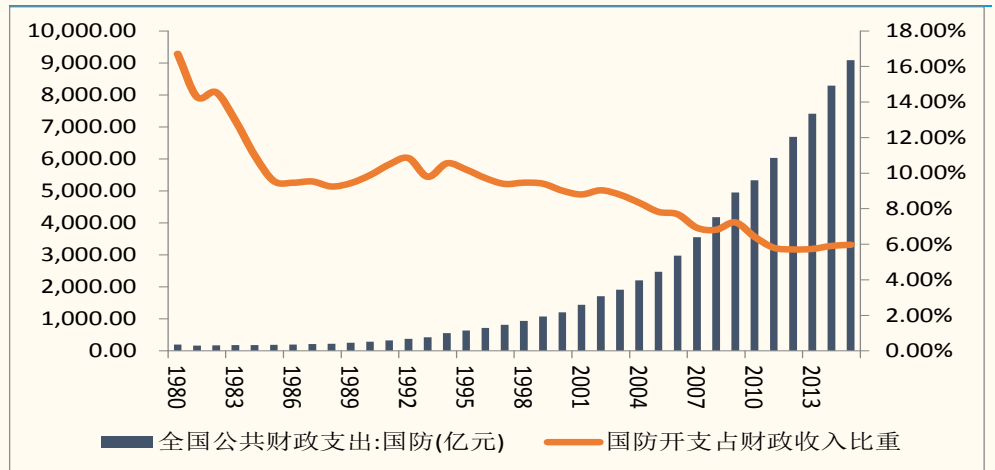
来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，宏大爆破本次进行的产业整合对于公司未来发展战略的执行具有极大意义，有望成为公司未来第二次成长的起点。依靠产业链垂直延伸以及相关业务多元化战略的稳步推进，我们看好未来公司的成长性，民爆行业未来的企稳反转之日便是公司大有作为之时。

#### 确立明华公司军品发展主线 充分受益军工行业黄金发展期

- 公司董事会于 2016 年 8 月份审议通过对子公司广东明华机械存续分立的议案，同意将子公司所属的民爆生产和军工业业务分立开来，将明华公司打造为军工专业生产企业。我们认为本次确立未来明华公司的发展主线，将充分受益于未来中国军工行业的黄金发展期所带来的制度红利。
- 随着国内经济总量的持续提升以及军工相关科技领域的高速发展，国内军工产业迎来黄金发展期。中国国防开支近年来维持高速增长，整体开支水平占财政收入比重稳定。

图表 19: 国内国防支出稳步提升 占财政收入比重维持平稳



来源: Wind, 国金证券研究所

- 在国防支出持续增加的同时, 相关产业刺激政策也持续推出。尤其对于民参军领域的开放, 使得有资质有能力参与军工领域的民营企业迎来发展机遇。对标美国军工产业的发展路径, 民参军领域的逐步放开将使得原有军工体系与民企的活力形成正反馈环, 从而互相促进实现跨越发展。

图表 20: 国内军转民相关政策梳理

实施时间	政策细则	发布单位	主要内容
2010 年 10 月	《关于建立和完善军民结合寓军于民武器装备科研生产体系的若干意见》	中央军委、国务院	推动动军工开放, 引导社会资源进入武器装备科研生产领域; 加快民转军步伐, 增强武器装备发展的产业基础; 推动军民互动共享, 提高资源利用效率; 加强政府引导与协调, 营造有利宏观环境。
2012 年 6 月	《关于鼓励和引导明见资本进入国防科技工业领域的实施意见》	国防科工委、解放军总装备部	鼓励民间资本进入国防科技工业领域, 在许可进入、任务竞争、税收优惠等方面对民间投资主体与国有军工企业实行同等待遇, 加强安全保密和监督管理, 确保国家秘密安全。鼓励民间资本依据《国防科技工业社会投资领域指导目录(放开类)》, 进入国防科技工业相关领域的投资建设。鼓励民间资本参与开发军民两用技术和产品, 参与政府组织的军工技术转民、军民两用技术开发项目。
2014 年 4 月	《促进军民融合式发展的指导意见》	工信部	提出到 2020 年形成较为健全的军民融合机制和政策法规体系, 军工与民口资源的互动共享基本实现, 先进军用技术在民用领域的转化和应用比例大幅提高, 社会资本进入军工领域取得新进展, 军民结合高技术产业规模不断提升。
2014 年 5 月	《关于加快吸纳优势民营企业进入武器装备科研生产和维修领域的实施意见》	国防科工委、解放军总装备部	2014 年底前, 建立分类审查制度, 完善跨部门审查工作协调机制, 减少重复审查, 统一设立资格审查受理点, 修订完善相关管理规章; 2015 年底前, 建立相关配套制度机制, 完善联合监督管理和退出机制, 承担武器装备科研生产和维修任务的民营企业数量和任务级别显著提升。
2014 年 5 月	《军民融合 2015 专项行动计划》	国防科工委	行动计划涉及政策规划、结构调整、协同创新、产业发展四大块, 旨在加快推进国防科技工业军民融合深度发展, 更好支撑国防和军队建设、保障武器装备科研生产的同时, 发挥军工优势推动国家科技进步和服务经济社会发展。 在结构调整方面措施包括: 推进军品科研生产能力结构调整, 推动扩大军工外部协作, 完善武器装备科研生产许可准入审查制度, 推动军品科研生产单位履约信誉评级, 加强与全国工商联的合作交流, 推动军工企业改制重组和上市, 研究非国有企业军工

