

# 广东宏大（002683.SZ）

## 拟控股雪峰科技，巩固民爆、矿服领先地位

优于大市

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 基础化工 · 化学制品

## ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：	张玮航	0755-81981810	zhangweihang@guosen.com.cn	执证编码：S0980522010001
联系人：	王新航	0755-81981222	wangxinhang@guosen.com.cn	

### 事项：

公司公告：2024年7月2日晚，广东宏大发布公告《广东宏大控股集团股份有限公司重大资产购买预案》，广东宏大拟以支付现金的方式向新疆农牧投购买其所持有的雪峰科技2.25亿股股份，本次交易完成后，广东宏大将持有雪峰科技21.00%的股权，雪峰科技将成为广东宏大的控股子公司。

**国信石化化工观点：**1) 我们认为，本次交易完成后，广东宏大的工业炸药产能规模将跃居全国第一，矿山爆破服务业务的领先地位也将持续扩大，同时打通“合成氨-硝酸铵-工业炸药-矿山爆破服务”民爆上下游产业链，成本控制能力有望得到加强，看好公司中长期稳健成长。

本次交易仍有后续程序尚未履行，暂不考虑本次交易对公司财务报表的影响，我们维持此前对公司的盈利预测，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18.4/16.3/14.8x，维持“优于大市”评级。

### 评论：

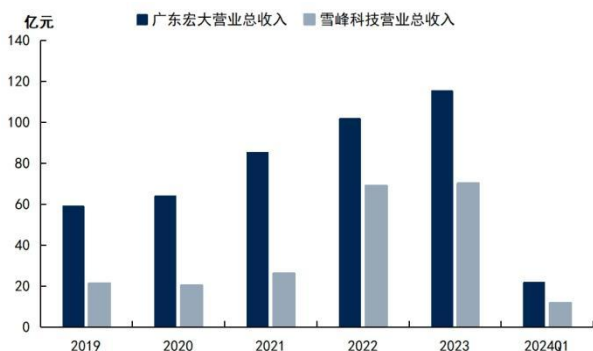
## ◆ 雪峰科技主要业务板块包括民爆板块和能化板块。

在民爆板块，雪峰科技主要有民爆产品制造与工程爆破服务两大主业，雪峰科技民爆产品包括工业炸药、工业雷管、工业索类三大类，以工程爆破一体化服务为核心，业务涵盖工业炸药、雷管、索类的“产、运、销”和工程爆破的“钻、爆、挖、运”，具备爆破方案设计、爆破工程监理、矿山爆破一体化解决方案规划实施等专业化服务能力。截至2023年末，雪峰科技已拥有工业炸药产能11.75万吨/年，电子雷管产能1890万发/年。

在能化板块，雪峰科技主要业务包括LNG的生产、销售、运输以及管道气输送和以天然气为原料以及“一托四”的产品生产工艺，主要生产尿素、三聚氰胺、硝酸铵、硝基复合肥等产品，工艺路线一头多尾，实现产品价值最大化。目前已成为新疆唯一硝酸铵、硝基复合肥生产企业。截至2023年末在新疆阿克苏沙雅地区和昌吉州阜康市建成投产2个生产基地，成为西北地区最大的三聚氰胺、复合肥生产企业。其中：在阿克苏沙雅地区以当地生产的天然气为原料，已建成年产40万吨合成氨、46万吨硝酸铵、60万吨尿素、60万吨硝基复合肥、11万吨三聚氰胺、24万吨LNG的生产装置；在昌吉州阜康市以周边企业生产的尿素、液氨为原料，已建成年产10万吨三聚氰胺、20万吨硝酸铵、30万吨硝基复合肥的生产装置。

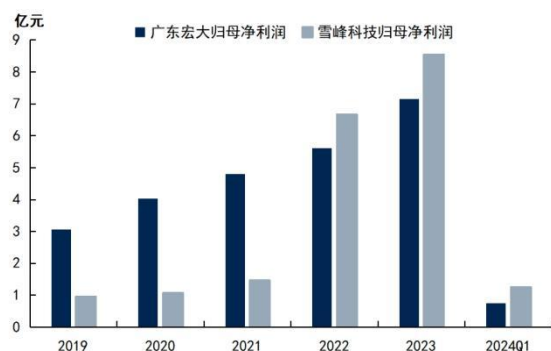
2023年，雪峰科技实现营业收入70.21亿元，实现归母净利润8.54亿元。从营收构成来看，化工产品、爆破服务、民爆产品为雪峰科技的三大主营业务，营收占比分别为40.32%、35.9%、8.89%。

图1：雪峰科技与广东宏大营收营业收入



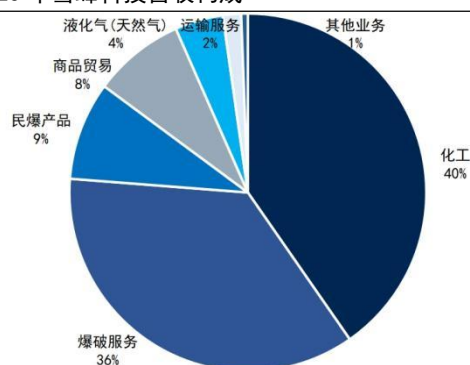
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：雪峰科技与广东宏大归母净利润



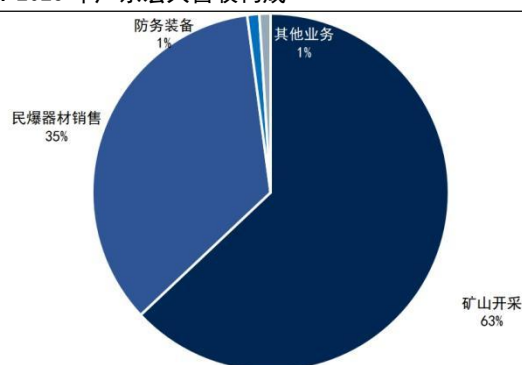
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2023年雪峰科技营收构成



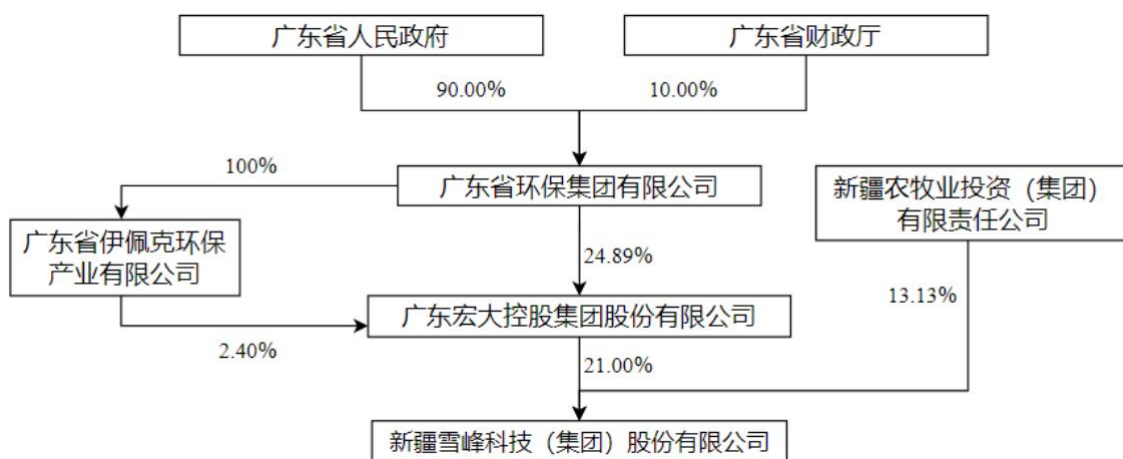
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2023年广东宏大营收构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：广东宏大实现对雪峰科技的控股后雪峰科技的股权结构



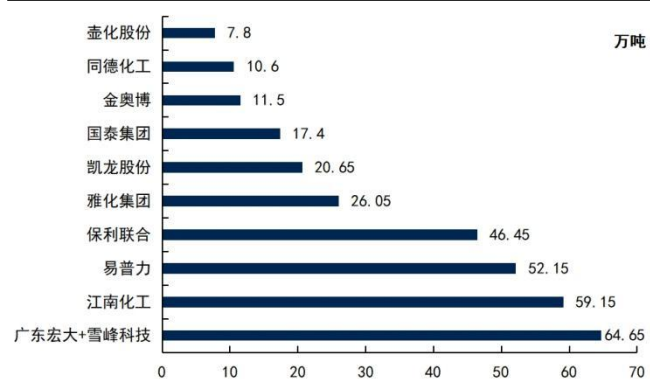
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 广东宏大的民爆和矿山爆破服务业务规模将得到大幅提升

广东宏大工业炸药产能有望跃居全国首位。根据雪峰科技 2023 年年报，雪峰科技拥有工业炸药产能 11.75 万吨/年，电子雷管产能 1890 万发/年。广东宏大实现对雪峰科技的控股后，实际控制的工业炸药产能将提升至 64.65 万吨/年，排名国内第一。此外，广东宏大控制的电子雷管产能也从 3334 万发/年提升至 5224 亿发/年。

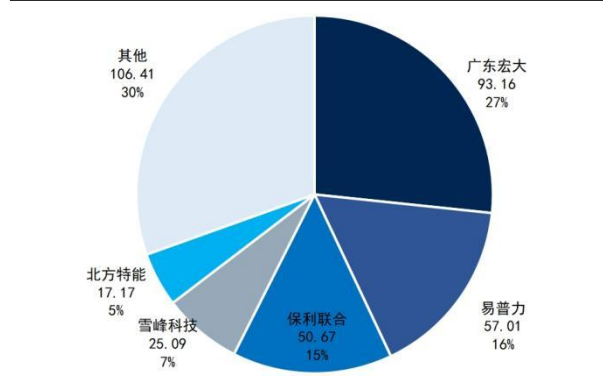
广东宏大的矿山爆破服务业务领先优势有望进一步扩大。矿山爆破服务业务方面，2023 年广东宏大、雪峰科技的爆破服务业务收入分别为 89.35 亿元、25.21 亿元，分别排名国内第一和第四，本次交易完成后，广东宏大的爆破服务业务规模将实现大幅增长，进一步扩大矿服业务的领先优势。

图6：主要民爆企业工业炸药产能



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：2023 年中国爆破服务行业市场份额



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

打通民爆上下游产业链，成本控制能力有望提升。硝酸铵在工业炸药中的质量占比约 75%，成本占比约 50%，而矿山爆破服务业务的材料成本占比约 20%，因此硝酸铵作为民爆产品最重要的原材料，其价格波动会直接影响民爆企业的利润水平。雪峰科技在新疆合计拥有硝酸铵产能 66 万吨/年，得益于新疆较低的煤炭价格，新疆硝酸铵产品具有成本优势。此次交易完成后，广东宏大将打通“合成氨-硝酸铵-工业炸药-矿山爆破服务”民爆上下游产业链，成本控制能力有望得到加强。

◆ 当前新疆地区工业炸药供不应求，未来仍具有较大的增长空间

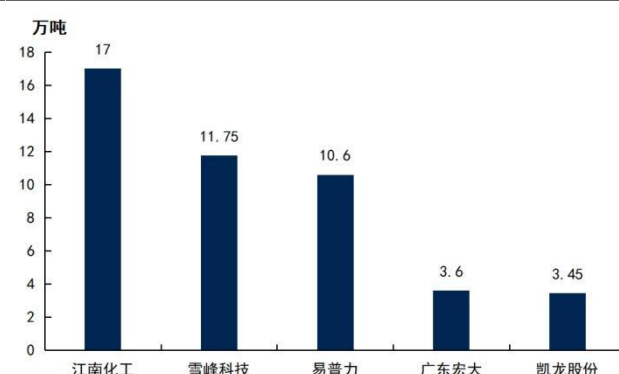
当前新疆工业炸药市场处于供不应求状态，区域景气度高。从需求端看，据中国矿山安全学会及全国露天煤矿绿色低碳发展会数据，内蒙古和新疆两地的露天煤矿数量和产能占比分别达到全国的 75%和 85%左右，其中新疆维吾尔自治区 2022 年露天煤矿产量 3.2 亿吨，占自治区煤炭产量的 77%；适合露天开采的资源储量 1274 亿吨，具备建设 8~10 亿吨露天煤矿基地的资源条件，可建设一批世界一流的特大型现代化露天煤矿群。另据国家能源集团新疆能源有限责任公司托克逊县黑山露天煤矿 1300 万吨/年产能核定项目环评公告，项目达产后年消耗工业炸药 24550 吨，据此可以测算出露天煤矿的工业炸药单耗约为 18.89 吨/万吨。根据以上数据，我们可以大致测算出 2022 年新疆维吾尔自治区露天煤矿的理论工业炸药消耗量约 60.45 万吨，而根据新疆维吾尔自治区人民政府工作报告，2024 年将力争原煤产量达到 5 亿吨，则新疆露天煤矿的理论工业炸药消耗量将达到 72.73 万吨。另据雪峰科技公告数据，新疆 4 亿吨/年煤炭产量对应工业炸药的需求量约 50 万吨，则 5 亿吨煤炭产量对应约 62.5 万吨工业炸药需求量。考虑到 2023 年新疆原煤产量便已达到 4.57 亿吨，同比增长 10.63%，我们认为 2024 年新疆原煤产量达到 5 亿吨的可能性较大，据此推算出新疆煤炭开采所需的工业炸药理论值在 62.5 万吨-72.7 万吨。

图8: 新疆工业炸药产量及全国占比



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

图9: 新疆主要工业炸药生产企业产能



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

从供应端看, 据中国爆破器材行业协会数据, 2023年新疆工业炸药产量43.85万吨, 同比增长35.65%, 销量43.93万吨, 同比增长35.8%, 虽然产销量均保持高速增长, 但仍难以满足新疆日益增长的工业炸药需求。

广东宏大在新疆的民爆产能有望大幅提升, 助力在疆矿服业务发展。目前新疆的民爆企业主要有雪峰科技、江南化工、易普力、广东宏大、湖北凯龙等, 其中雪峰科技、广东宏大产能分别为11.75、3.6万吨/年, 若广东宏大实现对雪峰科技的控股后, 广东宏大在新疆控制的工业炸药产能将提升至15.35万吨/年, 此外, 雪峰科技在新疆拥有电子雷管产能1890万发/年。此次交易完成后, 广东宏大在新疆的工业炸药产能将大幅提升, 一方面将有助于公司现有在疆矿服业务工业炸药和电子雷管自给率提升, 另一方面也将有助于广东宏大承接更多新疆矿服订单。

#### ◆ 公司承诺解决收购后的同业竞争问题

目前, 广东宏大与雪峰科技在矿山爆破服务和民爆产品业务上存在同业竞争。根据公司公告, 公司承诺, 自广东宏大取得雪峰科技控制权之日起5年内, 广东宏大将以资产置换、现金转让或以资产认购股份等法律法规允许的方式, 将广东宏大及下属企业民爆业务相关的资产注入雪峰科技或其下属企业。

对于矿山爆破服务业务, 广东宏大承诺亦将妥善解决双方之间的同业竞争问题。

◆ 投资建议：关注本次重大资产购买方案实施进展，维持“优于大市”评级

目前，本次交易方案双方广东宏大和新疆农牧投已履行签署本次交易《股权转让框架协议》的相关决策程序，方案已获广东宏大第六届董事会 2024 年第六次会议审议通过，尚需履行的决策程序及审批程序包括相关资产审计、评估或估值等工作、有权国有资产监督管理部门批准等相关程序，需持续关注本次交易进展进度。

我们认为，本次交易完成后，广东宏大的工业炸药产能规模将跃居全国第一，矿山爆破服务业务的领先地位也将持续扩大，同时打通“合成氨-硝酸铵-工业炸药-矿山爆破服务”民爆上下游产业链，成本控制能力有望得到加强，看好公司中长期稳健成长。

本次交易仍有后续程序尚未履行，暂不考虑本次交易对公司财务报表的影响，我们维持此前对公司的盈利预测，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 18.4/16.3/14.8x，维持“优于大市”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。

### 相关研究报告：

《广东宏大（002683.SZ）-矿服业务领先的民爆一体化服务商》——2024-04-29



## 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	3.3%	2.9%	3.0%	3.7%	4.1%	<b>现金净变动</b>	<b>688</b>	<b>300</b>	<b>42</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	27.3	21.7	18.4	16.3	14.8	货币资金的期初余额	1970	2658	2958	3000	3000
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1	2.0	货币资金的期末余额	2658	2958	3000	3000	3000
EV/EBITDA	18.1	14.6	13.9	12.6	11.6	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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