



产业链逐步完善，长期发展向好

买入维持

目标价格：20.05 元

投资要点：

- 完成对雪峰 16% 股权收购后，公司成为新疆地区最大民爆企业；
- 高性能雷管项目后年投产，产业链进一步完善；
- 爆破工程业务逐步开展，将成为公司重要的业绩增长点。

报告摘要：

- 前期收购的盾安炸药资产正常运行。**今年上半年公司完成收购盾安 19.05 万吨炸药产能，公司炸药总产能已达到 25.65 万吨。经过一段时间的磨合，目前相关炸药生产线运行状态良好。公司今年三季度合并报表显示，销售毛利率达到 43.31%，比中报提升了 1.83 个百分点。随着原料价格下滑，预计公司炸药产品毛利率将继续提升。
- 收购雪峰 16% 股权，快速进军新疆市场。**目前新疆仅有天河、雪峰两家民爆企业。今年上半年，新疆天河 84.265% 股权已经随盾安其它炸药资产一起注入江南化工。11 月 10 日公司股东大会已经通过关于收购新疆雪峰的相关议案，公司将参股新疆雪峰 16%。可以预期，公司未来将占有新疆大部分民爆市场。
- 高性能雷管项目后年投产，产业链进一步完善。**近日新疆天河与山西壶关化工集团有限公司签署协议，共同投资 5000 万元设立新疆双和民爆有限公司，其中新疆天河以现金出资 2300 万。新公司将采用先进技术在新疆库车县建设年产 5000 万发的工业雷管生产线，其中：电子雷管 1000 万发/年，地震勘探电雷管 1000 万发/年，导爆管雷管 2000 万发/年，工业电雷管 1000 万发/年。预计该项目正常年销售收入为 132700 万元，利润总额为 17000 万元，税后利润为 12750 万元。
- 爆破工程业务将成为重要的业绩增长点。**公司前期设立江南利民爆破有限公司，预计明年可以开始产生效益；预计四川宇泰也将有较大市场可以开发；新疆地区的基建投资，也将给公司带来巨大的业务量。
- 盈利预测。**按公司收购、转增后总股本 39563.95 万股全面摊薄测算，预计公司今明两年 EPS 分别为 0.48 元、0.80 元；按明年 25 倍 PE 计算，第一目标价格 20.05 元，给予“买入”评级。

单位:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	260.10	324.17	1071.03	1786.05	2535.07
增长率(%)	6.78%	24.63%	230.39%	66.76%	41.94%
归属母公司股	70.26	72.59	187.87	317.13	517.04
增长率(%)	130.14%	3.31%	158.83%	68.80%	63.04%
每股收益	0.178	0.183	0.475	0.802	1.307
PE	87.56	84.76	32.75	19.40	11.90

化工行业研究组

分析师

祖广平(S1180510120011)

电话：010-88085610

zuguangping@hysec.com

张延明(S1180510120009)

电话：010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

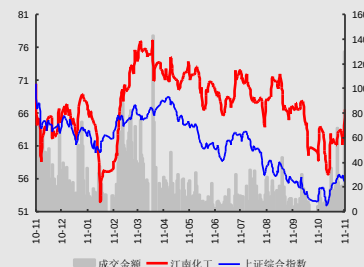
联系人

柴沁虎

电话：010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股 数变化	筹码集中 度
20110930	18154	
20110630	16507	
20110331	11913	

数据来源：港澳资讯

相关研究

- 《宏源证券 * 公司中报简评 * 江南化工 (002226) 完成资产收购，规模迅速扩增 * 002226 * 化工行业 * 祖广平》，2011.8
- 《宏源证券 * 公司调研报告 * 横向并购，纵向拓展 * 002226 * 化工行业 * 祖广平.pdf》，2011.6

表 1: 预测财务报表 (百万元)

利润表	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2011E	2012E	2013E
营业收入	1071.03	1786.05	2535.07	货币资金	340.91	582.49	1106.16
减: 营业成本	605.13	1030.33	1360.54	应收和预付款项	262.54	360.53	440.37
营业税金及附加	10.96	18.27	25.93	存货	83.37	88.35	138.41
营业费用	79.26	132.17	187.60	其他流动资产	0.00	0.00	0.00
管理费用	113.63	189.49	268.95	长期股权投资	2.07	24.07	47.07
财务费用	1.07	1.79	2.54	投资性房地产	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.07	1.07	1.07	固定资产和在建工程	96.85	99.83	100.81
加: 投资收益	0.00	22.00	23.00	无形资产和开发支出	9.26	8.20	7.13
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	资产总计	795.00	1163.46	1839.94
营业利润	259.92	434.94	711.45	短期借款	0.00	0.00	0.00
加: 其他非经营损益	0.11	0.11	0.11	应付和预收款项	132.38	135.85	217.25
利润总额	260.03	435.05	711.56	长期借款	0.00	0.00	0.00
减: 所得税	39.00	61.96	103.28	其他负债	0.00	0.00	0.00
净利润	221.03	373.10	608.28	负债合计	132.38	135.85	217.25
减: 少数股东损益	33.15	55.96	91.24	股本	139.96	139.96	139.96
归属母公司股东净利润	187.87	317.13	517.04	资本公积	50.93	50.93	50.93
现金流量表	2011E	2012E	2013E	留存收益	418.05	727.08	1230.91
经营性现金净流量	93.72	269.59	556.78	归属母公司股东权益	608.94	917.97	1421.80
投资性现金净流量	-19.91	-19.91	-19.91	少数股东权益	53.68	109.65	200.89
筹资性现金净流量	-4.80	-8.10	-13.20	股东权益合计	662.62	1027.62	1622.69
现金流量净额	69.01	241.58	523.67	负债和股东权益合计	795.00	1163.46	1839.94

资料来源: 宏源证券, 公司公告

分析师简介:

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 三年化工行业工作经验, 四年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。