

同德化工（002360）：横跨三省的山西民爆龙头企业

化工/民爆

合理价格区间：24.7 元—28.5 元

报告日期：2009 年 2 月 24 日

主要财务指标（单位：万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	248	230	303	396
(+/-)	18.6%	-6.9%	31.7%	30.5%
营业利润	32	52	66	83
(+/-)	-8.8%	62.3%	25.8%	25.5%
归属母公司净利润				
利润	27	45	57	73
(+/-)	-3.6%	69.3%	26.8%	26.8%
每股收益(元)	0.44	0.75	0.95	1.21

公司发行新股基本情况

发行日期	2010.1.11
发行后总股本（万股）	6,000
发行股数（万股）	1,500
发行价格（元）	23.98
发行市盈率（倍）	32.85
发行动态市盈率（倍）	25
行业滚动市盈率（倍）	
第一大股东及实际控制人	张云升
第一大股东持股比例（发行前/发行后）	33.47%/25.1%
发行前每股净资产（元）	4.14
发行前资产负债率	33.49%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

联系人：天相化工组——陈刚

010-66045652 cheng@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次在中小板登陆，发行 A 股 1,500 万股，发行后总股本为 6,000 万股，此次发行的股份占发行后公司总股本的 25%。公司控股股东张云升是其实际控制人，持有公司 1,506 万股，占发行前总股本 33.47%，发行后总股本的 25.1%
- 山西民爆龙头企业上市求发展。公司年炸药产量约占山西省 12% 的市场份额，系山西省最大的工业炸药生产销售企业。现有产能包括 0.4 万吨/年胶状乳化炸药、1.6 万吨/年粉状乳化炸药、0.6 万吨/年铵油炸药、1 万吨/年膨化硝铵炸药、1.5 万吨/年白炭黑。同时公司取得了 2008-2011 年三年的高新技术企业资格，享受 15% 所得税优惠政策。
- 三省交界地理优势促发展。公司地处晋、陕、蒙交界，产品可跨地域销三省。山西省因其矿产资源丰富，历年是我国工业炸药需求量最大的省份；同时伴随道路等固定资产投资加速，山西省炸药需求的稳定增长有保证。公司布局山西大宁县黄河化工，地处陕西、山西交界处，强化了其作为两省纽带作用，进一步向两省南部发展。
- 募投项目打破产能瓶颈，促公司实现一体化产业链。公司因未有新增产能投产，生产已达瓶颈，近年来一直保持或超过 100% 的产销率，募投项目的达产将打破瓶颈，带来新的利润增长点。同时公司募投现场混装车项目是当今世界爆破技术的发展方向，直接向客户提供一体化、个性化的爆破工程服务，建立了全方位的爆破工程服务和产品销售模式。
- 盈利预测与估值。我们预计公司 2010-2011 年归属于母公司所有者净利润 5,727 万元、7,263 万元，按照发行后总股本 6,000 万股摊薄每股收益分别为 0.95 元、1.21 元。考虑到民爆行业处于高景气阶段，公司作为山西省民爆龙头企业，竞争优势明显。对比 A 股相关民爆行业公司，我们认为公司合理的估值区间应为 2010 年 26~30 倍市盈率水平，合理价格区间是 24.7~28.5 元。

目 录

1. 公司概况——西部民爆龙头上市求发展	3
1.1 山西省民爆龙头企业	3
1.2 控股股东为实际控制人	3
1.3 炸药为主、白炭黑为辅的经营模式	4
1.4 区域政策因素导致 09 年业务增长稍低于行业平均水平	4
1.5 受益售价上调、原材料价格下跌，毛利率上升，处于行业中游水平	5
1.6 单位资产盈利能力好于行业平均水平	6
2. 行业概况——已进入盈利高点，未来以并购重组为基调	7
2.1 民爆行业因政策调整由冬入夏	7
2.2 高盈利空间可保持，关注硝酸铵价格走势	7
2.3 政策指向致使行业扩张将以并购重组为基调	8
3. 地处三省交界，地理位置优越促发展	8
3.1 晋、陕、蒙交界，产品可跨地域销三省	8
3.2 区域煤炭等矿产资源，炸药需求有保证	10
4. 募投项目实现公司一条龙产业链建设	11
4.1 乳化炸药项目打破公司产能瓶颈，建立新的盈利增长点	11
4.2 混装车制备站项目实现公司一体化产业链建设	11
5. 盈利预测与估值水平	12
5.1 盈利预测部分假设与详情	12
5.2 公司估值水平—合理价格区间为 24.7~28.5 元	13
6. 风险提示	14

图目录

图 1.公司股权结构图	3
图 2.公司近 3 年来分产品收入情况与分产品年均价格	4
图 3. 同行业公司营业收入及其增长率比较	5
图 4. 同行业公司净利润及其增长率比较	5
图 5.公司近年来分产品毛利率情况	6
图 6.同行业毛利率、净利率比较	6
图 7.同行业净资产收益率、总资产收益率比较	7
图 8.民爆产品价格调价与硝酸铵走势图	8
图 9.公司及分公司地理位置情况	9

表目录

表 1.公司历年产能与募投项目达产后产能情况	4
表 2.一类炸药价格及工业炸药国标价提价历年变动情况	7
表 3.民爆行业上市公司与同德化工销售区域对比	10
表 4.公司市场份额情况	10
表 5.未来两年内炸药产量及价格预测	12
表 6.同德化工利润表盈利预测	13
表 7.民爆行业 4 家上市公司估值水平比较	14

1. 公司概况——西部民爆龙头上市求发展

1.1 山西省民爆龙头企业

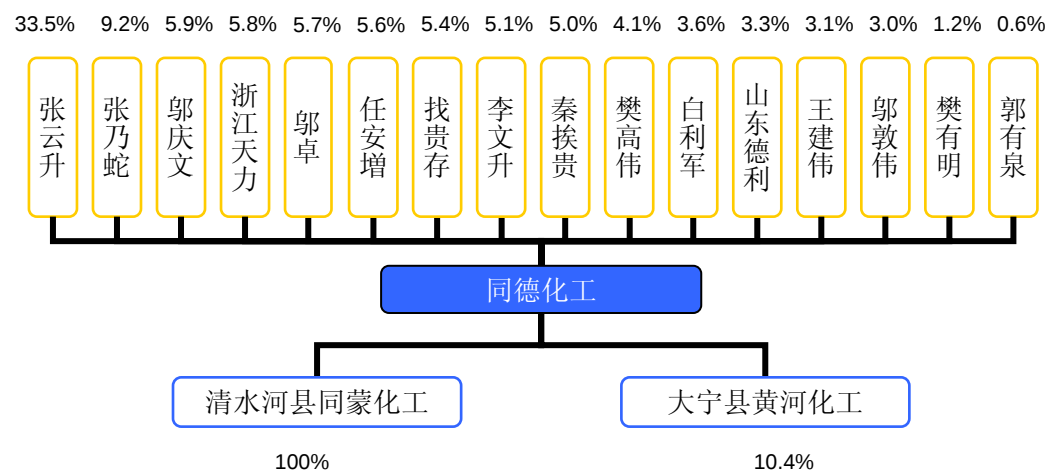
同德化工是由山西同德化工有限公司整体变更设立的股份有限公司，是山西省最大的工业炸药专业生产商和销售商。公司主营业务为各类工业炸药、白炭黑产品的生产与销售、工程爆破设计施工、提供爆破技术咨询服务等。公司连续十年被山西省国防科办评为安全生产先进单位，并取得了高新技术企业资格，2008-2011年适用15%企业所得税税率，享受税收优惠政策。

公司发行前总股本为4,500股，本次拟在深证中小版上市，发行1,500万股，发行后总股本6,000万股。募集资金用于年产12,000吨连续自动化（含装药包装）胶状乳化炸药生产线项目和年产6,000吨混装炸药车地面制备站建设工程项目。

1.2 控股股东为实际控制人

公司控股股东为张云升，持有本公司1,506万股股份，占发行前总股本的33.47%，发行后总股本的25.1%，同时也是公司的实际控制人。在企业改制完成后，公司高管、核心成员持有公司股份，理顺了激励机制，企业经营管理者利益与公司长期发展密切联系，促进公司的长期发展。

图 1. 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书、天相投顾

1.3 炸药为主、白炭黑为辅的经营模式

工业炸药是公司主营业务收入和毛利的主要稳定来源。

公司现有产能包括0.4万吨/年胶状乳化炸药、1.6万吨/年粉状乳化炸药、0.6万吨/年铵油炸药、1万吨/年膨化硝铵炸药、1.5万吨/年白炭黑。

表 1. 公司历年产能与募投项目达产后产能情况

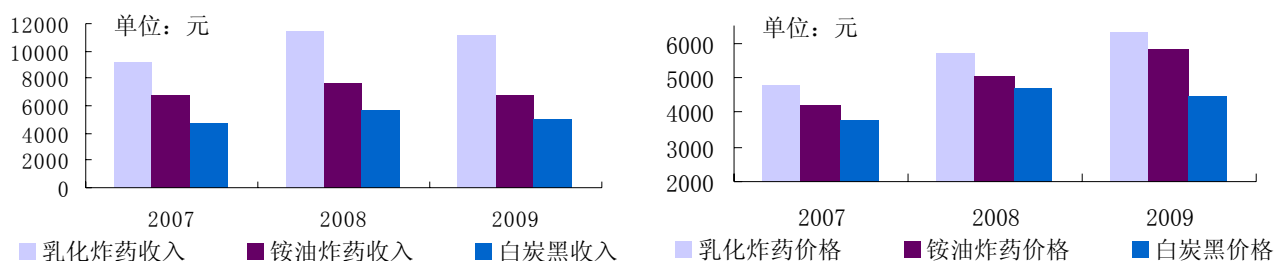
工业炸药产能	2007	2008	2009	募投项目达产后
乳化炸药	22,000	20,000	20,000	35,000
胶状	6,000	4,000	4,000	19,000
粉状	16,000	16,000	16,000	16,000
铵油炸药	16,000	16,000	16,000	19,000
铵油	6,000	6,000	6,000	9,000
膨化	10,000	10,000	10,000	10,000
合计	38,000	36,000	36,000	54,000

资料来源：公司招股说明书、天相投顾

近三年，公司工业炸药营业收入占比保持稳定，分别为77%、77%、78%；毛利占比也保持平稳，分别为85%、87%、86%；2006-2009年，公司工业炸药收入和毛利复合增长率分别为4.1%和12.5%，与主营也如收入和毛利的增长率相近。随着产品升级，传统的铵梯炸药占工业炸药比重逐年降低，公司自2007年起已不再生产铵梯炸药。

受政策影响，公司炸药产品价格呈现逐年上涨态势，公司目前价格为国标价上浮5%-8%，较上限15%仍有一定提价空间，对原材料价格上涨的抵御能力较强。

图 2. 公司近 3 年来分产品收入情况与分产品年均价格



资料来源：公司招股说明书、天相投顾

1.4 区域政策因素导致 09 年业务增长稍低于行业平均水平

由于2009年山西省煤矿整顿导致公司营业收入较08年下降5.5%，增幅低于4家民爆行业上市公司平均水平。但公司通过对营业成本及自身费用等项的严格控制，净利润年均增长达到了27.6%，幅度明显高于营业收入，但从增长率来看，低于其他上市公司平均水平。

图 3. 同行业公司营业收入及其增长率比较

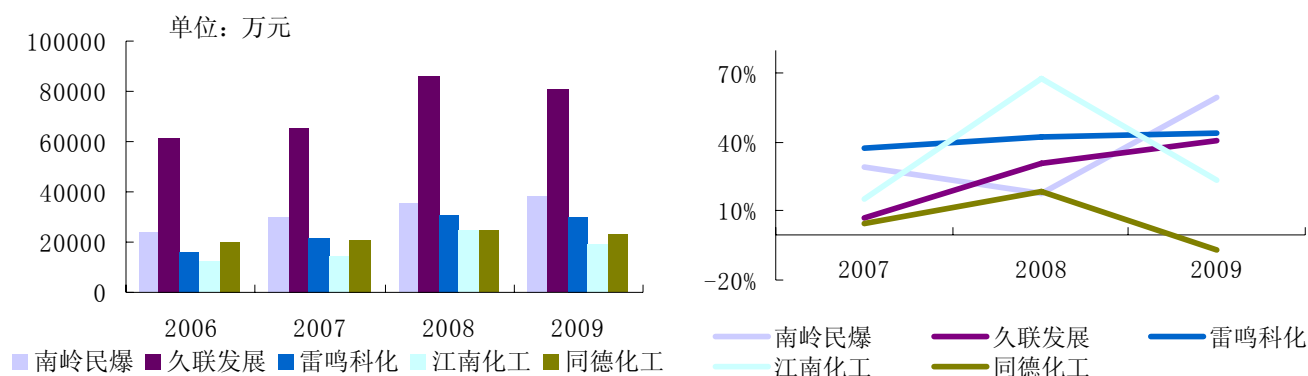
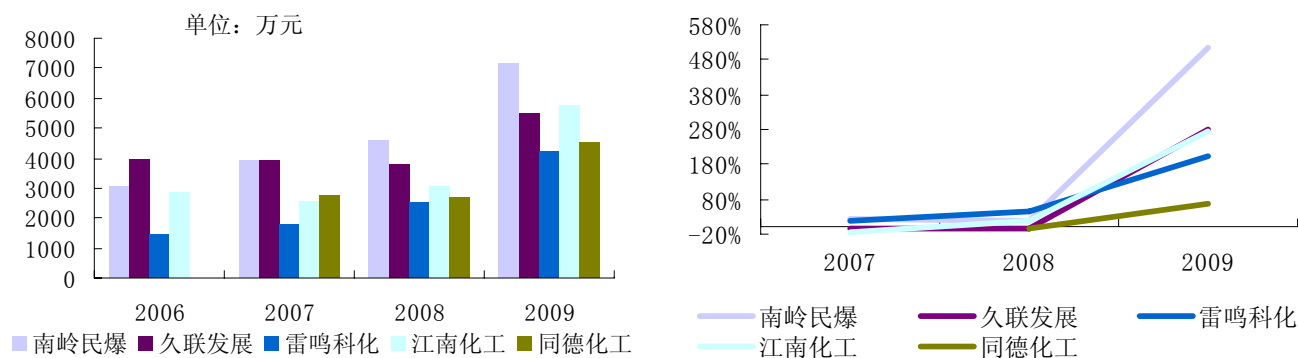


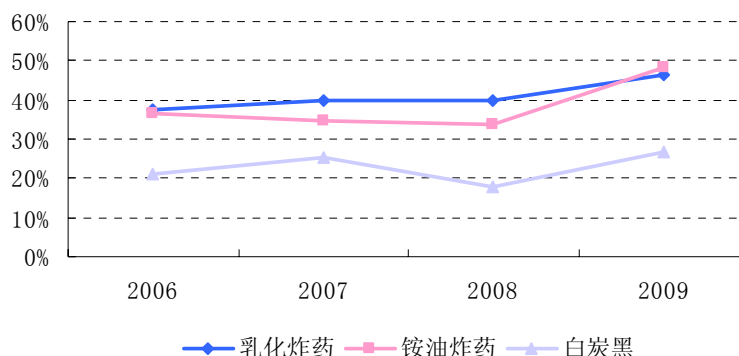
图 4. 同行业公司净利润及其增长率比较



1.5 受益售价上调、原材料价格下跌，毛利率上升，处于行业中游水平

受益于国家上调工业炸药基准价格以及主要原材料硝酸铵市场价格下跌，公司营业成本占比大幅下降。2006-2009年间公司乳化炸药、铵油炸药和白炭黑销售价格复合增长率分别为9.8%、11.%和7.3%。工业炸药总体的单位毛利从2006年的1,700元/吨左右提高至2,880元/吨左右，提高了1,180元/吨，提升幅度69.4%。

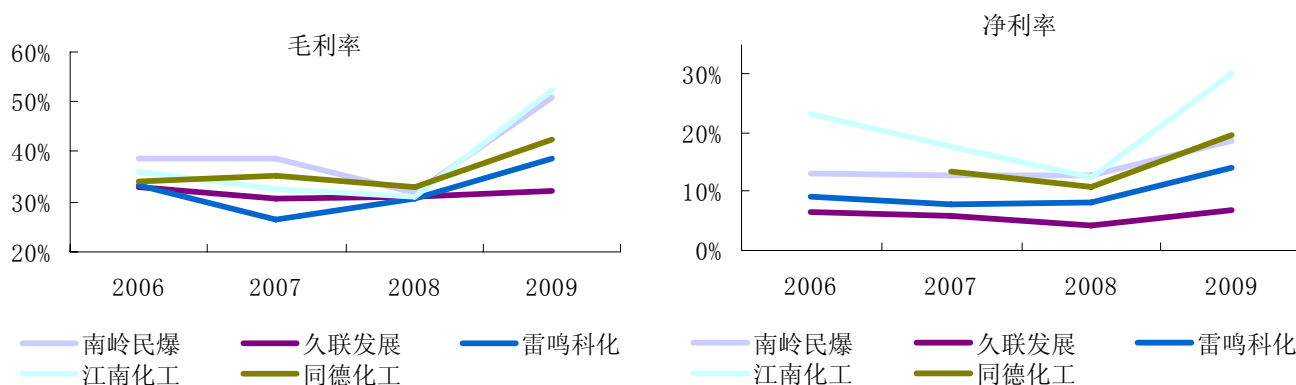
图 5. 公司近年来分产品毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、天相投顾

从行业来看，公司2009年毛利率为42.42%，稍低于行业平均水平43.41%；净利率19.61%，高出17.41%行业平均水平2个百分点；两者相结合看，公司毛利率、净利率处于行业中游水平。

图 6. 同行业毛利率、净利率比较

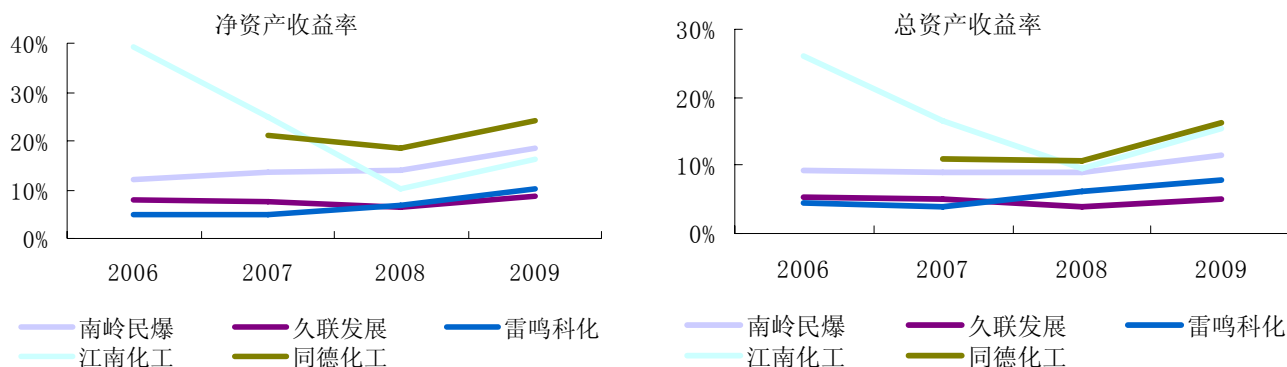


资料来源：公司招股说明书、天相投顾（上市公司为09年前三季度数据）

1.6 单位资产盈利能力好于行业平均水平

公司历来保持着较好的资产盈利能力，2009年净资产收益率为24.27%，处于行业第一位，比行业平均水平12.56%高出近一倍；总资产收益率为16.36%，远高于行业平均水平8.62%；公司的管理能力比较突出。

图 7. 同行业净资产收益率、总资产收益率比较



资料来源：公司招股说明书、天相投顾

2. 行业概况——已进入盈利高点，未来以并购重组为基调

2.1 民爆行业因政策调整由冬入夏

2008 年 8 月，发改委上调各类民爆产品基准价格 30%，允许上下浮动比例调至 15%，行业整体从成本高企、售价低下、利润微薄的冬季直接进入了高利润的景气时间。

民爆产品因其自身特殊的危险性属于国家严格管制类产品，其生产、销售、运输皆须严格控制，其销售价格也需以国家给定的标准价格为基础。由于民爆产品价格由国家和市场共同制约，不能及时与上下游联动，导致行业内出现政策性的盈利或亏损情况。

表 2. 一类炸药价格及工业炸药国标价提价历年变动情况

时间	岩石膨化硝铵炸药基准价格	工业炸药国标价提价幅度	上浮比例	下浮比例
2005 年 6 月前	约为 3540 元/吨	—	5%	5%
2005 年 6 月	约为 4010 元/吨	15%	10%	5%
2006 年 2 月	4210 元/吨	5%	10%	5%
2008 年 8 月	5670 元/吨	30%	15%	15%

资料来源：中国民爆行业信息网、天相投顾

2.2 高盈利空间可保持，关注硝酸铵价格走势

民爆产品价格提价且不剧烈波动、原材料硝酸铵价格低位运行，我们认为其高盈利空间将可持续，同时硝酸铵价格的走势很大程度影响其盈利能力。

硝酸铵占工业炸药业务成本约 50%，原材料成本约 80%，历来是影响企业盈利的重要因素之一。我们发现，民爆产品历次提价皆是在硝酸铵出现大幅上涨，各企业陷入经营困境之时，且从未出现下调现象。

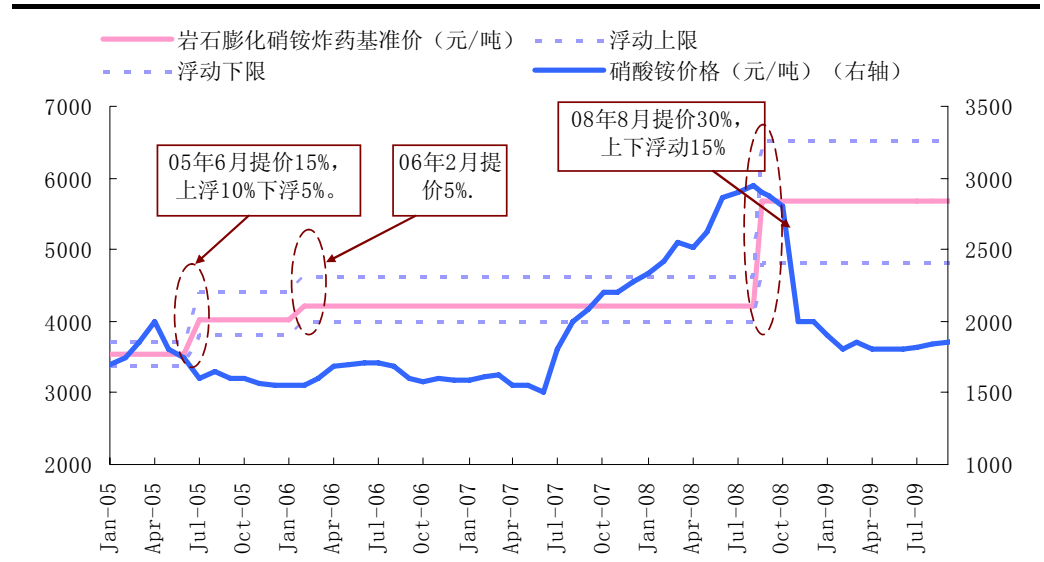
08 年 8 月的调价因化工产品大幅涨价，调价幅度也是历年最高的。此次调价提



供了相当大的自由空间，提高了企业抗风险能力，同时更宽阔的价格空间有助于行业进行优胜劣汰，加快取缔“小、低、散”高成本小企业的现象。

我们认为，因此次调价之后价格空间较大、硝酸铵价格中短期内不可能达到或超越 08 年高点，未来民爆产品价格将长期保持在该区间水平。

图 8. 民爆产品价格调价与硝酸铵走势图



资料来源：中国民爆行业信息网、天相投顾

2.3 政策指向致使行业扩张将以并购重组为基调

为加强民爆行业监管力度、解决安全生产问题，国防科工委明确了“十一五”期间，鼓励发展科研、生产、配送、爆破作业一体化的大型企业集团，提高产业集中度，解决企业“小、散、低”问题。年生产能力低于 5,000 吨的炸药生产企业，民爆局将不再受理审批扩能项目，到 2008 年底，将不再为低于 5,000 吨生产能力的炸药生产企业换发生产许可证。这类企业必须尽快寻求合作伙伴，争取与优势企业联合。

同时，我们认为，募投项目建成后，公司未来通过新建生产线扩大产能的可能性不大，很大程度上将转变为并购重组其他企业等方式进行。

3. 地处三省交界，地理位置优越促发展

3.1 晋、陕、蒙交界，产品可跨地域销三省

民爆器材的销售受安全性的要求，一般不宜长距离汽车运输，铁路运输受运力限制，因此存在一个合理的运输半径，加上地方保护主义的限制，民爆器材市场呈现出以本地销售为主的区域性市场特征。

公司地处山西省河曲县，系山西、内蒙古、陕西三省交界处。优良的地理位置使得公司民爆产品可以面向三省客户同时销售。2009 年 3 月，公司增资位于山西大宁县的黄河化工，大宁县地处陕西和山西交界处，此次行为进一步强化了黄河化工做为两省销售纽带作用，进一步开拓公司在两省南部的市场。

Map of Shanxi Province showing the distribution of Tongde production points and competitors. The map includes major cities like Baotou, Hohhot, Taiyuan, Jinzhong, and Linfen. Red dots indicate Tongde production points, blue squares indicate competitors, and open circles indicate major cities. Lines connect the production points to the major cities they serve. The map also shows neighboring provinces: Inner Mongolia, Hebei, Shaanxi, and Henan.

受行业管理体制的影响，所有民爆行业的上市公司均采用经销商为主的销售模式，销售区域也多集中在各公司所在省份。其中，久联发展于 2007 年 2 月通过资产收购及合并成立甘肃久联民爆有限责任公司的方式将市场范围拓展至甘肃省。



表 3. 民爆行业上市公司与同德化工销售区域对比

公司名称	时间段	炸药销售收入（万元）	销售模式	销售主要区域
久联发展	2006 年	40,267.79	经销商为主	贵州省、甘肃省
	2007 年	45,653.95		
	2008 年	67,303.44		
雷鸣科化	2006 年	11,980.39	经销商为主	安徽省
	2007 年	15,303.16		
	2008 年	20,438.59		
南岭民爆	2006 年	23,440.19	经销商为主	湖南省
	2007 年	28,720.75		
	2008 年	33,467.07		
江南化工	2006 年	12,548.47	经销商为主	安徽省
	2007 年	14,490.33		
	2008 年	22,875.56		
同德化工	2006 年	15,872.24	经销商为主	山西省、陕西省、内蒙古自治区
	2007 年	16,036.42		
	2008 年	18,921.62		

资料来源：公司招股说明书、天相投顾

2004 年—2008 年山西省工业炸药产销量均为全国第一，公司作为山西省内工业炸药最大的生产厂家，其省内市场份额始终处于第一位；2004 年、2005 年公司占全国的份额有所上升，2007 年以来受民爆行业整合影响，公司占全国市场份额有较大幅度的下降。随着公司募集资金投资项目的建成投产、产品结构调整的逐步到位及生产规模的不断扩大，公司的市场份额会得到较大幅度的提高。

表 4. 公司市场份额情况

项 目	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
全国产量	2,908,939	2,864,906	2,615,684	2,407,516	2,160,697
山西产量	294,120	293,255	239,684	271,627	238,021
公司产量	35,200.38	35,482.42	34,993.48	30,465.56	27,086.67
公司占全行业比重	1.21%	1.24%	1.34%	1.27%	1.25%
公司占山西省比重	11.97%	12.10%	14.60%	11.22%	11.38%

资料来源：公司招股说明书、天相投顾

3.2 区域煤炭等矿产资源，炸药需求有保证

公司地处晋、陕、蒙三省交界处，煤炭资源极为丰富，神府东胜煤田、大同煤田、河东煤田、宁武煤田等大型煤田均在此区域之内，合计探明储量超过 3000 亿吨。该区域也是铝土矿、铁矿等其他矿产资源较为丰富的地区。山西省铝土矿累计探明储量 7.77 亿吨，占全国总量的 40%以上。其中，公司邻近的保德—兴县、宁武—原平矿区均属于山西省五大铝土矿区之一。山西铁矿储量为 30.5 亿吨，居全国铁矿储量的第 4 位，与公司同处山西省忻州市的繁峙、代县、五台、原平等地为山西铁矿的主要产地。上述资源的开发对工业炸药的需求量很大。

根据国家和山西省“十一五”规划，国家和山西省将继续加强基础产业基础设施



施建设，建设大型煤炭基地，加强水利建设，完善公路等交通网络。同时，国家已正式启动实施中部崛起战略，山西省委、省政府也出台了“举全省之力、加快晋西北、太行山革命老区开发建设”、“两区”的决定，公司周边地区正在以及即将开工建设的水利工程、道路交通建设工程等也将增加工业炸药的需求。2008 年 11 月，国务院推出扩大内需促进经济平稳较快增长的措施，国家将加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设，这将大大增加工业炸药的需求。

4. 募投项目实现公司一条龙产业链建设

4.1 乳化炸药项目打破公司产能瓶颈，建立新的盈利增长点

公司近 3 年来炸药的产能利用率分别达 98.6%、97.8%、79.4%，产能面临瓶颈。随着乳化炸药项目完工达产，将打破该瓶颈，形成新的利润增长点。该项目为年产 12,000 万吨/年连续自动化（含装药包装）胶状乳化炸药生产线，预计将于 2010 年完工，并于 2011 年全面投产，届时乳化炸药的产能将由 20,000 吨扩张至 35,000 吨。

乳化炸药因其抗水性能好、爆破威力大、施工效率高、爆破成本低、有毒气体少，储存、运输、使用安全等诸多优点，取代传统的工业粉状炸药势在必行。目前，山西很多煤矿经多年开采后，大都是含水煤层，而部分用户仍沿用“在非防水炸药上套防水袋”的传统爆破方式，该方法操作复杂、效果较差、安全性低，因此继续防水炸药来代替。此外，基建中的隧道开采、水利工程建设等都需要防水炸药。

根据中国爆破器材行业协会的统计，2008 年国内民爆经营企业工业炸药的销售量和自用量合计为 290.89 万吨，其中乳化炸药为 156.07 万吨。根据《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》，到 2010 年末，低敏感、散装、系列化的含水炸药和环保型高性能粉状包装炸药要占到炸药能力总量的 80%以上，同时基本淘汰铵梯炸药。因此，预计到“十一五”末期，无梯类炸药的使用带来巨大的市场空间。

4.2 混装车制备站项目实现公司一体化产业链建设

公司在坚持现有的传统营销模式的同时，也加强了营销模式的革新。公司本次募投资建设 2 台混装炸药车，总年产能达 6,000 吨，其中一台为胶状乳化炸药现场混装炸药车，另一台为多孔状铵油炸药现场混装炸药车。公司通过该募投项目，直接向客户提供一体化、个性化的爆破工程服务，建立了全方位的爆破工程服务和产品销售模式。

现场混装炸药车工艺技术代表了当今世界爆破技术的发展方向。混装炸药生产系统主要是由混装炸药车和配套的地面站两部分组成，它集原材料运输、炸药现场混制及机械化装药于一体，与常规袋装药比较，它具有效率高、质量好、工艺先进及安全可靠等优势。该系统从原材料地面站储备、半成品生产到现场混制的整个加工运输过程中都不产生成品炸药，不会发生爆炸，直至最后装入炮孔才成为无雷管感度的炸药，因此消除了传统炸药生产、运输、储存及装药过程中的不安定因素，对环境也不会造成任何污染，真正实现了炸药生产与爆破施工的本质化安全。其不仅有较高的科技含量和较强的实用性，更在于它取代了传统的炸药制备、储存、运输、人工装药过

程及方法，而且它提高了工效、降低了成本、改善了安全、提高了爆破的质量，对洞挖效率有较大的提高。

5. 盈利预测与估值水平

5.1 盈利预测部分假设与详情

- 1、预计募投项目 2010 年建成，并于 2011 年部分达产；
- 2、按照公司 IPO 后总股本 6,000 万股计算 EPS；
- 3、公司炸药产品价格按国家基准价格上行 5%-8%实行；
- 4、高新技术企业，所得税费率按 15%计算。

表 5. 未来两年内炸药产量及价格预测

业务项目	2010 产量	2011 产量	基准价格	2009 价格	2010 价格	2010 收入	2011 收入
粉乳炸药	1.6	1.6	6510	7031	7161	11458	11458
胶乳炸药	0.6	1.9	5870	6340	6457	3874	11041
铵油炸药	0.6	0.9	4920	5314	5412	3247	4871
膨硝炸药	1.0	1.0	5670	6124	6237	6237	6237
白炭黑	1.2	1.3		4500	4600	5520	5980

资料来源：公司招股说明书、天相投顾



表 6. 同德化工利润表盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	24,755	23,042	30,336	39,587
营业收入增长率	18.56%	-6.92%	31.66%	30.49%
减：营业成本	16,610	13,267	18,047	23,641
营业税金及附加	111	144	212	198
资产减值损失	59	90	121	79
销售费用	2,722	2,252	2,882	3,959
管理费用	1,694	1,802	2,124	2,969
财务费用	334	253	364	475
期间费用	4,751	4,307	5,369	7,403
期间费用率	19.19%	18.69%	17.70%	18.70%
投资净收益	0	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
营业利润	3,224	5,234	6,586	8,266
营业利润率	13.02%	22.71%	21.71%	20.88%
加：营业外收入	144	158	182	317
减：营业外支出	120	19	30	40
利润总额	3,248	5,373	6,738	8,544
减：所得税	579	856	1,011	1,282
实际所得税率	17.84%	15.92%	15.00%	15.00%
净利润	2,668	4,517	5,727	7,263
净利润增长率	-3.62%	69.29%	26.77%	26.81%
归属母公司所有者的净利润	2,668	4,517	5,727	7,263
母公司净利润增长率	-3.62%	69.29%	26.77%	26.81%
净利率	10.78%	19.61%	18.88%	18.35%
少数股东权益	0	0	0	0
每股收益(元)	0.44	0.75	0.95	1.21

资料来源：公司招股说明书、天相投顾

5.2 公司估值水平—合理价格区间为 24.7~28.5 元

我们预计公司 2010-2011 年归属于母公司所有者净利润 5,727 万元、7,263 万元，按照发行后总股本 6,000 万股摊薄每股收益分别为 0.95 元、1.21 元。考虑到民爆行业处于高景气阶段，公司作为山西省民爆龙头企业，竞争优势明显。对比 A 股相关民爆行业公司，我们认为公司合理的估值区间应为 2010 年 26~30 倍市盈率水平，合理价格区间是 24.7~28.5 元。

表 7. 民爆行业 4 家上市公司估值水平比较

公司简称	股价	每股净资产	2008 EPS	2009E EPS	2010E EPS	2008 P/E	2009 P/E	2010 P/E	P/B
雷鸣科化	17.57	3.85	0.28	0.60	0.76	63	29	23	4.56
江南化工	39.11	4.81	0.44	1.09	1.24	89	36	32	8.13
南岭民爆	28.4	2.73	0.35	0.77	1.01	81	37	28	10.40
久联发展	16.01	3.93	0.28	0.61	0.70	57	26	23	4.07
平均		3.83				72	32	26	6.79

资料来源：天相投顾

6. 风险提示

1、民爆行业因其产品高危险性属于国家严格监控行业。企业生产经营出现违纪、违法行为将对公司未来发展产生重大影响。同时，产品的储存、运输、销售亦存在安全风险。

2、市场竞争激烈。山西省因煤炭资源丰富而存在较多各类型民爆企业，同时因运输安全等问题，临近矿区的企业有一定额外优势。

3、项目达产不顺利。公司新增产能在获批建成之后，仍需经过上级审核、验收。若验收阶段出现问题将一定程度上影响项目达产时间。

4、原材料硝酸铵涨价风险。硝酸铵价格已在低位运行了近 1 年，随着全球经济复苏、天然气价改临近，硝酸铵涨价的可能逐渐增大，若硝酸铵大幅涨价，将一定程度上影响公司的盈利能力。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100