

目 录

公司基本情况	4
区位优势，增长空间广阔	5
“十一五”民爆行业增长较快	5
受益于四川民爆需求快速增长	6
进军内蒙，空间广阔	9
产品结构优化升级	10
乳化炸药占比持续提高	10
高精度延期雷管将成公司新利润增长点	11
爆破工程一体化，延伸服务领域	12
爆破工程一体化是民爆行业发展方向	12
公司爆破工程收入高速增长	12
稳步扩张，整合经验丰富	13
行业整合仍是大势所趋	13
公司收购、整合经验丰富	14
投资建议	15
风险提示	17

图表目录

图 1:	公司 2010 年收入构成	4
图 2:	炸药毛利高, 雷管毛利率超 60%	4
图 3:	“十一五”期间, 国内民爆行业增长较快	5
图 4:	全国铁路和道路新增固定资产投资	6
图 5:	全国采矿和煤炭开采投资及增速	6
图 6:	四川固定资产投资及增速	6
图 7:	公司四个炸药生产点均匀分布在四川中轴线上	8
图 8:	四川采矿业固定资产投资及增速	9
图 9:	内蒙采矿业固定资产投资及增速	9
图 10:	2005 年国内工业炸药品种构成	10
图 11:	2010 年国内工业炸药品种构成	10
图 12:	公司乳化炸药产能逐年增长	10
图 13:	爆破工程收入、毛利高速增长	12
图 14:	爆破工程收入占比持续提高	12
图 15:	排名前 20 的民爆企业生产总值占行业生产总值比例	13
图 16:	雅化集团收购进程及部分企业净利润情况	14
图 17:	民爆上市公司中雅化集团现金流最为充沛	15
图 18:	硝酸铵价格	17
表格 1:	公司主要产能分布情况	4
表格 2:	2009 国内民爆行业生产总值排序表	5
表格 3:	四川“十二五”规划将带动省内民爆需求持续增长	7
表格 4:	上市民爆公司省内销售情况	8
表格 5:	内蒙原煤产量全国第一, 增速较快	9
表格 6:	节能改造项目效果对比	11
表格 7:	各型雷管价格	11
表格 8:	分产品盈利预测及假设	16

公司基本情况

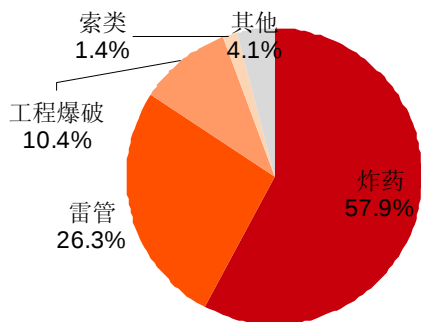
公司是四川省最大的民用爆破器材生产企业，目前拥有 12 万吨/年工业炸药、1.6 亿发工业雷管及 500 万米工业导索的许可生产能力。公司自成立以来一直专注于各类民用爆破物品的研发、生产和销售，以及为客户提供特定的工程爆破解决方案及相关服务。

表格 1：公司主要产能分布情况

地点	公司股权	已有产能	新建产能
雅安本部	100%	胶状乳化炸药 1.9 万吨，粉状乳化炸药 1.2 万吨	
旺苍	100%	膨化硝铵炸药 0.6 万吨，胶状乳化炸药 0.6 万吨	1.2 万吨胶状乳化炸药生产线，建成后替代原 0.6 万吨乳化炸药生产线
攀枝花	51%	1.2 万吨胶状乳化炸药	
三台	100%	1.2 万吨膨化硝铵炸药	1.2 万吨胶状乳化炸药生产线(含 0.2 万吨混装炸药车)，试产验收阶段，投产后将替代原 1.2 万吨膨化硝铵炸药生产线。
凉山会理	分公司	0.6 万吨混装炸药车	
攀枝花盐边	分公司	0.3 万吨混装炸药车	
内蒙柯达	82.4811%	3.8 万吨炸药	
绵阳	100%	1.6 亿发雷管	

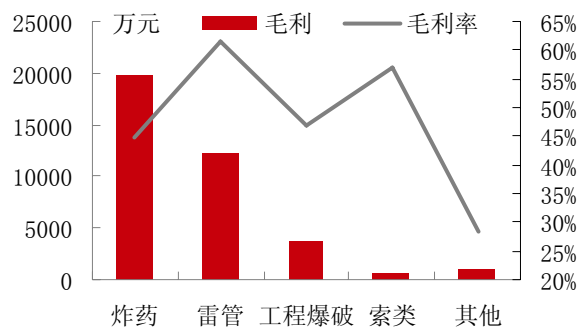
资料来源：公司招股书及公告等，华泰联合证券研究所

图 1： 公司 2010 年收入构成



资料来源：公司 2010 年报，华泰联合证券研究所

图 2： 炸药毛利高，雷管毛利率超 60%



资料来源：公司 2010 年报，华泰联合证券研究所

按照 2009 年国内民爆行业企业生产总值排名，公司名列第四位。

表格 2：2009 国内民爆行业生产总值排序表

序号	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	8.55%
2	重庆葛洲坝易普力股份有限公司	6.7	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	河南省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（辽宁）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 年民爆行业生产总值	230.4	100%

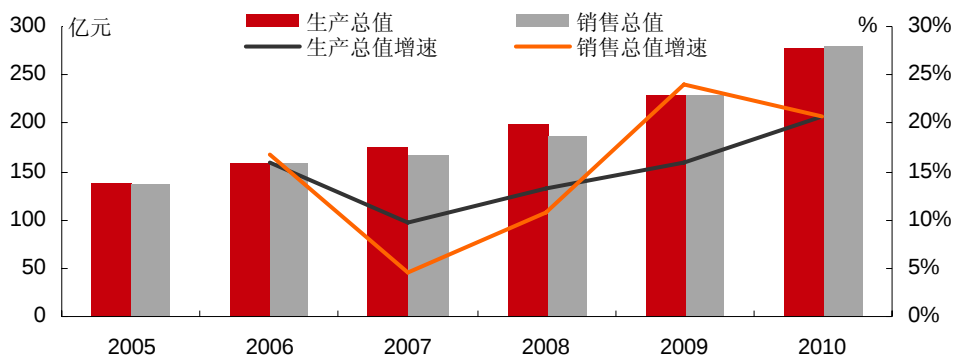
资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

区位优势，增长空间广阔

“十一五”民爆行业增长较快

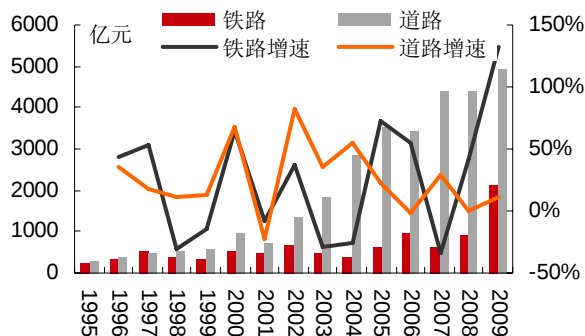
“十一五”期间，国内民爆行业取得较快的增长，生产、销售总值分别由 2005 年的 137.8 亿元、137.3 亿元增加到 2010 年的 278.2 亿元、278.3 亿元，年均增长率分别为 15.1%、15.2%。

图 3：“十一五”期间，国内民爆行业增长较快



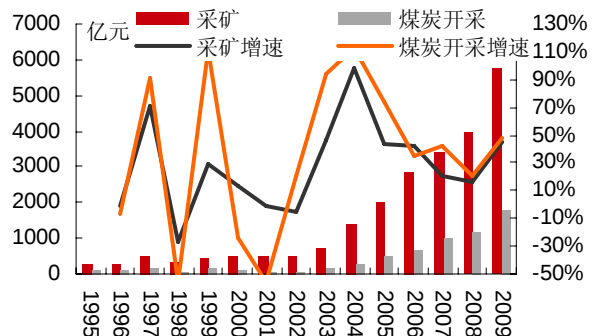
资料来源：工信部网站，华泰联合证券研究所

图 4: 全国铁路和道路新增固定资产投资



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 5: 全国采矿和煤炭开采投资及增速



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

中西部资源丰富，市场潜力大。民爆行业“十二五”规划征求意见稿预计，“未来几年，东部沿海、东北以及长三角地区对民爆产品需求将呈下降趋势，中部有望维持在现有水平，而西部地区需求量有望保持年均10%以上的增长。”

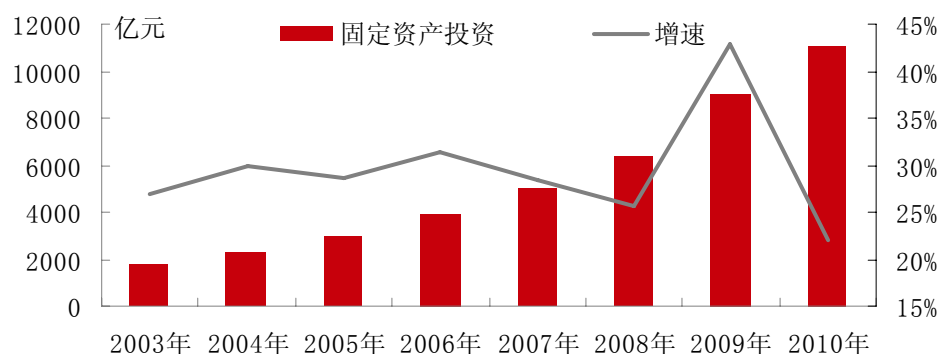
受益于四川民爆需求快速增长

公司是四川省内最大的民用爆破物品生产经营企业，2009年工业炸药产量占四川省工业炸药总产量的28.05%，工业雷管产量占四川工业雷管总产量的52.50%。

“十二五”规划将带动省内民爆需求

四川省“十二五”规划，将铁路、公路、水利等基础设施建设，放在了最重要的位置，新增铁路、公路运营里程，新增水利设施和矿产资源开发规模等都将远超“十一五”。我们预计未来五年，四川基础设施及矿产资源开发领域的固定资产投资增速将高于历年全省的增速，可能达到年均30%或以上，而省内民爆产品需求也将有年均超过30%以上的增长。

图 6: 四川固定资产投资及增速



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

表格 3：四川“十二五”规划将带动省内民爆需求持续增长

领域	“十二五”规划项目	对比“十一五”	省内条件
铁路	建成成绵乐、西成、成渝客专、兰渝、成雅、成贵、巴中至达州、叙永至大村等项目，加快成兰铁路建设。新开工建设雅安至康定、成昆扩能峨眉至广通段、川青铁路成都至马尔康段、隆黄铁路叙永至织金段、昭通至攀枝花至丽江、绵遂内自宜城际，加快川藏铁路康定至拉萨段、川青铁路马尔康至格尔木段、成都至西宁铁路、乐山至自贡至泸州、宜宾至泸州铁路等项目前期工作，力争开工建设。加快成都地铁建设。 五年新增铁路运营里程 2700 公里以上，运营总里程达到 6250 公里，形成 11 条进出川铁路大通道。	“十一五”新增铁路运营里程仅 697 公里，“十二五” 2700 公里。	四川省位于我国西南腹地，丘陵山区和高原占到全省面积的 91.7%，特殊的地形地貌制约四川省铁路公路的发展。
公路	加快雅西、达陕、纳黔、宜泸渝、广甘、广南、南巴、广陕、内遂、成什绵、绵遂绵阳段、雅乐、映汶、成自泸赤、成安渝、成德南、达万、丽攀、巴陕、巴达、遂资眉、南大梁、乐自、成都二绕、绵阳绕城等项目建设，新开工建设汶川至马尔康、雅安至康定、仁寿至沐川、绵阳至九寨沟、汶川经川主寺至川甘界等项目。 五年新增高速公路通车里程 3700 公里，通车总里程达到 6350 公里，形成 18 条高速公路进出川大通道。	“十一五”新增高速公路 1342 公里，“十二五” 3700 公里。	
水利	大中型水利工程。建成亭子口水利枢纽、武都水库、小井沟水利工程、二郎庙水库、大竹河水库、白岩滩水库等在建项目，开工建设红鱼洞、开茂、关刀桥、寨子河、七一、九龙等大中型水库和武引二期、毗河一期、升钟二期、向家坝一期、大桥二期、亭子口一期、铜头引水等大中型灌区工程。 五年新增和恢复蓄引提水能力 69 亿立方米。 续建配套与节水改造工程。加快建设关门石水库、惠泽水库等在建项目的渠系配套工程，基本完成都江堰、玉溪河等 11 个大型灌区和 8000 多个中小型灌区的渠系配套建设。五年新增有效灌溉面积 760 万亩，新增节水灌溉面积 310 万亩。	“十一五”新增供水能力 15 亿立方米，新增农田有效灌溉面积 150 万亩；“十二五”新增和恢复蓄引提水能力 69 亿立方米，有效灌溉面积 760 万亩	四川省共有大小河流 1300 多条，其中长江流域面积占 97%；全省多年平均径流深 533.3 毫米，水资源总量约为 3131 亿立方米。目前，全省水资源开发利用效率不到全国平均水平的 1/2，人均库容只有全国平均水平的 1/4，在水利水电开发利用方面有着巨大的发展潜力。
矿产	钒钛资源综合利用。以攀枝花（公司红格矿区所在地）、凉山、内江为重点，采用目前国内最先进的钒钛钢铁生产工艺和技术，建设国内最大的现代化钒钛工业园及西南规模最大技术最先进的含钒钢生产基地。实现钒钛深加工产品和低微合金材料等规模化生产，构建较为完整的钒钛产业链，形成具有国际领先水平的钒钛产业集群。 钼铜资源深加工及综合利用。整合西南地区钼铜多金属矿产资源，引进国际先进技术，建设年产 4 万吨钼、40 万吨铜及金银等稀贵金属回收综合利用装置，推动我省有色行业技术进步和产业升级，成为国内重要的钼铜生产基地。	“十一五”未有明确开发目标	四川省是我国矿产最丰富的省之一。已发现各种金属、非金属 132 种，占全国总数的 70%；已探明一定储量的 94 种，占全国 60%。23 种矿产保有储量全国前 3，其中钛、钒、硫铁矿等 7 种矿产全国第一。锂、芒硝等 11 种矿产居全国第二；铂族金属、铁等 5 种全国第三位。

资料来源：四川省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要，雅化集团招股说明书，华泰联合证券研究所整理

公司省内区位优势明显

工业炸药的长途运输成本较高，因而存在着销售半径的限制，民爆产品特别是工业炸药的区域化特征较为明显。上市的优质民爆公司中，也少见远距离外销省外，省内销售收入一般占到全部销售收入的 80% 以上。公司作为四川省内最大民爆公司，将直接受益于基建和矿产资源的大规模开发。

表格 4：上市民爆公司省内销售情况

公司	所在省	省内销售占比/%
久联发展	贵州	83.5
江南化工	安徽	94.0
雷鸣科化	安徽	63.1
南岭民爆	湖南	82.3
同德化工	山西	38.9
雅化集团	四川	92.5

资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所。部分公司仅有2009年数据，同德化工地处山西、陕西、内蒙交界处，销售区域分布三省。

公司在四川省内均匀布局，最大限度的减少了运输距离，降低了运输成本和安全隐患。公司的四个工业炸药生产点（旺苍、三台、雅安、攀枝花）由北至南均匀分布在四川中轴线上，覆盖全省并辐射至部分省外地区，这构成了公司所特有的区位优势。

起爆器材主要在绵阳生产，由于单价较高、运输成本相对较低，除可供应四川全境外，尚能远销至重庆、西藏、甘肃、陕西、湖南、内蒙、贵州等省外地区。

图 7： 公司四个炸药生产点均匀分布在四川中轴线上



资料来源：华泰联合证券研究所

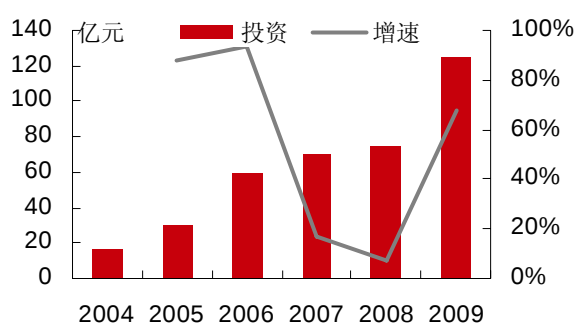
进军内蒙，空间广阔

内蒙矿产丰富，成煤炭重点发展地区

内蒙矿产资源丰富，已经发现各类矿产 130 种，预测资源量 1.2 万亿吨。截止 2009 年末，全区查明煤炭资源储量达到 7323 亿吨，居全国首位；稀土储量世界第一。据有关部门统计，各类矿产储量占全国前三位的有 29 种，前 10 位的有 56 种，资源性矿产价值量在 13 万亿元人民币以上。

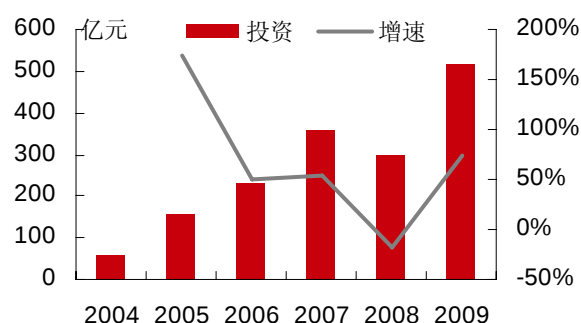
煤炭行业“十二五”规划征求意见稿中，内蒙成为重点发展对象。2010 年全国煤炭产量 32.4 亿吨，2015 年将达到 37.9 亿吨，增长 5.5 亿吨，其中内蒙古获得的产能指标最多，高达 1.3 亿吨/年，占总量的 26%。

图 8： 四川采矿业固定资产投资及增速



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 9： 内蒙采矿业固定资产投资及增速



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表格 5： 内蒙原煤产量全国第一，增速较快

省份	内蒙古	山西	陕西	河南	山东	贵州	安徽	四川	黑龙江
09 年产量/亿吨	6.01	5.94	2.96	2.30	1.44	1.37	1.28	0.90	0.87
同比	27%	-9%	22%	10%	4%	16%	8%	-7%	-12%

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

进军内蒙，初具规模

公司今年 4 月成功收购内蒙柯达化工的 3.8 万吨炸药产能，加上 2010 年收购的内蒙资达爆破（公司拥有 60% 股权，主要从事爆破设计、爆破作业及其他爆破服务），雅化集团在内蒙布局已初具规模。

收购柯达化工及资达爆破后，公司不仅炸药产能有增长，雷管、索类等适合长距离运输的产品以及爆破工程一体化业务的市场空间也都将因此深入扩展至内蒙地区。

内蒙民爆公司数量较多，但缺少区域龙头公司，雅化可以在相对激烈的竞争中，凭借较先进的管理理念和技术实力取得优势，在内蒙当地市场占据重要位置。并且因为众多企业的存在，公司可以凭借较强的资金实力，在内蒙的进一步收购扩张。

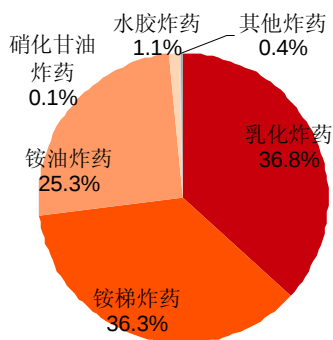
产品结构优化升级

民爆行业十二五规划征求意见稿提出，发展以现场混装炸药、胶状乳化炸药、导爆管雷管、高可靠性导爆索为代表的、安全、高效的产品品种，促进可靠性高、安全性好、节能环保新产品研发和推广，实现产品的升级换代。

乳化炸药占比持续提高

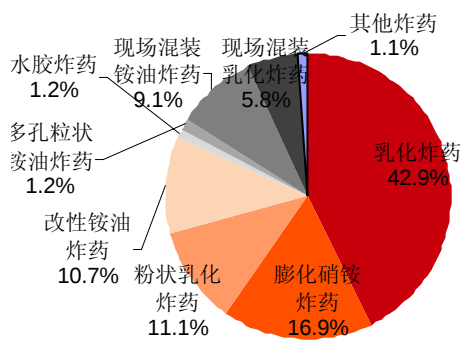
乳化炸药是一种含水炸药，以其爆破性能好、无毒无害、安全度高、抗水性强等优点迅速成为具有广阔发展前景的新型工业炸药。作为国家鼓励的含水炸药品种，乳化炸药在近几年得到了很大的发展，产量逐年上升。

图 10： 2005 年国内工业炸药品种构成



资料来源：工信部网站，华泰联合证券研究所

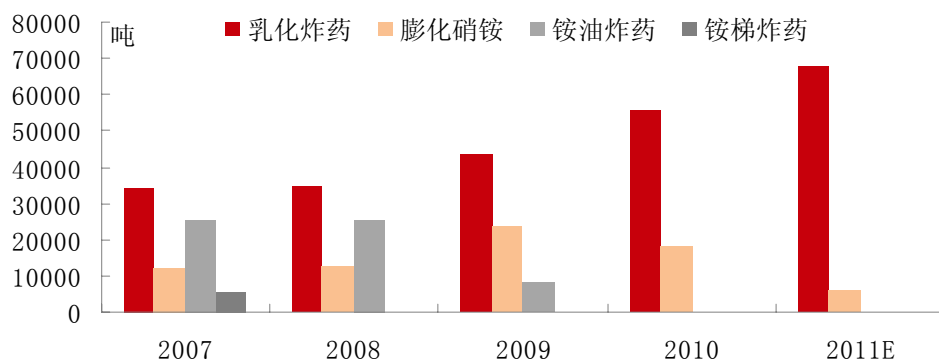
图 11： 2010 年国内工业炸药品种构成



资料来源：工信部网站，华泰联合证券研究所

公司目前的炸药产能中（未考虑内蒙柯达化工），乳化炸药约占公司产能的 76%，高于行业平均水平，符合行业发展方向，膨化硝铵炸药占比为 24%，随着三台、旺苍等在建项目的陆续投产，乳化炸药的占比还将增长。

图 12： 公司乳化炸药产能逐年增长



资料来源：公司招股书及相关公告，华泰联合证券研究所

节能改造项目，降低生产成本

公司募投项目将以高温液体硝酸铵取代固体硝酸铵并引进美国先进生产线和设备，对雅安、旺苍、三台的炸药生产线进行高效节能改造，改造后单位生产成本将降低 350 元/吨，并且有效提高生产线的本质安全水平。

表格 6：节能改造项目效果对比

指标	项目建成前	项目建成后
电能消耗	33~57 度/吨	25~30 度/吨
蒸汽能消耗	700~1000 千克/吨	500~600 千克/吨
生产成本	3400	3050
在线存药量	3.5 吨	2~2.5 吨
危险岗位定员	15~28 人	12~15 人

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

高精度延期雷管将成公司新利润增长点

雷管是公司目前盈利能力最强的产品，占公司营业收入和毛利的比重分别为 26.3%和 33.0%，但毛利率高达 60%以上。公司现有雷管许可生产能力 1.6 亿发/年，其中工业电雷管 10950 万发、导爆管雷管 5000 万发、电子雷管 50 万发，2009 年雷管总产量为 9833 万发，2010 年雷管收入增长 12.3%，据此估算 10 年产量在 1.1 亿发左右。

雷管新品，提升盈利能力

公司募投高精度延期雷管项目，其中高精度延期电雷管 2000 万发/年，高精度延期导爆管雷管 1000 万发/年。目前国内仅少数厂家掌握了高精度延期雷管的生产技术，但生产规模难以满足未来高精度延期雷管市场快速增长的需要，2008 年国内高精度延期雷管的市场容量接近 5000 万发，公司预计到 2012 年国内高精度延期雷管的市场需求量将达到 2 亿发以上。高精度延期雷管技术含量高，产品性能好，适应性强，附加值高，价格显著高于普通工业雷管。

表格 7：各型雷管价格

雷管类型	高精度延期电雷管	普通电雷管	高精度延期导爆管雷管	普通导爆管雷管
价格（元/发）	3-4	1-1.5	4-6	3-3.5

资料来源：公司招股书，华泰联合证券研究所

公司拥有 50 万发/年的电子雷管许可生产能力，电子雷管可靠性更高，延期精度可达毫秒级，较传统雷管提高一个数量等级以上。行业内可参考的价格是奥瑞凯的电子雷管，24-25 元/发。

无起爆药雷管为公司在研项目，由飞片起爆替代了传统的起爆药化学起爆方式，可以彻底解决了起爆药雷管的安全和环境污染问题，具有很好的应用前景。

爆破工程一体化，延伸服务领域

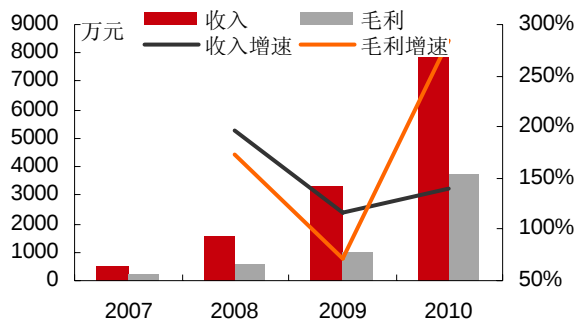
爆破工程一体化是民爆行业发展方向

科研、生产、销售、爆破服务实行一体化，是国外民爆产业发展模式和国际大型民爆企业集团的通常做法。国内炸药产能过剩，国家原则上不再新批产能，民爆企业延伸产业链，进入爆破工程服务领域，是寻找新利润增长点的有效手段，也是国家明确鼓励民爆行业发展的主要方向。“十二五”期间，现场混装和散装型产品所占比例要达到 50%以上，目前现场混装炸药比例仅 15%左右，发展空间较大。

公司爆破工程收入高速增长

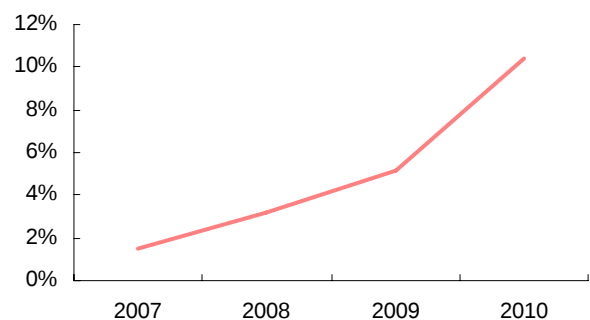
公司将爆破工程一体化作为重点发展的方向，2007 年进入该领域，是国内较早进入该领域的企业。公司在爆破服务领域的收入每年以超过 100%的速度增长，2010 年达到 7900 万元，同比增长 140%，占公司主营业务收入的比例由 07 年的 1.5%提高至 10 年的 10.3%，而毛利同比增长 285%，达到 3710 万元，占公司毛利也达到 10%左右。

图 13： 爆破工程收入、毛利高速增长



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 14： 爆破工程收入占比持续提高



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

毛利率将会降低，仍将成为公司重要利润来源。随着公司募投项目的陆续投产，服务内容将从现场混装炸药、爆破器材的供应、装药、网络连接、爆破，发展至矿山岩石剥离、爆破设计、钻孔、边坡和根底清理与挖掘、爆破运输等领域，拓展服务的毛利率水平相对较低，但公司营业收入和总利润水平将有大幅增长，爆破服务将成为公司重要的利润来源。

红格矿区仍有较大增长空间

公司在四川红格矿区拥有炸药现场混装车及相应的地面工作站，盐边、会理两个生产点分别有 3000 吨和 6000 吨的现场混装炸药生产能力，四川“十二五”规划已将公司所在地攀枝花地区列为钒钛资源综合利用重点地区，公司在当地拥有较为完善的销售渠道与客户网络，并已与部分矿主签订了一系列爆破工程一体化服务合同。

攀枝花—西昌地区钒钛磁铁矿四大矿区（太和、白马、攀枝花、红格，总储量约 90.6 亿吨）中，红格最大，开发时间较短，相关新闻资料显示，保有资源储量 35.5 亿吨，至少共生 14 种可利用元素和两类潜在元素，可开采年限达到 70 年。我们据此估算，红格每年可开采矿石资源达到 5000 万立方米，考虑到开矿过程中普通岩石也需包含

