

横跨西北三省的民爆行业优势企业

同德化工（002360）

合理价值 19.78 – 21.5 元

新股定价报告

2010 年 2 月 5 日 星期五

毛伟
021-50586660-8630
mw@longone.com.cn
赵献兵
zhxb@longone.com.cn
基础化工行业

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

发行量：1500 万股
发行后总股本：6000 万股
发行前净资产：3.10 元
资产负债率：32.6%

价值分析

□ 公司简介

公司地处内蒙，山西，陕西三省交界处的山西省河曲县文笔镇焦尾城大茂口，是山西省最大的工业炸药专业生产商和销售商，主营业务为工业炸药（主要包括乳化，铵油两个系列），白炭黑系列产品的制造及销售。

公司由山西同德化工有限公司依法整体变更设立，发起人为张云升、张乃蛇、郭庆文、郭卓、任安增、秦挨贵、白利军、赵贵存、李文升、樊高伟、郭敦伟、王建伟、樊有明、郭有泉共 14 名自然人。公司控股股东、实际控制人为本公司董事长张云升先生，目前持有本公司 1,506 万股股份，占股本总额的 33.47%。发行后张云升占股本总额的 25.1%；其它 15 位股东占股本总额的 49.9%，社会股东占 25%。

公司目前经营情况良好，具备炸药生产的核定产能为 54000 吨，现有产能 36000 吨，2009 年实际产量 28583.69 吨，位居山西省第一位，此外每年有 11000 余吨白炭黑的产销量，09 年共实现主营业务收入 2.3 亿元，其中炸药业务的贡献在 75%-80%之间。

表 1. 2006-2008 年山西省主要民爆企业销量(万吨)

山西省主要民爆企业	2008	2007	2006
同德化工（含全资子公司）	35200.38	35482.42	34993.48
精华诺威	23077	22500	22987
金恒化工	20814	16989	12030
全盛化工	15683	10971	10831
山西省	294,120	293,255	239,684

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

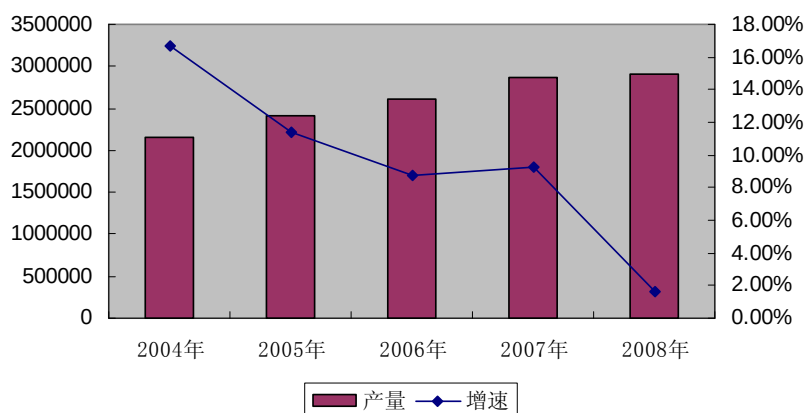
□ 炸药行业分析

目前国内炸药行业产量仍实行生产许可证制度，定价是根据政府主导价的基准上下浮动 15%，因此炸药行业不是一个完全市场化的行业，是监管较严，受国家控制的特殊产业。而由于上游原材料价格是充分市场化的，所以炸药行业的盈利能力受原材料价格的影响较大。

由于易燃易爆的特殊属性，民用爆破器材产品的运输距离受到一定的影响，同时受制于民用爆破器材行业的集中管理体制，民用爆破器材的大范围、远距离经营现象较少，因此，长期以来在全国范围内形成了民爆生产企业“小、散、低”的局面，从而致使民用爆破器材行业的竞争主要是一定区域范围内的生产企业之间的竞争。

受益于国内近几年来加大基础设施建设投资的拉动，国内民爆行业 2004 年-2008 年 5 年内的产量复合增长率为 9.54%，销量复合增长率为 7.07%（注：由于大型矿产企业有自身的炸药厂，只统计产量，不统计销量故有部分偏差）。我们认为未来炸药行业的增长率将稳定在 5%以下，行业内最大的发展机会将来自于政策的主导下的并购整合预期，行业内的区域优势企业将通过整合，产生特大型，跨区域的行业龙头企业。

图 1. 2004-2009 年全国炸药行业产量及增速（吨）



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

公司目前所生产的乳化炸药和铵油炸药国内占比最大的两个品种，共占有民爆领域 80%以上的份额。随着生产技术的进步以及国家产业政策的引导，这两个品种的比例将进一步上升。

□ 白炭黑行业分析

白炭黑成分是水合二氧化硅，应用在橡胶中具有补强的性能。白炭黑按其生产方法可分为两类，即沉淀法白炭黑和气相法白炭黑。沉淀法白炭黑作为橡胶补强原材料主要用于鞋类、轮胎和其它浅色橡胶制品。其他的

用途是：在农药、饲料等行业中用做载体或流动剂；在牙膏中用做摩擦剂；在涂料行业用做分散剂、抗沉降剂或消光剂等。气相法白炭黑是硅橡胶的补强材料，也被用于涂料、油墨和塑料工业做分散剂、抗沉降剂或消光剂，还可在许多行业做流动剂、吸附剂或载体等等，但是由于价格昂贵，总的用量不多，只有沉淀法白炭黑的约 1/10。

截止 2008 年底，国内直接从事沉淀法白炭黑生产厂家共有 47 家，总生产能力为 83.95 万吨，2008 年实际产量 64.38 万吨，生产能力和产量均居世界第一位。预计今后几年，国内白炭黑的需求将以年均递增 8% - 10% 的速度增长。其中，轮胎行业材料的应用需求量增长较快。

公司目前白炭黑的年生产规模为 12000 余吨，在行业内排二十名之内，但总体而言仍规模较小，尚未达到最佳盈利规模，同时山西省由于距离出口及下游华东客户都较远，产品运输费用较高，因此整体而言不具备竞争优势。随着工业炸药的扩产，白炭黑在公司业务中的比重将有所降低。

□ 募投项目介绍

公司募集资金项目将主要应用于年产 12000 吨连续自动化（含装药包装）胶状乳化炸药生产线项目，以及年产 6000 吨混装炸药车地面制备站建设工程项目（共包含两套现场混装炸药车）。项目建设期不超过一年，建成后公司将具有 54000 吨工业炸药生产能力。

公司乳化炸药产品近几年基本能保持产能利用率 100% 以上的水平，因此乳化炸药产能的增加将提高公司的收入和盈利水平。而现场混装车设备是较为先进的一种新的炸药生产方式。炸药通过混装车在现场生产，配方简单，减少了包装、存储、运输环节，在炸药成本降低同时，可降低爆破成本、提高效率；由于是现场混装车生产炸药，减少了作业人员及现场工人的劳动强度，提高了本质安全。而公司通过引入混装车装置也是营销模式的革新，开辟了新的服务领域；通过提供现场混装业务，为客户设计一体化解决方案，进一步提升服务内容及服务质量。

□ 假设及盈利预测

1. 假设公司 2010 年，2011 年，2012 年炸药产量分别为 36000 吨，48000 吨，54000 吨。
2. 假设产品均价 6200 元/吨，2010 年，2011 年，2012 年毛利率分别为 45%，43%，41%。

在这样的假设条件下，我们测算发行摊薄后，公司 2010，2011，2012 年 EPS 分别为 0.86 元，1.00 元，1.06 元。我们认为由于样本较少，部分

个股有其它一些因素的影响，所以目前民爆行业的 PE 水平相对化工行业有一定的高估，我们认为结合民爆行业的特点，可以给予公司 2010 年 23 倍-25 倍的市盈率，因此公司的合理估值区间为 19.78-21.5 元。

预测和比率

	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	230.4	281.2	354.2	391.4
主营收入增长率	-6.9%	22.0%	25.9%	10.5%
净利润（百万）	45.17	51.63	60.11	63.60
净利润增长率	69.3%	15%	16.5%	6.2%
EPS（元）	0.75	0.86	1.00	1.06
P/E				

分析师简介及跟踪范围:

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 华鲁恒升, 烟台万华, 建峰化工, 巨化股份, 诺普信, 东华科技, 友利控股。

赵献兵, 基础化工首席行业分析师, 经济学硕士, 高级经济师, 曾就职六国化工(600470)8年, 中信建投证券研发部8年。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122