			能力管理机制，实施军品增值税政策。
2015年4月	《军民融合深度发展2015专项行动实施方案》	工信部	充分调动军工集团公司、科研院所、高等院校等各类创新主体的积极性，遵循市场规律，围绕军品科研生产和工业转型升级，统筹国家工业领域各种创新资源，逐步形成数量广泛、布局合理、跨地区跨行业的军民融合发展协作创新链。专项行动中涉及的民用飞机、民用船舶、电子、软件、新材料等行业，仅是工业领域军民融合工作的一部分。此外，国防科工委实施“2015年国防科工局军民融合专项行动”，通过5个方面27项重点工作，进一步推动军工开放、资源共享和军工高技术产业发展。
2015年5月	《民参军技术与产品推荐目录》、《军用技术转民用推广目录》编制工作启动	国防科工委、工信部	2015年度“民参军”技术与产品推荐目录主要针对海军装备建设需求。重点围绕新型船舶机电设备、水下无人潜航器、新型船舶功能材料、新型舰船材料、新型船舶能源、新型电子信息技术、新型船舶制造技术、减震降噪技术、船舶控制和综合测试技术等领域，面向全国民用企业、科研机构 and 高校等，采集具有自主知识产权的高新技术及优势产品信息。2015年“军转民”推广目录中则包含了公共安全、智能制造、节能环保、动力与传动、核技术应用、通用航空、海工装备等多个领域。
2016年2月	《2016年国防科工局军民融合专项行动计划》	工信部	结构调整方面包括：推进军品科研生产能力结构调整，推动扩大军工外部协作，完善武器装备科研生产许可准入审查制度，推动军品科研生产单位履约信誉评级，加强与全国工商联的合作交流，推动军工企业改制重组和上市，研究非国有企业军工能力管理机制，实施军品增值税政策。在协同创新方面包括：推动军工设备设施开放共享，推动航天资源和数据共享，加强国防科技平台的共享和交流，扩大信息共享，推动科技协同创新，加强人才培养和教育培训，实施军民标准通用化工程，制定发布“军转民”“民参军”目录，推动军用关键材料进口替代，推进军工能力自主化，完善国家核应急体系，推进中国核应急救援队建设，加强武器装备动员能力建设。
2016年7月	《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》	中共中央、中央军委、国务院	到2020年，经济建设和国防建设融合发展的体制机制更加成熟定型，政策法规体系进一步完善，重点领域融合取得重大进展，先进技术、产业产品、基础设施等军民共用协调性进一步增强，基本形成军民深度融合发展的基础领域资源共享体系、中国特色先进国防科技工业体系、军民科技协同创新体系、军事人才培养体系、军队保障社会化体系、国防动员体系。

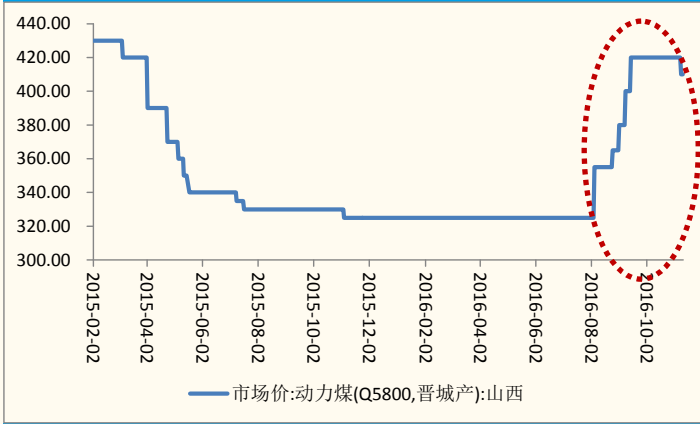
来源：政府网站，国金证券研究所

- 明华公司是公司2010年成立的全资子公司，其下设韶关分公司、罗定分公司、连南分公司、广州分公司。本次将明华公司分立为广东明华机械有限公司、广东宏大韶化民爆有限公司、广东宏大罗化民爆有限公司以及广东宏大连化民爆有限公司，其中罗化和连化将放在韶化民爆。
- 分立后，军品业务有望发展成为公司第三大业务板块。明华公司民爆的分立，将实现民爆与军品各自的专业化管理，打造公司军品的品牌目标，同时提高对于民爆产品的管理效率，增厚企业的经济效益。明华是广东省内唯一一家军工总装拍照，四证齐全的企业。公司近几年的军工业务维持高速增长，且拥有自己的渠道，未来将继续加大军品的研发，未来几年有望成为公司主要的业绩增长点。

## 全球大宗商品回暖有望带动爆破服务行业的触底回升

- 2016 年以来，全球大宗商品企稳反弹，尤其是黑色产业链价格持续上涨，今年以来国内煤炭、铁矿石等产品价格都出现较大幅度上涨。我们认为大宗商品价格的回暖有望拉动爆破服务行业实现触底回升。

图表 21：今年以来动力煤现货价格显著上涨



来源：Wind，国金证券研究所

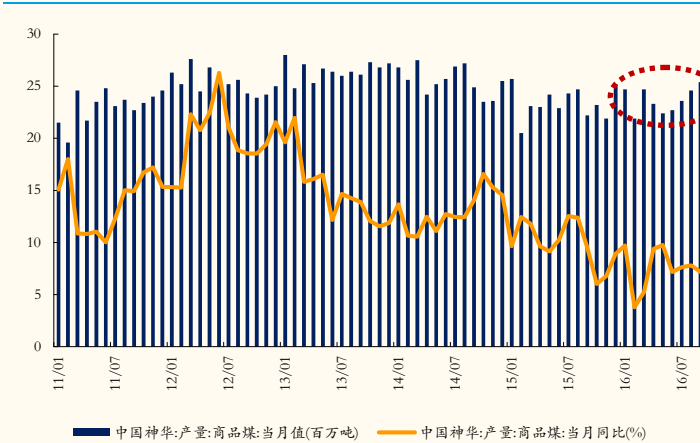
图表 22：今年以来国内铁矿石价格指数持续升高



来源：Wind，国金证券研究所

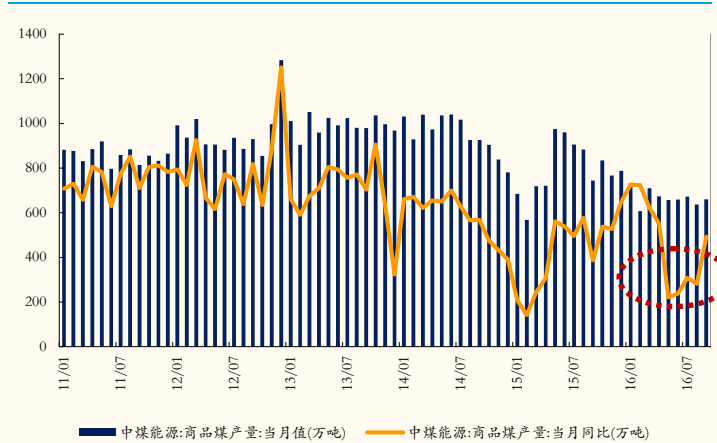
- 目前市场普遍认为黑色产业链价格上涨的主要驱动因素来自于供给侧改革的推动，国内相关产品的产量的确仍处于下行通道。但是我们认为如果从另一个角度来进行考量，考虑到公司的爆破业务客户主要以神华集团这类大型煤矿开采商为主，从我们跟踪的大型煤炭企业产量的数据来看，近期的价格上涨已带动其煤炭产量的回升，而这一行业性的基本面企稳回升有望拉动爆破服务行业的需求改善。

图表 23：神华集团近几个月煤炭产量稳步提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：中煤煤炭产量增速已有所修复并企稳反弹



来源：Wind，国金证券研究所

- 我们认为公司作为国内爆破服务业务的绝对龙头企业，且具有下游大客户资源优势。伴随着大宗商品价格回升所带来的行业复苏，我们认为公司有望充分受益于这一行业复苏的过程。

