

订单落地尚可期，长期看好的军工潜力股

买入 (维持)

——宏大爆破 (002683) 深度报告

2021年11月05日

报告关键要素:

基于长达两年对宏大爆破的持续跟踪,我们在本文中对近一年多时间里公司股价及估值呈现的“倒V”走势进行了复盘,提出了与现阶段市场主流态度相反的观点,并对市场较为关注的公司军工板块未来发展进行了进一步解析。

市场态度: HD-1、JK-1 相继取得出口资质至今已两年有余,从期间公司发布军贸项目进展公告所引起的股价及估值波动方向转变来看,市场对于公司军贸产品订单落地的预期已从2020年8月以前的“乐观看好”转变为如今的“半信半疑”。叠加海砂项目终止合作加剧信任危机、市场投资风向转变导致机构资金流出等利空因素,公司股价及估值水平已较去年同期出现断崖式下滑。

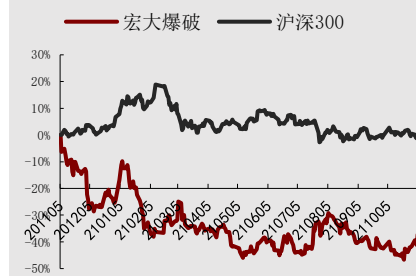
我们的相反观点: 尽管周期较长,我们依然对公司军贸订单落地持抱有信心。重大军贸交易对买卖双方而言,均需经过复杂冗长的审批流程,部分环节甚至可能长达3-6个月。况且公司军贸产品现阶段于市场而言仍属于新产品,验证周期较成熟产品更长合乎情理。公司取得军贸产品出口资质至今期间,有长达一年的时间受疫情影响零海外军团到访国内,严重拖长了目标客户进行实地考察的周期,属不可抗力。如今两军贸项目开展的各项试验均顺利通过,正通过军贸公司洽谈订单,军贸业务即将进入收获期。市场心态的前后转变导致公司股价过度波动,现已进入低估状态,预计未来随着军贸订单落地,公司有望实现业绩和估值的戴维斯双击。

我们看好公司未来发展的几点原因: 1. 从基本盘来看,公司各项传统主营业务边际向好; 2. 政策利好下“十四五”期间持续加大武器装备投入是我国的必然发展趋势,公司传统防务装备业务未来几年维持高增长的确定性较强; 3. 公司配备资深研发团队和销售团队,在研军贸产品对标同类产品其性能优、性价比高、未来需求广,在国际局势不明朗的当下订单落地只是时间问题; 4. 高管仅用5天时间便达成了“自掏腰包”增持目标,充分彰显了管理层对公司未来发展的信心; 5. 公司股价及估

基础数据

总股本(百万股)	749.41
流通A股(百万股)	644.53
收盘价(元)	29.62
总市值(亿元)	221.98
流通A股市值(亿元)	190.91

个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

H1 业绩基本符合预期, 军贸业务顺利推进
高管增持彰显信心, 看好公司未来发展
三大业务板块齐头并进, Q1 业绩同比改善显著

分析师:

黄侃

执业证书编号: S0270520070001

电话: 02036653064

邮箱: huangkan@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6394.86	8334.06	9555.88	10909.41
增长比率(%)	8	30	15	14
净利润(百万元)	403.76	519.11	650.57	810.89
增长比率(%)	32	29	25	25
每股收益(元)	0.54	0.69	0.87	1.08
市盈率(倍)	52.40	42.76	34.12	27.37
市净率(倍)	4.20	3.83	3.44	3.06

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

值已下滑至低估区间，继续下探的空间有限，但一旦军贸业务订单落地或取得其他实质性进展，公司仍有可观的上行空间。

盈利预测与投资建议：预计 2021-2023 年公司实现营业收入 83.34/95.56/109.09 亿元，实现归母净利润 5.19/6.51/8.11 亿元，对应的 EPS 为 0.69/0.87/1.08 元/股，对应的 PE 为 42.76/34.12/27.37 倍（对应 11 月 4 日收盘价 29.62 元）。考虑到公司现已进入低估区间，我们维持“买入”评级。

风险因素：军贸订单落地时间不及预期风险；军工属性导致的信息不对称风险；JK 无人机系列产品研发进度、订单落地周期不及预期风险；矿服民爆板块业绩增长不及预期风险。

正文目录

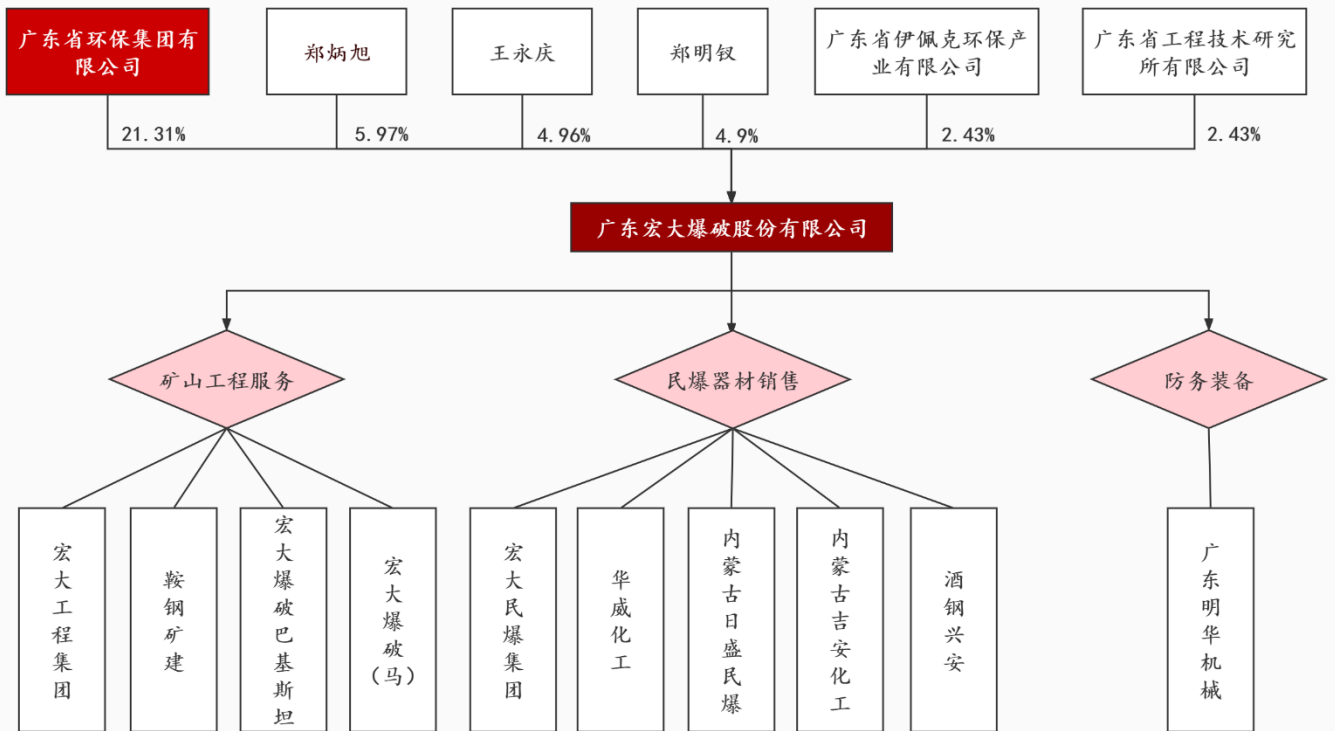
1 公司近期经营情况复盘.....	4
1.1 公司股权结构及经营结构变化.....	4
1.2 公司近期财务情况更新.....	5
2 公司近期股价波动情况复盘.....	8
2.1 军贸项目订单市场预期态度变化.....	8
2.2 市场投资风向影响个股走势.....	11
2.3 海砂合作项目终止加剧信任危机.....	12
3 公司防务装备板块发展潜力解析.....	13
3.1 军强则国强，强化武装力量势在必行.....	13
3.2 作战体系现代化，无人机产品发展空间广阔.....	16
4 市场估值分析.....	18
5 盈利预测.....	18
6 风险提示.....	20
图表 1: 宏大爆破主要股东及各业务板块主要子公司（持股比例数据截至 2021 年三季报）.....	4
图表 2: 公司 2017-2021Q3 营收及盈利情况.....	6
图表 3: 公司 2017-2021Q3 销售毛/净利率及加权平均 ROE.....	6
图表 4: 公司 2017-2021H1 分板块营收情况（亿元）.....	6
图表 5: 公司 2019（内圈）、2021H1（外圈）各主营板块毛利（亿元）.....	6
图表 6: 公司三费率（%）.....	6
图表 7: 公司研发费用（亿元）及研发费用率（%）.....	6
图表 8: 公司存货/应收账款/流动资产周转率.....	7
图表 9: 公司现金流情况（亿元）.....	7
图表 10: 公司股价/上证指数/军工指数收盘价走势与股价波动催化因素总结.....	8
图表 11: 公司与所属军工/民爆板块算数平均市盈率变化趋势对比.....	9
图表 12: 我国军贸产品出口报批流程.....	10
图表 13: HD-1 与布拉莫斯性能指标对比.....	10
图表 14: 2019、2020 年股票型基金持仓行业分布变化（中信二级行业）.....	11
图表 15: 公司股票基金持股数量（万股，左轴）及半年环比变化率（%，右轴）.....	12
图表 16: 各国军费支出占 GDP 比重（%）.....	13
图表 17: 世界主要地区及国家军费支出变化（亿美元）.....	13
图表 18: 2013-2021 年我国国防支出（亿元，左轴）及同比增速（%，右轴）.....	14
图表 19: 2012-2017 年我国国防支出结构变化.....	14
图表 20: 公司防务装备板块营收（亿元，左轴）及增速（%，右轴）.....	14
图表 21: 2016-2020 年中国主要军品出口国家（TIV 指数）.....	15
图表 22: HD-1 示意图.....	16
图表 23: 单兵作战小型导弹示意图.....	16
图表 24: 全球无人机市场规模（亿美元）.....	17
图表 25: 2008-2018 年全球军用无人机销量前三国家（架）.....	17
图表 26: 无人机挂飞导弹示意图.....	17
图表 27: 可比公司估值（截至 2021-11-03）.....	18
图表 28: 公司未来 3 年营收预测.....	19

