

民爆行业景气延续，产能扩张利好公司发展

南岭民爆
002096

固定资产投资加速带动行业快速发展

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 15%，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。

成本降低刺激民爆行业整体盈利能力大幅增加

民爆行业盈利能力总体上取决于基准价与原料成本之间的价差，在基准价格不变的情况下，硝酸铵价格直接影响了民爆行业的盈利状况。我们认为在成本和需求因素影响下，明年硝酸铵价格将小幅下降，因而在民爆产品定价上调和原料价格低迷的情况下，明年民爆行业仍能维持较高的盈利能力。

产能扩张提升公司盈利能力

由于公司生产线改造，2009年底产能一度下降到 6.2万吨，明显影响公司盈利水平。目前随着公司募投和自筹资金改造生产线的投产，产能达到 9.1万吨，将明显提升公司盈利能力。

公司产能按预期投产后，明显提升公司利润，业绩会快速增长。预计公司 2010 2011和 2012年的 EPS分别为 0.80 0.97 1.00元，对应 2010 2011和 2012年的 PE为 42.1倍、34.9倍和 33.7倍，按照民爆行业上市公司平均 PE估值 38倍，我们给予公司 6个月目标价为 36.86元，首次给予公司“增持”评级。

附表 公司业绩预测表

	2009	2010	2011	2012
营业收入（万元）	555.98	611.78	724.47	732.52
营业收入同比（%）	55.7%	10.0%	18.4%	1.1%
净利润（万元）	107.92	106.17	127.89	132.63
净利润同比（%）	151.9%	-1.6%	20.5%	3.7%

首次 增持

分析师：袁舰波

投资咨询执业证书编号：

S063020810052

联系人：

刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

日期

分析：2011年 1月 5日

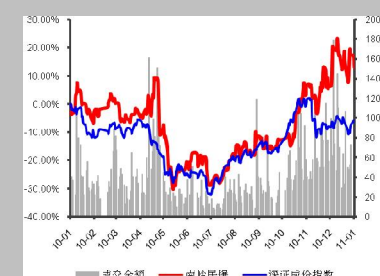
调研：2010年 12月 23日

价格

当前市价：32.65元

半年目标：36.86元

股价表现



公司估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.82	0.80	0.97	1.00
PE	36.7	42.1	34.9	33.7
PB	9.9	8.8	7.1	5.8

相关研究报告

正文目录

一、公司概况介绍.....	4
二、民爆行业迎来行业景气周期高点.....	5
1. 固定资产投资加速带动行业快速发展	5
2. 定价上涨和成本降低刺激民爆行业整体盈利能力大幅增加.....	6
3. 整合兼并和一体化发展成为行业发展的主旋律	7
三、区域龙头迎来发展新起点	8
1. 产能扩张提升公司盈利能力.....	8
2. 上下游延伸保证公司长期发展.....	9
3. 行业整合助推公司做大做强.....	10
四、假设及盈利预测.....	11

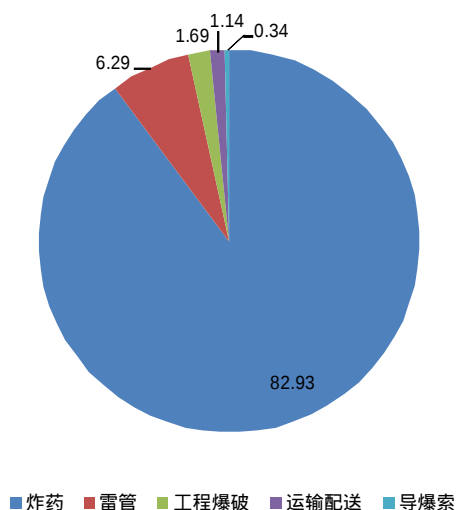
图表目录

图 1 2010年上半年公司主营业务收入构成.....	4
图 2 产能持续扩大，结构不断优化.....	4
图 3 产能分布合理.....	4
图 4 民爆行业主要下游分布.....	5
图 5 下游需求增速强劲.....	5
图 6 2009年分省市采矿业新增固定资产投资.....	5
图 7 全国分区域采矿业新增固定资产投资同比增速.....	6
图 8 硝酸铵价格持续低迷.....	7
图 9 民爆行业平均盈利能力明显好转.....	7
图 10 公司销售毛利率一直高于行业平均水平.....	9
图 11 公司产品结构相对单一.....	9
图 12 民用爆破器材分类.....	10
表 1 2008年 8月部分民爆产品价格调整情况.....	6
表 2 2009年民爆行业生产总产值表.....	7
表 3 南岭民爆现有产能分布情况.....	8
表 4 公司历年来整合兼并事件一览表.....	10

一、公司概况介绍

公司是湖南省最大的民爆生产企业，主营产品为乳化炸药、膨化硝铵炸药等民爆产品，并少量销售起爆器材。目前公司拥有 3万吨乳化炸药、3.4万吨膨化硝铵炸药、2.7万吨铵油炸药（含改性铵油炸药）的生产能力。

图 1 2010年上半年公司主营业务收入构成

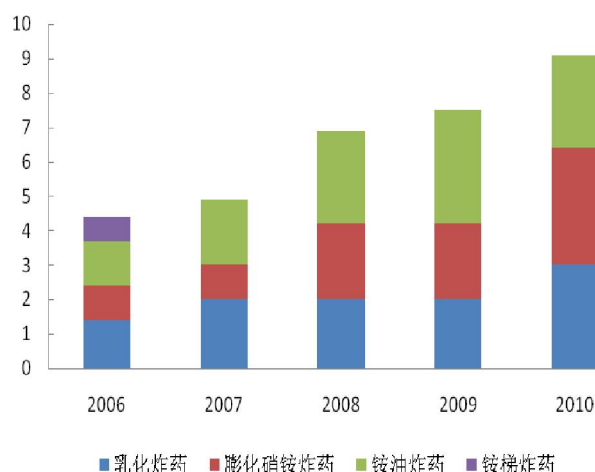


资料来源：公司半年报，东海证券研究所

公司一直致力于产品结构调整，不断提升产品技术含量，通过募投和自筹资金改造和扩建生产线，同时通过收购兼并方式不断提升自身市场占有率，产能不断扩大，从 2005 年的 4.1 万吨，达到目前的 9.1 万吨。产品结构中技术含量较高的乳化炸药占比达到了 30% 以上，并且生产点分布合理，能够有效覆盖湖南省及周边地区。

图 2 产能持续扩大，结构不断优化

单位：万吨



资料来源：东海证券研究所

图 3 产能分布合理

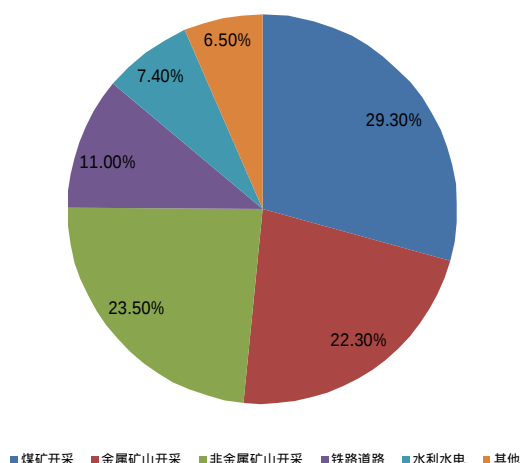


二、民爆行业处于行业景气周期

1. 固定资产投资加速带动行业快速发展

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 15%，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。

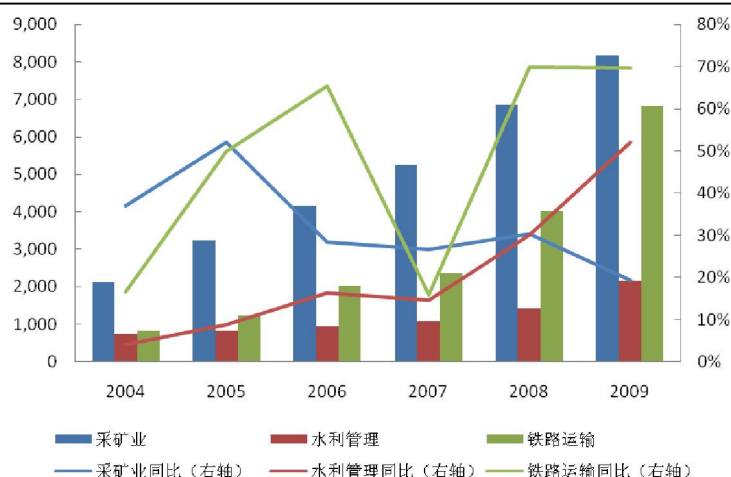
图 4 民爆行业主要下游分布



资料来源：雅化集团招股说明书，东海证券研究所

图 5 下游需求增速强劲

单位：亿元

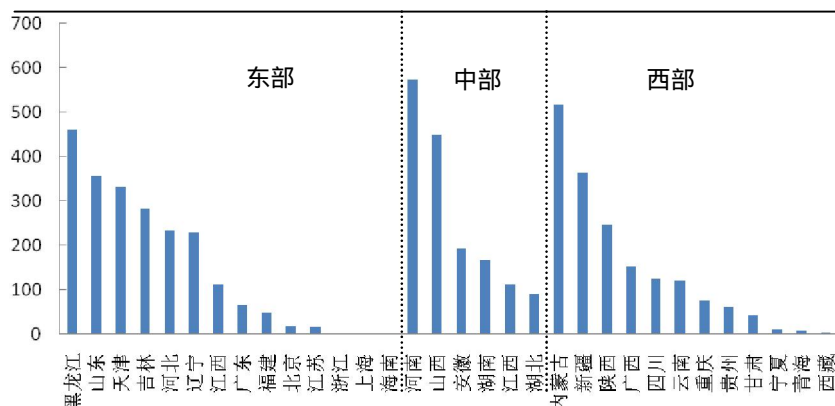


资料来源：东海证券研究所

中西部地区由于历史原因发展较慢，其固定资产投资基数一直落后于东部地区，近年来我国产业转移和中央加大对中西部开发力度，国家密集出台多项政策以保证中西部开发的顺利进行，比如西部大开发、中部崛起政策等，从税收、行政审批等各方面给予优惠政策。作为民爆行业主要的下游行业采矿业主要集中在中西部地区，中西部地区矿产资源达到全国的 60%以上，采矿、交通、水利等主要下游行业在中西部的增长潜力巨大，中西部地区将成为民爆行业重要的发展区域。

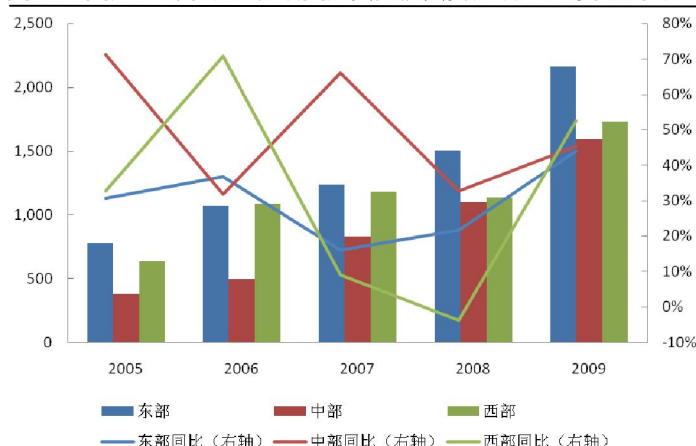
图 6 2009年分省市采矿业新增固定资产投资

单位：亿元



资料来源：wind，东海证券研究所

图 7 全国分区域采矿业新增固定资产投资同比增速 单位：亿元



资料来源：wind, 东海证券研究所

2. 成本降低刺激民爆行业整体盈利能力大幅增加

由于民爆行业自身的特殊性，民爆产品的定价模式由国家控制，生产企业在国家制定的基准价下按照一定浮动幅度定价，因而民爆企业产品的出厂价格基本相同，并且在一定时间内保持不变。国家根据民爆行业实际生产情况调整基准价，最近一次调整基准价是在 2008年 8月，各类产品价格上调幅度达到 30%以上，并且基准价浮动空间由原来的下浮 5%，上浮 10%，扩大到上下浮动 15%，极大缓解了由于原料上涨带来的成本压力，民爆行业盈利能力明显好转。

表 1 2008年 8月部分民爆产品价格调整情况

产品名称	型号规格	单位	05年基准价	现行基准价	涨价幅度
多孔粒状铵油炸药	每包 40公斤	吨	2940.00	4140.00	40.82%
F3号岩石乳化炸药	每包 10-40公斤	吨	4492.80	4960.00	29.17%
F2号岩石乳化炸药	每包 10-40公斤	吨	3770.00	4870.00	29.18%
煤矿乳化炸药	每卷 150-250克	吨	4830.00	6610.00	36.85%
岩石膨化硝铵炸药	每包 10-40公斤	吨	4150.00	5370.00	29.40%
一级煤矿许用膨化硝铵炸药	每卷 100-200克	吨	4420.00	5600.00	26.70%
二级煤矿许用膨化硝铵炸药	每卷 100-200克	吨	4500.00	5760.00	28.00%

资料来源：公司公告、东海证券研究所

民爆行业盈利能力总体上取决于基准价与原料成本之间的价差，在基准价格不变的情况下，更是直接取决于原料成本。原料中硝酸铵的成本占到了全部成本的一半，硝酸铵价格直接影响了民爆行业的盈利状况。国内硝酸铵产能达到近 500万吨，而硝酸铵主要用于民爆产品生产，需求量大约为 350万吨，供给明显过剩，硝酸铵进入 09年后持续低迷，民爆行业盈利能力大幅上升。今年九月份后上游原料合成氨在尿素出口激增和煤炭成本上涨推动下价格上涨，从而直接推高硝酸铵生产成本。随着国家控制尿素出口，合成氨价格将小幅下降，从而拉低硝酸铵成本，我们认为在成本和需求因素影响下，明年硝酸铵价格仍将小幅下降，达到

2000-2200元，因而在民爆产品原料价格低迷的情况下，明年民爆行业仍能维持较高的盈利能力。

图 8 硝酸铵价格持续低迷

单位：元/吨

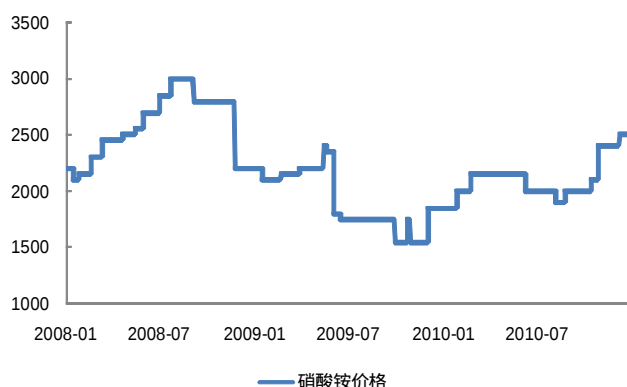
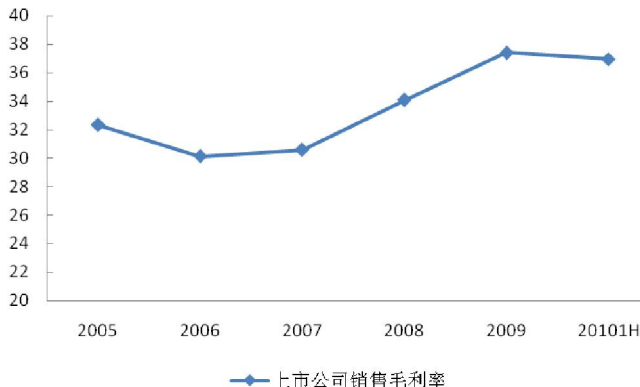


图 9 民爆行业平均盈利能力增强

单位：%



资料来源：百川资讯、东海证券研究所

资料来源：wind 东海证券研究所

3. 整合兼并和一体化发展成为行业发展的主旋律

民爆行业的高危特性决定了该行业必将受到较多的管制，进入壁垒较高，市场竞争较低。目前我国民爆行业存在区域化明显、企业规模小、数量多、技术低的特点，这主要是由于民爆产品运输半径较小和行业受到较多行政管制造成的。

表 2 2009年民爆行业生产总值表

企业名称	生产总值 (亿元)	占行业比例
1 云南民爆集团有限公司	19.71	8.59%
2 重庆葛洲坝易普力股份有限公司	6.70	2.91%
3 湖南神斧民爆集团有限公司	6.26	2.72%
4 四川雅化实业集团股份有限公司	5.97	2.59%
5 陕西红旗民爆集团有限公司	4.79	2.08%
6 湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	4.62	2.00%
7 河南前进化工股份有限公司	4.04	1.75%
8 江西国泰民爆特种化工有限责任公司	3.96	1.72%
9 新时代民爆器材公司	3.93	1.71%
10 重庆顺安爆破器材有限公司	3.87	1.68%
合计	63.85	27.71%
2009年行业生产总值	230.4	100%

资料来源：东海证券研究所

为了解决行业企业规模小、技术低等问题，有关部门陆续出台各项政策以鼓励行业整合兼并，鼓励企业

做大做强，扶持优势企业等，按照《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》规划，2010年底民爆生产企业减少到200家以内，刺激了行业整合兼并加速进行。截止到2008年，民爆器材生产企业由405家减少到146家，流通企业由1728家减少到500家以内。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。由于我国许可民爆产能达到近500万吨，而实际需求只有大约300万吨，产能明显过剩，因而国家已不再新批许可产能，企业只有兼并重组才能快速扩张产能，扩大市场份额，这也从客观上增强了企业进行整合兼并的动力。

由于历史原因，民爆行业的生产、销售、爆破工程服务等三大业务分别由生产企业、流通企业和爆破企业提供，不仅增加了下游消费者的成本，而且增大了安全风险，因而相关部门鼓励大型民爆企业能够向一体化服务发展，鼓励民爆企业延伸产业链，进入下游爆破工程服务领域。我们预计随着民爆企业自身整合兼并，行业将向大型化、一体化的发展。

三、区域龙头迎来发展新起点

1. 产能扩张提升公司盈利能力

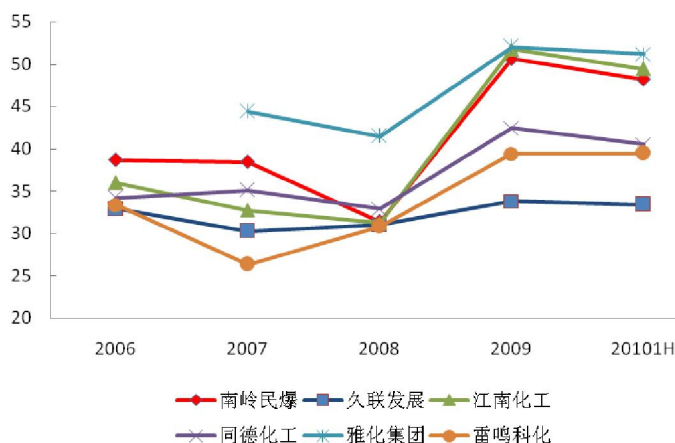
公司是湖南省内最大的工业炸药生产企业，湖南省内市场占有率达到58%，同时产品销售范围还辐射周边省份。由于近年来湖南省及周边地区作为国家中部崛起战略的重点地区，固定资产投资增速一直处于较高的水平，公司产能利用率基本保持在100%，产品处于供不应求的阶段。公司技术先进，产品结构合理，盈利能力一直处于行业前列，但是受制于产能不足，公司发展受到较大的制约，特别是为了提升产品技术结构，公司对部分生产线进行改造，将技术含量较低的间断式胶状乳化炸药和铵油炸药生产线改建为技术含量高的连续式乳化炸药和膨化硝铵炸药生产线，2009年底产能一度下降到6.2万吨，明显影响公司盈利水平。目前随着公司募投和自筹资金改造生产线的投产，产能达到9.1万吨，将明显提升公司盈利能力。

表3 南岭民爆现有产能分布情况

产品	现有产能	地点	目前情况
乳化炸药	1.2万吨	双牌县	2010年中旬投产，原7000吨产能2009年12月31日停产
	1.2万吨	平江县	2010年11月15日通过验收，原7000吨产能2010年4月19日停产
	6000吨	郴州	
膨化硝铵炸药	1万吨	祁东县	
	1.2万吨	芷江县	
	1.2万吨	平江县	2010年11月15日通过验收，原7000吨铵油炸药产能2010年4月19日停产
铵油炸药	1.5万吨	双牌县	包括3000吨移动车和1.2万吨改性铵油炸药
	1.2万吨	郴州	

资料来源：东海证券研究所

图 10 公司销售毛利率一直高于行业平均水平



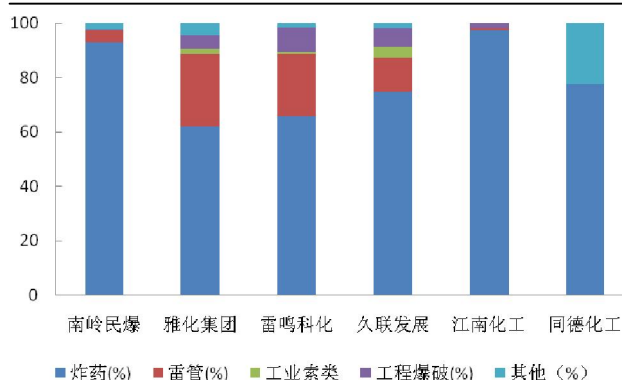
资料来源：东海证券研究所

2. 上下游延伸保证公司长期发展

公司目前主要产品是工业炸药，相比于其他公司来说，产品结构相对单一，尚无民爆行业其他产品（比如起爆器材等）产能，只有少量外购外销业务，限制了公司业务发展，为了丰富产品结构，增加新的利润增长点，公司和澳瑞凯公司合资成立南岭澳瑞凯民用爆破器材有限责任公司，澳瑞凯公司是全球知名的民爆行业领军企业，主要提供矿山爆破服务，拥有国际最先进的起爆器材生产技术和服务能力。合资公司主要利用外资方先进技术建设年产 4000 万发非电导爆管雷管和 15000 万米导爆管产能，并择机建设年产 2000 万米工业导爆索、散装炸药和年产约 1 万吨起爆药柱。我们认为该项目不仅能够延伸公司产业链，提升公司盈利能力，更为重要的是该项合作将提升公司技术水平，为公司进入爆破服务领域提供良好的技术基础。另外公司正通过下属子公司湖南南岭民爆工程有限公司开展爆破工程服务业务，积极开拓下游爆破服务市场。

图 11 公司产品结构相对单一

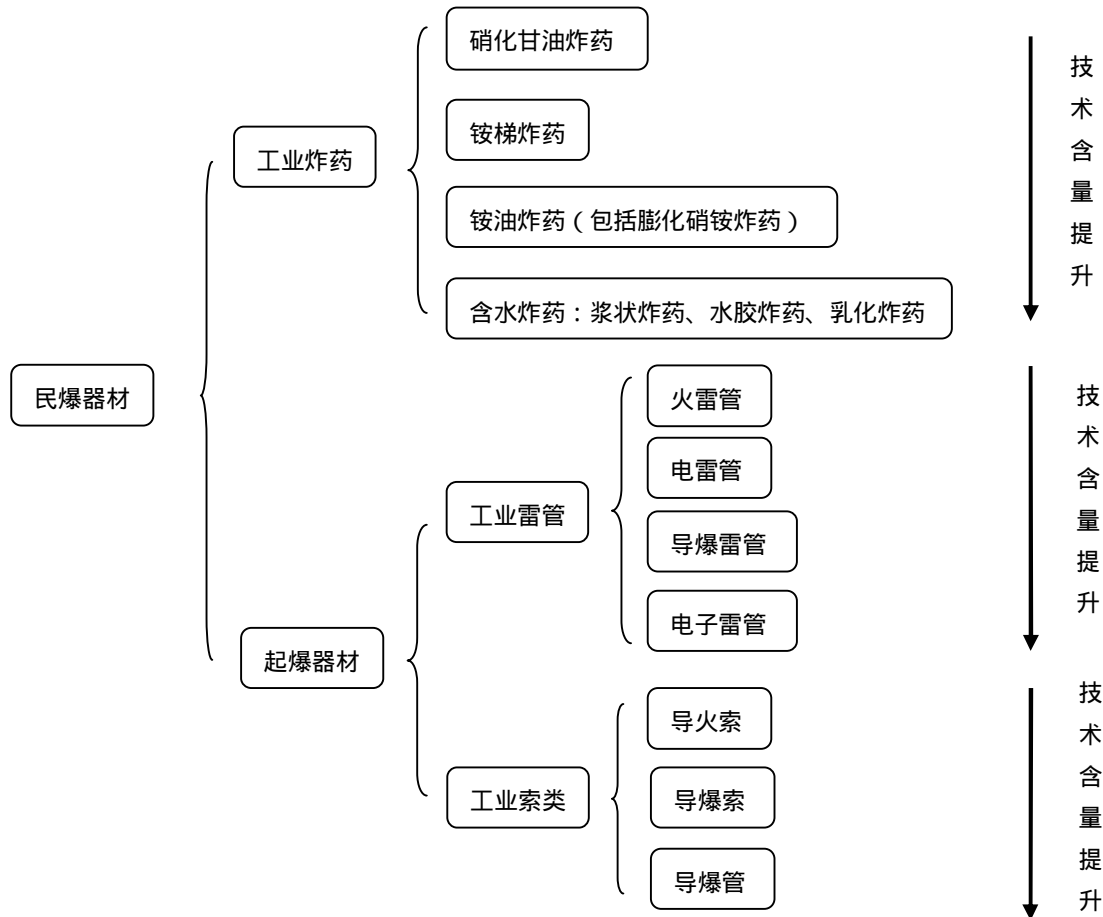
单位：%



资料来源：东海证券研究所

目前湖南省内无硝酸铵生产厂家，公司生产所需原料硝酸铵均从广西等地采购，由于距离相对较远，增加产品成本，使公司盈利能力受到一定影响。目前公司控股东南岭化工厂在湘潭地区计划开工建设 10 万吨/年硝酸铵生产装置，预计 2012 年中期投产。该项目投产后由于距离公司生产点较近，将有效降低公司原料成本，提升公司产品竞争能力。我们认为随着公司向上下游不断延伸产业链，公司产品结构丰富，将有利于公司的长期发展。

图 12 民用爆破器材分类



资料来源：东海证券研究所

3.行业整合助推公司做大做强

虽然十一五期间民爆行业通过整合兼并使行业集中度有较大的提升，2009年前十名民爆企业生产总值占比提高到 27.7%，但是国内民爆企业的行业集中度和国际平均水平相比仍有不小差距。我们预计在十二五期间国家仍将继续出台政策促进民爆行业整合，并重点扶持若干大型民爆企业做大做强。公司所在湖南省目前拥有四家民爆生产企业，公司作为省内唯一的一家上市公司，其资金优势相对明显，考虑到公司优秀的企业管理能力和资本市场的融资平台，公司将有可能作为整合主体进一步整合省内和省外生产和流通企业，实现企业做大做强的目标。

表 4 公司历年来整合兼并事件一览表

时间	事件
2004年 8月	收购凯达化工（原芷江县化工厂）全部资产
2007年 6月	收购郴州市七三二零化工有限公司全部资产
2008年 7月	收购永州市 11家民爆器材专营公司及旺达民用爆破器材经营公司 51%的股权

资料来源：东海证券研究所

四、假设及盈利预测

公司产能按预期投产后，明显提升公司利润，业绩会快速增长。预计公司 2010 2011和 2012年的 EPS 分别为 0.80 0.97 1.00元，对应 2010 2011和 2012年的 PE为 42.1倍、34.9倍和 33.7倍，按照民爆行业上市公司平均 PE估值 38倍，我们给予公司 6个月目标价为 36.86元，首次给予公司“增持”评级。

公司名称	股价	EPS(元)			PE		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
雅化集团	43.66	1.14	1.01	1.12	38.30	43.23	38.98
久联发展	23.25	0.57	0.64	0.83	40.79	36.33	28.01
雷鸣科化	17.64	0.59	0.62	0.7	29.90	28.45	25.20
江南化工	26.40	1.00	0.66	1.02	26.40	40.00	25.88
同德化工	38.00	1.00	0.9	1.04	38.00	42.22	36.54
平均					34.68	38.05	30.92

资料来源：wind 东海证券研究所

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	198	198	291	451	营业收入	556	612	724	733
应收款项	11	22	25	24	增长率	55.7%	10.0%	18.4%	1.1%
存货净额	34	40	47	47	营业成本	274	329	394	398
其他流动资产	34	42	48	49	营业成本 / 营业收入	49.4%	53.7%	54.3%	54.3%
流动资产合计	277	302	412	571	营业税金及附加	6	5	6	6
固定资产	221	233	235	225	销售费用	41	50	58	59
无形资产及其他	69	65	60	55	销售费用 / 营业收入	7.4%	8.2%	8.1%	8.0%
投资性房地产	2	2	2	2	管理费用	62	70	83	83
长期股权投资	62	62	62	62	管理费用 / 营业收入	11.2%	11.4%	11.4%	11.4%
资产总计	632	665	772	916	财务费用	7	4	0	(1)
短期借款	130	44	0	0	投资收益	2	0	0	0
应付款项	34	35	41	42	资产减值及公允价值				
其他流动负债	34	36	42	43	变动	(5)	(3)	(3)	(4)
流动负债合计	198	115	84	85	其他收入	0	(0)	1	4
长期借款及应付债券	0	0	0	0	营业利润	161	151	181	188
其他长期负债	10	14	17	21	增长率	522.1%	-6.5%	20.2%	3.8%
长期负债合计	10	14	17	21	营业外净收支	(8)	0	0	0
负债合计	208	129	101	105	利润总额	154	151	181	188
少数股东权益	25	31	38	45	增长率	155.4%	-1.7%	20.2%	3.8%
股东权益	399	505	633	765	所得税费用	40	39	46	48
负债和股东权益总计	632	665	772	916	少数股东损益	6	6	7	7
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	归属于母公司净利润	108	106	128	133
每股收益	0.82	0.80	0.97	1.00	增长率	151.9%	-1.6%	20.5%	3.7%
每股红利	0.30	0.00	0.00	0.00	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股净资产	3.01	3.82	4.79	5.79	经营活动现金流	169	114	166	181
ROS	19%	17%	18%	18%	资本开支	(37)	(28)	(29)	(21)
ROE	27%	21%	20%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
毛利率	51%	46%	46%	46%	投资活动现金流	(42)	(28)	(29)	(21)
EBIT Margin	30%	25%	25%	25%	权益性融资	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	29%	29%	29%	负债净变化	0	0	0	0
收入增长	56%	10%	18%	1%	支付股利、利息	(40)	0	0	0
净利润增长	152%	-2%	20%	4%	其它融资现金流	32	(86)	(44)	0
资产负债率	37%	24%	18%	16%	融资活动现金流	(47)	(86)	(44)	0
息率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	80	0	93	160
P/E	36.7	42.1	34.9	33.7	货币资金的期初余额	118	198	198	291
P/B	9.9	8.8	7.1	5.8	货币资金的期末余额	198	198	291	451
EV/EBITDA	23.1	26.2	22.0	21.3	企业自由现金流	179	85	133	152
					权益自由现金流	211	(3)	89	153

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%— 20%之间
	看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%— 10%之间
	低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%— 15%之间
	中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%— 5%之间
	减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%— 15%之间
	卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F	世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660