

区域民爆龙头延伸产业链

雅化集团（002497）

基础化工行业

定价区间 26.04-29.76元

新股定价报告

2010年 10月 27日 星期三

袁舰波

执业证书编号：

S0630208010052

联系人：刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

发行数据

总股本（发行前）	12000万股
拟发行股份	4000万股
募集资金	3.61亿元
发行日期	2010-10-26

财务指标

每股净资产（元）	3.45
净资产收益率（%）	21.2%
资产负债率（%）	26.4%

申购要点

q 公司是四川省内规模最大的民爆企业

公司是四川省最大的综合性民用爆炸物品生产厂商，2009年生产总值位居全国第四位，公司所生产的民爆产品种类齐全，包括工业炸药、起爆器材、工程爆破服务等三大系列。

q 下游需求强劲支撑公司盈利能力

2000年以来中国经济快速发展，民爆器材的市场需求量年均增长率达到15%，民爆行业产销两旺。矿山开采、水利建设、道路桥梁建设等基础设施投资对民爆市场需求构成有力支撑，预计民爆产品的省内需求将保持持续旺盛。

q 公司未来在于产业链延伸和行业整合扩大产能

目前公司已成为国内优势的民爆器材生产企业，各类产品毛利率较高，公司不断提升产品技术水平和丰富产品种类，进一步提升公司盈利水平。公司作为技术和规模优势明显的大型民爆企业，将有可能享受行业整合带来的规模扩大的利益，进一步巩固其区域龙头的行业地位。

q 募投项目与资金运用

公司本次拟发行 4000 万股，募集资金主要用于爆破工程一体化项目、新型乳化剂建设项目、高精度延期雷管建设项目、科技研发中心建设项目和炸药线高效节能改造项目的开发和建设。

q 假设及盈利预测

我们预计公司 2010和 2011年的 EPS分别为 0.93元和 1.01元，我们结合目前市场的估值水平，认为给予公司 2010年 28-32倍的市盈率较为合理，合理的价格为 26.04-29.76元。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	638.73	754.89	817.41	1014.73
主营收入增长率	35.41%	18.19%	8.28%	27.44%
净利润（百万）	137.26	148.90	161.32	187.47
净利润增长率	144.87%	8.48%	8.34%	16.21%
EPS（元）	0.86	0.93	1.01	1.17

价值分析

q 公司是四川省内规模最大的民爆企业

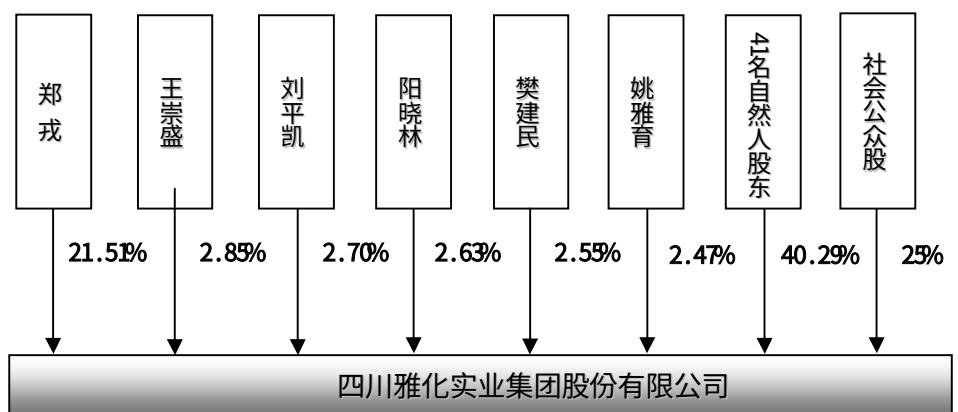
公司是四川省最大的综合性民用爆炸物品生产厂商，2009年生产总值位居全国第四位，公司所生产的民爆产品种类齐全，包括工业炸药、起爆器材、工程爆破服务等三大系列。

公司通过并购等方式不断扩张公司产能，并充分发挥自身技术优势和区域优势，提升产品技术含量，实现产业链上下游的延伸，公司在民爆行业所占份额不断上升，公司主营产品在国内市场，特别是四川省内占有重要地位。公司拥有工业炸药 82000吨、工业雷管 16000万发、工业索类 500万米的年许可生产能力。

q 公司股权分析

发行前公司股东为 47 名自然人，公司控股股东为公司董事长郑戎女士，持有本公司股份 3442万股，占本次发行后总股本的 21.51%，是雅化集团的实际控制人。本次拟公开发行社会公众股 4000万股，占公开发行后总股本的 25%，发行后总股本为 16000万股。

图 1 雅化集团发行后股权结构图



资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

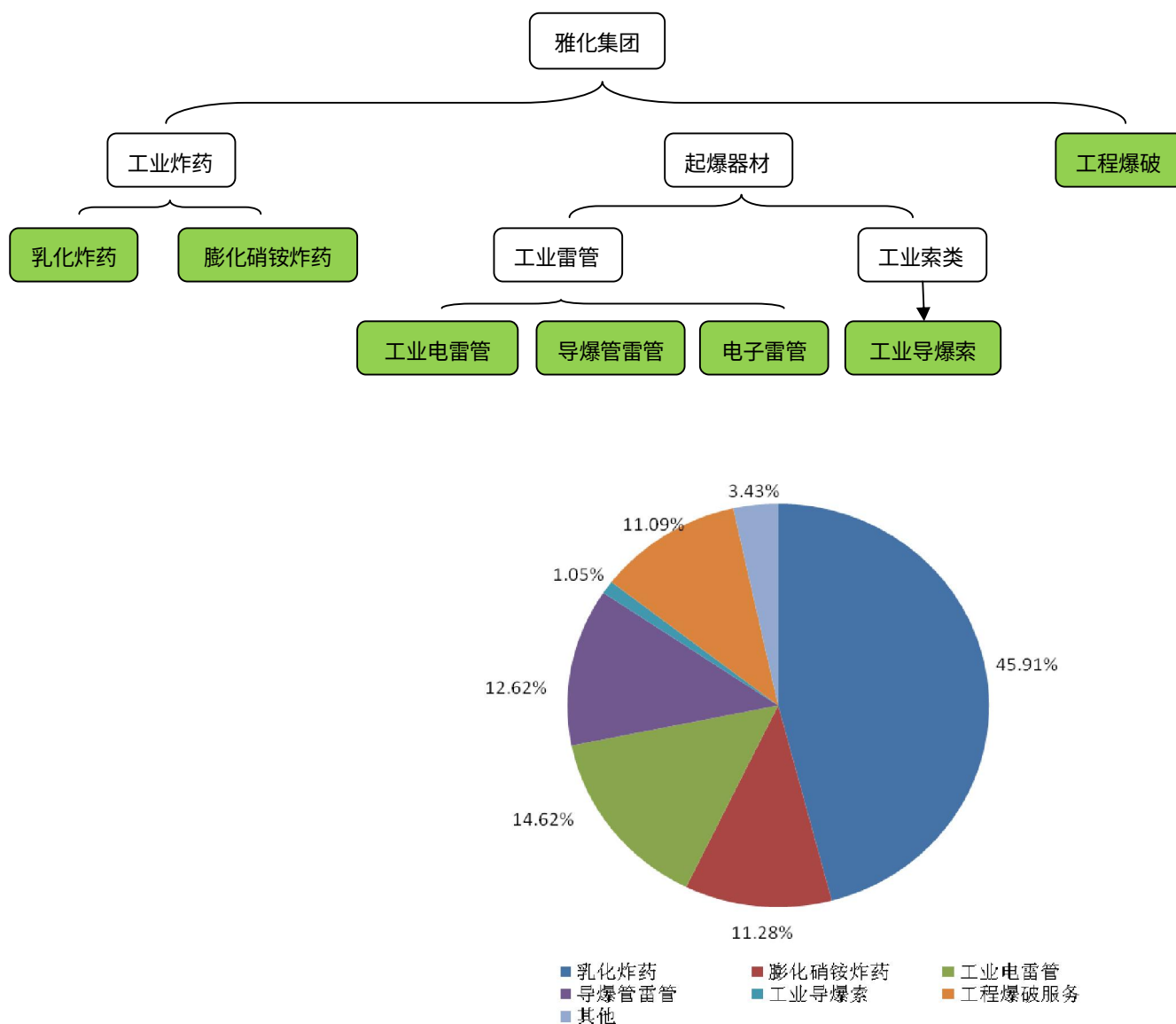
q 主营业务分析

1. 公司主营业务构成

公司持续扩大生产规模和实施技术创新，产业链不断延伸，目前主营产品包括工业炸药（包括乳化炸药和膨化硝铵炸药）、起爆器材（包括工业雷管和

工业索类) 和工程爆破服务等三大系列。2010年上半年工业炸药和起爆器材产品分别占总销售收入的 57%和 28%

图 2 2010年 1-6月份公司主营产品销售收入占比



资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

公司作为四川省内规模最大的民爆企业，产品齐全能够满足客户各类需求，具有明显的区位优势，同时四个工业炸药生产点从北至南均匀分布在四川省内中轴线上，能够覆盖全省及周边地区，具有明显的区域优势。公司主营产品的产能利用率不断上升。

表 1 公司主营业务产品产能利用率情况

产品	项目	2010年 1-6月份	2009年	2008年	2007年
乳化炸药	实际产能 (吨 /年)	55800	43600	34600	34000
	产量 (吨)	24183	39229	27769	19242
	产销率	86.67%	89.97%	80.25%	56.59%
膨化硝铵炸药	实际产能 (吨 /年)	18000	24000	12900	12000
	产量 (吨)	6918	12385	6950	5555
	产销率	76.86%	51.60%	48.44%	46.29%
工业电雷管	产能 (万发 /年)	10950	11000	11000	11000
	产量 (万吨)	3801	7404	7901	6956
	产销率	69.42%	67.31%	71.82%	63.23%
导爆管雷管	产能 (万发 /年)	5000	5000	5000	5000
	产量 (万发)	1924	2150	2429	1446
	产销率	76.96%	43.00%	48.58%	28.92%
工业导爆索	产能 (万米 /年)	500	500	500	500
	产量 (万米)	490	500	500	141
	产销率	98.00%	100.00%	100.00%	28.20%

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

2.下游需求强劲支撑公司盈利能力

民爆行业主要的下游需求为矿山开采、水利建设、道路桥梁等基础设施建设，和国家经济发展水平有密切关系。2000年以来中国经济快速发展，民爆器材的市场需求量年均增长率达到 19%，民爆行业产销两旺。随着国家四万亿经济刺激计划的落实和西部开发、中部崛起等战略的实施以及内地交通网快速发展，民爆器材的需求预计将保持持续增长。

作为公司所在的四川地区地质条件优越，矿产资源丰富，按照四川省“十一五”规划，将进一步加大省内矿产勘查和矿山建设，提高资源保障能力。同时四川省水资源开发利用率不到全国平均水平的一半，水利水电开发利用潜力巨大，四川省将建设多项水电站等工程。道路方面，四川省将继续加大道路建设投资力度，开工建设多条重要线路。

矿山开采、水利建设、道路桥梁建设等基础设施投资对民爆市场需求构成有力支撑，预计民爆产品的省内需求将保持持续旺盛。

3 把握行业整合机会，巩固区域龙头地位

民爆行业是受国家政策严格控制的特殊行业，目前市场区域化明显，同时民爆企业生产规模小，数量多、技术水平较低。随着行业逐步实现市场化发展和国家政策的出台，新一轮的行业整合和大规模的技术改造将成为行业发展的主旋律。截止到 2008 年，民爆器材生产企业和流通企业分别由 405 家和 1728 家减少到 146 家和 500 家以内，行业集中度不断提高。未来的市场将会是大型民爆

企业在技术、质量、价格、服务等各方面的综合性竞争。公司作为技术和规模优势明显的大型民爆企业，在未来的市场竞争将占有明显的优势，将有可能享受行业整合带来的规模扩大的利益，进一步巩固其区域龙头的行业地位。

4 高行业壁垒保障公司未来发展

民爆行业和一般行业不同之处在于由于其高危险性和高专业性，国家对民爆行业实行专控管理准入制度，民爆器材产品的科研、生产、销售、进出口、专用设备生产、工程设计、质量检测均实行严格的行业准入制度，同时国家严格限制审批新的民爆器材生产企业，因此民爆行业具有较高的行业壁垒，公司作为该行业的区域龙头企业，能够享受高行业壁垒带来的优势。

q 核心优势分析

1 区位优势明显

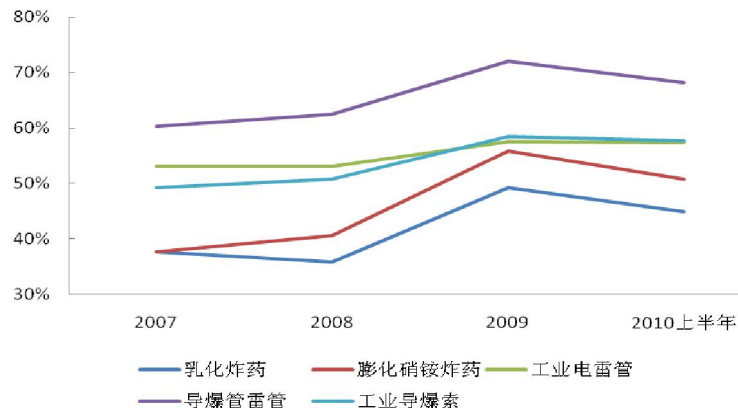
由于民爆行业的特殊性，一般工业炸药的销售半径仅为 300公里，并且工业炸药具有单价低，运输成本高的特点，民爆行业呈现区域化竞争的格局。公司作为四川地区最大的民爆企业，产品在省内及周边地区竞争优势明显。并且公司四个炸药生产点均匀分布在四川省的中轴线上，能够覆盖全省和部分省外地区，并且还能够最大限度的节约运输成本。

随着西南经济快速发展，四川省和周边区域的矿山开采、水利资源开发、道路桥梁建设等固定资产投资处于明显上升趋势，公司将能够充分享受下游需求带来的盈利水平提升的利益。

2 规模和技术优势增加公司竞争能力

目前公司已成为国内优势的民爆器材生产企业，规模位居四川省第一位，全国第四位。2009年工业炸药产量占四川省工业炸药总产量的 28.1%，工业雷管产量占四川省工业雷管总产量的 52.9%。公司充分发挥自身规模优势，具有较强的原材料采购议价能力，降低了产品生产成本，提升了产品竞争力。同时公司不断提升产品技术水平和丰富产品种类，扩大公司产品优势。公司各项主营产品的毛利率一直保持在较高的水平。

图 3 公司各项主营产品毛利率稳步上升



资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

q 风险分析

1. 行业增速降低的风险

由于民爆行业的发展和国家基础设施建设投资额密切相关，而从长期来看，基础建设投资不可能一直保持较高的增长率，当投资额增长率放缓时，将明显影响民爆行业的盈利能力。公司通过向上下游产业链延伸，提高产品附加值，将部分减少行业环境变化带来的风险

q 募投项目介绍

本次发行募集资金主要用于爆破工程一体化项目、新型乳化剂建设项目、高精度延期雷管建设项目、科技研发中心建设项目和炸药线高效节能改造项目的开发和建设，上述项目将延伸公司产业链和提升研发实力，从而强化公司整体竞争能力和完善产品结构。

表 2 募投项目列表

单位：万元

序号	项目名称	拟使用募集资金投资额	预计投产时间
1	爆破工程一体化项目	9320	2011年 10-12月
2	高精度延期雷管建设项目	6380	2011年 12月
3	科技研发中心建设项目	6830	2012年四季度
	雅安炸药生产线高效节能改造项目	5400	2011年 12月
4	旺苍炸药生产线高效节能改造项目	2750	2011年 12月
	三台炸药生产线高效节能改造项目	2550	2011年 12月
5	新型乳化剂建设项目	2830	2011年 10-12月
	合计	36060	

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

q 假设及盈利预测

我们认为公司受益募投项目的投产，业绩将会快速增长。预计公司 2010 和 2011 年的 EPS 分别为 0.93 元和 1.01 元，我们结合目前市场的估值水平，认为给予公司 2010 年 28-32 倍的市盈率较为合理，合理的价格为 26.04-29.76 元。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	638.73	754.89	817.41	1014.73
主营收入增长率	35.41%	18.19%	8.28%	27.44%
净利润（百万）	137.26	148.90	161.32	187.47
净利润增长率	144.87%	8.48%	8.34%	16.21%
EPS（元）	0.86	0.93	1.01	1.17

资料来源：东海证券研究所（注：EPS 都按照发行后 16000 股股本计算）

附注：

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