

2022年07月24日

广东宏大 (002683.SZ)

民爆矿服内生与外延并举，大变局下军贸业务可期

■ **矿山民爆一体化服务公司，战略转型布局防务板块：**公司业务布局民爆、矿服、防务装备三大领域，现已成功打造“矿山民爆一体化”的服务模式，也是公司的两大传统业务。防务装备板块是公司的战略转型重点板块，公司拥有军工“四证”，主要研发并销售的产品有导弹武器系统、智能弹药装备及单兵作战装备等，外贸产品现有 HD-1 和 JK 两个项目。

■ **外延并购区域整合+新市场开拓，助推传统业务持续增长：**目前民爆行业正在经历整合，产业集中度提升。公司通过民爆产能的整合，打破长期以来“小、散、低”的竞争格局特点，已完成广东省内 8 家民爆器材生产企业中 7 家的整合工作，巩固市场地位。公司紧跟国家能源保障政策，通过外延并购战略布局内蒙市场，带来增量收入。另外，公司具有矿服、民爆一体化产业链优势，大客户、大项目、大投入的战略已见成效。

■ **军贸市场需求饱满，或为公司业绩带来较高弹性：**公司已成立军工平台，打造“1+N”战略布局，其中 HD-1 与 JK 系列是公司两大军品外贸项目。从项目进度来看，HD-1 出口立项已于 2019 年获有关部门批复同意，且于 2020 年完成测试与定型。JK 项目 2021 年在某靶场顺利完成无人机挂飞试验，飞行各项技术指标符合大纲要求，试验取得圆满成功。目前两个项目均通过军贸公司与海外客户洽谈。由于此类产品具备消耗属性，需求量较大且毛利率较高，若相关订单落地将为公司带来业绩高弹性。

■ **投资建议：**公司拥有矿服、民爆一体化服务优势，在政策推动行业整合向头部集中的背景下，公司通过民爆产能的整合，打破长期以来“小、散、低”的竞争格局特点，已完成广东省内 8 家民爆器材生产企业中 7 家的整合工作，巩固市场地位。公司紧跟国家能源保障政策，通过外延并购战略布局内蒙古市场，带来增量收入。此外，若军贸订单落地将会对公司业绩产生较大弹性。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 5.7、6.6、7.6 亿元，对应估值分别为 39.7X、34.4X、29.7X。首次覆盖，给与“买入-A”评级。

■ **风险提示：**疫情导致行业需求不及预期；军贸订单不及预期。

公司深度分析

证券研究报告

国防军工

投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价：**37.36 元**
股价 (2022-07-22) **30.16 元**

交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 22,432.86 |
| 流通市值 (百万元) | 19,665.76 |
| 总股本 (百万股) | 748.76 |
| 流通股本 (百万股) | 656.40 |
| 12 个月价格区间 | 18.21/33.38 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 21.22 | 10.38 | 13.16 |
| 绝对收益 | 19.84 | 22.79 | -1.1 |

张宝涵 分析师
SAC 执业证书编号：S1450522030001
zhangbh@essence.com.cn

温肇东 分析师
SAC 执业证书编号：S1450521060002
wenzd@essence.com.cn

相关报告

| 100,000,000 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 63.9 | 85.3 | 105.2 | 132.1 | 157.5 |
| 净利润 | 4.0 | 4.8 | 5.7 | 6.6 | 7.6 |
| 每股收益(元) | 0.54 | 0.64 | 0.76 | 0.87 | 1.01 |
| 每股净资产(元) | 7.05 | 7.47 | 7.84 | 8.32 | 8.88 |
| 盈利和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 市盈率(倍) | 55.9 | 47.0 | 39.7 | 34.5 | 29.9 |
| 市净率(倍) | 4.3 | 4.0 | 3.8 | 3.6 | 3.4 |
| 净利润率 | 6.3% | 5.6% | 5.4% | 5.0% | 4.8% |
| 净资产收益率 | 7.6% | 8.6% | 9.7% | 10.5% | 11.4% |
| 股息收益率 | 0.7% | 1.0% | 1.1% | 1.3% | 1.5% |
| ROIC | 12.6% | 16.6% | 13.6% | 14.5% | 21.4% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 矿山民爆一体化服务公司，战略转型布局军工板块 | 5 |
| 1.1. 公司是中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司，同时布局武器装备领域..... | 5 |
| 1.2. 公司已建立“国有控股、管理层参股”的多元化股权结构..... | 5 |
| 1.3. 矿服、民爆、军工三大领域齐头并进..... | 5 |
| 1.4. 盈利能力稳步提升，外延并购不断扩大公司规模..... | 6 |
| 2. 外延并购区域整合+新市场开拓助推传统民爆矿服业务持续增长 | 7 |
| 2.1. 民爆行业经历行业整合，未来将进入存量再分配阶段..... | 7 |
| 2.2. 矿服行业受政策导向，能源保障是重要课题..... | 11 |
| 2.3. 公司具有矿服、民爆一体化产业链优势，区域整合，壁垒加固..... | 14 |
| 3. 防务装备是公司的战略转型业务，若订单落地，军贸将带来业绩高弹性 | 15 |
| 3.1. 公司成立军工平台，打造“1+N”战略布局..... | 15 |
| 3.2. 国际军贸市场空间大，相关参与者有望充分受益..... | 16 |
| 3.3. 军贸订单若最终落地，将为公司带来业绩高弹性..... | 17 |
| 4. 投资建议 | 19 |
| 5. 风险提示 | 19 |
| 5.1. 军品订单不及预期..... | 19 |
| 5.2. 疫情不确定性带来的行业需求不及预期..... | 19 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司股权结构..... | 5 |
| 图 2: 公司下属主要企业分布广泛..... | 6 |
| 图 3: 2021 年营收 85.26 亿元，同比增长 33.32%..... | 7 |
| 图 4: 公司 2021 年归母净利润 4.80 亿元，同比增长 18.93%..... | 7 |
| 图 5: 公司盈利能力提升..... | 7 |
| 图 6: 公司三费率趋势性下降..... | 7 |
| 图 7: 民爆产业链..... | 8 |
| 图 8: 中国民爆生产企业生产总值出现拐点（亿元）..... | 8 |
| 图 9: 河南晋开化工硝酸铵出厂价（元/吨）..... | 8 |
| 图 10: 工业炸药年产量出现拐点（万吨）..... | 9 |
| 图 11: 工业雷管年产量出现拐点（亿发）..... | 9 |
| 图 12: 2022 年中国民爆行业生产总值市场份额..... | 9 |
| 图 13: 电子雷管渗透率不断上升..... | 11 |
| 图 14: 采矿业收入快速增长（亿元）..... | 11 |
| 图 15: 采矿业利润快速增长（亿元）..... | 11 |
| 图 16: 中国矿产资源构成..... | 12 |
| 图 17: 中国采矿业投资 2021 年恢复性增长..... | 12 |
| 图 18: 2021 年全国发电结构占比图..... | 13 |
| 图 19: 2020 年中国民爆（工业炸药）下游应用领域占比..... | 13 |
| 图 20: 煤炭规划矿区..... | 13 |
| 图 21: 公司矿服业务收入及增速（亿元）..... | 14 |
| 图 22: 公司矿服业务利润及增速（亿元）..... | 14 |

| | |
|--|----|
| 图 23: 公司民爆业务收入及增速 (亿元) | 15 |
| 图 24: 公司民爆业务利润及增速 (亿元) | 15 |
| 图 25: 公司防务业务收入及增速 (亿元) | 16 |
| 图 26: 公司防务业务利润及增速 (亿元) | 16 |
| 图 27: 全球武器流动存在波动性..... | 17 |
| 图 28: HD-1 | 18 |
| | |
| 表 1: 公司各类民爆产品的产能 | 6 |
| 表 2: 国内部分民爆上市公司许可产能情况..... | 10 |
| 表 3: 2022H1 内蒙古民爆生产企业生产销售总值全国排名第二..... | 13 |
| 表 4: 公司防务装备板块部分相关企业..... | 16 |
| 表 5: 中国武器出口全球排名第四..... | 17 |
| 表 6: HD-1 项目进展..... | 18 |
| 表 7: JK 项目进展..... | 19 |

1. 矿山民爆一体化服务公司，战略转型布局军工板块

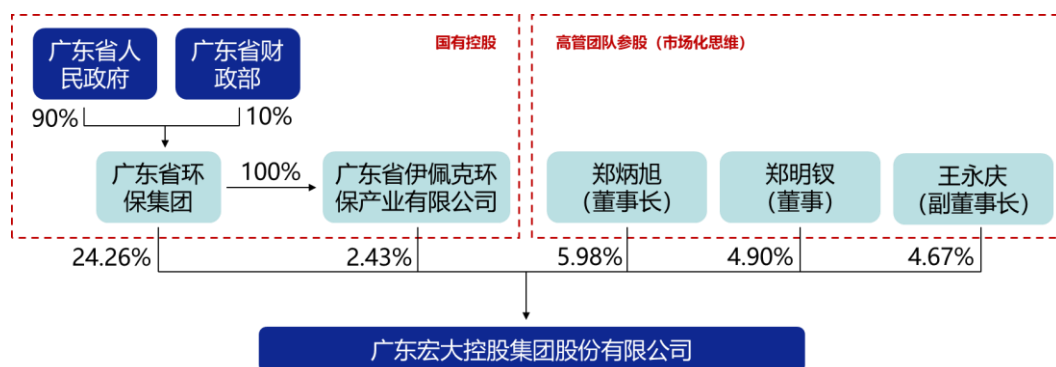
1.1. 公司是中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司，同时布局武器装备领域

公司创建于1988年，是广东省国资委下属广东省环保集团有限公司控股企业，全国军民融合创新示范企业，中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司。公司业务布局民爆、矿服、防务装备三大领域，现已成功打造“矿山民爆一体化”的服务模式，也是公司的两大传统业务。民爆业务主要为客户提供民用爆破器材产品，矿业服务以爆破技术为核心，提供矿山基建剥离、矿井建设、整体爆破方案设计、爆破开采、矿物分装与运输等垂直化系列服务。防务装备板块是公司的战略转型重点板块，公司主要研发并销售的产品有导弹武器系统、智能弹药装备及单兵作战装备等，外贸产品有HD-1和JK两个项目，拥有军工“四证”。目前，公司已逐步形成集团化管控模式，即总部成为投资与并购、风险与财务、人才与组织的管理平台。

1.2. 公司已建立“国有控股、管理层参股”的多元化股权结构

公司是广东省属国资广东环保集团下属的国有控股公司，目前已建立“国有控股、管理层参股”的多元化股权结构，打造了“国有企业+市场化思维”的经营模式。公司的持股结构保证了公司管理层与股东利益一致，有利于实现公司股东利益和利润目标最大化。目前广东省环保集团及一致行动人广东省伊佩克环保产业有限公司合计持股26.69%，公司管理层郑炳旭（董事长）、郑明钊（董事）、王永庆（副董事长）合计持股15.55%。

图1：公司股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 矿服、民爆、军工三大领域齐头并进

矿山工程服务业务（收入占比71.66%，利润占比60.14%）是公司传统产业之一，涵盖了矿山开发产业链的每一个环节，按照开采方式的不同分为露天矿山开采服务及地下矿山开采服务两大类。露天矿山服务主要是为国内大中型矿山业主提供工程服务，包括矿山基建剥离、整体爆破方案设计、爆破开采、矿物分装与运输等垂直化系列服务，开采服务的矿种涉及煤矿、多金属矿、铁矿、石灰石矿等；地下矿山服务主要是为大中型地下矿山业主提供矿建工程建设、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。公司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。

民爆业务（收入占比21.92%，利润占比31.66%）是公司传统产业之一，也是公司矿山工程服务的上游环节，主要产品包括工业炸药、工业雷管、工业导火索、工业导爆索等，总体上，民爆品种涉及炸药、起爆器材两大类品种，并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。公司拥有民用爆炸物品生产许可资质、

民用爆破用品销售许可证、道路运输经营许可证等。公司通过外延并购已基本完成了广东省内民爆器材生产企业的整合，并成功打开了内蒙古民爆市场，目前工业炸药许可产能提升至46.6万吨，位列全国第二。

表1：公司各类民爆产品的产能

| 产品类别 | 许可产能 | 产能利用率 | 在建产能 | 投资建设情况 |
|-------|-----------|--------|---|------------------------------------|
| 工业炸药 | 466,000 吨 | 80.62% | 2021年8月，公司子公司宏大民爆拆除陕西省铜川生产点年产12000吨胶状乳化炸药生产线，并撤销该生产点，将12000吨包装炸药生产许可能力转移至甘肃省阿克塞县生产点，在该生产点新建年产12000吨膨化硝酸铵炸药生产线 | 已基本完成该生产线的建设，目前尚未进行试生产 |
| 雷管 | 8,000 万发 | 18.31% | 2021年6月，公司子公司宏大韶化将年产2000万发工业数码电子雷管生产许可产能调整为年产1500万发，核减的500万发工业数码雷管生产许可能力调整至兴安民爆，公司雷管产能不变。 | 该建设项目顺利通过验收，技改工作已完成，并已取得相应安全生产许可证。 |
| 塑料导爆管 | 7,000 万米 | 55.99% | 不适用 | 不适用 |
| 中继起爆具 | 200 吨 | 0 | 不适用 | 不适用 |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

防务装备业务（收入占比4.50%，利润占比6.82%）是公司的战略转型重点板块，以子公司广东明华机械有限公司为实施平台，升级和拓展系列化产品，孵化多个前瞻性军工项目研发平台。公司防务装备板块拥有国内、国际两大市场，国内主要围绕传统弹药产品、智能弹药产品等进行布局，国际市场主要围绕HD-1项目和JK项目。

图2：公司下属主要企业分布广泛

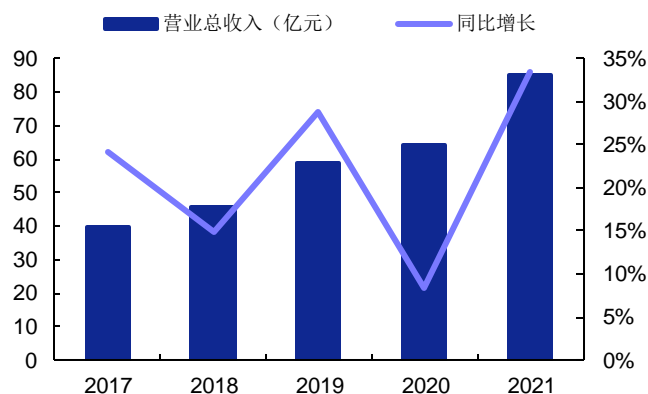


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.4. 盈利能力稳步提升，外延并购不断扩大公司规模

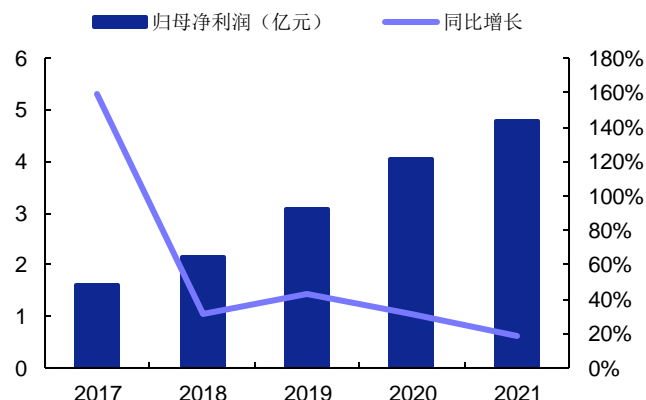
外延并购促进公司营收、利润持续提升。2017-2021年公司分别实现营收39.85、45.80、59.02、63.95、85.26亿元，同比增长24.07%、14.93%、28.86%、8.35%、33.32%，5年CAGR为16.43%；2017-2021年归母净利润1.63、2.14、3.07、4.04、4.80亿元，同比增长159.67%、31.61%、43.33%、31.61%、18.93%，5年CAGR为24.11%。2022Q1公司实现营收17.89亿元，同比增长20.29%，归母净利润0.41亿元，同比下降44.27%，由于原材料成本上涨，公司原有民爆业务的盈利能力有所下滑。近年来行业龙头效应不断扩大，公司连续收购民爆公司，传统主业民爆及矿服业务不断扩大。

图 3：2021 年营收 85.26 亿元，同比增长 33.32%



资料来源：wind，安信证券研究中心

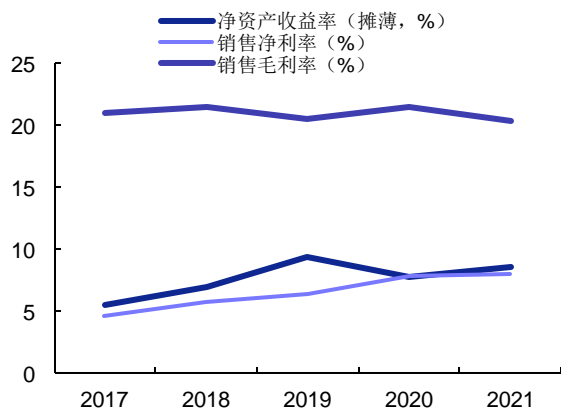
图 4：公司 2021 年归母净利润 4.80 亿元，同比增长 18.93%



资料来源：wind，安信证券研究中心

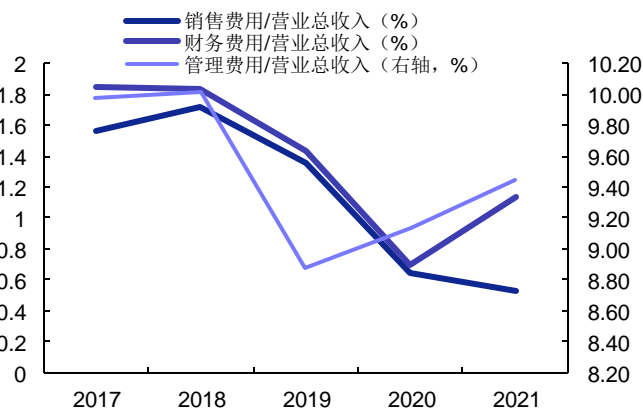
公司盈利能力稳步提升，期间费用率逐渐下降。近五年公司毛利率呈小幅波动，而 ROE（摊薄）及净利率稳步提升，主要归功于三费率率的下降。2021 年 ROE（摊薄）、毛利率及净利率分别为 8.58%、20.30%、8.05%。同时，公司调整组织架构，压减管理层级，简化管理结构，未来将更加突出生产经营单位的生产和经营职能，提高管理效率，定员定岗，减员增效。

图 5：公司盈利能力提升



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：公司三费率率趋势性下降



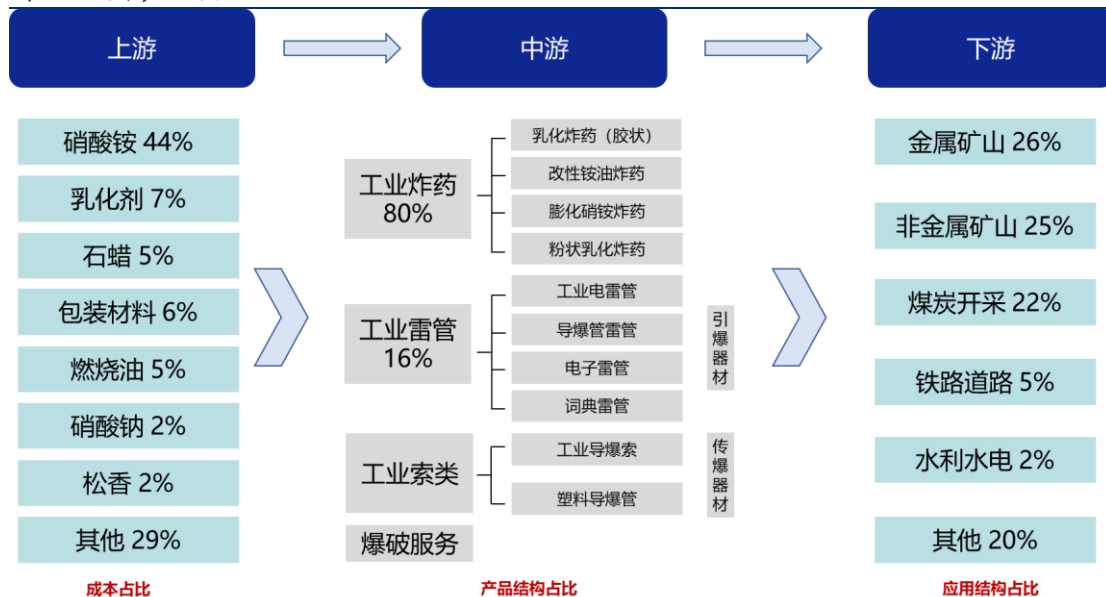
资料来源：wind，安信证券研究中心

2. 外延并购区域整合+新市场开拓助推传统民爆矿服业务持续增长

2.1. 民爆行业经历行业整合，未来将进入存量再分配阶段

民爆行业主要涵盖民用爆破器材及其装备的科研、生产、销售、储运，以及爆破工程设计、施工服务、质量检测、进出口等经济活动。民用爆破器材总体上涉及炸药、起爆器材两大类，主要产品有工业炸药、工业雷管、工业导爆索等多个品种，产品广泛应用于煤炭、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、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。民爆行业下游主要面向基础设施建设及资源开采等行业需求，其中煤炭、金属和非金属矿山这三类矿山的开采占民爆产品销售总量的 70% 以上，因此我们认为民爆及矿服行业具有较高协同性。

图 7：民爆产业链

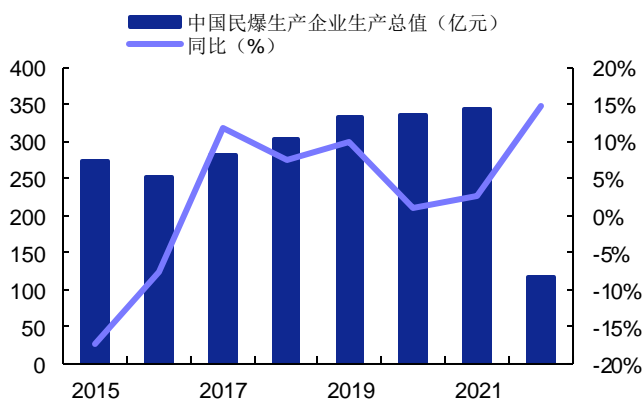


资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

注：成本占比与应用结构占比为工业炸药数据

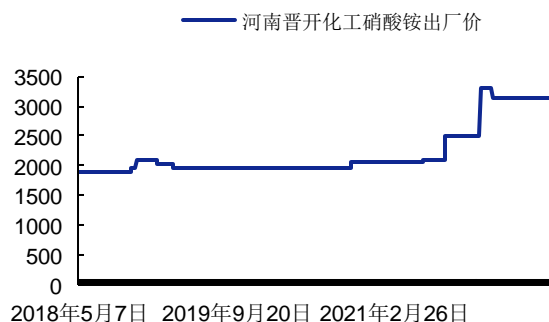
近年来民爆行业产值增速放缓但稳中有进，2022 年拐点向上。根据中爆协数据，2017-2021 年，民爆行业生产总值年增速放缓，5 年 CAGR 为 4.11%。2021 年，民爆行业生产企业完成生产总值 344.38 亿元，同比增长 2.53%，2022H1 为 117.10，同比增长 14.70%，出现增速拐点。其中工业炸药年产量 207.6 万吨，同比增长 0.5%，工业雷管年产量 4.75 亿发，同比增长 16.4%。同时，关键原料硝酸铵单价在 2021 年第四季度出现大幅增长，最高达到 3300 元/吨，对民爆企业盈利水平造成一定影响。

图 8：中国民爆生产企业生产总值出现拐点（亿元）



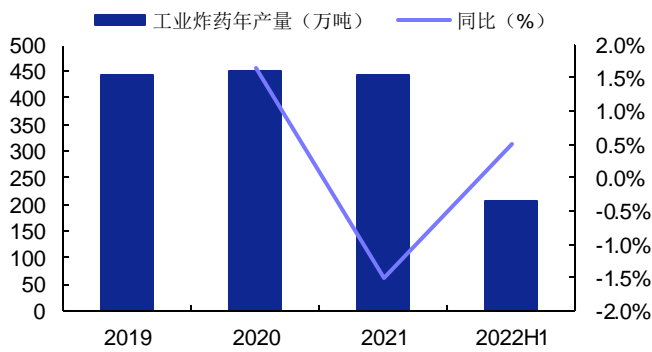
资料来源：中爆协，安信证券研究中心

图 9：河南晋开化工硝酸铵出厂价（元/吨）



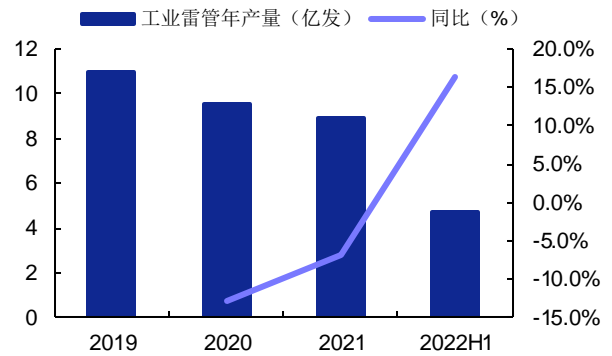
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：工业炸药年产量出现拐点（万吨）



资料来源：中爆协，安信证券研究中心

图 11：工业雷管年产量出现拐点（亿发）

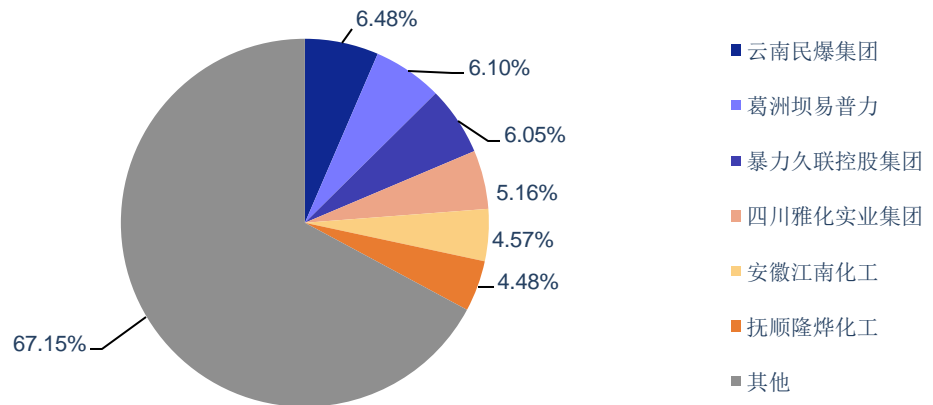


资料来源：中爆协，安信证券研究中心

民爆行业趋势一：行业整合，头部集中

工信部鼓励行业进行重组整合，提升产业集中度。参照我国民爆行业当前生产总值规模，前六大企业共占据 32.85% 的市场份额，市场集中度水平较低。工信部印发《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》提出，鼓励企业重组整合，在行业政策上，向排名前十位的企业倾斜，以支持优势企业并购重组，支持企业间联优并强，提升产业集中度。据公司年报统计，目前民爆生产企业共有 118 个生产许可证、71 家企业集团，十四五安全发展规划中提出最低要减少到 50 家，目标是力争减少到 35 家以内，排名前 10 位企业生产总值在行业占比由去年底的 49% 提高到 54%。

图 12：2022 年中国民爆行业生产总值市场份额



资料来源：前瞻经济学人，安信证券研究中心

民爆行业进入存量再分配阶段。在双碳经济目标的政策下，煤炭等矿产资源开采规模大幅度萎缩，民爆行业面临产能过剩、竞争加剧。工信部相关负责人在全国民爆行业安全管理工作会议上指出：“我们将针对行业无序竞争问题，探索研究限制风险危害较大的工业炸药跨省销售距离、禁止隔省销售和长距离运输，以及根据市场秩序情况动态调整产能的相关政策。对个别地区产能严重过剩，企业到处搞低价倾销的，组织研究进行专项产能调整压缩，以优化布局，使布局更加合理。”预计十四五期间行业秩序将得到改善，民爆行业整合明显提速，行业集中度进一步提高。

民爆行业趋势二：不再新增传统民爆产品许可，行业护城河得到巩固

由于民爆物品的危险特性，国家对民爆物品的生产、销售、购买、运输、爆破作业实行许可

证制度，工业和信息化部负责对民爆物品生产、销售环节实施安全监管。根据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，“十四五”期间除对重组整合、撤线拆点等给予支持政策外，一律不新增传统民爆物品的许可产能，因此行业政策壁垒得到进一步明确。

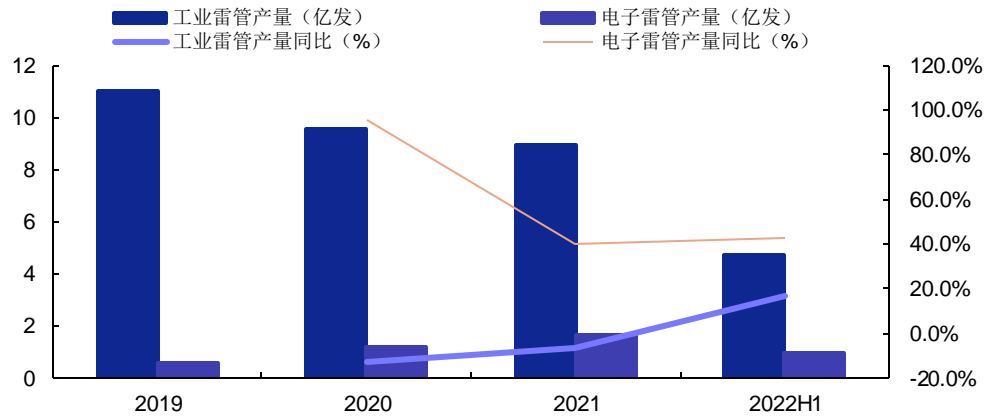
产品结构优化，电子雷管供给侧向高质量集中转型，2022 年实现对传统雷管全面替代。电子雷管是采用电子控制模块对起爆过程进行控制的电雷管。相较于导爆管雷管等普通雷管在安全性和爆破效果等方面具备明显优势。近年我国民爆行业政策着力于电子雷管供给侧向高质量集中转型，民爆行业的电子雷管在 2022 年实现对传统雷管全面替代。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》要求于 2022 年 6 月底前停止生产、8 月底前停止销售普通工业雷管。当前，我国雷管总体产量有所下降，但电子雷管产量明显增长，企业部分产能正在逐渐转化。

表 2：国内部分民爆上市公司许可产能情况

| 上市公司 | 产品类别 | 许可产能 | 产能利用率 |
|------|---------|-------------|-------|
| 雅化集团 | 工业炸药 | 22.8 万吨 | 92% |
| | 工业雷管 | 20392 万发 | 40% |
| | 工业导爆索 | 1500 万米 | 100% |
| | 塑料导爆管 | 10000 万米 | 100% |
| 广东宏大 | 工业炸药 | 466,000 吨 | 81% |
| | 雷管 | 8,000 万发 | 18% |
| | 塑料导爆管 | 7,000 万米 | 56% |
| | 中继起爆具 | 200 吨 | 0% |
| 江南化工 | 工业炸药及制品 | 37.55 万吨 | 95% |
| | 工业导爆索 | 1600 万米 | 100% |
| | 导爆管雷管 | 4000 万发 | 50% |
| | 数码电子雷管 | 3670 万发 | 35% |
| | 工业塑料导爆管 | 2.8 亿米 | 47% |
| 国泰集团 | 工业炸药 | 606 万吨 | 73% |
| | 工业雷管 | 27.7 亿发 | 32% |
| 雪峰科技 | 工业炸药 | 10.75 万吨 | 90% |
| | 工业雷管 | 3740 万发 | 29% |
| | 工业索类 | 6200 万米 | 39% |
| 同德化工 | 炸药 | 106000 吨 | 76% |
| 金奥博 | 工业炸药 | 93,000.00 吨 | 71% |
| | 工业雷管 | 7,200.00 万发 | 22% |
| | 塑料导爆管 | 2,000.00 万米 | 9% |
| | 工业导爆索 | 1,000.00 万米 | |
| 保利联合 | 工业炸药 | 44.95 万吨 | 71% |
| | 工业雷管 | 39250 万发 | 24% |
| | 工业索类 | 29600 万米 | 3% |
| 凯龙股份 | 工业炸药 | 185,000 吨 | 80% |
| | 工业雷管 | 2,875 万发 | 75% |
| | 工业索类火工品 | 17,000 万米 | 10% |
| 南岭民爆 | 工业炸药 | 17.3 万吨 | 86% |
| | 电子雷管 | 2800 万发 | 27% |
| | 导爆管雷管 | 8000 万发 | 67% |
| | 工业电雷管 | 7000 万发 | 4% |
| | 塑料导爆管 | 38000 万米 | 69% |
| | 工业导爆索 | 2000 万米 | 55% |
| 高争民爆 | 混装工业炸药 | 1 万吨 | 61% |
| | 胶状乳化炸药 | 1.2 万吨 | 99% |

资料来源：wind，公司公告，安信证券研究中心

图 13：电子雷管渗透率不断上升



资料来源：中爆协，安信证券研究中心

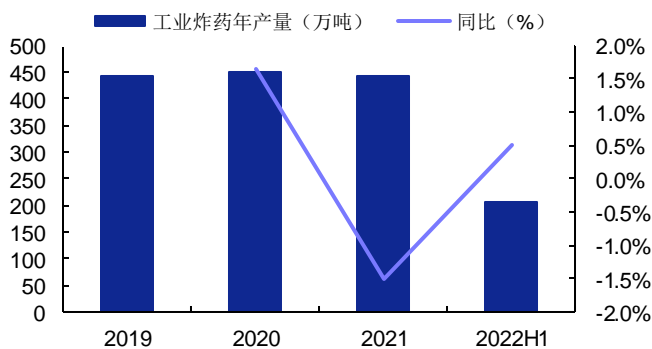
民爆行业趋势三：“一体化”是行业倡导方向

《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》明确指出积极推动科研、生产、爆破服务“一体化”，加快推广现场混装作业方式，促进民爆企业由“生产销售型”向“服务型制造”转变，即由“卖产品”向“卖服务”转变。预计转型后相关企业的收入将具备更强的可持续性。

2.2. 矿服行业受政策导向，能源保障是重要课题

矿服行业收入与矿产资源开采/投资关系紧密，预计未来将保持平稳或进入稳步增长阶段。矿服属于传统行业，其下游矿产资源如煤炭、铁矿、石灰石等属于国民经济的基础性原料。矿服行业的景气与下游矿产资源的开采以及采矿业投资关系紧密。我国采矿业收入与利润 2017-2020 年增速较低，2021 年出现拐点。2021 年，我国采矿业收入达到 57,049 亿元，同比增长 46.99%，2017-2021 年 CAGR 为 1.42%；2022 年 1-5 月达到 27,483 亿元，同比增长 47.28%。2021 年，我国采矿业利润达到 10,391 亿元，同比增长 192.43%，2017-2021 年 CAGR 为 17.77%；2022 年 1-5 月达到 7,083 亿元，同比增长 135.41%。2021 年，我国采矿业投资较 2020 年同期增长 10.90%，出现疫情后的恢复性增长，根据行业特性，我们预计未来总体表现将随着国家宏观经济周期保持平稳或稳步增长。

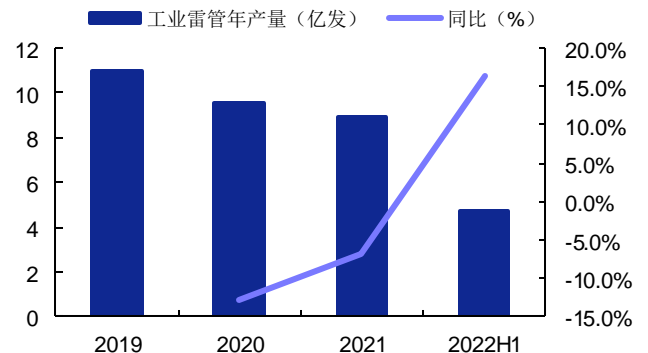
图 14：采矿业收入快速增长（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

注：2022 年数据为 1-5 月数据

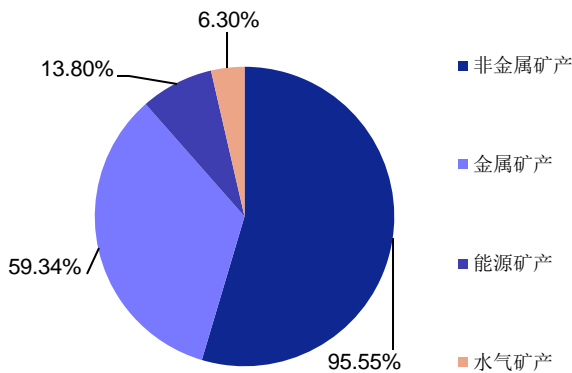
图 15：采矿业利润快速增长（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

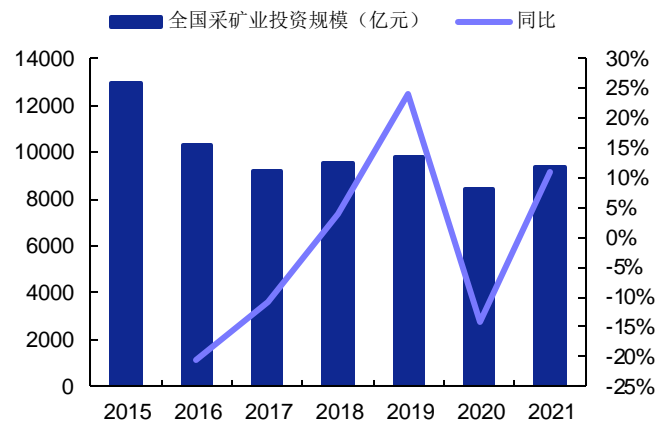
注：2022 年数据为 1-5 月数据

图 16：中国矿产资源构成



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 17：中国采矿业投资 2021 年恢复性增长



资料来源：wind，安信证券研究中心

矿服行业趋势一：矿区、矿主将更加集中，环节外包成为行业趋势

目前我国矿服市场较为分散，预测未来趋势走向集中，且矿山的区域性将进一步加强，将更加集中于人口密度更低、资源更丰富的西北、东北、西南和青藏地区，而经济发达地区将以围绕服务于基础设施建设和房地产的沙石骨料矿山为主。

政策引领，矿山龙头企业更加符合政策引导方向。国家对建设工程施工企业管理日趋规范严格，2021 年修改实施的《中华人民共和国刑法》和《中华人民共和国安全生产法》把有关安全生产违章行为列入刑法处罚范围并从法律上保障安全发展。同时，根据《全国矿产资源规划（2016—2020 年）》，我国正全面深化矿产资源管理改革，基本形成资源开发与经济社会发展、生态环境保护相协调的发展格局，这对矿产资源开采、矿业治理提出较高要求。对矿山的最低开采规模、开发利用效率和绿色勘探都提出了准入条件。随着国内安全生产、环保要求日趋严格，国内矿山龙头企业更加符合政策引导方向，将出现强者恒强的矿业巨头，集中度将更高，同时也使得大型矿主趋向部分环节外包，更加关注优势环节。

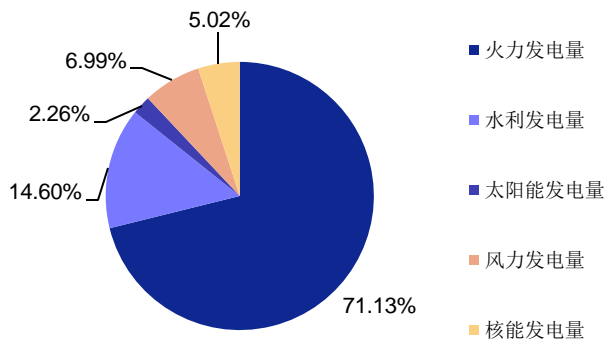
矿服行业趋势二：全面推进“一带一路”矿业合作，我国企业已获得海外机遇

目前我国正在实施“一带一路”基础地质调查与信息服务计划，促进中资企业与“一带一路”沿线国家开展矿业投资合作，主要以油气、铁、铜、铝等矿产为重点，探索“矿电水路港”联合投资模式，形成勘查—开发—冶炼—加工—制造全链条产能合作。根据《2021 中国矿产资源报告》我国正在积极推动与沙特阿拉伯、巴基斯坦、尼泊尔、利比里亚、卢旺达、俄罗斯、波兰、德国和土耳其等国在地质矿产领域的务实合作，且已成功中标“沙特阿拉伯地质水系沉积物及重砂样品高精度地球化学勘查”项目。

矿服行业趋势三：能源保障政策出台，无法摆脱煤炭能源需求

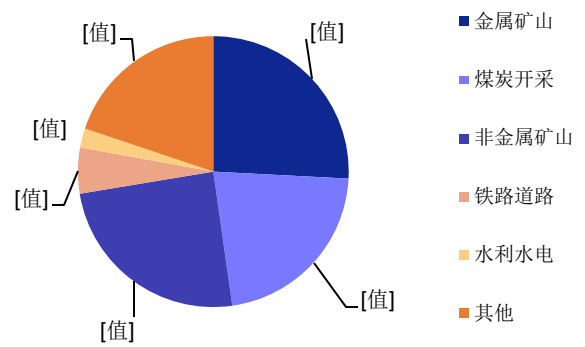
碳达峰、碳中和目标虽已经上升为国家战略，但国内主要能源消费依然以煤为主，其次是石油、天然气和水电。据国家统计局数据，2012-2021 年全国发电量逐年递增，虽然新能源发电占比增长，但火力发电仍位列第一，2021 年占比达到 71.13%，因此国内短时间内无法摆脱煤炭能源的需求。与此同时，《2022 年能源工作指导意见》明确了能源发展重点，**强调以保障能源安全稳定供应为首要任务，着力增强国内能源生产保障能力，**且把加强煤炭煤电兜底保障能力置于首位，计划全国能源生产总量达到 44.1 亿吨标准煤左右，原油产量 2 亿吨左右，天然气产量 2140 亿立方米左右。煤炭开采在中国民爆（工业炸药）下游应用领域中占比重大，达 22.0%，仅次于金属矿山开采。同时，在保供政策下，**煤矿开工率明显上升，鄂尔多斯煤矿开工率已回升至 76.5% 的高位。**

图 18：2021 年全国发电结构占比图



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

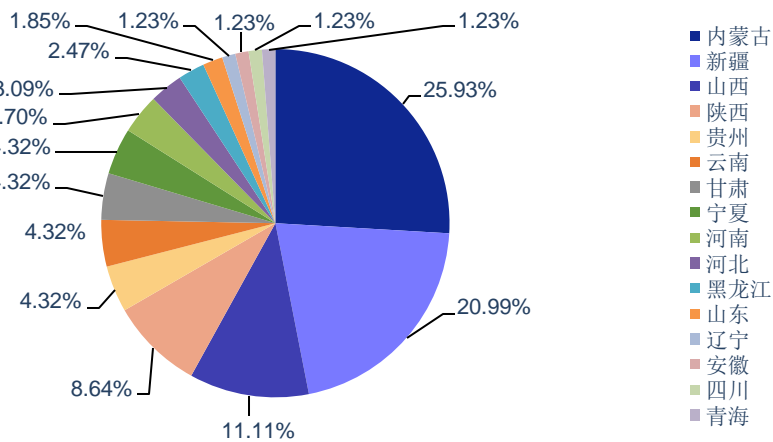
图 19：2020 年中国民爆（工业炸药）下游应用领域占比



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

内蒙古是国家煤炭规划重点方向,2022H1 内蒙古民爆生产企业生产销售总值全国排名第二。《2022 年能源工作指导意见》明确提出夯实能源供应保障基础,其中包括统筹资源接续和矿区可持续发展,有序核准一批优质先进产能煤矿。根据现有最新全国规划《全国矿产资源规划(2016—2020 年)》,在我国煤炭规划的 162 个矿区中,内蒙古区域规划数量最多,达到 42 个,占比 25.93%,是我国煤炭规划方向的重点。基于保供政策,内蒙古释放 72 座煤矿产能,合计产能 9835 万吨。与此同时,根据中爆协数据,2022H1 内蒙古民爆生产企业生产销售总值全国排名第二,规划正在逐步落实。

图 20：煤炭规划矿区



资料来源：《全国矿产资源规划(2016—2020 年)》，安信证券研究中心

表 3：2022H1 内蒙古民爆生产企业生产销售总值全国排名第二

| | 省份 | 生产总值(亿元) | 同比 | 销售总值(亿元) | 同比 |
|----|-----|----------|-------|----------|-------|
| 1 | 四川省 | 18.9 | 26.1% | 18.3 | 20.8% |
| 2 | 内蒙古 | 18.6 | 25.8% | 18.6 | 28.1% |
| 3 | 山西省 | 15.7 | 22.7% | 15.7 | 21.6% |
| 4 | 新疆区 | 14.2 | 67.6% | 13.9 | 71.2% |
| 5 | 辽宁省 | 10.1 | 8.9% | 10 | 8.7% |
| 6 | 陕西省 | 7.9 | 9.8% | 7.7 | 11.1% |
| 7 | 湖南省 | 7.2 | 16.4% | 7.2 | 17.7% |
| 8 | 湖北省 | 6.9 | -1.6% | 6.9 | -7.4% |
| 9 | 河南省 | 6.9 | 1.0% | 6.7 | -0.4% |
| 10 | 云南省 | 6.5 | -9.0% | 6 | 11.0% |
| 11 | 黑龙江 | 6.1 | 27.1% | 6.1 | 25.0% |
| 12 | 江西省 | 5.8 | -1.3% | 5.5 | -1.0% |
| 13 | 山东省 | 5.6 | 26.4% | 5.6 | 36.3% |

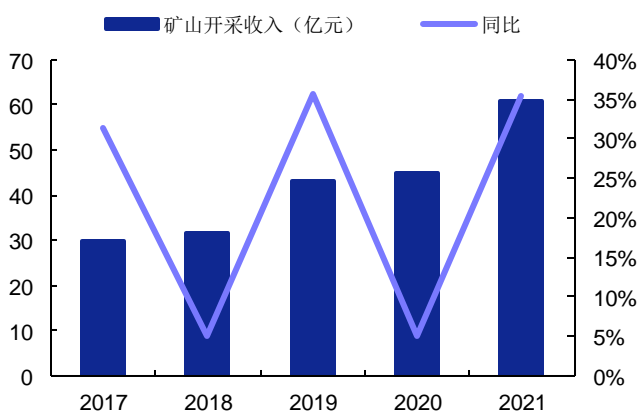
| | | | | | |
|----|-----|-----|--------|-----|--------|
| 14 | 安徽省 | 5.5 | 15.1% | 5.5 | 20.0% |
| 15 | 重庆市 | 5.3 | 7.8% | 5.2 | 4.0% |
| 16 | 贵州省 | 4.4 | -26.4% | 4.3 | -26.4% |
| 17 | 浙江省 | 4.2 | -1.7% | 4.3 | 0.2% |
| 18 | 福建省 | 3.8 | 5.2% | 3.6 | 1.2% |
| 19 | 江苏省 | 3.7 | 14.6% | 3.7 | 13.5% |
| 20 | 广东省 | 3.7 | -7.4% | 3.6 | -6.7% |
| 21 | 河北省 | 3.2 | 11.9% | 3.2 | 9.6% |
| 22 | 广西区 | 3.1 | 13.3% | 3 | 14.0% |
| 23 | 甘肃省 | 2.1 | 37.8% | 2.2 | 41.4% |
| 24 | 吉林省 | 1.7 | -14.3% | 1.7 | -13.8% |
| 25 | 西藏区 | 1.6 | 0.8% | 1.6 | 3.4% |
| 26 | 青海省 | 1.3 | 64.8% | 1.4 | 63.0% |
| 27 | 大连市 | 1.3 | -9.2% | 1.3 | -8.3% |
| 28 | 宁夏区 | 1.2 | 160.0% | 1.2 | 164.2% |
| 29 | 海南省 | 0.6 | 12.6% | 0.6 | 18.6% |
| 30 | 天津市 | 0.4 | 29.4% | 0.3 | 24.8% |

