

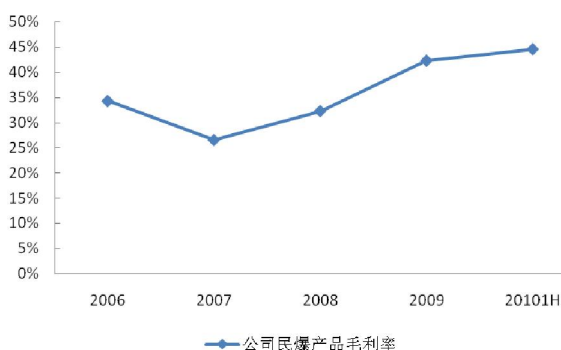
公司受益于行业处于景气周期，盈利能力稳定向好

雷鸣科化
600985

1 公司受益于民爆行业整体处于行业景气周期

作为民爆行业主要下游行业采矿业、铁路交通业、水利建设等行业的增长和国家经济增长速度密切相关。近年来随着我国经济快速发展，民爆器材的市场需求量年均增长率达到 15%。民爆行业盈利能力总体上取决于基准价与原料成本之间的价差，而国家在 08 年上调民爆产品基准价格，幅度达到 30% 以上。而硝酸铵价格受到产能过剩因素影响，价格持续低迷。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。公司作为民爆行业较大的生产企业能够充分享受行业景气带来的利益。

图 1 公司民爆产品毛利率



资料来源：公司公告、东海证券研究所

公司和其他民爆企业较为明显的区别在于公司产品水胶炸药更加适合用于煤矿地下爆破，公司所生产的水胶炸药主要供应煤矿企业。由于水胶炸药安全性较高，其运输半径也远大于一般炸药的运输半径，公司水胶炸药已销往全国部分煤炭生产企业，在双突情况严重的煤矿使用取得了较好的效果。而公司控股股东淮北矿业集团是华东地区最大的冶炼精煤生产基地，煤炭保有储量达到 85 亿吨，年产能达到 3000 万吨，民爆产品需求较大，能够保障公司产品稳定销售。

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

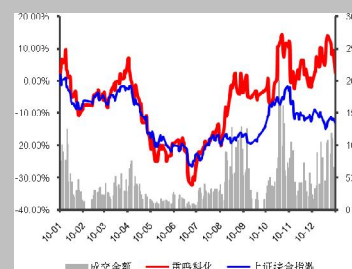
分析：2011 年 1 月 10 日

价格

当前市价：16.68 元

半年目标：18.60 元

股价表现



公司估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.60	0.62	0.65	0.67
PE	34.1	28.6	27.2	26.5
PB	0.60	0.62	0.65	0.67

相关研究报告

表 1 公司产能表

地点	产能	具体情况
本部	1.6万吨水胶炸药、1万吨膨化硝铵炸药、5000万发雷管	正在建设 1万吨乳化炸药生产线，正在建设中
徐州雷鸣	1万吨乳化炸药、3000万发雷管	
雷鸣双狮	1万吨乳化炸药	
雷鸣红星	6000万发雷管	新线正在建设中

资料来源：公司公告、东海证券研究所

2 布局下游民爆产品流通和工程服务行业

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。公司近年来通过收购兼并不断整合所在省份民爆流通和工程服务公司，其控股民爆工程服务公司已拥有 A 级爆破资质，有利于其下一步开展民爆工程服务。虽然目前该项业务对公司盈利能力贡献不大，但是我们预计随着民爆行业向一体化服务发展和爆破行业规范性的不断提高，公司在民爆产品流通和工程服务行业的布局将成为公司新的利润增长点。

表 2 公司控股和参股民爆流通公司和工程服务公司

民爆流通企业	民爆工程服务企业
宿州市雷鸣民爆器材有限公司	宿州市永安爆破工程有限公司
淮北市雷鸣民爆器材有限公司	安徽雷鸣爆破工程有限责任公司
濉溪县雷鸣民爆器材有限公司	安庆市雷鸣爆破工程有限公司
泾县民爆器材专营有限公司	明光市润达爆破技术有限公司
绩溪县安宝民用爆破器材有限责任公司	六安市祥安爆破服务有限公司
明光市天宝民用爆破物品有限公司	芜湖南陵诚鑫爆破工程有限公司
宿州市淮海民爆器材有限责任公司	萧县永翔爆破工程有限责任公司
宣城市宣联民爆器材有限公司	马鞍山永兴爆破有限责任公司
滁州市皖东民爆器材有限公司	

资料来源：公司公告、东海证券研究所

3 整合稳步进行，有望明显提升公司盈利能力

由于我国许可炸药产能达到近 500万吨，而实际需求只有大约 300万吨，产能明显过剩，因而国家已基本不再新批许可产能，企业只有兼并重组才能快速扩张产能，扩大市场份额。同时国家为了解决行业企业规模小、技术低等问题，有关部门也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。安徽省目前拥有四家民爆生产企业，其中江南化工和盾安公司的整合工作已公告，预计短期内便可完成。而公司在 07年已经开展和安徽舜泰化工的重组工作，目前正在稳步进行中，我们预计随着国家在十二五期间进一步推动民爆企业的整合，将有可能促进公司和舜泰化工的整合进展。若整合完成，公司民爆炸药许可产能将增长 50%，明显增强公司盈利能力。

我们认为公司盈利能力将能够受益于民爆行业景气周期，业绩会稳定增长。预计公司 2010、2011和 2012 年的 EPS分别为 0.62、0.65、0.67元，对应 2010、2011和 2012年的 PE为 26.9倍、25.7倍、24.9倍，按照目前同行业平均 PE估值 30倍，我们给予公司 6个月目标价为 18.6元，首次给予公司“增持”评级

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	209	209	233	299	营业收入	420	422	436	474
应收款项	106	117	120	130	增长率	35.5%	0.4%	3.4%	8.6%
存货净额	38	35	37	40	营业成本	255	258	265	292
其他流动资产	31	28	30	32	营业成本 / 营业收入	60.6%	61.2%	60.8%	61.7%
流动资产合计	384	390	420	502	营业税金及附加	6	5	5	5
固定资产	117	158	196	189	销售费用	19	18	19	20
无形资产及其他	1	1	1	1	销售费用 / 营业收入	4.6%	4.2%	4.3%	4.3%
投资性房地产	13	13	13	13	管理费用	67	62	65	71
长期股权投资	4	3	3	2	管理费用 / 营业收入	15.9%	14.7%	14.8%	14.9%
资产总计	520	566	633	706	财务费用	(1)	(1)	(1)	(1)
短期借款	0	1	0	0	投资收益	(4)	0	0	0
应付款项	36	33	34	38	资产减值及公允价值				
其他流动负债	50	37	40	44	变动	3	(4)	(4)	(4)
流动负债合计	87	71	74	81	其他收入	0	0	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	营业利润	74	76	79	82
其他长期负债	1	1	0	0	增长率	118.6%	2.7%	4.4%	3.0%
长期负债合计	1	1	0	0	营业外净收支	0	0	0	0
负债合计	87	72	75	82	利润总额	74	76	79	82
少数股东权益	74	80	85	91	增长率	147.0%	2.5%	4.4%	3.0%
股东权益	358	414	473	533	所得税费用	15	15	15	16
负债和股东权益总计	520	566	633	706	少数股东损益	5	5	6	6
					归属于母公司净利润	54	56	59	60
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	增长率	112.9%	4.3%	5.1%	2.5%
每股收益	0.60	0.62	0.65	0.67	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股红利	0.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	90	54	81	81
每股净资产	3.98	4.60	5.26	5.93	资本开支	(40)	(56)	(56)	(15)
ROS	13%	13%	14%	13%	其它投资现金流	7	0	0	0
ROE	15%	14%	12%	11%	投资活动现金流	(35)	(55)	(55)	(15)
毛利率	39%	39%	39%	38%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	18%	18%	17%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	21%	21%	21%	支付股利、利息	(11)	0	0	0
收入增长	36%	0%	3%	9%	其它融资现金流	35	1	(1)	0
净利润增长	113%	4%	5%	3%	融资活动现金流	14	1	(1)	0
资产负债率	31%	27%	25%	24%	现金净变动	69	0	24	66
息率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	140	209	209	233
P/E	34.1	28.6	27.2	26.5	货币资金的期末余额	209	209	233	299
P/B	5.1	3.9	3.4	3.0	企业自由现金流	70	(6)	20	60
EV/EBITDA	20.4	19.1	18.1	16.9	权益自由现金流	106	(5)	20	61

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