

爆破工程一体化，扩展盈利领域

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。

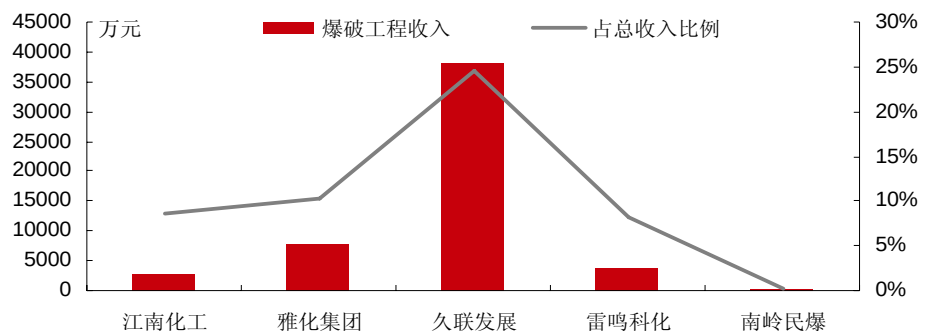
定位大型民爆集团，公司扩张潜力大

公司将自身定位为集炸药生产、爆破工程施工为一体的大型民爆企业集团，整合完成后，公司炸药总产能已经跻身国内民爆企业前列，但爆破工程方面发展稍有不足，公司必定将爆破工程作为阶段重点发展方向之一。

原江南化工在爆破工程领域前期发展不足

原江南化工在爆破工程领域起步较晚，没有大型工程项目，盈利水平偏低，后续提升空间大。

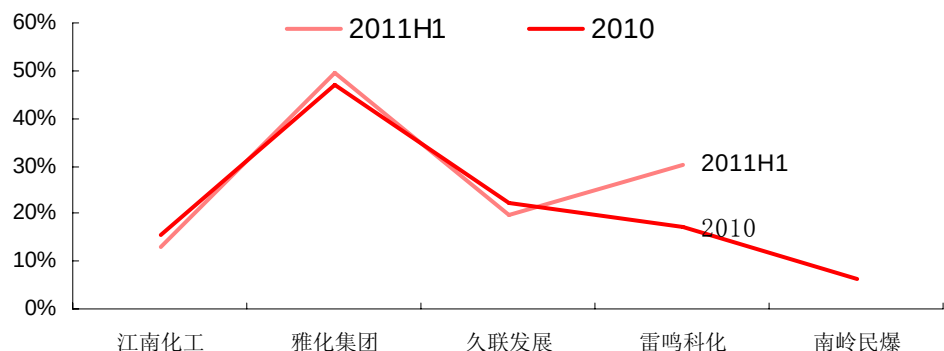
图 1： 江南化工 2010 爆破工程收入偏低



资料来源：2010 年各公司年报数据，华泰联合证券研究所

由于公司爆破工程量低，相关人员、费用等摊销较高，导致公司爆破工程毛利率水平相较业内其他企业偏低。

图 2： 江南化工爆破工程毛利率水平偏低



资料来源：各公司公告数据，华泰联合证券研究所

布局已开始，后续发展潜力大

与盾安整合完成后，我们初步统计，公司已有的现场混装炸药许可产能已达 2.2 万吨/年，公司与马鞍山利民、四川宇泰达成意向，后续不排除有新公司或产能转入爆破工程服务，发展潜力大。

2011 年 4 月公司与马钢集团下属马钢利民建筑安装有限责任公司就共同出资设立马鞍山江南利民爆破有限公司初步达成合作意向。根据公司公告内容，合资方“利民建筑”将会积极协调马鞍山江南利民爆破获得马鞍山市及马钢集团改制企业的扶持政策，我们认为，这意味着合资公司将可以充分利用马钢背景，获得更多马钢相关矿山爆破工程业务。

2011 年 5 月，公司公告通过增资方式取得四川宇泰 55% 股权，后续还将通过受让股权的形式最终获得宇泰 75% 股权，四川宇泰持有爆破与拆除工程专业承包一级资质；冶金行业矿山工程（采矿）主导工艺乙级工程设计资质等。四川“十二五”期间，铁路、公路、水利、矿产投资和开发规模都远大于“十一五”时期，公司在绵竹远兴、南部永生两家川内炸药生产企业基础上，继续将四川业务范围扩展至工程领域。

