

评级：买入（维持）

市场价格：12.95元

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,240
流通股本(百万股)	488
市价(元)	12.95
市值(百万元)	16,064
流通市值(百万元)	6,325

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司深度】国内民爆矿服领军者，能建旗下工程特种兵（20240105）

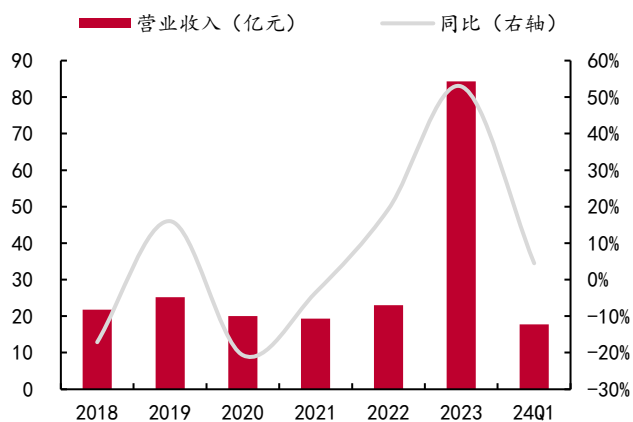
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,304	8,428	10,208	12,359	15,219
增长率 yoy%	19%	266%	21%	21%	23%
归母净利润(百万元)	48	634	768	903	1,077
增长率 yoy%	-3%	1229%	21%	18%	19%
每股收益(元)	0.13	0.51	0.62	0.73	0.87
净资产收益率	2%	9%	10%	11%	12%
P/E	336.7	25.3	20.9	17.8	14.9
P/B	8.4	2.3	2.1	1.9	1.8

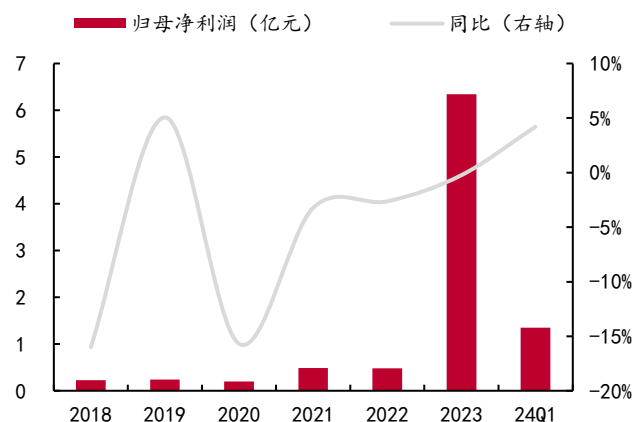
备注：股价取自2024年5月10日收盘价；每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

