

李琳琳

执业证书编号: S0730209090108

021-50588666-8045

lilil12345@sina.com

四川民爆龙头

——雅化集团（002497）新股点评报告

研究报告-新股定价报告

建议询价区间：24.25-33.95 元

发布日期：2010 年 10 月 25 日

报告关键要素：

公司主营工业炸药、引爆器材等民爆产品，具备规模、区域和产业链较为完整的优势，建议询价区间为：24.25元——33.95元。

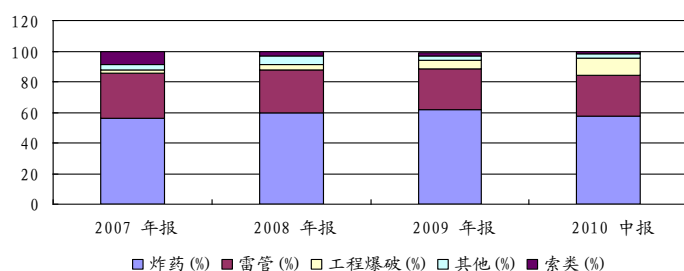
事件：

- **雅化集团（002497）拟在中小板发行上市。**雅化集团拟于中小板发行4000万股A股，发行后总股本为1.6亿股，募资投向：爆破工程一体化、新型乳化剂建设项目；高精度延期雷管建设项目和科技研发中心建设项目；以及炸药线高效节能改造项目等五大类项目。

点评：

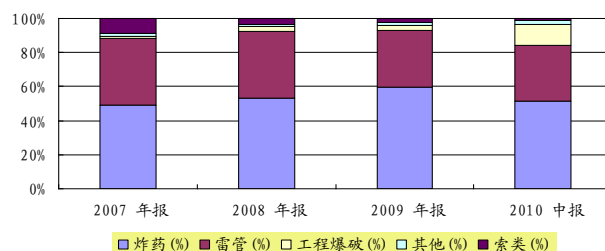
- **公司是四川省规模最大的综合民爆生产企业。**公司主营工业炸药、雷管、导爆索等产品，并提供爆破工程服务，产品和服务主要用于矿山、水利水电、交通建设以及城市建设等。目前公司各产品产能为：拥有工业炸药8.2万吨，包括乳化硝酸铵和膨化硝酸铵；拥有电雷管、导爆雷管等各种雷管1.6亿发，工业导爆索500万米。2009年，工业炸药在四川省内的市场份额为28.04%，位居第一，全国市场份额为1.9%；雷管的四川市场份额为52.58%，排名第一，全国市场份额为4.5%。2009年公司实现营业收入6.39亿元，工业产值位居全国民爆业第四位；实现净利润1.37亿元。

图1：公司收入构成



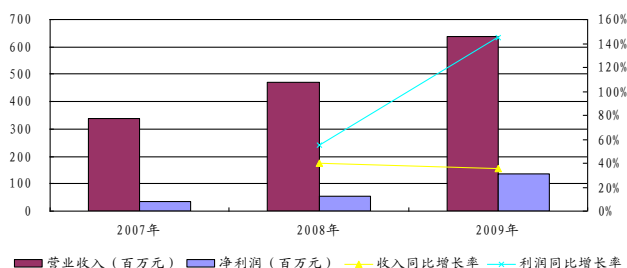
资料来源：Wind

图2：公司毛利构成



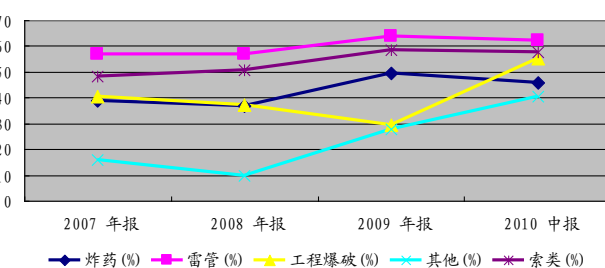
资料来源：Wind

图3：公司近三年营业收入、净利润及同比增速



资料来源：Wind

图4：公司各主导产品毛利率走势



资料来源：Wind

- **具备规模、区位、和产品链优势。**前文提到，公司产品规模在四川省内位居第一，具备一定的规模优势；同时，由于四川省拥有丰富的矿产资源和水力资源，对应的爆破开发项目相对较多，公司四个工业炸药生产点北至旺苍，南至攀枝花，贯穿整个四川省中轴线，具备一定的地域优势。此外，公司产业链完整，不但拥有工业炸药，及毛利率更高的起爆器材产品，还拥有专业的运输车队，具备现场混装和专业爆破技能，同时承揽爆破工程服务，能够提供自研发、生产、配送至爆破施工的一体化服务。
- **长期受益产业结构调整。**民爆行业属于危险品行业，生产销售过程受到高度管控，进入门槛较高；但与国外相比，我国民爆企业整体依然呈现小、散、低的行业特点。预计未来将在国家政策的引导下，进行整合，其中优势企业将加大兼并重组力度，开展实质性整合，同时各企业的产品结构也将向上下游一体化发展。公司作为四川省的一体化民爆龙头企业，未来将积极选择合适的对象进行并购重组，同时，加大力度拓展高毛利率的爆破业务，提升其在公司业务中的比重，将有望长期受益行业结构调整。
- **募集资金投向。**公司本次募资投向：爆破工程一体化、新型乳化剂建设项目；高精度延期雷管建设项目和科技研发中心建设项目以及炸药线高效节能改造项目等五大类项目。（详见下表）。项目投产后，将使得公司产品链向上下游进一步延伸，满足市场对高端起爆器材的要求，使得公司的生产更安全、更环保、更节能，提升公司的综合竞争实力。

表 1：公司募集资金项目规划

序号	项目名称		预计投入募集资金（万元）		新增产能	时间进度安排
1	爆破工程一体化项目		9,320		矿山开采能力: 1700 万立方/年, 年剥采总量: 5310 万立方/年	预计试生产时间为 2011 年 10 月-12 月
2	高精度延期雷管建设项目		6,380		项目属技改性质, 无新增产能。建成后, 公司部分传统雷管产品将升级为高精度延期类型雷管, 数量为 3000 万发/年	预计试生产时间为 2011 年 10 月, 投产时间为 2011 年 12 月
3	科技研发中心建设项目		6,830		无	预计科技研发中心大楼建设、起爆器材实验工房、民爆专用设备调试工房验收和中心试运行时间分别为: 2012 年 4 季度、2011 年 4 季度和 2012 年 4 季度
4	炸药线 高效节 能改 造 项 目	(1) 雅安炸药生 产线高效节能改 造项目	5,400	10,700	无	预计试生产时间为 2011 年 10 月, 投产时间为 2011 年 12 月
		(2) 旺苍炸药生 产线高效节能改 造项目	2,750		无	预计试生产时间为 2011 年 10 月, 投产时间为 2011 年 12 月
		(3) 三台炸药生 产线高效节能改 造项目	2,550		无	预计试生产时间为 2011 年 10 月, 投产时间为 2011 年 12 月
5	新型乳化剂建设项目		2,830		3000 吨/年	预计试生产时间为 2011 年 10-12 月
合计			36,060			

资料来源：公司招股说明书，中原证券

- **盈利预测和投资建议。**按发行后总股本1.6亿股计算,公司2010年每股收益0.97元,2011年每股收益0.99元,建议询价区间为2010年的25-35倍之间,对应的价值区间为24.25元—33.95元。
- **风险提示。**公司面临的主要风险是:(1)国家下调炸药指导价格;(2)主要原材料硝酸铵价格大幅上涨;(3)PTA原材料价格大幅上涨。

盈利预测

	2008 年	2009 年	2010E	2011E
营业收入(百万元)	471.78	638.73	760.56	870.42
增长比率(%)	40.20%	35.39%	19.07%	14.44%
净利润(百万元)	56.07	137.26	154.90	159.11
增长比率(%)	55.30%	144.81%	12.86%	2.72%
基本每股收益(元)	0.35	0.86	0.97	0.99

发行数据

发行价(元)	——
发行数量(万股)	4000
发行方式	网下发行+网上申购
预计发行日期	2010/10/27
上市日期	——

基础数据(2010年6月30日)

每股净资产(元)	3.45
每股经营现金流(元)	0.59
毛利率(%)	51.16
净资产收益率(%)	24.20
资产负债率(%)	26.45
发行后总股本(万股)	16000
B股/H股(万股)	——

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。