公司的子公司马鞍山江南化工、新疆天河、安徽盾安也分别拥有爆破工程资质和混装炸药车。

表格 1：公司爆破工程服务业务分布

	股权比例	资质	目前产能情况
安徽江南爆破工程有限公司	97.44%	爆破工程二级资质	胶状乳化炸药（现场混装车 3 台）：0.6 万吨 多孔粒状铵油炸药（现场混装车 1 台）：0.2 万吨
马鞍山江南利民爆破有限公司	>67%	拆除爆破 A 级、复杂环境岩土爆破 A 级施工作业和 C 级爆破设计的资质	
四川宇泰	55%	爆破与拆除工程专业承包壹级，土石方工程专业承包叁级；土木建筑工程、环境与地质灾害治理以及安全评估等建设安全甲级资质；冶金行业矿山工程（采矿）主导工艺乙级工程设计	
新疆天河及子公司天河爆破等	84.27%		现场混装车（胶状乳化 0.4 万吨）
安徽盾安及子公司向科爆破等	90.36%		现场混装车（胶状乳化炸药）：0.3 万吨 现场混装车（多孔粒状铵油炸药）：0.3 万吨

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

风险提示

固定资产投资大幅下滑，原料硝酸价格大幅上涨，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	384	2447	2914	3524	营业收入	324	1453	0	2082
现金	287	1995	2378	2872	营业成本	175	839	969	1162
应收账款	58	241	309	368	营业税金及附加	3	12	16	19
其他应收款	4	20	23	29	营业费用	23	92	111	139
预付账款	5	66	65	74	管理费用	34	109	128	156
存货	17	91	101	126	财务费用	-3	-35	-68	-81
其他流动资产	13	34	39	56	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	108	95	89	83	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	2	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	92	85	79	73	营业利润	91	436	546	686
无形资产	10	10	10	10	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	4	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	492	2542	3003	3607	利润总额	91	437	547	687
流动负债	45	141	149	184	所得税	15	79	95	118
短期借款	0	0	0	0	净利润	77	358	452	569
应付账款	24	98	120	148	少数股东损益	4	79	99	124
其他流动负债	21	43	29	36	归属母公司净利	73	279	353	445
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	97	407	485	611
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.52	0.71	0.89	1.13
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	46	141	149	184	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	21	99	198	321	成长能力				
股本	140	396	396	396	营业收入	24.6%	348.2	17.2%	22.3%
资本公积	51	1551	1551	1551	营业利润	0.1%	380.1	25.3%	25.6%
留存收益	225	346	699	1144	归属母公司净利	3.3%	285.0	26.4%	26.0%
归属母公司股	426	2303	2656	3101	获利能力				
负债和股东权	492	2542	3003	3607	毛利率(%)	46.2%	42.3%	43.1%	44.2%
现金流量表					净利率(%)	22.4%	19.2%	20.8%	21.4%
单位: 百万元					ROE(%)	17.0%	12.1%	13.3%	14.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	48.0%	80.9%	83.0%	91.0%
经营活动现金	90	74	314	413	偿债能力				
净利润	77	358	452	569	资产负债率(%)	9.3%	5.5%	5.0%	5.1%
折旧摊销	9	6	6	6	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-3	-35	-68	-81	流动比率	8.51	17.40	19.50	19.10
投资损失	0	0	0	0	速动比率	8.12	16.75	18.82	18.42
营运资金变动	1	-271	-79	-85	营运能力				
其他经营现金	6	15	3	4	总资产周转率	0.72	0.96	0.61	0.63
投资活动现金	-15	3	0	0	应收账款周转率	6	9	6	6
资本支出	14	0	0	0	应付账款周转率	8.57	13.73	8.89	8.66
长期投资	-2	-2	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-3	0	0	0	每股收益(最新)	0.52	0.71	0.89	1.13
筹资活动现金	-5	1633	68	81	每股经营现金流	0.23	0.19	0.79	1.04
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	1.08	5.82	6.71	7.84
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	70	256	0	0	P/E	87.21	22.65	17.92	14.22
资本公积增加	-70	1500	0	0	P/B	14.86	2.75	2.38	2.04
其他筹资现金	-5	-123	68	81	EV/EBITDA	62	15	12	10
现金净增加额	70	1709	382	495					

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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司