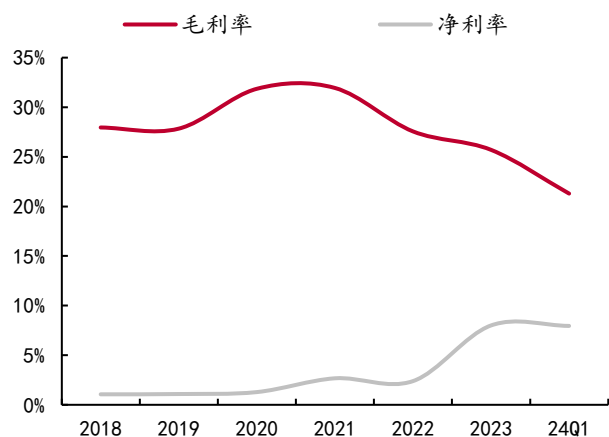
- **事件一：3月28日，公司发布2023年年报。2023年公司实现营收84.28亿元，同比+52.90%；归母净利6.34亿元，同比-0.24%；扣非归母净利6.28亿元，同比+26.77%。单四季度实现营收21.43亿元，同比+70.97%，环比-6.22%；归母净利1.60亿元，同比-7.59%，环比-5.44%；扣非归母净利1.58亿元，同比+750.20%，环比-10.76%（根据年报最新披露口径）。**
- **事件二：4月26日，公司发布2024年一季报。2024年Q1实现营收17.76亿元，同比+4.46%，环比-17.13%；归母净利1.35亿元，同比+4.20%，环比-15.92%；扣非归母净利1.31亿元，同比+4.33%，环比-17.16%。**
- **23年：民爆龙头重组完成，提质增量业绩稳增长。2023年全年公司实现工业炸药营收18.08亿元，同比+151.80%，工业雷管实现营收8.59亿元，同比+382.69%，爆破服务实现营收53.71亿元，同比+19.16%。公司毛利率为25.69%，同比+2.53pct。报告期内营收增幅高于利润增幅，主要系上年同期公司处置山东泰山民爆、卓力化工等股权以及剥离部分资产获得的处置收益及其他非经常性损益合计约1.40亿元导致。1) 工业炸药：原南岭民爆依托原易普力的客户资源与爆破服务业务经验，产能得以优化，部分包装炸药产能向附加值更高的混装产能转换，实现高质量释放。截至2023年末，公司拥有工业炸药产能52.15万吨，产能利用率为89.97%，仍有提高空间。此外，公司布局新疆准东2.1万吨+黑山1万吨+奇台0.8万吨+四川米易0.3万吨+广西崇左0.5万吨，合计4.7万吨的混装炸药产能，有望打开产能瓶颈，保障爆破服务订单的释放。2) 电子雷管：公司拥有电子雷管产能6450万发，产能利用率79.36%，同比+48.88pct。主要受益于公司合并，开工率大幅提升。**
- **24年Q1：Q1淡季平稳过度，Q2订单有望释放。**根据Wind，截至2024年3月，国内煤炭开采和洗选业、黑色金属矿、非金属矿采选业和有色金属矿采选业资本开支累计同比分别为+32.90%、+24.80%、+46.40%和+32.60%。整体看，我国采矿业资本开支表现良好，民爆下游需求支撑行业景气。在Q1民爆行业淡季的背景下，公司订单释放较为平稳，业绩符合预期。考虑到公司2023全年新签订单合计319.01亿元，同比+204.98%，2024年Q1新签订单39.18亿元；即将步入二季度，随着公司新签项目的陆续开工，有望迎来业绩加速释放。
- **民爆板块景气持续，行业整合利好龙头。**根据中爆协，2023年/2024年Q1民爆生产企业生产、销售总值累计分别完成436.58/81.74亿元和434.48/78.23亿元，同比+10.93%/+0.31%和+11.73%/-0.93%。产量方面，2023年/2024年Q1国内生产企业工业炸药累计产量458.10/87.64万吨，同比+4.34%/+0.19%。民爆行业数据显示行业景气持续上行。政策大力推动水利建设，针对2035年完成《国家水网建设规划纲要》的目标，水利部已将重点任务全面进行了分解细化，预计将有力带动民爆行业景气。根据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》中行业发展主要预期指标，到2025年排名前10家民爆企业行业生产总产值占比不低于60%，公司响应政策，持续推进收购并购计划，有望持续提高市场份额。同时，公司积极响应国家“一带一路”倡议，紧跟中资企业海外工程开展国际化业务，截至2023年末，海外业务营收占比达到5.21%，目前在纳米比亚、利比里亚、巴基斯坦和马来西亚等区域已有布局，有望打造未来增长点。
- **盈利预测与投资建议：**基于对公司爆破服务订单的判断，我们调整盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利分别为7.68/9.03/10.77亿元（原值24-25年预测值为7.51/9.05亿元），对应PE分别为20.91/17.78/14.92倍，对应PB分别为2.11/1.94/1.76倍（对应2024/5/10收盘价），维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料及产品价格波动；国家政策变动的风险；订单推进进度低于预期；下游需求下滑风险；使用信息滞后或更新不及时风险。

图表 1: 24Q1 实现营收 17.8 亿元, 同比+4.5%


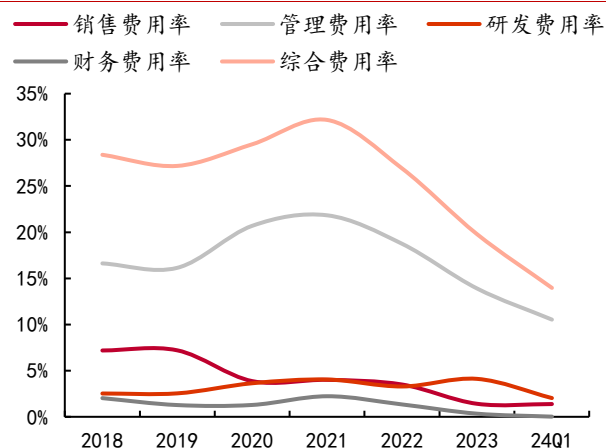
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 2: 24Q1 实现归母净利润 1.4 亿元, 同比+4.2%


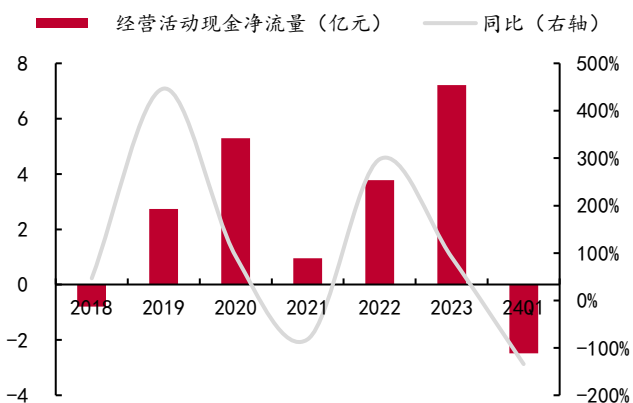
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 3: 24Q1 实现毛利率 21.3%, 同比-1.1pct


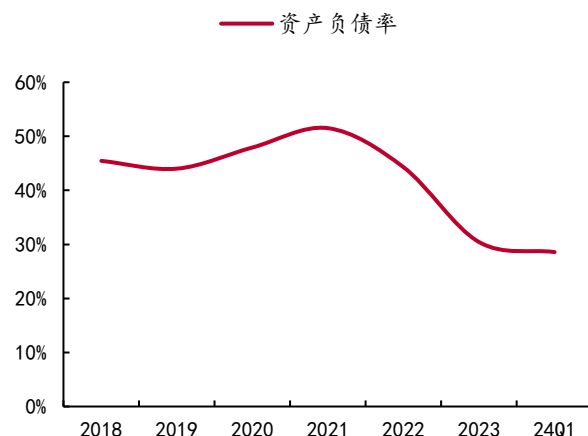
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 4: 24Q1 期间费用率约 14.0%, 同比+1.2pct


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 5: 24Q1 经营活动产生的现金流量净额约-2.5 亿元, 同比+0.2 亿元


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 6: 24Q1 末, 公司资产负债率约 28.6%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 7：盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,673	3,124	3,871	4,542	营业收入	8,428	10,208	12,359	15,219
应收票据	715	919	989	1,141	营业成本	6,263	7,684	9,350	11,568
应收账款	1,336	1,618	1,959	2,412	税金及附加	47	51	62	76
预付账款	139	261	281	347	销售费用	120	128	136	152
存货	454	878	1,059	1,310	管理费用	825	970	1,174	1,446
合同资产	102	124	150	184	研发费用	347	420	508	626
其他流动资产	455	879	990	1,189	财务费用	29	31	37	46
流动资产合计	5,771	7,679	9,148	10,942	信用减值损失	-19	-19	-19	-19
其他长期投资	88	119	119	119	资产减值损失	-3	0	0	0
长期股权投资	145	193	212	233	公允价值变动收益	4	1	2	2
固定资产	2,022	2,055	2,078	2,118	投资收益	36	40	40	40
在建工程	97	127	182	237	其他收益	20	20	20	20
无形资产	991	993	996	1,000	营业利润	833	967	1,134	1,348
其他非流动资产	1,359	1,426	1,539	1,663	营业外收入	16	9	9	9
非流动资产合计	4,702	4,912	5,125	5,370	营业外支出	30	28	28	28
资产合计	10,473	12,591	14,273	16,311	利润总额	819	948	1,115	1,329
短期借款	67	97	226	335	所得税	144	132	155	185
应付票据	85	173	211	261	净利润	675	816	960	1,144
应付账款	1,049	1,944	2,366	2,928	少数股东损益	42	48	57	68
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	634	768	903	1,077
合同负债	89	122	198	243	NOPLAT	700	843	992	1,184
其他应付款	295	295	295	295	EPS (按最新股本摊薄)	0.51	0.62	0.73	0.87
一年内到期的非流动负债	94	108	108	108	主要财务比率				
其他流动负债	719	1,133	1,347	1,633	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动负债合计	2,398	3,871	4,752	5,804	成长能力				
长期借款	212	302	392	482	营业收入增长率	265.8%	21.1%	21.1%	23.1%
应付债券	0	0	0	0	EBIT增长率	661.8%	15.4%	17.7%	19.3%
其他非流动负债	580	436	436	436	归母公司净利润增长率	1228.8%	21.2%	17.6%	19.2%
非流动负债合计	792	738	828	918	获利能力				
负债合计	3,191	4,609	5,580	6,722	毛利率	25.7%	24.7%	24.3%	24.0%
归属母公司所有者权益	6,978	7,629	8,284	9,113	净利率	8.0%	8.0%	7.8%	7.5%
少数股东权益	305	353	409	477	ROE (摊薄)	9.1%	10.1%	10.9%	11.8%
所有者权益合计	7,283	7,982	8,693	9,590	ROA	9.6%	7.1%	7.1%	7.5%
负债和股东权益	10,473	12,591	14,273	16,311	偿债能力				
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	30.5%	36.6%	39.1%	41.2%
经营活动现金流	722	1,233	1,263	1,251	债务权益比	13.1%	11.8%	13.4%	14.2%
现金收益	949	1,126	1,281	1,478	流动比率	2.4	2.0	1.9	1.9
存货影响	-111	-424	-181	-251	速动比率	2.2	1.8	1.7	1.7
经营性应收影响	-1,514	-609	-430	-673	营运能力				
经营性应付影响	990	983	460	611	总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
其他影响	408	156	133	85	应收账款周转天数	40	52	52	52
投资活动现金流	351	-441	-450	-484	应付账款周转天数	37	70	83	82
资本支出	-1,897	-344	-365	-387	存货周转天数	23	31	37	37
股权投资	-43	-47	-19	-21	每股指标 (元)				
其他长期资产变化	2,291	-50	-66	-76	每股收益	0.51	0.62	0.73	0.87
融资活动现金流	569	-341	-66	-95	每股经营现金流	0.58	0.99	1.02	1.01
借款增加	-252	134	219	199	每股净资产	5.63	6.15	6.68	7.35
股利及利息支付	-111	-345	-459	-610	估值比率				
股东融资	1,303	40	45	50	P/E	25	21	18	15
其他影响	-371	-170	129	266	P/B	2	2	2	2
					EV/EBITDA	15	14	12	11

资料来源: Wind、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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。