1 公司近期经营情况复盘

1.1 公司股权结构及经营结构变化

从股权结构来看，截至2021年三季报，宏大爆破实际控制人为广东省环保集团有限公司，直接及间接合计持有公司26.17%股权，公司董事长郑炳旭、副董事长王永庆、董事郑明钊分别持有公司5.97%、4.96%和4.90%股权。公司董事会与高管结构及主要股东结构自2020年初至今尚未发生重大变化。

图表1: 宏大爆破主要股东及各业务板块主要子公司 (持股比例数据截至2021年三季报)



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

从经营结构来看，近年公司积极整合并推进矿山工程服务、民爆器材销售和防务装备三大主营业务板块协同发展。其中矿服、民爆板块现主打通过集团式管理强化品牌效应，进而稳固提升现有领军地位；防务装备板块依托明华公司海内外双向发展谋求战略转型升级。

1. 矿服板块: 矿山工程服务业务是公司目前的主要营收来源，根据矿山开采方式不同可划分为露天矿山开采和地下矿山开采两大类。其中露天开采矿种涉及煤矿、多金属矿、铁矿、石灰石矿等，地下开采矿种涉及有色金属矿、煤矿、铁矿等。随着矿山工程服务行业集中度提升，公司现在板块内主打大项目、大客户、大投入业务模式，已与紫金矿业、鞍钢集团、广晟有色等业内知名企业形成长期合作关系。目前公司国内服务范围几乎遍布全国，同时向海外延伸到了塞尔维亚、巴基斯坦、马来西亚等国家及地区。为提升品牌影响力，公司于2020年对旗下矿山工程服务子公司进行了整合，将其股权注入至宏大工程集团工程集团合署办公已进入平稳运行状态。此外，公司2020年下半年通过非公开发行股票募资17.68亿元，以助于矿服板块更好地发展，同时也成功释放了部分流动资金和银行贷款以反哺另外两主营板块。

2. 民爆板块: 民爆器材销售业务同样是公司传统主营业务之一,也是目前公司毛利率最高的业务板块。民爆行业基于经营牌照以及区域性运输的限制,属于高壁垒行业。公司现阶段主要通过业内收/并购巩固并提升公司在民爆领域的领先地位。一方面,公司已完成广东省内同业整合,并正逐步将旗下所持有的从事民爆器材生产、民爆器材销售相关业务的企业股权注入至宏大民爆集团,以进行集团化管理。另一方面,为进入拓展全国其他地区民爆市场,公司2020年至今先后收购了内蒙古日盛民爆、内蒙古吉安化工和甘肃酒钢兴安民爆三家公司51%、46.17%、51%的股权。**完成三次收购后,公司目前在证炸药产能合计达到46.2万吨,跃居全国第二,产能覆盖华南、华北、东北、西北等多个区域,其中主要产能分布在广东和内蒙古,广东地区在证产能13.4万吨,内蒙古地区在证产能14.9万吨。多点收购炸药产能开拓其他地区市场的同时也有助于公司后续进一步在新业务区域拓展矿服民爆一体化服务,提升矿服板块业绩。**

3. 防务装备板块: 随着国防军工改革深化的推进,公司近年将防务装备板块作为战略转型重点板块,由子公司明华公司主要负责开展,国内市场、国际市场同时布局。其中,国内市场主要销售传统弹药产品、智能弹药产品、单兵智能装备等传统防务装备产品,近年公司防务装备板块营收均来自于国内业务,且**大额订单量增幅明显,2017年以来板块业绩连续四年实现宽幅增长。**海外市场方面,公司主推HD-1和JK两系列军贸产品。现HD-1、JK-1已获批出口立项,且陆基HD-1已完成定型工作,JK系列另一款无人机产品也已成功通过挂飞试验。现军贸业务各项后续工作正顺利推进中,公司正通过军贸公司洽谈合作订单,目前尚未产生实际收益。**预计后续公司军贸业务将逐步进入收获期,届时防务装备板块将成为公司主要业绩增长点。**

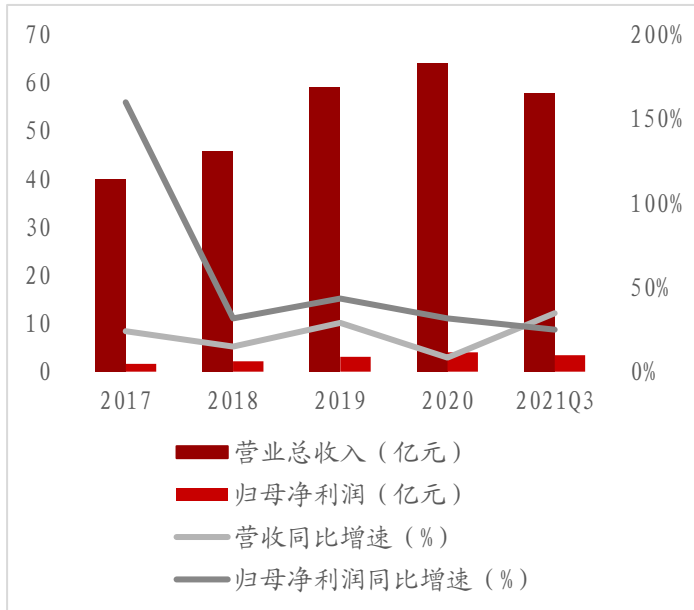
1.2 公司近期财务情况更新

基于以上三大主营业务板块的顺利推进,2020年公司实现营业收入63.95亿元,同比增长8.34%,实现归母净利润4.04亿元,同比增长31.61%,加权平均ROE为10.90%,同比上涨2.68pct。分板块来看,2020年矿山开采、民爆器材销售和防务装备分别实现营收45.14亿元、12.98亿元和5.13亿元,分别同比增长5.12%、9.72%和72.15%,即使在上半年受疫情影响制造业大范围停工停产的背景下,公司全年各主营板块业绩均实现同比正向增长。

2021年,随着国内疫情的显著缓解,公司经营业绩进一步增长,前三季度实现营业收入57.86亿元,同比增长34.65%,实现归母净利润3.39亿元,同比增长24.91%,销售毛利率和销售净利率分别为20%和8.26%,2021年前三季度销售毛利率水平略有下滑的主要原因在于:1.受有色金属等矿产品周期性上扬等利好因素提振,下游对公司采矿业务需求增长,因此2021年以来公司矿服板块业绩同比增长显著,但矿服板块毛利率相对较低,其营收占比提升一定程度上导致了公司整体盈利水平的下滑;2.民爆板块炸药等产品的主要原材料硝酸铵价格在2021年前三季度较2020年同期显著增长,但公司由于公司民爆产品已与下游客户签订长协订单,产品未能及时提价,导致2021年前三季度民爆板块盈利能力有所削减。

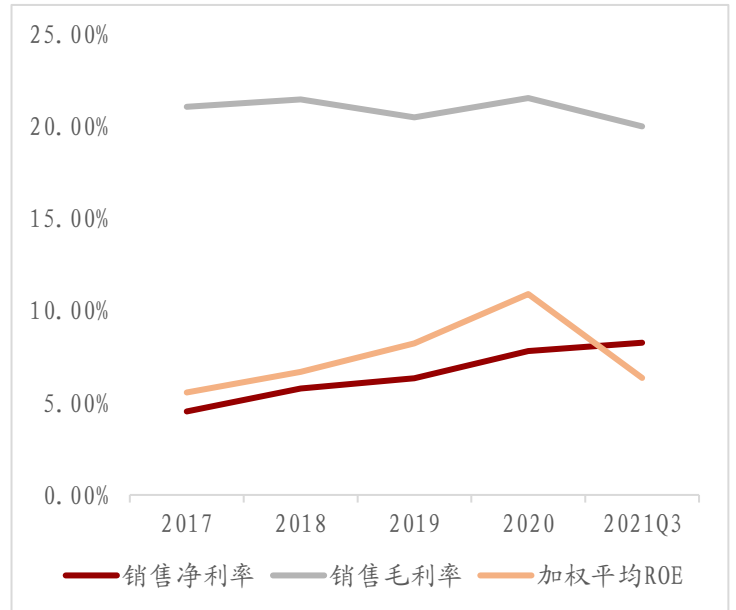
预计随着2021年四季度至2022年年初期间民爆产品陆续涨价,2022年起公司民爆板块盈利能力将显著提升,另外考虑到过去十几年间民爆产品价格鲜少出现大幅调整的特性,我们认为本次提价后公司民爆板块所达到的盈利水平有**望撬爆**板块作为公司主要收入和盈利来源之一,其盈利能力改善将对公司综合业绩起到明显提振作用。

图表2: 公司2017-2021Q3营收及盈利情况



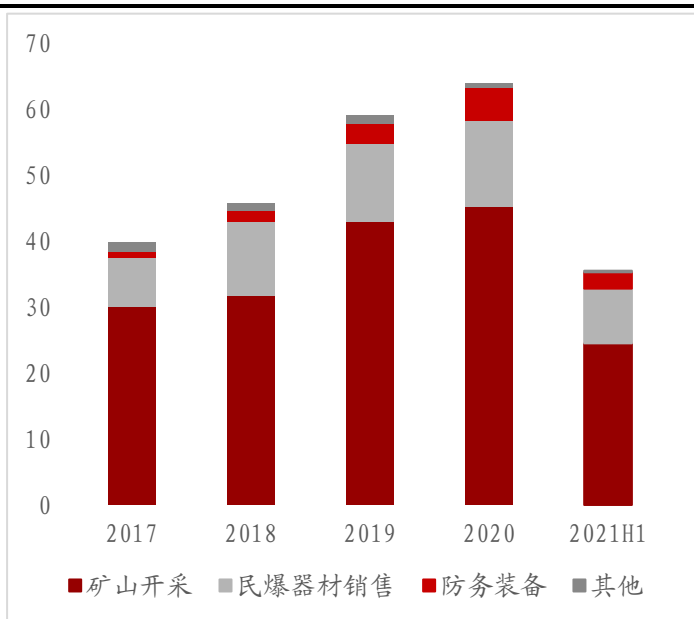
资料来源: WIND、万联证券研究所

图表3: 公司2017-2021Q3销售毛/净利率及加权平均ROE



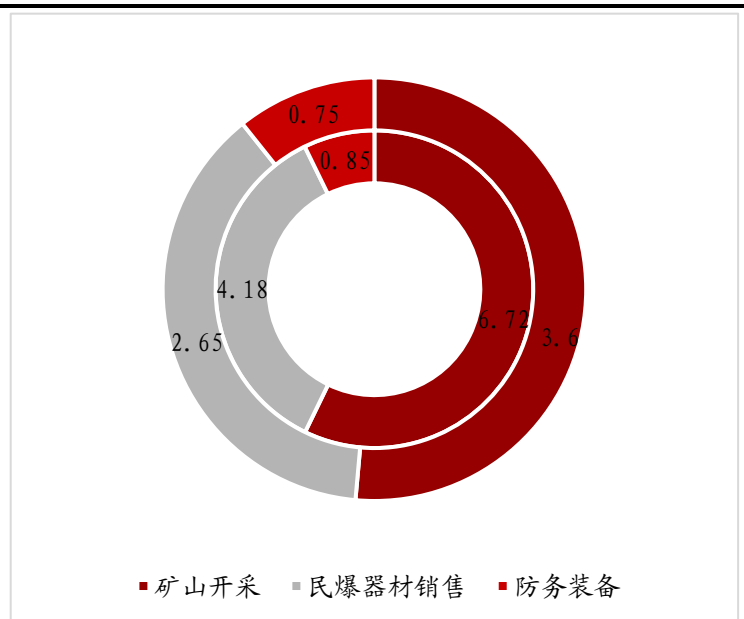
资料来源: WIND、万联证券研究所

图表4: 公司2017-2021H1分板块营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表5: 公司2019 (内圈)、2021H1 (外圈) 各主营板块毛利 (亿元)

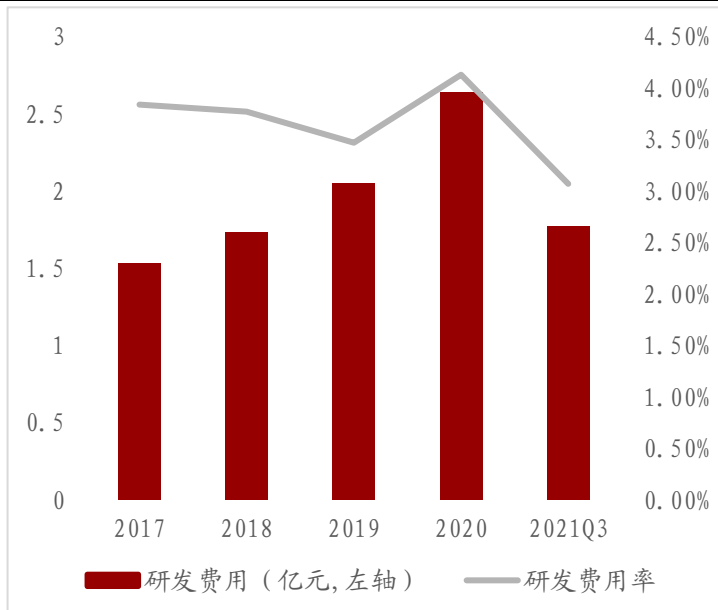
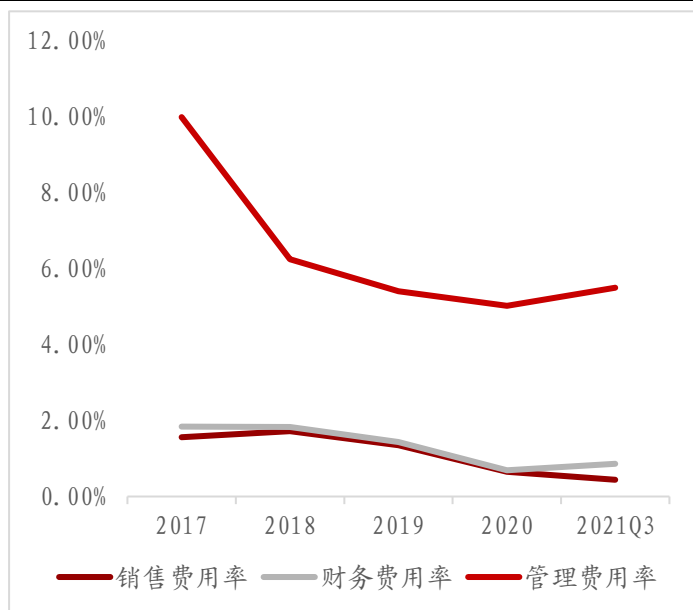


资料来源: WIND、万联证券研究所

费用率: 三费率管控合理, 军工业务研发投入高增长。随着公司强化集团式管理, 公司费用率整体呈下调趋势, 2021年前三季度公司销售费用率、财务费用率和管理费用率分别为0.44%、0.86%和5.50%。研发费用方面则随着公司对军工板块的投入力度加大持续维持高位, 2020年公司研发费用2.64亿元, 同比增加29.03%; 研发费用率4.13%, 同比增长0.66pct。2021年前三季度公司研发费用为1.77亿元, 研发费用率为3.07%。

图表6: 公司三费率 (%)

图表7: 研发费用 (亿元) 及研发费用率 (%)



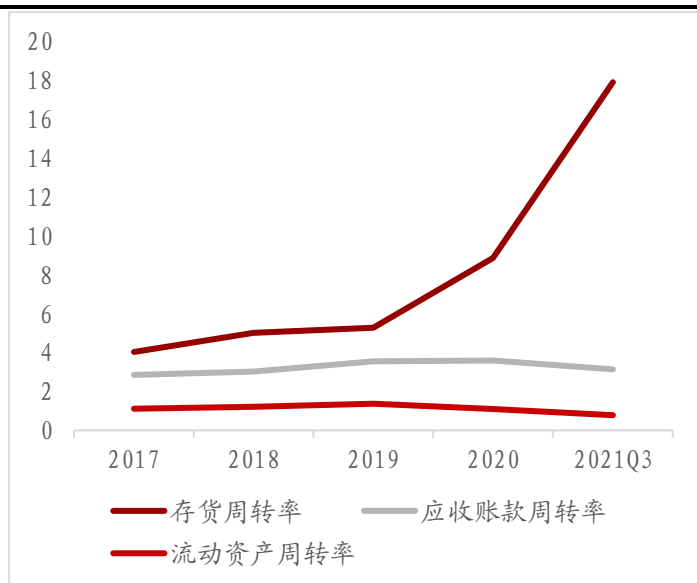
资料来源: WIND、万联证券研究所

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

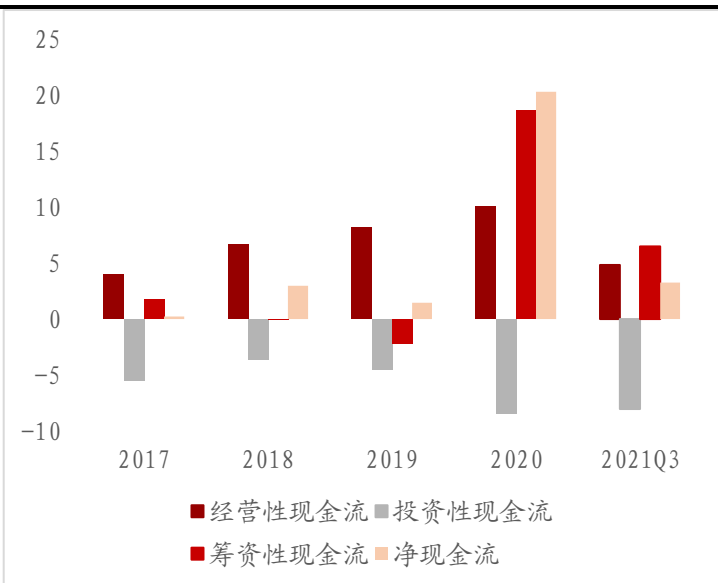
营运能力: 2021年前三季度, 公司存货周转率、应收账款周转率和流动资产周转率分别为17.9、3.13和0.78次, 存货周转率提升显著, 应收账款周转率及流动资产周转率水平维持在小范围内波动。回款能力及流动资产利用情况保持良好, 销货能力同比提升显著, 说明公司营运能力在2020-2021年期间稳中向好。

现金流情况: 公司自2017年以来保持经营性现金流和净现金流净流入状态, 且经营性现金流净流入数额逐年增长, 因此公司能够常年保持现金流充足, 进而为公司长期稳健发展提供坚实保障。2020年, 公司经营性现金净流入10.08亿元, 净现金流入20.30亿元。净现金流入额宽幅同比增长主要系公司年内通过非公开发行股票募集了17.68亿元, 全年筹资性现金流净流入18.65亿元。2021年前三季度公司净现金流入3.25亿元。

图表8: 公司存货/应收账款/流动资产周转率



图表9: 公司现金流情况 (亿元)



资料来源: WIND、万联证券研究所

资料来源: WIND、万联证券研究所

注: 净现金流量=经营性现金流净额+投资性现金流净额+筹资性现金流净额 (净流出即负值)

2 公司近期股价波动情况复盘

从上述管理层结构、各主营业务进展及各项财务指标表现综合来看，2020年至今公司基本面并未发生重大变化，且随着矿服、民爆业务同业整合工作以及防务装备板块战略转型的顺利推进，公司综合竞争实力有逐步提升的趋势。但公司股价却自2020年初至今走出了三倍上涨至高点后腰斩式下滑的倒“V”型走势。为探其究竟，我们对2020年以来公司股价波动及其催化因素进行了剖析，并从三个角度对公司股价下滑进行了总结：1. 市场最关注的军贸订单一年多未见兑付市场信心发生转变；2. 2020年下半年市场其他板块行情表现较好导致机构资金流出；3. 海砂项目终止合作加剧信任危机。下面我们将对以上三点进行展开说明。

图表10: 公司股价/上证指数/军工指数收盘价走势与股价波动催化因素总结



资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

2.1 军贸项目订单市场预期态度变化

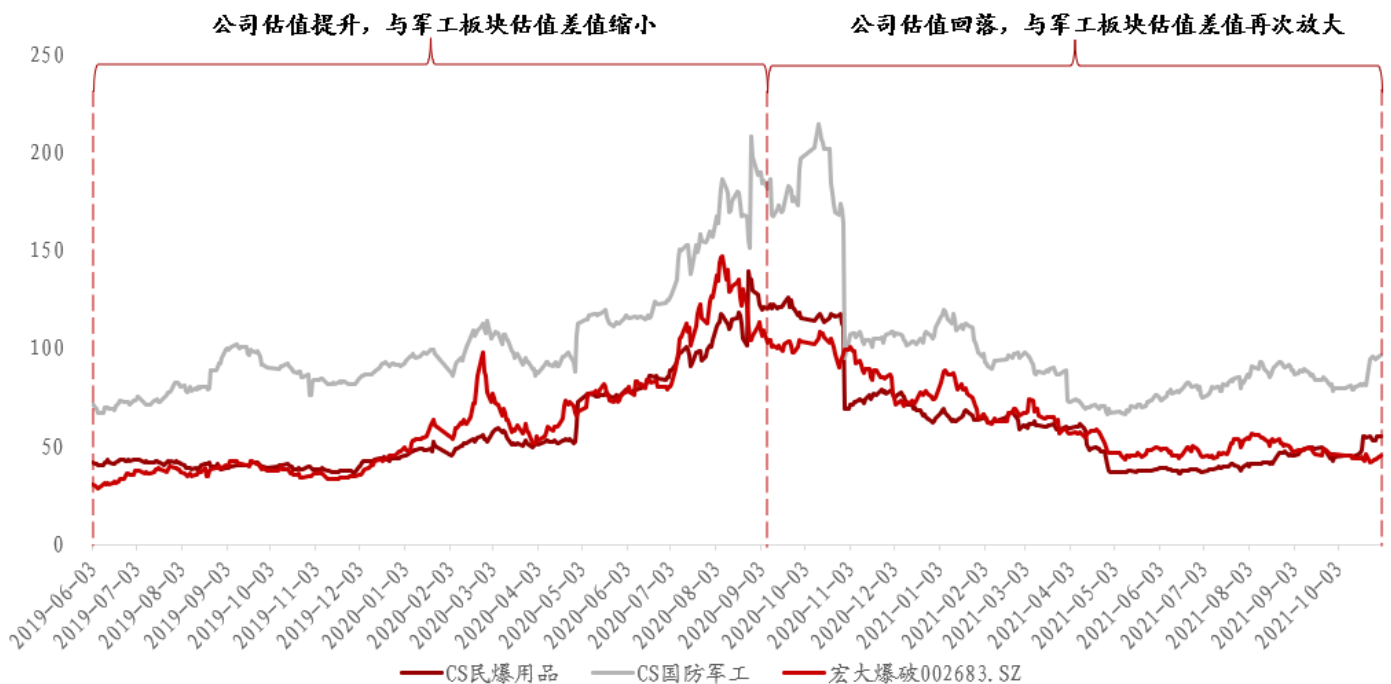
HD-1和JK系列两军贸项目是公司近年防务装备板块战略转型的重要看点，其研发、销售等各环节的成败很大程度上决定了市场对于公司未来发展空间及军工属性的认可度。因此我们认为，近期市场对于公司两款军贸产品订单的预期态度变化，是决定股价走势的关键因素之一。结合公司股价波动程度回顾两款军贸产品进展时间线可以看出，自公司公告HD-1产品取得有关部门出口立项批复至今已两年有余，在此期间公司两军贸项目进展相关的公告所引起的市场反响出现了明显的转变，我们将其归结为从“乐观看好”到“半信半疑”的转变。

“乐观看好”拉高估值阶段：自2019年7月HD-1取得出口立项批复起，公司公告HD-1和JK项目进展的频率明显提高，市场对于公司军贸业务进展的关注度开始提高，公司

股价由此进入上行通道。并于2020年2季度国内疫情得到控制后进入加速上涨趋势。截至2020年8月7日，公司收盘价65.30元，较2019年同期上涨470%，较2020年初上涨236%。此时公司PE（TTM）为147.44倍，实现了2019年下半年以来第二次显著偏离民爆用品板块估值水平，并明显与国防军工板块算数平均PE（TTM）水平。在军贸产品进入收获期之前市场便给予宏大爆破较同业更高的估值，充分说明了在此期间市场对于公司军贸订单落地及后续业绩增长是持有乐观预期的。

“半信半疑”估值回落阶段：2020年8月24日晚，公司公告称HD-1飞行试验取得成功。此时公司股价及估值已开始进入下行区间，该公告的发布并未对这一下行趋势起到提振作用。公司股价反而在8月25日、26日接连大幅下跌，两日跌幅达14.42%。随后2020年12月下旬和2021年1月中旬，公司相继发布的三个HD-1、JK系列产品进展公告也均非订单落地。时至今日，HD-1取得出口资质已有两年，JK-1取得出口资质也已二十个月，市场期待的军贸订单迟迟未见落地，公司对外给出的回答始终是通过军贸公司进行订单洽谈中，基于保密规定再无更多细节披露。这之中诸多不确定性因素以及信息不对称或多或少导致了投资者对于公司军贸订单落地的担忧随时间推移而加剧。公司估值也在此期间持续回落。截至2021年11月1日，公司收盘价和PE（TTM）为28.58元和45.43倍，分别较2020年8月7日最高点回落了56.23%和69.19%。现公司估值已严重偏离国防军工板块个股加权平均估值水平，说明市场对于公司军工属性的认可度较去年同期明显降低。

图表11：公司与所属军工/民爆板块算数平均市盈率变化趋势对比



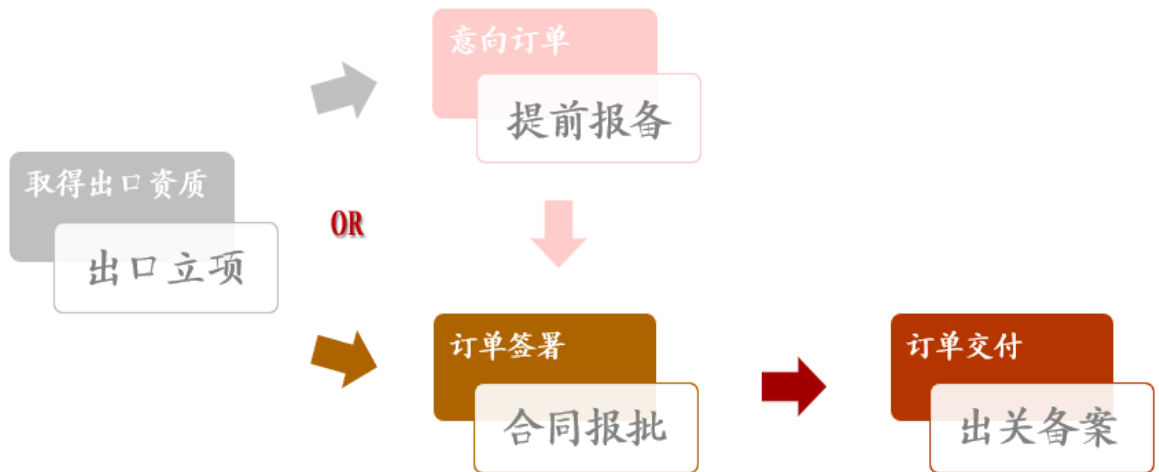
资料来源：WIND、万联证券研究所

注：民爆、军工板块市盈率为PE（TTM，算数平均）= \sum (成份股市盈率PE-TTM) / N，N为参与计算的成份股个数，AB股共存时剔除B股

对此我们与市场主流态度持有相反观点。尽管周期较长，我们仍对公司军贸订单落地持抱有信心。经过长达两年多的持续跟踪我们了解到，公司主打的两款军贸产品均为导弹产品，属于重要军事装备，本就具有前期研发投入大、验证周期长等特性，取得出口资质也并不代表该产品可以马上投放市场进行销售。事实上，一款军贸产品取得出口资质后，不仅仍需要对其各项性能进行多次测试，在订单真正完成之前还需要经过多层报批。其通常流程是：1.取得出口资质后，通过军贸公司与目标客户取得联系

进行订单洽谈；→2.客户有意向签订订单时，提前上报给有关部门或直接在签署订单时将合同上报给有关部门，这一过程中出口方通常会选择在取得意向订单时提前上报，以降低在签署订单后上报审批流程中的不确定性；→3.在订单准备交付时，出口方还需提前上报海关进行备案。只有以上所有环节均通过了审批，才意味着出口方完成了一次军贸出口，而其中部分环节从上报到审批通过甚至需要长达3-6个月的时间。对于采购方而言，采购导弹等重要军事装备所需金额巨大，需由国家军团出面实际到访装备卖方进行击打性能验证后，方能决定是否有意向进行采购，并向国家上报采购计划及军费预算。因此对于采购方而言，这也是一个复杂且冗长的过程。

图表12: 我国军贸产品出口报批流程



资料来源：万联证券研究所整理

对标印俄联制的布拉莫斯巡航导弹，双方1998年便达成了联合研制协议，2001年进行了首款布拉莫斯测试，随后2004年经过十次飞行试验后才进行全面投产，2007年印度陆军才开始订购布拉莫斯用于装备部队，从开始研制到投入使用前后共计经过了近十年时间。公司2016年开始投入军贸产品研发，至今不过五年时间。且HD-1和JK-1如今对于市场而言仍是新产品，其作战性能除飞行试验外尚未经过实际验证，作为新产品验证周期较成熟产品更长合情合理。从其较布拉莫斯对标更优异的参数指标来看，即便是未来进行客户验证亦或是实战演练，HD-1的实力都经得起考验。

