

宏大爆破 (002683)

公司研究/动态报告

投资 13 亿，打造体制外首家导弹总体单位

动态研究报告/国防军工行业

2018 年 08 月 06 日

报告摘要:

● 老牌军工企业，十四家保军企业之一

公司为全国保留手榴弹生产能力的两家地方军工企业之一，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。

● 完善军工布局，推进军工业务发展

拆分明华公司，打造宏达爆破军工品牌。2016 年 8 月 5 日，公司将明华机械的军品业务和民品业务分拆，实现民爆与军品的专业化管理，提高企业经济效益。**参股设立三家军工公司，扩展军品领域。**2017 年初，公司注册成立“北京宏达和创防务技术研究院有限公司”和“北京宏达天成防务装备科技有限公司”。4 月，公司以自有资金 5000 万元参股湖南宏达大日晟航天动力技术有限公司，占股 35%，切入航天动力技术。

● 有望成为首家体制外导弹总体企业

HD-1 项目持续推进。政策方面，2018 年 5 月 9 日，公司收到了广东省人民政府转发的国防科工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。**项目进度方面**，2018 年 5 月 31 日，HD-1 项目已完成了三级动力地面点火试验，试验获得成功。**项目支持方面**，公司引入了战略投资者德擎颐康，欲借助战略投资者在相关领域的经验和资源推动主营业务发展。另外，公司分别出资设立了宏达防务基金以及德擎恒达投资合伙企业，利用合作方在投融资方面的经验与资源优势，拓宽公司的资金来源，进行产业投资，提升公司的核心竞争力和影响力。**项目收益率高达 21%，战略转型首选项目。**HD-1 项目是一个完整的武器系统，包括车载基本型、机载型和舰载型三大系列，是本公司战略转型的首选项目。该项目的投资总额约为 13.2822 亿元，预计内部收益率为 21.19%（含建设期）。若项目成功，公司有望成为国内首家民口主导的大型高尖端武器系统总体企业。

● 盈利预测与投资建议

公司逐步完善军工业务布局，推进 HD-1 项目，我们看好公司军品业务长期发展。预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.30、0.50 和 0.85 元，对应 PE 为 27X、16X 和 10X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示：1、HD-1 项目进展不及预期；2、项目收益率不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,985	4,647	5,732	7,429
增长率（%）	24.1%	16.6%	23.3%	29.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	163	208	354	593
增长率（%）	159.7%	28.0%	69.9%	67.9%
每股收益（元）	0.23	0.30	0.50	0.85
PE（现价）	35.2	27.3	16.1	9.6
PB	1.9	1.8	1.7	1.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

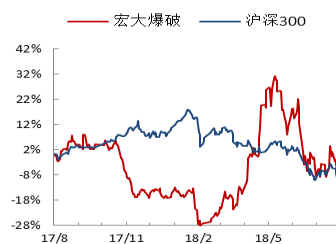
首次评级

当前价格：8.10 元

交易数据 2018-08-03

收盘价（元）	8.10
近 12 个月最高/最低（元）	11.51/6.35
总股本（百万股）	701.49
流通股本（百万股）	595.83
流通股比例（%）	85%
总市值（亿元）	56.82
流通市值（亿元）	48.26

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陈龙

执业证号：S0100517060002

电话：(010)85127513

邮箱：chenlong_yjy@mszq.com

分析师：王一川

执业证号：S0100518020001

电话：(010)85127528

邮箱：wangyichuan@mszq.com

相关研究

目录

一、老牌军工民企，十四家保军企业之一.....	3
二、完善军工布局，推进军工业务发展.....	3
（一）拆分明华公司，打造宏大爆破军工品牌.....	3
（二）参股设立三家军工公司，扩展军品领域.....	3
三、有望成为首家体制外导弹总体企业.....	4
（一）投资 13 亿，扎实推进 HD-1 项目扩产.....	4
（二）有望成为国内首家民口导弹总体单位.....	4
四、风险提示.....	5
插图目录.....	7
表格目录.....	7