资料来源：中爆协，安信证券研究中心

2.3. 公司具有矿服、民爆一体化产业链优势，区域整合，壁垒加固

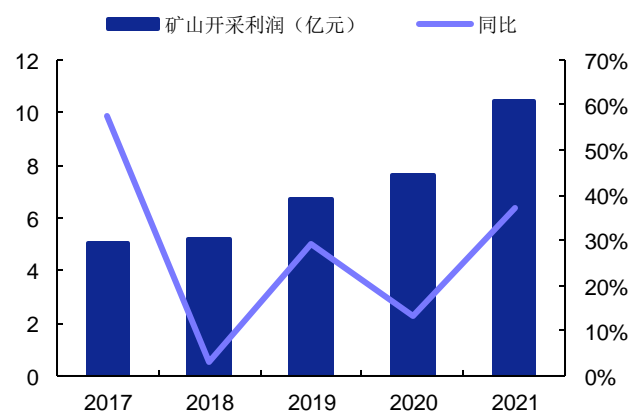
公司具有矿服、民爆一体化产业链优势，大客户、大项目、大投入的战略已见成效。由于民爆与矿服具有较强协同性，在矿产资源开采要求逐步提高的背景下，矿服民爆一体化及矿业管家式服务在产品端及成本端具备明显优势，有助于公司深度绑定客户。同时，面对产业结构的优化与矿产资源集中度的提高，公司大客户、大项目、大投入的战略成为矿服板块的主要发力点并已初见成效。2017-2021年，公司矿服业务收入5年CAGR为15.23%，利润5年CAGR为15.61%。2021年，公司矿服业务收入达到61.10亿元，同比增长35.36%，利润达到10.41亿元，同比增长37.15%。

图 21：公司矿服业务收入及增速（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 22：公司矿服业务利润及增速（亿元）



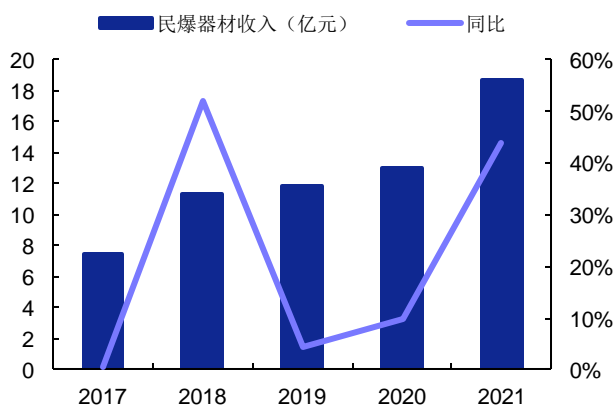
资料来源：wind，安信证券研究中心

外延并购进行广东省内整合，资质壁垒加固。民爆行业具有产能限制及高壁垒的特点，“十四五”一律不再新增传统民爆物品的许可产能，因此公司具备一定牌照红利。由于民爆行业受到牌照性和区域性带来的产能限制及高壁垒政策影响，并购整合成为公司做大民爆生产业务的唯一可行途径。公司通过民爆产能的整合，打破长期以来“小、散、低”的竞争格局特点，已完成广东省内 8 家民爆器材生产企业中 7 家的整合工作，并构建了广东省内民爆市场完善的销售体系，系统布局省内市场，最大化提升民爆产品销售规模。

公司积极围绕北方富矿带进行产业布局，打开内蒙古市场。2020-2021 年公司收购内蒙古日

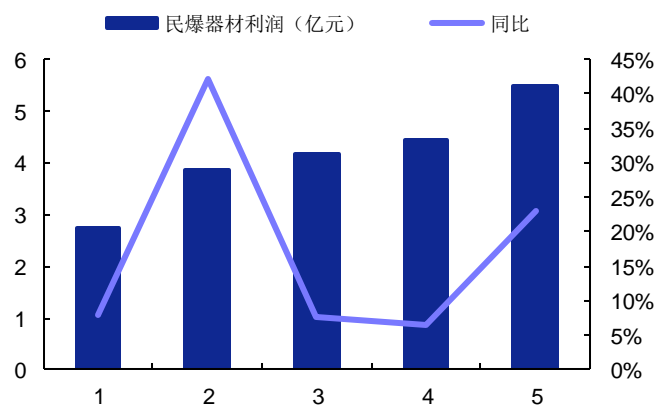
盛民爆集团、内蒙古吉安化工，成功切入内蒙区域的民爆市场进行民爆矿服一体化服务，并扩大和巩固公司在内蒙民爆的战略布局。2021年5月，公司收购了甘肃兴安民爆器材有限公司，打开西部民爆市场。同年，公司收购了民爆企业吉安化工、兴安民爆等民爆子公司，规模不断扩大。截至2021年底，公司工业炸药许可产能提升至46.6万吨，位列全国第二。另一方面，由于政策因素，安全性高、爆破效率高且毛利率较高的电子雷管将全面替代传统雷管，公司通过产能转化，电子雷管产能上升，有助于提升公司整体盈利能力。2017-2021年，公司民爆业务收入5年CAGR为20.20%，利润5年CAGR为14.95%。2021年，公司民爆业务收入达到18.69亿元，同比增长35.36%，利润达到5.48亿元，同比增长23.15%。受益于内蒙古市场旺盛的需求，公司民爆板块收入持续上升，预计未来内蒙古市场潜力将进一步得到展现。

图 23：公司民爆业务收入及增速（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 24：公司民爆业务利润及增速（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

国际化方向明确，一带一路拓宽海外市场。随着矿山业主的集中度进一步提高，且国内安全生产、环保要求日趋严格，国内矿山龙头企业更加符合政策引导方向，将出现强者恒强的矿业巨头。同时矿山业主国际化程度与日俱增，矿服行业的主战场或将从国内延伸至一带一路周边国家。公司矿服板块继续加大重点区域大客户的市场开拓，参与“一带一路”共建，目前公司已逐步开拓海外巴基斯坦、塞尔维亚、马来西亚、老挝等地区，市场份额不断扩大。

降本增效、技术改革成功建立充分竞争下的优势。公司已通过生产线的技改实现工厂智能化，同时参股上游原材料企业，构建“集采平台、业务协同、信息共享、规范运行”采购管理体系等多种方式管控成本，发挥规模效益。民爆行业未来主要是存量市场的竞争，成本管控将凸显公司优势，进一步保障公司盈利能力。

3. 防务装备是公司的战略转型业务，若订单落地，军贸将带来业绩高弹性

3.1. 公司成立军工平台，打造“1+N”战略布局

防务装备板块是公司的战略转型重点板块，近年研发投入力度较大。公司子公司广东明华机械有限公司（国营八〇六厂）是全国十四家地方重点保军企业之一，也是广东省唯一一家地方重点保军企业。2016年10月，按照宏大公司打造军工板块的战略安排，宏大公司对广东明华机械有限公司实施了军工和民爆存续分立，广东明华机械有限公司存续专司军工业务，民爆业务剥离分立。此外，公司与广东省广业装备制造集团有限公司、国家产业投资基金有限责任公司、戎程管理咨询（广东）合伙企业（有限合伙）、广东中科粤微科技发展有限公

司等共同投资设立广东省军工集团有限公司，搭建省军工平台，有利于公司凭借平台整合更多军工资源，也为公司拓展其他军工板块业务，如无人装备、网络安全业务等提供了可能性。

公司大力发展军工，打造“1+N”战略布局。“1”：以明华公司为主，升级和拓展产品线，致力于把明华打造为集团军工板块的智能制造基地，保障其他军工子公司产品落地。“N”：孵化多个前瞻性军工项目研发平台。目前，公司已经先后打造了智能弹药平台、单兵作战平台、导弹总体设计平台、导弹动力平台，并成功孵化了宏大天成、宏大君合、宏大日晟、宏大和创等研发平台，成为全国首个拥有导弹总体资质的地方国企。

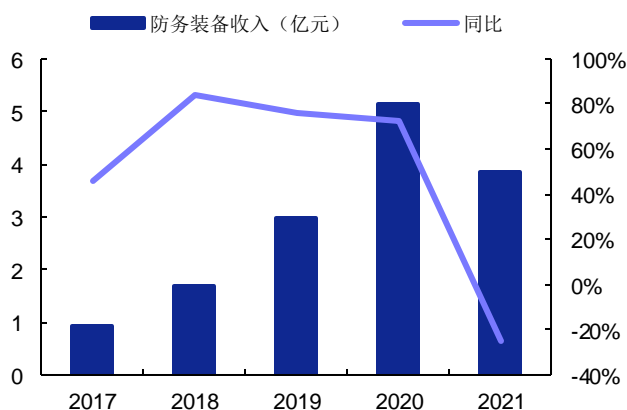
表 4：公司防务装备板块部分相关企业

| 公司名称 | 成立时间 | 注册资本 (亿元) | 主营业务 | 员工数 |
|-------------------|--------|--------------|--|-------|
| 广东明华机械有限公司 | 1965 年 | 1.77 | 军工产品科研、生产和销售；电气机械制造；塑料制品；货物进出口 | 423 |
| 宏大君合科技有限公司 | 2017 年 | 0.5 | 负责 HD 系列和 JK 系列、各项试验组织、科研生产管理和国际市场开发 | 40 |
| 北京宏大和创防务技术研究院有限公司 | 2017 年 | 0.2 | 承担察打一体无人反恐智能弹药装备、探空火箭、科技冬奥项目场景三维感知及重建技术、水压传感器、弹载激光与毫米波复合探测单元等关键技术和产品研发 | 50 余人 |
| 广东省军工集团有限公司 | 2021 年 | 1 | 网络安全服务、信息安全设备制造及销售、信息系统运行维护服务；智能无人飞行器制造及销售、人工智能行业应用系统集成服务等 | / |

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

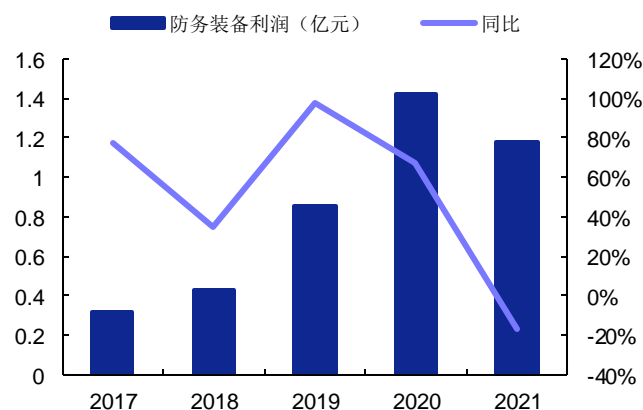
公司防务业务布局两大市场。第一是国内市场，主要针对传统防务装备、单兵智能装备、智能弹药、其他在研项目。第二是国际市场，主要针对 HD-1 和 JK 项目。2017-2021 年，公司防务业务收入 5 年 CAGR 为 33.08%，利润 5 年 CAGR 为 29.82%。2021 年，公司防务业务收入达到 3.84 亿元，同比下降 25.15%，利润达到 1.18 亿元，同比下降 16.90%。

图 25：公司防务业务收入及增速（亿元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 26：公司防务业务利润及增速（亿元）



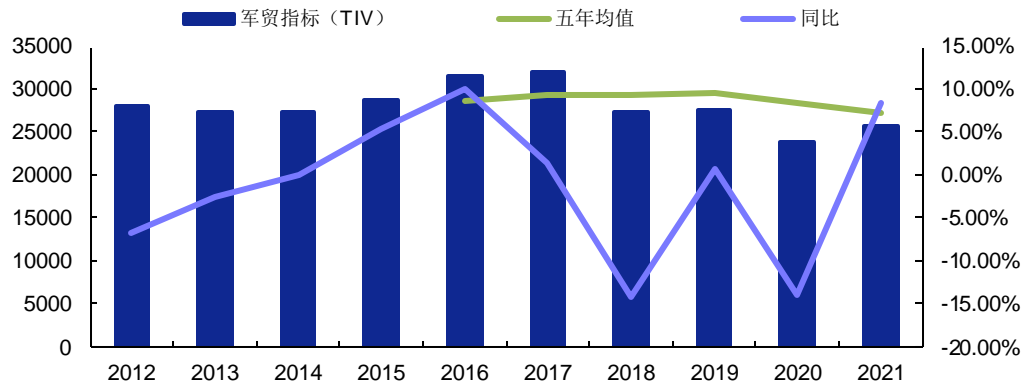
资料来源：wind，安信证券研究中心

3.2. 国际军贸市场空间大，相关参与者有望充分受益

斯德哥尔摩国际和平研究院将国际武器流动性用趋势指标值 TIV 表示。根据该指标的统计数据，近十年全球军贸热度整体存在波动性，在 2016-2017 年是全球军贸的高峰期。若以五年为一个维度，2012-2016 年 TIV5 年均值为 28514，2017-2021 年 TIV5 年均值为 27204，略有下降，但与疫情因素有关。从单一年度来看，2020 年由于疫情影响较大，创出 2012 年以来最

低，2022 年恢复性增长 8.28%。

图 27：全球武器流动存在波动性



资料来源：SIPRI，安信证券研究中心

我国武器出口全球排名第四，相较美俄仍有提升空间。接近十年全球武器出口趋势指标数据排名，全球前五位为美国、俄罗斯、法国、中国、德国，出口占比分别为 35%、21%、8%、6%、5%。我国前三大出口国家为巴基斯坦、孟加拉国、缅甸，分别占中国武器出口的 39%、16%、8%。

表 5：中国武器出口全球排名第四

| 排名 | 国家 | 近十年出口占比 | 出口第一名国家 | 出口第二名国家 | 出口第三名国家 |
|----|-----|---------|-------------|------------|-------------|
| 1 | 美国 | 35% | 沙特阿拉伯 (19%) | 澳大利亚 (8%) | 阿联酋 (6%) |
| 2 | 俄罗斯 | 21% | 印度 (34%) | 中国 (15%) | 阿尔及利亚 (10%) |
| 3 | 法国 | 8% | 印度 (19%) | 埃及 (14%) | 卡塔尔 (10%) |
| 4 | 中国 | 6% | 巴基斯坦 (39%) | 孟加拉国 (16%) | 缅甸 (8%) |
| 5 | 德国 | 5% | 韩国 (17%) | 埃及 (8%) | 美国 (8%) |

资料来源：SIPRI，安信证券研究中心

3.3. 军贸订单若最终落地，将为公司带来业绩高弹性

HD-1 项目采用高起点固体冲压发动机技术，性能优于同类竞品。公司 HD-1 项目的主要产品为超声速巡航导弹，其核心在于搭载的固体火箭冲压发动机，以冲压空气携带的氧作为氧化剂，降低推进剂种氧化剂含量，提高发动机比冲，相比固体火箭发动机比冲提高 3-5 倍，可显著提高导弹射程，是新一代超声速巡航导弹的理想动力系统。搭载该技术的 HD-1 具有体积小、推力大、维护简便等特点，主要对标俄印联合研制的布拉莫斯 (Brahmos) 导弹。

图 28: HD-1



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

参考同类产品列装规模，HD-1 未来空间广阔。目前布拉莫斯导弹已完成或即将完成多笔订单。①根据俄罗斯卫星新闻网消息，2016 年 8 月，印度总理莫迪担任主席的政府安全事务委员会批准采购约 100 枚布拉莫斯导弹，总价值近 6.5 亿美元。这是印度军队接装的第 4 个布拉莫斯导弹团。②根据印度媒体报道，2022 年 2 月，印度与菲律宾达成了一项价值约 3.75 亿美元的军事贸易协议，向菲出口“布拉莫斯”超音速反舰导弹，可装备至少 3 个连。③根据《欧亚时报》报道，2022 年 7 月，印度与印度尼西亚之间关于出口布拉莫斯超音速巡航导弹的谈判已经进入尾声，预计会在今年年底完成。另一方面，公司 HD-1 的编配符合一般导弹作战单元编配规律。导弹部队建制作战单元通常为旅，一个旅下辖几个营。基本作战单元为营，营里标配一个指挥系统、一个目标指示系统、若干发射车和保障车辆，因此 HD-1 具备广阔的市场空间。HD-1 出口立项已于 2019 年获有关部门批复同意，且于 2020 年完成测试定型。据年报披露，公司目前正通过军贸公司与海外客户洽谈，若订单落地将为公司带来业绩高弹性。

表 6: HD-1 项目进展

| 时间 | HD-1 项目进展 |
|-------------|--|
| 2018 年 10 月 | HD-1 项目在北方某飞行试验基地圆满完成首次超声速巡航飞行试验 |
| 2018 年 11 月 | 公司携 HD-1 超音速巡航弹等 30 余项最新军品武器装备，亮相 2018 年中国国际航空航天博览会。 |
| 2019 年 7 月 | HD-1 项目出口立项获得国家有关部门批复同意 |
| 2019 年 12 月 | HD-1 项目进展暨动力系统工程研制阶段通过设计鉴定 |
| 2020 年 8 月 | HD-1 项目成功完成飞行试验，飞行各项技术指标符合大纲要求 |
| 2020 年 12 月 | HD-1 导弹通过设计鉴定申请，并通过军贸公司正在进行 HD-1 项目商务洽谈工作 |
| 2021 年 6 月 | HD-1 项目总装厂建设破土动工 |
| 2021 年 9 月 | 公司携 HD-1 超音速巡航弹及 JK 系列等最新军品武器装备再度亮相第十三届中国国际航空航天博览会 |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

JK 系列多型号用于不同平台，正在通过军贸公司进行洽谈。据第 12 届中国航空航天博览会公开信息，JK-1 属于超小型制导武器，质量不大于 1.5kg，射程可达 30-2000m，其发射采用枪用下挂直径 40mm 指数榴弹发射器，并运用惯组+半主动激光/红外成像技术，对轻装甲车、人员、简易工事等进行攻击。JK-1 优势主要有微型化、通用化、高效费比等。JK-2 弹直径 180mm，重量 50kg，射程可达 3-35km，可用于无人机等。2021 年，JK 系列某产品在某靶场顺利完成无人机挂飞试验，飞行各项技术指标符合大纲要求，试验取得圆满成功。公司年报披露称目前正在通过军贸公司进行项目洽谈。

表 7: JK 项目进展

| 时间 | JK 项目进展 |
|-------------|---|
| 2019 年 12 月 | JK 项目出口立项获得国家有关部门批复同意 |
| 2020 年 12 月 | JK-1 项目结构系统经过地面锤击、发射以及飞行试验验证，试验结果表明：JK-1 项目结构系统技术成熟、产品可靠，满足制导榴弹总体指标要求，评审组同意通过评审。JK-1 项目控制系统经过环境鉴定试验、半实物仿真试验、导引头内外场捕获试验和飞行等试验，试验结果表明：JK-1 项目控制系统性能参数满足制导榴弹总体指标要求，技术成熟，评审组同意通过评审。 |
| 2021 年 1 月 | JK 系列某产品在某靶场顺利完成无人机挂飞试验，飞行各项技术指标符合大纲要求，试验取得圆满成功。目前正在通过军贸公司进行项目洽谈。 |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

若军贸订单顺利落地，将为公司防务板块带来业绩高弹性。从项目进度来看，HD-1 出口立项已于 2019 年获有关部门批复同意，且于 2020 年完成测试与定型。JK 项目 2021 年在某靶场完成无人机挂飞试验，飞行各项技术指标符合大纲要求，试验取得圆满成功。目前两个项目均通过军贸公司与海外客户洽谈。由于此类产品具备消耗属性，需求量较大且毛利率较高，若相关订单落地将为公司带来业绩高弹性。

4. 投资建议

公司拥有矿服民爆一体化服务优势，在政策推动行业整合向头部集中的背景下，公司通过民爆产能的整合，打破长期以来“小、散、低”的竞争格局特点，已完成广东省内 8 家民爆器材生产企业中 7 家的整合工作，巩固市场地位。公司紧跟国家能源保障政策，通过外延并购战略布局内蒙市场，带来增量收入。另外，若军贸订单落地将为公司带来业绩高弹性。我们预计 2022-2024 年公司的净利润分别为 5.7、6.6、7.6 亿元，对应估值分别为 39.7X、34.4X、29.7X。首次覆盖，给与“买入-A”评级。

5. 风险提示

5.1. 军品订单不及预期

公司军贸订单还在与外国客户洽谈中，存在一定不确定性。

5.2. 疫情不确定性带来的行业需求不及预期

疫情可能导致公司矿服与民爆业务开工率下降，且疫情可能导致采矿业投资额减少，从而降低或延迟矿服与民爆需求。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 100,000,000 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 100,000,000 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 63.9 | 85.3 | 105.2 | 132.1 | 157.5 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 50.2 | 68.0 | 83.5 | 104.3 | 124.2 | 营业收入增长率 | 8.3% | 33.3% | 23.3% | 25.6% | 19.3% |
| 营业税费 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 营业利润增长率 | 44.8% | 42.0% | 13.5% | 16.3% | 16.1% |
| 销售费用 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 净利润增长率 | 31.6% | 18.9% | 18.7% | 15.0% | 15.4% |
| 管理费用 | 3.2 | 5.5 | 7.2 | 10.5 | 12.6 | EBITDA 增长率 | 16.9% | 31.7% | 0.9% | 12.2% | 14.5% |
| 研发费用 | 2.6 | 2.6 | 3.7 | 4.8 | 6.0 | EBIT 增长率 | 21.9% | 27.7% | 5.9% | 15.0% | 17.5% |
| 财务费用 | 0.4 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.5 | NOPLAT 增长率 | 20.8% | 44.4% | 17.7% | 14.0% | 16.8% |
| 资产减值损失 | -0.1 | -0.5 | -0.2 | -0.3 | -0.3 | 投资资本增长率 | 9.5% | 43.3% | 7.2% | -20.7% | 33.2% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 56.6% | 16.0% | 7.7% | 8.9% | 9.3% |
| 投资和汇兑收益 | 0.2 | 0.8 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 利润率 | | | | | |
| 营业利润 | 5.7 | 8.1 | 9.2 | 10.7 | 12.4 | 毛利率 | 21.5% | 20.3% | 20.6% | 21.0% | 21.2% |
| 加:营业外净收支 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | -0.0 | -0.0 | 营业利润率 | 8.9% | 9.5% | 8.8% | 8.1% | 7.9% |
| 利润总额 | 5.7 | 8.1 | 9.2 | 10.7 | 12.4 | 净利润率 | 6.3% | 5.6% | 5.4% | 5.0% | 4.8% |
| 减:所得税 | 0.7 | 1.2 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | EBITDA/营业收入 | 15.2% | 15.0% | 12.3% | 10.9% | 10.5% |
| 净利润 | 4.0 | 4.8 | 5.7 | 6.6 | 7.6 | EBIT/营业收入 | 11.9% | 11.4% | 9.8% | 9.0% | 8.8% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 固定资产周转天数 | 65 | 63 | 56 | 38 | 26 |
| 货币资金 | 30.6 | 19.7 | 8.4 | 10.8 | 12.6 | 流动营业资本周转天数 | 85 | 78 | 82 | 51 | 51 |
| 交易性金融资产 | 0.1 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 流动资产周转天数 | 327 | 324 | 285 | 222 | 212 |
| 应收帐款 | 18.2 | 18.9 | 26.9 | 30.7 | 38.0 | 应收帐款周转天数 | 110 | 78 | 78 | 78 | 78 |
| 应收票据 | 0.5 | 2.2 | 1.1 | 3.0 | 1.9 | 存货周转天数 | 32 | 13 | 33 | 26 | 24 |
| 预付帐款 | 0.5 | 0.6 | 1.1 | 0.8 | 1.3 | 总资产周转天数 | 510 | 514 | 466 | 361 | 327 |
| 存货 | 1.8 | 4.2 | 15.1 | 3.9 | 16.9 | 投资资本周转天数 | 251 | 239 | 237 | 175 | 151 |
| 其他流动资产 | 16.9 | 27.6 | 16.9 | 20.4 | 21.6 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 7.6% | 8.6% | 9.7% | 10.5% | 11.4% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 4.8% | 4.9% | 6.1% | 7.1% | 7.0% |
| 长期股权投资 | 1.7 | 2.9 | 3.2 | 3.5 | 3.8 | ROIC | 12.6% | 16.6% | 13.6% | 14.5% | 21.4% |
| 投资性房地产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 12.3 | 17.5 | 15.1 | 12.7 | 10.3 | 销售费用率 | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.7% |
| 在建工程 | 0.2 | 1.2 | 1.8 | 2.1 | 2.3 | 管理费用率 | 5.0% | 6.4% | 6.8% | 8.0% | 8.0% |
| 无形资产 | 7.1 | 10.2 | 11.5 | 12.9 | 14.1 | 研发费用率 | 4.1% | 3.0% | 3.6% | 3.7% | 3.8% |
| 其他非流动资产 | 14.2 | 22.5 | 19.5 | 19.4 | 19.6 | 财务费用率 | 0.7% | 1.1% | 1.0% | 0.9% | 1.0% |
| 资产总额 | 104.0 | 139.4 | 132.6 | 132.1 | 154.5 | 四费/营业收入 | 10.5% | 11.1% | 11.9% | 13.1% | 13.4% |
| 短期债务 | 8.8 | 7.4 | 16.2 | - | 3.7 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 17.9 | 22.8 | 26.7 | 37.6 | 37.3 | 资产负债率 | 44.0% | 51.6% | 45.2% | 40.1% | 43.9% |
| 应付票据 | 2.2 | 3.1 | 4.2 | 4.9 | 5.6 | 负债权益比 | 78.7% | 106.6% | 82.4% | 66.9% | 78.4% |
| 其他流动负债 | 3.5 | 13.3 | 7.9 | 8.3 | 9.8 | 流动比率 | 2.11 | 1.82 | 1.48 | 1.61 | 1.85 |
| 长期借款 | 12.3 | 21.6 | 3.1 | - | 8.9 | 速动比率 | 2.05 | 1.73 | 1.21 | 1.53 | 1.55 |
| 其他非流动负债 | 1.0 | 3.7 | 1.8 | 2.2 | 2.6 | 利息保障倍数 | 17.21 | 10.15 | 9.37 | 10.31 | 9.29 |
| 负债总额 | 45.8 | 72.0 | 59.9 | 52.9 | 67.9 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 5.4 | 11.5 | 14.0 | 16.8 | 20.0 | DPS(元) | 0.22 | 0.30 | 0.34 | 0.39 | 0.46 |
| 股本 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 分红比率 | 40.8% | 46.8% | 44.6% | 44.1% | 45.1% |
| 留存收益 | 45.2 | 48.1 | 51.2 | 54.9 | 59.0 | 股息收益率 | 0.7% | 1.0% | 1.1% | 1.3% | 1.5% |
| 股东权益 | 58.2 | 67.5 | 72.7 | 79.2 | 86.6 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | |
| 净利润 | 5.0 | 6.9 | 5.7 | 6.6 | 7.6 | EPS(元) | 0.54 | 0.64 | 0.76 | 0.87 | 1.01 |
| 加:折旧和摊销 | 2.3 | 3.3 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | BVPS(元) | 7.05 | 7.47 | 7.84 | 8.32 | 8.88 |
| 资产减值准备 | 1.4 | 0.3 | - | - | - | PE(X) | 55.9 | 47.0 | 39.7 | 34.5 | 29.9 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 4.3 | 4.0 | 3.8 | 3.6 | 3.4 |
| 财务费用 | 0.8 | 1.4 | 1.1 | 1.2 | 1.5 | P/FCF | 69.2 | 789.3 | -16.8 | 87.4 | 91.4 |
| 投资损失 | -0.2 | -0.8 | -0.4 | -0.5 | -0.6 | P/S | 3.5 | 2.6 | 2.1 | 1.7 | 1.4 |
| 少数股东损益 | 1.0 | 2.1 | 2.5 | 2.8 | 3.2 | EV/EBITDA | 27.2 | 18.5 | 18.5 | 15.2 | 14.2 |
| 营运资金的变动 | -9.8 | -8.9 | -2.5 | 13.8 | -20.3 | CAGR(%) | 23.3% | 16.3% | 29.7% | 23.3% | 16.3% |
| 经营活动产生现金流量 | 10.1 | 12.8 | 8.8 | 26.5 | -6.0 | PEG | 2.4 | 2.9 | 1.3 | 1.5 | 1.8 |
| 投资活动产生现金流量 | -8.4 | -31.5 | -1.7 | -1.3 | -1.1 | ROIC/WACC | 1.3 | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 2.1 |
| 融资活动产生现金流量 | 18.7 | 7.6 | -18.5 | -22.8 | 8.9 | REP | 4.5 | 2.1 | 2.4 | 2.7 | 1.5 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034