在爆破工程总矿石服务量中，计算服务费用，所以该矿区潜在总工程量可以远大于 5000 万立方米/年。

按照公司招股书测算，公司募投项目达产后，85%开工率，矿石运输量 2200 万立方米/年，总收入可以达到 4 亿元以上，以 2010 年公司爆破工程收入 7900 万元为基点，未来 3 年仅红格矿区爆破服务年增速在 73%以上。

同时我们注意到，公司 2200 万立方米的矿石爆破规模仅占当地潜在 5000 万立方米/年的 44%，与当地另一家服务公司重庆易普力在未来几年不会出现激烈竞争。

资达爆破将是内蒙爆破工程业务的起点

公司 2010 年收购内蒙资达爆破 60%股权，该公司成立于 2009 年 6 月，雅化 2010 年报显示，该公司尚未实现盈利。今年 4 月雅化收购柯达化工，在内蒙发展雏形已初现，内蒙矿产资源丰富，我们认为公司将以内蒙资达爆破为起点，拓展内蒙爆破工程一体化业务。

稳步扩张，整合经验丰富

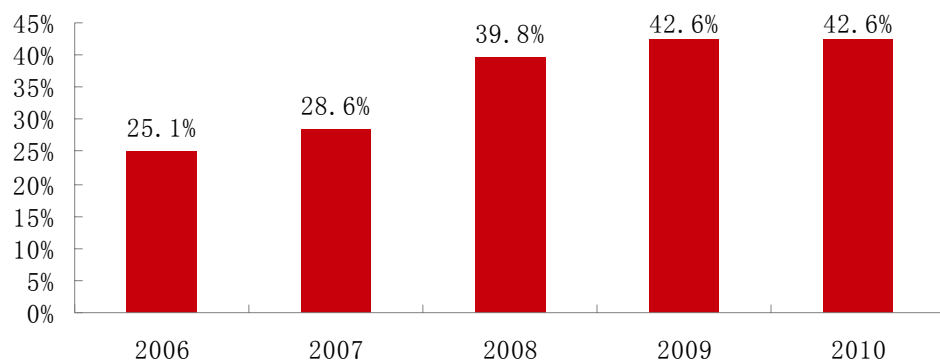
行业整合仍是大势所趋

由于民爆行业的特殊性以及目前行业产能整体过剩的情况，未来新批生产牌照或新批许可产能都将变得更加困难，行业企业间并购将成为民爆企业做大做强有效手段。国家鼓励企业借助资本市场平台开展实质性并购重组，鼓励以产业链为纽带的上下游企业资源整合，推进一体化进程，使有效资产向龙头和骨干企业集中，进一步提高产业集中度，优化产业布局。

“十一五”行业整合效果显著

2005-2008 年，民爆行业进行了一轮较大规模的重组整合，并关闭了部分生产和销售企业，截至 2008 年底，生产企业由 421 家减少到 146 家，流通企业由 1720 余家减少到 520 余家，优势企业区域龙头地位显现；行业集中度得到提升，排名前 20 的生产企业的生产总值占全行业总产值比例由 2006 年的 25.1%提高到 2010 年的 42.6%。

图 15： 排名前 20 的民爆企业生产总值占行业生产总值比例



资料来源：工信部网站，华泰联合证券研究所

“十二五”行业整合仍有较大空间

我国民爆行业的产业集中度仍然不高。国内工业炸药许可生产能力达到 500 万吨/年左右，而需求约为 300 万吨/年，中、低档产品产能过剩，总体过剩与部分企业许可能力不足之间矛盾突出；产能动态调节机制作用不明显；跨区域、跨省市龙头企业优势不突出。

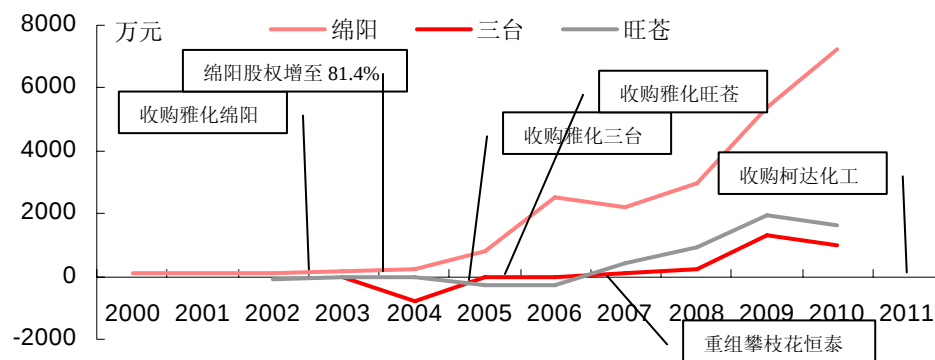
工信部《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》征求意见稿内明确提出，“2010 年生产的 351.1 万吨工业炸药和 23.7 亿发工业雷管由 140 余家企业完成，产业集中度仍有较大提升空间”，美国 2007 年炸药产量为 320 万吨左右，公司仅有 19 家，平均每家的年产量为 17 万吨。征求意见稿同时提出，“深入推进产业组织结构调整重组，做强做大优势企业，提高产业集中度，促进规模化和集约化经营；着力培育 3~5 家在民爆产品全寿命周期上具有自主创新能力和国际竞争力的龙头企业，打造 20 家左右跨地区、跨领域具备一体化服务能力的骨干企业，引领民爆行业实现跨越式发展。”

市场对民爆产品在产量、安全性、多样化等方面提出更高要求，新一轮的行业整合及通过优势企业进行的大规模的技术改造不可避免。

公司收购、整合经验丰富

2003 年起，公司先后并购了十多家企业，其中包括 5 家民用爆炸物品生产企业。整合后，公司妥善安置被并购企业员工和处理历史遗留问题；派出董事、监事，全面贯彻公司意图并行使监管职权；决定高管人员任用，保证日常经营规范运行；公司各职能部门对子公司专业管理、统一协调，保证了公司的统一管理和整体效能。各被整合企业均在较短的时间内实现扭亏为盈，公司通过企业并购积累了较丰富的企业并购经验，管理能力得到提升，凭借丰富的并购整合经验，公司将在新一轮的行业整合中占据主动地位。

图 16： 雅化集团收购进程及部分企业净利润情况



资料来源：公司招股书及年报，华泰联合证券研究所

收购柯达化工：开局“十二五”民爆整合

公司 2011 年 4 月成功收购内蒙柯达化工 82.48% 股权，拉开“十二五”民爆行业收购的序幕，同时也是公司进入内蒙跨省发展的标志。

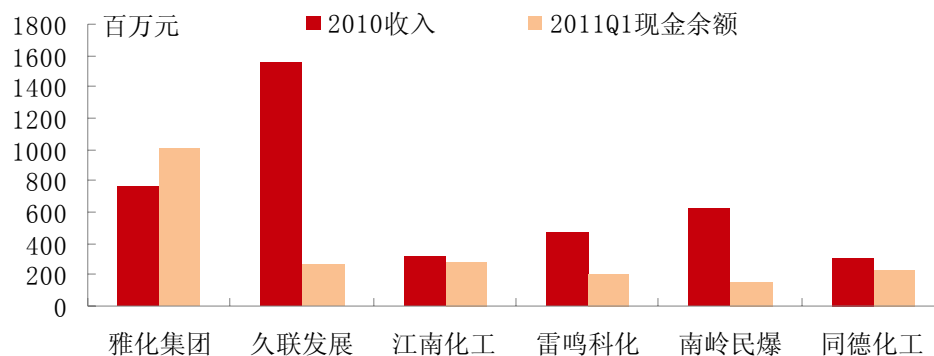
收购柯达化工显著增加公司业绩，按照 2010 年数据测算，可以增加雅化净利润 19% 左右。柯达化工现有许可生产能力 3.8 万吨，2010 年实现经审计后营业收入 1.88 亿元，净利润 3738.5 万元，净利润率 19.9%，与雅化集团 21.56% 相差不大。

内蒙古当地民爆企业众多，竞争激烈，但缺少行业龙头公司。雅化收购柯达化工和此前的内蒙资达爆破，将会用较丰富的管理经验和民营企业灵活的作风，改善被收购公司经营效率，提升原公司盈利能力，这将为雅化在内蒙古的进一步拓展起到示范作用。

现金流充沛，有利公司收购进程

民爆行业当前盈利情况较好，从公司收购柯达化工的公告中可以简单测算，目前收购 1 万吨/年工业炸药产能需要的资金接近 9000 万元，收购公司资金压力较大。雅化上市募集资金 11.7 亿元，超募近 8 亿，2011 年一季报显示，公司现金余额超过 10 亿元，是民爆上市公司中现金流最为充沛的，收购谈判进程可能瞬息万变，充足现金有利于公司把握时机实现快速扩张。

图 17： 民爆上市公司中雅化集团现金流最为充沛



资料来源：相关公司年报及一季报，华泰联合证券研究所

投资建议

我们认为公司可以长期关注。民爆行业“十二五”规划提出将着力培养 3~5 家民爆产品全生命周期上具有自主创新能力和国际竞争力的龙头企业，根据 09 年数据，公司目前生产总值排名在这个“第一梯队”边缘，我们认为这样一家机制灵活的民营企业，将有足够的动力在未来几年通过外延式收购与内生性产品结构优化升级及深度的爆破工程服务，将企业做大做强。

四川“十二五”规划，基础设施建设放在首位，民爆产品需求将高速增长。我们预测公司 2011-13 年 EPS 为 0.78、1.01 及 1.25 元，对应 PE 为 20.9、16.1 及 13.0 倍，首次给予“增持”评级。

表格 8：分产品盈利预测及假设

		2010A	2011E	2012E	2013E
炸药	销售收入/万元	44168.19	52249.68	60945.52	70087.35
	收入增速		18%	17%	15%
	成本/万元	24437.82	29259.82	34129.49	39248.91
	毛利/万元	19730.37	22989.86	26816.03	30838.43
	毛利率	45%	44%	44%	44%
雷管	销售收入/万元	20037.28	25185.60	30411.61	36638.75
	收入增速		26%	21%	20%
	成本/万元	7740.66	10074.24	11556.41	13189.95
	毛利/万元	12296.62	15111.36	18855.20	23448.80
	毛利率	61%	60%	62%	64%
索类	销售收入/万元	1090.91	1200.00	1250.00	1275.00
	收入增速		10%	4%	2%
	成本/万元	467.75	480.00	500.00	510.00
	毛利/万元	623.16	720.00	750.00	765.00
	毛利率	57%	60%	60%	60%
工程爆破	销售收入/万元	7905.85	13000.00	18000.00	22000.00
	收入增速		64%	38%	22%
	成本/万元	4195.41	7280.00	10440.00	13200.00
	毛利/万元	3710.44	5720.00	7560.00	8800.00
	毛利率	47%	44%	42%	40%
其他	销售收入/万元	2369.59	2713.68	3256.42	3907.70
	收入增速		15%	20%	20%
	成本/万元	1774.75	2035.26	2442.31	2930.77
	毛利/万元	594.84	678.42	814.10	976.92
	毛利率	25%	25%	25%	25%
其他业务	销售收入/万元	737.96	885.55	974.11	1071.52
	收入增速		20%	10%	10%
	成本/万元	450.44	531.33	584.46	642.91
	毛利/万元	287.52	354.22	389.64	428.61
	毛利率	39%	40%	40%	40%
柯达化工	销售收入/万元		11632.50	13959.00	15354.90
	收入增速		0%	20%	10%
	成本/万元		7793.78	9352.53	10287.78
	毛利/万元		3838.73	4606.47	5067.12
	毛利率		33%	33%	33%
合计	总收入/万元	76309.78	106867.01	128796.65	150335.22
	总成本/万元	39066.83	57454.43	69005.21	80010.33
	毛利/万元	37242.95	49412.59	59791.44	70324.88
	毛利率	49%	46%	46%	47%

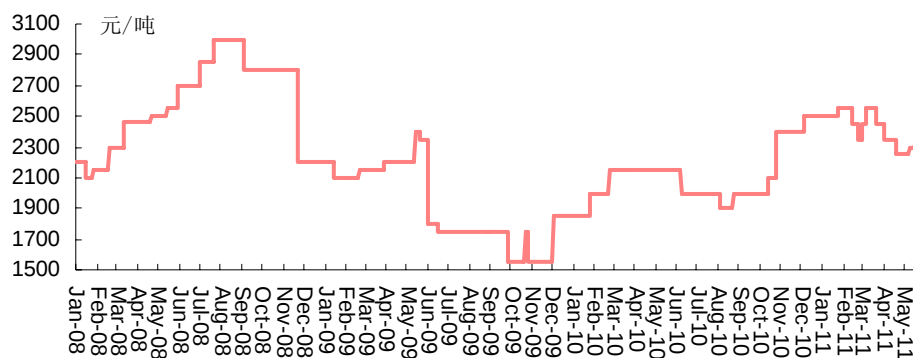
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所预测。柯达化工部分考虑公司拥有 82.4811% 股权。

硝酸铵价格波动仅将小幅影响公司业绩

民爆企业在国家基准价上下小幅浮动定价，盈利情况主要取决于原料成本，硝酸铵成本约占原料成本 50%，所以硝酸铵价格对民爆行盈利有一定影响。

国内硝酸铵产能达 500 万吨/年，而炸药需求硝酸铵量在 300 万吨左右，总体产能过剩。但是硝酸铵与尿素有合成氨这个共同的源头，由于煤炭等价格上涨，目前硝酸铵价格已经处于过去三年中较高的水平，下半年不排除出口拉动尿素价格和成本上涨，从而带动硝酸铵价格继续上涨。我们测算，2011/12/13 年硝酸铵价格每上涨 100 元/吨，对公司业绩影响分别为 0.019、0.021、0.025 元。

图 18： 硝酸铵价格



资料来源：百川资讯，华泰联合证券研究所

风险提示

固定资产投资增速下滑，影响公司产品需求；原料硝酸铵价格大幅上涨；公司安全事故等。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1535	1411	1680	1982	营业收入	763	1069	1288	1503
现金	1421	1244	1482	1756	营业成本	391	575	690	800
应收账款	40	55	69	80	营业税金及附加	8	10	13	16
其他应收款	2	18	14	16	营业费用	51	64	77	90
预付账款	10	16	22	23	管理费用	138	150	155	158
存货	51	78	92	107	财务费用	-2	-33	-34	-40
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	3	2
非流动资产	287	640	708	827	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	51	331	336	403	投资净收益	2	5	5	5
固定资产	160	242	309	362	营业利润	178	306	389	484
无形资产	49	49	49	49	营业外收入	0	2	4	0
其他非流动资产	0	18	14	13	营业外支出	2	2	0	0
资产总计	1822	2051	2388	2808	利润总额	184	306	393	484
流动负债	134	155	162	176	所得税	16	49	63	77
短期借款	0	0	0	0	净利润	168	257	330	406
应付账款	30	41	52	60	少数股东损益	4	6	6	7
其他流动负债	0	113	110	116	归属母公司净利	165	251	325	399
非流动负债	4	3	3	3	EBITDA	176	297	392	491
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.51	0.78	1.01	1.25
其他非流动负	1	3	3	3	主要财务比率				
负债合计	138	158	164	179	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	21	28	34	41	成长能力				
股本	160	320	320	320	营业收入	19.5%	40.0%	20.5%	16.7%
资本公积	1176	1016	1016	1016	营业利润	16.2%	72.0%	27.4%	24.2%
留存收益	271	529	854	1253	归属母公司净利	19.9%	52.6%	29.2%	22.9%
归属母公司股	1662	1865	2190	2589	获利能力				
负债和股东权	1822	2051	2388	2808	毛利率(%)	0.0%	46.2%	46.4%	46.8%
现金流量表					净利率(%)	21.6%	23.5%	25.2%	26.5%
单位: 百万元					ROE(%)	9.9%	13.5%	14.8%	15.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	9.6%	73.9%	75.1%	80.5%
经营活动现金	207	209	304	395	偿债能力				
净利润	168	257	330	406	资产负债率(%)	7.6%	7.7%	6.9%	6.4%
折旧摊销	0	25	37	48	净负债比率(%)	97.11	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	1	-33	-34	-40	流动比率	11.44	9.11	10.40	11.26
投资损失	-2	-5	-5	-5	速动比率	11.06	8.61	9.83	10.65
营运资金变动	0	-30	-24	-13	营运能力				
其他经营现金	209	-5	0	0	总资产周转率	0.67	0.55	0.58	0.58
投资活动现金	-89	-371	-99	-162	应收账款周转率	20	22	21	20
资本支出	49	100	100	100	应付账款周转率	14.57	16.05	14.76	14.30
长期投资	0	277	5	67	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	6	5	5	每股收益(最新)	0.51	0.78	1.01	1.25
筹资活动现金	1152	-15	34	40	每股经营现金流	0.65	0.65	0.95	1.24
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	5.26	5.83	6.84	8.09
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	40	160	0	0	P/E	31.65	51.19	39.61	32.22
资本公积增加	1128	-160	0	0	P/B	3.09	6.89	5.87	4.97
其他筹资现金	-16	-15	34	40	EV/EBITDA	30	38	29	23
现金净增加额	0	-177	238	274					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn