

## 子公司并表, 下游回暖, 业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 公司披露 2017 年半年报主要财务指标, 营业收入 15.88 亿元, 同比增长 47.52%, 归母净利润 8041.46 万元, 同比增长 1902.37%。公司一季报预计公司上半年净利润变动幅度为 1643.03%至 2141.04%, 本次业绩披露数据在预计范围之内。
- **公司是爆破行业龙头。** 公司目前合计拥有 25.6 万吨工业炸药和 8000 万发工业雷管的许可产能, 是国内先进的矿山民爆一体化服务商之一。
- **子公司并表和行业需求回暖带动公司业绩大幅提升。** 2016 年 5 月 30 日, 公司收购了连邵建工 42.05% 的股权以及新华都工程 100% 股权, 使其成为全资子公司, 于 2016 年 6 月并表, 增厚公司业绩。2017 年上半年公司抓住了矿业形势回暖的时机, 在推动业务转型的同时优化矿服结构, 提高土石方、建材及有色金属在矿服收入中的比例, 稳步拓展海外市场, 收入规模及盈利能力同比均有大幅度提升。
- **并购标的大幅增厚公司业绩。** 2016 年连邵建工和新华都工程成为公司全资子公司, 其中连邵建工实现净利润 7180.58 万元, 新华都工程实现净利润 7006.54 万元。连邵建工利润承诺为 2015-2017 年净利润不低于 6000、7000、8000 万元, 三年合计净利润不低于 21000 万元, 新华都工程利润承诺为 2016-2018 年归母净利润不低于 6000、7200、8640 万元。预计今年上半年, 这两家子公司也大幅增厚公司业绩。
- **煤炭价格逐步回暖, 永安民爆盈利能力持续提升。** 公司 2007 年开始进入宁夏地区露天矿山采剥市场, 2012 年支付 1.27 亿元收购了永安民爆 85% 的权益, 加大对宁夏及周边地区市场的矿山民爆一体化投入力度, 提升在这一片区的一体化程度和市场占有率, 公司当时预计未来五年永安民爆可年均实现净利润 3122.64 万元。后来受到国内煤炭市场整体景气下滑影响, 石嘴山地区大部分矿山停产, 造成永安民爆业绩持续下滑, 2013 年至 2016 年, 永安民爆分别实现净利润 3410.49 万元、375.49 万元、1135.81 万元、816.57 万元。2016 年随着煤炭价格的扭转, 石嘴山地区部分矿山整顿完毕, 逐步复产, 2017 年 1-5 月, 永安民爆已实现净利润 350 万元, 盈利能力较去年同期大幅提升。
- **鞍钢爆破内部降本增效, 积极外拓集团外爆破项目。** 公司于 2013 年支付 2.27 亿元与鞍钢集团矿业有限公司共同出资组建鞍钢爆破, 公司占 51% 股权, 属控

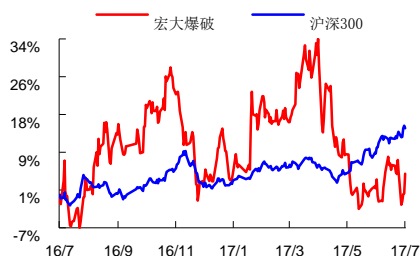
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3212.13	4670.03	5185.19	5703.70
增长率	6.88%	45.39%	11.03%	10.00%
归属母公司净利润(百万元)	62.63	212.34	249.50	274.93
增长率	-38.24%	239.03%	17.50%	10.20%
每股收益 EPS(元)	0.09	0.30	0.36	0.39
净资产收益率 ROE	2.18%	6.62%	7.28%	7.51%
PE	101	30	25	23
PB	2.20	2.06	1.93	1.81

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn  
联系人: 李海勇  
电话: 0755-23617478  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.01
流通 A 股(亿股)	5.09
52 周内股价区间(元)	8.0-11.54
总市值(亿元)	63.06
总资产(亿元)	55.58
每股净资产(元)	4.11

### 相关研究



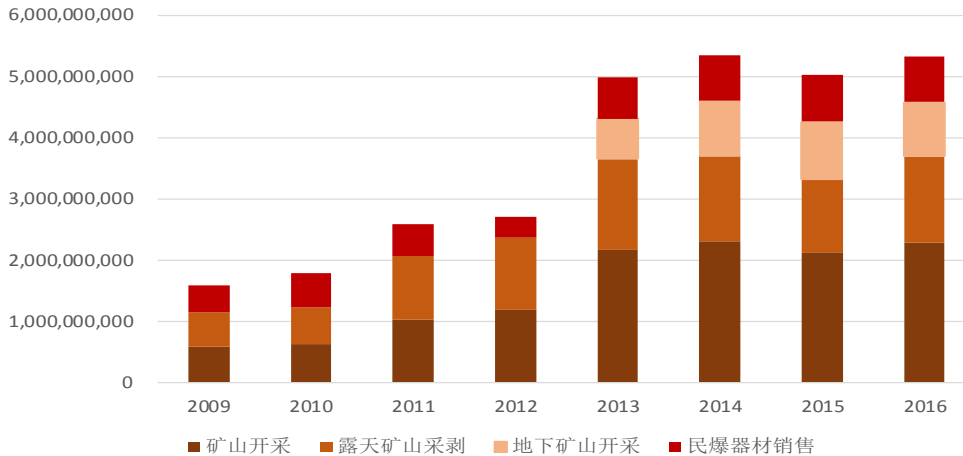
股子公司。鞍钢矿业是我国掌握铁矿石资源最多、产量规模最大，具有完整产业链的冶金矿山龙头企业。鞍钢爆破成立后，其主要向鞍钢矿业提供炸药和爆破服务，每年炸药的产能利用率约 70%，收入规模基本稳定。近两年多来，国内钢材市场表现平淡，整体钢铁产能过剩，受到去产能及环保等压力影响，鞍钢矿业集团在降低矿山开采数量的同时逐步下调外（包）委工程的结算价格，导致其毛利率水平下降，净利润不达预期。鞍钢爆破对此除了进行内部的降本增效之外，还积极拓展鞍钢集团以外的矿山服务市场，并取得了良好的成果。2016 年已经取得了 5 个集团外的爆破工程项目，年产值月 3300 万元。2016 年鞍钢爆破实现净利润 1383.30 万元。2017 年 1-5 月，鞍钢爆破已经实现净利润 1370.41 万元。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30 元、0.36 元、0.39 元。考虑到公司作为动力电池龙头，将受益于行业回暖，未来三年归母净利润增速将达到 63.73%，给予公司 10.8 元的目标价，对应 2018 年 30 倍 PE，给予“增持”评级。
- **风险提示：**周期下滑的风险、发生生产安全事故的风险、并购企业业绩实现或不及承诺和预期的风险。

## 1 公司是国内优秀的民爆企业

公司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。公司的主营业务包括矿山爆破业务（包括地采和露天采剥）、民爆器材生产。公司目前合计拥有 25.6 万吨工业炸药和 8000 万发工业雷管的许可产能。

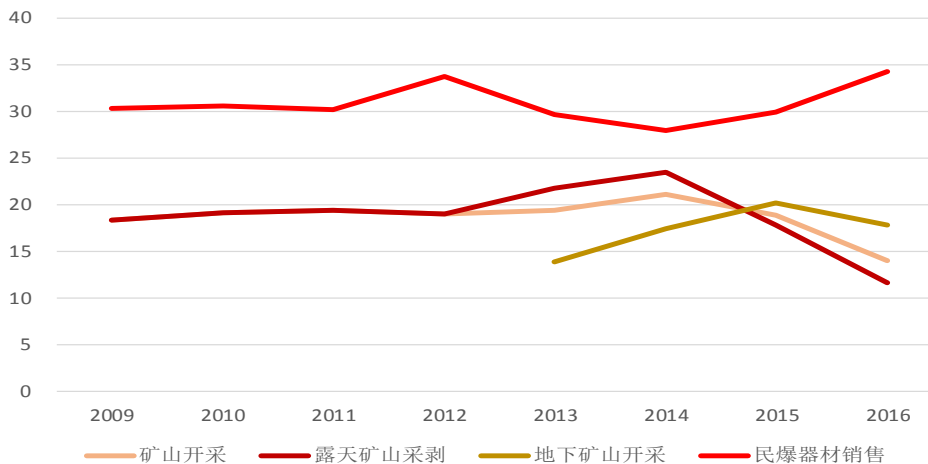
图 1：公司的收入构成（单位：元）



数据来源：西南证券整理

公司业务收入水平受到宏观影响较大，2013 年公司由于并购而带来收入水平大幅提升。之后，公司下游行业持续数年低迷，因此公司 2016 年之前的收入水平徘徊不前。

图 2：公司各业务毛利率情况（单位：%）



数据来源：西南证券整理

公司的民爆器材业务收入规模稳定且盈利能力持续保持较高水平，主要原因是其原材料价格持续低位。

## 2 子公司去年 6 月才并表，公司业绩今年将大增

2016 年 5 月 30 日，公司收购了连邵建工 42.05% 的股权以及新华都工程 100% 股权，使其成为全资子公司，于 2016 年 6 月并表，增厚公司业绩。

**并购标的大幅增厚公司业绩。**2016 年连邵建工和新华都工程成为公司全资子公司，其中连邵建工实现净利润 7180.58 万元，新华都工程实现净利润 7006.54 万元。连邵建工利润承诺为 2015-2017 年净利润不低于 6000、7000、8000 万元，三年合计净利润不低于 21000 万元，新华都工程利润承诺为 2016-2018 年归母净利润不低于 6000、7200、8640 万元。预计今年上半年，这两家子公司也大幅增厚公司业绩。

## 3 周期行业回暖，公司作为上游也同时受益

2017 年上半年公司抓住了矿业形势回暖的时机，在推动业务转型的同时优化矿服结构，提高土石方、建材及有色金属在矿服收入中的比例，稳步拓展海外市场，收入规模及盈利能力同比均有大幅度提升。

煤炭价格逐步回暖，永安民爆盈利能力持续提升。公司 2007 年开始进入宁夏地区露天矿山采剥市场，2012 年支付 1.27 亿元收购了永安民爆 85% 的权益，加大对宁夏及周边地区市场的矿山民爆一体化投入力度，提升在这一片区的一体化程度和市场占有率，公司当时预计未来五年永安民爆可年均实现净利润 3122.64 万元。后来受到国内煤炭市场整体景气下滑影响，石嘴山地区大部分矿山停产，造成永安民爆业绩持续下滑，2013 年至 2016 年，永安民爆分别实现净利润 3410.49 万元、375.49 万元、1135.81 万元、816.57 万元。2016 年随着煤炭价格的扭转，石嘴山地区部分矿山整顿完毕，逐步复产，2017 年 1-5 月，永安民爆已实现净利润 350 万元，盈利能力较去年同期大幅提升。

鞍钢爆破内部降本增效，积极外拓集团外爆破项目。公司于 2013 年支付 2.27 亿元与鞍钢集团矿业有限公司共同出资组建鞍钢爆破，公司占 51% 股权，属控股子公司。鞍钢矿业是我国掌握铁矿石资源最多、产量规模最大，具有完整产业链的冶金矿山龙头企业。鞍钢爆破成立后，其主要向鞍钢矿业提供炸药和爆破服务，每年炸药的产能利用率约 70%，收入规模基本稳定。近两年多来，国内钢材市场表现平淡，整体钢铁产能过剩，受到去产能及环保等压力影响，鞍钢矿业集团在降低矿山开采数量的同时逐步下调外（包）委工程的结算价格，导致其毛利率水平下降，净利润不达预期。鞍钢爆破对此除了进行内部的降本增效之外，还积极拓展鞍钢集团以外的矿山服务市场，并取得了良好的成果。2016 年已经取得了 5 个集团外的爆破工程项目，年产值约 3300 万元。2016 年鞍钢爆破实现净利润 1383.30 万元。2017 年 1-5 月，鞍钢爆破已经实现净利润 1370.41 万元。

## 4 盈利预测

### 关键假设:

假设 1: 暂不考虑生力民爆的并表可能;

假设 2: 公司 2016 年 6 月并表的连邵建工、新华都工程在未来三年正常经营, 能达到业绩考核的要求, 提升公司未来三年综合毛利率至 21.9%、22%、22%。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	3212.1	4670.0	5185.2	5703.7
	增速	6.9%	45.4%	11.0%	10.0%
	成本	2598.9	3646.5	4042.5	4446.8
	毛利率	19.1%	21.9%	22.0%	22.0%
矿山开采	收入	2288.88	3433.32	3776.66	4154.32
	增速	7.5%	50.0%	10.0%	10.0%
	成本	1968.51	2815.33	3096.86	3406.54
	毛利率	14.0%	18.0%	18.0%	18.0%
民爆器材销售	收入	740.82	963.06	1107.52	1218.27
	增速	-3.4%	30.0%	15.0%	10.0%
	成本	487.43	625.99	719.89	791.88
	毛利率	34.2%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	收入	182.43	273.64	301.01	331.11
	增速	66.4%	50.0%	10.0%	10.0%
	成本	142.97	205.23	225.76	248.33
	毛利率	21.6%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3212.13	4670.03	5185.19	5703.70	净利润	67.48	217.34	254.50	279.93
营业成本	2598.91	3646.55	4042.50	4446.75	折旧与摊销	139.26	128.31	135.02	140.86
营业税金及附加	32.71	78.03	69.71	85.99	财务费用	56.03	81.75	94.77	97.29
销售费用	39.77	56.87	63.50	69.72	资产减值损失	26.85	20.00	20.00	20.00
管理费用	393.28	553.93	621.64	681.38	经营营运资本变动	-39.43	-824.32	-308.56	-273.61
财务费用	56.03	81.75	94.77	97.29	其他	-354.24	-19.85	-18.22	-20.91
资产减值损失	26.85	20.00	20.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-104.06</b>	<b>-396.77</b>	<b>177.50</b>	<b>243.56</b>
投资收益	4.47	0.00	0.00	0.00	资本支出	-909.91	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	951.37	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>41.47</b>	<b>-80.00</b>	<b>-80.00</b>	<b>-80.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>69.05</b>	<b>232.90</b>	<b>273.06</b>	<b>302.57</b>	短期借款	-112.00	648.95	91.25	35.47
其他非经营损益	5.03	9.11	8.32	8.04	长期借款	614.97	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>74.08</b>	<b>242.01</b>	<b>281.38</b>	<b>310.61</b>	股权融资	792.42	0.00	0.00	0.00
所得税	6.61	24.67	26.89	30.67	支付股利	-30.49	-12.53	-42.47	-49.90
净利润	67.48	217.34	254.50	279.93	其他	-1041.22	-156.65	-94.77	-97.29
少数股东损益	4.84	5.00	5.00	5.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>223.67</b>	<b>479.77</b>	<b>-45.98</b>	<b>-111.71</b>
归属母公司股东净利润	62.63	212.34	249.50	274.93	<b>现金流量净额</b>	<b>161.08</b>	<b>3.01</b>	<b>51.52</b>	<b>51.85</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	464.00	467.00	518.52	570.37	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1907.43	2702.15	3042.07	3336.53	销售收入增长率	6.88%	45.39%	11.03%	10.00%
存货	955.32	1340.29	1484.07	1633.59	营业利润增长率	-48.65%	237.28%	17.24%	10.81%
其他流动资产	107.12	155.74	172.92	190.21	净利润增长率	-48.15%	222.09%	17.09%	10.00%
长期股权投资	10.83	10.83	10.83	10.83	EBITDA 增长率	-10.07%	67.57%	13.52%	7.53%
投资性房地产	3.12	3.12	3.12	3.12	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1074.24	1030.32	979.68	923.20	毛利率	19.09%	21.92%	22.04%	22.04%
无形资产和开发支出	981.34	978.64	975.95	973.25	三费率	15.23%	14.83%	15.04%	14.87%
其他非流动资产	116.47	114.78	113.09	111.40	净利率	2.10%	4.65%	4.91%	4.91%
<b>资产总计</b>	<b>5619.86</b>	<b>6802.86</b>	<b>7300.23</b>	<b>7752.50</b>	ROE	2.18%	6.62%	7.28%	7.51%
短期借款	519.00	1167.95	1259.20	1294.68	ROA	1.20%	3.19%	3.49%	3.61%
应付和预收款项	1033.81	1369.50	1537.73	1698.07	ROIC	3.12%	6.16%	6.39%	6.56%
长期借款	710.40	710.40	710.40	710.40	EBITDA/销售收入	8.23%	9.49%	9.70%	9.48%
其他负债	261.93	270.03	295.90	322.31	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2525.14</b>	<b>3517.88</b>	<b>3803.23</b>	<b>4025.46</b>	总资产周转率	0.65	0.75	0.74	0.76
股本	701.49	701.49	701.49	701.49	固定资产周转率	3.60	4.49	5.16	5.99
资本公积	1589.07	1589.07	1589.07	1589.07	应收账款周转率	2.73	3.22	2.87	2.83
留存收益	564.69	764.51	971.53	1196.57	存货周转率	2.98	3.18	2.86	2.85
归属母公司股东权益	2869.81	3055.06	3262.09	3487.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.44%	—	—	—
少数股东权益	224.92	229.92	234.92	239.92	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3094.72</b>	<b>3284.98</b>	<b>3497.01</b>	<b>3727.04</b>	资产负债率	44.93%	51.71%	52.10%	51.92%
负债和股东权益合计	5619.86	6802.86	7300.23	7752.50	带息债务/总负债	48.69%	53.39%	51.79%	49.81%
					流动比率	1.93	1.68	1.70	1.75
					速动比率	1.39	1.20	1.22	1.25
					股利支付率	48.69%	5.90%	17.02%	18.15%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	264.34	442.96	502.85	540.72	每股收益	0.09	0.30	0.36	0.39
PE	100.69	29.70	25.28	22.94	每股净资产	4.09	4.36	4.65	4.97
PB	2.20	2.06	1.93	1.81	每股经营现金	-0.15	-0.57	0.25	0.35
PS	1.96	1.35	1.22	1.11	每股股利	0.04	0.02	0.06	0.07
EV/EBITDA	26.57	17.18	15.21	14.11					
股息率	0.48%	0.20%	0.67%	0.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn	