

# 广东宏大 (002683.SZ)

## 矿服业务领先的民爆一体化服务商

买入

### 核心观点

**公司民爆产能全国前三，受益行业景气上行。**主要矿产资源价格中枢上移，采矿业固定资产投资额持续提升，民爆下游需求向好，行业景气度持续提升，2023年全年我国民爆生产企业累计完成生产总值436.58亿元，同比增长10.93%；累计实现利润总额85.27亿元，同比增长44.99%。广东宏大作为国内矿山服务业务规模最大、工业炸药产能前三的行业头部企业，正在充分享受民爆行业景气度提升带来的发展红利。

**政策强约束下民爆行业集中度不断提升，公司有望进一步巩固行业领先地位。**《民爆行业“十四五”规划》指出，到2025年前10家民爆企业行业生产总值占比将大于60%，目标形成3-5家大型民爆一体化企业。在工业炸药许可产能几无变化的背景下，行业内不断进行并购重组。广东宏大公司在全国范围内持续整合民爆资产，收购经验丰富，工业炸药产能不断扩大，未来有望在行业持续整合的背景下不断提升民爆市场份额。

**公司是国内矿服业务规模最大的服务商，在手订单超300亿。**公司是国内矿山工程服务项目最齐全的矿山民爆一体化服务商之一，2023年矿服业务收入达89.35亿元，排名国内第一。公司现场混装炸药产能占比达54.66%，依托领先的“混装爆破一体化服务”以及的丰富大中型矿山服务经验和良好口碑，公司近些年新签订单增速远高于行业平均水平，目前公司在手订单超300亿元，为未来三年矿服业绩提供了保障，助力公司中长期稳健成长。目前公司矿服业务主要服务矿种以金属矿为主，煤矿和砂石骨料矿次之。

**公司矿服板块秉承“大项目、大客户”战略，有望受益矿企资本开支扩张带来的矿服订单增长。**公司加强大客户、大项目管理，2023年前五大客户的营收占比达42.53%，公司与紫金矿业、鞍钢集团、神华集团等头部矿企已形成长期、稳定的合作关系，并跟随国内矿企出海，与矿企大客户合作一方面为公司提供了稳定的收入和利润来源，一方面公司也有望享受近些年矿企业务新一轮资本开支扩张带来的矿服订单数量和金额快速增长。

**盈利预测与估值：**我们预计2024-2026年公司归母净利润为8.43/9.51/10.50亿元，摊薄EPS为1.11/1.25/1.38元，当前股价对应PE为19.3/17.1/15.5x，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**下游采矿业需求不及预期风险；产业政策风险；原材料价格波动风险；安全生产风险等。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,169	11,543	13,301	14,761	16,501
(+/-%)	19.3%	13.5%	15.2%	11.0%	11.8%
归母净利润(百万元)	561	716	843	951	1050
(+/-%)	16.8%	27.7%	17.8%	12.8%	10.5%
每股收益(元)	0.75	0.94	1.11	1.25	1.38
EBIT Margin	9.3%	10.7%	11.1%	11.3%	11.1%
净资产收益率(ROE)	9.5%	11.1%	12.3%	13.2%	13.7%
市盈率(PE)	28.6	22.7	19.3	17.1	15.5
EV/EBITDA	18.6	15.0	14.3	13.0	11.9
市净率(PB)	2.71	2.52	2.38	2.25	2.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

联系人：王新航

0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn

证券分析师：张玮航

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

#### 基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	22.20 - 25.53元
收盘价	21.44元
总市值/流通市值	16287/14157百万元
52周最高价/最低价	31.33/13.68元
近3个月日均成交额	136.56百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

公司概况	6
国内矿山工程服务项目最齐全的矿山民爆一体化服务商之一	6
公司民爆产能全国前三，受益行业景气上行	10
民爆行业被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”	10
民爆行业生产总值及利润总额稳步提升	11
供给端：政策强约束下民爆行业集中度不断提升	12
广东宏大工业炸药产能排名国内前三，产能遍布全国多省	13
广东宏大现场混装炸药占比超 50%，深度赋能其矿服业务	16
工业炸药原材料硝酸铵价格下行，公司盈利能力有望持续修复	18
电子雷管已基本实现全面替代，行业产值大幅提升	19
公司是国内矿服项目最齐全的矿山民爆一体化服务商之一	21
公司提供矿业一体化解决方案，矿服项目齐全	21
露天矿山产量占比提升，爆破服务需求大幅增加	24
矿山爆破工程行业市场竞争格局有望持续改善	25
公司地下矿山业务增速亮眼，不断完善矿服业务产业链	26
公司矿服业务秉承“大项目、大客户”战略，客户粘性强	27
收购新华都工程，与紫金矿业形成长期稳定合作关系	29
跟随中国矿企出海，公司海外业务增速较高	31
采矿业固定资产投资额稳步提升，矿服行业景气长期向好	32
加快智能矿山建设，提高矿服业务服务水平和议价能力	34
财务分析	35
盈利预测	37
估值与投资建议	39
风险提示	43
附表：财务预测与估值	46

## 图表目录

图 1: 广东宏大发展历程	6
图 2: 广东宏大股权结构图及主要业务主体	7
图 3: 2016-2023 年广东宏大营业收入及增速	7
图 4: 2016-2023 年广东宏大归母净利润及增速	7
图 5: 2016-2023 年广东宏大营收构成（按业务）	8
图 6: 2016-2023 年广东宏大毛利构成	8
图 7: 2016-2023 年广东宏大销售毛利率和净利率	8
图 8: 2016-2023 年广东宏大分业务毛利率	8
图 9: 2023 年广东宏大季度销售毛利率	9
图 10: 2016-2023 年广东宏大销售期间费用率	9
图 11: 2016-2023 年广东宏大营收构成（按区域）	9
图 12: 2023 年广东宏大不同销售区域毛利率	9
图 13: 广东宏大民爆器材销售业务营收及毛利润	10
图 14: 2023 年广东宏大民爆器材销售业务营收及毛利占比	10
图 15: 民爆行业产业链	10
图 16: 2020 年中国民爆行业产品结构（按产值计）	11
图 17: 2021 年中国民爆行业下游需求占比	11
图 18: 2017-2024 年一季度中国民爆生产企业生产总值	11
图 19: 2017-2024 年一季度中国民爆生产企业利润总额	11
图 20: 2017-2023 年中国工业炸药产量省份分布	12
图 21: 2020-2023 年中国民爆行业月度生产总值	12
图 22: 2020-2023 年中国民爆行业 CR10、CR5 集中度	13
图 23: 2023 年中国民爆行业各企业产值占比	13
图 24: 2018-2023 年中国工业炸药产量	14
图 25: 2023 年中国工业炸药产品构成	14
图 26: 2015-2020 年中国工业炸药产能利用率	14
图 27: 2023 年中国工业炸药市场份额（按产量计）	14
图 28: 2012-2023 年广东宏大工业炸药产能	15
图 29: 广东宏大工业炸药产能分布	15
图 30: 2023 年工业炸药产量排名前五省份	15
图 31: 内蒙古主要民爆企业工业炸药产能	15
图 32: 新疆主要民爆企业工业炸药产能	16
图 33: 西藏主要民爆企业工业炸药产能	16
图 34: 2018-2023 年中国现场混装炸药产量	17
图 35: 2018-2023 年中国现场混装炸药产量占比	17
图 36: 广东宏大现场混装炸药地面站分布	17
图 37: 广东宏大现场混装炸药地面站及混装炸药车	17

图 38: 现场混装乳化炸药产品配方 .....	18
图 39: 民爆生产企业利润率与硝酸铵价格 .....	18
图 40: 硝酸铵价格、价差走势 .....	19
图 41: 硝酸铵行业开工率 .....	19
图 42: 2015-2023 年中国电子雷管产量及替代率 .....	20
图 43: 2021-2023 年广东宏大起爆器材营收及毛利 .....	20
图 44: 矿山开发服务行业产业链 .....	21
图 45: 2023 年广东宏大矿服业务营收构成 (按业务主体) .....	22
图 46: 2016-2023 年广东宏大矿服业务毛利率 .....	22
图 47: 广东宏大矿服业务营收和毛利润 .....	22
图 48: 广东宏大矿服业务营收构成 .....	22
图 49: 中国主要矿产资源露天开采比例 .....	24
图 50: 中国露天煤矿年产量及占煤炭总产量比例 .....	25
图 51: 中国不同发展阶段下典型露天煤矿分布情况 .....	25
图 52: 新疆工业炸药产量增速与原煤产量增速 .....	25
图 53: 2023 年中国爆破服务行业各公司市场份额 .....	26
图 54: 2020-2023 年中国爆破服务行业市场集中度 .....	26
图 55: 2016-2023 年广东宏大地下矿山服务业务营收 .....	26
图 56: 2016-2023 年涟邵建工营收和净利润 .....	26
图 57: 2016-2023 年广东宏大前五大客户营收占比 .....	28
图 58: 2013-2023 年新华都工程营收及净利润 .....	29
图 59: 新华都工程提供的典型工程服务 .....	29
图 60: 2019 年新华都工程前五大矿山工程项目收入 .....	30
图 61: 2016-2023 年广东宏大海外营业收入及占比 .....	31
图 62: 2023 年广东宏大海外业务与矿服业务整体毛利率 .....	31
图 63: 典型金属品种近年来价格走势 .....	32
图 64: 主要矿产采选业 PPI .....	32
图 65: 2019-2023 年中国采矿业固定资产投资总额 .....	33
图 66: 2019-2023 年中国煤炭开采行业固定投资额变化 .....	33
图 67: 2019-2023 年中国有色金属开采行业固定投资额变化 .....	33
图 68: 2019-2023 年中国黑色金属开采行业固定投资额变化 .....	33
图 69: 2019-2023 年中国非金属矿开采行业固定投资额变化 .....	33
图 70: 2019-2023 年中国基础设施建设固定投资额 .....	33
图 71: 2008-2023 年紫金矿业资本开支 .....	34
图 72: 紫金矿业资本开支与广东宏大营业收入 (滞后一年) .....	34
图 73: 宏大时代 HC105E 纯电动非公路宽体自卸车 .....	35
图 74: 广东宏大与华为达成智能矿山建设全面合作 .....	35
图 75: 广东宏大与可比公司毛利率对比 .....	35
图 76: 2023 年广东宏大与可比公司营收规模及构成对比 .....	35
图 77: 广东宏大与可比公司民爆产品销售业务毛利率对比 .....	36
图 78: 广东宏大与可比公司爆破服务业务毛利率对比 .....	36

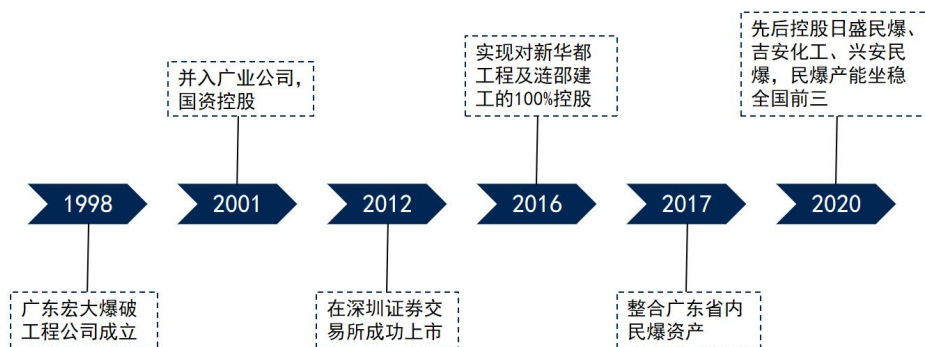
图 79: 易普力与可比公司期间费用率对比 .....	36
图 80: 易普力与可比公司研发费用对比 .....	36
图 81: 易普力与可比公司应收账款周转率对比 .....	37
图 82: 易普力与可比公司现金及现金等价物净增加额对比 .....	37
图 83: 易普力与可比公司资产负债率对比 .....	37
图 84: 2023 年易普力与可比公司 ROE 对比 .....	37
表 1: “十四五”民爆行业发展主要预期指标 .....	12
表 2: 现场混装炸药的五大优势 .....	16
表 3: 电子雷管与传统工业雷管性能对比 .....	19
表 4: 主要民爆行业上市公司电子雷管许可产能 .....	21
表 5: 广东宏大矿服业务三大板块代表项目 .....	23
表 6: 涟邵建工采矿工程一览表 .....	27
表 7: 2015-2017 年广东宏大前五大客户及营收占比 .....	28
表 8: 新华都工程前五大客户销售情况 .....	30
表 9: 紫金矿业应付账款前五名的构成情况 .....	30
表 10: 广东宏大海外代表矿服项目 .....	32
表 11: 广东宏大盈利预测表 .....	38
表 12: 公司盈利预测假设条件 .....	39
表 13: 资本成本假设 .....	40
表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	40
表 15: 同类公司估值比较 .....	42

## 公司概况

### 国内矿山工程服务项目最齐全的矿山民爆一体化服务商之一

**公司发展历程：**1988年，广东省宏大爆破工程公司成立。2001年，公司并入广东省最大的国有资产经营公司广东省广业资产经营有限公司，成为广东省属国企。2007年，开始整合民爆产业资源的征程，成立广东宏大增化民爆，2010年，整合广东省力拓民爆以及广东明华公司。2012年6月，公司在深圳证券交易所成功上市。2013年，成功控股湖南涟邵建工，正式进入地下采矿领域，同年控股鞍钢矿业爆破有限公司，专门服务鞍钢的矿山开采。2016年，公司实现对新华都工程及涟邵建工的100%控股，开始与紫金矿业展开深度合作。2017年，公司基本完成对广东省内民爆产能的整合。2020-2021年，公司先后控股内蒙古日盛民爆、内蒙古吉安化工、甘肃兴安民爆，公司民爆产能坐稳全国前三。目前，公司业务分为三大板块：民爆板块、矿服板块、防务装备板块，2023年公司民爆工业炸药产能排名国内第三，矿服业务收入排名国内第一。

图1：广东宏大发展历程

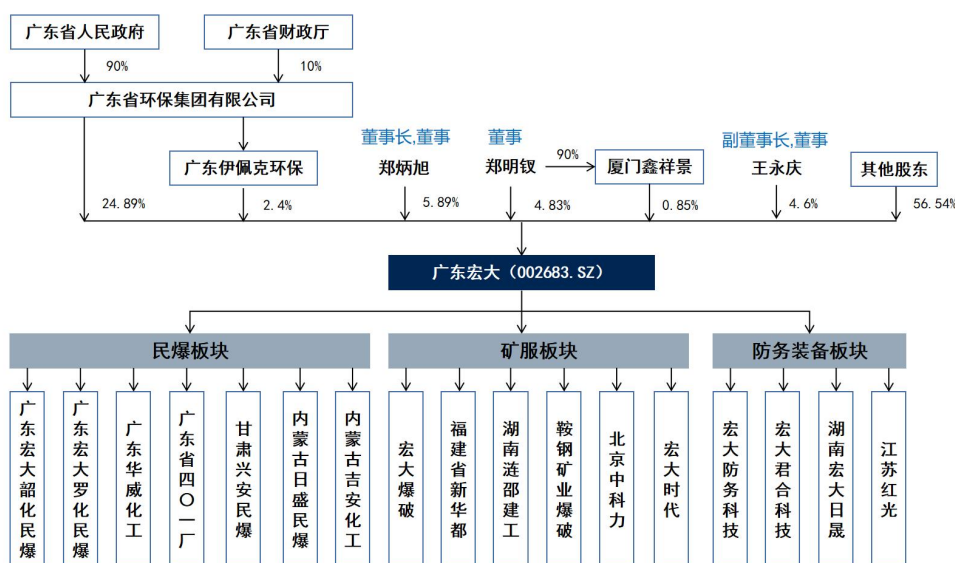


资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

**公司股权结构：**广东宏大的控股股东及实际控制人是广东省环保集团有限公司，直接持有公司24.89%的股权，广东省环保集团是广东省属国有企业，成立于2000年，前身为广东省广业资产经营有限公司。高管持股方面，公司创始人、现任董事长、董事郑炳旭先生持有公司5.89%的股权，是第二大股东；公司董事、子公司宏大爆破工程、新华都工程董事长郑明钊先生直接持有公司4.83%的股权，并通过厦门鑫祥景（郑明钊先生持股比例90%）间接持有公司0.85%股权；公司副董事长、董事王永庆先生持有公司4.6%的股权。

**公司业务分为民爆、矿服、防务装备三大板块：**2019年，公司将旗下矿服、民爆相关公司分别纳入宏大爆破工程集团、宏大民爆集团，统筹矿服、民爆业务发展；2023年，明华机械更名为宏大防务科技，统筹军工业务发展。民爆板块业务主体主要有广东、内蒙古、甘肃等省区的民爆公司；矿服板块业务主体主要有宏大工程本部、新华都工程、涟邵建工、鞍钢爆破等公司；防务装备板块业务主体主要有宏大防务科技本部、江苏红光等公司。

图2：广东宏大股权结构图及主要业务主体



资料来源：Wind、公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

注：截至 2024 年 3 月 31 日

**公司营收和归母净利润稳健增长。**公司于 2012 年上市，而 2012-2015 年正值全球矿业下行周期，主要矿产品价格持续走低，采矿业需求低迷，公司业绩在 2016 年触底。2016 年起，随着矿产价格中枢不断上移，下游需求逐步回暖，同时公司收购兼并步伐加快，业务范围不断扩展，公司营收和业绩步入快速增长期。2016-2023 年，公司营收从 32.12 亿元提升至 115.43 亿元，CAGR 为 20.05%；同期归母净利润从 0.63 亿元提升至 7.16 亿元，CAGR 为 41.51%（近三年为 21.02%）。

图3：2016-2023 年广东宏大营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

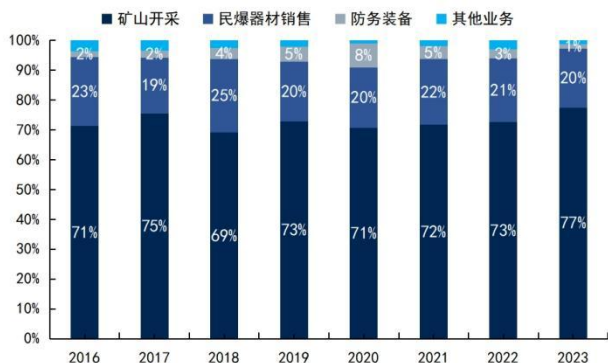
图4：2016-2023 年广东宏大归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

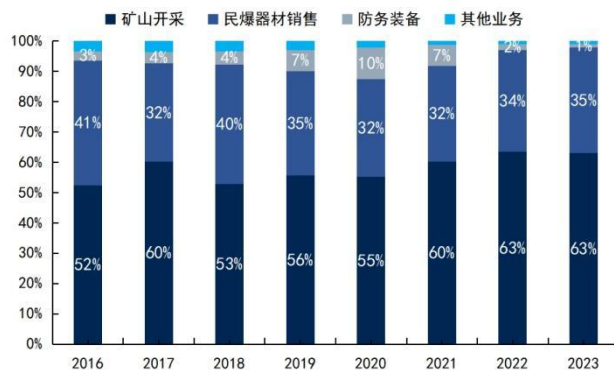
**矿服业务营收和毛利占比持续增加。**从公司的营收和毛利构成看，公司第一大业务为矿山服务业务，2023 年营收占比 77%，毛利占比 63%（矿服业务毛利率较低），且近几年营收和毛利占比均呈上升趋势。公司第二大业务为民爆器材销售业务，2023 年营收占比为 20%，毛利占比为 35%。随着公司新签矿服订单不断释放，未来公司矿服业务的营收和毛利占比将继续提升。

图5: 2016-2023年广东宏大营收构成(按业务)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

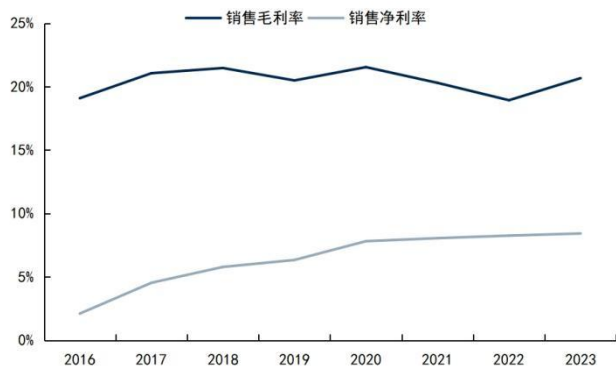
图6: 2016-2023年广东宏大毛利构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

原材料价格下行叠加高毛利地区营收占比增加, 公司盈利能力持续改善。2016年以来公司的销售净利率不断提升, 主要得益于公司营收结构的不断改善以及费用管控能力的提升。公司矿服业务毛利率常年维持稳定, 民爆器材销售业务毛利率受原材料价格变动影响较大, 近几年公司华北、西北、海外等高毛利率区域的营收占比不断提升, 叠加矿服业务营收占比增加, 公司的销售结构不断改善, 同时2023年主要原材料硝酸铵价格回落, 公司的销售毛利率从2023年一季度的15.74%提升至四季度的23.44%, 全年毛利率也较2022年提升1.74 pcts。期间费用率方面, 2016年至2023年公司的销售期间费用率从15.23%下降至10.31%, 反映出公司的成本控制、经营效率不断改善。

图7: 2016-2023年广东宏大销售毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

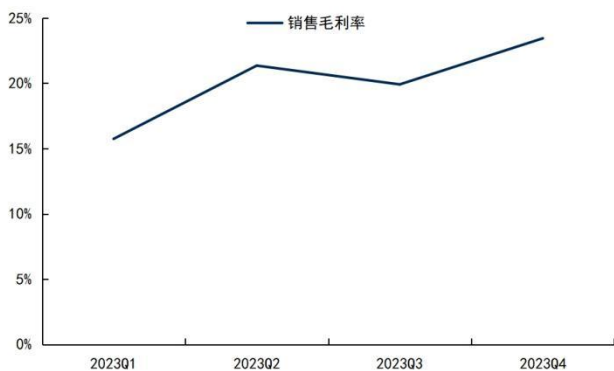
图8: 2016-2023年广东宏大分业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

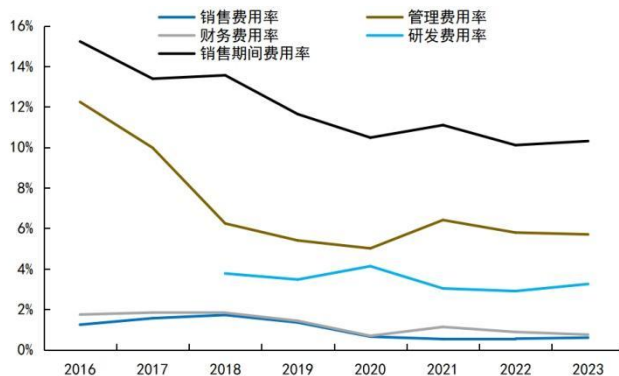


图9：2023年广东宏大季度销售毛利率



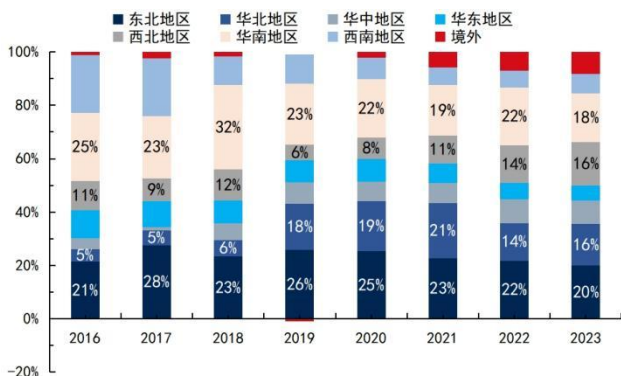
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：2016-2023年广东宏大销售期间费用率



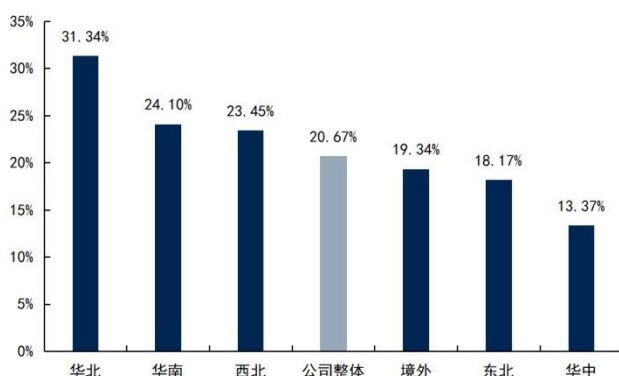
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理  
注：2016/2017年管理费用含研发费用

图11：2016-2023年广东宏大营收构成（按区域）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：2023年广东宏大不同销售区域毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 公司民爆产能全国前三，受益行业景气上行

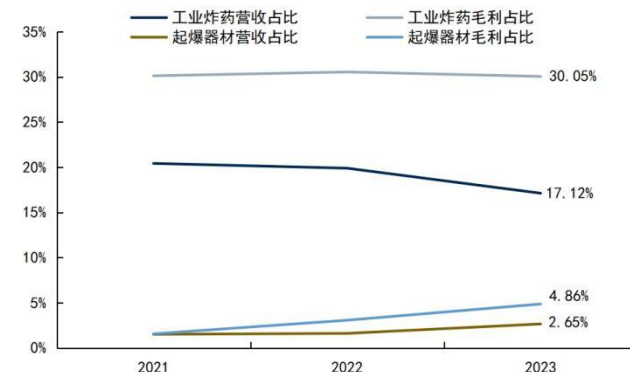
2016-2023年，广东宏大民爆器材销售业务营业收入从7.41亿元增长至22.82亿元，CAGR为17.43%，毛利润由2.53亿元增长至8.33亿元，CAGR为18.53%，营收占比由23.06%降至19.77%，毛利占比由41.32%降至34.91%。具体来看，2023年，工业炸药销售业务在广东宏大的营收占比为17.12%，毛利占比为30.05%；起爆器材销售业务在广东宏大的营收占比为2.65%，毛利占比为4.86%。

图13: 广东宏大民爆器材销售业务营收及毛利润



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 2023年广东宏大民爆器材销售业务营收及毛利占比

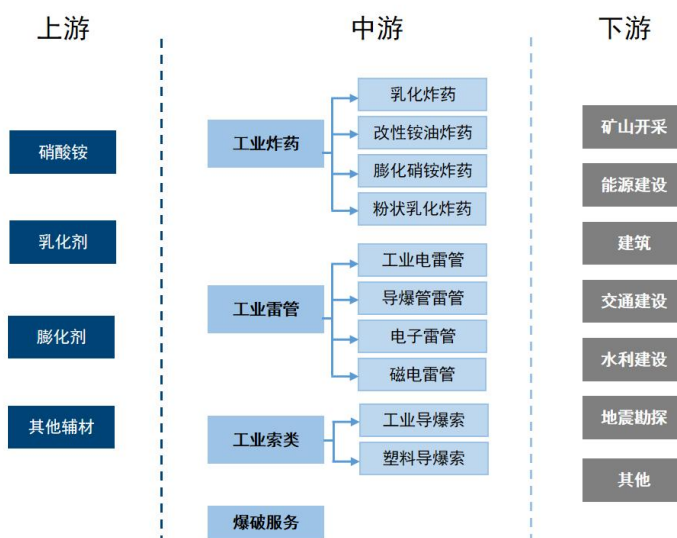


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 民爆行业被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”

民爆是民用爆破器材的简称，主要包括工业炸药和电子雷管等产品，民爆产业上游为硝酸铵、乳化剂等化工品；民爆产品广泛应用于矿山开采、水利水电、交通建设、城市改造、地质勘探、爆炸加工及国防建设等领域，因此民爆行业常被誉为“基础工业的基础，能源工业的能源”。

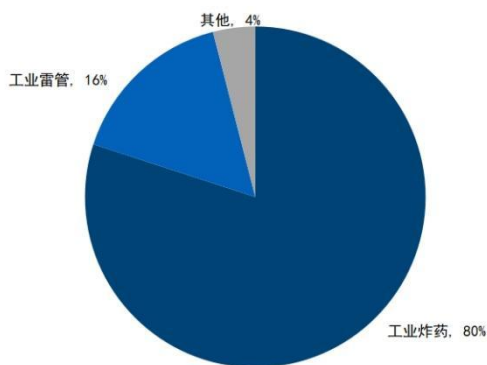
图15: 民爆行业产业链



资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

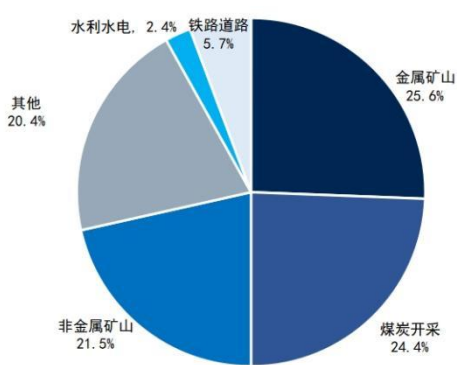
工业炸药占据中国民爆市场主要份额，矿业开采是民爆行业主要需求领域。工业炸药在民爆产品结构中占据主导地位，以产值计算，2020年工业炸药在民爆产品结构占比80%，工业雷管占比16%。我国民爆制品主要服务于矿山开采，从2021年工业炸药销售流向数据上看，用于煤炭、金属、非金属矿山开采的炸药量分别占炸药总销量的24.4%、25.6%、21.5%，合计占比71.5%，2023年三大矿山开采领域占比提升至74.8%。

图16: 2020年中国民爆行业产品结构（按产值计）



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图17: 2021年中国民爆行业下游需求占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

## 民爆行业生产总值及利润总额稳步提升

民爆行业生产总值及利润稳步提升。据中国爆破器材行业协会数据，2017-2023年，我国民爆生产企业生产总值和利润总额保持平稳增长，2023年我国民爆生产企业生产总值达436.58亿元，同比增长10.93%，利润总额达到85.27亿元，同比增长44.99%。2023年民爆生产企业利润水平提升幅度较大主要得益于电子雷管的全面推广，中小民爆企业尤其是电子雷管营收占比较高的企业利润水平提升较大，而头部民爆企业因为电子雷管营收占比不高，电子雷管全面推广对利润增速的影响较小。随着电子雷管基本实现了对普通工业雷管的全面替代，未来民爆生产企业生产总值增速会趋缓，2024年一季度，民爆生产企业生产总值为81.74亿元，同比增长0.31%；累计实现利润总额10.56亿元，同比增长22.36%。我们认为，未来随着行业整合持续进行以及头部民爆企业矿山爆破服务业务市场份额提升，以广东宏大为代表的民爆头部企业营收和利润的增速会高于行业整体水平。

图18: 2017-2024年一季度中国民爆生产企业生产总值



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

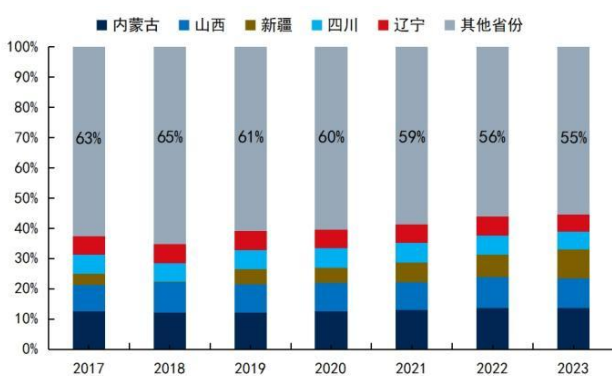
图19: 2017-2024年一季度中国民爆生产企业利润总额



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

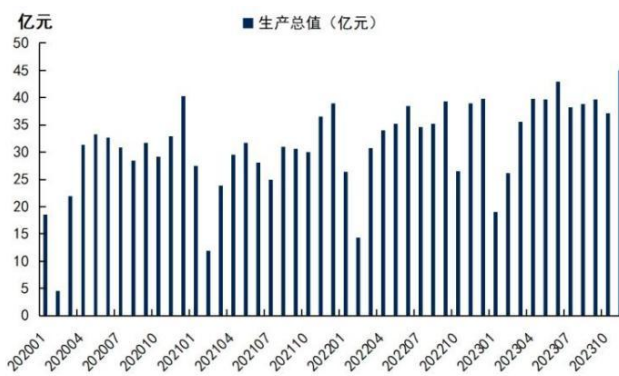
**民爆行业的区域性和季节性特征：**1) **区域性：产能和需求向中西部转移。**民爆器材具有易燃、易爆、高危等特点，运输风险较高，因此民爆器材的购销一般采用“就近就地”的原则，多年来形成了一定的区域性供应格局。与此同时，民爆器材需求也呈现出一定的区域性，东部沿海、长三角、珠三角等经济发达地区对民爆产品的需求量呈现下降趋势；中西部等经济欠发达，且资源丰富，基建需求旺盛的地区，对民爆器材的需求将明显增加。未来，我国民爆行业产能和需求将持续由东部地区向中西部地区转移。2) **季节性：一季度为传统产销淡季。**一季度春节期间出于安全管理的考虑，矿山、基建等下游终端客户会较长时间的停产停工，同时民爆主管部门也会要求加强春节期间的安全管理，因此民爆企业在一季度开工时间较短，产销量及工程量均较少，是传统淡季。

图20：2017-2023 年中国工业炸药产量省份分布



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图21：2020-2023 年中国民爆行业月度生产总值



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

## 供给端：政策强约束下民爆行业集中度不断提升

**政策指引民爆行业结构优化，利好行业头部企业。**2021年12月，《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》发布，规划中指出要通过推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构、推动企业转型四个方面来调整优化行业结构。规划指出，到2025年，民爆生产企业数量预期从76家减少到少于50家，排名前10的民爆企业行业生产总值预期占比大于60%，目标形成3-5家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业。

表1：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

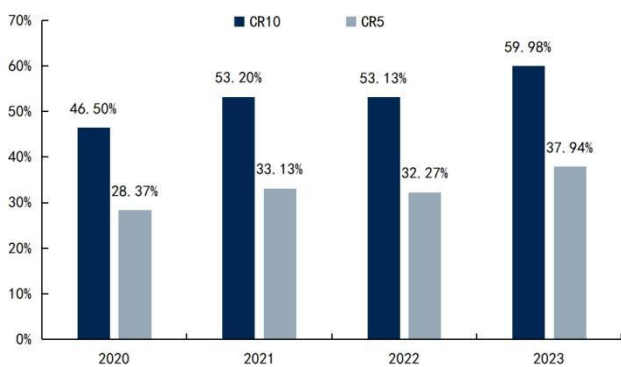
指标	2020年	2025年	属性
重特大生产安全事故起数	0	0	预期性
企业安全生产标准化二级及以上达标率 (%)	-	100	约束性
龙头骨干企业研发经费占营业收入比重 (%)	2.8	3.5	预期性
现有危险岗位操作人员机器人替代比例 (%)	-	≥40	预期性
包装型工业炸药生产线最小许可产能(吨/年)	>10000	≥12000	约束性
企业现场混装炸药许可产能占比 (%)	≥30	≥35	约束性
<b>生产企业(集团)数量</b>	<b>76</b>	<b>≤50</b>	<b>预期性</b>
<b>排名前10家民爆企业行业生产总值占比 (%)</b>	<b>49</b>	<b>≥60</b>	<b>预期性</b>

资料来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，国信证券经济研究所预测

**民爆企业集团重组整合稳步推进，行业集中度持续提升。**据中国爆破器材行业协会数据，2023年民爆企业重组整合稳步推进，有20余家民爆企业进行了并购、重组或签署战略合作协议，持续有力的提升了产业集中度。2023年，排名前10的民爆企业行业生产总值占比已达60%，较2022年提升6.85 pcts，提前2年完成政策指引目标。

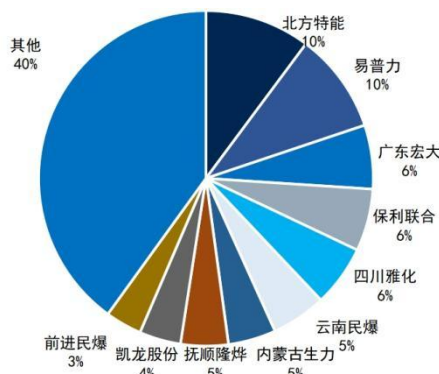
**展望未来，我们认为民爆行业整合将持续进行下去，**一方面头部民爆企业为满足自身爆破服务业务的工业炸药需求，有较强的动机去收购中小民爆企业工业炸药产能做产能调配，而且当前多数民爆行业上市公司有较丰厚的现金储备，为收购中小民爆企业提供了充足现金保障；另一方面，近两年民爆行业景气度不断提升，中小民爆企业的估值溢价相比前些年有较大提升，中小民爆企业出售企业的意愿有所提升。因此，在政策指引以及市场自发驱动下，我们认为民爆行业的整合将持续进行下去，头部企业的市场份额将继续提升。

图22: 2020-2023年中国民爆行业CR10、CR5集中度



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图23: 2023年中国民爆行业各企业产值占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

### 广东宏大工业炸药产能排名国内前三，产能遍布全国多省

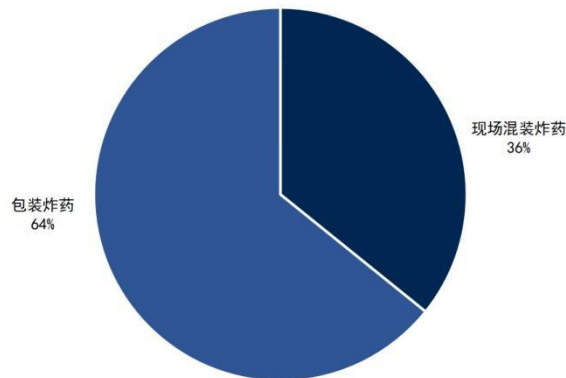
**我国工业炸药产量平稳增长。**据中国爆破器材行业协会数据，近些年我国工业炸药产量保持平稳增长，由2018年的427.7万吨增长至2023年的458.1万吨，年均复合增长率约为1.38%。从工业炸药产品结构看，包装炸药产量占比64.21%，现场混装炸药产量占比35.79%。

图24: 2018-2023 年中国工业炸药产量



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

图25: 2023 年中国工业炸药产品构成



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

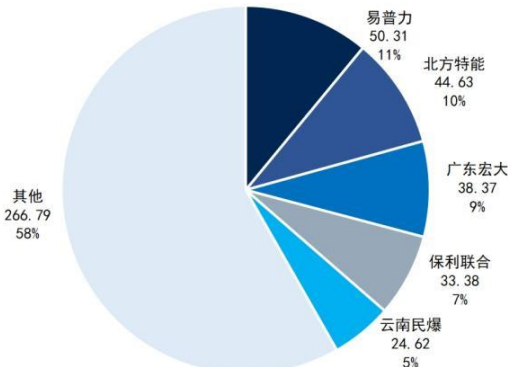
**工业炸药行业产能过剩问题已得到大幅缓解。**工业炸药在供给侧结构性改革的大背景下严控行业总产能, 通过需求增长化解过剩产能, 表现为产能利用率逐年提升。据中国爆破器材行业协会数据, 2015 年我国工业炸药安全生产许可产能为 538 万吨/年, 产能利用率为 68%, 2020 年产能约为 540 万吨/年, 产能平均利用率约为 83%, 而 2020 年至今我国的工业炸药总产能并未发生较大变化。以国内工业炸药 540 万吨/年总产能计算, 2023 年我国工业炸药产能利用率为 84.74%, 行业产能过剩问题已得到大幅缓解。此外, 虽然近十年来工业炸药行业总产能变化不大, 但结构变化明显, 表现为安全性更好的工业炸药占比、现场混装炸药占比、头部企业的市场占有率均不断增加。2023 年, 广东宏大工业炸药产量 41.63 万吨 (年报数据), 排名国内第三, 行业头部地位稳固。

图26: 2015-2020 年中国工业炸药产能利用率



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理  
注: 2020 年之后假设国内工业炸药总产能为 540 万吨/年

图27: 2023 年中国工业炸药市场份额 (按产量计)



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理  
注: 公司年报数据与协会数据存在一定差异

**公司在全国范围内持续整合民爆资产, 工业炸药产能不断扩大。**广东宏大从仅有 1.6 万吨/年的广州市增城化工厂发展为拥有 49.4 万吨/年工业炸药许可产能的全国前三民爆企业, 靠的是不断收购国内民爆资产, 并在全国范围内统筹产能分布, 以充分发挥工业炸药产能效能。2012 年初上市时, 广东宏大拥有工业炸药产能 9

万吨/年，此后公司整合了鞍钢爆破、广东华威化工、省四〇一厂、内蒙古日盛民爆、甘肃兴安民爆、内蒙古吉安化工等公司工业炸药产能，并取得部分工信部核增、奖励产能，到 2023 年公司工业炸药产能增加至 49.4 万吨，排名国内第三。

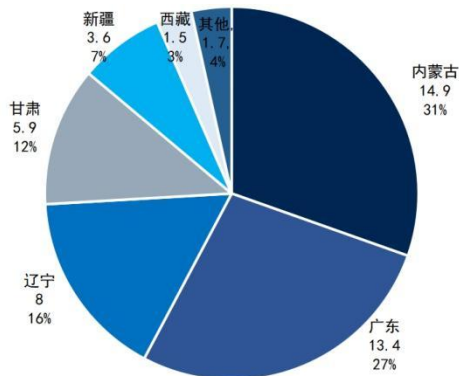
此外，广东宏大曾于 2015、2021 年两次计划收购内蒙古自治区最大的民爆企业内蒙古生力民爆，但未取得实质进展，2023 年内蒙古生力民爆工业炸药产能 25.65 万吨/年，产量 19.02 万吨、民爆生产总值 20.12 亿元，均排名国内第七，爆破服务收入 7.87 亿元，排名国内第九。

图28: 2012-2023 年广东宏大工业炸药产能



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

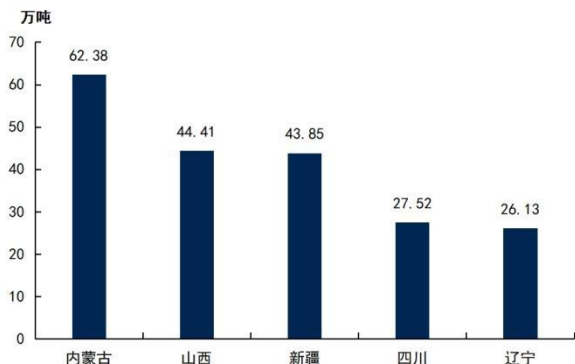
图29: 广东宏大工业炸药产能分布



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

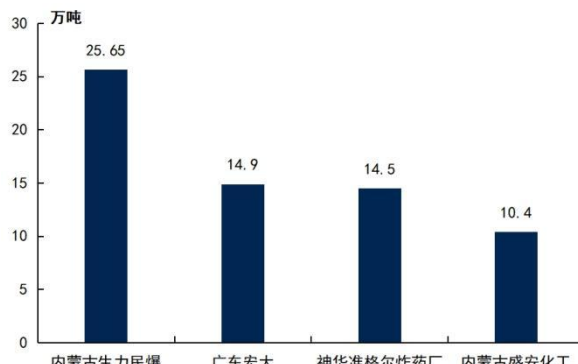
**公司工业炸药产能遍布全国，重点布局工业炸药需求旺盛地区。**广东宏大在收购民爆企业后，为满足自身矿山服务业务所需，一般会在公司内部进行产能调配，将东部地区过剩产能调配到新疆、西藏等工业炸药需求旺盛地区，且在产能调配的同时实现现场混装炸药产能占比的提升。目前，广东宏大的工业炸药产能主要分布在内蒙古、广东、辽宁、甘肃、新疆、西藏、黑龙江等地。据中国爆破器材行业协会数据，2023 年中国工业炸药产能排名前五的省份分别为内蒙古、山西、新疆、四川、辽宁，其中在内蒙古、辽宁，广东宏大分别拥有工业炸药产能 14.9 万吨/年、8 万吨/年，均排名区域第二。此外，近几年来，广东宏大正加大向新疆、西藏等民爆需求旺盛省区调配产能，以满足自身在新疆（煤矿）、西藏（铜矿）等地承接的矿服订单需求。

图30: 2023 年工业炸药产量排名前五省份



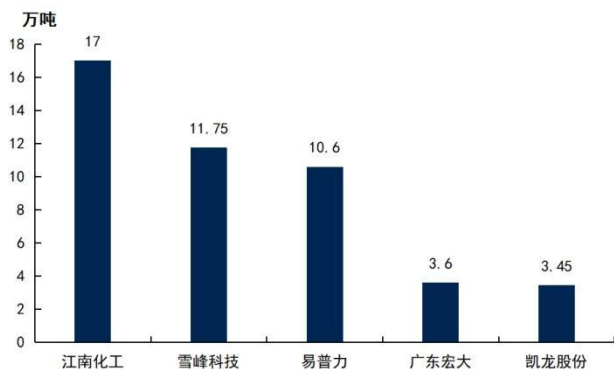
资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

图31: 内蒙古主要民爆企业工业炸药产能



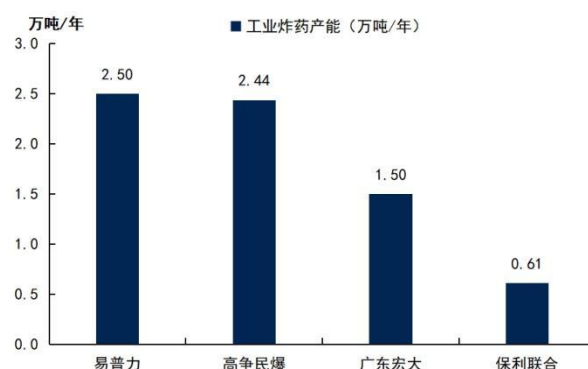
资料来源: 各公司公告、环评公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 新疆主要民爆企业工业炸药产能



资料来源: 各公司公告、环评公告, 国信证券经济研究所整理

图33: 西藏主要民爆企业工业炸药产能



资料来源: 各公司公告、环评公告, 国信证券经济研究所整理

## 广东宏大现场混装炸药占比超 50%，深度赋能其矿服业务

现场混装炸药具有诸多优点，政策鼓励民爆企业提高现场混装炸药产能占比。工业炸药按其生产方式可划分为固定生产线生产和现场混装两种方式，其中，现场混装方式具有机械化、高效率作业，同时也省去了工业炸药的众多储存、流通环节，大大提高了工业炸药使用的安全性，也降低了流通成本，是当今工业炸药技术的一个主要发展方向。据 2018 年发布的《工业和信息化部关于推进民爆行业高质量发展的意见》，民爆企业现场混装炸药产能占比应当达到 30%，不足 30%的将核减差额部分 50%的包装炸药许可产能。《民爆行业“十四五”规划》进一步指出，到 2025 年民爆企业现场混装炸药许可产能占比应 $\geq 35\%$ 。

现场混装炸药产量占比将倒逼行业中小产能出清或寻求被收购机会。我们认为，现场混装炸药多用于民爆企业的爆破服务业务，头部民爆企业爆破服务业务规模不断扩大，现场混装炸药产量占比普遍较高；而中小民爆企业爆破服务业务规模普遍偏小，业务开展更多依赖将包装炸药卖给民爆销售企业，现场混装炸药销售应用场景受限。因此，政策指引提升民爆企业现场混装炸药产能占比将倒逼中小民爆企业工业炸药产能出清或寻求被收购机会，利好爆破服务业务规模较大的民爆企业市场份额提升。

表2: 现场混装炸药的五大优势

优势	具体解释
更安全	混装炸药在装入炮孔之前属于非爆炸性的半成品，在装入炮孔并经敏化之后才成为真正意义上的炸药，半成品在生产、运输、储存环节的安全等级高，而且混装炸药的中间体乳胶基质属于氧化剂，无雷管感度，不会存在炸药流失的安全隐患，更有利于地区防恐。
更高效	露天爆破采取机械化装药的方式，装药效率可达到 250kg/min，所需作业人员少，在大直径中深孔爆破和水孔复杂条件下爆破，装药效率可达人工装药方式的 30 倍；地下等狭小空间的爆破，可采取双管机械化装药的方式，装药人员可减少 30%，装药时间可减少 50%。
更经济	现场混装炸药采取全耦合装药方式，线装药密度大，钻爆参数可扩大 20%-40%，可节约钻爆成本；通过提供装药到炮孔的“一站式”服务，可减少炸药流转的中间环节，可通过“甲供材”直供的方式来控制建设成本。
更优质	混装炸药装药连续性好，不存在“断药”、“断爆”等施工质量问题；同时，混装炸药耦合装药方式，能量利用率高，有利于改善破岩效果，提高循环进尺效率。
更环保	混装乳化炸药的配方采取零氧平衡设计，其“油包水”结构使水油两相可达到准分子结合的程度，爆破产生的有毒气体少，而且爆破现场不存在包装废弃物。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理



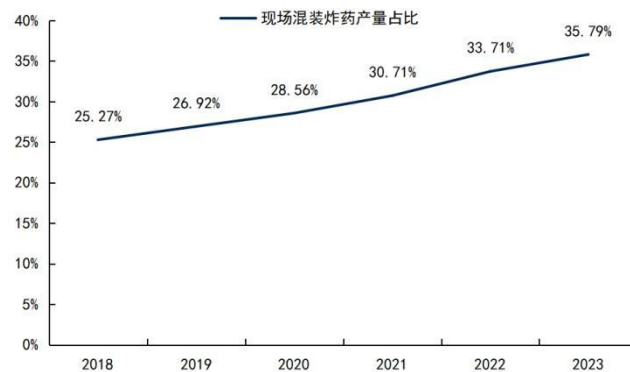
现场混装炸药产量占比持续提升，产品结构不断优化。我国现场混装炸药产量由2018年的108.1万吨增长至2023年的163.97万吨，年均复合增长率为8.69%；2023年现场混装炸药产量占工业炸药总产量比例达35.79%，较2018年提升了约10.5个百分点，工业炸药的产品结构不断优化。

图34：2018-2023年中国现场混装炸药产量



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图35：2018-2023年中国现场混装炸药产量占比



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

广东宏大现场混装炸药产能占比达54.66%，深度赋能公司矿山服务业务。2023年，广东宏大拥有工业炸药实际许可产能49.4万吨/年，产能利用率为84.27%，其中固定线产能22.4万吨/年，产能利用率为90.50%；混装产能27万吨/年，产能利用率为79.11%（混装产能利用率偏低系公司产能调配与矿服业主开采时间周期不同步所致）。广东宏大现场混装炸药产能占比达54.66%，产量占比51.31%，产能占比高于政策指引目标。广东宏大的现场混装炸药产能主要服务于自身承接的矿山爆破服务项目所需，其“混装爆破一体化服务”业务覆盖广东、河南、新疆、西藏、江西、甘肃、辽宁、黑龙江多省，依托于自身现场混装炸药产能优势，广东宏大在矿山总承包业务中打造出自身核心竞争力与业务壁垒，新签矿山服务服务订单数量和金额增速远高于行业平均水平。

图36：广东宏大现场混装炸药地面站分布



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图37：广东宏大现场混装炸药地面站及混装炸药车

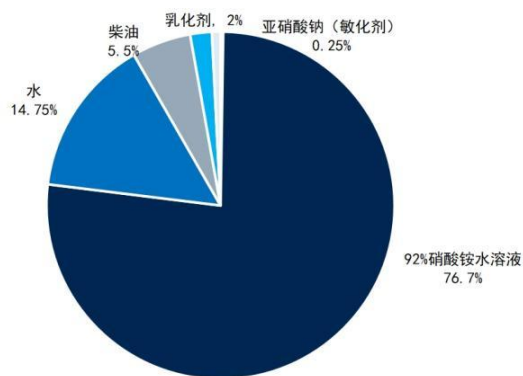


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 工业炸药原材料硝酸铵价格下行，公司盈利能力有望持续修复

硝酸铵是工业炸药最主要的原材料，其价格变动会直接影响公司盈利水平。据葛洲坝易普力四川爆破工程有限公司米易生产点变更技术改造项目环评公告，现场混装乳化炸药产品配方中 92%硝酸铵水溶液占比达 76.7%，是工业炸药最主要的原材料，因此硝酸铵的价格波动会对公司的利润水平会产生一定影响。据中国爆破器材行业协会数据，民爆生产企业的利润率与硝酸铵价格走势大致相反，且企业的利润率变化有一定的滞后性，这与民爆企业的调价周期有关。

图38：现场混装乳化炸药产品配方



资料来源：葛洲坝易普力四川爆破工程有限公司米易生产点变更技术改造项目环境影响报告表，国信证券经济研究所整理

图39：民爆生产企业利润率与硝酸铵价格



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理  
注：民爆生产企业利润率=利润/生产总值

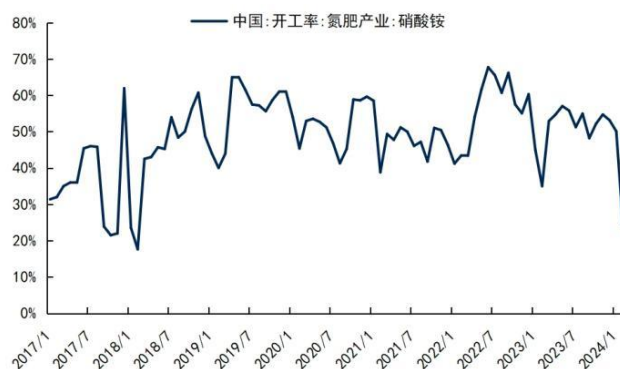
**硝酸铵供需正重新恢复平衡，公司原材料成本压力有望继续缓解。**硝酸铵是由硝酸和合成氨制得，其中合成氨的主要原料有煤、天然气等，除用于生产炸药外，硝酸铵同时也是一种氮肥，我国 70%的硝酸铵用于生产炸药，25%的硝酸铵用作化肥，因此硝酸铵价格会受到炸药、化肥供需两端的影响。2021 年第四季度煤炭价格大幅上涨，推动硝酸铵的价格从约 2200 元/吨快速上涨至最高 3300 元/吨，叠加一季度季节性淡季，民爆生产企业整体利润率从 2021 年 12 月的 17.66%跌至 2022 年 2 月的-2.37%，但民爆企业通过调价的方式很快便将成本压力转移到下游企业，行业利润率快速修复。2023 年以来，硝酸铵行业供需逐步恢复平衡，2023 年全年国内硝酸铵市场便整体保持小幅下行走势，全年跌幅约 8%，2024 年 1-2 月份，工业硝酸铵价格继续保持下降趋势，粉状硝酸铵价格为 2820 元/吨，同比下降 8.5%。**展望未来**，考虑到当前硝酸铵价格仍处于历史上较高位置，价差及盈利水平良好，行业开工率仅 50%左右，煤炭价格下降使得成本端支撑减弱，农产品价格下降使得用作化肥的需求减少，因此我们认为在不出现重大突发因素的前提下，硝酸铵价格不具备持续上涨的内在动因，2024 年国内硝酸铵价格有望延续 2023 年的小幅下降趋势，原材料跌价有望使得公司盈利水平进一步修复。

图40: 硝酸铵价格、价差走势



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理  
注：价差=工硝酸铵价格-0.46\*合成氨价格

图41: 硝酸铵行业开工率



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

## 电子雷管已基本实现全面替代，行业产值大幅提升

电子雷管具有更高的安全性、可靠性与爆破效率。工业雷管的作用是产生起爆能来引爆各种炸药及导爆索、传爆管，目前工业雷管主要分为传统工业雷管和电子雷管。传统工业雷管主要为导爆管雷管、工业电雷管，通过内置的化学延期药剂实现延期。电子雷管采用电子控制模块替代化学延期药剂实现延期，相较传统工业雷管具有更高的安全性、可靠性与爆破效率。同时，电子控制模块能够内置密码和身份码，可实现电子雷管从生产到使用的全过程管控。

表3: 电子雷管与传统工业雷管性能对比

特性	电子雷管	传统工业雷管
安全性	<p><b>社会安全性较高：</b>可通过物联智能管控，需授权使用，能够实现生产、存储、流通和使用各环节的闭环管控</p> <p><b>使用安全性较高：</b>具有抗静电、抗杂散电流功能，除专用起爆器外均不能起爆</p>	<p><b>社会安全性较低：</b>通过公安系统管控，记录流通使用记录，无法对使用终端管控，有流失隐患</p> <p>使用安全性较低：抗静电、抗杂散电流功能较差，可用普通起爆器等起爆</p>
可靠性	<p><b>可在线检测：</b>电子雷管网络在爆破前可以对网络中的每发雷管进行状态检测，能够快速进行故障定位，确保网络起爆的可靠性</p> <p><b>延期精度较高：</b>由于采用了电子控制模块实现延期，可以做到无段别区分生产和使用，延期精度可以精确到 ms，有利于优化爆破方案</p>	<p><b>检测效果较差：</b>导爆管雷管无法通过仪器检测，只能通过人工检查；电雷管可通过测量电阻检测，但检测项目有限。从而导致检测效果较差，易产生拒爆现象；</p> <p><b>延期精度较差：</b>主要依靠化学延期体来控制延期时间，存在较大的误差，为防止延期重叠，一般在延期时间上做段别划分，但即使做了段别划分，仍然会发生窜段现象，使用限制较大</p>
爆破效率	<p><b>可实现大规模高效组网：</b>组网能量强，可一次完成大规模爆破；组网连接便捷，联网快、可靠性高；能够实现可靠通讯</p>	<p><b>组网能力较差：</b>组网设计较为复杂，限制较多，大型网络设计成本较高；爆破网络连接需要现场确认装孔段别，采用胶布连接，可靠性差</p>

资料来源：盛景微招股说明书，国信证券经济研究所整理

**政策强制全面推广使用电子雷管。**《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》指出，严格执行工业雷管减量置换为工业数码电子雷管政策，全面推广工业数码电子雷管，除保留少量产能用于出口或其它经许可的特殊用途外，2022年6月底前停止生产、8月底前停止销售除工业数码电子雷管外的其它工业雷管。

**电子雷管基本实现了对工业雷管的全面替代，雷管行业产值大幅提升。**据中国爆破器材行业协会数据，电子雷管产量从2015年的0.015亿发增长至2023年的6.7亿发，年均复合增长率达114.41%；电子雷管替代率（电子雷管产量/工业雷管总产量）逐年上升，从2015年的0.12%提升至2023年的93.06%。从月度数据来看，2023年12月我国电子雷管替代率已达95.45%，电子雷管全面替代普通工业雷管的政策已实现预期效果。

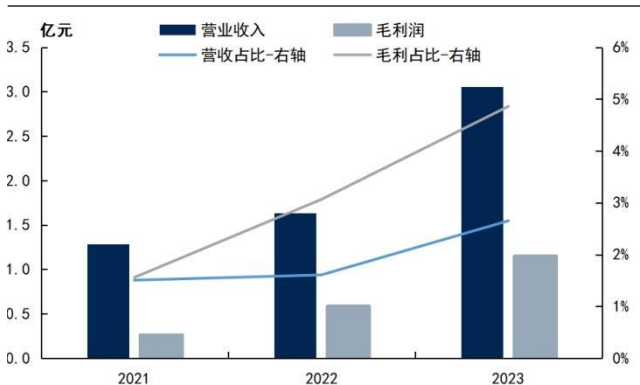
据壶化股份招股书披露，2017年其普通工业雷管平均售价1.49元/发，当年我国工业雷管产量11.99亿发；而到2023年，我国工业雷管产量7.2亿发，国泰集团2023年前三季度电子雷管平均售价14.41元/发；结合当年的电子雷管渗透率数据，我们大致测算出2017年中国普通工业雷管年产值约17.75亿元，而2023年中国电子雷管年产值约96.55亿元，是前者的5.44倍，由此可见电子雷管的全面推广使得雷管行业产值和利润水平大幅提升。

图42：2015-2023年中国电子雷管产量及替代率



资料来源：中国爆破器材行业协会，国信证券经济研究所整理

图43：2021-2023年广东宏大起爆器材营收及毛利



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司电子雷管产能充足，参股电子雷管芯片企业。**2022年以来随着电子雷管逐渐全面推广，公司起爆器材业务的营收和毛利润水平有所提升，2023年公司起爆器材业务实现营业收入3.06亿元，同比增加87.34%，营收占比2.65%；毛利润1.16亿元，同比增加96.58%，毛利占比4.86%。广东宏大现有电子雷管产能3334万发/年，另有500万发/年的在建产能，产能主要分布在广东省和甘肃省，2023年公司电子雷管产量1789.02万发，电子雷管产能充足。电子雷管成本方面，据盛景微招股说明书，2020年至2023年上半年，其电子雷管用电子控制模块销售均价一直维持在5.01-5.10元/个的区间，考虑电子雷管15元/发左右的售价，电子芯片是电子雷管最大的成本来源。值得一提的是，广东宏大参股的广州宏安芯科技有限公司是一家专注于民爆行业工业电子雷管控制模块研发和生产的高新技术企业，保障公司电子雷管生产所需电子芯片稳定供应。

表4: 主要民爆行业上市公司电子雷管许可产能

	电子雷管许可产能 (万发/年)	在建产能 (万发/年)	2023 年工业雷管产量 (万发)
保利联合	17265	11500	5200
金奥博	8522		3800
易普力	6450	3400	5300
壶化股份	5880		4800
江南化工	3670		2617
广东宏大	3334	500	1900

资料来源: 中国爆破器材行业协会, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理  
注: 产量数据为行业协会数据

## 公司是国内矿服项目最齐全的矿山民爆一体化服务商之一

### 公司提供矿业一体化解决方案, 矿服项目齐全

广东宏大的矿服板块以宏大爆破工程集团为主体, 整合福建新华都工程、湖南涟邵建工、鞍钢矿业爆破、鞍钢矿山建设、北京中科力爆炸技术工程等专业化矿业工程服务公司, 专注于大中型露天矿山、地下矿山以及现场混装炸药三大核心业务, 为全球矿山客户提供首创的矿业一体化解决方案服务。

广东宏大的矿服业务范围主要涉及矿山规划设计、矿山建设、采矿运营三大环节, 具体包括可研咨询、矿业开发方案优化设计、矿山基建、民爆生产、矿山剥离、爆破工程、矿石运输、矿山回填复绿、尾矿库建设以及矿山整体运营管理, 在部分项目还会涉及矿石采选服务。从下游服务矿产品种看, 目前公司矿服业务主要服务矿种形成了以金属矿为主, 煤矿和砂石骨料矿次之的发展格局, 目前运营在建矿山项目超过 100 个, 施工区域遍布全国三十多个省、市、自治区以及一带一路沿线国家, 客户主要以国内大型央企、国企为主。

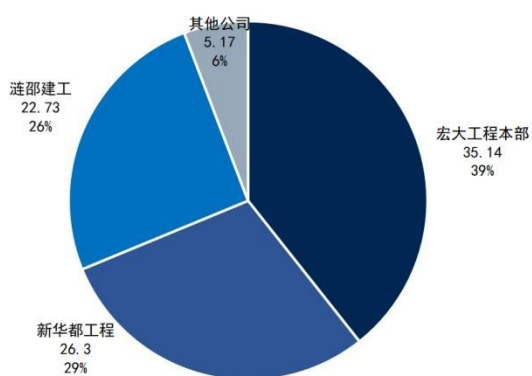
图44: 矿山开发服务行业产业链



资料来源: 广东宏大、金诚信、易普力招股说明书, 国信证券经济研究所整理

按照开采方式不同，矿山开发服务业分为地下和露天矿山开发服务两种类型。地下开采是指对埋藏地下较深或不适合露天开采的矿产资源通过竖井或斜井、斜坡道等途径进入地下的开采方式，包括四个环节：矿床开拓、采准、切割和回采。露天开采指对露出地表或埋藏较浅的矿产资源剥离表土后的直接开采，是通过移走矿体表面的覆盖物，从敞露地表的采矿场采出有用矿物的过程，主要包括穿孔、爆破、采装、运输和排土等流程。地下开采的特点是开采难度大、规模小、成本高；露天开采的特点是开采难度小、规模大、成本低，我国的民爆企业一般只涉及露天矿山的开采服务，较少涉及地下采矿，而广东宏大的矿山服务业务形成了以大中型露天矿山为主、地下矿山为辅的发展格局。

图45: 2023年广东宏大矿服务营收构成（按业务主体）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图46: 2016-2023年广东宏大矿服务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

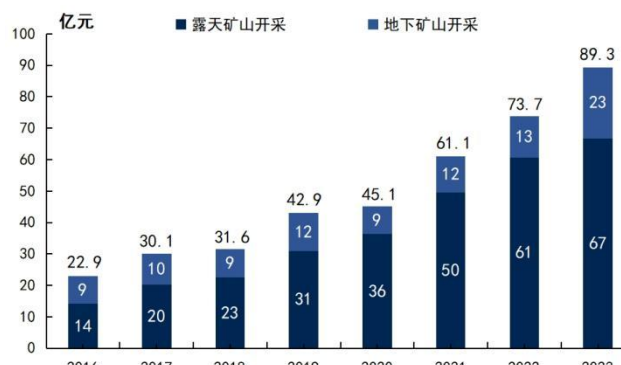
公司矿服务营收和利润稳健增长，在手订单充足。2016-2023年，公司的矿服务营业收入从22.89亿元增长至89.35亿元，CAGR为21.48%。从矿服务的营收构成看，2023年公司矿服务总营收89.35亿元，其中露天矿山开采占66.78亿元，占比74.75%，地下矿山开采占22.56亿元，占比25.25%。订单方面，目前公司在手订单超300亿元，为未来三年矿服务业绩提供了有力保障。

图47: 广东宏大矿服务营收和毛利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图48: 广东宏大矿服务营收构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表5: 广东宏大矿服业务三大板块代表项目**

分类	项目名称
<b>露天矿山板块</b>	
煤矿项目	神华准能哈尔乌素露天煤矿特大型设备采矿工程
	神华宁夏煤业汝箕沟露天煤矿剥离工程
	神华宁夏煤业惠农露天煤矿剥离工程
	伊泰集团纳林庙煤矿老采空区灾害治理工程
	北方魏家峁煤电有限责任公司露天煤矿钻爆工程
铁矿项目	河南舞钢经山寺露天铁矿采剥工程
	太钢矿业峨口铁矿采剥工程
	田家沟钒钛磁铁矿采矿工程
有色金属矿项目	河南舞钢扁担山露天铁矿采矿工程
	紫金矿业紫金山金铜矿露天采剥工程
	紫金矿业多宝山铜矿露天采剥工程
	广东大宝山铜硫矿露天采剥工程
化工项目	西藏玉龙铜业股份有限公司矿山采剥工程
	新疆宝明矿业有限公司油页岩矿采剥工程
	新疆宝明矿业有限公司吉木萨尔县石场沟油页岩采剥工程
建材类项目	广东省云浮硫铁矿露天采剥工程
	广州顺兴石场项目
	浙江交投 1500 万吨/年舟山大皇山建筑石料矿
	海螺水泥广东清新水泥有限公司石灰石矿工程
	广州谷城集团有限公司婆坑矿区建筑用砂岩矿工程
<b>地下矿山板块</b>	
采矿工程	山东能源会宝岭铁矿采矿工程
	昆钢集团大红山铁矿采矿工程
	金川集团龙首矿采矿工程
	中铝云铜集团大红山铜矿采矿工程
	三峡集团贵州李家湾锰矿采矿及公共系统运行
千米以上超深竖井	招金集团瑞海超深竖井掘砌工程
	三峡集团贵州李家湾锰矿主副井井巷及安装工程
	昆钢集团大红山铁矿 400 万吨/年二期基建工程废石箕斗竖井工程
	招金集团莱州市瑞海矿业有限公司主井、3#措施井建设工程
系统工程	华夏建龙本溪龙新矿业有限公司思山岭铁矿 1#、2#主井工程
	中铝云铜普朗铜矿溜破系统工程
	山东能源集团会宝岭铁矿主井溜破系统及设备安装工程（太阳杯、优质工程）
	首钢滦南马城矿业有限责任公司马城铁矿 3#主井开拓系统工程
海外项目	首钢滦南马城矿业有限责任公司马城铁矿 1#进风井开拓系统工程
	河北钢铁集团黑山铁矿溜破系统工程
	紫金矿业塞尔维亚 timok 铜金矿项目 1#探矿竖井系统工程
	塞尔维亚紫金波尔 JM 矿、ZB 金矿井巷工程（第一标段）
矿、土、安总承包工程	塞尔维亚紫金丘卡卢-佩吉铜金矿 UZ-2#矿体井巷工程
	湖北大冶井架安装
	广东河源矿、土、安工程
	江西乐平矿、土、安工程
	张家界水绕四门旅游观光电梯（百龙旅游电梯）工程
<b>混装炸药板块</b>	
广东云浮地面站	该地面站炸药生产能力为 15000t/a，远程配送涉及广东省云浮、阳江、广州、清远、韶关等 11 个矿山，最大配送半径约 500km
西藏玉龙地面站	该地面站炸药生产能力为 8000t/a，是世界现有海拔最高地面站
鞍矿爆破大孤山地面站	该地面站炸药生产能力为 80000t/a，地面站远程配送范围涉及鞍山、辽阳、本溪、大连等 4 市范围内 12 个矿山，最远配送距离达 500 公里

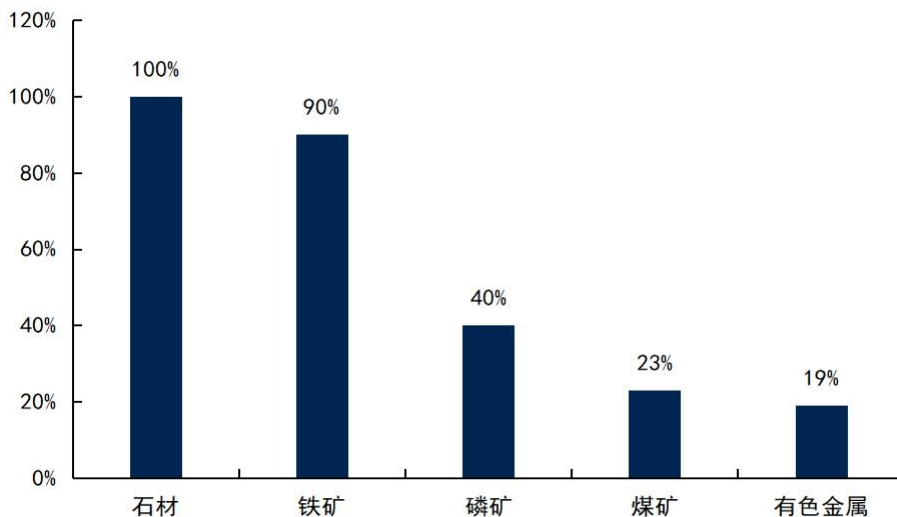
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 露天矿山产量占比提升，爆破服务需求大幅增加

**露天矿山产量占比提升。**目前市场上的矿山开发服务商按照开采方式划分为露天矿山开发服务商和地下矿山开发服务商，民爆企业大多从事露天矿山开发服务。目前，我国露天矿采出的铁矿石占 90%、磷矿占 40%、煤矿占 23%、有色金属占 19%，随着我国矿产资源开发向中西部地区转移，露天矿山的产量占比越来越大。

**相比于井下矿山，露天矿山的民爆制品使用量大幅增加，**以煤炭开采为例，《山西省应急管理厅关于切实加强我省矿山井下民爆物品安全管理的通知》便要求各矿山要推动矿山企业主动减少甚至取消井下爆破作业，降低井下使用民爆物品带来的安全风险；而露天采矿作业主要包括穿孔、爆破、采装、运输和排土，爆破是其中非常重要的一环，爆破费占据了露天采矿总费用的 15-20%。

图49：中国主要矿产资源露天开采比例



资料来源：中国矿业科技网、智研咨询、中国有色金属工业协会，国信证券经济研究所整理

**以煤炭为例，露天煤矿贡献我国绝大多数煤炭产量增量，有效提振民爆制品需求。**2013—2022 年，露天煤矿产量从 5.2 亿吨增长到 10.57 亿吨，净增 5.37 亿吨，占全国煤炭增长量的 91%，占全国煤炭总产量的比重由 13.1% 增长至 23%，露天煤矿以占比约 8% 的煤矿数量贡献了全国约 23% 的煤炭产量。从地区分布看，内蒙古和新疆两地的露天煤矿数量和产能占比分别达到全国的 75% 和 85% 左右，其中新疆 2022 年露天煤矿产量 3.2 亿吨，占新疆煤炭总产量的 77%，在此背景下，新疆工业炸药产量增速远高于其他省份，年均复合增速也高于新疆原煤产量增速。

展望未来，2022 年我国露天煤矿的产量占比为 23%，远低于国家“十五五”末规划的 30% 目标，更与澳大利亚、印尼等主要产煤国家 70%-90% 以上的露天煤炭开采占比有较大差距，露天煤矿产量仍有巨大的增长空间，中产期都将对民爆制品与爆破服务需求形成有力支撑。



图50: 中国露天煤矿年产量及占煤炭总产量比例



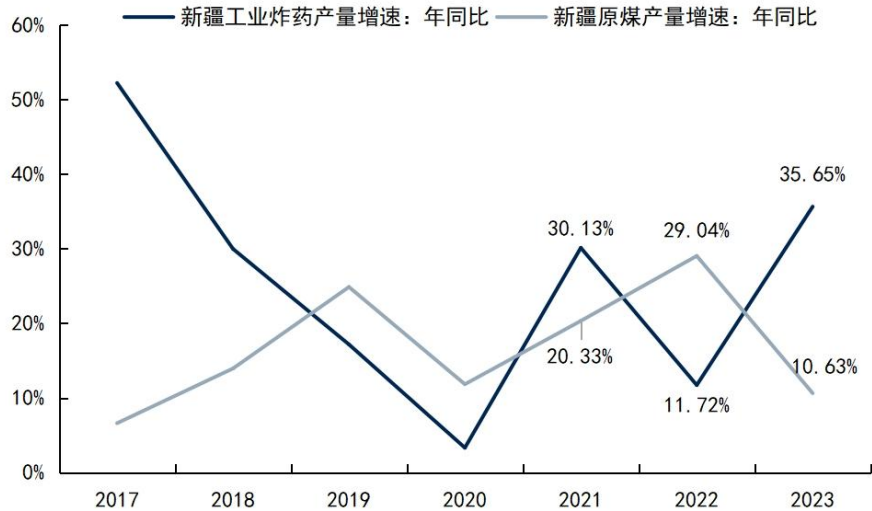
资料来源: 才庆祥,《中国露天煤矿 70 年成就回顾及高质量发展架构体系》[J]. 煤炭学报:1-25[2024-01-29], 国信证券经济研究所整理

图51: 中国不同发展阶段下典型露天煤矿分布情况



资料来源: 才庆祥,《中国露天煤矿 70 年成就回顾及高质量发展架构体系》[J]. 煤炭学报:1-25[2024-01-29], 国信证券经济研究所整理

图52: 新疆工业炸药产量增速与原煤产量增速

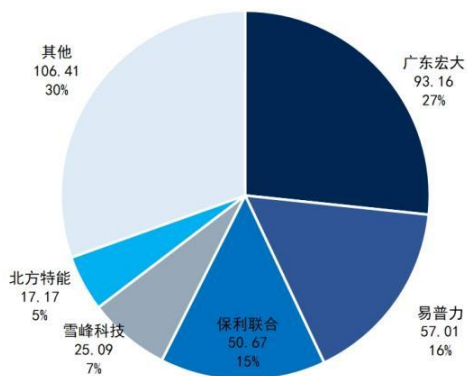


资料来源: Wind、中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

### 矿山爆破工程行业市场竞争格局有望持续改善

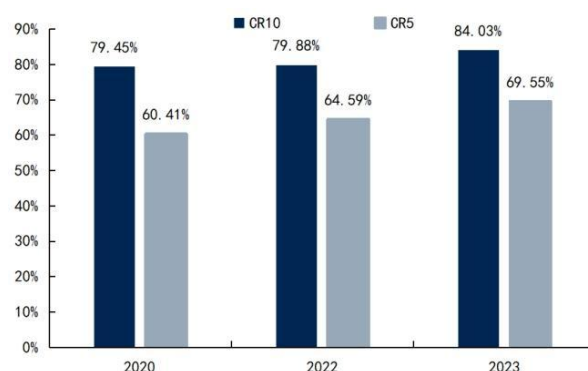
矿山爆破工程行业集中度不断提升, 广东宏大市场份额国内第一。露天矿山开采需要频繁应用爆破工程, 随着我国供给侧结构性改革不断推进, 小型矿山逐渐退出, 中大型矿山开采成为未来矿业发展趋势。中大型矿山开采工程项目规模大, 由于开采周期较长、施工难度较大, 对安全、环保要求较高, 从而对矿山开发服务企业的资质、施工能力、资金实力、行业经验等有非常高的要求, 市场进入门槛较高, 一定程度上限制了市场参与者的范围, 具有资质、技术、设备优势的企业在大中型露天矿山采剥服务领域占据主导地位。目前我国大型矿山开采服务行业中行业资质等级较高、年收入规模较大的民爆行业企业主要为广东宏大、易普力、保利联合等少数几家, 2023 年广东宏大的市场份额分别为 27%。从行业向头部企业集中趋势看, 爆破服务行业 CR5 已从 2020 年的 60.41%提升至 2023 年的 69.55%, 我们预计广东宏大作为行业头部企业, 矿服经验丰富、过往口碑良好, 新获取订单能力较强, 未来市场份额将会进一步提升。

图53: 2023 年中国爆破服务行业各公司市场份额



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

图54: 2020-2023 年中国爆破服务行业市场集中度



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

### 公司地下矿山业务增速亮眼, 不断完善矿服业务产业链

子公司涟邵建工具有丰富的地下采矿工程建设经验。民爆企业一般从事露天矿山开发服务, 广东宏大把业务范围扩展到地下矿山服务, 由子公司涟邵建工具体承接。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, 具有丰富的地下采矿工程建设经验。服务的业主有紫金矿业、国家电投、中国铝业、首钢集团、五矿集团、中国大唐、山东黄金、山东能源集团等大型企业集团, 项目分布地域遍布湖南、贵州、云南、江西、广东等多省份。地下采矿环境复杂, 施工难度较大, 涟邵建工的科研优势和施工实力为其创造了较大的竞争优势, 不可替代性更强, 使其具有更强的业务开拓能力和抗风险性。

公司地下矿山服务业务在 2023 年实现营业收入 22.56 亿元, 同比增加 72.74%; 实现毛利润 3 亿元, 同比增加 36.10%, 营收和净利润增加主要系公司国内前期新签订单得到释放以及海外业务营收增加。

图55: 2016-2023 年广东宏大地下矿山服务业务营收



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图56: 2016-2023 年涟邵建工营收和净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**连邵建工海外业务快速推进。**近些年连邵建工抓住“一带一路”契机，积极开拓海外市场，承建的工程有：塞尔维亚紫金 Timok 金矿建井及采矿工程（500 万吨/年）、丘卡卢-佩吉铜金矿下部工程、JM 矿建井工程、UZ 矿建井工程；圭亚那奥罗拉金矿地采一期主副井及附属工程；哥伦比亚 Buritica 金矿采掘工程；老挝中农钾肥东泰矿区采掘工程（800 万吨/年）等，海外项目已成为公司地下矿山服务业务重要的营收和利润来源。

表6: 连邵建工采矿工程一览表

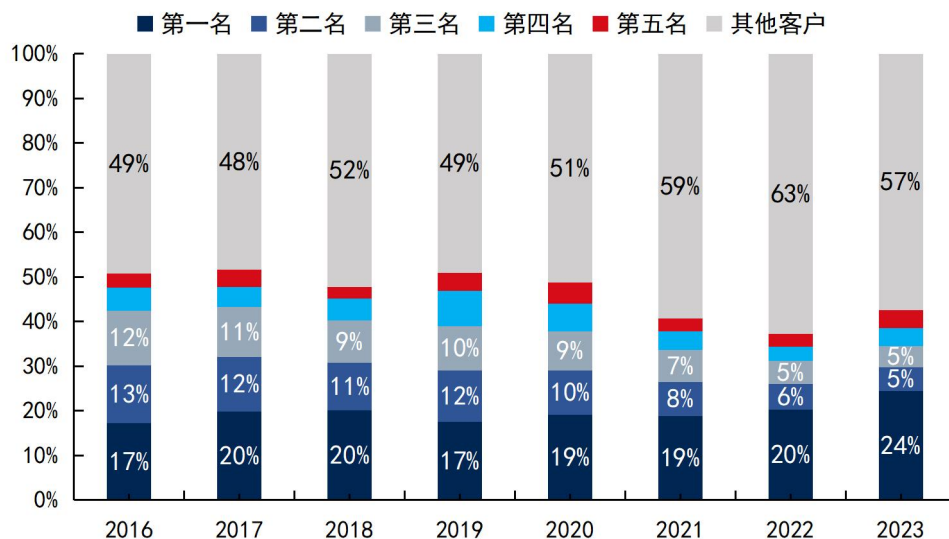
序号	工程名称	工程概况	备注
1	山东会宝岭铁矿采矿工程	矿石生产规模 500 万吨/年	2013 年度-今连邵建工 300 万 t/a
2	昆钢大红山铁矿采矿工程	矿石生产规模 400 万吨/年 (全矿井井下 800 万吨/年)	2015 年开始约 10 年连邵建工 250 万 t/a
3	江西铜业股份有限公司永平铜矿采矿工程	矿石生产规模 165 万吨/年	2010 年度-今
4	云南黄金集团红牛铜矿采矿工程	矿石生产规模 132 万吨/年	2016 年度-今
5	康家湾矿九中段及以上区段采掘出钻维修生产项目	矿石生产规模 60 万吨/年	2019 年开始
6	甘肃洛坝有色金属集团有限公司采矿工程	矿石生产规模 75 万吨/年	2019 年开始
7	云南大红山铜矿采矿工程	矿石生产规模 150 万吨/年	2018 年度-今
8	金川集团龙首矿西二采区无底柱分段崩落法工业化试验		科研试验
9	贵州李家湾锰矿采矿及公共系统运行	矿石生产规模 60 万吨/年	2017 年度-今
10	西溪堡锰矿北矿段采矿及公共系统运行	矿石生产规模 20 万吨/年	2018 年度-今
11	塞尔维亚紫金 Timok 金矿建井及采矿工程	500 万吨/年	
12	塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿下部工程、JM 矿建井工程、UZ 矿建井工程		
13	哥伦比亚 Buritica 金矿采掘工程		
14	老挝中农钾肥东泰矿区采掘工程	800 万吨/年	

资料来源：连邵建工官网，国信证券经济研究所整理

## 公司矿服业务秉承“大项目、大客户”战略，客户粘性强

**公司矿服板块秉承“大项目、大客户”战略**，深耕新疆、内蒙、西藏等富矿带重点区域，加强大客户、大项目管理，推动公司长期稳健高质量发展。2023 年广东宏大来自前五大客户的营收合计 49.08 亿元，较 2016 年增长 301.28%，占公司总营收的 42.53%，其中来自第一大客户的营收达 28.27 亿元，占比 24.49%。

图57：2016-2023年广东宏大前五大客户营收占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**矿山业主不轻易更换矿服供应商，客户粘性强。**大中型矿山项目往往规模大、周期长，需要稳定的服务支持，因而更倾向于选择资质齐全、经验丰富、口碑良好、民爆产能充足的矿服企业，此外矿山服务需要大量的设备和资本投入，部分大型矿山往往需要民爆企业在矿山周边建设专供该矿山生产的现场混装炸药地面站，对民爆矿服企业的资金实力和混装炸药产能提出了较高要求，因此矿山业主在选定矿服供应商后，不会轻易更换，客户粘性强。

广东宏大拥有矿山工程施工总承包一级资质、爆破作业单位许可营业性一级资质等工程施工资质，是国内产业链最广、服务能力最强的矿服企业之一，施工经验和行业口碑良好，大客户开拓能力较强。近些年来，公司与紫金矿业、鞍钢集团、神华集团等长期大客户已形成紧密、稳定的合作关系，为公司提供了稳定的收入和利润来源。

表7：2015-2017年广东宏大前五大客户及营收占比

序号	2015年度		2016年度		2017年度	
	客户名称	占年销售总额比例	客户名称	占年销售总额比例	客户名称	占年销售总额比例
1	广东省民用爆破器材有限公司	14.05%	鞍钢集团矿业有限公司	17.21%	鞍钢集团矿业有限公司	19.78%
2	鞍钢集团矿业公司	9.16%	广东省民用爆破器材有限公司	13.02%	紫金矿业集团股份有限公司	12.35%
3	鞍钢集团鞍千矿业有限责任公司	8.32%	紫金矿业集团股份有限公司	12.20%	广东省民用爆破器材有限公司	11.16%
4	宁夏泰华大石头煤业有限公司	7.25%	广东省大宝山矿业有限公司	5.21%	内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	4.39%
5	舞钢中加矿业发展有限公司	4.44%	贵州湘能实业有限公司	3.08%	西藏玉龙铜业股份有限公司	3.95%
	合计	43.22%	合计	50.72%	合计	51.63%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 收购新华都工程，与紫金矿业形成长期稳定合作关系

福建省新华都工程有限责任公司主营凿岩与混装爆破一体化、铲装、运输、机电安装和矿山建设、尾矿坝工程建设以及矿山生产运营总承包等，是广东宏大矿服业务的重要主体公司。

新华都工程创立于1997年5月，在公司起步和成长的道路上，烙下陈发树、柯希平、郑明钊等企业人接力出资及为之致力经营管理的足迹。公司力助紫金矿业逾越1998-2000年的矿业寒冬，并为紫金矿业的股份制改革和发展做出重要贡献，也伴随着紫金矿业的发展而成长。2016年，广东宏大以8.74亿元收购新华都工程100%股权。自2016年成为广东宏大子公司以来，新华都工程的营收和净利润实现稳步增长，营业收入从2016年的6.6亿元增长至2023年的26.3亿元，CAGR为21.83%，同期净利润由0.7亿元增长至2.4亿元，CAGR为18.94%。

图58：2013-2023年新华都工程营收及净利润



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理  
注：2020/2021年数据缺失

图59：新华都工程提供的典型工程服务



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新华都工程是紫金矿业服务周期最久的矿服供应商之一，双方建立起长期稳固合作关系。自创办以来，新华都工程长期承担全国最大的黄金矿山上杭紫金山金铜矿，以及全国第二大铜矿紫金矿业多宝山铜矿的开采任务，是紫金矿业服务周期最久的矿服供应商之一，据公司定增招股说明书数据，2015年新华都工程对紫金矿业销售收入6.12亿元，营收占比达89.35%。2019年新华都工程前五大矿山工程项目收入中前四大均为紫金矿业的矿服项目，营收占比91.70%。另据紫金矿业公告，截至2019年6月末、2020年6月末，新华都工程均位列紫金矿业应付账款单位的首位。

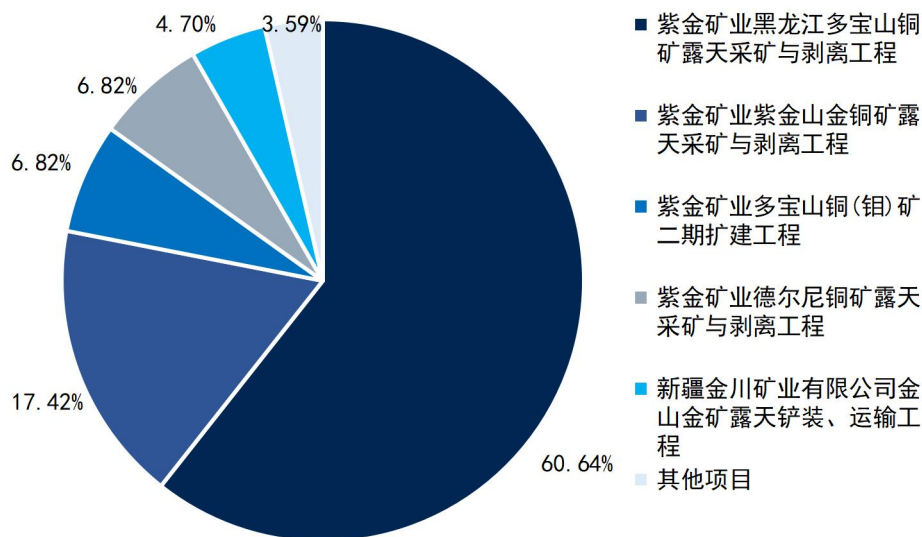
此外，新华都工程还与三安集团、金川矿业、恒兴矿业、广东广汇等矿业集团、上市公司建立战略合作伙伴关系和良好合作关系，并先后承担了青海德尔尼铜矿、陇南紫金金矿、新疆恒兴金矿等大中型露天矿山的采矿、尾矿库建设等工程。

表8: 新华都工程前五大客户销售情况

排名	2013 年度		2014 年度		2015 年度	
	客户名称	营收占比	客户名称	营收占比	客户名称	营收占比
1	紫金矿业	76.73%	紫金矿业	88.99%	紫金矿业	89.35%
2	新疆金川矿业	8.79%	新疆金川矿业	5.72%	新疆金川矿业	4.48%
3	湖南三安矿业	8.10%	格尔木胜华矿业	2.05%	格尔木胜华矿业	3.60%
4	格尔木胜华矿业	4.43%	湖南三安矿业	1.89%	新疆雪峰爆破工程	1.14%
5	新疆雪峰爆破工程	1.69%	新疆雪峰爆破工程	0.96%	安徽庐江龙桥矿业	0.48%
	合计	99.74%		99.61%		99.05%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图60: 2019 年新华都工程前五大矿山工程项目收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表9: 紫金矿业应付账款前五名的构成情况

排名	2019 年 6 月末		2020 年 6 月末	
	名称	占比	名称	占比
1	新华都工程	4.79%	新华都工程	6.45%
2	温州通业建工	3.25%	福建兴万祥建设	5.04%
3	温州矿山井巷工程	2.33%	温州通业建工	4.12%
4	福建兴万祥建设	3.76%	温州矿山井巷工程	2.34%
5	JP EPS BEOGRAD BEOGRAD	1.43%	上海增符金属材料	1.83%

资料来源: 紫金矿业公告, 国信证券经济研究所整理

收购新华都工程后公司对紫金矿业的矿山服务范围逐渐扩大。广东宏大在完成对新华都工程的收购后，与紫金矿业的合作不断加深，一方面继续服务紫金矿业黑龙江多宝山铜矿露天采矿与剥离工程、紫金山金铜矿露天采矿与剥离工程等新华都工程原有矿服项目，一方面积极承接紫金矿业新建矿山的矿服订单，并跟随紫金矿业出海，如子公司涟邵建工便承接了塞尔维亚紫金 Timok 金矿建井及采矿工程（500 万吨/年）、哥伦比亚 Buritica 金矿采掘工程等海外项目，随着紫金矿业近些年开矿节奏加快，广东宏大承接了一批紫金矿业新矿山的矿服业务，与紫金矿业的合作不断深入。2016 年，新华都工程并表后紫金矿业首次出现在广东宏大前五大客户中，占比 12.2%，排名第三，2017 年占比 12.35%，排名第二。

### 跟随中国矿企出海，公司海外业务增速较高

公司跟随国内矿企出海，业务范围遍布“一带一路”沿线国家。公司紧跟国家政策，参与“一带一路”建设，加快出海步伐，公司在巴基斯坦、塞尔维亚、哥伦比亚、圭亚那、老挝、马来西亚等多个一带一路沿线国家均有开展矿山工程施工服务。公司海外业务主要跟随国内矿企业主在海外新建的矿山展开，如公司承接了紫金矿业在塞尔维亚、哥伦比亚、圭亚那等多个国家的矿山服务项目。未来，公司将以“塞尔维亚”作为海外发展的基本盘，重点布局中非和南美区域。

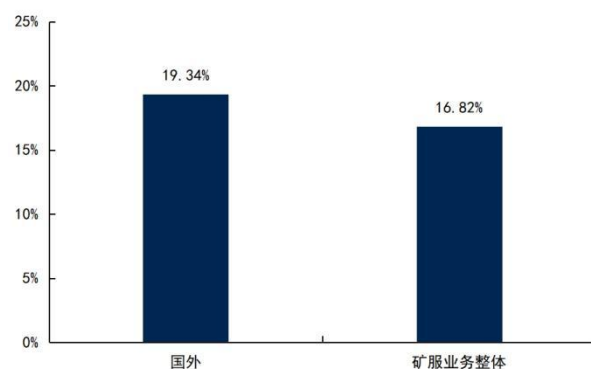
海外矿服业务毛利率高于国内，公司正积极推进海外炸药厂投资。2023 年，公司海外业务收入合计 9.44 亿元，营收占比 8.18%，较 2022 年同比增长 33.24%，2016-2023 年公司海外业务营收 CAGR 达 58.04%，海外业务规模不断扩大，未来仍有很大的市场空间。公司目前在海外无民爆产能，海外业务均为矿山服务业务，所需原材料如工业炸药、雷管需外采，在此背景下公司海外业务的毛利率仍达到 19.34%，高于公司矿服业务整体的 16.82%的毛利率。据公司年报披露，目前公司正积极探索海外炸药厂投资的可行性，若海外炸药厂建设顺利推进，则未来公司海外业务的原材料成本将得到改善，毛利率有望进一步提升。

图61：2016-2023 年广东宏大海外营业收入及占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图62：2023 年广东宏大海外业务与矿服业务整体毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 10: 广东宏大海外代表矿服项目

工程名称	业主	承建单位
巴基斯坦塔尔煤田剥离工程	巴基斯坦信德-安格鲁煤矿公司	宏大工程巴基斯坦塔尔煤田项目部
圭亚那奥罗拉金矿地采一期主副井及附属工程	紫金矿业	宏大工程圭亚那奥罗拉项目部 宏大工程哥伦比亚武里蒂卡井巷开拓项目部
哥伦比亚武里蒂卡井巷开拓项目	紫金-大陆黄金公司	宏大工程圭亚那奥罗拉项目部
塞尔维亚紫金矿业 JM 矿新副井工程	紫金矿业	宏大工程圭亚那奥罗拉项目部
丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带井巷工程	紫金矿业	宏大工程圭亚那奥罗拉项目部

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

## 采矿业固定资产投资额稳步提升, 矿服行业景气长期向好

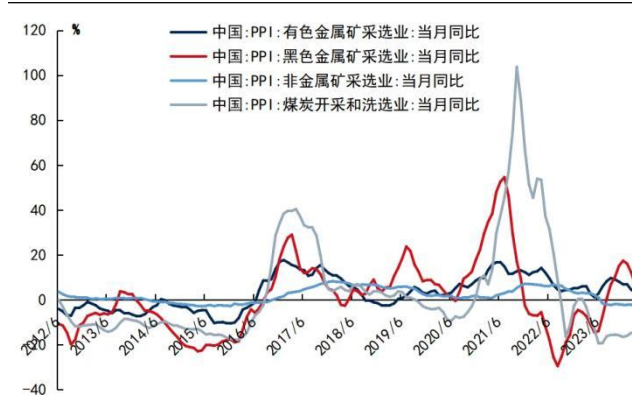
全球主要矿产产品价格中枢上移, 支撑采矿业固定资产投资额增长。2016 年以来, 全球矿业开采行业景气度逐渐恢复, 以中国为代表的发展中国家对原料需求保持持续增长, 伴随主要矿产品的生产成本中枢不断抬升, 全球主要矿产产品价格保持趋势性上涨。2021 年以来, 世界经济预期处于平稳增长态势, 对能源及重要矿产品的需求有望保持稳步增加, 同时地缘局势持续动荡, 主要矿产价格保持高位震荡, 刺激矿产固定资产投资增长, 继而带动矿产资源和民爆需求增加。

图 63: 典型金属品种近年来价格走势



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

图 64: 主要矿产采选业 PPI



资料来源: 中国爆破器材行业协会, 国信证券经济研究所整理

民用爆炸物品主要用于煤炭、金属和非金属矿山的开采, 这三类矿山开采所需的炸药量共占民爆产品销售总量的近 75%, 因此, 相关产业政策和运行情况的变化直接影响民爆行业的运行态势。2023 年, 我国采矿业、煤炭开采业、有色金属开采业、非金属矿产开采业、基础设施建设的固定资产投资额均创下历史新高, 且均较 2020 年有较大幅度增长。近些年民爆下游行业固定资产投资额提升, 考虑下游固定资产投资传导到上游民爆企业的业务需要一定时间, 因此我们预计民爆制品和爆破服务的需求有望持续提升, 中长期支撑民爆行业延续高景气度。

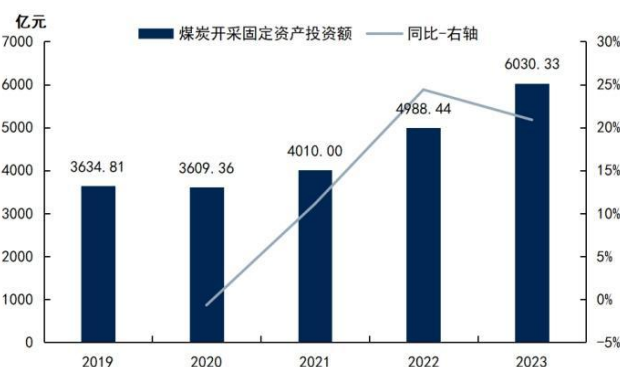


图65: 2019-2023 年中国采矿业固定资产投资总额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图66: 2019-2023 年中国煤炭开采行业固定投资额变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图67: 2019-2023 年中国有色金属开采行业固定投资额变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图68: 2019-2023 年中国黑色金属开采行业固定投资额变化



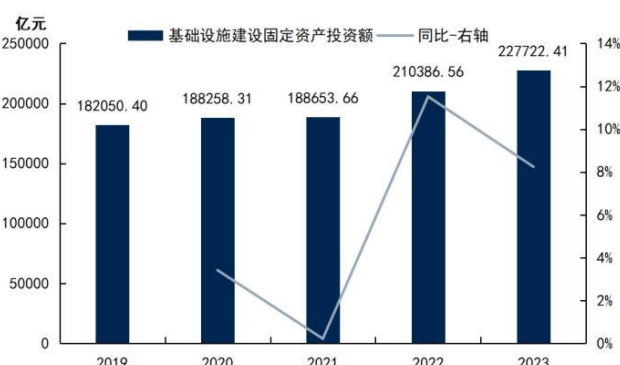
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图69: 2019-2023 年中国非金属矿开采行业固定投资额变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

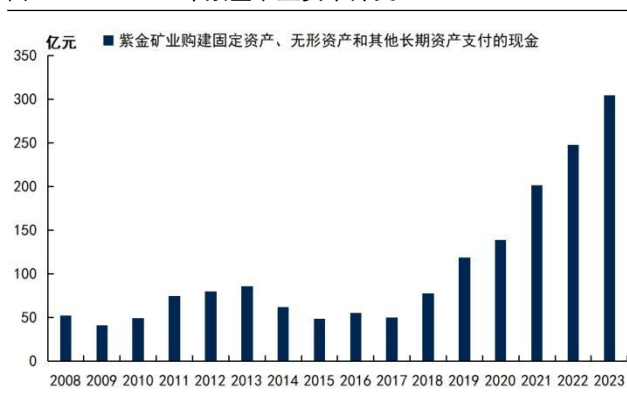
图70: 2019-2023 年中国基础设施建设固定资产投资额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**主要矿企资本开支创新高，上游矿服企业有望迎来订单签单高峰期。**主要矿产品价格价格在 2016 年触底反弹后，国内的矿山企业进入了新一轮的资本开支扩张期，我们认为伴随着上游矿企资本开支的扩张，矿山产量及新建矿山数量不断增加，在主要矿产品价格中枢不断上移的背景下，矿企业主有较强的意愿提升矿山产量，进而对矿服的需求也将同步提升。我们将广东宏大的大客户紫金矿业季度资本开支额与广东宏大的营业收入进行分析，考虑矿企资本开支传导到上游矿服企业的订单执行需要一定时间周期，将广东宏大营业收入滞后一年处理，可以发现，紫金矿业的资本开支与广东宏大滞后一年的营业收入呈现出较强的正相关关系，说明矿企的资本开支扩张最终会带来矿服企业的营业收入增长。在以紫金矿业为代表的国内主要矿企近些年持续加大资本开支的背景下，我们看好矿服企业有望迎来订单签单高峰期，广东宏大作为国内矿服业务领先的矿服企业，有望在此轮矿山资本开支扩张期拿到更多的矿服订单，持续提升矿山服务业务的市场份额。

图71：2008-2023 年紫金矿业资本开支



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图72：紫金矿业资本开支与广东宏大营业收入（滞后一年）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：滞后一年指紫金矿业 2016 年季度资本开支对应广东宏大 2017 年季度营业收入，以此类推

## 加快智能矿山建设，提高矿服业务服务水平和议价能力

随着近些年国内对于安全生产管理要求日益严格，公司在矿山服务业务中的信息化、智能化、无人化矿山建设步伐加快，先后与宁德时代、华为等企业达成深度合作，进一步提升了公司矿服业务的服务水平和议价能力。

**与宁德时代合作推出纯电矿卡，助力公司矿服业务向清洁化、智能化升级。**近些年来，随着电动车技术、电池技术的不断突破和发展，纯电矿卡的载重和续航能力也得到了显著提升，使得大型化成为可能。2020 年，广东宏大子公司宏大工程集团与宁德时代、福州群发新能源科技等共同设立宏大时代，宏大工程集团持有宏大时代 34% 的股权。2022 年以来，宏大时代先后成功推出拥有自主知识产权的纯电动非公路宽体自卸车 HC105E、HC105E1、HC130E。纯电矿卡具有零排放、动力足、能耗低、维保成本低等优势，可以提高大型矿山生产效率和效益，并推动公司矿山开采向清洁化、智能化迭代升级。

**与华为在智能矿山建设深入合作。**2024 年 3 月，广东宏大下属宏大爆破与华为签订全面合作协议，将在人工智能在矿山应用（如矿山无人驾驶、矿山剥离智能化运营、智能选矿等）、数字化能力建设以及人才培养等领域展开全面深入合作，共同塑强智能矿山全产业链智能化运营水平，持续推动智能矿山行业发展。

图73: 宏大时代 HC105E 纯电动非公路宽体自卸车



资料来源: 宏大时代官网, 国信证券经济研究所整理

图74: 广东宏大与华为达成智能矿山建设全面合作

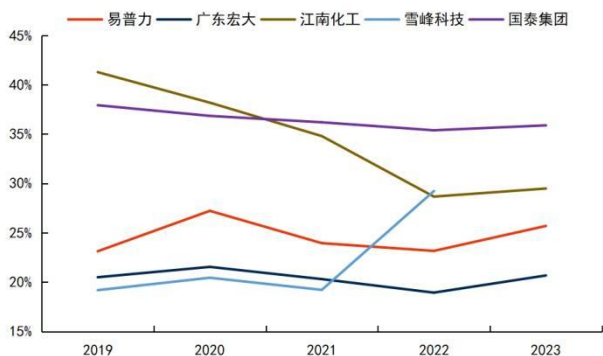


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

## 财务分析

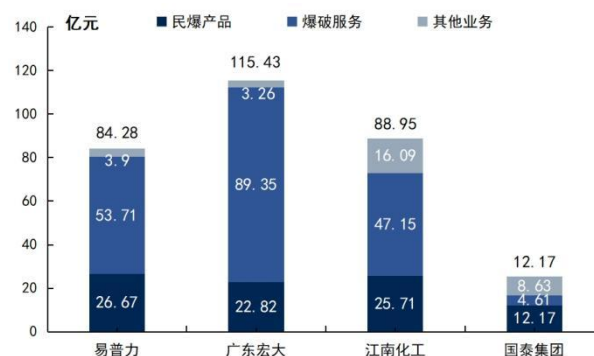
广东宏大盈利能力与可比公司无明显差异。2023 年广东宏大整体销售毛利率为 20.67%，低于易普力、江南化工等可比公司，这与广东宏大毛利率较低的矿山服务业务收入占比较高有关，公司矿山服务业务项目齐全，也从事运输、回填等矿服毛利率较低的业务，使得公司矿服业务毛利率偏低，但公司矿山服务业务规模位远高于其他民爆企业，而且近些年毛利率波动幅度较小，公司矿服业务的整体实力在民爆企业中处于领先地位。对于民爆产品销售业务，目前公司毛利率与其他民爆企业较为接近。总的来说，对于民爆产品销售以及爆破服务（矿山服务）两大细分业务，广东宏大与可比公司并不存在显著差异。

图75: 广东宏大与可比公司毛利率对比



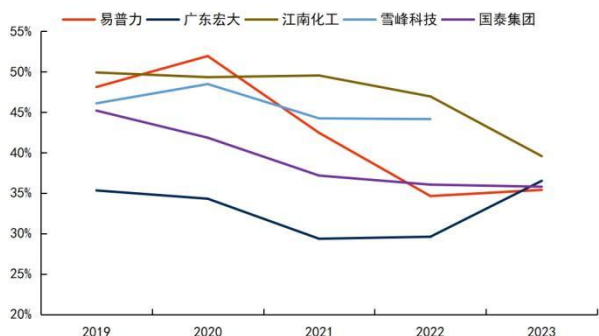
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图76: 2023 年广东宏大与可比公司营收规模及构成对比



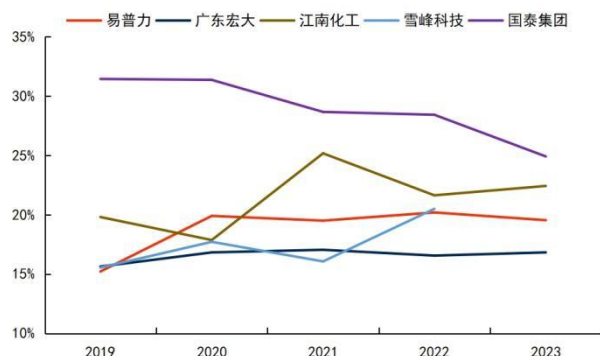
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图77: 广东宏大与可比公司民爆产品销售业务毛利率对比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图78: 广东宏大与可比公司爆破服务业务毛利率对比

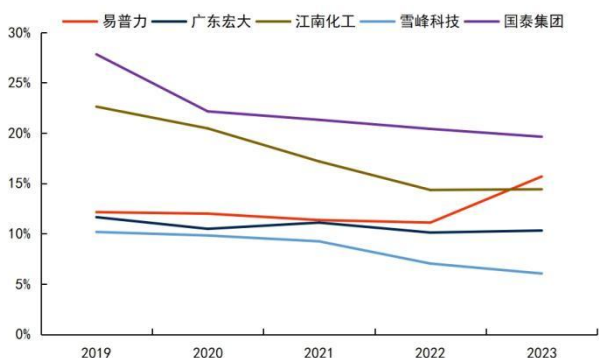


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

**期间费用率持续下降, 研发费用处于行业前列。**广东宏大的期间费用率在可比公司中处于较低水平, 且近些年呈现持续下降趋势, 反映出公司的费用管控能力有所增强。公司客户以大客户为主, 现金储备较为充沛, 因此销售费用率和财务费用率较低。研发费用方面, 2023年广东宏大研发费用为3.75亿元, 处于行业前列, 2023年研发费用率3.25%, 未来会根据政策指引提高到3.5%以上。

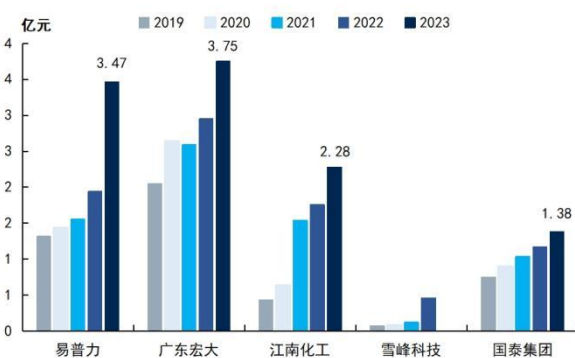
**广东宏大净现金流健康, ROE 行业领先。**2023年广东宏大现金及现金等价物净增加额3.56亿元, 近五年净增加额20.96亿元, 与可比公司相比规模较大, 若考虑期间公司收购了多家公司股权, 则公司实际现金流水平更为健康。2023年广东宏大ROE为11.55%, 净资产收益率行业领先; 资产负债率51.14%, 处于较为健康水平; 应收账款周转率为9.03, 低于可比公司的平均水平。总的来说, 广东宏大现金流和资产结构较为健康, 营运能力良好, 综合财务数据表现较为优秀。

图79: 易普力与可比公司期间费用率对比



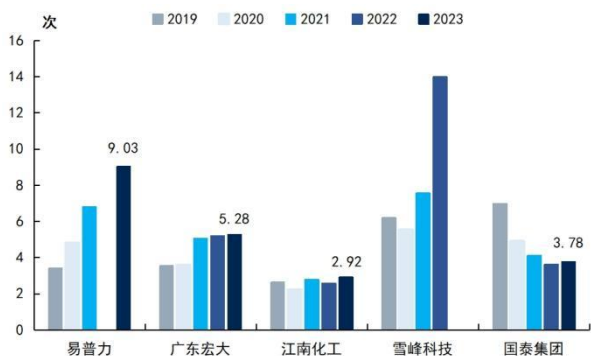
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图80: 易普力与可比公司研发费用对比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图81: 易普力与可比公司应收账款周转率对比



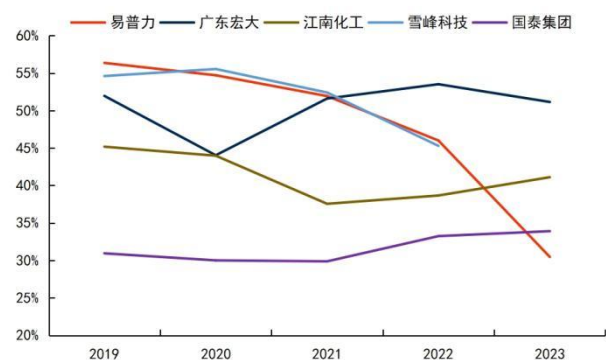
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图82: 易普力与可比公司现金及现金等价物净增加额对比



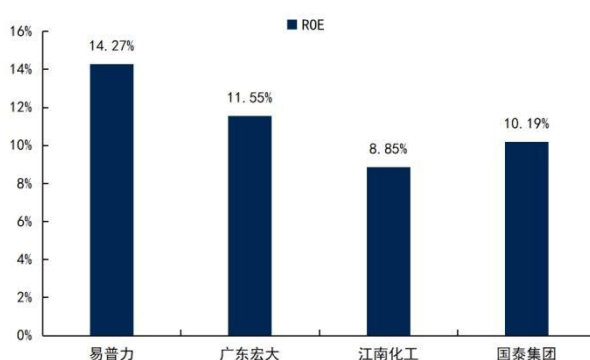
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图83: 易普力与可比公司资产负债率对比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图84: 2023年易普力与可比公司ROE对比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件:

**工业炸药业务:** 1) 量: 2023年广东宏大工业炸药产量41.63万吨, 产能利用率达84.27%, 其中包装炸药产能22.4万吨/年, 产量20.27万吨, 产能利用率90.50%, 现场混装炸药产能27万吨/年, 产量21.36万吨, 产能利用率79.11%, 随着公司持续向内蒙古、新疆、西藏等民爆需求旺盛地区调配产能以及公司2022、2023年新签订单逐渐进入执行周期, 我们认为公司未来三年工业炸药产量将逐年提升, 在不考虑收购新增产能的前提下, 假设2024-2026年公司包装炸药产能分别为21.4、20.7、20万吨, 产能利用率分别93.46%、96.62%、100%; 假设2024-2026年公司现场混装炸药产能分别为28、28.7、29.4万吨, 产能利用率分别85%、88%、90%; 考虑包装炸药一般保质期不超过1年, 因此假设公司包装炸药全部销售。综上所述, 假设2024-2026年公司工业炸药产量分别为43.8、45.26、46.46万吨, 总产能利用率分别为88.66%、91.61%、94.05%, 包装炸药产量/销量分别为20、20、20万吨。2) 价: 目前国内工业炸药供需格局稳定, 公司工业炸药销售区域主要在广东、内蒙等省份, 售价高于其他东部省份, 我们假设2024-2026年公司

包装工业炸药售价稳定在 10000 元/吨。3) 毛利率: 2023 年全年公司工业炸药销售毛利率已提升至 36.28%, 而原材料硝酸铵价格持续下行, 我们假设 2024-2026 年公司包装工业炸药销售毛利率分别为 37%/38%/38%。

**起爆器材业务:** 1) 量: 2023 年广东宏大电子雷管产能 3334 万发/年, 产量 1789.02 万发, 产能利用率 53.66%, 另有 500 万发/年在建产能, 我们认为目前电子雷管需求稳定, 公司新产能投产后将逐步释放产能, 假设 2024-2026 年公司电子雷管产能利用率分别为 55%、60%、70%, 对应产量/销量分别为 2108.7、2300.4、2683.8 万发。2) 价: 未来电子雷管市场竞争将变激烈, 我们假设 2024-2026 年公司电子雷管售价分别为 16/15/15 元/发。3) 毛利率: 2023 年广东宏大电子雷管毛利率为 37.89%, 假设 2024-2026 年公司电子雷管毛利率分别为 38%、36%、34%。

**露天矿山服务业务:** 1) 量: 2023 年广东宏大露天矿山服务业务收入 66.78 亿元, 公司在手的超 300 亿订单 (包含露天、地下矿山) 逐步进入执行周期, 我们预计 2024-2026 年公司露天矿山服务业务营收增速分别为 20%/15%/15%。2) 毛利率: 2023 年公司露天矿山服务业务毛利率已提升至 18.01%, 公司未来的露天矿山服务业务订单分布在新疆、东北、西藏、内蒙古等矿服需求旺盛地区较多, 订单毛利率较高, 同时考虑到原材料硝酸铵价格持续下行, 因此我们假设公司 2024-2026 年公司露天矿山服务业务的毛利率分别为 18.30%、18.50%、18.50%。

**地下矿山服务业务:** 2023 年广东宏大地下矿山服务业务收入 22.56 亿元, 比 2022 年增加 9.5 亿元, 公司国内及国外的地下矿山服务订单正快速释放, 我们预计 2024-2026 年公司露天矿山服务业务营收分别为 25、27、30 亿元。2) 毛利率: 子公司连邵建工近两年新签订单较多, 2023 年受部分地下矿服业务处于建设周期前期投入较大影响, 公司地下矿山业务毛利率下降至 13.31%, 而随着新矿山建设阶段进入尾声, 地下矿服业务前期投入减少, 同时订单释放后营收增加, 我们预计公司地下矿山服务业务毛利率将恢复至 2020-2022 年正常水平, 假设公司 2024-2026 年公司地下矿山服务业务的毛利率分别为 17%、18%、18%。

综上所述, 我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 133.01、147.61、165.01 亿元, 分别同比+15.2%、11.0%、11.8%, 毛利率分别为 21.38%、21.47%、21.16%, 毛利润分别为 28.44、31.69、34.92 亿元, 分别同比 19.19%、11.44%、10.17%。

表 11: 广东宏大盈利预测表

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
露天矿山开采						
营业收入 (万元)	495109.73	606727.24	667817.77	801381.32	921588.52	1059826.80
营业成本 (万元)	412639.05	506801.53	547562.62	654728.54	751094.64	863758.84
毛利润 (万元)	82470.69	99925.71	120255.15	146652.78	170493.88	196067.96
毛利率	16.66%	16.47%	18.01%	18.30%	18.50%	18.50%
地下矿山开采						
营业收入 (万元)	115902.93	130620.24	225639.87	250000.00	270000.00	300000.00
营业成本 (万元)	94262.85	108546.96	195598.93	207500.00	221400.00	246000.00
毛利润 (万元)	21640.08	22073.28	30040.95	42500.00	48600.00	54000.00
毛利率	18.67%	16.90%	13.31%	17.00%	18.00%	18.00%
工业炸药						
营业收入 (万元)	174098.65	202258.63	197592.67	200000.00	200000.00	200000.00
营业成本 (万元)	121958.82	143472.35	125905.61	126000.00	124000.00	124000.00
毛利润 (万元)	52139.83	58786.28	71687.07	74000.00	76000.00	76000.00

毛利率	29.95%	29.06%	36.28%	37.00%	38.00%	38.00%
<b>起爆器材</b>						
营业收入（万元）	12828.43	16329.04	30590.20	33739.20	34506.00	40257.00
营业成本（万元）	10131.41	10433.46	19000.62	20918.30	22083.84	26569.62
毛利润（万元）	2697.02	5895.58	11589.59	12820.90	12422.16	13687.38
毛利率	21.02%	36.10%	37.89%	38.00%	36.00%	34.00%
<b>其他业务</b>						
营业收入（万元）	54708.39	60949.00	32619.89	45000.00	50000.00	50000.00
营业成本（万元）	40529.07	55154.62	27612.65	36600.00	40600.00	40600.00
毛利润（万元）	14179.32	5794.38	5007.24	8400.00	9400.00	9400.00
毛利率	25.92%	9.51%	15.35%	18.67%	18.80%	18.80%
<b>合计</b>						
营业收入（万元）	852648.13	1016884.14	1154260.41	1330120.52	1476094.52	1650083.80
营业成本（万元）	679521.19	824408.92	915680.42	1045746.84	1159178.48	1300928.46
毛利润（万元）	173126.95	192475.22	238579.99	284373.68	316916.04	349155.34
毛利率	20.30%	18.93%	20.67%	21.38%	21.47%	21.16%
营收增速	33.33%	19.26%	13.51%	15.24%	10.97%	11.79%
毛利增速	25.69%	11.18%	23.95%	19.19%	11.44%	10.17%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：每股股价 15.55-28.29 元

近年来公司通过各种举措实现降本增效，我们预计未来公司的管理费用率将延续往年小幅下降的趋势，假设 2024-2026 年管理费用率分别为 5.60%/5.50%/5.40%。

研发费用率方面，公司重视新型民爆器材及爆破服务效率提升的研发投入，结合民爆行业十四五规划中对头部企业 3.5% 的研发费用率指引，我们假设公司 2024-2026 年研发费用率分别为 3.50%/3.60%/3.60%。目前公司客户较为稳定，在手订单充足，账上现金储备丰厚，因此我们假设未来三年公司的销售、财务费用率大致维持稳定。基于行业供需格局以及公司在建产能投放进度，我们预计公司未来收入、业绩端保持一定增长，未来三年估值假设条件见下表：

表 12：公司盈利预测假设条件

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	33.33%	19.26%	13.51%	15.24%	10.97%	11.79%
营业成本/营业收入	79.70%	81.07%	79.33%	78.62%	78.53%	78.84%
管理费用/营业收入	6.26%	5.64%	5.57%	5.60%	5.50%	5.40%
研发费用/营业收入	3.03%	2.90%	3.25%	3.50%	3.60%	3.60%
销售费用/销售收入	0.53%	0.55%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
营业税及附加/营业收入	0.44%	0.43%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税税率	14.76%	13.22%	14.23%	14.00%	14.00%	14.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

表 13: 资本成本假设

项目	值	项目	值
无杠杆 Beta	1.26	T	14.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.69%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.48
公司股价	22.46	Ke	12.14%
发行在外股数	760	E/(D+E)	82.88%
股票市值(E)	17062	D/(D+E)	17.12%
债务总额(D)	3524	WACC	10.85%
Kd	5.30%	永续增长率	2.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析:

表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

	20.18	WACC 变化				
		9.9%	10.4%	10.85%	11.4%	11.9%
永续增长率变化	3.5%	28.29	25.57	23.23	21.19	19.41
	3.0%	26.64	24.20	22.08	20.22	18.58
	2.5%	25.22	23.01	21.07	19.36	17.85
	<b>2.0%</b>	23.97	21.96	<b>20.18</b>	18.60	17.19
	1.5%	22.88	21.02	19.38	17.91	16.59
	1.0%	21.91	20.19	18.66	17.28	16.04
	0.5%	21.04	19.44	18.01	16.72	15.55

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 15.55-28.29 元, 在 2%的永续增长率以及 10.85%的 WACC 假设前提下公司的每股合理价值为 20.18 元。从估值方法特征来看, 以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值更适用于连续盈利、商业模式较为稳定的公司, 在成长股预测中存在失真现象, 公司 2016-2023 年归母净利润年均复合增速为 41.51%, 近三年复合增速为 21.02%, 成长属性良好。

### 相对估值: 每股股价 22.2-25.53 元

选择民爆行业的易普力、江南化工、国泰集团以及专注地下矿山服务的金诚信作为广东宏大的可比公司, 选择理由如下:

**1、易普力(002683.SZ):** 易普力是中国能建旗下专业从事民爆制品销售与矿山爆破一体化服务的民爆一体化央企。考虑到: (1) 易普力现有工业炸药产能 52.15 万吨/年, 其中工业包装炸药许可产能 24.1 万吨/年, 混装炸药许可产能 28.05 万吨/年, 混装炸药产能占比 53.79%, 工业炸药产能和现场混装炸药产能占比与广东宏大非常接近。(2) 易普力现有电子雷管产能 6450 万发/年, 另有 3400 万发/年的在建产能, 2023 年电子雷管产量 5118.72 万发, 易普力的电子雷管产能和产量大于广东宏大。2023 年电子雷管在易普力的营收占比为 10.19%, 广东宏大为 2.65%, 两家企业电子雷管的营收占比均不高。(3) 2023 年广东宏大实现矿山开采服务收入 89.35 亿元, 高于易普力的 53.71 亿元, 目前广东宏大矿服业务在



手订单约 300 亿元，而易普力 2023 年新签合同订单总计 319.01 亿元（含民爆器材销售订单），未来 3-5 年广东宏大、易普力都有充足的在手订单将要执行，为两家公司矿服业绩释放提供了保障。（4）2023 年广东宏大营业收入为 115.43 亿元，高于易普力的 84.28 亿元，从营收构成看，2023 年广东宏大矿山服务、民爆器材销售的营收占比分别为 77.4%、19.77%，而易普力则分别为 63.73%、31.65%，两家公司的民爆器材销售与矿山服务业务收入占比合计均超过 95%，营收构成相似。故，我们选择易普力作为广东宏大的可比公司之一。

**2、江南化工（002226.SZ）：**江南化工是中国兵器工业集团北方特种能源集团控股的民爆及新能源业务“双核驱动”上市公司，公司全面布局民爆产品服务、工程施工服务、矿山经营管理、新能源发电等业务板块。考虑到：（1）江南化工现有工业炸药产能 59.15 万吨/年，2023 年产量 49.42 万吨，略高于广东宏大；拥有电子雷管产能 3670 万发/年，产能与广东宏大较为接近，2023 年产量 2617.08 万发，略高于广东宏大。江南化工民爆板块整体规模与易普力相近。2023 年江南化工爆破工程业务营业收入为 47.15 亿元，低于广东宏大的 89.35 亿元。（2）2023 年江南化工实现营业收入 88.95 亿元，实现归母净利润 7.73 亿元，江南化工营收规模与广东宏大较为接近。从营收构成看，江南化工民用炸药业务营收占比 28.9%，爆破工程业务营收占比 53.01%，新能源发电业务营收占比 9.86%，民爆行业业务合计营收占比 89.18%，营收构成与广东宏大较为相似。（3）2023 年江南化工爆破工程业务毛利率为 22.42%，民用炸药业务毛利率为 39.55%，与广东宏大也较为相似。故，我们选择江南化工作为广东宏大的可比公司之一。

**3、国泰集团（603977.SH）：**国泰集团是江西省国资委控股的区域性民爆企业，核心业务主要涵盖民爆业务、军工新材料、轨交自动化及信息化三大板块，国泰集团整合了江西省民爆生产企业，民爆产业整体实力位列全国民爆行业前八强。考虑到：（1）2023 年国泰集团实现营业收入 25.42 亿元，民爆一体化业务占比 68.68%，军工新材料业务占比 6.81%，轨交自动化及信息化业务占比 9.57%，民爆一体化业务营收占比较高。（2）国泰集团是目前拥有工业炸药生产许可能力 17.4 万吨，现场混装炸药产能占比达到 30%，拥有电子雷管产能为 2510 万发，产能方面与广东宏大存在一定差距。（3）2023 年国泰集团民爆产品的毛利率 40.81%，爆破工程毛利率为 24.91%，与广东宏大较为相似。故，我们选择国泰集团作为广东宏大的可比公司之一。

**4、金诚信：**金诚信的主营业务为包括以矿山工程建设、采矿运营管理、矿山设计与技术研发在内的矿山开发服务业务。考虑到：（1）金诚信服务对象为大中型非煤类地下固体矿山，涉及矿山资源品种主要包括铜、铅、锌、铁、镍、钴、金、银、磷等，业务范围与广东宏大子公司涟邵建工较为相似。（2）2022 年金诚信营业收入 53.55 亿元，与当年广东宏大矿山服务业务 73.73 亿元的收入规模较为接近，从营收构成看，采掘服务业营收占比 97.65%，其中采矿运营管理占比 62.2%，矿山工程建设占比 34.96%，是矿山服务营收占比较高的标的。故，我们选择金诚信作为广东宏大的可比公司之一。

表 15: 同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价 (2024/4/26)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
002096.SZ	易普力	民爆器材销售、露天矿山服务	12.09	0.51	0.62	0.71	22.8	18.6	16.3	2.15	149.97
002226.SZ	江南化工	民爆器材销售、爆破服务、新能源发电	4.8	0.29	0.35	0.4	15.01	13.73	12	1.46	127.15
603977.SH	国泰集团	民爆器材销售、军工新材料	13.1	0.49	0.63	0.72	21.21	20.95	18.32	2.61	81.38
603979.SH	金诚信	地下矿山服务, 矿山资源开发	55.6	1.71	2.78	3.53	22.05	19.97	15.77	4.57	343.35
平均值							<b>20.27</b>	<b>18.31</b>	<b>15.60</b>	<b>2.70</b>	
002683.SZ	广东宏大	民爆器材销售、露天及地下矿山服务	21.44	0.94	1.11	1.25	22.7	19.3	17.1	2.52	162.87

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 江南化工、国泰集团、金诚信的盈利预测为 Wind 一致预期

**相对估值方面**, 考虑到公司主营业务为民爆器材销售与矿山服务, 因此我们选取民爆行业的易普力、江南化工、国泰集团以及专门从事地下矿山开采业务的金诚信作为广东宏大的可比公司。根据可比公司的平均 PE (2024 年) 约 18.31 倍, 我们预计公司当前股价对应 2024 年预期 EPS 的 PE 为 19.3 倍, 略高于可比公司平均水平。公司作为国内工业炸药产能前三、矿山服务业务规模第一的民爆一体化骨干企业, 民爆产能有丰富的收购经验, 未来将受益于行业整合; 公司矿服业务规模国内最大、经验丰富、口碑良好, 在手订单充足; 此外, 根据公司合同订单, 我们预计未来 3 年公司业绩仍将保持较快增长, 结合公司过往业绩增速, 我们认为公司成长性良好, 应当享有一定的估值溢价, 所以 2024 年按 20-23 倍 PE 来估值较合理, 对应股价区间 22.2-25.53 元。

**投资建议: 看好公司中长期稳健成长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。**

综合绝对及相对方法估值, 我们认为公司股票合理估值区间在 22.2-25.53 元之间, 2024 年动态市盈率 20-23X, 相对于公司目前股价(21.44 元)有 3.54%-19.08% 的溢价空间。我们认为, 公司工业炸药产能全国前三、矿山服务业务规模全国第一, 在手订单超 300 亿可保障未来中长期收入, 同时获取新订单能力较强, 在民爆制品销售与爆破服务行业集中度不断提升的背景下有望持续巩固自身的头部地位, 看好公司中长期稳健成长。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 8.43/9.51/10.50 亿元, 摊薄 EPS 为 1.11/1.25/1.38 元, 当前股价对应 PE 为 19.3/17.1/15.5x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 风险提示

### 政策风险

**宏观经济周期风险：**民爆物品广泛应用于煤炭、金属、非金属等矿山开采，公路、铁路、水利等基础设施建设，民爆行业对采矿业、基础设施建设等行业的依赖性较强，而这些行业的景气程度又与宏观经济状况紧密相关。当宏观经济处于上升阶段，固定资产投资和基础建设规模通常较大，对矿产品的需求较大，从而对民爆产品的需求旺盛；当宏观经济低迷时，固定资产投资增速可能放缓，采矿业一般开工不足，从而导致对民爆产品需求降低。随着中国经济进入新常态，经济增速从高速增长转换为中高速增长，增长动力从投资驱动为主转向以创新驱动为主，固定资产投资、基础设施建设等增速存在逐步回落的可能，对民爆产品的整体需求也将降低，可能对公司的生产经营造成不利影响。

**产业政策风险：**《民爆行业高质量发展意见》提出诸多的行业发展目标，如产业集中度进一步提高、引导生产企业开展重组整合、原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能等。同时，《民爆行业“十四五”规划》也要求继续调整优化行业结构，要求行业继续推进重组整合、调整产能布局、优化产品结构等。考虑到相关产业政策已对民爆行业提出诸多发展目标，如果未来公司不能把握行业发展机遇，有可能面临失去竞争优势的风险，持续盈利能力将受到一定影响。

### 经营风险

**安全生产风险：**民爆行业存在固有的高危性，在生产、储存、销售、运输以及工程施工等各业务环节中，都必然存在一定的安全风险，因而安全生产具有特殊重要的意义。若未来因突发重大安全责任事故导致人员伤亡、财产损失、行政处罚、诉讼纠纷、合同提前终止等严重情形，将给公司的生产经营、盈利水平和品牌信誉带来。

**经营资质风险：**民用爆炸物品的研发、生产、销售等业务以及工程爆破一体化服务业务均需在获得民爆行业主管部门等政府有关部门颁发的经营资质的前提下进行，且均必须遵守各级主管部门的相关规定，合法合规经营，以确保持续拥有相关经营资质。若公司在日常经营中出现违反相关法规的情况，则将可能被暂停或吊销已有的经营资质，或者导致相关经营资质到期后无法及时延续，将会直接影响到公司正常的业务经营活动。

**原材料价格波动风险：**原材料成本是民爆产品生产成本的主要构成部分，原材料价格的波动将对公司主要生产产品的生产成本产生一定的影响。若原材料价格发生大幅波动，而由于民爆行业的市场竞争和市场需求原因，公司难以将该波动带来的影响完全转嫁给下游企业，将在一定程度上对公司的盈利能力构成影响。

**境外经营风险：**境外市场环境或政策的变化将影响公司境外业务的生产与销售，当前国际贸易环境多变，个别地区提高对中国产品进口的贸易壁垒或设置了其他不合理的限制等不利情况有可能对公司的境外经营带来不利影响。此外，开展海外业务的民爆企业也面临着汇兑损益而带来的业绩波动风险。

## 管理风险

**子公司管控风险：**近些年来民爆行业持续进行行业整合，行业内并购事件不断增加，使得多数民爆企业合并范围内子公司较多，子公司的经营效益、生产质量、生产安全等都直接影响到公司的声誉。随着资产、业务、人员规模的不断扩大，对公司的组织结构、管理体系、工程技术、人力资源等各方面都提出了更高要求。公司若不能进一步优化管控措施、加强管控力度，加大对设备、技术等投入，加快培养与引进高级专业人才的步伐，完善资源流动机制，充分激发各分、子企业的经营活力，则可能对公司的经营业绩产生一定影响。

**人才储备风险：**民爆行业对企业管理人才、专业技术人才数量及素质要求较高。由于民爆行业的快速发展、竞争的日趋激烈以及公司规模的不扩张，对行业内专业人才的需求量逐年增加，公司在未来行业竞争中可能面临专业人才缺失的风险。

## 财务风险

**信用减值损失计提不足的风险：**公司因矿服业务、工程施工的经营模式和结算方式导致应收账款和合同资产余额较大。虽然公司大多数客户是国内知名的矿山业主，但是若客户经营情况出现重大不利变化，公司仍可能面临一定的信用减值损失计提不足的风险。

**长期股权投资及商誉减值风险：**公司近年来外延式并购规模较大，若被收购的企业未来的经营业绩不达预期，公司因收购行为所形成的长期股权投资以及商誉，也将面临减值的风险。

**应收账款风险：**随着公司业务规模不断扩大，应收账款规模逐渐增加，对公司应收账款催收工作提出了更高要求。受经济形势和客户资信能力等影响，客户经营情况可能出现不利变化，公司可能面临部分应收账款不能及时收回或无法收回的风险。

## 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 22.2-25.53 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的民爆企业比如易普力、江南化工、国泰集团以及矿服行业的金诚信共 4 家可比公司的相对估值指标进行比较，

选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的头部地位和成长性，给予公司 2024 年 20-23 倍 PE 估值，在行业平均动态 PE=18.31 的基础上给予 9.23%-25.61%的溢价，可能未充分考虑市场及行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 15.24%/10.97%/11.79%，可能存在对公司产品销量、价格及矿服业务营收预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 21.38%/21.47%/21.16%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受原材料硝酸铵的价格影响较大，我们预计 2024 年硝酸铵的价格将延续 2023 年小幅下降的趋势，若发生影响行业供需格局的突发事件，硝酸铵的市场价格可能出现大幅波动，从而影响公司未来 3 年业绩释放的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2658	2958	3000	3000	3000	营业收入	10169	11543	13301	14761	16501
应收款项	3328	3120	3462	3842	4069	营业成本	8244	9157	10457	11592	13009
存货净额	404	391	449	496	556	营业税金及附加	44	46	53	59	66
其他流动资产	2147	2394	2660	2952	3300	销售费用	56	70	80	89	99
<b>流动资产合计</b>	<b>9051</b>	<b>9069</b>	<b>9778</b>	<b>10497</b>	<b>11131</b>	管理费用	588	658	762	829	908
固定资产	2084	2518	3045	3623	4135	研发费用	295	375	466	531	594
无形资产及其他	399	431	414	397	379	财务费用	89	87	96	101	103
投资性房地产	3483	3926	3926	3926	3926	投资收益	151	86	3	3	3
长期股权投资	316	316	316	316	316	资产减值及公允价值变动	(52)	(78)	(59)	(63)	(67)
<b>资产总计</b>	<b>15333</b>	<b>16259</b>	<b>17478</b>	<b>18758</b>	<b>19887</b>	其他收入	(273)	(395)	(466)	(531)	(594)
短期借款及交易性金融负债	761	1763	2022	2251	2136	营业利润	974	1138	1330	1500	1657
应付款项	2337	2449	2807	3102	3475	营业外净收支	(8)	(4)	0	0	0
其他流动负债	1572	1907	2214	2444	2735	<b>利润总额</b>	<b>966</b>	<b>1134</b>	<b>1330</b>	<b>1500</b>	<b>1657</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4671</b>	<b>6119</b>	<b>7043</b>	<b>7797</b>	<b>8346</b>	所得税费用	128	161	186	210	232
长期借款及应付债券	3080	1732	1502	1502	1502	少数股东损益	278	256	301	339	375
其他长期负债	453	463	473	483	493	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>561</b>	<b>716</b>	<b>843</b>	<b>951</b>	<b>1050</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>3534</b>	<b>2195</b>	<b>1975</b>	<b>1985</b>	<b>1995</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>8204</b>	<b>8315</b>	<b>9019</b>	<b>9783</b>	<b>10341</b>	净利润	561	716	843	951	1050
少数股东权益	1196	1475	1610	1746	1896	资产减值准备	16	91	47	29	31
股东权益	5933	6470	6849	7230	7650	折旧摊销	358	400	282	347	408
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15333</b>	<b>16259</b>	<b>17478</b>	<b>18758</b>	<b>19887</b>	公允价值变动损失	52	78	59	63	67
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	89	87	96	101	103
每股收益	0.75	0.94	1.11	1.25	1.38	营运资本变动	(221)	81	58	(156)	70
每股红利	0.68	0.60	0.61	0.75	0.83	其它	8	3	89	107	119
每股净资产	7.93	8.52	9.02	9.52	10.07	<b>经营活动现金流</b>	<b>774</b>	<b>1369</b>	<b>1377</b>	<b>1341</b>	<b>1746</b>
ROIC	7.89%	9.49%	11%	11%	12%	资本开支	0	(834)	(900)	(1000)	(1000)
ROE	9.45%	11.07%	12%	13%	14%	其它投资现金流	685	309	0	0	0
毛利率	19%	21%	21%	21%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>659</b>	<b>(525)</b>	<b>(900)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>
EBIT Margin	9%	11%	11%	11%	11%	权益性融资	(4)	172	0	0	0
EBITDA Margin	13%	14%	13%	14%	14%	负债净变化	922	(1348)	(230)	0	0
收入增长	19%	14%	15%	11%	12%	支付股利、利息	(512)	(453)	(464)	(571)	(630)
净利润增长率	17%	28%	18%	13%	10%	其它融资现金流	(1563)	2886	259	230	(115)
资产负债率	61%	60%	61%	61%	62%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(746)</b>	<b>(544)</b>	<b>(435)</b>	<b>(341)</b>	<b>(746)</b>
股息率	3.1%	2.8%	2.8%	3.5%	3.9%	<b>现金净变动</b>	<b>688</b>	<b>300</b>	<b>42</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	28.6	22.7	19.3	17.1	15.5	货币资金的期初余额	1970	2658	2958	3000	3000
P/B	2.7	2.5	2.4	2.3	2.1	货币资金的期末余额	2658	2958	3000	3000	3000
EV/EBITDA	18.6	15.0	14.3	13.0	11.9	企业自由现金流	0	708	715	620	1047
						权益自由现金流	0	2246	661	763	843

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032