## 投资建议

- 宏大爆破作为国内的爆破服务行业的龙头企业，我们看好公司未来的发展，主要有以下三点原因：第一方面是来自于公司内生因素的发展，主要来自于自身的业务粘性及资质优势所构建的护城河，有望受益于大宗商品的企稳复苏所带来的行业景气度改善；第二方面则主要来自于公司外延因素的推广，主要由于公司利用自身的竞争优势在行业底部区间的时候进行行业整合；第三方面则来自于军工业务的高速发展，有望成为未来几年公司主要的利润增长点。

图表 25：公司未来三年业务分拆预测

业务名称	项目	2016	2017	2018
露天爆破业务	收入 (百万元)	1020	1600	1800
	毛利率 (%)	12%	19%	20%
地下矿山开采业务	收入 (百万元)	1190	1800	2000
	毛利率 (%)	14%	19%	19%
民爆器材销售	收入 (百万元)	610	630	640
	毛利率 (%)	28%	31%	32%
其他	收入 (百万元)	30	50	80
	毛利率 (%)	32%	35%	35%

来源：Wind，国金证券研究所

- 假设暂不考虑内蒙古生力未来并入公司的情况下，我们预计公司 2016-2018 年的摊薄 EPS 分别为 0.08 元、0.35 元、0.42 元，对应当前股价的 PE 分别为 136 倍、31 倍、26 倍，首次覆盖给予公司增持评级。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,954</b>	<b>3,399</b>	<b>3,005</b>	<b>2,850</b>	<b>4,080</b>	<b>4,520</b>	货币资金	572	633	304	150	100	50
增长率	15.1%	-11.6%	-5.2%	43.2%	10.8%		应收账款	925	1,214	1,504	1,628	2,150	2,171
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,302</b>	<b>-2,608</b>	<b>-2,347</b>	<b>-2,384</b>	<b>-3,224</b>	<b>-3,557</b>	存货	366	679	791	914	1,148	1,169
%销售收入	77.9%	76.7%	83.6%	79.0%	78.7%		其他流动资产	29	30	407	26	34	30
<b>毛利</b>	<b>652</b>	<b>792</b>	<b>658</b>	<b>466</b>	<b>856</b>	<b>963</b>	流动资产	1,891	2,555	3,006	2,718	3,433	3,421
%销售收入	22.1%	23.3%	16.4%	21.0%	21.3%		%总资产	63.9%	66.9%	70.9%	47.8%	50.9%	48.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-57</b>	<b>-71</b>	<b>-70</b>	<b>-63</b>	<b>-86</b>	<b>-90</b>	长期投资	22	25	26	27	26	26
%销售收入	1.9%	2.1%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	固定资产	684	873	821	1,069	1,419	1,805
<b>营业费用</b>	<b>-34</b>	<b>-40</b>	<b>-35</b>	<b>-37</b>	<b>-49</b>	<b>-50</b>	%总资产	23.1%	22.9%	19.4%	18.8%	21.0%	25.3%
%销售收入	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	无形资产	343	344	340	1,869	1,869	1,869
<b>管理费用</b>	<b>-264</b>	<b>-328</b>	<b>-334</b>	<b>-257</b>	<b>-367</b>	<b>-407</b>	非流动资产	1,069	1,266	1,235	2,967	3,316	3,702
%销售收入	8.9%	9.6%	11.1%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	36.1%	33.1%	29.1%	52.2%	49.1%	52.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>298</b>	<b>352</b>	<b>219</b>	<b>110</b>	<b>354</b>	<b>416</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,960</b>	<b>3,821</b>	<b>4,240</b>	<b>5,685</b>	<b>6,749</b>	<b>7,123</b>
%销售收入	10.1%	10.4%	7.3%	3.9%	8.7%	9.2%	短期借款	473	299	768	1,810	2,455	2,560
<b>财务费用</b>	<b>-38</b>	<b>-56</b>	<b>-36</b>	<b>-32</b>	<b>-57</b>	<b>-68</b>	应付款项	621	897	858	1,206	1,348	1,328
%销售收入	1.3%	1.6%	1.2%	1.1%	1.4%	1.5%	其他流动负债	101	118	114	131	158	149
<b>资产减值损失</b>	<b>-16</b>	<b>-26</b>	<b>-52</b>	<b>-23</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	流动负债	1,195	1,314	1,740	3,147	3,962	4,036
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期借款	207	123	95	95	95	96
<b>投资收益</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	其他长期负债	9	11	15	0	0	0
%税前利润	0.7%	0.2%	2.1%	7.2%	0.5%	0.4%	<b>负债</b>	<b>1,411</b>	<b>1,448</b>	<b>1,850</b>	<b>3,242</b>	<b>4,057</b>	<b>4,133</b>
<b>营业利润</b>	<b>246</b>	<b>271</b>	<b>134</b>	<b>59</b>	<b>282</b>	<b>340</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,321</b>	<b>2,005</b>	<b>2,037</b>	<b>2,087</b>	<b>2,333</b>	<b>2,628</b>
营业利润率	8.3%	8.0%	4.5%	2.1%	6.9%	7.5%	少数股东权益	228	368	354	357	359	362
<b>营业外收支</b>	<b>-9</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,960</b>	<b>3,821</b>	<b>4,240</b>	<b>5,685</b>	<b>6,749</b>	<b>7,123</b>
<b>税前利润</b>	<b>237</b>	<b>285</b>	<b>147</b>	<b>69</b>	<b>292</b>	<b>350</b>							
利润率	8.0%	8.4%	4.9%	2.4%	7.2%	7.8%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-53</b>	<b>-56</b>	<b>-17</b>	<b>-10</b>	<b>-44</b>	<b>-53</b>		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	22.4%	19.6%	11.5%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>184</b>	<b>229</b>	<b>130</b>	<b>59</b>	<b>248</b>	<b>298</b>	每股收益	0.749	0.679	0.166	0.080	0.351	0.421
<b>少数股东损益</b>	<b>20</b>	<b>63</b>	<b>29</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	每股净资产	6.032	8.218	3.339	3.421	3.825	4.309
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>164</b>	<b>166</b>	<b>101</b>	<b>56</b>	<b>246</b>	<b>295</b>	每股经营现金净流	-0.015	0.340	-0.361	1.241	-0.177	0.905
净利率	5.6%	4.9%	3.4%	2.0%	6.0%	6.5%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.42%	8.26%	4.98%	2.69%	10.54%	11.24%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	5.54%	4.34%	2.39%	0.99%	3.64%	4.15%
<b>净利润</b>	<b>184</b>	<b>229</b>	<b>130</b>	<b>59</b>	<b>248</b>	<b>298</b>	投入资本收益率	10.37%	10.11%	5.96%	2.15%	5.74%	6.26%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>87</b>	<b>125</b>	<b>175</b>	<b>156</b>	<b>206</b>	<b>274</b>	主营业务收入增长率	81.74%	15.08%	-11.59%	-5.17%	43.16%	10.78%
<b>非经营收益</b>	<b>43</b>	<b>41</b>	<b>15</b>	<b>66</b>	<b>48</b>	<b>58</b>	EBIT 增长率	133.45%	18.11%	-37.71%	-49.80%	221.31%	17.56%
<b>营运资金变动</b>	<b>-318</b>	<b>-312</b>	<b>-540</b>	<b>476</b>	<b>-610</b>	<b>-77</b>	净利润增长率	96.39%	1.05%	-38.80%	-44.72%	338.59%	20.12%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-3</b>	<b>83</b>	<b>-220</b>	<b>757</b>	<b>-108</b>	<b>552</b>	总资产增长率	43.08%	29.08%	10.98%	34.08%	18.71%	5.54%
<b>资本开支</b>	<b>-195</b>	<b>-266</b>	<b>-38</b>	<b>-1,902</b>	<b>-529</b>	<b>-640</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-68</b>	<b>-2</b>	<b>-388</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	63.9	89.5	129.5	150.0	140.0	130.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>-31</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	存货周转天数	56.8	73.1	114.2	140.0	130.0	120.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-263</b>	<b>-299</b>	<b>-422</b>	<b>-1,898</b>	<b>-528</b>	<b>-639</b>	应付账款周转天数	66.0	82.6	106.4	110.0	100.0	90.0
<b>股权募资</b>	<b>15</b>	<b>661</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	79.0	82.3	89.1	123.1	114.6	131.4
<b>债权募资</b>	<b>259</b>	<b>-262</b>	<b>441</b>	<b>1,030</b>	<b>645</b>	<b>106</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-105</b>	<b>-142</b>	<b>-113</b>	<b>-43</b>	<b>-60</b>	<b>-69</b>	净负债/股东权益	6.98%	-8.87%	23.40%	71.85%	91.05%	87.19%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>168</b>	<b>258</b>	<b>336</b>	<b>987</b>	<b>585</b>	<b>37</b>	EBIT 利息保障倍数	7.9	6.3	6.1	3.4	6.2	6.1
<b>现金净流量</b>	<b>-98</b>	<b>42</b>	<b>-306</b>	<b>-154</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	资产负债率	47.68%	37.89%	43.63%	57.02%	60.12%	58.03%

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD