

高争民爆 (002827)

证券研究报告
2024年10月22日

区域景气持续上行，公司业绩延续高增

前三季度利润持续高增，维持“增持”评级

公司发布24年三季报，前三季度公司实现营收11.72亿，同比+1.37%，归母、扣非净利润为1.11、0.98亿，同比+33.47%、+25.24%。其中，24Q3单季实现营收4.48亿，同比-4.29%，归母、扣非净利润为0.56、0.53亿，同比分别+11.46%、+14.79%。公司作为西藏国资委下属的民用爆破龙头或将充分受益西部地区区域高景气，我们预计公司24-26年归母净利润1.2/2/3.2亿元，23-26年CAGR为+49.2%，维持“增持”评级。

费用率降低，净利率同比持续改善

24Q1-3公司综合毛利率为26.91%，同比-2.63pct。24Q1-3公司期间费用率为15.94%，同比-3.68pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为2.93%、9.56%、2.11%、1.35%，同比分别变动+0.18%、-2.85%、-0.96%、-0.06pct，费用率有所降低。综合影响下公司24Q1-3净利率为9.93%，同比+1.59pct。CFO净额为0.25亿元，同比少流入0.26亿元，收现比/付现比分别为82.66%/69.29%，同比分别变动+2.42/+1.73pct。

看好西藏区域高景气推动公司业绩实现高速增长

公司主要面向西藏地区，现有产能2.2万吨，藏区内销售网络涵盖拉萨、林芝（察隅、墨脱）等六市一地。公司作为西藏国资委下属的民用爆破龙头，行业的高资质壁垒和强地域性使得公司或将充分受益于万亿水电项目建设，我们预计公司业绩有望迎来显著提升。1) 从行业供给来看，我国民爆行业的产能分布存在一定的差异性，中西部地区的资源大省开发时间较晚缺少产能，根据易普力公开信息，当前西藏区域工业炸药产能仅为8.3万吨/年，未来，我国民爆行业产能和需求将呈现由东部沿海地区向中西部地区转移的特征；2) 从需求端来看，西藏地区矿采活跃，川藏铁路、雅鲁藏布江下游水电开发等重大工程开工建设，区域需求呈高景气；3) 从自身产能来看，公司正积极寻求符合产业政策的方式解决产能制约。公司现有乳化炸药设计产能2.4万吨、许可产能1.2万吨，申请提高行政许可产能而无需新建产线即可增加实际生产能力，实际销售中还可以从四川、云南、青海等周边地区外采，2023年公司内产炸药销售比例约为60%。位于四川省的雅化集团是公司第二大股东，雅化集团拥有炸药生产许可产能26余万吨、工业雷管许可产能近9000万发、工业导爆索和塑料导爆管许可产能1亿余米，产能规模处于行业前列，二者的关联交易可在一定程度上缓解高争民爆的产能瓶颈制约。公司近日公告拟新增2024年度与雅化集团、西藏保利关联交易额度分别为5800、2800万元，交易价格根据市场定价原则确定，关联交易主要为向雅化集团、西藏保利采购炸药、管类、索类等产品，以及向关联方销售电子雷管芯片、提供运输服务。

风险提示：宏观经济波动；行业竞争加剧；产能瓶颈制约；安全生产风险，测算具有一定主观性；股价存在异常波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,134.26	1,552.62	1,698.90	2,375.02	3,486.27
增长率(%)	21.61	36.88	9.42	39.80	46.79
EBITDA(百万元)	219.86	305.46	308.22	422.16	605.49
归属母公司净利润(百万元)	53.39	97.76	123.13	199.80	324.56
增长率(%)	1.53	83.11	25.95	62.27	62.44
EPS(元/股)	0.19	0.35	0.45	0.72	1.18
市盈率(P/E)	162.79	88.90	70.59	43.50	26.78
市净率(P/B)	11.26	10.60	9.13	7.57	5.90
市销率(P/S)	7.66	5.60	5.12	3.66	2.49
EV/EBITDA	13.84	16.88	29.96	21.61	14.76

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	31.49元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	276.00
流通A股股本(百万股)	276.00
A股总市值(百万元)	8,691.24
流通A股市值(百万元)	8,691.20
每股净资产(元)	3.22
资产负债率(%)	58.27
一年内最高/最低(元)	34.19/10.05

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

蹇青青 联系人
jianqingqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《高争民爆-首次覆盖报告:西藏民爆龙头，充分受益区域高景气》
2024-09-04

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	423.68	738.80	798.48	1,021.26	1,359.65
应收票据及应收账款	643.83	825.88	967.41	1,104.13	1,297.52
预付账款	10.91	8.03	7.57	12.21	12.67
存货	87.80	92.97	95.55	142.76	158.45
其他	36.88	68.85	90.94	120.49	136.33
流动资产合计	1,203.09	1,734.53	1,959.95	2,400.85	2,964.62
长期股权投资	11.77	11.77	11.77	11.77	11.77
固定资产	649.13	619.60	623.35	626.60	630.35
在建工程	23.40	43.29	48.49	51.19	53.09
无形资产	93.96	88.19	90.47	91.34	92.22
其他	111.43	108.60	112.56	123.43	134.65
非流动资产合计	889.70	871.46	886.64	904.33	922.09
资产总计	2,117.76	2,627.55	2,846.59	3,305.18	3,886.71
短期借款	170.48	249.90	279.36	334.06	393.87
应付票据及应付账款	215.76	247.91	252.62	358.88	426.90
其他	254.97	315.58	342.89	384.98	420.97
流动负债合计	641.22	813.39	874.87	1,077.92	1,241.73
长期借款	423.97	712.34	717.81	727.08	739.39
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	47.25	32.99	33.50	35.00	38.00
非流动负债合计	471.21	745.33	751.31	762.08	777.39
负债合计	1,121.01	1,568.36	1,626.18	1,840.00	2,019.12
少数股东权益	224.93	239.11	268.00	316.39	395.02
股本	276.00	276.00	276.00	276.00	276.00
资本公积	282.95	282.95	282.95	282.95	282.95
留存收益	194.75	251.15	374.28	574.08	898.65
其他	18.11	9.97	19.18	15.76	14.97
股东权益合计	996.75	1,059.19	1,220.41	1,465.19	1,867.58
负债和股东权益总计	2,117.76	2,627.55	2,846.59	3,305.18	3,886.71

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	66.31	122.18	123.13	199.80	324.56
折旧摊销	66.25	71.59	74.76	78.28	81.90
财务费用	19.54	28.73	26.23	24.19	25.79
投资损失	(0.63)	(1.07)	(1.20)	(1.25)	(1.50)
营运资金变动	(167.57)	(214.65)	(134.68)	(89.16)	(145.09)
其它	(30.81)	46.42	26.88	45.40	76.12
经营活动现金流	(46.91)	53.20	115.11	257.26	361.79
资本支出	73.62	49.53	85.47	83.59	85.44
长期投资	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(118.13)	(122.99)	(168.25)	(164.43)	(170.38)
投资活动现金流	(44.39)	(73.45)	(82.78)	(80.84)	(84.94)
债权融资	342.95	375.87	18.14	49.78	62.33
股权融资	(47.50)	(49.54)	9.21	(3.43)	(0.79)
其他	39.34	4.36	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	334.79	330.69	27.35	46.35	61.54
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	243.49	310.43	59.68	222.77	338.39

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,134.26	1,552.62	1,698.90	2,375.02	3,486.27
营业成本	814.06	1,070.49	1,170.09	1,618.70	2,357.34
营业税金及附加	5.25	7.07	7.73	10.81	15.87
销售费用	32.96	48.01	52.67	74.34	109.82
管理费用	149.26	201.59	203.87	280.25	407.89
研发费用	29.20	37.46	41.28	58.28	85.76
财务费用	14.17	18.45	26.23	24.19	25.79
资产/信用减值损失	(35.16)	(41.99)	(26.00)	(29.00)	(32.00)
公允价值变动收益	(0.11)	(5.40)	(2.00)	(3.00)	(2.50)
投资净收益	0.63	1.07	1.20	1.25	1.50
其他	56.57	78.81	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	67.41	137.06	170.24	277.70	450.80
营业外收入	2.95	0.18	0.30	0.35	0.40
营业外支出	0.75	0.81	0.80	0.90	1.00
利润总额	69.61	136.43	169.74	277.15	450.20
所得税	3.30	14.25	17.73	28.94	47.02
净利润	66.31	122.18	152.01	248.20	403.18
少数股东损益	12.92	24.42	28.88	48.40	78.62
归属于母公司净利润	53.39	97.76	123.13	199.80	324.56
每股收益(元)	0.19	0.35	0.45	0.72	1.18

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	21.61%	36.88%	9.42%	39.80%	46.79%
营业利润	-28.45%	103.33%	24.21%	63.12%	62.34%
归属于母公司净利润	1.53%	83.11%	25.95%	62.27%	62.44%
获利能力					
毛利率	28.23%	31.05%	31.13%	31.84%	32.38%
净利率	4.71%	6.30%	7.25%	8.41%	9.31%
ROE	6.92%	11.92%	12.93%	17.39%	22.04%
ROIC	7.63%	11.39%	13.01%	18.09%	27.03%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	52.93%	59.69%	57.13%	55.67%	51.95%
净负债率	27.57%	33.42%	27.75%	12.96%	-3.23%
流动比率	1.89	2.13	2.24	2.23	2.39
速动比率	1.75	2.02	2.13	2.09	2.26
营运能力					
应收账款周转率	2.16	2.11	1.89	2.29	2.90
存货周转率	16.19	17.18	18.02	19.93	23.15
总资产周转率	0.61	0.65	0.62	0.77	0.97
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.35	0.45	0.72	1.18
每股经营现金流	-0.17	0.19	0.42	0.93	1.31
每股净资产	2.80	2.97	3.45	4.16	5.34
估值比率					
市盈率	162.79	88.90	70.59	43.50	26.78
市净率	11.26	10.60	9.13	7.57	5.90
EV/EBITDA	13.84	16.88	29.96	21.61	14.76
EV/EBIT	19.34	21.54	39.55	26.53	17.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com