



矿服民爆双轮驱动，军工板块发力可期

——广东宏大（002683.SZ）首次覆盖报告

核心观点

公司是中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司。公司以民爆业务起家，现已建成“矿服、民爆、军工”三大板块。矿服板块，是公司的最主要营收来源，一体化发展加速；民爆板块，公司现有许可产能46.6万吨，位居全国第二；军工板块，是公司重大战略转型布局板块。2021年，公司实现营收85.26亿元，同比大幅增长33.3%，实现归母净利润4.8亿元，创历史新高，同比增长18.9%。

民爆矿服趋向集中，军工行业发展加速。首先，我国民爆行业CR15从2015年的50.7%提升至2020年的59.5%，“十四五”时期将加速出清，头部企业大举并购或将充分受益。工业雷管禁售令下达，电子雷管迎来发展大潮，2016-2020年电子雷管产量年均复合增速高达184.33%。其次，矿服行业正向技术、资金密集型产业转型，客户资源愈加集中，“一带一路”与中西部开发将给矿服带来发展新契机。最后，国防装备行业，“十四五”强军目标下，我国国防和军队现代化建设加速，武器装备制造业或将迎来快速发展期。

持续巩固矿服民爆优势，军工盈利增长可期。民爆板块，公司加强广东省内民爆企业并购，巩固区域行业龙头地位，并向内蒙、陕西等富煤区外延，拓展长期发展空间。矿服板块，公司加快推进“矿服民爆一体化”，提供绿色、智能矿山开发服务，并实行“大客户、大项目”战略，积极拓展“一带一路”周边业务。军工板块，进行“1+N”战略布局，加快海内外市场开拓，公司主要项目HD-1和JK均已获出口立项，正与客户进行洽谈，待洽谈成功后，公司军工板块业绩将迎来释放。

投资建议

伴随民爆行业集中度提高、矿服一体化推进，公司作为区域行业龙头话语权将提升，军工产品贸易后续有望落地，公司业绩或稳步增长。我们预期2022/2023/2024年公司归母净利润分别为5.87/6.60/8.71亿元，对应的EPS分别为0.78/0.88/1.16元。以2022年8月8日收盘价33.00元为基准，对应PE分别42.07/37.46/28.36倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

安全环保政策趋严、原材料价格波动、军工订单落地不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8526.48	9798.34	11402.15	13303.35
增长率(%)	33.33	14.92	16.37	16.67
归母净利润	480.20	587.30	659.60	871.40
增长率(%)	18.93	22.30	12.31	32.11
EPS(元/股)	0.64	0.78	0.88	1.16
市盈率(P/E)	0.00	42.07	37.46	28.36
市净率(P/B)	0.00	4.15	3.74	3.30

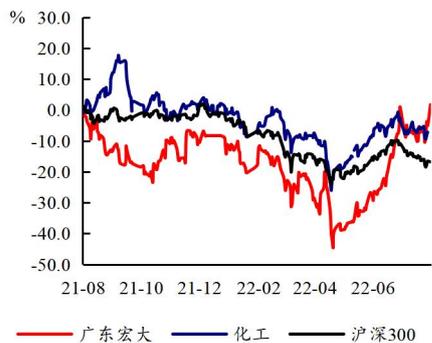
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价基准为2022年8月8日收盘价33.00元

评级 强烈推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 李子卓
资格证书 S1710521020003
电子邮箱 lizz@easec.com.cn
联系人 丁俊波
电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	749.41
流通A股/B股(百万股)	749.41/0.00
资产负债率(%)	51.48
每股净资产(元)	7.14
市净率(倍)	4.62
净资产收益率(加权)	4.03
12个月内最高/最低价	33.00/18.21

相关研究

正文目录

1. 三大板块协同发力，开启发展新篇章	4
1.1. 中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司	4
1.2. 矿服民爆优势持续，战略布局军工转型	5
1.3. 费用管控成果显著，盈利能力持续提升	7
2. 民爆矿服趋向集中，军工行业发展加速	9
2.1. 民爆行业整合加速，迎电子雷管替换潮	9
2.2. 矿服行业走向集中，向技术、资金密集型转型	13
2.3. 强军目标下，防务装备发展加速	14
3. 矿服民爆一体化推进，军工未来可期	15
3.1. 民爆：守正出奇，聚焦区域做大做强	15
3.1.1. 守正：内拓广东省内，做区域龙头	15
3.1.2. 出奇：外延北方富矿，拓发展空间	15
3.2. 矿服：“矿服民爆一体化”加速推进	16
3.3. 军工：海内外双向发力，业务落地可期	18
4. 盈利预测	20
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1. “矿服、民爆、军工”三大板块并立	4
图表 2. 现已建立“矿服、民爆、军工”三大板块	5
图表 3. 公司实控人为广东省环保集团	5
图表 4. 部分矿服项目	6
图表 5. 民爆在证产能 46.6 万吨，跃居全国第二	6
图表 6. “矿服、民爆、军工”协同	7
图表 7. 2017-2021 年营业收入持续增长	7
图表 8. 2021 年公司主要收入来源为矿山开采	7
图表 9. 2017-2021 年毛利润保持高位	8
图表 10. 2017-2021 年公司毛利率保持在 20% 以上	8
图表 11. 2021 年费用总额有所上升	8
图表 12. 2017-2021 年费用率整体下降	8
图表 13. 2017-2021 年归母净利润持续增长	9
图表 14. 2017-2021 年公司净利率持续上升	9
图表 15. 2020-2022 年硝酸铵价格整体上行	9
图表 16. 2019 年，民爆产品下游多以矿山开采为主	9
图表 17. 民爆产品从产销至应用均需接受监管	10
图表 18. 2020 年煤炭在我国能源消费中占比 56.80%	10
图表 19. 2016-2021 年原煤生产向晋蒙陕三省集中	10
图表 20. “十四五”民爆行业发展目标	11
图表 21. 2015 年我国民爆行业 CR15 为 50.7%	11
图表 22. 2020 年我国民爆行业 CR15 提升至 59.5%	11
图表 23. 电子雷管在安全性、便捷性、经济性方面具有较大优势	12
图表 24. 工业雷管产销量下行趋势显著	13
图表 25. 电子雷管产量同比快速增长	13
图表 26. 2021 年采矿业营业收入同比大幅增长 41.90%	13
图表 27. 2021 年采矿业营业利润同比大幅增长 205.20%	13
图表 28. 2007-2021 年我国国防支出持续增长	14

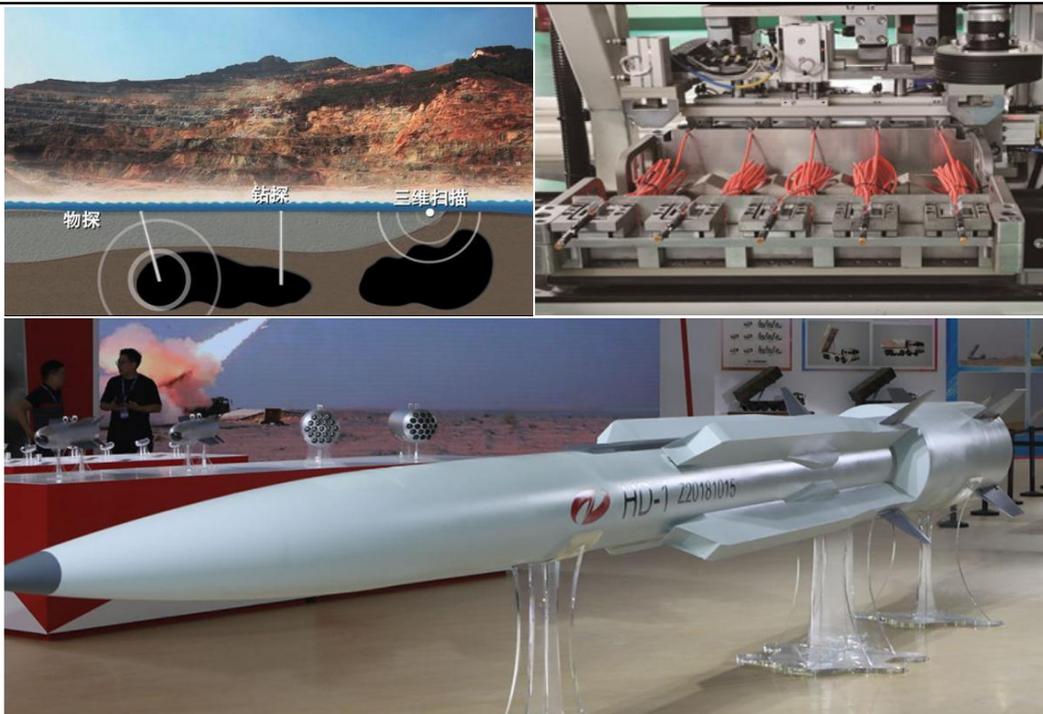
图表 29. 2017-2021 年民爆业务毛利润持续走高	15
图表 30. 公司在内蒙古及我国西部的民爆业务布局	16
图表 31. 2017-2021 年矿服业务毛利润持续走高	17
图表 32. 2021 年矿服业务毛利率创近五年新高, 为 17.04%	17
图表 33. 2017-2021 年回款能力持续提升	17
图表 34. 2017-2021 年经营性现金流更加充裕	17
图表 35. 公司业务遍布海内外	18
图表 36. 军工板块毛利润总体上升	19
图表 37. 2021 年军工板块毛利率提升至 30.8%	19
图表 38. HD-1C 在沙特首届世界防务展中亮相	20
图表 39. HD-1A 在沙特首届世界防务展中亮相	20
图表 40. 公司是军工集团最大股东, 持股比例 40%	20
图表 41. 公司收入预测	21

1. 三大板块协同发力，开启发展新篇章

1.1. 中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司

公司是中国第一家矿山民爆一体化服务上市公司。矿山服务与民爆业务方面，公司坚持矿山民爆一体化发展，主要提供民用爆破器材、矿山基建剥离、矿井建设、整体爆破方案设计等矿山开采相关的系列服务，是国内爆破技术先进、采剥能力强、矿山工程服务项目最齐全的矿山民爆一体化服务商之一；防务装备方面，公司拥有军工“四证”，主要从事导弹武器系统、智能弹药装备及单兵作战装备等产品的研发与销售。

图表 1. “矿服、民爆、军工”三大板块并立



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

民爆业务起家，现有“矿服、民爆、军工”三大板块。公司成立于1988年，以民爆业务起家，2010年成功整合力拓民爆、广东明华公司，是公司民爆一体化战略中的里程碑事件；2012年，公司于深交所成功上市，并于后期加快业务拓展；2016年明华公司主营军工，公司业务正式分为民爆、矿服和军工三大板块；2017年民爆业务加速省内整合，军工业务则成立宏大君合科技等进行拓展；2020-2021年，民爆板块方面，公司收购内蒙古日盛民爆、甘肃兴安民爆和吉安化工，加速推进内蒙古民爆业务布局，军工板块方面，HD-1和JK系列产品均获出口立项，业务布局逐步完善。

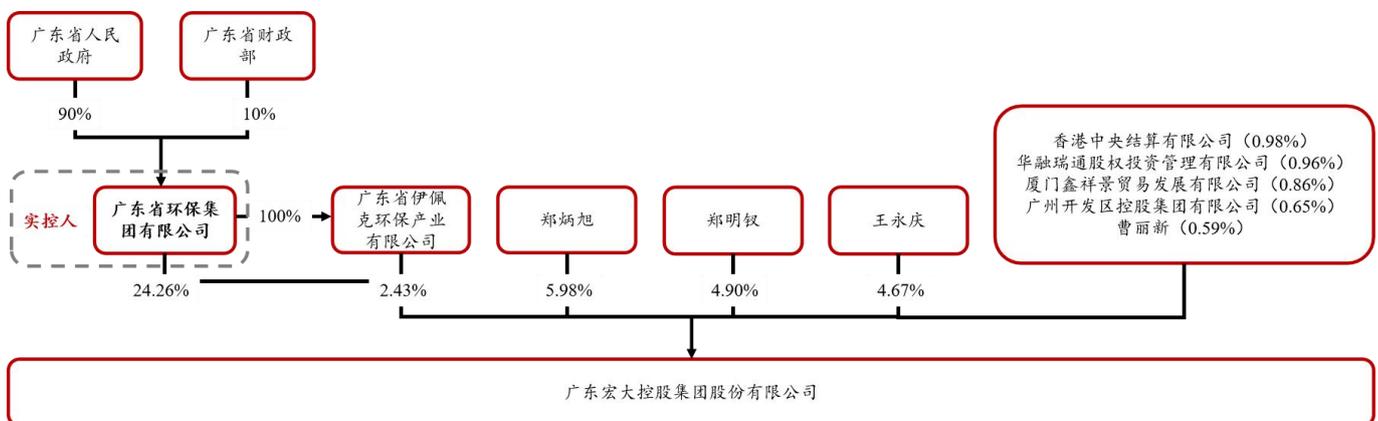
图表 2. 现已建立“矿服、民爆、军工”三大板块



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司实控人为广东省环保集团。截至2022年3月31日，公司前五大股东为广东省环保集团有限公司、郑炳旭、郑明钊、王永庆和广东省伊佩克环保产业有限公司，持股比例分别为24.26%、5.98%、4.90%、4.67%和2.43%。公司实控人为广东省环保集团有限公司，合计持股26.69%，广东省环保集团有限公司的股东为广东省人民政府和广东省财政部，分别持股90%和10%。

图表 3. 公司实控人为广东省环保集团

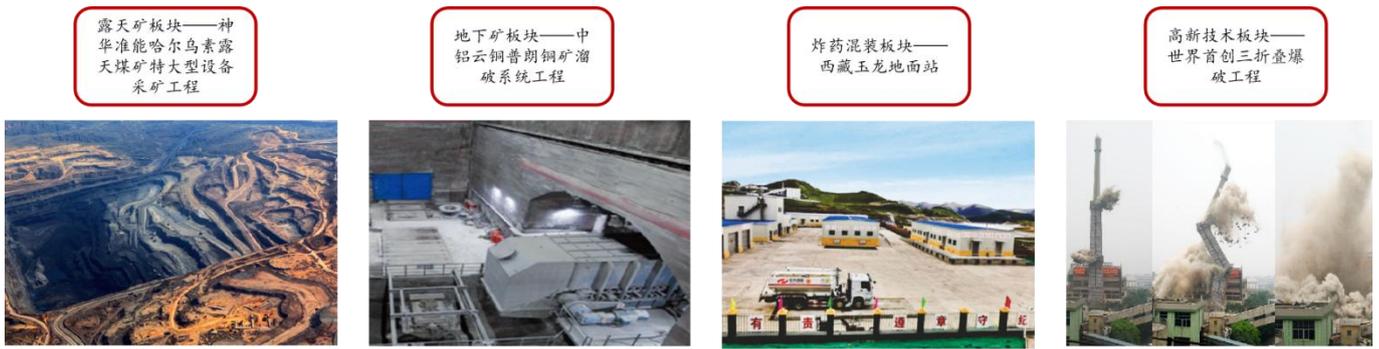


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所，截至2022年3月31日

1.2. 矿服民爆优势持续，战略布局军工转型

公司现有“矿服、民爆、军工”三大板块。矿山服务板块，主要包括露天矿山、地下矿山及现场混装炸药三大业务。露天矿山主要提供包括矿山基建剥离、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，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。

图表 4. 部分矿服项目



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

民爆板块，许可产能达 46.6 万吨，跃居全国第二。公司整合广东宏大民爆集团有限公司等 13 家专业化子公司组成民爆集团，正加快推动一体化服务模式，通过混装车业务积极切入终端市场，发挥矿服民爆一体化优势，拓展终端市场空间。目前公司民爆产品许可产能达 46.6 万吨。公司的民爆产品主要有工业炸药、雷管、塑料导爆管和中继起爆具等，2021 年其许可产能分别为 46.6 万吨、8000 万发、7000 万米和 200 吨；产能利用率分别为 80.6%、18.3%、56.0%和 0.0%。

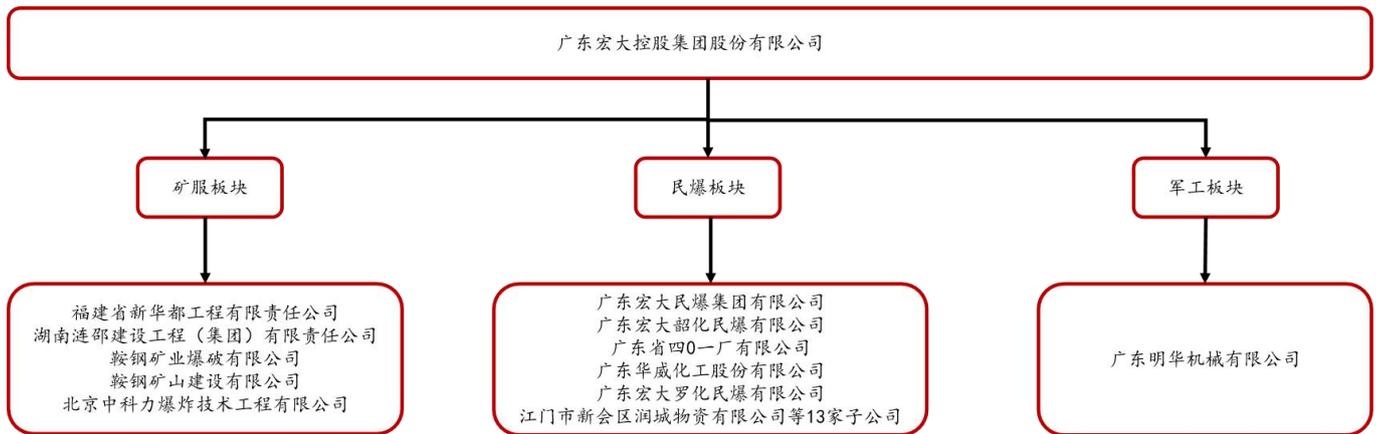
图表 5. 民爆在证产能 46.6 万吨，跃居全国第二

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	46.6 万吨	80.6%	子公司宏大民爆将 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	8000 万发	18.3%	子公司宏大韶华核减的 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。	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	7000 万米	56.0%	不适用	不适用
中继起爆具	200 吨	0.0%	不适用	不适用

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

军工板块，是公司重大战略转型布局板块。军工板块主要由子公司广东明华机械有限公司承接军品业务，明华公司拥有军工“四证”，是资质最健全、资质等级最高的省属军工企业之一，也是全国少数几家保留军品生产能力的企业之一。近年来，公司加大军工板块资金及人力投入，加速向军工防务装备板块进行战略转型，推动军工板块的转型升级。

图表 6. “矿服、民爆、军工”协同

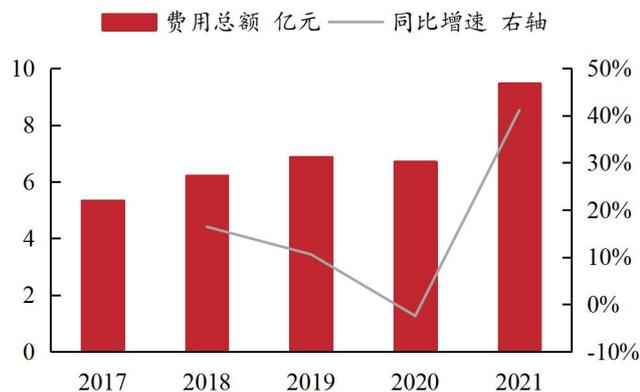


资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

1.3. 费用管控成果显著，盈利能力持续提升

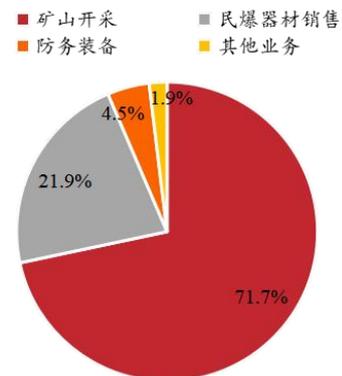
营业收入五年连增，2021年矿山开采为主要营收来源。营业收入方面，公司2021年实现营收85.26亿元，同比增长33.3%，营业利润大幅增长的主要原因是，首先，公司收购吉安化工及兴安民爆，带来民爆板块的显著量增；其次，矿服板块因疫情好转使得业务回升；营收结构方面，2021年公司营收主要来源为矿山开采、民爆器材销售和防务装备，占营收比例分别为71.7%、21.9%和4.5%，三大板块共同驱动公司发展。

图表 7. 2017-2021 年营业收入持续增长



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

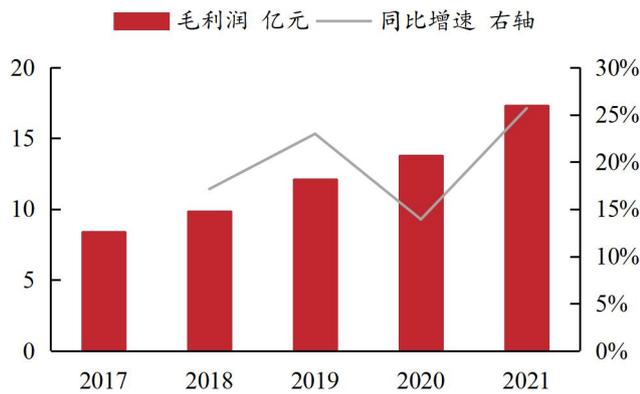
图表 8. 2021 年公司主要收入来源为矿山开采



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

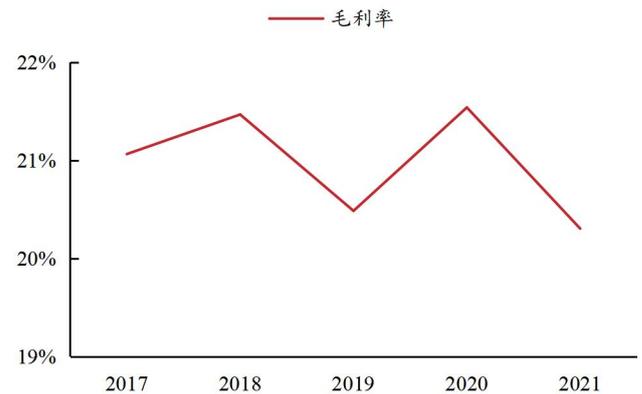
2021年毛利润创新高，近五年毛利率保持在20%以上。毛利润方面，公司2021年实现毛利润17.31亿元，同比增长25.7%；毛利率方面，2021年公司毛利率为20.3%，较去年同期略有下降，主要原因是上游原材料价格上涨，侵蚀部分利润，后期随着原材料价格趋于平稳，公司毛利率有望回升。

图表 9. 2017-2021 年毛利润保持高位



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

图表 10. 2017-2021 年公司毛利率保持在 20% 以上



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

2021 年费用总额有所上升，2017-2021 年费用率整体下降。从费用总额来看，2021 年公司费用总额为 9.46 亿元，同比增加 41.2%，增加的原因主要为公司年内大举进行收购，管理费用同比增加 70.42%，公司借款总额有所增长，财务费用同比增长 116.69%；从费用率来看，2021 年公司费用率为 11.1%，较去年同比微增 0.6pct，2017-2021 年公司费用率下行趋势明显，显示公司费用管控能力提升显著。

图表 11. 2021 年费用总额有所上升



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

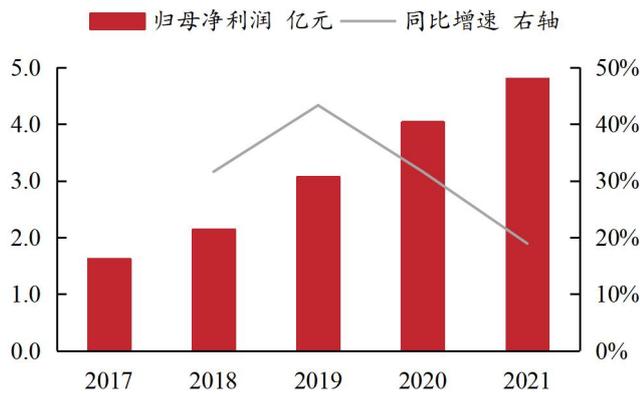
图表 12. 2017-2021 年费用率整体下降



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

2021 年归母净利润创历史新高，净利率持续提升。归母净利润方面，2021 年公司实现归母净利润 4.8 亿元，创历史新高，同比增长 18.9%，2017-2021 年公司归母净利润持续增长，显示公司盈利格局向好；净利率方面，2021 年公司净利率为 8.1%，2017-2021 年净利率持续上升显示公司盈利能力持续提升，随着公司加快矿服一体化布局，加强费用管控，公司盈利能力有望进一步提升。

图表 13. 2017-2021 年归母净利润持续增长



资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

图表 14. 2017-2021 年公司净利率持续上升



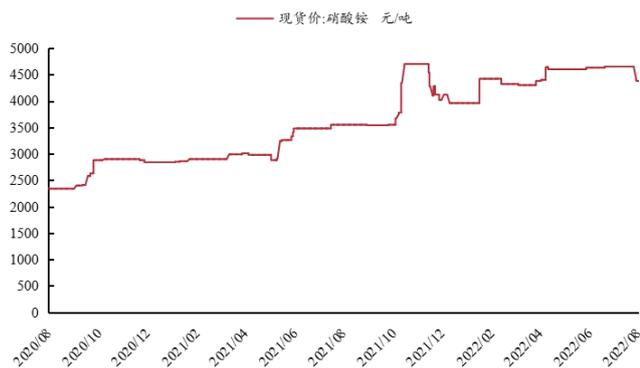
资料来源：公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

2. 民爆矿服趋向集中，军工行业发展加速

2.1. 民爆行业整合加速，迎电子雷管替换潮

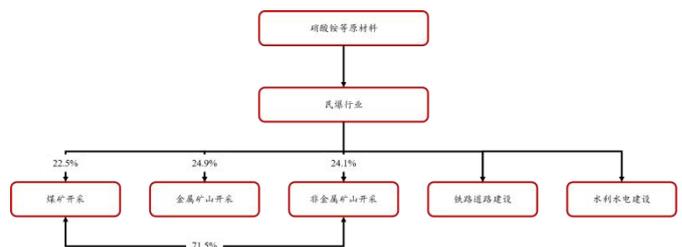
民爆产业链：硝酸铵为最主要上游原材料，矿山开采为主要下游应用。从民爆产品的产业链来看，其上游为硝酸铵、乳化剂、膨化剂等原材料，其中，硝酸铵为最主要原料，2020-2022 年硝酸铵价格上涨趋势明显，影响工业炸药产品利润。民爆产品下游主要为煤矿开采、金属矿山开采、非金属矿山开采、铁路道路建设和水利水电建设等，其中，矿山开采为最主要应用方向。据 2019 年工业炸药销售量流向数据，用于矿山开采的炸药量占总炸药量的 71.50%，其中煤矿开采、金属矿山和非金属矿山的占比分别为 22.50%、24.90%和 24.10%。

图表 15. 2020-2022 年硝酸铵价格整体上行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 16. 2019 年，民爆产品下游多以矿山开采为主



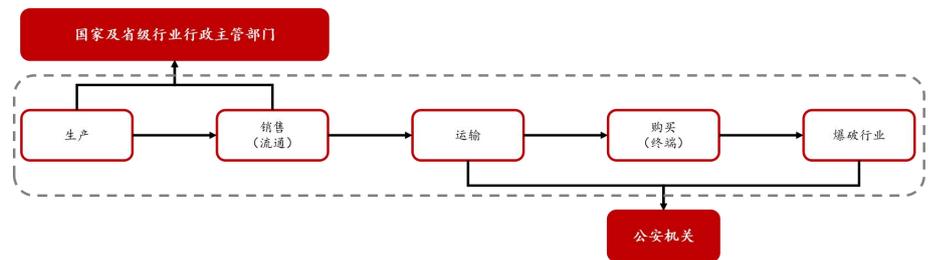
资料来源：壹化股份招股说明书，东亚前海证券研究所

民爆行业呈现周期性、区域性、季节性特征。周期性方面，由于民爆产品多用于矿山开采等领域，受宏观经济影响较大，当经济周期上行时，基础设施投资规模大，带动民爆产品需求增加，经济周期下行时，固定资产投资等规模收缩，民爆产品需求下降。区域性方面，由于炸药等产品具有易燃易爆及高危险性的特征，运输距离过长会增加爆炸风险，法律法规对单车运输量、行车速度等多项指标有严格规定，因此民爆企业一般会围

绕需求地进行分布，呈现“小而散”的地域特征。季节性方面，由于北方冬季较为寒冷，建设工程会停工，春节期间工程建设也会暂停，呈现季节性波动特征。

技术门槛低但管制严格，资质壁垒较高。一方面，我国民爆行业整体呈现竞争门槛较低的特点，并且存在较多过剩产能；另一方面，从经营模式上看，我国对民爆物品的生产、销售、购买、运输和爆破作业的整个流程均实行许可证制度，需要主管部门进行审批，资质壁垒较高。

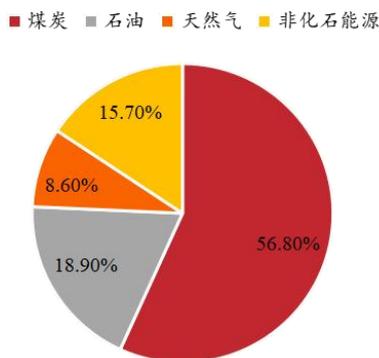
图表 17. 民爆产品从产销至应用均需接受监管



资料来源：壶化股份招股说明书，东亚前海证券研究所

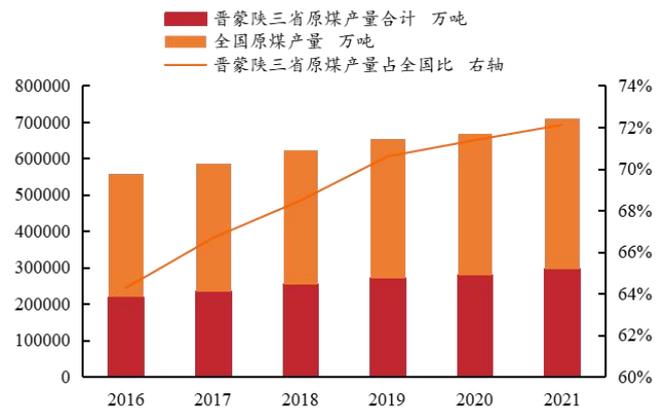
能源保供刺激，内蒙古等地民爆产品需求空间广阔。从能源保供的角度看，目前我国的能源结构仍以煤炭为主，2020年煤炭在我国能源消费中占比56.80%。从生产地域看，近年来我国原煤生产的地域集中度持续提高，山西、内蒙古、陕西是我国的富煤区，2021年晋蒙陕三地的原煤产量占全国原煤总产量的72%。“十四五”期间，内蒙古作为能源保供地，民爆产品需求空间广阔。

图表 18. 2020年煤炭在我国能源消费中占比56.80%



资料来源：《碳中和目标下我国能源发展战略探讨》（苏健），东亚前海证券研究所

图表 19. 2016-2021年原煤生产向晋蒙陕三省集中



资料来源：国家统计局，Wind，东亚前海证券研究所

民爆行业整合加速，头部企业充分受益。我国加速进行民爆行业出清工作，产业结构持续优化。据工信部数据，“十三五”时期，我国民爆产品生产企业数量由145家减少至76家，民爆企业生产总值的CR10由41%

提升至49%；淘汰关闭生产场点28个，拆除生产线89条，压减包装型工业炸药许可产能39万吨，企业现场混装炸药产能占比达到30%。另外，“十四五”时期，民爆行业产能出清将持续，将进一步提高行业集中度，目标之一是“形成3-5家具有较强行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业（集团）”。

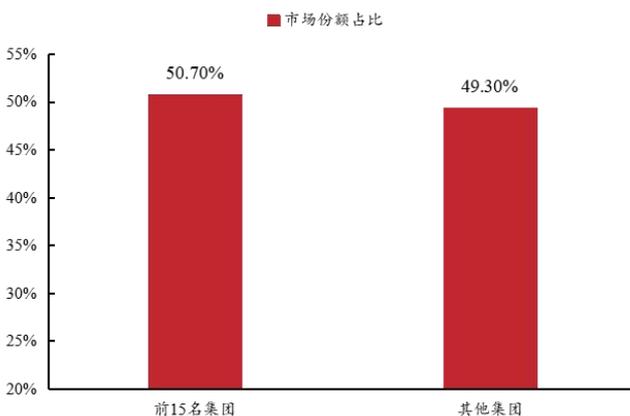
图表 20. “十四五”民爆行业发展目标

指标	2020年	2025年	属性
1.重特大生产安全事故起数	[0]	[0]	预期性
2.企业安全生产标准化二级及以上达标率（%）	-	100	约束性
3.龙头骨干企业研发经费占营业收入比重（%）	2.8	3.5	预期性
4.现有危险岗位操作人员机器人替代比例（%）	-	≥40	预期性
5.包装型工业炸药生产线最小许可产能（吨/年）	>10000	≥12000	约束性
6.企业现场混装炸药许可产能占比（%）	≥30	≥35	约束性
7.生产企业（集团）数量	76	≤50	预期性
8.排名前10家民爆企业行业生产总值占比（%）	49	≥60	预期性

资料来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，东亚前海证券研究所

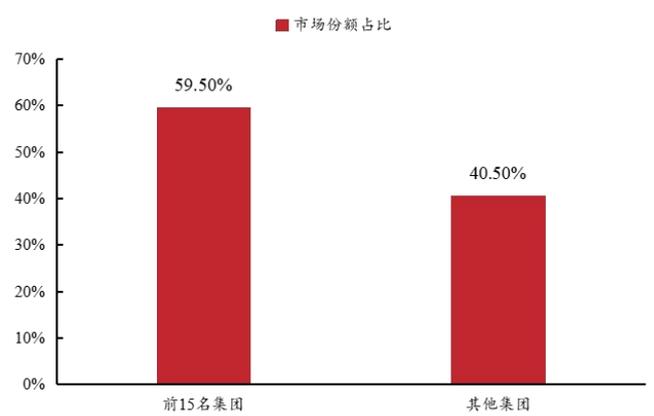
民爆行业集中度提升显著。从民爆产业集中度看，2015年我国民爆行业前15名集团的市场份额占比为50.70%，其他集团占比为49.30%；2020年我国民爆行业前15名集团的市场份额占比提升至59.50%，其他集团占比为40.50%，我国民爆行业集中趋势显著。

图表 21. 2015年我国民爆行业CR15为50.7%



资料来源：中爆协，华经产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 22. 2020年我国民爆行业CR15提升至59.5%



资料来源：中爆协，华经产业研究院，东亚前海证券研究所

一体化与安全性提升为大势所趋。“十四五”时期，国家鼓励民爆行业加快协同发展，支持头部企业进行上下游产业链延伸，打造民爆全产业链竞争优势，鼓励民爆企业面向煤炭、金属矿山和非金属矿山、基础设施建设等需求，开展个性化定制，实施个性化服务。安全性方面，国家鼓励上下游企业以工业机器人、工业数码电子雷管芯片和起爆器、现场混装炸药生产制备系统等应用需求为重点，加快行业安全度提升。

工业数码电子雷管开启全面替代潮。工业数码电子雷管，又称电子雷管、数码雷管或工业数码电子管，即采用电子控制模块对起爆过程进行控制的电雷管，相较于工业雷管，数码电子雷管在安全性、使用便捷性、使用经济性方面具有较大优势。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》明确指出，坚决执行工业雷管减量置换为工业数码电子雷管政策，除保留少量特殊用途外，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。

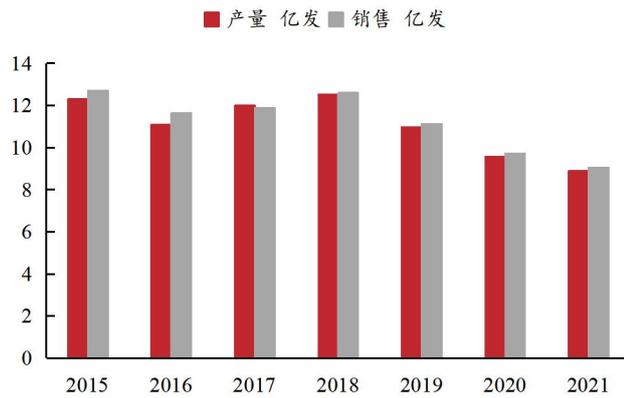
图表 23. 电子雷管在安全性、便捷性、经济性方面具有较大优势

性能	安全性	使用便捷性	经济性
电子雷管	1、需授权，防止非法使用； 2、抗静电、抗杂散电流，除专用起爆器外均不能起爆；运输、仓储、使用安全。	1、延期时间精确、宽泛； 2、爆破网络连接快，可靠性高； 3、联网检测雷管数量、在孔位置、雷管工作状态等，可靠性高。	1、组网能力强，提高效率； 2、延期精度高，可减少5%~15%炸药使用量，降低爆破成本； 3、降低振动，减少周边破坏； 4、减少矿石大块率，提高效率。
导爆管雷管	1、公安系统管控，但无法对终端管控； 2、抗静电、抗杂散电流；运输、仓储、使用安全，但可用普通起爆器起爆。	1、延期时间精确度差，可选择范围小； 2、爆破网络连接需要现场确认，可靠性差； 3、人工检查联网，可靠性差。	1、可组成较大规模爆破网络，但不可用仪器检测； 2、延期时间精确度差。
工业电雷管	1、公安系统管控，但无法对终端管控；起爆容易。 2、抗静电、抗杂散电流功能较差，普通起爆器、电池、220V市电均能起爆；运输、仓储、使用安全性能差。	1、延期时间精确度差，大规模网络使用限制多，可靠性差。 2、检测项目有限，可靠性差。	1、组网能力差，可靠性差； 2、段别少，设计受限制； 3、价格便宜。

资料来源：《数码电子雷管与传统雷管的性能对比分析》（刘晓娟等），东亚前海证券研究所

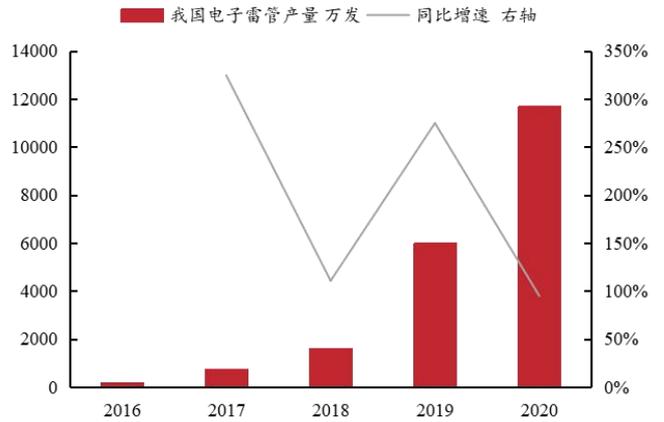
工业雷管加速退出，电子雷管迎快速发展期。首先，从工业雷管的产销量来看，2021年工业雷管产量为8.9亿发，销量为9.05亿发，均同比下降6.9%；2018-2021年工业雷管产量从12.52亿发下降至8.9亿发，销量从12.6亿发下降至9.05亿发，下降幅度均超28%，表明工业雷管正在加速退出。电子雷管方面，其产量快速增加，由2016年的179万发迅速增长至2020年的1.17亿发，年均复合增速达184.33%，电子雷管迎来快速发展期。

图表 24. 工业雷管产销量下行趋势显著



资料来源：中爆协，华经产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 25. 电子雷管产量同比快速增长



资料来源：《电子雷管推广应用问题及对策措施》（刘晓文等），东亚前海证券研究所

2.2. 矿服行业走向集中，向技术、资金密集型转型

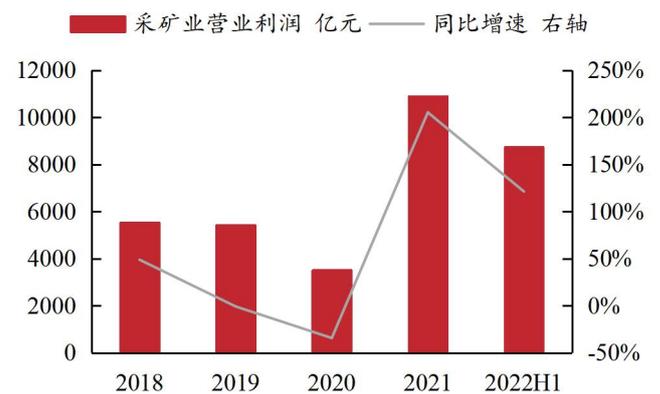
采矿业盈利大增，带动矿服行业景气向好。矿服与矿山开发为协同行业，矿服行业是矿山开发的上一环节，其发展情况与矿山开发联系密切，采矿业发展景气度提升，将带动矿服行业景气向好。近年来，我国采矿业发展呈现复苏势头。营业收入方面，2021年我国采矿业营业收入为5.70万亿元，同比增长41.90%，2022H1同样保持高增速，营业收入同比增长39.40%；营业利润方面，2021年我国采矿业营业利润为1.09万亿元，同比大幅增长205.20%，2022H1同样增速高企，营业利润同比增长121.30%，达到8728.4亿元。

图表 26. 2021 年采矿业营业收入同比大幅增长 41.90%



资料来源：国家统计局，Wind，东亚前海证券研究所

图表 27. 2021 年采矿业营业利润同比大幅增长 205.20%



资料来源：国家统计局，Wind，东亚前海证券研究所

矿服向技术、资金密集型产业转型，客户资源愈加集中。近年来，随着上游矿山开采向大型化与机械化发展，矿服领域随之进行开发技术迭代和设备更新，数字化、智能化趋势显著，矿服行业正加快向资金及技术密集型企业转变。客户资源愈加集中，绑定关系愈加紧密。随着国内安全、

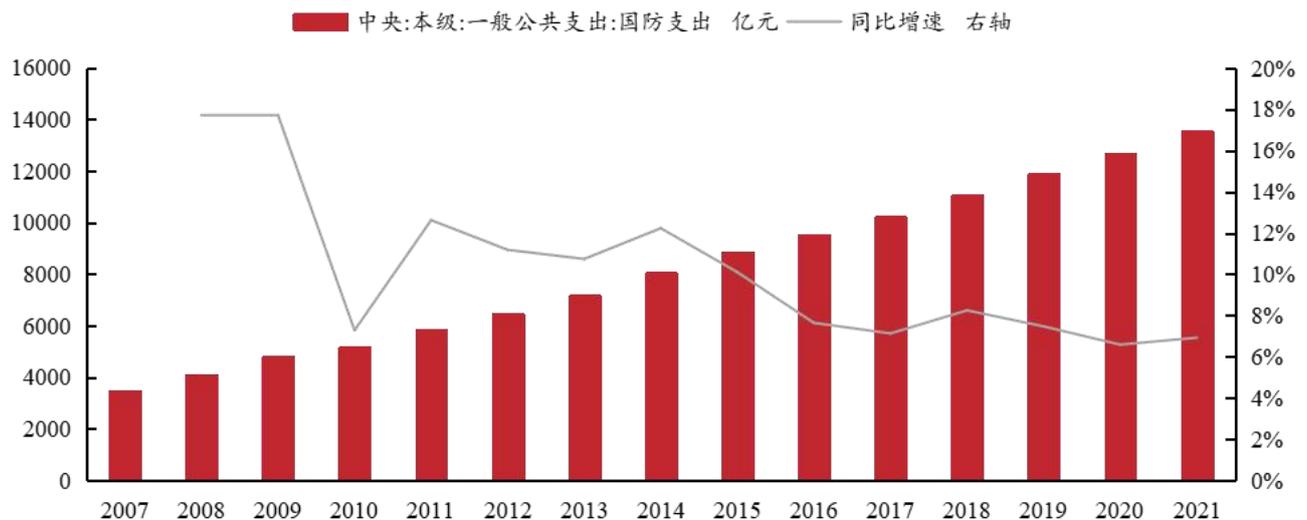
环保趋严，国家鼓励矿山企业加强集中度提升，加快矿业巨头培养，矿服行业也会受此带动，行业集中度将进一步提升。

“一带一路”与中西部开发，带来矿服发展新契机。国外方面，“一带一路”倡议将带动沿线国家和地区发展，同时也为全球矿业复苏带来动力，由于“一带一路”沿线国家的平均发展水平相对较低，而矿业的开发需要投入大量的资本、技术、人力等资源，因此为矿服行业的发展提供重要契机；国内方面，中国加快中西部建设，矿山开发的区域性将进一步加强，向经济发展程度相对较低、人口密度更低、资源更加丰富的西北、东北、西南和青藏地区集中化发展，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。

2.3. 强军目标下，防务装备发展加速

“十四五”强军目标下，国防和军队现代化建设将加速。当今世界正经历百年未有之大变局，国际安全面临的不稳定性不确定性更加突出。虽然目前我国军事建设取得重大进展，但相较于国际先进军事水平仍存在较大差距，加强国防和军队现代化建设具有现实意义上的紧迫性与必要性。据财政部数据，2007-2021年我国国防支出持续增长，2021年我国国防支出同比增长6.9%，达到13557.58亿元，国防和军队现代化建设加速。“十四五”规划建议明确指出，“十四五”期间要加快机械化信息化智能化融合发展，加快武器装备现代化，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。防务装备业或迎来快速发展期。

图表 28. 2007-2021 年我国国防支出持续增长



资料来源：财政部，Wind，东亚前海证券研究所

3. 矿服民爆一体化推进，军工未来可期

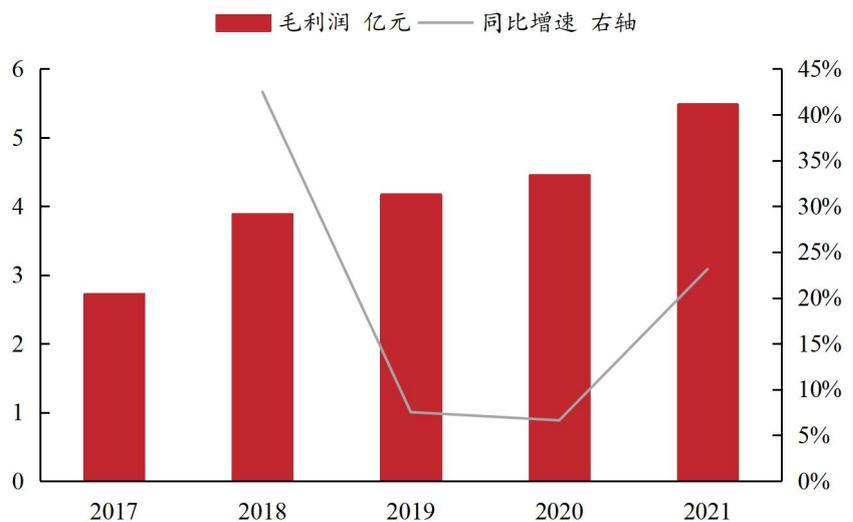
3.1. 民爆：守正出奇，聚焦区域做大做强

3.1.1. 守正：内拓广东省内，做区域龙头

加速广东地域民爆整合，夯实区域龙头地位。民爆行业集中度提高是未来的发展大势，公司前瞻性布局加果断行动，加快收购广东省内民爆企业，公司已完成广东省内 8 家民爆器材生产企业中 7 家的整合工作，并以宏大民爆集团为平台，将公司民爆生产及销售业务注入其中，专业化经营，降低管理成本。这将夯实公司在广东省民爆行业的领先地位，并为继续向外地开拓打下良好基础。

加强成本管控，收获高额毛利。由于民爆产品是标准化产品，难有技术带来的附加值提升，因此加强成本控制是利润提升的主要着力点。公司多举措进行降本增效，一是参股上游原材料企业，二是生产线技改进行品质提升，三是定期展开成本分析会议等，多举措并行下，2021 年民爆业务毛利润达到 5.48 亿元，同比大幅增长 23.1%，公司降本效果显著。

图表 29. 2017-2021 年民爆业务毛利润持续走高



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.1.2. 出奇：外延北方富矿，拓发展空间

围绕富矿整合收购，产能跃居第二。近年来，公司注重加强对北方富矿进行产业布局，积极推进整合并购。2020 年末，公司收购内蒙古日盛民爆集团有限公司，正式切入内蒙古民爆生产领域，该收购为公司在内蒙的民爆布局及民爆矿服一体化服务打开成长新空间，炸药产能增加 6.4 万吨，总产能达 33 万吨，公司在民爆行业中的地位得到进一步提升；2021 年 3 月，公司收购内蒙古吉安化工有限责任公司，进一步巩固公司在内蒙地域的民爆业务战略布局；除内蒙地区外，公司还加强西部民爆市场的开拓，2021

年5月，公司收购甘肃兴安民爆器材有限公司，为公司未来西部民爆市场的开拓打开空间。经系列收购与重组，截至2021年末，公司现有炸药在证产能46.6万吨，排名全国第二，行业地位再次巩固。

图表 30. 公司在内蒙古及我国西部的民爆业务布局



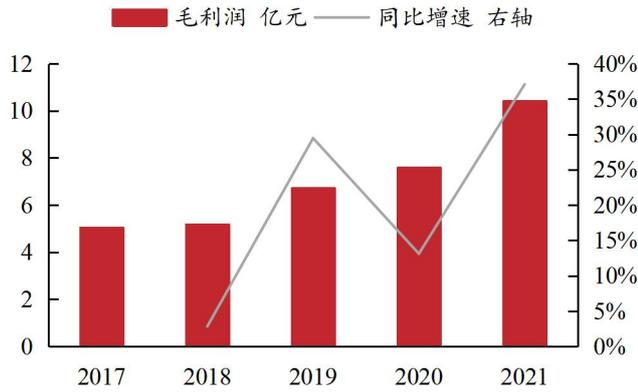
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 矿服：“矿服民爆一体化”加速推进

聚焦“矿服民爆一体化”，提供管家式服务。矿服板块方面，公司已经建立起涵盖矿山开发每一环节的矿山服务产业链，是国内产业链最广、服务能力最强的矿服企业之一。与宁德时代合资成立的福建宏大时代新能源科技有限公司为公司提供电动工程设备，助力公司绿色矿山建设上的业务拓展。在矿山服务一体化方面，公司推出了“矿业一体化方案解决服务”，通过绿色、智能资源开发技术实现矿区环境生态化、开采方式科学化、资源利用高效化、管理信息数字化和矿区社区和谐化。公司资质优秀，具有领先的爆破技术，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多个资质。

矿服民爆一体化增厚公司利润，为公司业务发展提供新契机。毛利润方面，2017-2021年公司矿服业务毛利润持续走高，2021年矿服板块的毛利润同比增长37.1%至10.41亿元；毛利率方面，2019-2021年矿服板块的毛利率提升明显，2021年毛利率创近五年新高，为17.04%。矿服板块作为公司最大营收来源，其回款能力明显提升，现金流情况好转，这为公司其他业务的发展提供契机。

图表 31. 2017-2021 年矿服业务毛利润持续走高



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 32. 2021 年矿服业务毛利率创近五年新高，为 17.04%



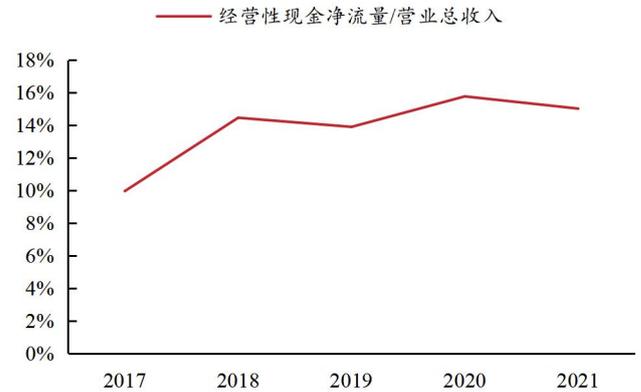
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 33. 2017-2021 年回款能力持续提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 34. 2017-2021 年经营性现金流更加充裕



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

秉承“大客户、大项目”战略，矿服领域持续开拓。从业务范围来看，公司服务的矿山有黑色、有色、煤炭、建材、化工等；从服务领域来看，施工区域遍布国内外，国内方面有全国三十多个省、市、自治区以及海外巴基斯坦、塞尔维亚、马来西亚、老挝等地区，市场份额持续扩大，是国内矿服行业规模最大的施工企业。公司秉承“大客户、大项目”战略，加大重点区域大客户的市场开拓，把混装业务向地采延伸，积极拓展“一带一路”周边国家业务，加快产业链延伸和服务领域开拓。

图表 35. 公司业务遍布海内外



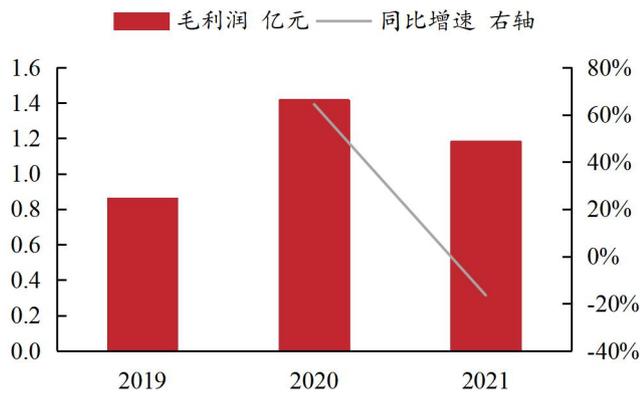
资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

3.3. 军工：海内外双向发力，业务落地可期

实行“1+N”战略布局，拓展国内国外两个市场。公司在军工板块推行“1+N”的战略布局，军工品牌有望逐步建立。具体来说，“1”是指以子公司明华为平台，进行国内海外市场拓展，以及产品线拓展和升级，并规划将明华公司打造为集团军工板块的智能制造基地，为其他军工子公司产品落地提供保障；“N”是指公司将建设多个智能弹药及单兵作战等前瞻性军工项目研发平台。

军工板块毛利润总体上升，2021年毛利率大幅提升。公司防务装备产品面向国内外两个市场提供不同产品，一是国内市场，主要围绕传统弹药产品、单兵智能装备、智能弹药产品等进行布局；二是国际市场，主要是导弹武器系统HD-1项目和新型制导武器JK系列项目。由于军工板块主要订单数量与国家当年计划挂钩，订单数量决定产量销量，此外军工产品销售的审批流程严格，所以军工板块目前尚未有十分明显的业绩贡献。目前公司军工板块毛利润总体上升，2021年利润略有下降，主要是因为订单数量有所减少，但毛利率方面，2021年军工板块毛利率提升至30.8%，军工产品盈利能力增强。

图表 36. 军工板块毛利润总体上升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 37. 2021 年军工板块毛利率提升至 30.8%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

HD-1:采用固体冲压技术，综合性质优异。据公司披露信息，导弹武器系统 HD-1 项目主要对标印度的布拉莫斯，布拉莫斯是印俄联合研制的巡航导弹。布拉莫斯具有陆海空三型，弹径 670mm，飞行速度 2.5-2.8 马赫，发射总量 3 吨（空射型 2.5 吨），战斗部 200-300KG 左右。据 2016 年公开报道，一个 100 枚的布拉莫斯导弹团的金额在 6.5 亿美元左右。对比布拉莫斯，HD-1 综合性质更优。HD-1 采用固体冲压技术，相较于布拉莫斯的液体冲压技术，导弹的生存能力更优；除此之外，HD-1 还具备速度快、战斗部大、体积小、重量轻、平台适装性好、使用维护简便、全寿命装备成本低的优势。成本方面，HD-1 项目特点是小核心大配套，在飞行控制、制导、战斗部等配套上，国内有诸多成熟供应商，无需投入大量研发成本，具有成本优势。

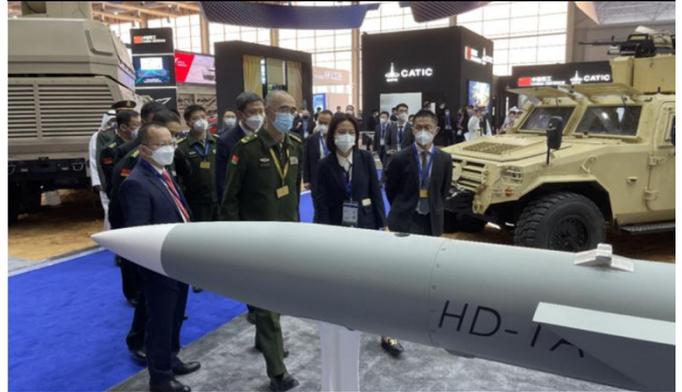
HD-1 和 JK 系列军品进展顺利，多次亮相展会助力出海。目前 HD-1 和 JK 两个项目均已获出口立项，HD-1 总装厂已获主管部门核准并开工建设；2021 年 1 月，JK 系列某产品在某靶场顺利完成无人机挂飞试验，飞行各项技术指标符合大纲要求，试验取得圆满成功。2022 年 3 月，公司作为保利公司供货商参加沙特首届世界防务展，展示了 HD-1A（空对地型）、HD-1C（地对舰型）两款导弹及导弹发射车和手榴弹生产线模型，本次海外亮相或将持续提高公司军工产品认可度，助力于公司未来国际市场开拓。两个项目正在通过军贸公司与客户进行洽谈，待洽谈成功后，公司军工板块业绩将迎来释放。

图表 38. HD-1C 在沙特首届世界防务展中亮相



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

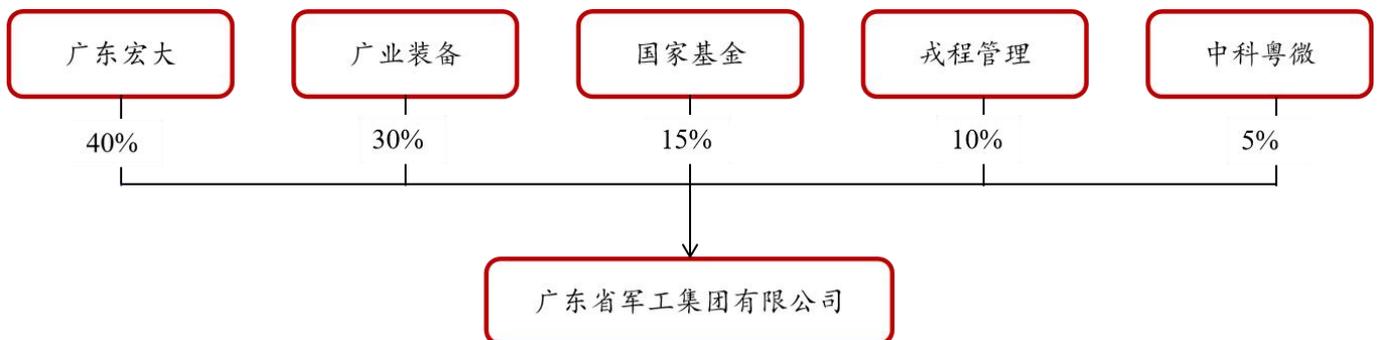
图表 39. HD-1A 在沙特首届世界防务展中亮相



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

参与设立广东省军工集团有限公司，助力军工业务做实。广东省军工集团有限公司已于 2021 年 12 月 31 日完成工商注册登记手续。军工集团由省属国资主导，获国家基金、省属国资及国家级科技智力资源支持，是广东省委省政府推动广东军民融合产业发展的重要平台。公司为军工集团的最大股东，持股比例为 40%，将主要围绕网络安全、无人作战装备等方面做实具体业务，有利于公司军工业务的长远发展。

图表 40. 公司是军工集团最大股东，持股比例 40%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

矿服、民爆行业集中度提升，一体化趋势显著，公司作为区域民爆行业龙头，且实行“矿服民爆一体化”策略，或将持续受益。我们假设：（1）公司矿服、民爆板块营业收入稳定增长；（2）军工板块待订单落地，未来将贡献利润。

图表 41. 公司收入预测

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8526.48	9798.34	11402.15	13303.35
YoY		14.92%	16.37%	16.67%
毛利润	1731.27	1963.20	2336.62	2778.11
YoY		13.40%	19.02%	18.89%
毛利率	20.30%	20.04%	20.49%	20.88%

资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所预测

伴随民爆行业集中度提高、矿服一体化推进, 公司作为区域行业龙头话语权将提升, 军工产品贸易后续有望落地, 公司业绩或稳步增长。我们预期 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 5.87/6.60/8.71 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.78/0.88/1.16 元。以 2022 年 8 月 8 日收盘价 33.00 元为基准, 对应 PE 分别 42.07/37.46/28.36 倍。结合行业景气度, 看好公司发展。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

安全环保政策趋严、原材料价格波动、军工订单落地不及预期。

安全环保政策趋严: 公司所从事的民爆及矿服业务与矿山开采密切相关, 碳中和背景下, 若国家施行更加严格的安全环保政策, 或将影响矿山开采进度及强度, 从而对公司经营带来较大影响;

原材料价格波动: 公司民爆产品的原材料成本占营业成本比重高, 若硝酸铵等原材料价格大幅上涨, 将侵蚀公司利润;

军工订单落地不及预期: 军工产品销售审批流程较多, 且国内订单与国家计划有关, 若我国相关部门降低对公司产品的采购, 将对军工板块的营业收入造成较大影响; 国外方面, 由于相关贸易仍处于洽谈过程中, 落地尚有不不确定性。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8526.48	9798.34	11402.15	13303.35
%同比增速	33.33%	14.92%	16.37%	16.67%
营业成本	6795.21	7835.14	9065.53	10525.24
毛利	1731.27	1963.20	2336.62	2778.11
%营业收入	20.30%	20.04%	20.49%	20.88%
税金及附加	37.78	37.81	37.85	37.89
%营业收入	0.44%	0.39%	0.33%	0.28%
销售费用	45.19	45.40	45.61	45.81
%营业收入	0.53%	0.46%	0.40%	0.34%
管理费用	546.54	686.28	884.32	972.47
%营业收入	6.41%	7.00%	7.76%	7.31%
研发费用	258.52	347.16	406.85	449.80
%营业收入	3.03%	3.54%	3.57%	3.38%
财务费用	95.95	29.41	32.78	26.35
%营业收入	1.13%	0.30%	0.29%	0.20%
资产减值损失	-47.69	-2.46	-1.36	-1.36
信用减值损失	18.36	0.00	0.00	0.00
其他收益	17.82	20.92	24.60	28.45
投资收益	82.56	67.62	83.48	100.77
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-6.78	-10.93	-12.91	-14.24
营业利润	811.57	892.29	1023.02	1359.41
%营业收入	9.52%	9.11%	8.97%	10.22%
营业外收支	-6.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	805.55	892.29	1023.02	1359.41
%营业收入	9.45%	9.11%	8.97%	10.22%
所得税费用	118.88	115.50	138.71	184.25
净利润	686.67	776.79	884.31	1175.16
%营业收入	8.05%	7.93%	7.76%	8.83%
归属于母公司的净利润	480.20	587.30	659.60	871.40
%同比增速	18.93%	22.30%	12.31%	32.11%
少数股东损益	206.47	189.49	224.72	303.76
EPS (元/股)	0.64	0.78	0.88	1.16

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.64	0.78	0.88	1.16
BVPS	7.47	7.95	8.83	10.00
PE	0.00	42.07	37.46	28.36
PEG	0.00	1.89	3.04	0.88
PB	0.00	4.15	3.74	3.30
EV/EBITDA	1.56	20.64	17.01	13.25
ROE	8.58%	9.86%	9.97%	11.64%
ROIC	6.98%	6.78%	7.19%	8.71%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1970.12	1589.51	1841.51	1482.39
交易性金融资产	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00
应收账款及应收票据	1914.45	1929.25	2329.38	2632.49
存货	424.94	880.92	574.55	886.72
预付账款	55.73	76.80	81.51	94.71
其他流动资产	2949.92	2754.47	3496.32	3658.71
流动资产合计	8515.15	8430.96	9523.26	9955.02
长期股权投资	290.34	358.28	451.22	545.32
投资性房地产	2.48	2.35	2.22	2.09
固定资产合计	1747.68	1804.64	1855.88	1852.94
无形资产	364.65	423.91	505.77	604.71
商誉	1640.44	1859.10	2150.63	2475.24
递延所得税资产	170.86	170.86	170.86	170.86
其他非流动资产	1212.77	1325.77	1482.66	1699.56
资产总计	13944.38	14375.85	16142.50	17305.73
短期借款	736.14	636.14	477.09	341.66
应付票据及应付账款	2092.45	2076.92	2891.54	2819.31
预收账款	0.96	20.66	8.73	13.25
应付职工薪酬	259.07	274.23	307.44	375.53
应交税费	96.57	98.70	119.08	141.20
其他流动负债	1481.46	1442.53	1627.62	1728.63
流动负债合计	4666.65	4549.18	5431.52	5419.58
长期借款	2158.34	2158.34	2158.34	2158.34
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	63.06	63.06	63.06	63.06
其他非流动负债	307.83	307.83	307.83	307.83
负债合计	7195.88	7078.41	7960.75	7948.82
归属于母公司的所有者权益	5596.13	5955.57	6615.17	7486.57
少数股东权益	1152.37	1341.86	1566.58	1870.34
股东权益	6748.50	7297.44	8181.75	9356.91
负债及股东权益	13944.38	14375.85	16142.50	17305.73

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1280.88	906.20	1646.45	1195.99
投资	-626.50	-69.18	-94.22	-95.41
资本性支出	-636.90	-898.44	-1168.04	-1371.07
其他	-1890.29	67.62	83.48	100.77
投资活动现金流净额	-3153.70	-900.00	-1178.78	-1365.70
债权融资	-1479.12	0.00	0.00	0.00
股权融资	14.17	-3.23	0.00	0.00
银行贷款增加(减少)	2939.93	-100.00	-159.05	-135.43
筹资成本	-603.65	-283.59	-56.63	-53.98
其他	-115.13	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	756.20	-386.81	-215.68	-189.41
现金净流量	-1116.17	-380.61	251.99	-359.12

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>