

2019年07月18日

宏大爆破 (002683.SZ)

## 宏大爆破：HD-1 超音速巡航导弹获出口立项许可，HD、JK 两型外贸导弹打开成长空间

一、事件：2019年7月18日，宏大爆破公告研制的HD-1项目出口立项获得国家有关部门批复同意。我们认为HD-1出口立项许可获批意义重大，以下将围绕基本盘、HD-1导弹、JK导弹等分别进行分析。

二、基本盘：布局民爆、矿服、军工三大领域，2019年预计3亿元利润，向下有支撑！

■矿服业务：我国整体爆破方案设计能力最强、爆破技术最先进、服务内容最齐全的矿山民爆一体化服务商之一，国内规模位居前列。公司主要为国内大中型矿山业务提供工程服务，具体包括：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。2016年以来，矿服市场迎来3大趋势：一带一路带来海外业务增量、中小型矿业整治、矿主专注获取采矿权而将矿服业务外包，因此矿服市场向头部企业集中趋势明显。2019年公司矿服业务订单增量明显，现金流亦明显好转。

■民爆业务：已基本整合广东省工业炸药产能，广东省民爆供不应求格局下将获得稳定发展。公司提供工业炸药、工业雷管等民爆器材，矿山开采是民爆器材最为重要的应用领域，该领域消耗量占比70%以上。因此民爆、矿服两大主业具有很强相关性，公司也由此建立矿山民爆一体化服务模式。据公告，目前公司证载工业炸药许可产能合计25.6万吨，其中广东省内固定线产能11万吨（全省14.5万吨产能，已基本实现省内产能整合），且显著小于省内17万吨需求，因此公司民爆业务将获得稳定发展。

■现有军工：实战化训练大幅带动传统防务装备订单，重点转型军工实施1+N战略布局。“1”是以子公司广东明华为主体，其是广东省唯一的军方定制产品制造商，传统防务装备业务在当前军事实战化训练背景下将带动订单大幅增长；“N”个项目由4个平台实施，包括导弹总体设计平台、导弹动力平台、智能弹药平台、单兵作战平台。

我们预计，公司现有3大业务在2019年预计贡献3亿元利润，将对目前基本盘有效支撑，向上成长弹性重点看HD-1、JK两型外贸导弹的发展情况！

公司快报

证券研究报告

民爆用品

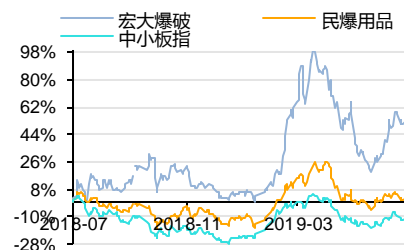
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**18元**  
股价(2019-07-18) **12.99元**

交易数据

总市值(百万元)	9,185.35
流通市值(百万元)	7,890.90
总股本(百万股)	707.11
流通股本(百万股)	607.46
12个月价格区间	8.04/16.00元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	19.35	-1.27	64.36
绝对收益	24.66	-13.26	55.38

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040002  
fengfz@essence.com.cn

余平

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518070002  
yuping1@essence.com.cn

相关报告

### 三、向上弹性一看 HD-1，性能超越布拉莫斯的超音速巡航导弹！

■**HD-1 超音速巡航导弹性能超越布拉莫斯，军贸市场空间很大。**HD-1 与布拉莫斯相比具备速度快、弹头大、体积小、重量轻的特点，其直径约为布拉莫斯的 1/2、弹头重量为布拉莫斯的 2 倍、重量约为布拉莫斯的 2/3、最大飞行速度高于布拉莫斯，全程超音速巡航飞行可以极大地提高导弹的机动性和突防能力。HD-1 的核心优势在于采用固体冲压发动机，其优势在于质量小、比冲大、突防能力强、使用维护简便，技术源自宏大日晟。

对标布拉莫斯，**HD-1 军贸市场空间很大。**据印度《经济时报》，印度在中印边境部署的布拉莫斯巡航导弹团，100 枚布拉莫斯导弹总价值近 6.5 亿美金。我们认为 HD-1 性能超越布拉莫斯，单价、军贸市场空间更具空间。

■**HD-1 出口许可立项获批，意义非常重大。**我国对军品出口实行许可制度，出口军品立项需经军品主管部门（军队、国防科工局等）审查批准同意才能对外销售。目前国内非军工集团体系获得军品出口立项的企业寥寥无几，HD-1 的出口许可立项获批，重要意义体现在：

- 1) 表明 HD-1 导弹获得军队、国防科工局的认可，导弹技术方案、对外销售具备可行性；
- 2) 表明 HD-1 可以向外方进行推销，且军贸公司可以签订出口合同；
- 3) 市场担心的 HD-1 受到政策阻碍的问题，已经清除。

后续重点跟踪导弹的定型、出口订单情况。

■**HD-1 导弹已于 18 年 10 月圆满完成首飞试验。**2018.10.15，HD-1 首飞圆满成功，验证了导弹发射系统、导弹动力系统、飞行控制系统等技术科目。

### 四、向上弹性一看 JK 导弹，一款超小型精确制导导弹！

■**JK：一款单兵配备、可采用榴弹发射器发射的超小型精确制导导弹。**JK 对标美国长矛导弹，发展意义在于：固定及慢速运动的小型目标，或隐匿的狙击手及多人操作武器等，这类目标均会对步兵构成生命威胁，但是传统的单兵武器因射程和杀伤力限制，无法及时、有效地消灭这类威胁，超小制导导弹可以精确消灭这类目标，以提升步兵战车存活率。JK 的核心优势在于：成本低、射程远且精确制导、弹重较轻携带方便、可采用榴弹发射器发射因此可快速完成士兵训练。载体众多，未来或成为无人战争利器：此类弹还能够安装在无人机、无人地面车、无人水面艇上，成为无人战争中的打击利器。

■**JK 导弹根据国际军贸市场需求研制，国际军贸市场空间大且易于销售。**参考美国长矛价格 3000 美金/枚，再加上单兵配置需求量大，JK

导弹军贸市场需求广阔，且价格低对军贸销售订单落地可实现性强。

**五、投资建议：**宏大爆破传统矿服、民爆、军工等业务是当前重要业绩支撑，将有效夯实基本盘；JK、HD 两型导弹可作为期权，未来随着批文（HD-1 已获批文）、定型、订单落地将逐步放大期权，且越到后期越将加速放大。我们预计 2019-2021 年净利润分别为 3.03、4.53、6.84 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 30X、20X、13X。首次覆盖，给以“买入-A”评级。

**六、风险提示：**JK、HD 两型导弹定型进展、军贸订单具有不确定性，或不及市场预期。

摘要(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,985.1	4,579.9	5,843.0	7,404.9	9,576.0
净利润	162.6	214.0	303.0	452.7	683.9
每股收益(元)	0.23	0.30	0.43	0.64	0.97
每股净资产(元)	4.24	4.34	4.56	4.91	5.44

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	56.5	42.9	30.3	20.3	13.4
市净率(倍)	3.1	3.0	2.9	2.6	2.4
净利润率	4.1%	4.7%	5.2%	6.1%	7.1%
净资产收益率	5.5%	7.7%	10.1%	13.8%	18.4%
股息收益率	0.8%	1.2%	1.5%	2.2%	3.4%
ROIC	6.3%	8.2%	10.7%	15.6%	24.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3,985.1	4,579.9	5,843.0	7,404.9	9,576.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3,145.6	3,596.7	4,492.1	5,585.5	7,074.7	营业收入增长率	24.1%	14.9%	27.6%	26.7%	29.3%
营业税费	21.8	19.3	29.2	37.0	47.9	营业利润增长率	218.9%	42.1%	36.9%	49.4%	51.1%
销售费用	62.3	78.7	100.5	127.4	164.7	净利润增长率	159.7%	31.6%	41.6%	49.4%	51.1%
管理费用	397.8	285.9	677.8	903.4	1,216.2	EBITDA 增长率	76.4%	70.3%	-4.9%	35.3%	38.9%
财务费用	73.4	83.9	85.1	81.7	76.0	EBIT 增长率	125.3%	103.1%	-10.3%	40.6%	44.5%
资产减值损失	83.6	27.3	30.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率		44.5%	29.4%	40.6%	44.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.1%	-0.6%	-3.9%	-7.0%	-6.0%
投资和汇兑收益	7.9	0.3	-	-	-	净资产增长率	5.9%	5.6%	6.5%	9.6%	13.3%
<b>营业利润</b>	220.2	313.0	428.3	639.8	966.6	<b>利润率</b>	21.1%	21.5%	23.1%	24.6%	26.1%
加:营业外净收支	0.7	-9.7	-	-	-	毛利率	5.5%	6.8%	7.3%	8.6%	10.1%
<b>利润总额</b>	220.9	303.3	428.3	639.8	966.6	营业利润率	4.1%	4.7%	5.2%	6.1%	7.1%
减:所得税	40.4	38.3	54.2	80.9	122.3	净利润率	11.3%	16.7%	12.5%	13.3%	14.3%
<b>净利润</b>	162.6	214.0	303.0	452.7	683.9	EBITDA/营业收入	7.1%	12.5%	8.8%	9.7%	10.9%
						EBIT/营业收入	24.1%	14.9%	27.6%	26.7%	29.3%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	96	85	63	46	37
						流动营业资本周转天数	160	133	91	53	26
						流动资产周转天数	322	297	251	225	207
						应收账款周转天数	62	4	3	3	3
						存货周转天数	71	56	54	49	46
						总资产周转天数	540	510	428	374	329
						投资资本周转天数	362	331	254	189	137
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	5.5%	7.7%	10.1%	13.8%	18.4%
						ROA	2.8%	4.0%	5.2%	6.9%	9.0%
						ROIC	6.3%	8.2%	10.7%	15.6%	24.3%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
						管理费用率	10.0%	6.2%	11.6%	12.2%	12.7%
						财务费用率	1.8%	1.8%	1.5%	1.1%	0.8%
						三费/营业收入	13.4%	9.8%	14.8%	15.0%	15.2%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	48.3%	47.8%	49.2%	50.3%	51.1%
						负债权益比	93.3%	91.6%	96.8%	101.0%	104.4%
						流动比率	1.50	1.41	1.36	1.35	1.38
						速动比率	1.26	1.11	1.07	1.05	1.08
						利息保障倍数	3.84	6.83	6.03	8.83	13.73
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.10	0.15	0.19	0.29	0.44
						分红比率	43.1%	49.6%	45.0%	45.0%	45.0%
						股息收益率	0.8%	1.2%	1.5%	2.2%	3.4%

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	576.7	917.3	1,245.3	1,906.0	2,693.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	45.7	52.2	45.2	57.7	75.3
应收票据	496.0	314.0	530.0	375.1	582.5
预付账款	36.5	50.4	49.4	74.7	82.5
存货	605.7	831.2	915.7	1,101.3	1,335.6
其他流动资产	1,942.1	1,697.0	1,500.0	1,450.0	1,300.0
可供出售金融资产	11.2	13.9	14.0	14.0	14.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	40.2	86.5	86.5	86.5	86.5
投资性房地产	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9
固定资产	1,082.8	1,086.8	945.7	962.4	1,020.0
在建工程	54.3	14.8	14.8	14.8	14.8
无形资产	236.6	436.9	712.5	881.5	947.2
其他非流动资产	-	-	-	-	-
<b>资产总额</b>	6,337.9	6,633.9	7,255.7	8,125.7	9,358.6
短期债务	813.9	972.0	1,000.0	1,050.0	1,100.0
应付账款	1,001.4	950.1	1,296.0	1,714.0	2,295.1
应付票据	160.9	173.6	200.7	264.7	324.8
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	561.5	408.2	390.0	370.0	350.0
其他非流动负债	-	-	-	-	-
<b>负债总额</b>	3,059.9	3,172.0	3,568.6	4,083.5	4,779.9
少数股东权益	282.4	394.6	465.6	571.8	732.3
股本	701.5	707.1	707.1	707.1	707.1
留存收益	2,281.3	2,347.6	2,514.3	2,763.2	3,139.4
<b>股东权益</b>	3,278.0	3,462.0	3,687.0	4,042.2	4,578.7

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	180.5	264.9	303.0	452.7	683.9
加:折旧和摊销	177.5	207.0	215.5	264.3	326.7
资产减值准备	83.6	27.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	74.1	77.0	85.1	81.7	76.0
投资损失	-7.9	-0.3	-	-	-
少数股东损益	17.9	50.9	71.1	106.2	160.4
营运资金的变动	-1,894.9	234.6	233.8	461.2	344.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	397.0	662.0	908.6	1,366.2	1,591.0
投资活动产生现金流量	-549.1	-366.0	-350.1	-450.0	-450.0
融资活动产生现金流量	174.0	-1.0	-230.5	-255.5	-353.7

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.23	0.30	0.43	0.64	0.97
BVPS(元)	4.24	4.34	4.56	4.91	5.44
PE(X)	56.5	42.9	30.3	20.3	13.4
PB(X)	3.1	3.0	2.9	2.6	2.4
P/FCF	77.4	23.8	19.5	12.0	9.8
P/S	2.3	2.0	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA	14.2	9.1	13.7	9.6	6.5
CAGR(%)	45.8%	47.2%	77.0%	45.8%	47.2%
PEG	1.2	0.9	0.4	0.4	0.3
ROIC/WACC	0.5	0.7	0.9	1.3	2.0
REP	2.9	2.5	2.8	2.0	1.3

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

冯福章、余平声明, 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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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