

宏大爆破(002683)/国防军工
一体化爆破服务迎拐点, 军工打开成长新空间
评级: 买入(首次)

市场价格: 9.31

目标价格: 12.88

分析师: 杨帆

执业证书编号: S0740517060002

电话: 0755-22660861

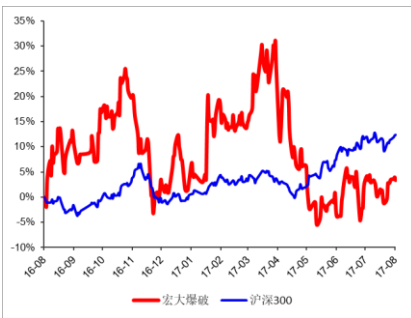
Email: yangfan@r.qlzq.com.cn

联系人: 吴张爽

Email: wuzs@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	701
流通股本(百万股)	509
市价(元)	9.1
市值(百万元)	6,384
流通市值(百万元)	2,928

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,005.38	3212.13	4190.59	4797.58	5333.65
增长率 yoy	-11.59%	6.88%	30.46%	14.48%	11.17%
净利润	101.41	62.63	235.11	285.73	347.17
增长率 yoy	-38.80%	-38.24%	275.39%	21.53%	21.50%
每股收益(元)	0.14	0.09	0.34	0.41	0.49
每股经营现金流量	-0.31	-0.15	0.56	0.10	0.32
净资产收益率	5.44%	2.18%	7.64%	8.67%	9.74%
P/E	67	103	27	23	19
PEG	-1.98	-2.56	0.09	0.99	0.82
P/B	2.57	1.98	1.84	1.72	1.59

备注:

投资要点

- 爆破服务行业触底回升, 公司传统业务有望迎来拐点:** 公司是国内爆破服务行业的龙头企业, 主业包括矿山爆破业务、民爆器材生产。受累于矿山产业的景气度下行, 公司近年传统业务有所萎缩, 但目前降幅逐渐收窄, 产品结构持续优化。2017年上半年, 公司实现营业收入15.88亿元, 同比增长47.52%, 归母净利润8041.46万元, 同比大增1902.37%。三大板块中, 矿服板块实现营业收入12亿元, 同比增长70.09%; 民爆板块实现营业收入3.24亿元, 基本与去年持平; 军工板块, 防务装备业务实现收入1862.43万元, 同比大增169.5%。公司收入大幅提升主要因为行业好转叠加公司2016年度实施重大资产重组收购的标的效益在2017年效益良好。
- 产业链整合+外延并购, 打造一流矿业一体化方案解决服务产业, 夯实行业龙头地位:** 近两年民爆行业景气度低迷的同时为龙头企业整合带来契机。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。通过一系列整合运作, 目前公司炸药产能从20.2万吨增加至25.6万吨, 公司拟收购内蒙古生力民爆, 若收购成功则有望进一步提升市占率, 率先突围民爆市场。我们认为, 通过一系列的产业链整合, 在夯实行业龙头地位的同时, 公司向打造一流矿山工程服务提供商的战略目标迈出了坚实的一步, 有望提升公司盈利水平。
- 公司军工业务历史悠久, 确定军工主业地位:** 公司是全国保留军工能力的十四家地方军工企业之一, 是广东省唯一的军方订制品制造商。在军方长达半个世纪的定向定点合作中, 研发投入过多种型号的陆军弹药和工兵器材, 为全国保留手榴弹生产能力的两家地方军工企业之一。公司通过对子公司广东明华机械存续分立, 将子公司所属的民爆生产和军工业务分立开来, 实现军工业务的独立和专业化运营。公司目前确立军工主业地位, 计划将利用军改和军民融合的契机, 引进人才及军工项目, 扩大军工业务规模和效益, 提升军工板块的技术水平。我们认为, 公具有做强军工业务的基因, 军工业务将成为公司发展新动能。
- 设立专业防务研究院和防务装备公司, 同时切入航天动力技术研发领域, 军工业务有望转型升级, 迈向高精尖:** 公司于2017年初在北京先后设立宏大和创防务研究院、天成防务装备科技有限公司, 为公司发展军工业务提供坚实技术和平台后盾。2017年4月公司发布对外投资公告, 拟通过货币资金增资方式参股湖南日晟航天动力技术有限公司, 增资完成后占股35%。通过本次与宏大日晟的合作, 公司将参与航天动力技术的研究开发与生产工作, 此举为公司军品业务转型升级的重要规划之一。我们认为公司有望借此发挥自身军工资质优势, 迈向高精尖军工业务, 实现军工业务的高精尖转型升级。
- 盈利预测及投资建议:** 预计公司17-19年归母净利润为2.35/2.86/3.47亿元, 对应EPS分别为0.34/0.41/0.49元。通过分业务测算, 我们估算公司17年对应市值为91亿元, 其中传统业务板块市值80亿, 军工业务板块市值11亿, 当前股本7.01亿股, 对应股价为12.88元, 相当于约38倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 军工业务发展不及预期; 民爆行业景气度持续下降; 宏观经济持续低迷; 大宗商品需求价格持续走低; 公司外延整合并购不及预期。

内容目录

1.爆破服务行业触底回升，公司传统业务迎来拐点.....	- 4 -
1.1 公司是国内爆破服务行业龙头企业.....	- 4 -
1.2 行业低迷拖累公司业绩.....	- 4 -
1.3 经济回暖带动爆破服务行业触底回升.....	- 6 -
1.4 公司确立三大主业协同发展，打造开放资本平台战略.....	- 7 -
2.产业链整合+外延并购，打造一流矿业一体化方案解决服务产业.....	- 9 -
2.1 四大优势打造国内一流矿业一体化方案解决服务产业.....	- 9 -
2.2 外延并购迅猛，做大做精做强矿山服务产业.....	- 9 -
2.3 区域龙头整合加速，公司民爆器材业务有望率先突围.....	- 12 -
2.4 抢占整合先机，内外兼修奠定在行业内的领先地位.....	- 15 -
3.军工业务将打开公司成长新空间.....	- 15 -
3.1 国内军工产业迎黄金发展期.....	- 15 -
3.2 公司确立军工主业战略地位.....	- 17 -
3.3 设立专业防务研究院与防务装备公司，深化军工布局.....	- 18 -
3.4 积极切入航天动力，转型升级高精尖军工步伐加快.....	- 18 -
4.盈利预测与估值.....	- 19 -
4.1 主营业务盈利预测与关键假设.....	- 19 -
4.2 毛利率水平预测与关键假设.....	- 20 -
4.3 绝对估值.....	- 20 -
4.4 相对估值.....	- 21 -
风险提示.....	- 22 -

图表目录

图表 1: 宏大爆破主要业务与产品	- 4 -
图表 2: 宏大爆破近年收入结构	- 5 -
图表 3: 国内工业增加值当月同比值持续下滑	- 5 -
图表 4: 固定资产投资:煤炭开采和洗选业累计同比	- 5 -
图表 5: 公司近年营收及其增长率	- 6 -
图表 6: 公司近年归母净利润及其增长率	- 6 -
图表 7: 公司近年毛利率和净利率	- 6 -
图表 8: 公司近年三费率	- 6 -
图表 9: 2017Q2 主要宏观经济指标同比增速	- 7 -
图表 10: 中国神华煤炭产量 (百万吨)	- 7 -
图表 11: 中煤能源产量情况 (百万吨)	- 7 -
图表 12: 公司的发展战略	- 8 -
图表 13: 公司股东及主要子公司	- 8 -
图表 14: 公司近年矿山服务业务收入情况	- 10 -
图表 15: 公司近年矿山服务毛利率	- 10 -
图表 16: 新华都近年营收状况	- 10 -
图表 17: 新华都净利润及其增长率	- 10 -
图表 18: 新华都综合毛利率	- 11 -
图表 19: 连邵建工近年营收状况	- 12 -
图表 20: 连邵建工净利润及其增长率	- 12 -
图表 21: 连邵建工综合毛利率	- 12 -
图表 22: 民爆行业生产总值以及利润	- 13 -
图表 23: 民爆行业生爆破技术服务收入以及利润	- 13 -
图表 24: 工业炸药产销量及其增长率	- 13 -
图表 25: 工业雷管产销量及其增长率	- 13 -
图表 26: 公司近年民爆器材销售收入情况	- 14 -
图表 27: 公司近年民爆器材销售毛利率	- 14 -
图表 28: 公司民爆市场广东区域整合	- 14 -
图表 29: 中国近年军费与增速	- 16 -
图表 30: 主要国家 2015 年军费规模与 GDP 占比	- 16 -
图表 31: 军民融合相关政策及举措梳理	- 16 -
图表 32: 明华公司分立后结构图	- 18 -
图表 33: 北京宏大天成防务装备科技有限公司	- 18 -
图表 34: 北京宏大和创防务技术研究院有限公司	- 18 -
图表 35: 分业务盈利预测	- 20 -
图表 36: FCFF 绝对估值假设条件	- 21 -
图表 37: FCFF 估值结果	- 21 -
图表 38: FCFF 敏感性分析	- 21 -
图表 39: 矿山服务产业链可比公司估值情况	- 22 -
图表 40: 军工装备可比公司估值情况	- 22 -
图表 41: 宏大爆破盈利预测	- 24 -

1. 爆破服务行业触底回升，公司传统业务迎来拐点

1.1 公司是国内爆破服务行业龙头企业

- 公司是国内整体爆破方案设计能力最强、爆破技术最先进、服务内容最齐全的矿山民爆一体化服务商之一。公司以大中型露天矿山为主要业务领域，为客户提供民爆器材产品、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。公司独立开发出大变形位移转感应器、建筑物爆破拆除综合科研观测技术、全孔不耦合崩塌爆破技术、亚平面条形药包技术、环保清洁爆破拆除技术等多项国内外领先的科研成果，获得国家科技进步二等奖 1 项，省部级科技进步奖多项。公司拥有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资质证书等，并先后成功完成了被誉为“中国煤矿第一爆”、“世界环保第一爆”、“中国第一爆”等多项技术难度极高，业内影响极大的项目。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、紫金矿业、鞍钢、山东黄金、中铝等。

图表 1：宏大爆破主要业务与产品



露天矿山板块



地下矿山板块



民爆器材



军品防务装备

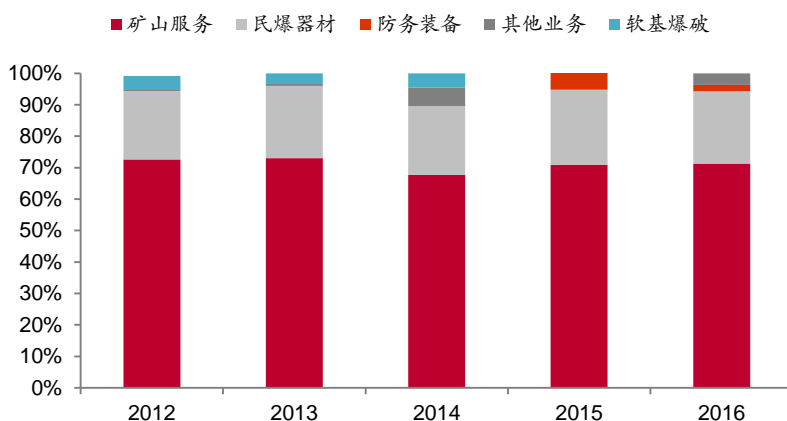
来源：公司官网，中泰证券研究所

1.2 行业低迷拖累公司业绩

- 公司目前的主营业务为矿山工程服务及民爆器材生产。2013 年以来我国采矿业固定资产投资增速逐渐放缓，采矿需求下降。采矿服务业也承受着经济周期下行带来的经营压力，而与此紧密相关的民爆器材生产行

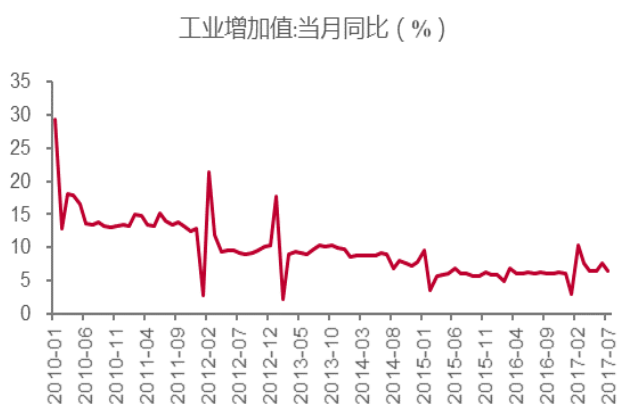
业也受到波及，公司的主营业务受宏观经济波动的影响较大。矿服是公司的第一主业，但目前大宗商品产能严重过剩，商品严重滞销，矿服行业持续低迷，预计在未来一段时间内难见反转。民爆与矿服行业高度关联，且国内整体产能严重过剩，全国产能释放率不到 70%。但受到行业管制及运输距离的制约，在竞争不充分的区域市场，民爆企业仍能保持较高盈利水平，竞争充分地区的企业盈利情况并不理想。

图表 2：宏大爆破近年收入结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：国内工业增加值当月同比值持续下滑



来源：wind，中泰证券研究所

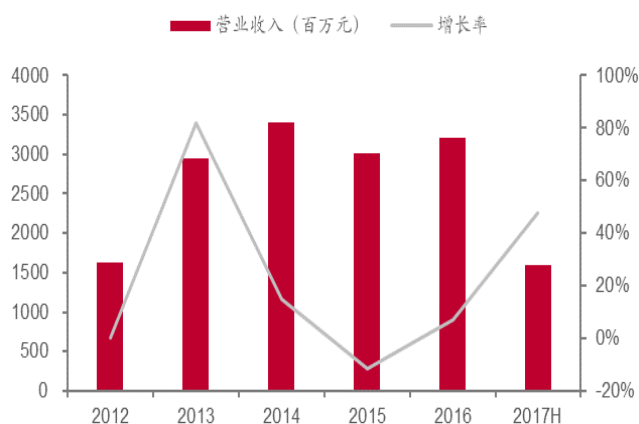
图表 4：固定资产投资:煤炭开采和洗选业累计同比



来源：wind，中泰证券研究所

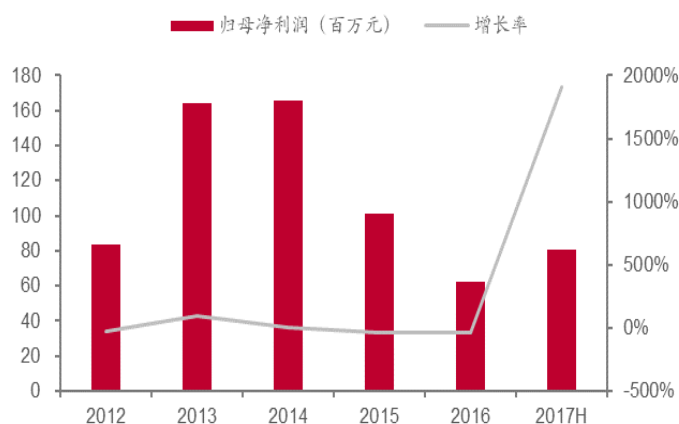
- 受累于下游矿服，煤炭，采掘等行业的不景气，公司近两年业绩受到了一定的冲击。公司 2016 年实现营业收入 32.12 亿元，同比增长 6.88%（主要原因为连邵建工 42.05% 股权及新华都工程 100% 股权并表所致）；归属于母公司净利润 6263.27 万元，同比下降 38.24%。同时公司毛利率和净利率都处于下滑趋势。公司三费率也有一定程度的增长。

图表 5：公司近年营收及其增长率



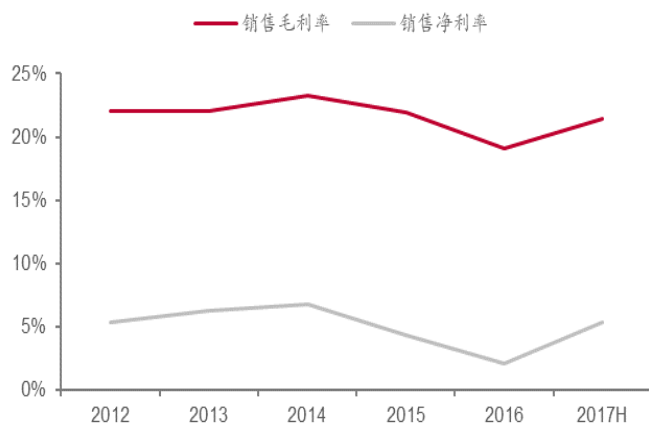
来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：公司近年归母净利润及其增长率



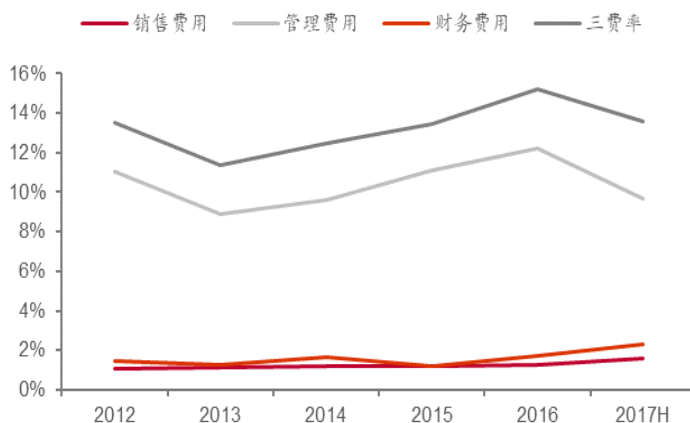
来源：wind，中泰证券研究所

图表 7：公司近年毛利率和净利率



来源：wind，中泰证券研究所

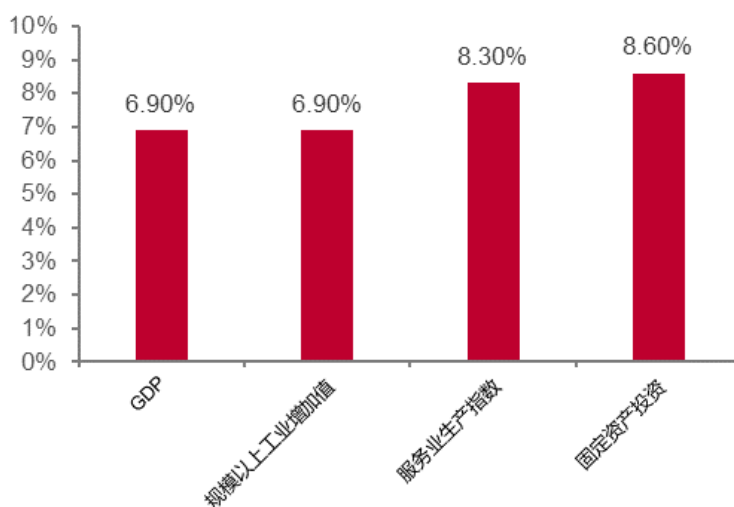
图表 8：公司近年三费率



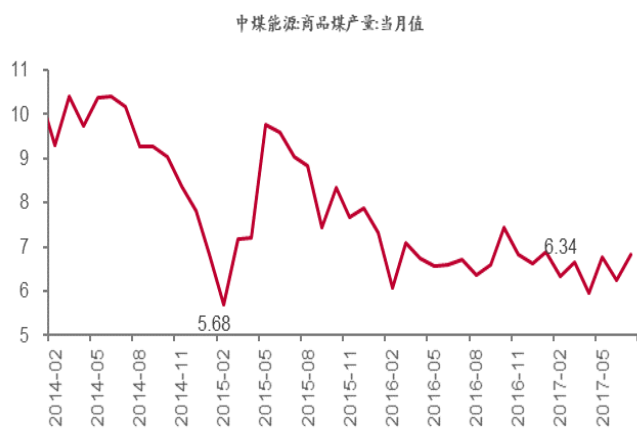
来源：wind，中泰证券研究所

1.3 经济回暖带动爆破服务行业触底回升

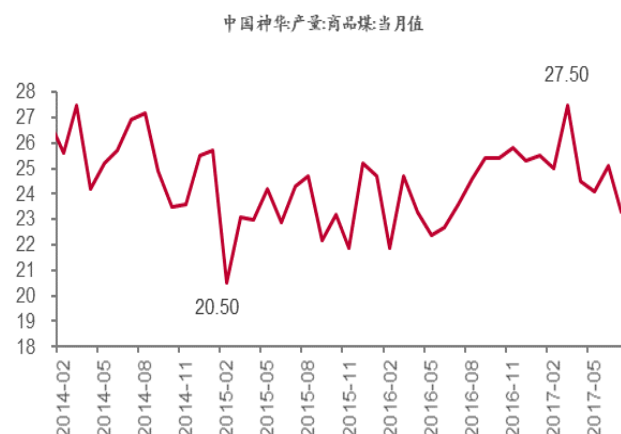
- 公司主业为矿山工程服务和民爆器材生产，二者作为国民经济的基础行业之一，受宏观经济影响较大。2013 年以来，我国采矿业固定资产投资增速逐渐放缓，采矿需求持续下降。采矿服务业承受着经济周期下行带来的经营压力，与此紧密相关的民爆器材生产行业也受到波及，行业步入周期性低谷。而今年一季度以来，宏观经济出现回暖迹象，一季度经济增速高于市场预期，在这种背景下，爆破行业的下游需求来源——煤炭、钢铁冶炼、基础设施建设等有望回暖，采矿需求回升，矿服和民爆行业有望随之实现触底回升。公司作为国内爆破服务业务的绝对龙头企业，兼具下游大客户资源优势。伴随着经济回暖所带来的行业复苏，我们认为公司有望充分受益于这一行业复苏的过程。

图表 9: 2017Q2 主要宏观经济指标同比增速


来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

图表 10: 中国神华煤炭产量 (百万吨)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 中煤能源产量情况 (百万吨)


来源: wind, 中泰证券研究所

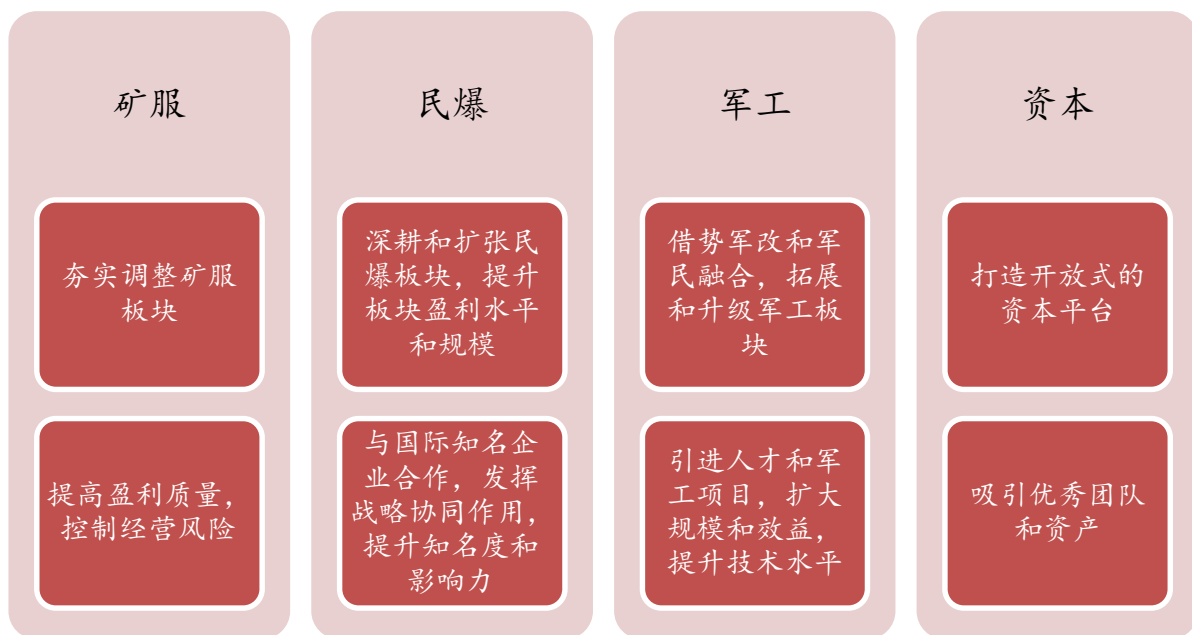
- 公司 2017 年上半年业绩增幅较大, 主要受益矿业形势回暖与矿服结构优化。**2017 年上半年, 公司实现营业收入 15.88 亿元, 同比增长 47.52%, 归母净利润 8041.46 万元, 同比大增 1902.37%。三大板块中, 矿服板块实现营业收入 12 亿元, 同比增长 70.09%; 民爆板块实现营业收入 3.24 亿元, 基本与去年持平; 军工板块, 防务装备业务实现收入 1862.43 万元, 同比大增 169.5%。公司收入大幅提升主要原因来自于行业好转叠加公司 2016 年度实施重大资产重组收购的标的效益在 2017 年效益良好, 且公司的工程项目也正逐渐回暖, 开始扭亏为盈。净利润淡季同比转正以及二季度业绩反转也在验证行业改善这一进程。

1.4 公司确立三大主业协同发展, 打造开放资本平台战略

- 根据公司最新规划, 公司将优化企业运作模式, 即以投资和并购为核心, 以资金管理和融资为平台, 通过风险控制和组织管理保障集团的稳定发展, 有针对性的差异化策略对现有三大板块及新兴业务进行投资和优化, 与现有业务形成协同效应, 提升企业资产质量和运营效率; 通过合**

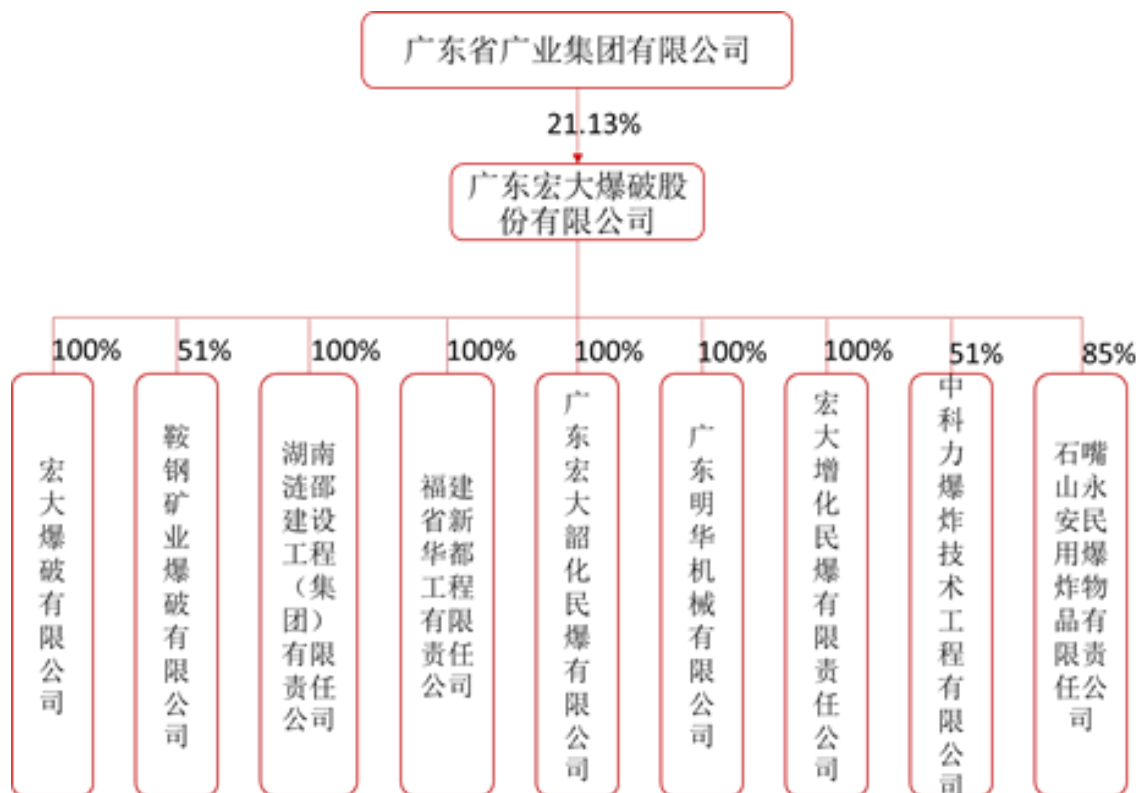
伙创业、股权激励等措施，激励各级管理团队二次创业。

图表 12：公司的发展战略



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13：公司股东及主要子公司



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **股权激励彰显发展雄心：**公司公布限制性股权激励草案，对 69 名高管及核心骨干授予 684.75 万股，授予价格 5.62 元且满 24 个月后可在未

来 48 个月内按每期 25%的比例分四期解除限售，此举为未来几年发展奠定坚实基础，绑定高管和核心员工利益，彰显公司对未来发展信心。

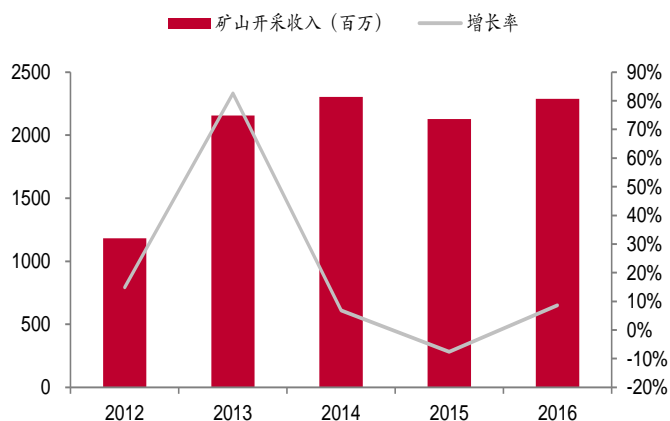
2. 产业链整合+外延并购，打造一流矿业一体化方案解决服务产业

2.1 四大优势打造国内一流矿业一体化方案解决服务产业

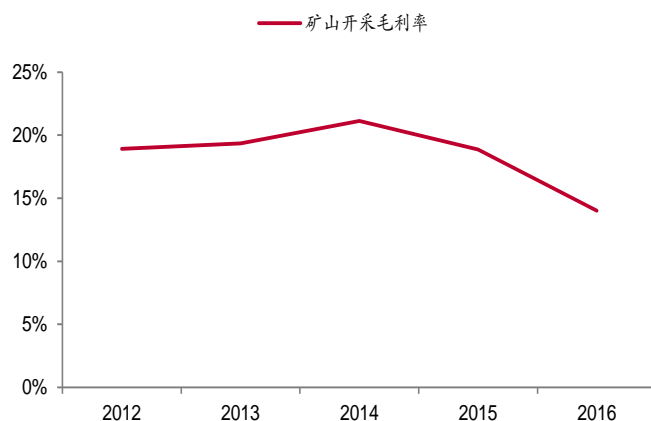
- **竞争领域优势：**公司目前矿服产业链业务分别在矿业服务，民爆器材产品制造两个领域展开。在矿服市场，公司以爆破技术为核心，凭借较强的方案设计及施工现场管理能力，为大型矿山业主提供采矿、矿山基建、露天矿山剥离等服务；在民爆器材产品市场，以产品质量和安全生产为核心，为各民爆专营公司提供民爆产品。
- **服务模式优势：**在矿服领域，公司拥有较为齐全产业链，表现在公司拥有自有的混装炸药车，且公司在矿服领域服务多年，矿山管理模式与经验丰富，成本更低，服务质量更佳；在民爆制造领域，公司拥有矿业服务和民爆一体化形成的民爆产业链先发优势。
- **盈利模式优势：**在矿服领域，公司主要针对大项目、大矿山、大业主，以规模优势来降低成本，以项目总承包的合作模式，通过提升客户矿山价值实现盈利目标；在民爆领域，受区域服务半径的优势，扩大地域的影响力，通过提升安全管理和优质的客户服务水平，保留了较高的盈利水平。
- **商业模式创新优势：**公司自上市以来，紧紧围绕“提供覆盖矿山全产业链的集成矿业服务”这一战略目标，通过并购将公司矿山服务的产业链由露天矿山服务延伸至地下矿山服务，之后与鞍钢矿业集团合作，设立鞍钢爆破，为鞍钢矿业提供民爆器材产品和矿山采剥服务，成为鞍钢矿业长期、固定的服务商。2016 年鞍钢爆破实现营收 5.82 亿元，同比上升 8.00%，实现净利润 1383 万元，同比上升 476.1%；鞍钢爆破作为公司与大央企、大矿主合作的典型模式，未来有望进一步推广。

2.2 外延并购迅猛，做大做精做强矿山服务产业

目前全球矿产品需求减速收窄，国内的煤炭、铁矿石、铝、水泥等矿产资源需求大范围增长的预期仍未出现。受此影响，矿山业主普遍存在着减产、半停产的现象，公司的工程结算滞后，业主压低施工单价，矿服领域的毛利也逐年下降。在此背景下，公司通过行业低谷期加快同行业并购，扩大市场占有份额与影响力。2016 年，公司通过实施重大资产重组事项，成功收购了控股子公司连邵建工 42.05%股权及新华都工程 100%股权。

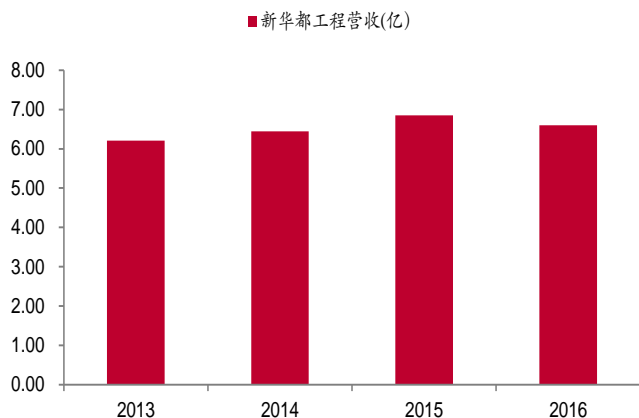
图表 14：公司近年矿山服务业务收入情况


来源：公司公告，中泰证券研究所

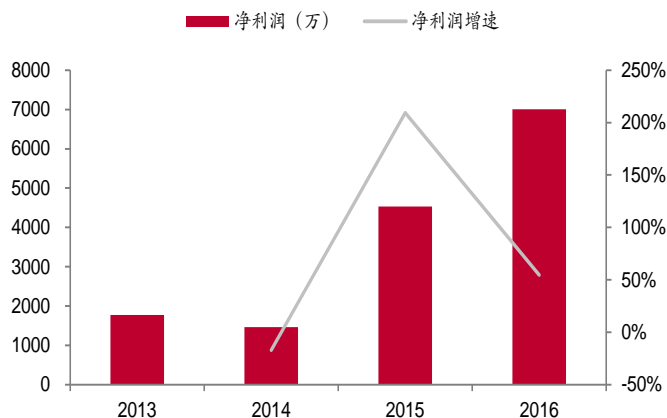
图表 15：公司近年矿山服务毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

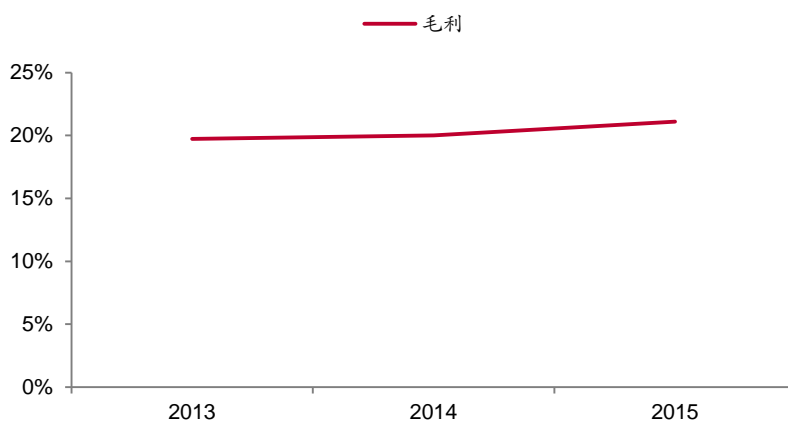
- 收购新华都工程，进军中高端爆破服务市场：**，公司收购新华都工程 100% 股权，交易价格为 87,360.00 万元。根据公司与新华都工程接受股份对价的股东签署的《盈利补偿协议》，补偿责任人承诺新华都工程 2016 年度、2017 年度、2018 年度归属于母公司所有者的预测净利润分别不低于 6,000 万元、7,200 万元和 8,640 万元，三个年度的合计预测净利润为不低于 21,840 万元。新华都工程主营矿山采剥工程服务，为大中型矿企提供从总体开采方案建议，到矿区岩土剥离、穿孔爆破、凿岩、铲装运输等系列化综合性工程服务。新华都工程具有矿山工程施工总承包壹级、土石方工程专业承包壹级、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，在大中型矿山采剥行业中积累了丰富的行业经验。自成立以来，长期承担大型黄金矿山上杭紫金山金铜矿的开采任务，并先后承接了青海德尔尼铜矿、青海格尔木胜华铜矿、湖南庙冲三安铁矿、湖南汝城铁矿、黑龙江多宝山铜矿、新疆伊宁金矿、甘肃陇南紫金金矿、甘肃陇南西河金矿、贵州荣阳煤矿等矿山的采矿工程工作。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，具有较高的行业地位和美誉度。公司近年营收较为稳定，净利润稳定高速增长，毛利率稳步提升，盈利水平提升显著。

图表 16：新华都近年营收状况


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 17：新华都净利润及其增长率


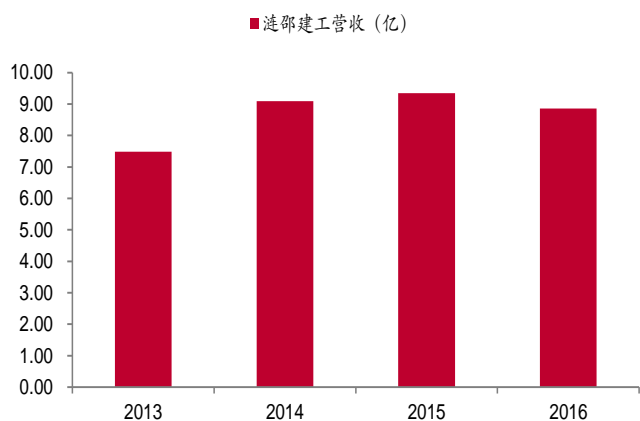
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18：新华都综合毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

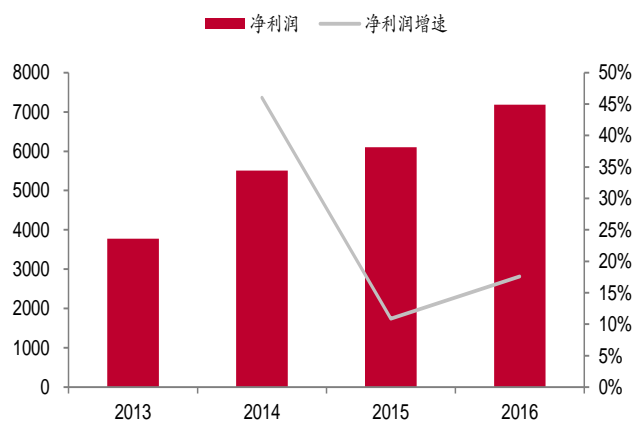
- **业务，客户，产业链协同作用明显：**由于新华都工程所承包采矿工程均为大中型矿山，矿山业主实力较强，采矿工程量大，矿上设计开采时间长，单个项目具有开采周期长、工程业务量大的特点。由于向客户提供工程服务过程中，新华都工程施工质量、技术能力、生产管理能较好满足客户需求，新华都工程与业主方合作关系较为稳定。收购前公司露天矿山开采业务客户主要集中在煤矿、铁矿等领域，**本次交易完成后，宏大爆破露天矿山开采业务范围将由煤炭、黑色金属矿领域向有色矿山领域扩展**，公司将结合我国及全球矿山服务行业未来发展的趋势，继续以全球最为领先的矿山服务企业澳瑞凯公司为发展方向，紧紧围绕矿山开发的全生命周期提供覆盖矿山全产业链的集成矿业服务，全面提升客户价值，并兼顾资源开发与环境保护，致力于成为国内一流的矿业一体化方案解决服务商，为矿山业主提供“矿业管家”的全面服务。
- **进一步收购涟邵建工，巩固地下矿山服务优势：**公司收购涟邵建工 42.05% 股权，交易价格为 3.71 亿元。根据公司与涟邵建工业绩承诺人签署的《盈利补偿协议》，涟新建材承诺，涟邵建工 2015 年度、2016 年度、2017 年度归属于母公司所有者的预测净利润分别不低于人民币 6,000 万元、7,000 万元和 8,000 万元，三个年度的合计预测净利润为不低于 21,000 万元。涟邵建工主要为大中型地下矿山开采提供矿建工程建设、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。。涟邵建工具有矿山工程施工总承包壹级、隧道工程专业承包壹级、机电安装工程专业承包贰级等多项专业工程资质，在行业内具有丰富经验。

图表 19: 涟邵建工近年营收状况



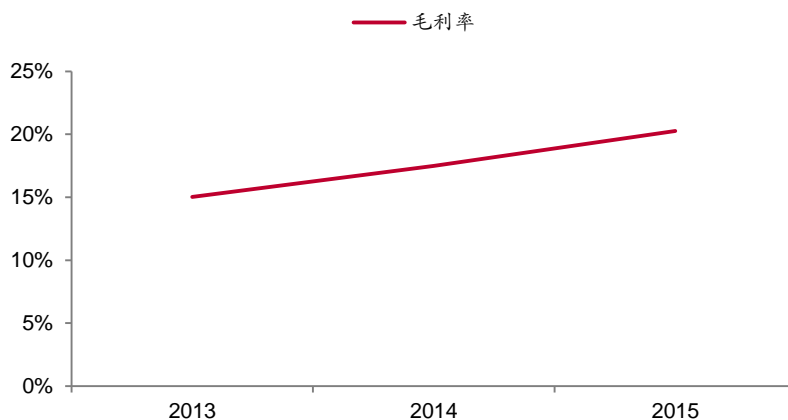
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 20: 涟邵建工净利润及其增长率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

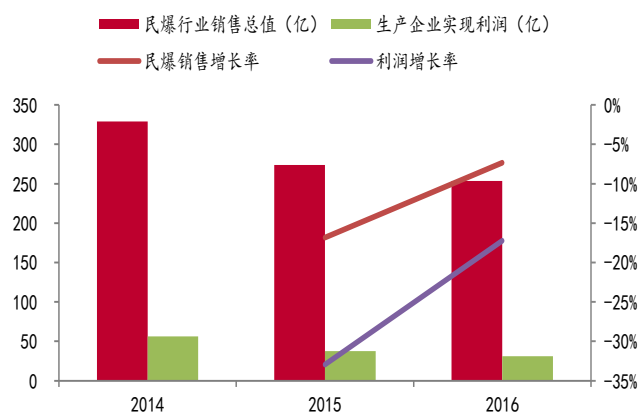
图表 21: 涟邵建工综合毛利率



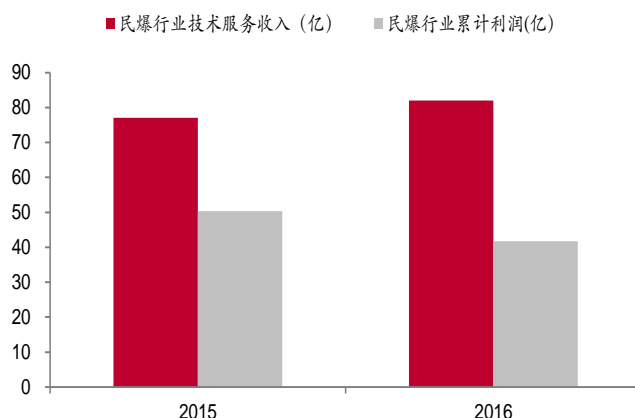
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

2.3 区域龙头整合加速, 公司民爆器材业务有望率先突围

- 民爆与矿服行业高度关联, 且国内整体产能严重过剩, 虽然国内民爆行业总体指标呈负增长态势, 但降幅逐渐收窄:** 2016 年民爆行业总体运行情况呈现下降趋势, 四季度市场略有回暖, 产品产、销量逐步回升, 全年主要经济指标降幅同比有所收窄。2016 年民爆行业爆破技术服务累计实现收入 82.04 亿元, 同比增长 6.41%。民爆行业利润总额 41.72 亿, 同比下降 17.11%, 降速比 2015 缩小 14.6% 个百分点。民爆生产总值与李屯降幅同比收窄: 2016 年生产企业累计完成生产总值 251.90 亿, 同比下降 7.56%, 累计完成销售总值 253.62 亿元, 同比下降 7.32%, 产销总值江苏同比收窄 9.8 个百分点和 9.5 个百分点。2016 年生产企业实现利润 31.24 亿元, 同比下降 17.25%, 降速同比缩小约 15.7 个百分点。**民爆企业强强联合, 产业集中度连续增加: CR20 合计生产总值达 153 亿元, 约占行业总产值的 61%, 连续三年稳定增长, 每年同比增长 3%。**

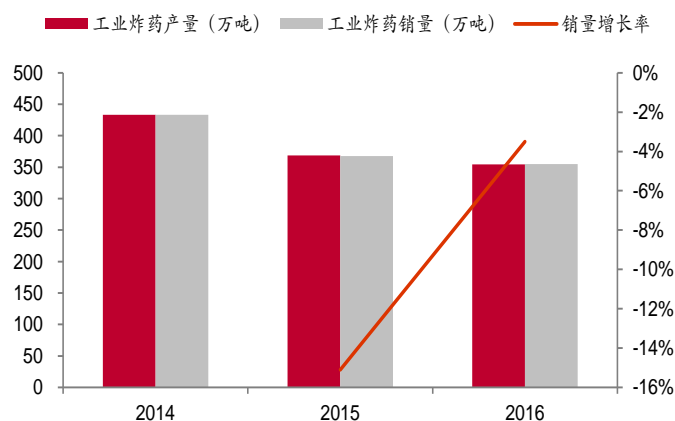
图表 22：民爆行业生产总值以及利润


来源：中国民爆器材工业协会，中泰证券研究所

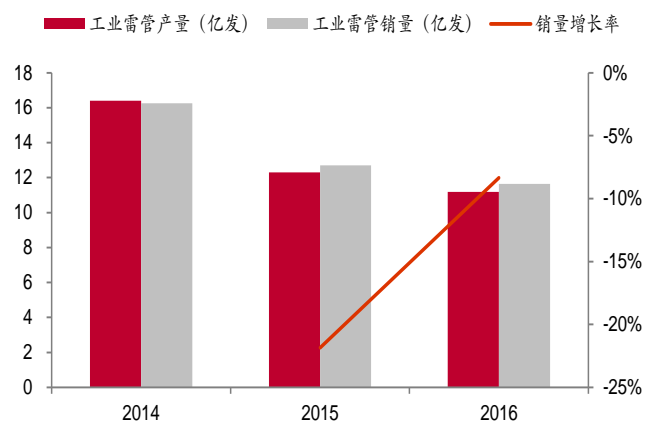
图表 23：民爆行业生爆破技术服务收入以及利润


来源：中国民爆器材工业协会，中泰证券研究所

- 工业炸药和工业雷管产销量降幅同比收窄：2016 年生产企业工业炸药年销量分别为 354.17 万吨和 354.87 万吨，同比下降 3.89% 和 3.50%，降速分别缩小 11.1 个百分点和 11.6 个百分点。2016 年生产企业工业雷管产销量分别为 11.19 亿发和 11.64 亿发，同比下降 9.04% 和 8.34%。产销量降速分别比 2015 年缩小约 15.7 个百分点和 13.5 个百分点。**

图表 24：工业炸药产销量及其增长率


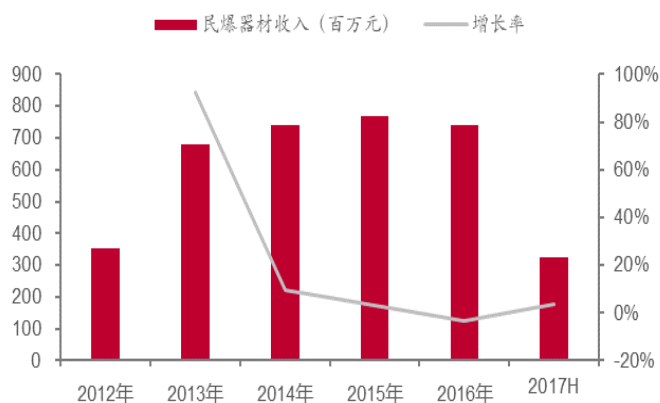
来源：中国民爆器材工业协会，中泰证券研究所

图表 25：工业雷管产销量及其增长率


来源：中国民爆器材工业协会，中泰证券研究所

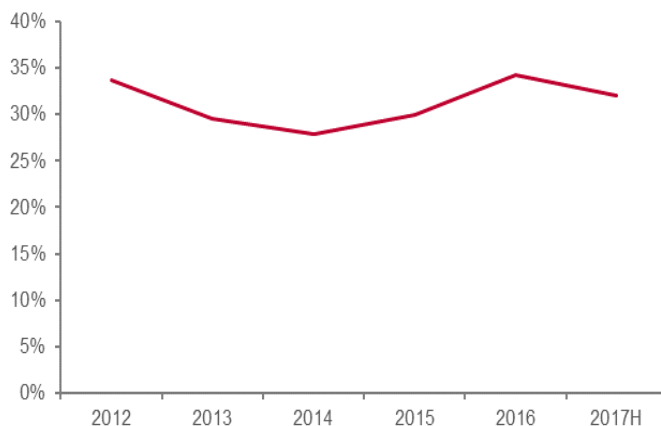
- 公司目前主要有 3 家民爆生产单位，广东宏大韶化有限公司、广东宏大增化民爆有限责任公司以及收购的永安民爆，主要从事民用爆破器材技术的研发、生产和经营。旗下产品有乳化炸药、膨化硝酸铵炸药、工业电雷管、导爆管雷管、塑料导爆管和中继起爆具。同时公司致力于“矿山民爆一体化”发展，是国家重点扶持的应用现场混装炸药车技术实施现场生产、配送、爆破施工一体化经营的示范单位，服务领域涵盖大型矿山开采、国家重点基础建设工程等。公司民爆板块因服务区域半径的优势，仍在广东省保持较高的盈利水平。**

图表 26：公司近年民爆器材销售收入情况



来源：wind，中泰证券研究所

图表 27：公司近年民爆器材销售毛利率



来源：wind，中泰证券研究所

- **区域整合加速，提升市占率有望率先突国民爆市场：**通过一系列整合运作，目前公司炸药产能从 **20.2 万吨** 增加至 **25.6 万吨**，公司已与广东华威化工有限集团公司就收购华威化工集团民爆类资产（含 1.7 万吨炸药产能）签署了并购框架协议。公司已与惠州市东江化工厂达成合作协议，东江化工同意将 2 万吨的工业炸药产能转移至公司下属子公司，公司每月向东江化工支付固定费用。公司已与广东省四〇一厂就收购四〇一厂民爆类资产（含其 1.7 万吨炸药产能）签署了并购框架协议。公司目前产能利用率维持在 **85% 以上**。受益于行业景气度触底回升，民爆器材业务收入有望在今年实现小幅增长。同时，通过区域整合，公司作为区域龙头，议价权和盈利水平有望进一步提升。

图表 28：公司民爆市场广东区域整合



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **拟收购内蒙古生力民爆，进一步扩大市场份额：**公司于 2015 年 12 月 14 日召开的第三届董事会 2015 年第六次会议，审议通过了《关于对外投资的议案》。公司拟以现金约 8.87 亿元收购内蒙古生力资源(集团)有限责任公司存续分立后的新主体，即内蒙古生力民爆有限责任公司 100% 股权。公司 2017 年 7 月 27 日公告最新进展：目前尚未与生力民爆股东就交易方案具体细节等达成一致，公司将继续推进该项目，争取尽快与生力民爆股东就收购生力民爆股权事宜达成共识并确定最终合作方案。我们认为若本次收购成功，则有望加快公司在全国的布局，进一

步提升民爆市场的占有率，品牌以及盈利水平。

2.4 抢占整合先机，内外兼修奠定在行业内的领先地位

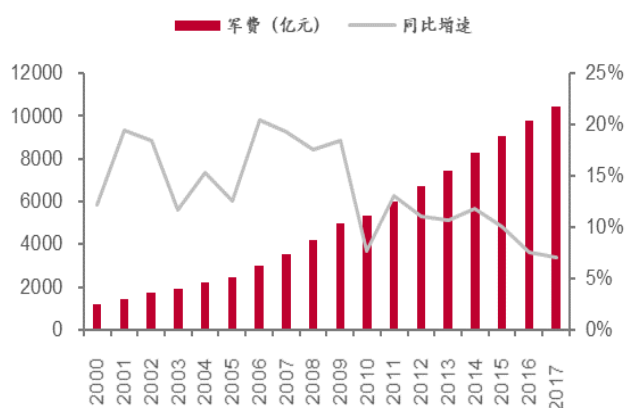
- 从现有的政策和行业环境来看，两大因素决定了矿业集中度持续提升的趋势：首先是基于安全生产、环境保护、产能过剩等因素的约束，小型矿企因效率低下、安全环保不达标等不断被市场淘汰；其次是大型矿企集团化发展，使市场趋于垄断竞争格局。在矿企走向大型化、集团化的趋势下，也对服务于矿业集团的矿产开发服务商提出了更高的技术指标和经济效益要求。公司通过外延并购，在整体实力以及集团化背景上均得到较大提升，增强了公司对大中型矿企的服务能力，是保持市场竞争力的要求，为公司的长远发展奠定了坚实的基础。
- 目前矿业景气度较低，同时矿业资源估值也较低，是行业整合的好时机：在矿业低谷期，上下游的矿企、钢企加快了资产收购、出售的步伐，展现出良好的战略眼光。公司在矿业低谷期加快整合节奏，也符合公司长远发展战略和行业发展趋势，能够取得更好的并购效益。
- “一体化”是宏大爆破的长期坚持的战略，公司未来三年的定位是矿业一体化方案解决服务商，为大型矿山提供综合性的管家式矿业服务：宏大爆破是矿山服务行业的上市公司，为大型矿山及其他工程爆破提供整体方案设计、民爆器材生产及供应、爆破施工及其他矿山开采服务等一体化服务，具有每年 25.6 万吨工业炸药和 8,000 万发工业雷管的许可产能。连邵建工具有丰富的地下采矿工程建设经验，宏大爆破本次收购控股子公司连邵建工少数股东权益，将增强公司在地下采矿方面的服务能力，进一步夯实矿业管家的战略基础。重组完成后，宏大爆破的业务得到进一步整合提升。一方面，通过区域整合，可降低公司的经营成本，提高施工、运营、管理的效率和盈利能力；另一方面，通过共享客户资源和采购平台，可降低公司的采购和营销成本。在整体战略实施下，宏大爆破将获得更大的规模效益，提高综合竞争力。

3. 军工业务将打开公司成长新空间

3.1 国内军工产业迎黄金发展期

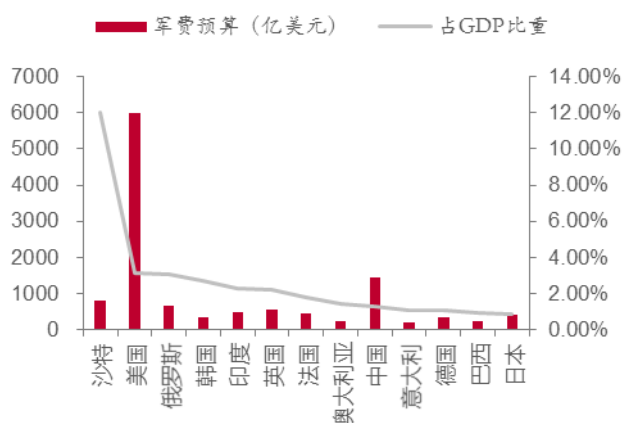
- 军民融合政策的推出正式宣告我国军工产业进入变革发展大时代、迎来黄金发展期。纵向来看，市场化改革将激发军工产业潜在活力，在有望成为我国制造业转型升级的重要引擎；横向来看，我国军工增速近年来保持了较高的水平，处于全球第一梯队，从 GDP 占比来看仍有巨大增长空间。

图表 29：中国近年军费与增速



来源：国防部，统计局、中泰证券研究所

图表 30：主要国家 2015 年军费规模与 GDP 占比



来源：SPIRI，国防部，中泰证券研究所

图表 31：军民融合相关政策及举措梳理

时间	军民融合政策内容
2014.4	工信部下发《促进军民融合式发展的指导意见》，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。
2014.11	解放军总参谋部向社会发布 108 项军事需求，公开招徕地方优势资源参与部队训练领域先进技术和产品研发。
2014.12	国务院下发《关于加快应急产业发展的意见》中提出，将通过国家科技计划(专项、基金等)对应急产业相关科技工作进行支持，并鼓励充分利用军工技术优势发展应急产业，推进军民融合。
2015.4	国防科工局印发《2015 年国防科工局军民融合专项行动计划》，在军工开放、资源共享、军工高技术转化和产业化发展等方面，明确了今年推动军民融合发展的 27 项重点任务。
2015.7	国防科工局发布了首批国防科技工业知识产权转化目录，涉及 118 个项目 600 多个专利。
2016.3	国防科工局印发《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》：1.强化规划引领，推进政策落实；2.优化军工结构，深化“民参军”；3.推动协同创新，加强资源统筹；4.发展融合产业，服务增长调结构。
2016.3	国防科工局关于印发《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查工作管理暂行办法》
2016.3	中共中央政治局审议通过《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》把军民融合发展上升为国家战略，推进军民融合发展是一项利国利民的大战略。
2016.6	工业和信息化部办公厅 国防科工局综合司关于推荐《民参军技术与产品推荐目录(2016 年度)》信息的通知：主要针对空军和火箭军装备建设需求，重点围绕探测与目标识别、遥感遥测、指挥与控制、通信与导航、模拟训练与仿真、检测、维修保障与可靠性、动力、隐身、新能源、无人机系统、发射系统、共性技术与产品等领域，面向全国民用企业、科研机构 and 高校，采集具有自主知识产权的高新技术及优势产品信息，包括系统、分系统、微系统、配套产品、高端元器件、高性能材料、软件等。
2016.6	工业和信息化部办公厅 国防科工局综合司关于组织征集《军用技术转民用推广目录(2016 年度)》技术和产品信息的通知主要围绕：新材料，智能制造，电子信息，新一代信息技术高端装备，新能源与环保，核燃料，污染检测、控制技术和产品。
2016.7	中共中央 国务院 中央军委印发《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》着眼国家安全和发展战略全局，明确了新形势下军民融合发展的总体思路、重点任务、政策措施，是统筹推进经济建设和国防建设的纲领性文件。

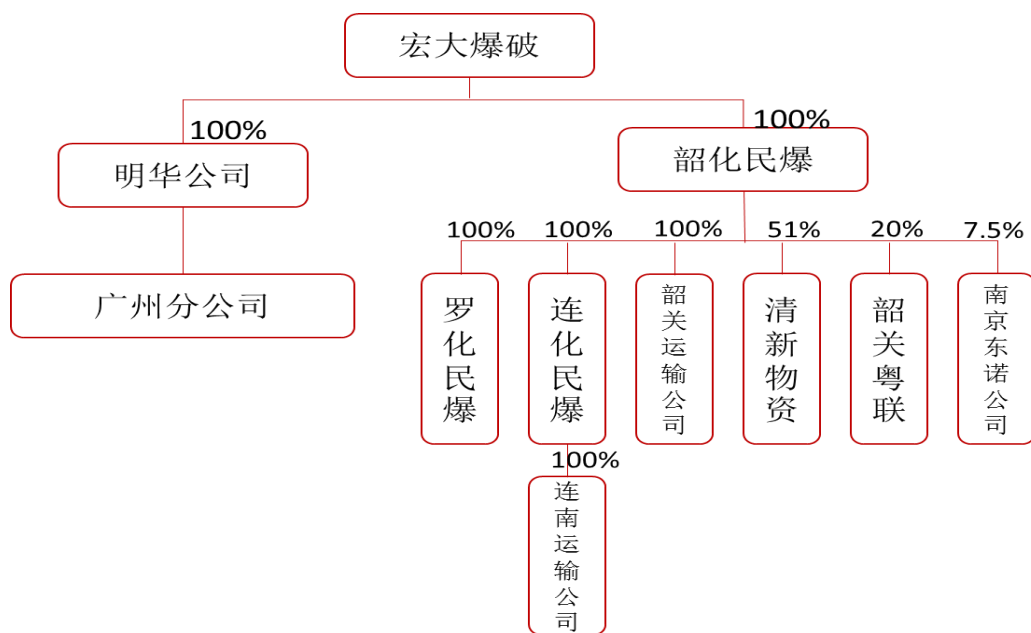
- 2016.9 军民融合产业发展基金创立大会在北京举行。该基金由航天投资控股有限公司代表中国航天科技集团公司联合 13 家军工央企、知名金融机构共同发起，首期规模为 302 亿元人民币，目储备预计投资额超过 1000 亿元。投资方向则是军工企事业单位改制、军工装备、军工资产证券化、军民融合技术，以及军工国企改革
- 2016.10 10 月 11 日，军民标准通用化工程动员部署会议在京召开，质检总局党组成员、国家标准委主任田世宏，中央军委装备发展部副部长刘胜出席并讲话。这次会议标志着我国军民标准通用化工程正式启动。
- 2016.11 四川省国防科工办联合省市有关部门，组织开展了 50 户军民融合型企业大集团的培育申报工作。被认定的企业将在军民融合专项资金、专项基金方面给予扶持，在科研生产要素保障、重大项目征地拆迁及工程建设、实施股份制改造或兼并重组等工作中遇到的困难问题，予以优先协调保障。
- 2017.1 中共中央政治局 1 月 22 日召开会议，决定设立中央军民融合发展委员会，由国家主席任主任。中央军民融合发展委员会是中央层面军民融合发展重大问题的决策和议事协调机构，统一领导军民融合深度发展，向中央政治局、中央政治局常务委员会负责。
- 2017.2 中央军委装备发展部日前推出《推进装备领域军民融合深度发展的思路举措》，明确 12 条举措和 45 项任务，持续推进装备领域军民融合深度发展。其中包括扩大民参军范围，实现“两证合一”，设立联合基金等，核心指向进一步降低军工准入门槛。
- 2017.4 国务院办公厅关于印发贯彻实施《深化标准化工作改革方案》重点任务分工（2017-2018 年）的通知。通知提出，全面推进军民标准融合。
- 2017.6 6 月 20 日，中央军民融合发展委员会第一次全体会议召开。会议指出，必须向重点领域聚焦用力，以点带面推动整体水平提升。海洋、太空、网络空间、生物、新能源等领域军民共用性强，加快形成多维一体、协同推进、跨越发展的新兴领域军民融合发展格局。

来源：公开资料，中泰证券研究所

3.2 公司确立军工主业战略地位

- **军品业务有望发展成为公司第三大业务板块：**在军工领域，近年来国家对国防事业空前重视，且利用军改的契机和军民融合政策的支持，公司的军工板块业务将迎来新的发展契机，根据公司规划，**公司将以原有的军工业务为基础，做大规模提高盈利水平，引进人才及军工项目，扩大军工业务规模和效益，提升军工板块的技术水平，同时向高端产品升级，长期实现公司业务转型。**公司的军品业务史可以追溯到上个世纪五十年代末，在军方长达半个世纪的定向定点合作中，研发投产过多种型号的陆军弹药和工兵器材，宏大爆破为全国保留手榴弹生产能力的两家地方军工企业之一，是广东省唯一的军方订制产品制造商并且在国家第三次军工能力调整中被确定为保留军工能力的十四家地方军工企业之一。目前主要生产三种产品：**1 号产品、2 号产品和新 1 号产品。**
- **对子公司广东明华机械存续分立，将子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：**公司 2016 年 8 月同意将子公司广东明华机械有限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。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。**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。**

图表 32: 明华公司分立后结构图



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

3.3 设立专业防务研究院与防务装备公司, 深化军工布局

- 设立专业防务研究院与防务装备公司, 深化军工布局: 2017 年 1 月 7 日, 注册成立“北京宏大和创防务技术研究院有限公司”, 注册资本 2000 万元, 子公司明华机械占 40% 股份。2017 年 2 月 27 日, 注册成立“北京宏大天成防务装备科技有限公司”, 注册资本 5000 万元, 子公司明华机械占 40% 股份。我们认为, 专业装备公司和防务研究院的成立将为公司发展军工业务提供坚实的技术和平台后盾。

图表 33: 北京宏大天成防务装备科技有限公司

股东	出资比例	认缴出资(万元)
广东明华机械有限公司	40.00%	2,000
李军强	35.00%	1,750
邓晓雪	25.00%	1,250

来源: 国家企业信息信用信息公示系统, 中泰证券研究所

图表 34: 北京宏大和创防务技术研究院有限公司

股东	出资比例	认缴出资(万元)
王希政	55.00%	1,100
广东明华机械有限公司	40.00%	800
宋志东	5.00%	100

来源: 国家企业信息信用信息公示系统, 中泰证券研究所

3.4 积极切入航天动力, 转型升级高精尖军工步伐加快

- 公司参股湖南宏大日晟积极布局航天动力: 2017 年 4 月公司发布对外投资公告, 公司拟通过货币资金增资方式参股湖南日晟航天动力技术有限公司, 增资完成后占股 35%。参股宏大日晟的主要目的是参与航天动力技术的研究开发生产, 此举意在发挥自身军工资质优势同时完善公司发展战略。我们认为本次对外投资标志着在军工上的又一次积极布局与拓展。通过本次与宏大日晟的合作, 公司将参与航天动力技术的研究开发与生产工作, 这是公司军品业务转型升级高精尖的重要规划之一。

- **广东省国防科技工业军民融合协会筹备成立，宏大爆破争做排头兵：**根据广东省军民融合发展战略，为了充分发挥政府引导和市场机制的作用，广东省筹备成立广东省国防科技工业军民融合协会。协会将以大力推进民参军、军转民和军民资源共享，促进国防工业与民用工业的融合发展为宗旨，在政府与企事业单位间起桥梁和纽带作用，同时加强与国内外同行的联系，积极为会员提供服务，并最大限度实现民为军用。在广州“2017 国际金融峰会”中，宏大爆破董事长表示：广东很有可能成为中国南方高端制造，航天科技崛起的新一面红旗，这个方面以火箭、卫星和大推力的发动机等相关的技术将落户广东，宏大愿意作为引领者、参与者。我们认为宏大爆破转型升级军工态度坚定，军工业务有望成为公司发展的新动力。
- **广东首支军民融合发展千亿基金落户南沙，宏大爆破有望占据地理优势：**军民融合发展基金是贯彻落实军民深度融合国家战略，按照国资委中央企业创新发展基金系的建设部署，2016 年 9 月由航天投资控股有限公司代表中国航天科技集团公司联合中国核工业集团、中国核工业建设集团、中国船舶工业集团、中国船舶重工集团、中国兵器工业集团、中国兵器装备集团、中国机械工业集团的投资平台公司，以及中国人保集团、广东粤财、兴业银行、中信银行、中信证券等龙头金融机构发起设立，基金首期规模 302 亿元人民币，项目储备预计投资额超过 1000 亿元。基金的宗旨是筹集支持军工产业“十三五”重大战略任务实施和产业发展的资金，全面支撑各军工集团军民融合发展、资产证券化和国际化。基金的投资方向是军工企事业单位改制、军工装备、军工资产证券化、军民融合技术，以及军工国企改革。宏大爆破作为广东省唯一的军方订制产品制造商并且在国家第三次军工能力调整中被确定为保留军工能力的十四家地方军工企业之一，有望充分享受政策的红利。

4. 盈利预测与估值

4.1 主营业务盈利预测与关键假设

- **矿山服务业务：**根据公司 2017 年 4 月公告，公司炸药产能将从 20.2 万吨增加至 25.6 万吨，增加 26.73%，公司目前产能利用率维持在 85% 以上，受行业景气度触底并初步回升影响，其中露天矿山开采 16 年开始回归增长态势达 17.69%，地下矿山开采仍然处于底部徘徊状态。根据 16 年爆破技术子行业实现营收增长 6.41%，考虑到公司产能提升和产能利用率水平较高，叠加行业景气度提升，以及公司新增并购公司发展良好，我们给予公司露天矿山开采 30% 的增速，地下矿山开采 5% 的行业增速。考虑到 16 年新华都部分并表因素，17 年实际增速 23%，名义增速为 45%。18-19 年考虑公司产能较为稳定，给予 15%，10% 的行业增速。
- **民爆器材：**经历了近年的触底徘徊，我们预计民爆器材市场将实现初步的小额增长，给予公司民爆器材 17 年 5% 的行业增长空间，18-19 年随着公司市占率的提高，给予 8%，10% 的增长空间。
- **防务装备：**公司目前防务装备整体业务量较小，但作为广东省唯一的军方订制产品制造商，市场占有率以及产销率较高，公司谋划将军工产业作为公司第三大主业，随着中国国防现代化建设提速，军民融合以及武器出口步伐加快，我们看好公司未来的军工发展布局和规划，预计防务

装备板块 17-19 年将维持 50% 的高增长。

4.2 毛利率水平预测与关键假设

- **矿山服务产业：**公司矿山服务业毛利率近年持续下降 16 年末尾 14%，考虑到行业景气度初度，我们预计 17-19 年毛利率将会小幅提升回复 15 年水平维持在 18.5%-19.5%
- **民爆器材：**公司民爆器材产品毛利率持续提升，16 年末为 34.2%，随着行业景气度回升以及公司市占率提高，公司毛利有望进一步提升，我们预测 17-19 年维持在 36%-39%
- **防务装备：**公司 16 年新增防务装备，毛利率为 29.27%，公司目前正积极布局航天动力技术，收购湖南宏大日晟。我们预计公司未来军工发展格局会进一步提升，公司防务装备毛利率将进一步增加，17-19 年维持在 30%-33%。

图表 35：分业务盈利预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	3,399.49	3,005.38	3,212.13	4,190.59	4,797.58	5,333.65
yoy	15.08%	-11.59%	6.88%	30.46%	14.48%	11.17%
营业成本	2,607.94	2,347.33	2,598.91	3,268.41	3,708.82	4,086.99
毛利率	23.28%	21.90%	19.09%	22.01%	22.69%	23.37%
矿山服务业务						
收入	2304.16	2129.13	2288.88	3318.88	3816.71	4198.38
yoy	-	-7.6%	7.5%	45.0%	15.0%	10.0%
成本	1817.52	1727.36	1968.44	2,704.88	3,091.53	3,379.69
毛利率	21.12%	18.87%	14.00%	18.50%	19.00%	19.50%
民爆器材						
收入	742.12	766.6	740.82	777.86	840.09	924.10
yoy	-	3.3%	-3.4%	5.00%	8.00%	10.00%
成本	534.77	537.46	487.46	497.83	520.86	563.70
毛利率	27.94%	29.89%	34.20%	36.00%	38.00%	39.00%
军工装备						
收入			62.57	93.86	140.78	211.17
yoy				50.00%	50.00%	50.00%
成本				65.70	96.44	143.60
毛利率			29.27%	30.00%	31.50%	32.00%

来源：中泰证券研究所

4.3 绝对估值

- 绝对估值关键假设如下：
 - 1) 永续增长率为 3%；
 - 2) 无风险利率参考短期国债收益率、央行 2 周逆回购、SHIBOR 数据；
 - 3) β 值采用申万电网自动化行业调整后去杠杆 β ：0.74（最近 2 年，标的指数沪深 300）作为公司无杠杆 β 的近似值；
 - 4) 资本结构采用自身公司带息债务和权益市值的资本结构；

- 5) 公司无长期负债，债务成本选用央行最新短期贷款基准利率 4.35%
 6) 有效税率：15%（高新技术企业享受 15% 的优惠税率）

图表 36: FCFF 绝对估值假设条件

预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.12%
市场组合报酬率 Rm	9.17%
无杠杆 β	0.74
有杠杆 β	0.79
债务资本比重 Wd	7.63%
债务资本成本 Kd	4.35%
有效税率 Tx	15.00%
股权资本成本 Ke	7.89%
无杠杆成本 Ku	7.60%
WACC	7.57%

来源：中泰证券研究所

图表 37: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万)
核心企业价值	5607.41
净债务价值	1114.05
股票价值	4493.36
每股价值	6.41 元/股

来源：中泰证券研究所

图表 38: FCFF 敏感性分析

	6.07%	6.57%	7.07%	7.57%	8.07%	8.57%	9.07%
1.5%	7.16	6.22	5.46	4.82	4.28	3.82	3.43
2.0%	8.03	6.90	5.99	5.25	4.64	4.12	3.67
2.5%	9.14	7.74	6.65	5.77	5.06	4.46	3.96
3.0%	10.61	8.81	7.46	6.41	5.56	4.87	4.29
3.5%	12.66	10.24	8.50	7.19	6.17	5.35	4.69
4.0%	15.70	12.23	9.88	8.20	6.93	5.95	5.16
4.5%	20.68	15.17	11.80	9.54	7.91	6.69	5.73

来源：中泰证券研究所

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约为 6.41 元。由于绝对估值对各加权平均资本和永续增长率的敏感性太大，估值结果易受主观影响。为了提高估值结果的客观性，我们采取相对估值法的估值结果。

4.4 相对估值

- 根据上述假定，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.34/0.41/0.49 元。对应目前动态 PE 为 26 倍、21 倍、18 倍。我们对公司分业务进行估值（参考公司的 EPS 和 PE 均来自 WIND 一致预测）

1) 公司矿服和民爆业务：我们选择有民爆业务以及类似矿山服务或者化工原料的上市公司进行比较：宏大爆破为国内矿山服务行业龙头，盈利水平较好，市长占有率高技术实力较强，我们根据 17 年的平均数，给予公司矿山服务 17 年平均值 37 倍估值。预计 17 年矿山服务业务净利润 2.15 亿，对应 EPS 为 0.3065，对应板块股价为 11.34。

图表 39：矿山服务产业链可比公司估值情况

公司	股票代码	最新价			EPS			PE		
		2017/8/23	2015A	2016A	2017E	2015A	2016A	2017E		
雅化集团	002497.SZ	14.10	0.12	0.14	0.48	70.79	49.21	20		
兴化股份	002109.SZ	7.84	-0.38	0.04	0.23	-19	-50	41		
高争民爆	002827.SZ	24.95	0.48	0.80	0.59	NA	52	49		
雷鸣科化	600985.SH	12.36	0.44	0.34	0.59	47	29	23		
久联发展	002037.SZ	14.51	0.25	0.19	0.24	55	462	53		
平均值								37		
中位数								41		

来源：wind, 中泰证券研究所

2) 军工装备业务：在申万行业分类国防军工、航空航天等制造业上市公司中我们选取了与公司传统业务以及航天业务相同或类似的 3 家上市公司作为可比公司。宏大爆破为全国保留手榴弹生产能力的两家地方军工企业之一，是广东省唯一的军方订制产品制造商并且在国家第三次军工能力调整中被确定为保留军工能力的十四家地方军工企业之一，技术实力较强，我们根据 17 年的平均数，给予公司军工产品 17 年 54 倍估值。预计 17 年高端装备净利润 2000 万左右，对应 EPS 为 0.0285，对应板块股价 1.54 元。

图表 40：军工装备可比公司估值情况

公司	股票代码	最新价			EPS			PE		
		2017/8/23	2015A	2016A	2017E	2015A	2016A	2017E		
内蒙一机	600967.SH	14.1	-0.07	0.32	0.36	-257.78	22.49	36		
高德红外	002414.SZ	18.19	0.11	0.12	0.23	309	216	58		
精准信息	300099.SZ	8.38	0.11	0.05	0.13	253.56	190.8	68		
平均值								54		
中位数								58		

来源：wind, 中泰证券研究所

- 通过分业务测算，我们估算公司 17 年对应市值为 91 亿元，其中矿服产业链业务板块市值 80 亿，军工业务板块市值 11 亿，当前股本 7.01 亿股，对应股价为 12.88 元，相当于约 38 倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- **军工业务发展不及预期：**公司致力于将军工板块打造成公司的第三大业务板块，但目前的军工业务量尚小，产品品种单一，有待进一步拓展和升级，且军品研发过程缓慢，公司谋求军品转型升级存在一定的不确定

因素。

- **宏观经济持续低迷，民爆行业景气度持续下降：**公司主业矿山服务业务和民爆器材生产都属于国民经济的基础行业，受宏观经济影响较大，将承受经济周期下行带来的经营压力。
- **公司外延整合并购不及预期：**公司近几年持续在行业低谷期进行产业链整合和外延并购，先后收购了涟邵建工和新华都工程的股权，收购内蒙古生力民爆的事项也在进行当中，若整合并购进展不及预期，也会对公司业绩产生影响。

图表 41：宏大爆破盈利预测

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3212.13	4190.59	4797.58	5333.65	净利润	67.48	253.30	307.83	374.03
营业成本	2598.91	3268.41	3708.82	4086.99	折旧与摊销	139.26	90.56	90.56	90.56
营业税金及附加	32.71	42.67	48.85	54.31	财务费用	56.03	68.97	72.71	78.08
销售费用	39.77	50.66	58.21	64.86	资产减值损失	26.85	30.00	30.00	30.00
管理费用	393.28	460.70	549.07	616.60	经营营运资本变动	-39.43	-18.56	-402.27	-318.51
财务费用	56.03	68.97	72.71	78.08	其他	-354.24	-29.85	-30.03	-30.01
资产减值损失	26.85	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	-104.06	394.42	68.80	224.16
投资收益	4.47	0.00	0.00	0.00	资本支出	-909.91	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	951.37	-55.92	-55.81	-55.83
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	41.47	-95.92	-95.81	-95.83
营业利润	69.05	269.19	329.91	402.81	短期借款	-112.00	-8.00	224.67	79.30
其他非经营损益	5.03	8.91	8.06	7.84	长期借款	614.97	0.00	0.00	0.00
利润总额	74.08	278.10	337.97	410.64	股权融资	792.42	0.00	0.00	0.00
所得税	6.61	24.80	30.14	36.62	支付股利	-30.49	-18.83	-70.70	-85.92
净利润	67.48	253.30	307.83	374.03	其他	-1041.22	-107.09	-35.92	-41.29
少数股东损益	4.84	18.19	22.10	26.86	筹资活动现金流净额	223.67	-133.92	118.05	-47.92
归属母公司股东净利润	62.63	235.11	285.73	347.17	现金流量净额	161.08	164.59	91.05	80.41
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	464.00	628.59	719.64	800.05	成长能力				
应收和预付款项	1907.43	2020.26	2446.86	2794.69	销售收入增长率	6.88%	30.46%	14.48%	11.17%
存货	955.32	1201.28	1363.21	1502.24	营业利润增长率	-48.65%	289.83%	22.56%	22.10%
其他流动资产	107.12	139.75	159.99	177.87	净利润增长率	-48.15%	275.39%	21.53%	21.50%
长期股权投资	10.83	10.83	10.83	10.83	EBITDA 增长率	-10.07%	62.18%	15.04%	15.87%
投资性房地产	3.12	3.20	3.18	3.18	获利能力				
固定资产和在建工程	1074.24	1036.15	998.06	959.97	毛利率	19.09%	22.01%	22.69%	23.37%
无形资产和开发支出	981.34	970.55	959.77	948.99	三费率	15.23%	13.85%	14.17%	14.24%
其他非流动资产	116.47	170.61	224.75	278.89	净利率	2.10%	6.04%	6.42%	7.01%
资产总计	5619.86	6181.22	6886.29	7476.70	ROE	2.18%	7.64%	8.67%	9.74%
短期借款	519.00	511.00	735.68	814.97	ROA	1.20%	4.10%	4.47%	5.00%
应付和预收款项	1033.81	1363.08	1540.77	1702.28	ROIC	2.99%	7.12%	8.02%	8.88%
长期借款	710.40	710.40	710.40	710.40	EBITDA/销售收入	8.23%	10.23%	10.28%	10.71%
其他负债	261.93	282.11	347.68	409.17	营运能力				
负债合计	2525.14	2866.59	3334.53	3636.83	总资产周转率	0.65	0.71	0.73	0.74
股本	701.49	701.49	701.49	701.49	固定资产周转率	3.60	4.14	5.14	6.24
资本公积	1589.07	1589.07	1589.07	1589.07	应收账款周转率	2.73	3.41	3.47	3.25
留存收益	564.69	780.97	996.00	1257.25	存货周转率	2.98	3.03	2.89	2.85
归属母公司股东权益	2869.81	3071.53	3286.55	3547.81	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	243.11	265.21	292.06	资本结构				
股东权益合计	3094.72	3314.63	3551.76	3839.87	资产负债率	44.93%	46.38%	48.42%	48.64%
负债和股东权益合计	5619.86	6181.22	6886.29	7476.70	带息债务/总负债	48.69%	42.61%	43.37%	41.94%
					流动比率	1.93	1.91	1.86	1.89
					速动比率	1.39	1.34	1.32	1.35
					股利支付率	48.69%	8.01%	24.74%	24.75%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	264.34	428.72	493.19	571.46	每股收益	0.09	0.34	0.41	0.49
PE	101.92	27.15	22.34	18.39	每股净资产	4.41	4.73	5.06	5.47
PB	2.06	1.93	1.80	1.66	每股经营现金	-0.15	0.56	0.10	0.32
PS	1.99	1.52	1.33	1.20	每股股利	0.04	0.03	0.10	0.12
EV/EBITDA	26.86	15.89	13.97	11.96					
股息率	0.48%	0.30%	1.11%	1.35%					

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。