图表13: HD-1与布拉莫斯性能指标对比

	HD-1	布拉莫斯
弹径	375mm	670mm
战斗部	400KG	300KG (空射型250KG)
巡航速度	2.2-3.5ma	2.5-2.8ma
射程	290KM	290KM
动力系统	固体冲压	液体冲压
备战时间	5分钟	三天

资料来源：珠海航展HD-1参数展示、百度百科、万联证券研究所整理

另一方面，公司产品取得出口资质后不久便有新冠疫情在全球大范围爆发，多国采取封闭式管理措施，国际航班大面积停飞，因此2020年全年我国未曾有海外军团到访。对于公司而言，便意味着意向客户对产品进行实地考察的进度被严重放慢，进而拉长了公司订单落地的周期。因此公司军贸订单迟迟未见落地，并不代表产品本身性能不过硬，而是遭遇了诸多不可控因素所致。

由于保密规定公司对军贸产品信息披露较少，造成市场在公司取得出口资质初期对于军贸订单落地预期过于乐观，催化了公司股价超前上涨。后续随着这一周期的拉长，市场对公司军贸订单落地的情绪由过度乐观转变为过度质疑，同时由于过度关注军贸产品进展而忽略了公司基本面边际改善的趋势，进而导致了公司股价及估值下跌过度。

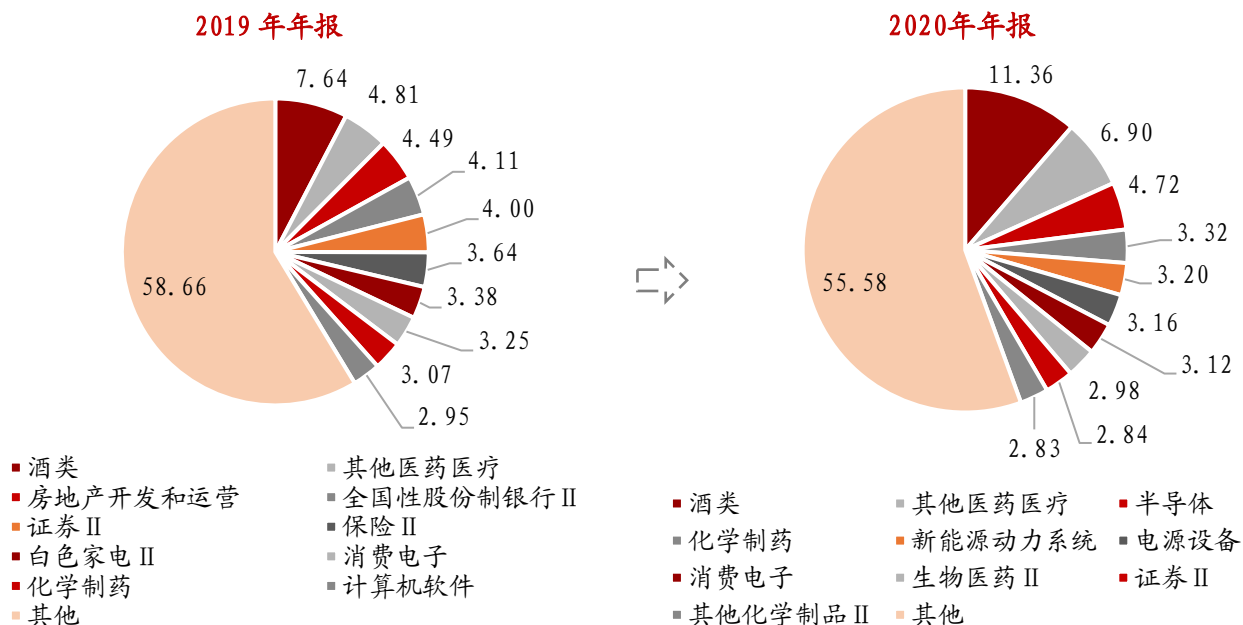
现新冠疫苗已开始大面积普及，海外疫情也多已进入拐点，公司现正通过军贸公司积极与目标客户洽谈订单事宜。我们认为公司现订单落地在即，公司估值也将随订单落地回归其应有的水平。

2.2 市场投资风向影响个股走势

公司股价与军工指数呈现高度的正相关性，且公司具备更高弹性。由以上图表10-图表11来看，公司股价和估值波动方向与大盘及国防军工板块基本一致，但由于公司动态近两年持续受到市场关注，因此其波动幅度较市场平均幅度更显著。结合市场情绪变化复盘公司股票走势可以看出，2020年2-4月公司股价在达到第一个小高峰后回落的主要催化因素是新冠疫情爆发，市场情绪悲观化，大盘整体走弱，上证指数收盘价一度2020年初的3085点下跌至2020年3月23日的2660点。2020年2季度起，国内疫情得到有效控制，市场情绪转变大盘回升，同时期间受国际形势影响军工迎来一波上涨行情，国防军工指数收盘价由2020年4月1日1016点，上涨至2020年8月7日的1700点。尽管公司在中信所属板块并非国防军工，但基于彼时市场对于公司军贸订单的乐观预期，公司股价及估值呈现出了与国防军工指数同向上涨且涨势更为迅猛的表现，并同样于2020年8月7日达到近年以来的至高点。此后2021年初至今公司股价波动方向也与国防军工指数基本一致。但由于市场对于公司军贸订单落地预期的态度已发生转变，因此从估值层面来看，公司目前估值回撤幅度远大于国防军工板块平均水平，这也是市场情绪被放大的表现之一。

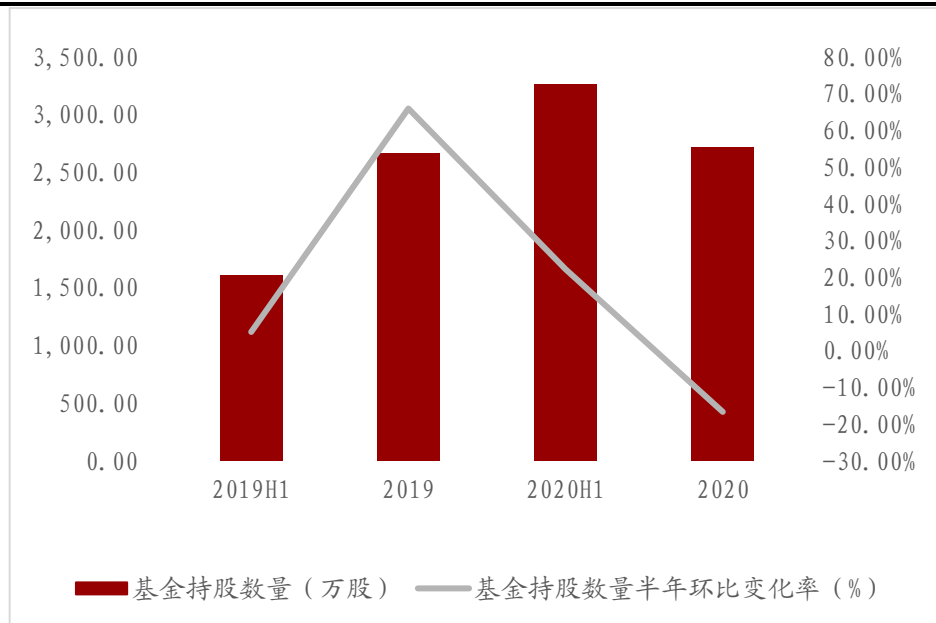
资金“抱团”出走，基金持股数量明显下跌。2020年下半年起，随着疫情的缓解以及新周期的起始，以基金等机构投资者为首的市场投资风向发生了明显的转变。从投资行业来看，机构投资者开始更多地转向医疗、新能源等符合当下大环境趋势的行业或板块。从投资个股来看，大量资金涌入各行业龙头企业，在此期间宏大爆破不可避免地出现了机构资金流出的现象，2020年公司基金持股数量出现了明显下滑，环比2020年中下降16.7%。机构资金的“出走”一定程度加速了公司股价和估值的回落。

图表14: 2019、2020年股票型基金持仓行业分布变化（中信二级行业）



资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表15: 公司股票基金持股数量(万股, 左轴)及半年环比变化率(% , 右轴)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

2.3 海砂合作项目终止加剧信任危机

斥“巨资”联合经营海砂项目，盈利空间十分可观。2020年7月28日晚，公司发布关于全资子公司关联交易的公告称，公司子公司宏大工程集团将与公司控股股东及实际控制人产业集团下属子公司产业环境合作开发珠海珠江口外伶仃东海域海砂项目，作为公司矿服板块产业链的延伸。公司将以自有资金出资不超过人民币20亿元。值得注意的是，根据公告显示，产业环境最终竞拍取得该项目经营开采权的成交额高达60余亿元，根据出资额比例计算，待项目取得收益集团将享有30%的收益权。此关联交易公告一经发布，7月29日公司股价当即上涨10%，可见市场对于产业环境不惜以如此高昂的成交额拿下海砂项目的解读是：该项目未来盈利空间较大，若未来项目实施顺利将使公司现金流及毛利率得到大幅提升。事实上海砂项目公告时公司

正处于定增阶段，据公司发布的投资者调研纪要显示，在此期间公司也确实曾明确对外表示了该项目具有可观的盈利空间。为此我们认为，海砂项目公布期间对公司起到了加速推高股价、吸引更多投资者参与定增等正向作用。

海砂合作戛然而止，业绩增长预期落空。2020年12月1日晚，公司公告称，公司将终止与广东省广业环境建设集团有限公司就珠海珠江口伶仃东海域海砂项目的所有合作。终止合作的原因是，公司与各合作方经多次探讨协商难以就海砂项目具体运营模式达成一致意见。此公告一经发布，次日公司股价由此下跌10%。另外，此终止合作公告发布时，市场对于公司军贸订单落地预期态度已开始转变，海砂项目的终止合作导致公司未来矿服板块业绩宽幅增长的预期落空，一定程度上加剧了市场对于公司的信任危机，进而导致公司股价及估值加速回落。