一、老牌军工民企，十四家保军企业之一

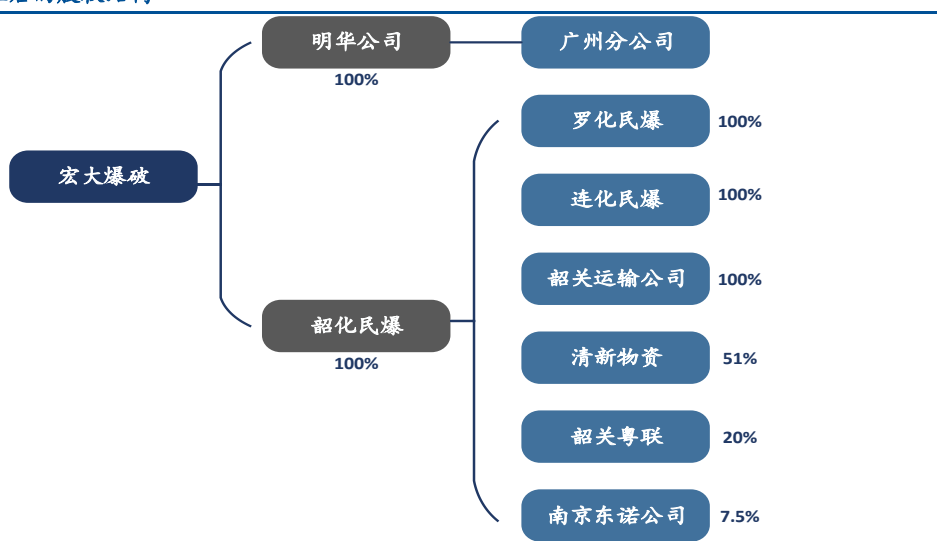
公司军品业务始于上个世纪 50 年代末。在与军方长达半个世纪的定向定点合作中，研发投产过多种型号的陆军弹药和工兵器材。目前，公司是全国保留手榴弹生产能力的两家地方军工企业之一，在国家第三次军工能力调整中被确定为保留军工能力的十四家地方军工企业之一。目前主要生产三种产品：1 号产品、2 号产品和新 1 号产品。

二、完善军工布局，推进军工业务发展

（一）拆分明华公司，打造宏达爆破军工品牌

明华公司存续分立，军民业务专业化管理。广东明华机械有限公司于 2010 年 3 月成为公司的全资子公司，其下设韶关分公司、罗定分公司、连南分公司、广州分公司 4 个分公司。其业务主要由军品和民品两个板块组成，是地方军工企业，也是国家定点民爆器材生产企业。2016 年 8 月 5 日，为了更好的发展公司军品业务，构建公司第三大业务板块，公司将明华机械的军品业务和民品业务分拆，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，同时实现民爆扁平化管理，提高企业的经济效益。

图 1：分立后的股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）参股设立三家军工公司，扩展军品领域

设立防务研究院和防务装备公司。2017 年 1 月 7 日，公司注册成立“北京宏达和创防务技术研究院有限公司”，注册资本 2000 万元，明华机械参股 40%，为第二大股东。2017 年 2 月 27 日，公司继续注册成立“北京宏达天成防务装备科技有限公司”，注册资本 5000 万元，明华机械参股 40%，为第一大股东。

参股宏大日晟，切入航天动力技术。2017 年 4 月 20 日，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（下称“宏大日晟”），占股 35%。通过与宏大日晟的合作，公司参与到航天动力技术的研究与生产，这是公司军品业务转型升级的重要规划之一。

表 1: 战略布局军工板块

时间	事件
2016.8.5	公司将明华机械的军品业务和民品业务分拆, 实现民爆与军品各自的专业化管理。
2017.1.7	公司注册成立北京宏达和创防务技术研究院有限公司, 占股 40%
2017.2.27	公司继续注册成立北京宏达天成防务装备科技有限公司, 占股 40%
2017.4.20	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, 占股 35%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

三、有望成为首家体制外导弹总体企业

(一) 投资 13 亿, 扎实推进 HD-1 项目扩产

公司积极响应国家强军强国战略, 子公司明华机械在原有的军工资质基础上, 拟发展高端军工装备制造业务, 研制某外贸型导弹武器系统 (下称“HD-1 项目”)。

HD-1 项目持续推进。政策方面, 2018 年 5 月 9 日, 公司收到了广东省人民政府转发的国防科工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。**项目进度方面**, 2018 年 5 月 31 日, HD-1 项目已完成了三级动力 (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。**项目支持方面**, 首先, 2018 年 6 月 27 日, 公司引入了战略投资者德擎颐康, 欲借助战略投资者在相关领域的经验和资源推动主营业务发展, 推动 HD-1 项目的实施, 落实宏大爆破发展军工板块的战略规划。另外, 2018 年 6 月 19 日和 6 月 27 日, 公司分别出资设立了宏达防务基金以及德擎恒达投资合伙企业。未来, 公司将充分利用合作方在投融资方面的经验与资源优势, 拓宽公司的资金来源。同时有效地促进公司利用自身优势进行产业投资, 通过整合各方资源助力公司战略板块的发展, 拓展公司的盈利空间, 提升公司的核心竞争力和影响力。

表 2: HD-1 项目持续推进

时间	事件
2018.5.9	公司收到国防科工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
2018.5.31	HD-1 项目已完成了三级动力的地面点火试验, 试验获得成功
2018.6.19	出资 1000 万元, 设立宏达防务 (广州) 产业投资基金管理有限公司
2018.6.27	引进战略投资者德擎颐康, 明华公司变为控股公司; 出资 29950 万元, 成为德擎恒达的有限合伙人
2018.8.5	HD-1 项目预计总投资超 13 亿元, 内部收益率 21.19%, 静态回收期 6.42 年

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(二) 有望成为国内首家民口导弹总体单位

收益率超 21%。HD-1 项目是一个完整的武器系统, 包括车载基本型、机载型和舰载型三大系列。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。项目技术含量高、附加值高、产值规模大，是本公司战略转型的首选项目。该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。若项目成功，公司有望成为国内首家民口主导的大型高尖端武器系统总体企业，公司的企业形象、品牌价值将得到极大的提升。

四、风险提示

- 1、HD-1 项目进展不及预期；
- 2、项目收益率不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	3,985	4,647	5,732	7,429
营业成本	3,146	3,685	4,455	5,597
营业税金及附加	22	46	49	63
销售费用	62	65	82	107
管理费用	398	508	621	796
EBIT	358	343	526	866
财务费用	73	27	55	63
资产减值损失	84	49	11	18
投资收益	8	6	6	6
营业利润	220	274	466	792
营业外收支	1	10	10	10
利润总额	221	278	469	795
所得税	40	39	68	119
净利润	181	239	400	676
归属于母公司净利润	163	208	354	593
EBITDA	535	518	718	1,076

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	577	413	532	717
应收账款及票据	2086	2290	2845	3666
预付款项	36	44	54	67
存货	606	915	1106	1389
其他流动资产	267	267	267	267
流动资产合计	3703	4041	4941	6282
长期股权投资	40	40	40	40
固定资产	1083	1199	1321	1425
无形资产	182	178	174	169
非流动资产合计	2635	2222	2222	2117
资产合计	6338	6263	7163	8399
短期借款	814	521	761	901
应付账款及票据	960	1153	1395	1753
其他流动负债	52	48	48	48
流动负债合计	2464	2194	2763	3394
长期借款	562	579	579	579
其他长期负债	35	43	43	43
非流动负债合计	596	622	622	622
负债合计	3060	2817	3386	4016
股本	701	701	701	701
少数股东权益	282	313	360	442
股东权益合计	3278	3447	3777	4382
负债和股东权益合计	6338	6263	7163	8399

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	24.1%	16.6%	23.3%	29.6%
EBIT 增长率	142.5%	-3.9%	53.0%	64.8%
净利润增长率	159.7%	28.0%	69.9%	67.9%
盈利能力				
毛利率	21.1%	20.7%	22.3%	24.7%
净利润率	4.1%	4.5%	6.2%	8.0%
总资产收益率 ROA	2.6%	3.3%	4.9%	7.1%
净资产收益率 ROE	5.4%	6.6%	10.3%	15.1%
偿债能力				
流动比率	1.5	1.8	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.4	1.4	1.4
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2
资产负债率	0.5	0.4	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	128.0	128.0	128.0	128.0
存货周转天数	90.6	90.6	90.6	90.6
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.2	0.3	0.5	0.8
每股净资产	4.3	4.5	4.9	5.6
每股经营现金流	0.6	0.4	0.3	0.4
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	35.2	27.3	16.1	9.6
PB	1.9	1.8	1.7	1.4
EV/EBITDA	12.7	12.3	9.0	6.0
股息收益率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	181	239	400	676
折旧和摊销	261	223	204	228
营运资金变动	(88)	(305)	(463)	(684)
经营活动现金流	397	282	188	275
资本开支	220	(138)	189	103
投资	(262)	0	0	0
投资活动现金流	(549)	143	(183)	(96)
股权募资	9	0	0	0
债务募资	287	(267)	0	0
筹资活动现金流	174	(590)	114	6
现金净流量	22	(164)	119	185

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：分立后的股权结构	3
--------------------	---

表格目录

表 1：战略布局军工板块	4
表 2：HD-1 项目持续推进	4

分析师简介

陈 龙，军工组组长，军事科学院军队组织编制学博士、国防科学技术大学军事通信学硕士，从军14年，历任排长、连长、作训参谋、研究助理，2015年4月加盟民生证券研究院，从事军工行业研究。

王一川，军工行业分析师，美国福特汉姆大学金融学硕士，1年股权投资工作经验，2015年加盟民生证券研究院，从事军工行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。