

2023年05月26日

# 火炸药景气度上行，民爆产线+产品双驱动

## 金奥博(002917)

评级:	买入	股票代码:	002917
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	14.6/8.15
目标价格:		总市值(亿)	38.52
最新收盘价:	11.08	自由流通市值(亿)	28.43
		自由流通股数(百万)	256.55

### 事件概述

参考消息5月23日报道，美国弹药供应链告急，缺乏足够的生产能力来生产爆炸材料，正在大力投资国产高端炸药。根据腾讯网，美国《福布斯》网站曾报道，中国已经成功研发出了一款燃烧效率更高的炸药，美国对中国的威慑力正在逐步降低。

### 分析判断:

#### ► 弹药快速生产能力至关重要，美国供应链已出现告急

参考消息5月23日报道，美国弹药供应链告急，缺乏足够的生产能力来生产爆炸材料，在大力投资国产高端炸药。乌克兰冲突促使美国改进生产弹药的工业基地。国防工业和五角大楼已经启动了提高高端炸药生产的项目，包括修复老厂和重建国内供应链。目前，这些供应链在很大程度上依赖于潜在对手（包括中国）提供的原材料化学品。

现代战争中弹药消耗量往往十分惊人。根据远望智库，俄乌交战双方的弹药消耗巨大，就连为乌克兰提供弹药援助的美国、北约都惊呼弹药库存吃紧，弹药可靠稳定安全的供应至关重要，充足的弹药是作战行动得以实施的前提和基础，直接影响战争的进程。作为一种特殊装备，消耗量大、需求预测难、精确保障难，既不能大量储存，也不能储备太少，解决这一矛盾的最有效可行办法之一就是提升弹药的快速动员生产能力。俄乌战争的几点启示：1、必须有效储备预置筹措弹药物资。2、必须确保弹药的快速动员生产能力。3、必须确保弹药供应链稳定、可靠、安全。4、平时要做好关键技术的自主和战略物资的储备。

#### ► 公司是民爆智能产线龙头，客户遍布全球130余家

近年来，民爆行业相继推出一系列产业政策和指导意见，鼓励通过“机器人换人、自动化减人”，促使民爆行业生产方式由“制造”向“智造”转变。《民用爆炸物品销售许可证》有效期为3年，换发新证需达到安全标准，安全设备设施需符合国家有关标准和规范。2021年12月，工信部提出持续推进民爆行业危险岗位机器人替代，预计到2025年，现有危险岗位操作人员机器人替代比例不低于40%；民爆行业智能制造能力成熟度达3级及以上的企业超过20%，关键工序数控化率达到65%。

公司具备多款民爆智能装备，属于行业龙头。公司研究开发的高端智能成套装备在国内建设了近170条生产线。国内外130多家生产企业在炸药包装环节引进了公司的机器人工业炸药智能化自动包装线。4月19日，特能集团和金奥博签署深化战略合作协议，双方将共同促进火工品和民爆产业转型升级。公司与军工客户在民爆设备领域已有多年合作，目前已进入拆弹领域，即将进入火药装备领域，有望获得更多市场份额。

#### ► 民爆品产能充裕，电子雷管打开市场空间

根据中爆协公布的4月民爆行业统计数据，2023年1-4月份，民爆生产企业累计完成生产总值119.7亿元，同比增长13.5%，其中4月份民爆企业完成生产总值38.5亿元，同比增长15%；产量方面，1-4月份生产企业工业炸药累计产、销量分别为126.1万吨和125.6万吨，同比分别增长0.1%和0.3%。1-4月全国工业雷管产量1.98亿发，其中电子雷管产量1.78亿发，渗透率达90%。

2021年12月工信部提出要全面推广工业数码电子雷管，除出口和特殊用途，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。根据壹化股份招股书，普通工业雷管均价3元/发，根据保利联合在投资者关系平台回复，电子雷管均价15元/发，市场空间提升5倍。根据公司2022年年报，公司电子雷管年许可生产能力达8522万发，普通雷管年许可生产能力4000万发，居国内前列，此外还有工业炸药许可生产能力11.5万吨。

### ► 兵器集团持续推进黑灯工厂，公司有望获得一定份额

5月24日，兵器装备集团智能制造技术中心发表《黑灯工厂发展路径探究》称，随着人工成本的不断提升，企业运营成本也在持续增长，机器换人可以从根本上解决人工成本高、职业危害性、生产效率、质量一致性问题，已成为企业降本增效的不二法门。在黑灯工厂建设实践中，要真正实现无人化、黑灯化就必须实现机器换人，只有机器人才能做到强连续性、高可靠性、低成本运作，为工厂的产品质量、产量、效益提供长期有效保障。

根据中兵投资，为深入落实集团公司“人机黑”专项任务工作要求，4月25日，中兵投资邀请集团公司火专办开展“人机黑”专项任务交流座谈。根据北化研究院集团党建，北化研究院集团泸州北方公司把“人机黑”专项任务作为公司的“头号工程”，成立了以董事长为组长的工作领导小组，统筹资源、整合力量坚决推进“人机黑”专项任务，目前已完成3条“黑灯工厂”生产线建设方案的制定，“今年的目标是消减70个危险作业场所、84个危险作业岗位，实现194名危险作业人员撤到后台，建成3条‘黑灯工厂’生产线”，该公司专项办公室负责人杨文艺表示。

### 投资建议

公司作为民爆智能装备龙头，目前已切入军工、民爆、食品等多个领域，有望在“黑灯工厂”项目建设中获得较大市场份额。民爆智能产线方面，公司产品已销往国内外130多个客户，是行业龙头。此外，雷管和炸药等民爆品产能充裕，有望随基建力度加大实现业绩改善。维持2023-2025年分别实现营业收入23.25/31.25/42.35亿元，同比增长94.9%/34.4%/35.5%，归母净利润2.67/3.75/5.5亿元，同比增长955.1%/40.6%/46.9%不变，预计2023-2025年EPS分别为0.77/1.08/1.58元，对应2023年5月25日收盘价11.08元/股，PE分别为12.80/9.10/6.20倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

下游需求不及预期的风险；产能释放不及预期的风险；项目推进不及预期的风险等。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	815	1,193	2,325	3,125	4,235
YoY (%)	28.8%	46.4%	94.9%	34.4%	35.5%
归母净利润(百万元)	40	25	267	375	550
YoY (%)	-41.8%	-36.7%	955.1%	40.6%	46.9%
毛利率 (%)	25.7%	26.9%	30.1%	31.1%	32.2%
每股收益 (元)	0.11	0.07	0.77	1.08	1.58
ROE	5.2%	1.7%	15.4%	17.7%	20.5%
市盈率	85.47	135.01	12.80	9.10	6.20

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：陆洲

邮箱：luzhou@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520110001

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,193	2,325	3,125	4,235	净利润	-20	254	394	579
YoY (%)	46.4%	94.9%	34.4%	35.5%	折旧和摊销	84	56	56	56
营业成本	872	1,624	2,153	2,872	营运资金变动	-157	-687	-336	-432
营业税金及附加	9	19	25	34	经营活动现金流	-28	-391	90	170
销售费用	45	70	63	85	资本开支	-122	-130	-130	-130
管理费用	164	233	313	424	投资	-371	13	3	3
财务费用	21	9	13	11	投资活动现金流	-565	3	1	12
研发费用	76	163	219	296	股权募资	687	0	0	0
资产减值损失	-45	-90	-90	-90	债务募资	444	-172	52	12
投资收益	14	23	31	42	筹资活动现金流	654	-191	35	-6
营业利润	-20	276	429	630	现金净流量	65	-579	127	176
营业外收支	0	0	0	0					
利润总额	-20	276	429	630	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	1	22	34	50	<b>成长能力</b>				
净利润	-20	254	394	579	营业收入增长率	46.4%	94.9%	34.4%	35.5%
归属于母公司净利润	25	267	375	550	净利润增长率	-36.7%	955.1%	40.6%	46.9%
YoY (%)	-36.7%	955.1%	40.6%	46.9%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.07	0.77	1.08	1.58	毛利率	26.9%	30.1%	31.1%	32.2%
					净利率	-1.7%	10.9%	12.6%	13.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	0.8%	8.6%	9.8%	11.6%
货币资金	790	211	338	514	净资产收益率 ROE	1.7%	15.4%	17.7%	20.5%
预付款项	37	49	86	144	<b>偿债能力</b>				
存货	240	445	590	787	流动比率	1.51	1.81	1.87	2.00
其他流动资产	699	1,023	1,312	1,716	速动比率	1.28	1.29	1.33	1.41
流动资产合计	1,767	1,728	2,326	3,160	现金比率	0.68	0.22	0.27	0.33
长期股权投资	25	30	35	40	资产负债率	44.7%	37.2%	38.0%	37.6%
固定资产	592	602	614	629	<b>经营效率</b>				
无形资产	433	487	541	595	总资产周转率	0.39	0.75	0.82	0.89
非流动资产合计	1,294	1,388	1,485	1,583	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,061	3,117	3,811	4,743	每股收益	0.07	0.77	1.08	1.58
短期借款	374	200	250	260	每股净资产	4.18	4.98	6.09	7.71
应付账款及票据	327	476	631	842	每股经营现金流	-0.08	-1.12	0.26	0.49
其他流动负债	466	280	361	477	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,167	957	1,242	1,579	<b>估值分析</b>				
长期借款	86	88	90	92	PE	135.01	12.80	9.10	6.20
其他长期负债	114	114	114	114	PB	2.91	1.97	1.61	1.27
非流动负债合计	200	202	204	206					
负债合计	1,367	1,159	1,446	1,785					
股本	348	348	348	348					
少数股东权益	240	228	248	276					
股东权益合计	1,694	1,958	2,365	2,958					
负债和股东权益合计	3,061	3,117	3,811	4,743					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

陆洲：华西证券研究所军工行业首席分析师，北京大学硕士，11年军工行业研究经验。曾任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，东兴证券研究所所长助理兼军工行业首席分析师。曾获2019年中国证券业分析师金牛奖军工行业第一名。

### 分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。