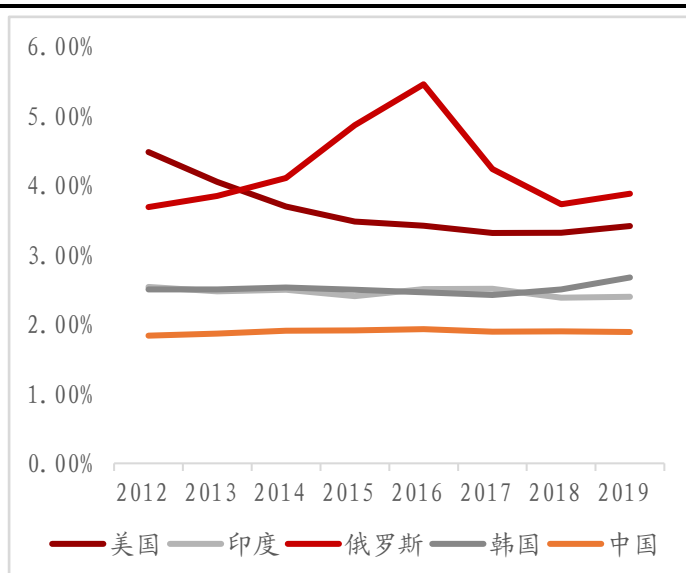
对此我们的看法是，海砂项目终止合作并非因其不能如预期般盈利，公司对外介绍海砂项目时所提及的盈利空间是真实存在的，项目合作终止也实非公司本意。海砂项目由母公司竞标所得，公司在此过程中更多的是由母公司统筹安排。截至项目终止合作公告发布，公司在海砂项目的投资金额仅400余万，海砂项目的终止也并未实际对公司业绩造成实质性的负面影响。

3 公司防务装备板块发展潜力解析

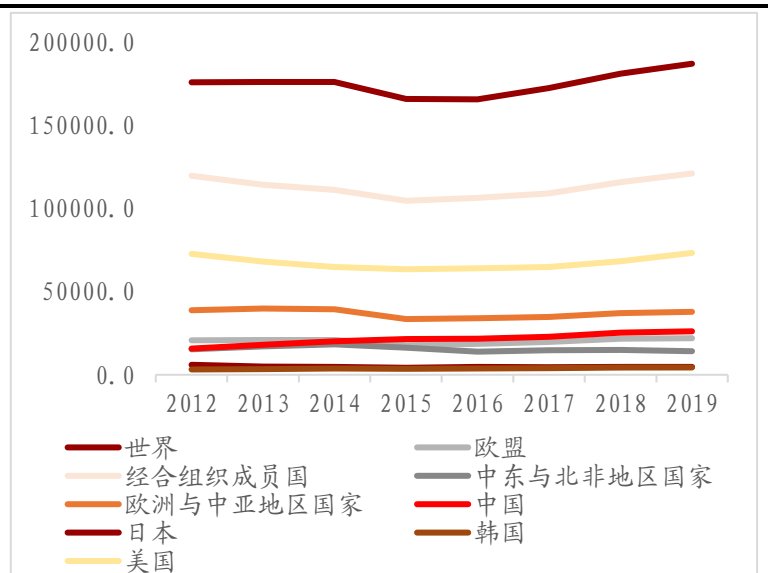
3.1 军强则国强，强化武装力量势在必行

军费支出增长是世界性趋势，我国军费支出占GDP比重仍有较大增长空间。如今我国已跻身世界大国行列，若要实现长久国家强盛国泰民安，强化军事力量是首要之义。2016年以来，世界各主要地区及国家军费支出持续增长，我国也并不例外，2020年我国国防支出12691.68亿元，同比增长6.68%。根据3月财政部发布的《关于2020年中央和地方预算执行情况与2021年中央和地方预算草案的报告》显示，2021年我国国防预算将同比增长6.8%，达到13553.43亿元。但从军费支出占GDP比重来看，我国历年军费支出占GDP比重均不足2%，与美国、俄罗斯等军事力量强劲的大国相比仍有较大差距，甚至较韩国、印度等邻国更低，由此来看我国军费支出及其占GDP比重后续仍有很大增长空间。

图表16: 各国军费支出占GDP比重 (%)



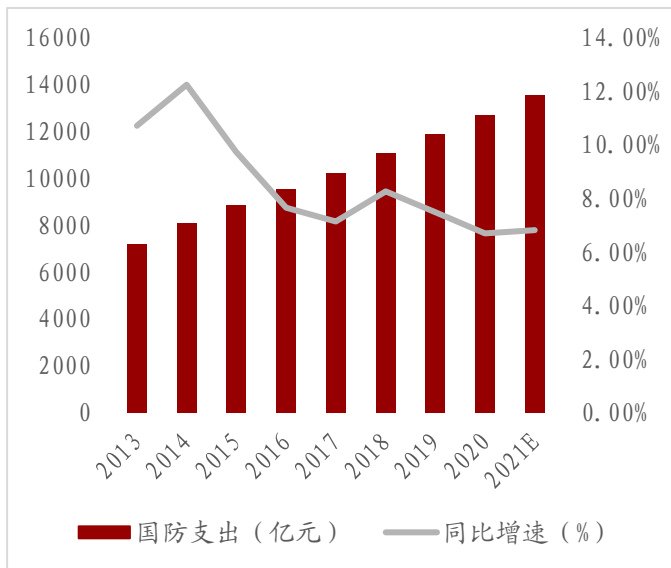
图表17: 世界主要地区及国家军费支出变化 (亿美元)



资料来源: WIND、万联证券研究所

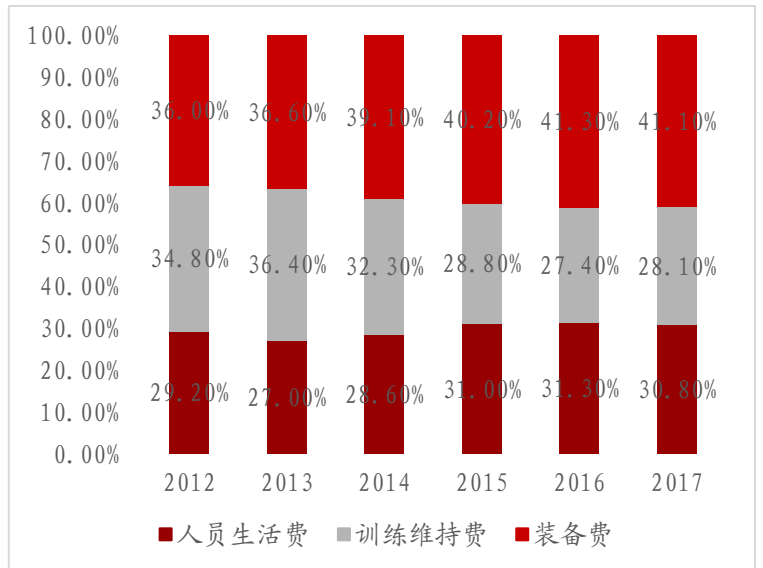
资料来源: WIND、万联证券研究所

图表18: 2013-2021年我国国防支出(亿元,左轴)及同比增速(% ,右轴)



资料来源: 财政部、万联证券研究所

图表19: 2012-2017年我国国防支出结构变化



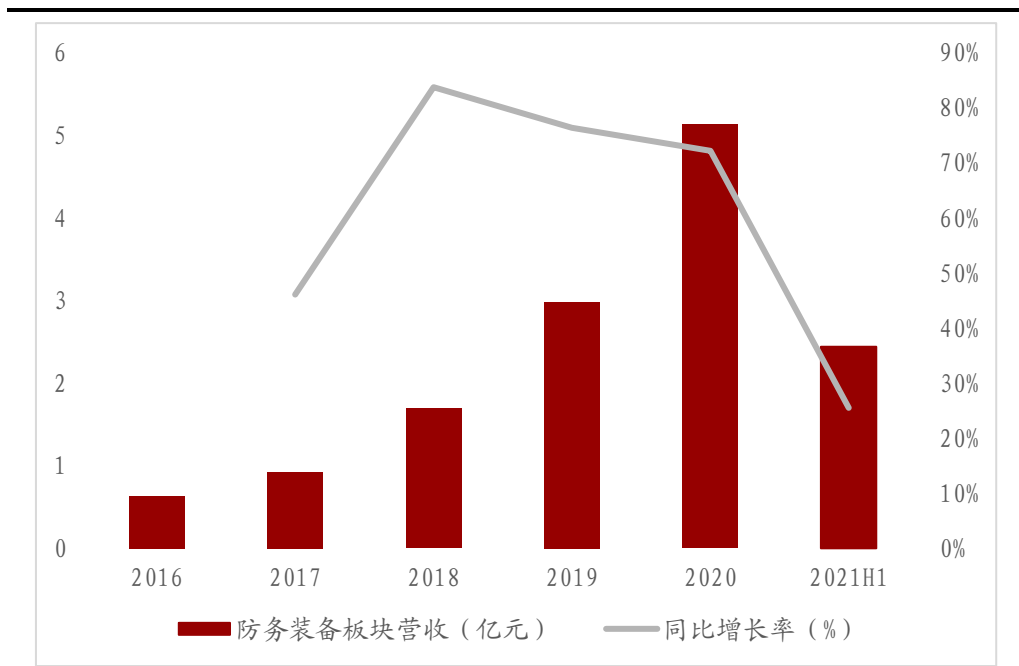
资料来源: 《新时代的中国国防》白皮书、万联证券研究所

完善优化武器装备体系结构,构建现代化武器装备体系是现阶段巩固强化我国国防力量的重要目标之一。根据2019年7月中国政府发表的《新时代的中国国防》白皮书显示,随着统筹推进各军兵种武器装备发展、加大淘汰老旧装备力度,我国国防支出结构正逐渐发生转变,2012年以来装备费在国防支出中的占比持续提升。2021年,我国正式进入“十四五”。为确保二零二七年实现建军百年奋斗目标,“十四五”阶段将是我国国防及军队建设的关键节点。在2021年3月发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中,明确提出了“十四五”期间要加强军事力量联合训练、加快武器装备现代化以及加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。因此我们认为“十四五”期间我国国防支出及装备费支出比例将持续处于上升趋势。

公司子公司明华公司是全国十四家地方重点保军企业之一,广东省唯一一家地方保军企业,是业界资质最健全、资质等级最高的省属军工企业之一,也是A股市场军工板块中的稀缺性标的,公司依托明华公司同时布局国内、国际两大市场。

传统防务装备业务: 目前公司防务装备板块主要营收来源为国内传统弹药产品、智能弹药产品、单兵智能装备等传统防务装备业务。随着国家装备费用支出比重的提升,公司防务装备板块业绩多年以来持续保持高增长。2020年板块实现营收5.13亿元,同比增长72.15%。2021年上半年板块实现营收2.44亿元,同比增长25.50%。基于我国“十四五”期间国防军工发展规划,我们认为未来公司传统防务装备业务业绩增速有望逐步企稳并维持,并为公司贡献稳定增长的现金流及毛利。

图表20: 公司防务装备板块营收(亿元,左轴)及增速(% ,右轴)

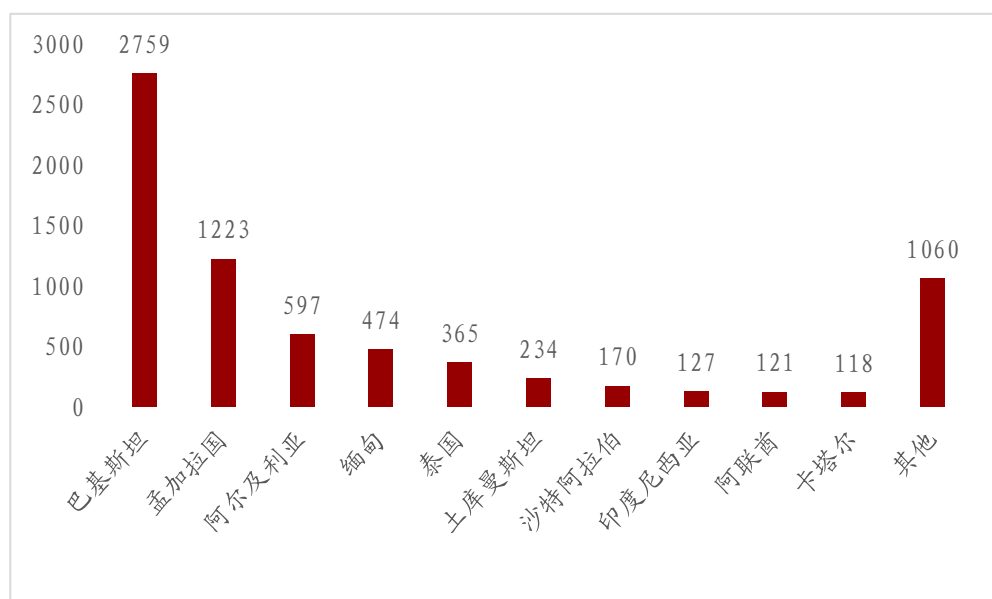


资料来源：公司公告、万联证券研究所

军贸业务：基于军费支出增长的世界性发展趋势，以及当下国际局势的不稳定性判断，即便目前尚未进入收获期，我们也仍然认为未来公司军贸业务的发展极具想象空间。

从我国军贸行业发展趋势层面来看：当下国际局势较为动荡，新冠疫情的出现一定程度上加剧了部分国家之间的矛盾冲突，以美国为首的西方国家正有意加大对发展中国家的制裁力度。为保护国土安全，强化武装力量是多数第三世界国家的必然选择。我国自鼓励军民融合发展以来，国防军工领域研发水平不断增进，武器装备生产技术实力持续升级，尤其在导弹等武器领域已达到世界领先水平。凭借突出的性价比优势，我国未来军贸出口空间有望实现加速增长。

图表21：2016-2020年中国主要军品出口国家（TIV指数）



资料来源：SIPRI、万联证券研究所

从公司自身层面来看：其一，公司军贸产品成功亮相的背后拥有资深科研团队，公司独立董事吴宝林先生曾任中国航天二院副院长、七院院长、四院院长等职务，多次深入参与红旗、东风等系列重点武器系统研制工作，公司整体研发实力不容小觑；其二，截至目前公司HD-1和JK项目所进行的各项试验均已顺利通过，已取得出口资质的HD-1，并已经经过了军贸产品三报三批的“二批”，JK无人机项目也处在加速定型状态；其三，公司军贸订单现已通过专业的军贸销售团队展开洽谈工作，属军贸业务的实质性进展；其四，在市场对公司产生质疑之际，高管做出了“自掏腰包”增持公司股份的决定并仅用时5天便增持完毕，充分彰显了管理层对公司未来发展的信心。

HD-1陆基导弹系统、JK-1小型制导导弹定型完成，军贸订单洽谈中。2020年12月21日，导弹武器系统HD-1项目陆基地对地产品顺利通过控制系统工程和结构系统工程研制阶段设计鉴定，表明该款产品已正式定型并达到量产标准。以单枚HD-1陆基导弹售价300万美元、1:1价格配备导弹发射系统/指挥控制系统/目标指示系统/综合保障系统等总装设备、目标客户单次以导弹营为单位购买，即一般列装一个导弹营通常购买108枚导弹计算，若HD-1通过客户检验并进行大批量采购，每列装1个导弹营将为公司带来超40亿元的业绩增长。JK-1单兵配备小型制导导弹也已于2020年12月30日完成定型，该产品成本低、性价比高，可在敌前沿作战区域内进行隐蔽攻击，在实际作战中可发挥重要作用，也是未来推动公司军贸业务发展的“潜力股”。待订单落地，公司整体营收及盈利水平将实现由“1”到“10”式的质的跨越，公司也将重回军工属性及军工估值。

图表22: HD-1示意图



资料来源：百度图片、万联证券研究所

图表23: 单兵作战小型导弹示意图



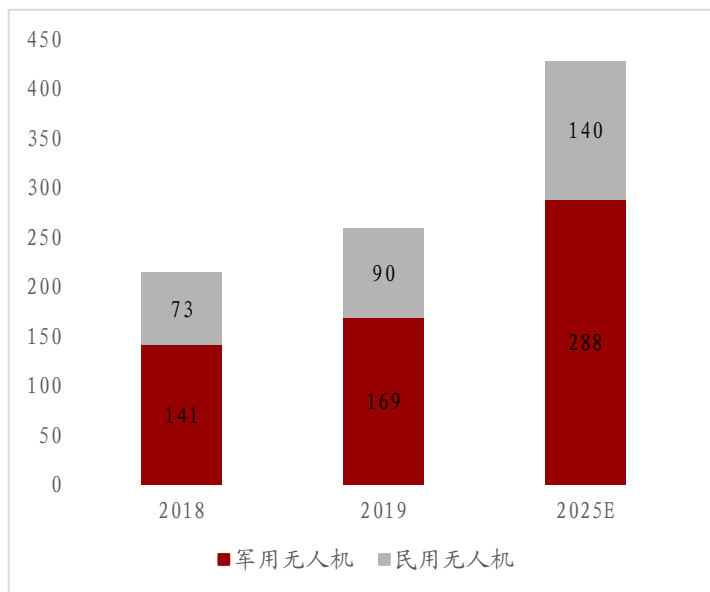
资料来源：百度图片、万联证券研究所

3.2 作战体系现代化，无人机产品发展空间广阔

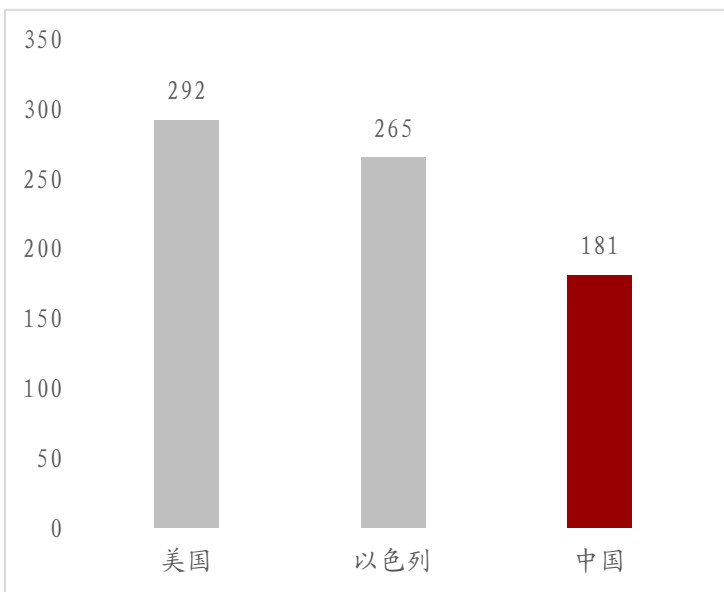
无人机产品基于体积小、造价及维护成本低、战场生存能力强等优势，在现代化作战体系中的重要性和必要性正愈发凸显。据无人机市场研究专门机构Drone Industry Insights统计数据显示，目前全球多个国家已展开无人机研发工作，并已有超80个国家装备无人机。截至2019年，全球无人机市场规模为169亿美元，其中军用无人机以169亿美元市场规模占比65%。预计到2025年，全球军用无人机市场将增长至288亿美元。近年我国军用无人机产业得到了快速发展，2018年我国已以累计外销181架军用无人机成为了继美国、以色列之后全球第三大军用无人机出口国。预计未来随着我国军用

无人机研发技术的强化发展，我国军用无人机及其配套产品在全球所占的市场份额将进一步提升。

图表24: 全球无人机市场规模 (亿美元)



图表25: 2008-2018年全球军用无人机销量前三国家 (架)



资料来源: Drone Industry Insights、前瞻产业研究院、万联证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院、万联证券研究所

公司JK系列无人机产品挂飞试验顺利通过，后续工作顺利推进中。2021年1月16日，公司发布公告称，公司军贸业务主打项目之二——JK系列产品之一的机载对地攻击导弹已在某靶场顺利通过无人机挂飞试验，飞行各项技术指标符合大纲要求，现后续工作正顺利推进中。该产品与无人机化的现代作战理念高度吻合，随着军用无人机市场规模的快速增长，无人机挂飞导弹的市场需求增长也将更快。同时基于该款产品需与军用无人机进行型号匹配装备的特性，我们认为待该产品各项资质获批，其订单落地速度有望超越HD-1。且一旦该导弹产品随配套无人机出售，公司将与客户之间形成长期黏性供需关系，也就意味着该款产品的后续订单能够得到充分保障。

图表26: 无人机挂飞导弹示意图



资料来源：百度图片、万联证券研究所

4 市场估值分析

基于公司矿服、民爆以及军工的多重属性，我们在A股三个板块中共计选取了8个标的进行可比公司估值分析。经计算，截至2021年11月3日，矿服板块同业企业加权平均PE（TTM）为25.92；民爆板块同业企业加权平均PE（TTM）为46.89；防务装备板块同业企业加权平均PE（TTM）为93.84。宏大爆破PE（TTM）为44.13，已明显低于防务装备板块同业企业加权平均水平，基本与民爆板块同业企业持平。我们认为，公司现已进入低估状态，后期随着防务装备板块毛利贡献率提升、以及军贸订单落地，公司估值水平将有望实现跨越式提升。

图表27：可比公司估值（截至2021-11-03）

所属板块	股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	2021Q3EPS	PE (TTM)
矿山工程服务	603979.SH	金诚信	116.95	0.59	26.46
	002037.SZ	保利联合	30.14	0.14	23.82
		加权平均			25.92
民爆用品销售	002827.SZ	高争民爆	26.72	0.11	65.52
	002497.SZ	雅化集团	350.15	0.55	45.94
	002917.SZ	金奥博	20.81	0.17	38.98
		加权平均			46.89
防务装备	002389.SZ	航天彩虹	212.58	0.09	78.76
	600316.SH	洪都航空	282.54	0.09	151.04
	600760.SH	中航沈飞	1511.97	0.74	85.27
		加权平均			93.84
	002683.SZ	宏大爆破	208.04	0.45	44.13

资料来源：WIND、万联证券研究所

5 盈利预测

我们对公司2021-2023年主营业务收入假设如下

矿山工程服务板块: 2021年受传统周期性行业利好行情影响,下游对公司矿山开采服务需求增长明显,因此2021年矿服板块同比2020年将实现宽幅增长,2022-2023年随着下游利好行情放缓或回落,矿服板块业绩增速逐步放慢,我们预计2021-2023年公司矿服板块营收增速分别为28%/15%/15%。

民爆器材销售板块: 2021年公司新增并表民爆企业数量较多,预计板块业绩同比增幅较大,2022-2023年随公司重心向军工转移,民爆行业同业收购工作放慢或暂停,板块业绩增速将逐步放缓,我们预计公司2021-2023年民爆板块营收增速将分别为39%/12%/10%。

防务装备板块: 考虑到军贸订单从开始洽谈到签订合同中间仍有较多不确定性因素,这一周期短则数月长则数年,且签订的产品不同所带来的业绩之间差额极大,现阶段的预测值参考意义不大,因此我们暂时未对军贸业务业绩进行预测。预计2021-2023年公司传统防务装备板块业务增速将逐步企稳,随每年军费预算增长稳定增长,预计2021-2023年公司防务装备板块(传统业务)营收增速分别为29%/19%/19%。

其他: 预计2021-2023年公司其他业务保持稳健经营,营收增速分别为10%/5%/5%。

图表28: 公司未来3年营收预测

(单位: 百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币类型				
矿服板块				
营业收入	4514.46	5785.73	6653.59	7651.63
营收增速	5.12%	28.16%	15.00%	15.00%
毛利率(%)	16.82%	15.47%	15.16%	15.82%
毛利	759.41	895.31	1009.01	1210.47
民爆板块				
营业收入	1298.41	1810.958	2036.67	2240.34
营收增速	9.80%	39.48%	12.46%	10.00%
毛利率(%)	34.29%	30.88%	36.62%	38.07%
毛利	445.29	559.24	745.91	852.91
防务装备板块				
营业收入	513.43	661.96	786.42	934.30
营收增速	72.32%	28.93%	18.80%	18.80%
毛利率	27.57%	30.62%	29.10%	29.86%
毛利	141.56	202.69	228.81	278.96
其他				
营业收入	68.56	75.42	79.19	83.15
营收增速	-46.24%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	45.50%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利	31.2	11.31	11.88	12.47
总计				

营业收入	6394.86	8334.06	9555.88	10909.41
同比增长	8.34%	30.32%	14.66%	14.16%
毛利	1377.46	1668.55	1995.61	2354.81
同比增长	13.92%	21.13%	19.60%	18.00%

资料来源: WIND、万联证券研究所

预计2021-2023年公司实现营业收入83.34/95.56/109.09亿元, 实现归母净利润5.19/6.51/8.11亿元, 对应的EPS为0.69/0.87/1.08元/股, 对应的PE为42.76/34.12/27.37倍(对应11月4日收盘价29.62元)。考虑到公司现已进入低估区间, 我们维持“买入”评级。

6 风险提示

军贸订单落地时间不及预期风险: 公司军贸业务两款主打产品HD-1和JK系列均为导弹产品。导弹作为军事武器装备中的重要一环, 其作战性能深刻影响一国的军事力量及国防安全。因此对于导弹采购方而言, 在签订订单之前不仅需要实际验证产品的击打性能, 还需经过上报采购计划、申请军费预算等多个涉及国家层面的审批环节。这一过程中仍存在诸多不确定性, 导致军贸订单落地通常需要较长的周期。且公司的两款军贸产品为自主研发的新产品, 尚未投放市场经目标客户进行实际应用, 因此其面世初期不排除客户验证周期更长的可能。另外考虑到目前海外疫情仍较为严重, 海外军团到访国内采购军品受阻, 将进一步拉长军贸订单落地周期, 因此公司存在军贸订单落地时间不及预期以及防务装备板块业绩增长不及预期风险。

军工属性导致的信息不对称风险: 公司军工产品涉及保密规定对外披露信息有限, 导致与市场存在较为严重的信息不对称。而军品研发周期长、前期投入大, 收获过程缓慢, 在此过程中长期的信息不对称将导致市场对公司军工业务看法转变, 进而导致公司股价及估值波动风险。

无人机系列产品研发进度、订单落地周期不及预期风险: JK系列无人机产品据公司公告内容显示目前仅通过了无人机挂飞试验, 尚未获取出口立项等资质, 后续还需通过多层验证方能投放市场, 因此JK系列无人机产品存在后续研发进度不及预期风险和订单落地周期较长风险。

矿服民爆业务增长不及预期风险: 公司传统主营的矿服民爆业务市场已进入存量竞争阶段, 目前公司扩张两块业务的主要途径为同业收购并购。若后期公司收购工作放缓或中止可能导致矿服、民爆板块业绩增长不及预期风险。此外, 公司矿服板块涉及海外业务, 短期内海外疫情仍较为严重, 将导致海外业务开工率及业绩不及预期风险。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6395	8334	9556	10909
%同比增速	8%	30%	15%	14%
营业成本	5017	6666	7560	8555
毛利	1377	1669	1996	2355
%营业收入	22%	20%	21%	22%
税金及附加	26	42	48	55
%营业收入	0%	1%	1%	1%
销售费用	41	50	71	74
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	321	458	526	600
%营业收入	5%	6%	6%	6%
研发费用	264	333	382	439
%营业收入	4%	4%	4%	4%
财务费用	44	9	5	-6
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-12	-2	-2	-2
信用减值损失	-126	0	0	0
其他收益	15	18	24	26
投资收益	25	21	32	34
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-12	-4	-5	-5
营业利润	571	808	1013	1246
%营业收入	9%	10%	11%	11%
营业外收支	3	3	4	3
利润总额	574	811	1016	1249
%营业收入	9%	10%	11%	11%
所得税费用	75	109	137	168
净利润	499	701	879	1081
%营业收入	8%	8%	9%	10%
归属于母公司的净利润	404	519	651	811
%同比增速	32%	29%	25%	25%
少数股东损益	96	182	229	270
EPS (元/股)	0.54	0.69	0.87	1.08

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.54	0.69	0.87	1.08
BVPS	7.05	7.74	8.61	9.69
PE	52.40	42.76	34.12	27.37
PEG	2.01	1.50	1.35	1.11
PB	4.20	3.83	3.44	3.06
EV/EBITDA	26.90	31.21	24.61	19.62
ROE	8%	9%	10%	11%
ROIC	8%	7%	7%	8%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3057	2997	3610	4233
交易性金融资产	5	5	5	5
应收票据及应收账款	1715	2403	2691	3096
存货	182	274	311	352
预付款项	45	73	79	89
合同资产	895	1167	1338	1527
其他流动资产	948	589	634	664
流动资产合计	6846	7508	8667	9966
长期股权投资	169	169	169	169
固定资产	1233	1422	1633	1852
在建工程	17	37	36	45
无形资产	209	222	238	255
商誉	1177	1177	1177	1177
递延所得税资产	169	169	169	169
其他非流动资产	577	583	590	596
资产总计	10397	11287	12678	14228
短期借款	883	883	883	883
应付票据及应付账款	1628	2124	2446	2755
预收账款	0	0	0	0
合同负债	40	67	76	86
应付职工薪酬	144	176	202	231
应交税费	64	82	93	107
其他流动负债	1370	1411	1486	1557
流动负债合计	3247	3859	4302	4735
长期借款	1227	803	872	908
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	29	29	29	29
其他非流动负债	75	75	75	75
负债合计	4578	4767	5278	5747
归属于母公司的所有者权益	5280	5798	6449	7260
少数股东权益	540	722	951	1221
股东权益	5820	6520	7400	8481
负债及股东权益	10397	11287	12678	14228

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	1008	679	847	911
投资	-439	0	0	0
资本性支出	-343	-257	-262	-285
其他	-62	13	24	26
投资活动现金流净额	-843	-244	-238	-258
债权融资	0	0	0	0
股权融资	1750	-1	0	0
银行贷款增加(减少)	2443	-424	68	37
筹资成本	-259	-70	-65	-66
其他	-2069	0	0	0
筹资活动现金流净额	1865	-495	3	-30
现金净流量	2027	-59	613	623

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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