

业绩符合预期，盈利前景可观

雅化集团
002497

事件

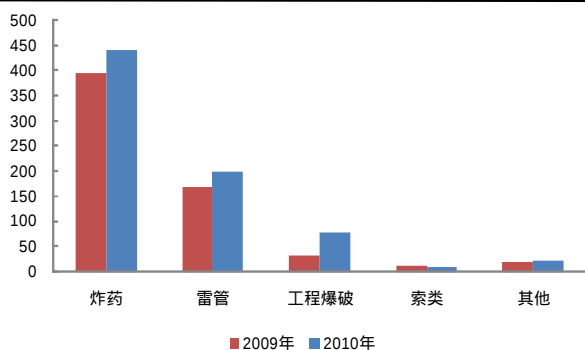
公司发布 2010 年年报，2010 年公司实现营业收入 7.63 亿元，同比增长 19.47%，归属母公司所有者净利润为 1.64 亿，同比增长 19.86%，每股收益 1.02 元。公司拟向全体股东每 10 股转增 10 股，每 10 股派 3 元现金（含税）。

评述

1. 民爆产品收入稳步上升和工程爆破服务快速发展带动利润提升

公司主要收入来源于工业炸药、工业起爆器材的销售和工程爆破服务。其中工业炸药和工业起爆器材的营业收入同比分别上涨 11.82% 和 15.42%，虽然在硝酸铵成本上涨影响下，产品毛利率有小幅下降，但是由于收入增速明显，从而带动利润上涨。而公司工程爆破业务在 2010 年同比大幅增加 140.80%，同时毛利率同比增加 17.57%，成为公司新的利润来源。

图 1 2010 年公司营业收入同比增长明显 单位：百万元



资料来源：公司公告、东海证券研究所

2. 硝酸铵价格上涨拉低公司毛利水平

民爆产品主要原料为硝酸铵，硝酸铵成本占到全部生产成本的 40%，同时由于民爆产品出厂价受到国家基准价控制，产品毛利率主要受硝酸铵价格影响。去年下半年硝酸铵价格在成本和供给因素的推动下明显上涨，公司全年平均采购价格上涨 20.83% 从而使公司民爆产品毛利率小幅下降，侵蚀公司部分利润。目前我国硝酸铵产能明显供过于求，在上游原料价格趋稳的情况下，我们预计硝酸铵价格将小幅下降，公司整体毛利率将能够稳定。

上调

买入

分析师：王会芹

投资咨询执业证书编号：

S0630511030001

联系人：刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 3 月 22 日

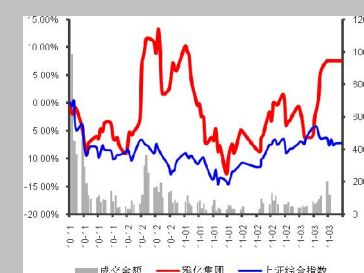
调研：无

价格

当前市价：42.98 元

半年目标：50.75 元

股价表现



公司估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	1.03	1.45	1.67	2.28
PE	41.1	29.6	25.7	18.8

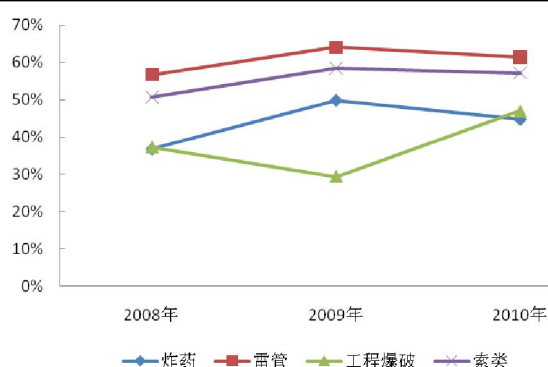
注：EPS 按 2010 年期末股本计算

图 2 硝酸铵价格开始下滑

单位：元



图 3 民爆产品毛利率小幅下降



资料来源：公司公告、东海证券研究所

3 募投项目及超募资金投资项目投产将大幅提升公司盈利水平

公司于 2010 年 11 月上市时共募集资金 11.67 亿元，募投项目及超募资金投向项目主要包括已有产能的改造和升级，降低成本同时也积极进行跨省整合，充分利用超募资金快速扩充产能，在行业整合的大背景下能够占据先发位置，为以后发展奠定坚实基础。我们预计在募投项目和超募资金顺利投产后将能够明显增厚公司业绩。

表 1 公司募集资金投向项目明细表

单位：万元

项目名称	性质	预计金额	预计投产时间
爆破工程一体化项目	募投项目	9320	2011 年 4 月开工，建设工期 24 个月
高精度延期雷管建设项目	募投项目	6380	2010 年 4 月开工，建设工期 32 个月
科技研发中心建设项目	募投项目	6830	2010 年 1 月开工，建设工期 36 个月
雅安炸药生产线高效节能改造项目	募投项目	21500	2011 年 7 月开工，建设工期 24 个月
旺苍炸药生产线高效节能改造项目	募投项目	2750	2011 年 4 月开工，建设工期 24 个月
三台炸药生产线高效节能改造项目	募投项目	2550	2010 年 3 月开工，建设工期 18 个月
新型乳化剂建设项目	募投项目	2830	2011 年 7 月开工，建设工期 18 个月
参股深圳金奥博科技公司	超募项目	200	已通过董事会会议
收购内蒙古柯达化工	超募项目	34100(预计)	已通过董事会会议
公司信息化建设项目	超募项目	7500	2011 年至 2014 年
补充流动资金	超募项目	19018	已通过董事会会议
合计		112978	

资料来源：公司公告、东海证券研究所

公司募投项目按预期投产后，业绩将快速增长。预计公司 2011、2012 和 2013 年的 EPS 分别为 1.45、1.68、2.29 元，考虑到公司整合预期强烈，按照公司 PE 估值 35 倍，我们给予公司 6 个月目标价为 50.75 元，给予公司“买入”评级。

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1421	1195	1111	1201	营业收入	763	1076	1230	1585
应收款项	53	80	90	116	增长率	19.5%	41.0%	14.4%	28.9%
存货净额	51	69	78	95	营业成本	391	534	609	762
其他流动资产	10	16	19	24	营业成本 / 营业收入	51.2%	49.7%	49.5%	48.1%
流动资产合计	1535	1360	1297	1436	营业税金及附加	8	10	12	15
固定资产	173	346	515	595	销售费用	51	72	82	106
无形资产及其他	49	46	43	39	销售费用 / 营业收入	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
投资性房地产	14	14	14	14	管理费用	138	202	230	296
长期股权投资	51	351	544	754	管理费用 / 营业收入	18.1%	18.8%	18.7%	18.7%
资产总计	1822	2116	2412	2838	财务费用	(2)	(5)	(4)	(4)
短期借款	0	0	0	0	投资收益	2	0	0	0
应付款项	30	39	45	55	资产减值及公允价值				
其他流动负债	104	152	169	211	变动	(1)	(2)	(2)	(2)
流动负债合计	134	191	213	266	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	178	260	299	409
其他长期负债	4	4	5	6	增长率	16.2%	46.6%	14.9%	36.6%
长期负债合计	4	4	5	6	营业外净收支	6	0	0	0
负债合计	138	195	218	271	利润总额	184	260	299	409
少数股东权益	21	27	32	40	增长率	18.5%	41.5%	14.9%	36.6%
股东权益	1662	1895	2162	2526	所得税费用	16	23	26	36
负债和股东权益总计	1822	2116	2412	2838	少数股东损益	4	5	6	8
					归属于母公司净利润	165	232	267	365
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	增长率	19.9%	41.2%	15.0%	36.6%
每股收益	1.03	1.45	1.67	2.28	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	195	268	303	428
每股净资产	10.39	11.84	13.51	15.79	资本开支	(45)	(193)	(195)	(128)
ROS	22%	22%	22%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	12%	12%	14%	投资活动现金流	(88)	(493)	(388)	(338)
毛利率	49%	50%	50%	52%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	24%	24%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	25%	26%	26%	29%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	19%	41%	14%	29%	其它融资现金流	1162	0	0	0
净利润增长	20%	41%	15%	37%	融资活动现金流	1162	0	0	0
资产负债率	9%	10%	10%	11%	现金净变动	1269	(225)	(85)	90
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	151	1421	1195	1111
P/E	41.1	29.6	25.7	18.8	货币资金的期末余额	1421	1195	1111	1201
P/B	4.1	3.6	3.2	2.7	企业自由现金流	153	68	103	295
EV/EBITDA	35.1	25.5	22.0	15.8	权益自由现金流	1315	73	106	298

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