

民爆：关注整合带来的行业性机会

报告要点

■ 2011 年民爆行业将再次拉来整合大幕

工信部安全司司长吴凤来在 2011 年民爆行业工作会议上提出，到十二五期末，民爆生产企业将由目前的 140 多家降到 50 家以内，销售企业降到 200 家以内，形成 20 家左右跨区域的优势骨干企业集团，着力培育 1-2 家具有国际先进企业相比的大型企业集团。

我们认为，在国家政策的推动下，2011 年开始民爆行业仍将进入整合期。鉴于国家已经基本不再审批新的炸药产能，民爆公司的增长只能通过收购来实现，因此，形成 20 家左右跨区域的优势骨干企业集团的目标只能依靠行业内的并购重组来实现。我们认为，整合将给 6 家 A 股民爆公司带来投资机会（不管它去整合还是被整合）。

■ 推荐江南化工、久联发展和雅化集团，关注同德化工、南岭民爆和雷鸣科化

我们在选择投资标的时参照以下几个原则：

1. 具备行业整合能力，已经、正在或即将整合其他民爆企业，对应标的：江南化工、久联发展、雅化集团。
2. 看好中西部地区民爆公司。未来中西部地区对炸药需求增速将远远超过东部，中西部民爆公司将受益。对应标的：江南化工、久联发展、雅化集团。
3. 看好未来能够贯通上下游的公司。对应标的：久联发展。
4. 从每吨炸药对应的市值来看（数值低的公司某种程度上意味着被低估），同德化工最低；从每股对应的产能来看，同德化工最高。
5. 从 2011 年业绩对应的市盈率来看，江南化工最低，雅化集团最高。

综合考虑以上因素，我们推荐江南化工、久联发展，建议关注雅化集团、同德化工和南岭民爆。

■ 风险因素

江南化工和久联发展的增发方案尚需得到有关部门批准；

硝酸铵价格上行将推高炸药成本。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
002226	江南化工	推荐
002037	久联发展	推荐
002497	雅化集团	推荐
002326	永太科技	推荐
002250	联化科技	推荐
002407	多氟多	推荐
002409	雅克科技	推荐
600596	新安股份	推荐
600426	华鲁恒升	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA

PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《扩张的放缓预示复苏的起点》2010-12-20

《从趋势到价值——化工 12 月报》2010-12-3

《扩张的放缓预示复苏的起点-长江证券基础化工行业 2011 年年度投资策略》2010-12-2

分析师：

刘俊

执业证书编号：S0490208090171

联系人：

冯先涛，梅崧奎，张翔

(8621) 68751310 / (8627) 65799773

fengxt@cjsc.com.cn

meiyx@cjsc.com.cn

zhangxiang1@cjsc.com.cn

正文目录

我们的观点	4
2011 年民爆行业将再次拉来整合大幕.....	4
推荐江南化工、久联发展和雅化集团，关注同德化工、南岭民爆和雷鸣科化	4
风险因素	5
十二五期间，整合将是民爆行业的投资主题.....	6
2011 年民爆行业整合大幕将再次开启.....	6
回顾十一五期间，民爆企业将至 150 家左右，产品结构调整接近完成，但产能严重过剩	6
展望“十二五”，山东、内蒙等省内民爆企业家数多的省份重组力度会更大	8
看好未来中西部地区民爆行业发展	13
分区域来看，未来民爆行业的增长主要来自中西部地区	13
从产量来看，山西、云南、内蒙古、辽宁和四川位居前 5	13
民爆行业盈利能力取决于硝酸铵，爆破工程服务是未来方向.....	15
民爆价格受国家管制	15
硝酸铵成本决定民爆行业的盈利能力	15
提供爆破工程服务是民爆公司的发展方向	16
民爆上市公司投资要点	19
江南化工：推荐.....	19
久联发展：推荐.....	21
雅化集团：推荐.....	21
同德化工：无投资评级.....	22
南岭民爆：无投资评级.....	23
雷鸣科化：无投资评级.....	26

图表目录

图 1: 工业炸药结构调整基本完成.....	6
图 2: 民爆生产型企业数量急剧减少	7
图 3: 民爆工业产业集中度逐步提高	7
图 4: 历年工业炸药及工业雷管产量	7
图 5: 全国工业炸药用途占比	13
图 6: 民爆行业高危性决定了行业监管幅度较大	15
图 7: 硝酸铵占工业炸药生产成本比例在 45%左右	16
图 8: 硝酸铵占工业炸药生产成本比例在 45%左右	16
图 9: Orica 工程服务占收入比重 60%.....	17
图 10: 江南化工股权结构 (增发完成后)	19
图 11: 久联发展股权结构 (增发完成后)	21
图 12: 雅化集团股权结构图	21
图 13: 同德化工股权结构	23
图 14: 湖南省民爆行业整体规模在十亿左右	23
图 15: 南岭民爆股权结构	24
图 16: 雷鸣科化股权结构	26
表 1: 6 家民爆上市公司市值对比 (久联发展和江南化工按照增发后股本计算)	4
表 2: 6 家民爆上市公司市盈率对比 (久联发展和江南化工按照增发后股本计算) ..	5
表 3: 前 10 的民爆企业产值占据国内总产值的 27.71%	7
表 4: 前 10 的民爆企业产量占据国内总产量的 28.94%	8
表 5: 全国民爆企业列表	8
表 6: 2007-2008 分省份工业炸药产量 (万吨) 统计	13
表 7: 近年来国家对民爆产业实施过两次价格调控	15
表 8: 爆破与拆除工程专业承包企业资质等级标准	17
表 9: 江南化工产能统计 (按照增发完成后)	19
表 10: 雅化集团产能统计	22
表 11: 同德产能统计	23
表 12: 南岭民爆控股及参股公司财务表现 (单位: 万元)	24
表 13: 南岭民爆产能增至 9.1 万吨	25
行业重点上市公司估值指标与评级变化	27

我们的观点

2011 年民爆行业将再次拉来整合大幕

工信部安全司司长吴凤来在 2011 年民爆行业工作会议上提出，到十二五期末，民爆生产企业将由目前的 140 多家降到 50 家以内，销售企业降到 200 家以内，形成 20 家左右跨区域的优势骨干企业集团，着力培育 1-2 家具有国际先进企业相比的大型企业集团。

我们认为，在国家政策的推动下，2011 年开始民爆行业将再次进入整合期。鉴于国家已经基本不再审批新的炸药产能，民爆公司的增长只能通过收购来实现，因此，形成 20 家左右跨区域的优势骨干企业集团的目标只能依靠行业内的并购重组来实现。

因此，我们认为，整合将给 6 家 A 股民爆上市公司带来投资机会（不管它去整合还是被整合）。

推荐江南化工、久联发展和雅化集团，关注同德化工、南岭民爆和雷鸣科化

我们在选择投资标的时参照以下几个原则：

- 1、具备行业整合能力，已经、正在或即将整合其他民爆企业。江南化工对盾安增发收购其持有的 8 家民爆公司股权后，产能由 6.6 万吨增加至 25 万吨左右，3-5 年内将通过收购将进一步增加至 50 万吨；久联发展在贵州省一家独大，并已经重组了甘肃地区民爆企业；雅化集团上市前就已经整合了四川省内多家民爆公司。
- 2、看好中西部地区民爆公司。未来中西部地区对炸药需求增速将远远超过东部，中西部民爆公司将受益。江南化工通过收购盾安的 8 家公司，销售区域扩至新疆、四川、湖北、河南等省份，并成为目前唯一一家在新疆生产炸药的上市公司；久联发展本部产能和甘肃产能都处于西部；雅化集团在四川省内占据了 25% 的份额。
- 3、看好未来能够贯通上下游的公司。往上游拓展：硝酸铵占炸药成本的一半左右（每吨炸药大概用 0.7 吨硝酸铵），目前没有一家上市公司实现硝酸铵自给；南岭民爆控股股东在建 10 万吨硝酸铵产能，预计 2012 年中期建成。往下游拓展：下游对应爆破和流通；6 家上市公司都已经进入爆破工程领域，其中久联发展的爆破业务最大；流通领域，6 家公司都有涉及，但业务比重非常小。
- 4、从每吨炸药对应的市值来看（数值低的公司某种程度上意味着被低估），同德化工最低；从每万股对应的产能来看，同德化工最高。

表 1: 6 家民爆上市公司市值对比（久联发展和江南化工按照增发后股本计算）

代码	公司	市值 亿元	权益产能 万吨	吨产能市值 万元/吨	股本 万股	每万股对 应产能 吨/万股
002037.SZ	久联发展	43.79	14.00	3.13	20,568.25	6.81
002096.SZ	南岭民爆	41.15	9.10	4.52	13,220.01	6.88
002226.SZ	江南化工	62.56	19.80	3.16	26,375.97	7.51
002360.SZ	同德化工	21.60	7.20	3.00	6,000.00	12.00

002497.SZ	雅化集团	66.40	8.20	8.10	16,000.00	5.13
600985.SH	雷鸣科化	18.73	5.56	3.37	10,800.00	5.15

资料来源：长江证券研究部

5、从 2011 年业绩对应的市盈率来看，江南化工最低，雅化集团最高。

表 2：6 家民爆上市公司市盈率对比（久联发展和江南化工按照增发后股本计算）

代码	公司	股价	EPS			PE		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002037.SZ	久联发展	21.29	0.57	0.87	1.05	37.35	24.47	20.28
002096.SZ	南岭民爆	31.13	0.85	1.14	1.28	36.62	27.31	24.32
002226.SZ	江南化工	23.72	0.88	1.02	1.18	26.95	23.25	20.10
002360.SZ	同德化工	36.00	0.85	1.02	1.17	42.35	35.29	30.77
002497.SZ	雅化集团	41.50	1.09	1.14	1.17	38.07	36.40	35.47
600985.SH	雷鸣科化	17.34	0.62	0.66	0.68	27.97	26.27	25.50

资料来源：长江证券研究部

综合考虑以上因素，我们推荐江南化工、久联发展和雅化集团，建议关注同德化工、南岭民爆和雷鸣科化。

风险因素

江南化工和久联发展的增发方案尚需得到有关部门批准；硝酸铵价格上行将推高炸药成本。

十二五期间，整合将是民爆行业的投资主题

2011 年民爆行业整合大幕将再次开启

工信部安全司司长吴凤来在 2011 年民爆行业工作会议上提出，到十二五期末，民爆生产企业将由目前的 140 多家降到 50 家以内，销售企业降到 200 家以内，形成 20 家左右跨区域的优势骨干企业集团，着力培育 1-2 家具有国际先进企业相比的大型企业集团。

我们认为，民爆行业的整合大幕将在 2011 年开启，并贯穿整个十二五；这也意味着未来 5 年内，国内将有数家跨区域的大型民爆企业集团诞生。对上市公司而言，不管它是主动去整合还是被整合，都将带来巨大投资机会。

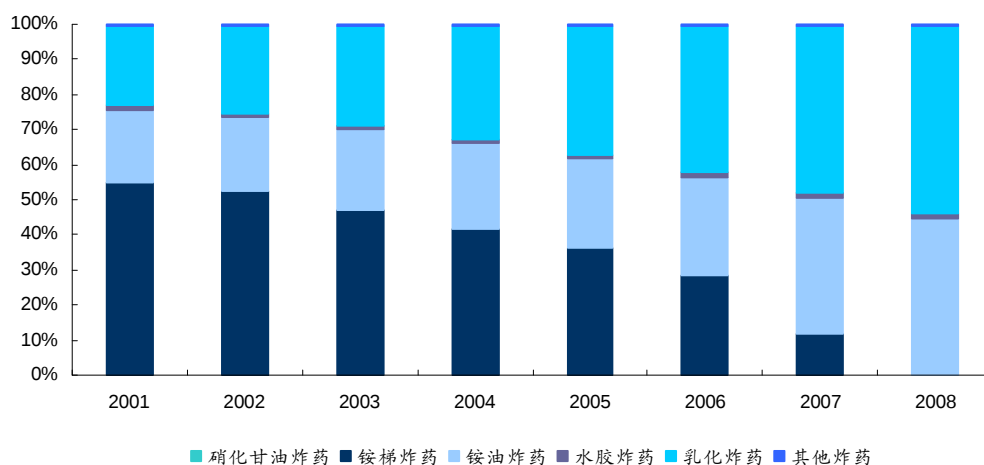
回顾十一五期间，民爆企业将至 150 家左右，产品结构调整接近

完成，但产能严重过剩

“十一五”期间，我们民爆行业集中度得到提高，民爆企业家数从 2005 年的 400 多家减少到不足 150 家，排名前 29 家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 2009 年的 42.6%。

从产品结构来看，截止到 2008 年底，国内铵梯炸药基本被淘汰，国家提倡的乳化炸药和铵油炸药在工业炸药中的比重已经达到 97.89% 的份额，工业炸药结构调整基本完成。

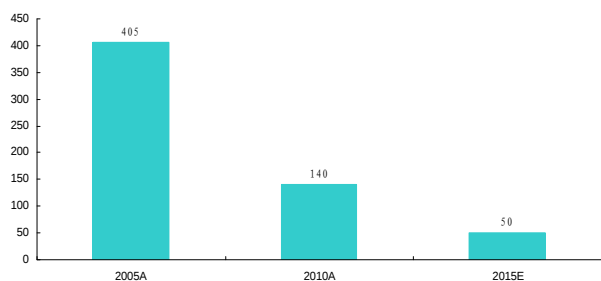
图 1：工业炸药结构调整基本完成



资料来源：长江证券研究部

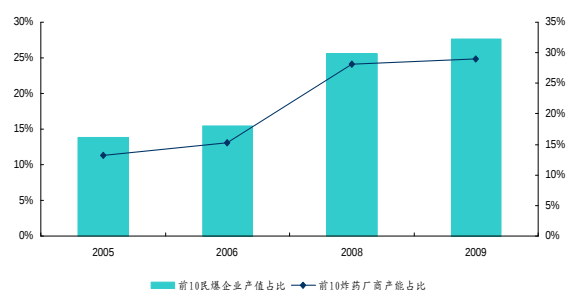
从产能来看，国内却出现了产能严重过剩的局面。2005 年，国内工业炸药产能为 260 万吨，2009 年已经达到 500 万吨，增长 92.31%；而产量增速缓慢，由 2005 年的 240 万吨增长到 2009 年的 296.1 万吨，增长 23.34%；按此计算，2009 年，国内工业炸药平均产能利用率不足 60%。

图 2：民爆生产型企业数量急剧减少



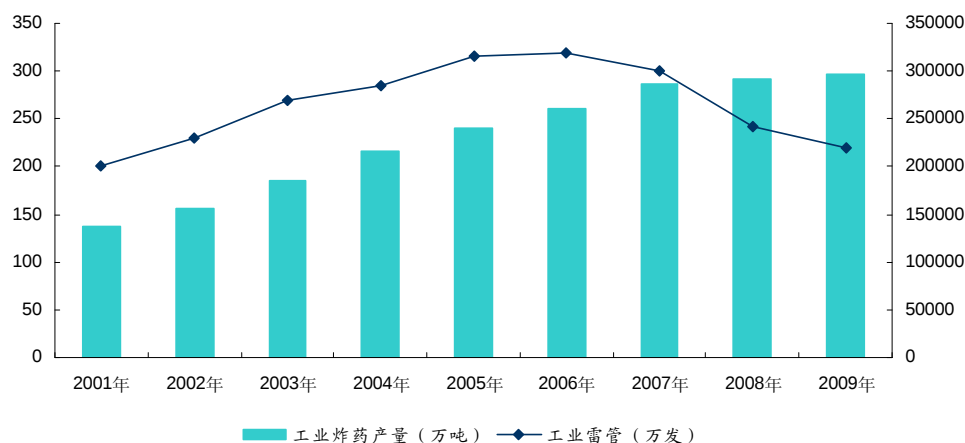
资料来源：长江证券研究部

图 3：民爆工业产业集中度逐步提高



资料来源：长江证券研究部

图 4：历年工业炸药及工业雷管产量



资料来源：长江证券研究部

表 3：前 10 的民爆企业产值占据国内总产值的 27.71%

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：雅化集团招股书

表 4: 前 10 的民爆企业产量占据国内总产量的 28.94%

序号	企业名称	产量 (万吨)	占全国比例
1	云南民爆	21.97	7.42%
2	重庆葛洲坝易普力	11.25	3.80%
3	中煤平朔煤业	10.39	3.51%
4	陕西红旗民爆	6.99	2.36%
5	南岭民爆	6.46	2.18%
6	湖北凯龙化工集团	5.96	2.01%
7	神华准格尔能源炸药厂	5.95	2.01%
8	四川雅化实业	5.63	1.90%
9	四川通达化工	5.56	1.88%
10	鞍钢集团矿业化工原料制备厂	5.52	1.86%
合计		85.68	28.94%
全国		296.1	100.00%

资料来源：雅化集团招股书

展望“十二五”，山东、内蒙等省内民爆企业家数多的省份重组力度会更大

我们预计，按照“十二五”民爆生产企业将由目前的 140 多家降到 50 家以内的规划来看，各省市最终将会剩留 1-2 家民爆企业；就省内整合而言，部分区域如贵州、甘肃、云南等地整合基本完成，而民爆企业家数众多的山东（14 家）、内蒙古（13 家）、辽宁（11 家）、江苏（11 家）、四川（10 家）、山西（10 家）、河北（10 家）等省份将迎来强有力的整合。

表 5: 全国民爆企业列表

省、区、市	数量	企业名称
北京	2	北京京煤化工有限公司 北京北方诺信科技有限公司
	10	河北云山化工集团有限公司(峰峰、磁县安顺分公司) 河北天宇化工有限公司 河北卫星民爆器材有限公司 河北兴安民用器材有限公司兴隆分公司 唐山开滦（集团）化工有限公司 宣化民用爆破器材有限责任公司 秦皇岛首钢长白化工有限责任公司 河北开源化工有限公司 河北京煤太行化工有限公司 遵化市华宇民用爆破器材厂
山西	10	山西壶关化工集团有限公司（屯留、金星分公司） 山西同德化工股份有限公司（大宁黄河分公司） 山西金恒化工集团股份有限公司（德圣射孔器材分公司） 山西焦煤集团化工有限责任公司 山西汾西集团化工有限责任公司

内蒙古	13	山西精华诺威民爆器材有限公司（阳城、广灵分公司）
		山西全盛化工有限责任公司
		大同煤矿集团有限责任公司化工厂
		山西国煤民爆器材有限责任公司（潞安、阳泉威虎分公司）
		山西江阳兴安民爆器材有限公司（北化关铝化工、中条山分公司）
		包钢白云鄂博铁矿化工厂
		赤峰吉安化工有限责任公司
		赤峰圣安化工有限责任公司
		准格尔旗生力民爆有限责任公司
		乌兰煤炭集团泰威化工厂
		内蒙古柯达化工有限责任公司
		内蒙古盛安化工有限责任公司
		内蒙古鄂托克旗盛安九二九化工有限责任公司
辽宁	11	内蒙古日盛民爆集团有限公司
		阿拉善左旗北方和平化工有限公司
		内蒙古北方保安民爆器材有限公司
		内蒙古红旗化工有限责任公司
		神华准格尔能源有限责任公司炸药厂
		鞍钢集团矿业化工原料制备厂
		新时代民爆（辽宁）股份有限公司
		抚顺隆烨化工有限公司
		辽宁华丰民用化工发展有限公司
		本溪钢铁（集团）矿业有限责任公司炸药厂
		抚顺矿业集团有限责任公司十一厂
吉林	6	营口双龙射孔器材有限公司
		辽宁庆阳民爆器材有限公司
		辽宁红山化工股份有限公司
		大连安泰化工有限公司
		大连爆炸加工研究所
		吉林鑫鼎化工有限公司
黑龙江	7	舒兰市通博实业有限责任公司
		辽源卓力化工有限责任公司
		长春吉阳工业有限公司
		吉林新时代民爆科技有限公司
		吉林市双林射孔器材有限责任公司
		黑龙江华安民爆器材有限责任公司
		黑龙江盛安民爆公司（鸡西、鹤岗、双鸭山分公司）
江苏	11	黑龙江海外民爆化工有限公司（木兰分公司）
		黑龙江省永凯化工有限公司
		大庆石油管理局射孔弹厂
		黑龙江银峰化工有限公司
		黑龙江青化民爆器材有限公司
江苏	11	南京长山化工有限责任公司

		江苏天明化工有限公司（徐州分公司）
		无锡市伟达化工有限公司
		宜兴市阳生化工有限公司
		徐州矿务集团化工有限责任公司
		南京理工科技化工有限责任公司
		江苏东海明达化工有限公司
		镇江恒安化工有限公司
		江苏大赛璐安全系统有限公司
		江苏华海船舶信号制造公司
浙江	6	江苏红光化工有限公司
		浙江永联民爆器材有限公司（永新、永进、宁波分公司）
		浙江凯特化工有限公司（震凯、利民分公司）
		浙江物产民爆器材实业发展有限公司（长鹏、临海、光华分公司）
		浙江顺源化工有限公司
		浙江高田汽车安全装置有限公司
安徽	4	宁波振华烟花信号有限公司
		安徽雷鸣科化股份有限公司
		淮南舜泰化工有限责任公司
		安徽盾安民爆器材有限公司
福建	3	安徽江南化工股份有限公司
		福建海峡科化股份有限公司（永安、烽林分公司）
		福建省民爆化工股份有限公司（兰翔、福安、龙岩红碳山、永春天湖山分公司）
江西	2	福建漳州久依久化工有限公司
		江西国泰民爆器材股份有限公司
		江西威源民爆器材有限责任公司
山东	14	山东凯乐化工有限公司
		山东银光化工集团有限公司（曲阜、泰安分公司）
		山东银光科技有限公司（枣庄分公司）
		威海市三泰爆破器材厂
		威海武岭爆破器材有限公司
		山东北方民爆器材有限公司
		山东泰山民爆器材有限公司
		新疆燎原机器厂泰安射孔弹厂
		山东天宝化工有限公司
		潍坊龙海民爆有限公司（招远分公司）
		山东圣世达化工有限责任公司
		新时代（济南）民爆科技产业有限公司
		澳瑞凯（威海）爆破器材有限公司
		青岛昌隆达爆破器材有限公司
河南	5	河南固始华通化工有限公司（宇豪分公司）
		河南豫煤爆破器材有限公司
		河南省荥阳松光民爆器材有限公司（辉县分公司）

湖北	3	前进民爆股份有限公司（兰光、汤阴分公司）
		南阳市神威民爆有限公司
		湖北凯龙化工集团股份有限公司（恩施、广水瑞达、麻城分公司）
		湖北东神化工科技有限公司（大冶、十堰、随州、襄樊分公司）
湖南	3	湖北帅力化工有限公司
		湖南南岭民用爆破器材股份有限公司（祁东、芷江、汨罗分公司）
		湖南神斧集团（向红机械化工、湘器、一六九、邵阳三化）
		湘西自治州七〇化工有限公司
广东	5	常德石门二化（已被葛洲坝易普力收购）
		广东省力拓民爆器材厂（罗定、南海分厂）
		广东天诺民爆有限公司（梅县、华威分公司）
		广州市增城化工厂
广西	2	广东省明华机械有限公司
		惠州市国营东江化工厂
		广西柳州威奇化工有限责任公司
		广西金建华民用爆破器材有限公司
四川	10	四川雅化实业集团股份有限公司（绵阳、旺苍、三台、攀枝花分公司）
		四川通达化工有限责任公司（达州、峨边、彭州分公司）
		四川凯达化工有限责任公司（江阳、横江、南红分公司）
		四川省绵竹兴远特种化工有限公司（绵竹、美姑分公司）
		四川省南部永生化工有限责任公司
		中国航天科技集团公司川南机械厂（692厂）
		四川石油射孔器材有限责任公司
		四川省宜宾威力化工有限责任公司
		四川省威力富戎化工有限公司
		西昌永盛实业有限责任公司
重庆	2	重庆顺安爆破器材有限公司
		重庆葛洲坝易普力股份有限公司（攀枝花分公司）
贵州	2	贵阳久联化工有限责任公司
		贵州盘江民爆有限公司
云南	1	云南民爆集团有限责任公司（国营包装厂、水富分厂、宣威分厂、燃一分公司、六七四分厂、安化公司、燃二公司、安宁化工玉溪、开远、武定分厂、五八一分公司、金沙人分公司）
西藏	1	西藏高争民爆物资有限责任公司
陕西	8	陕西北方民爆集团有限公司（渭南、汉中、延安）
		陕西红旗民爆集团有限责任公司
		西安庆华民用爆破器材股份有限公司
		陕西庆华民爆集团有限公司
		西安近代化学研究所
		陕西应用物理化学研究所
		金维城钼业股份有限公司
		陕西中天火箭技术有限责任公司
甘肃	1	久联发展（礼县白银雪松、陇兴、兰州和平、酒泉、阿克塞、和平金

		城)
青海	2	青海海西东诺化工有限公司
		青海青乐化工机械有限责任公司
宁夏	2	宁夏天长民爆有限责任公司
		吴忠市安盛民爆有限公司
新疆	2	新疆天河化工有限公司宁夏分公司
		新疆雪峰民用爆破器材有限责任公司
合计	149	-

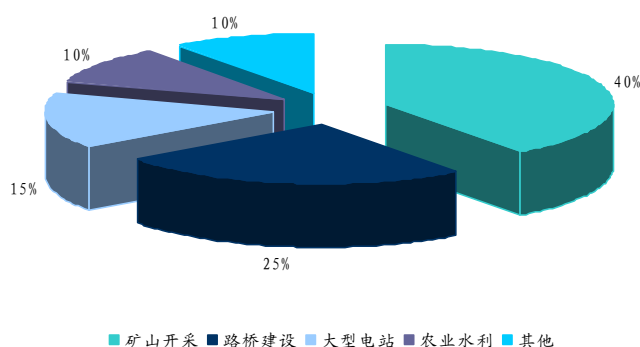
资料来源：长江证券研究部（备注：截止到 2010 年 7 月）

看好未来中西部地区民爆行业发展

分区域来看，未来民爆行业的增长主要来自中西部地区

从下游来看，工业炸药主要用于矿山开采、铁路建设、道路桥梁建设和水利建设等领域（其中，矿山开采工业炸药用量占据 40%）。基于 2 个主要原因，我们认为中西部将是工业炸药需求增长的主要地区：（1）中西部矿山资源丰富；（2）在政策推动下，中西部在大力发展铁路、公路、水利等基建工程。

图 5：全国工业炸药用途占比



资料来源：长江证券研究部

从产量来看，山西、云南、内蒙古、辽宁和四川位居前 5

2007 年和 2008 年，山西、云南、内蒙古、辽宁和四川工业炸药产量都位居国内前 5，5 省产量占全国产量的 36.88% 和 36.18%，其中山西省占国内产量的 10% 以上。

表 6：2007-2008 分省份工业炸药产量（万吨）统计

省份	2008			2007		
	产量	占比	排名	产量	占比	排名
山西	29.41	10.11%	1	29.33	10.25%	1
云南	19.99	6.87%	2	17.69	6.18%	5
内蒙古	19.06	6.55%	3	19.73	6.90%	2
辽宁	18.68	6.42%	4	19.55	6.83%	3
四川	18.11	6.22%	5	19.22	6.72%	4
河北	14.06	4.83%	6	14.71	5.14%	7
山东	13.98	4.81%	7	14.73	5.15%	6
浙江	13.16	4.52%	8	13.21	4.62%	8
安徽	12.64	4.35%	9	11.04	3.86%	10
河南	12.06	4.15%	10	9.87	3.45%	12
广东	11.73	4.03%	11	11.84	4.14%	9
湖南	10.80	3.71%	12	10.87	3.80%	11
湖北	10.33	3.55%	13	9.21	3.22%	14
江西	9.61	3.30%	14	9.32	3.26%	13

重庆	9.56	3.29%	15	6.51	2.27%	19
福建	9.45	3.25%	16	8.77	3.07%	15
陕西	7.72	2.65%	17	8.63	3.02%	16
贵州	7.42	2.55%	18	6.89	2.41%	18
黑龙江	7.40	2.54%	19	7.95	2.78%	17
江苏	6.80	2.34%	20	6.36	2.22%	20
新疆	5.44	1.87%	21	4.78	1.67%	23
广西	5.05	1.74%	22	5.21	1.82%	22
大连	4.54	1.56%	23	5.59	1.95%	21
甘肃	3.73	1.28%	24	3.69	1.29%	25
吉林	3.21	1.10%	25	3.80	1.33%	24
青海	2.60	0.89%	26	2.01	0.70%	27
宁夏	2.10	0.72%	27	2.22	0.78%	26
北京	1.00	0.34%	28	2.00	0.70%	28
海南	0.87	0.30%	29	0.71	0.25%	29
天津	0.20	0.07%	30	0.41	0.14%	30
西藏	0.20	0.07%	31	0.26	0.09%	31
合计	290.90	100.00%	-	286.12	100.00%	-

资料来源：长江证券研究部

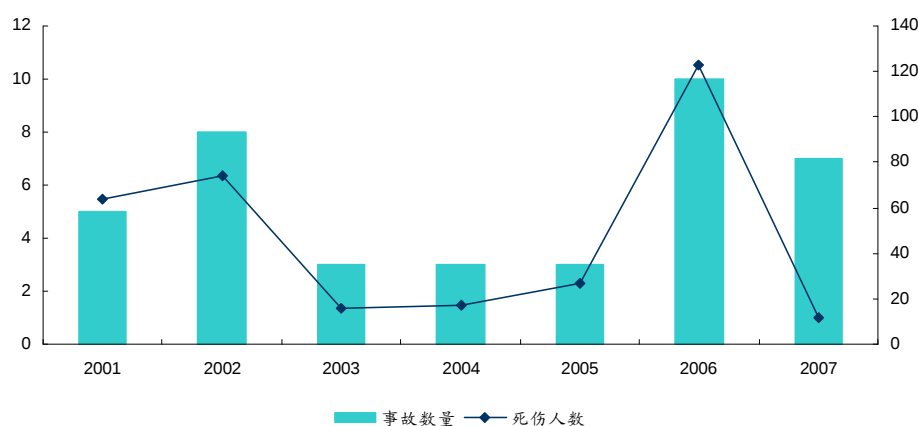
民爆行业盈利能力取决于硝酸铵，爆破工程服务是未来方向

我们认为，在工业炸药价格受国家管制的情况下，其盈利能力将主要取决于占其成本 45% 左右的硝酸铵；爆破工程服务未来将成为民爆公司的发展方向。

民爆价格受国家管制

鉴于民爆行业的特殊性，我国对工业炸药实行价格管制。在最近十年中，国家对民爆产品价格直接调控只有 2005 和 2008 两次，并且都是在硝酸铵涨价幅度太大、行业内大面积企业发生亏损的背景下。

图 6：民爆行业高危性决定了行业监管幅度较大



资料来源：长江证券研究部

表 7：近年来国家对民爆产业实施过两次价格调控

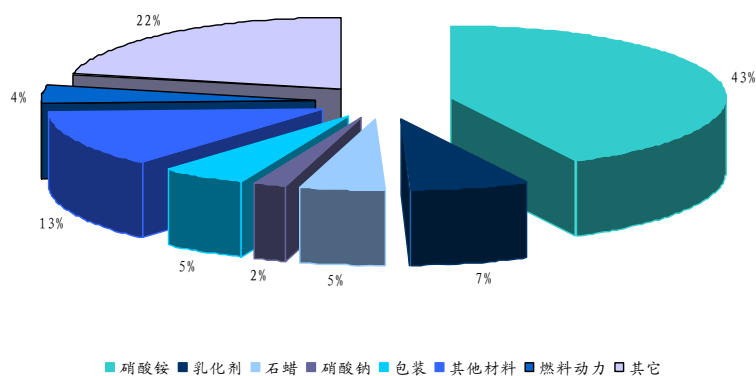
年份	背景	政策
2008	2008 年以来民用爆破器材生产所需能源、原材料价格持续大幅度上涨，企业生产出现全面亏损	1、普遍提价近 30% 2、民用爆破器材出厂指导价格允许浮动幅度由现行下浮 5%、上浮 10%，扩大为上下 15% 3、各生产企业供地震灾区救灾和重建使用的民用爆破器材价格不得上浮
2005	民用爆破器材生产所需能源、原材料价格持续大幅度上涨，企业生产已全面亏损	1、适当提高民用爆破器材出厂基准价格，同时制定膨化硝酸铵炸药等 21 种产品出厂基准价格 2、将民用爆破器材出厂指导价格允许上下浮动 5% 的幅度改为上浮幅度为 10%，下浮幅度维持 5% 不变 3、加强价格监督

资料来源：国家发改委，长江证券研究部

硝酸铵成本决定民爆行业的盈利能力

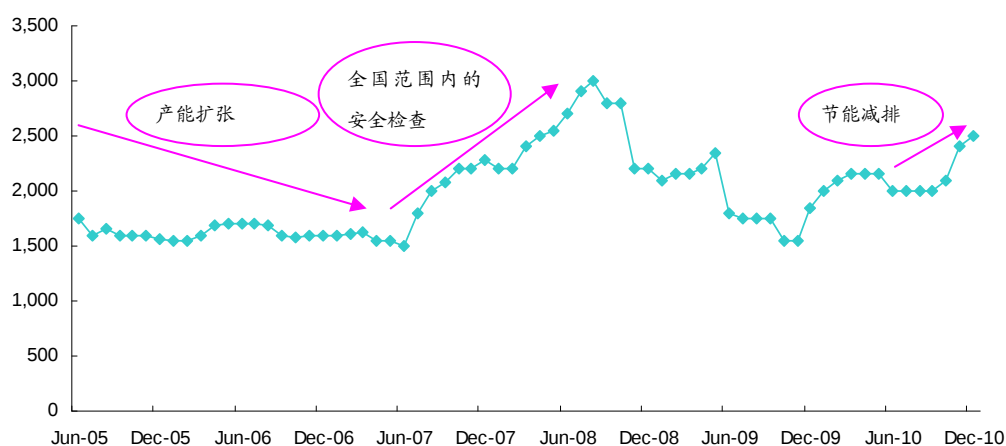
硝酸铵是工业炸药最主要的原料，占据其生产成本的 45% 左右（每吨工业炸药用 0.7 吨左右的硝酸铵）。我们认为，在工业炸药国家管制的情况下，硝酸铵成本将会决定民爆企业的整体盈利水平。

图 7：硝酸铵占工业炸药生产成本比例在 45%左右



资料来源：长江证券研究部

图 8：硝酸铵占工业炸药生产成本比例在 45%左右



资料来源：百川资讯，长江证券研究部(备注：2007 年及以前数据为化肥用硝酸铵价格)

从供需来看，国内每年需要的硝酸铵大约在 270 万吨左右，而国内产能 2009 年就已经超过 450 万吨，2010 年更是有众多硝酸铵生产厂商扩产（如兴化股份 2010 年 4 月份 25 万吨硝酸铵募投项目试车）。

值得一提的是，在 6 家 A 股民爆上市公司中，目前没有一家上市公司实现硝酸铵自给；南岭民爆控股股东在建 10 万吨硝酸铵产能，预计 2012 年中期建成。

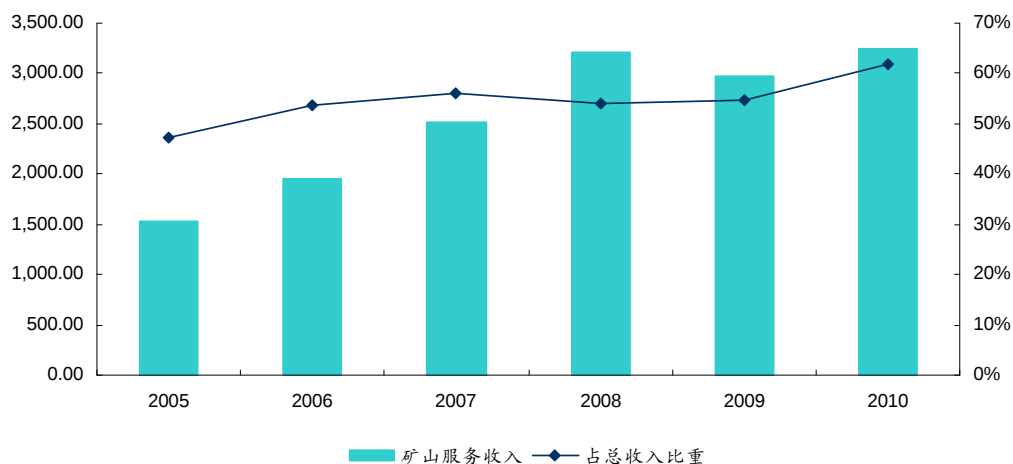
提供爆破工程服务是民爆公司的发展方向

往下游延伸到爆破和流通领域，是民爆企业基于实施一体化解决方案的考虑。爆破工程服务价格可由公司自主控制，具有较高弹性，而且在客户维系方面具有粘性；一体化工程服务对公司规模、技术水平及资质能力均提出要求，具有一定壁垒。因此，爆破工程服务业务将成

为民爆公司的发展方向。目前 6 家 A 股民爆上市公司都已经进入爆破工程领域，其中久联发展的爆破业务最大。

至于流通领域，6 家 A 股民爆公司都有涉及，但业务比重非常小。

图 9：Orica 工程服务占收入比重 60%



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

表 8：爆破与拆除工程专业承包企业资质等级标准

资质级别	一级	二级	三级
施工经验	近 5 年承担过下列 2 项中 1 项 (1) B 级以上的大爆破工程 2 个 (含硐室爆破、露天深孔爆破、地下或水下深孔爆破)； (2) A 级复杂环境深孔爆破或拆除爆破或城市控制爆破工程 2 个	近 5 年承担过下列 2 项中 1 项 (1) C 级以上的大爆破工程 2 个 (含硐室爆破、露天深孔爆破、地下或水下深孔爆破)； (2) B 级复杂环境深孔爆破或拆除爆破或城市控制爆破工程 2 个	近 5 年承担过下列 3 项中 1 项 (1) D 级以上的大爆破工程 2 个 (含硐室爆破、露天深孔爆破、地下或水下深孔爆破)； (2) C 级复杂环境深孔爆破或拆除爆破或城市控制爆破工程 2 个； (3) 采用机械或人工作业方式拆除高度为 10 米以上建筑物、构筑物 3 座。
人力资源	经理 (10)；总工程师 (10 年)；有职称的工程技术和经济管理人员不少于 40 人，其中爆破、机械、电气、仪表、地质等工程技术人员不少于 30 人；工程技术人员中，中级以上职称的人员不少于 15 人，其中爆破专业高级职称的人员不少于 3 人。一级资质项目经理不少于 3 人	经理 (8 年)；技术负责人 (8 年)；有职称的工程技术和经济管理人员不少于 20 人，爆破、机械、电气、仪表、地质等工程技术人员不少于 15 人；工程技术人员中，中级以上职称的人员不少于 10 人，其中爆破专业具有高级职称的人员不少于 1 人。二级资质以上项目经理不少于 3 人	经理 (5 年)；技术负责人 (5 年)；有职称的工程技术和经济管理人员不少于 12 人，其中工民建、机械、爆破专业技术人员不少于 8 人；工程技术人员中，中级以上职称的工民建、机械、爆破专业技术人员不少于 4 人。三级资质以上项目经理不少于 4 人
资金收入	注册资本金 600 万元以上，净资产 720 万元以上 近 3 年最高年工程结算收入 3000	注册资本金 300 万元以上，净资产 360 万元以上 近 3 年最高年工程结算收入 1500	注册资本金 100 万元以上，净资产 120 万元以上 近 3 年最高年工程结算收入 500 万元

设备 认证 可承包 工程 范围	万元以上	万元以上	以上。
	钻孔机、风镐、空压机、发电机、测震仪、全站仪等施工及检测设备	钻孔机、风镐、空压机、发电机、测震仪、全站仪等施工及检测设备	相应的专业拆除施工机械及测试仪器
	具备有关部门核发的 A、B 级大爆破和拆除爆破设计证书和爆炸物品使用许可证	具备有关部门核发的 C 级大爆破和 B 级拆除爆破设计证书和爆炸物品使用许可证	具备有关部门核发的 D 级大爆破和 C 级拆除爆破设计证书和爆炸物品使用许可证
	可承担各类各等级的大爆破工程、复杂环境深孔爆破、拆除爆破及城市控制爆破工程及其他爆破与拆除工程施工	可承担单项合同额不超过企业注册资本金 5 倍，且 C 级及以下的大爆破工程和 B 级及以下复杂环境深孔爆破、拆除爆破及城市控制爆破及其他爆破与拆除工程施工	可承担单项合同额不超过企业注册资本金 5 倍，且 D 级及以下的大爆破工程和 C 级及以下复杂环境深孔爆破、拆除爆破及城市控制爆破工程施工，采用机械或人工作业方式拆除各类建筑物、构筑物

资料来源：长江证券研究部

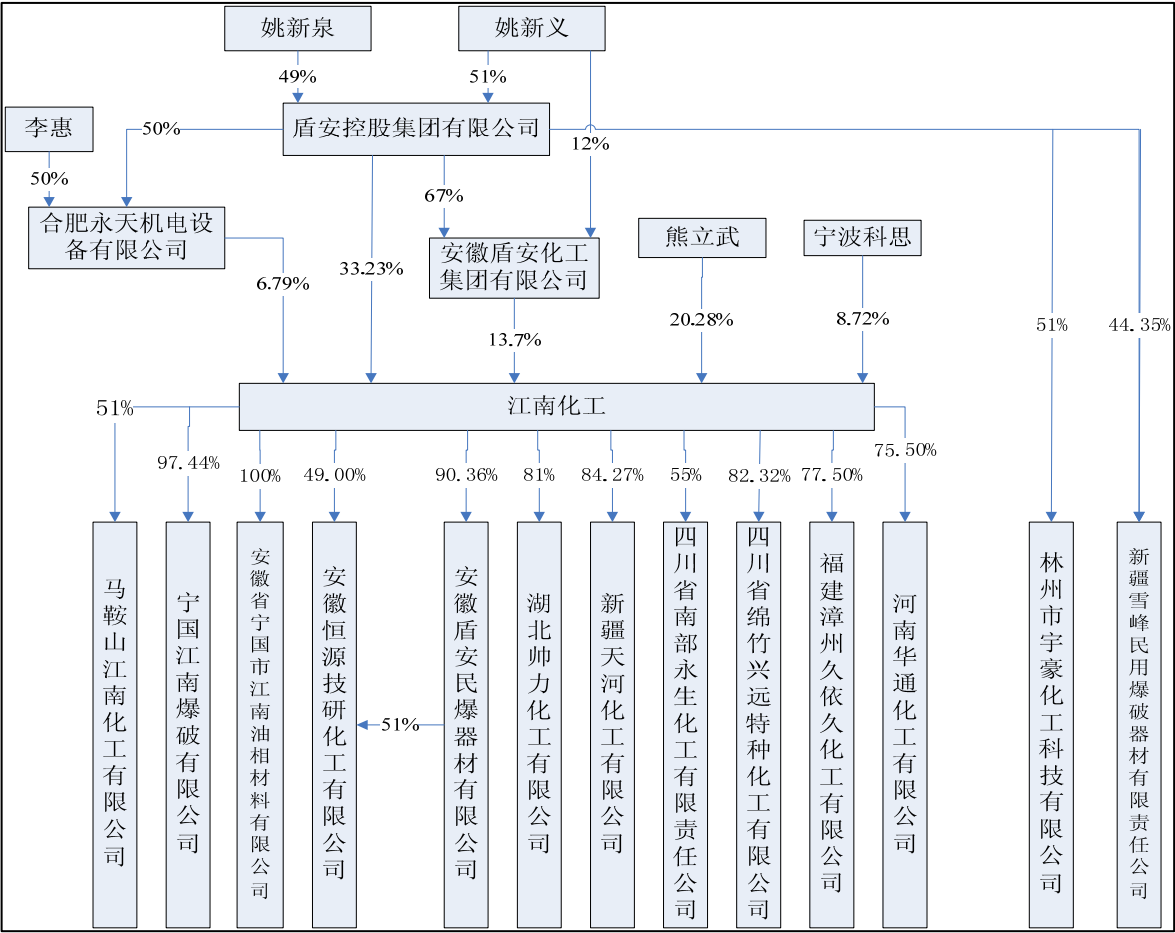
民爆上市公司投资要点

江南化工：推荐

增发完成后，盾安持有江南化工 46.93%的股权，成为实际控制人

根据江南化工此前公告，江南化工拟对民营背景的盾安控股和盾安化工定向增发收购其持有的 8 家公司股权；增发完成后，盾安将合计持有江南化工 46.93%的股权，成为公司实际控制人。

图 10：江南化工股权结构（增发完成后）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

新江南化工炸药许可产能增至 24.45 万吨，产品销售跨入中西部

增发完成后，江南化工炸药许可产能将有 6.6 万吨增至 24.45 万吨；公司的布局也更加合理，不仅增强了公司在安徽的优势地位，还成功进入新疆、四川等中西部地区。

表 9：江南化工产能统计（按照增发完成后）

子公司	持股比例	种类	产能（吨）
新疆天河	84.27%	膨化硝酸炸药	12,000
		胶状乳化炸药	12,000
		震源药柱	8,000

绵竹兴远	82.32%	改性铵油炸药	12,000	
		胶状乳化炸药	16,000	
漳州久依久	77.50%	胶状乳化炸药	10,000	
		膨化硝铵炸药	8,000	
河南华通	75.50%	胶状乳化炸药	10,000	
		粉状乳化炸药	8,000	
四川南部民生	55.00%	改性铵油炸药	12,000	
		胶状乳化炸药	12,000	
安徽恒源技研	49.00%	粉状乳化炸药	12,000	
		多孔粒状铵油炸药	3,000	
安徽盾安民爆器材	90.36%	改性铵油炸药	3,000	
		胶状乳化炸药	15,000	
		粉状乳化炸药	11,000	
		粉状乳化炸药	8,000	
湖北帅力	81.00%	工业火雷管	2000 万发	
		工业导爆索	700 万米	
		胶状乳化炸药	10,000	
马鞍山江南化工	51.00%	多孔粒状铵油炸药	4,000	
		乳化铵油炸药	2,000	
		粉状乳化炸药	27,000	
江南化工		胶状乳化炸药	21,000	
		多孔粒状铵油炸药	2,000	
		总产能	炸药	24.45 万吨
合计	按权益产能	膨化硝铵炸药	16,312	
		胶状乳化炸药	84,837	
		粉状乳化炸药	60,870	
		铵油炸药	36,020	
		小计	198,039	
		震源药柱	8,000	
		工业火雷管	2000 万发	
		工业导爆索	700 万米	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

利润补偿协议为公司 2010-2012 年业绩提供保证

根据盾安与江南化工签订的补偿协议，盾安本次注入的 8 家公司对应的 2010 年度、2011 年度及 2012 年度预测净利润数分别为人民币 13,527.22 万元、15,469.47 万元及 17,579.67 万元；按照增发完成后公司总股本 26376 万股计算，本次增发注入资产保证的 EPS 分别为 0.51、0.59 和 0.67 元。

假设江南化工原有 6.6 万吨炸药贡献净利润稳定在 7500 万元，贡献 EPS 0.28 元（按照增发完股份计算），那么 2010-2012 年的每股收益至少为 0.80、0.87 和 0.95 元。

盈利预测

我们预计，假设江南化工完成对盾安的增发，2010-2012 年，江南化工每股收益分别为 0.88、1.02 和 1.18 元。

风险因素

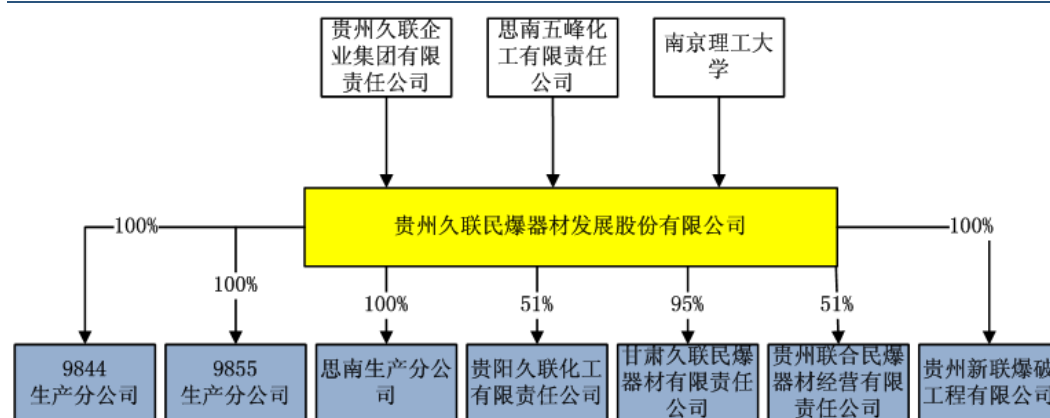
对盾安增发尚需得到有关部门批准；硝酸铵涨价。

久联发展：推荐

炸药产能 14 万吨，率先跨区域整合，并进入爆破工程领域

公司在贵州和甘肃地区的凭照产能分别达到 8.7 和 5.3 万吨，公司 2009 年炸药产量 7.5 万吨，2010 年预计在 8.5-9 万吨。

图 11：久联发展股权结构（增发完成后）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

盈利预测

我们预计，假设久联发展 2011 年完成增发，2010-2012 年，江南化工每股收益分别为 0.57、0.87 和 1.05 元。

风险因素

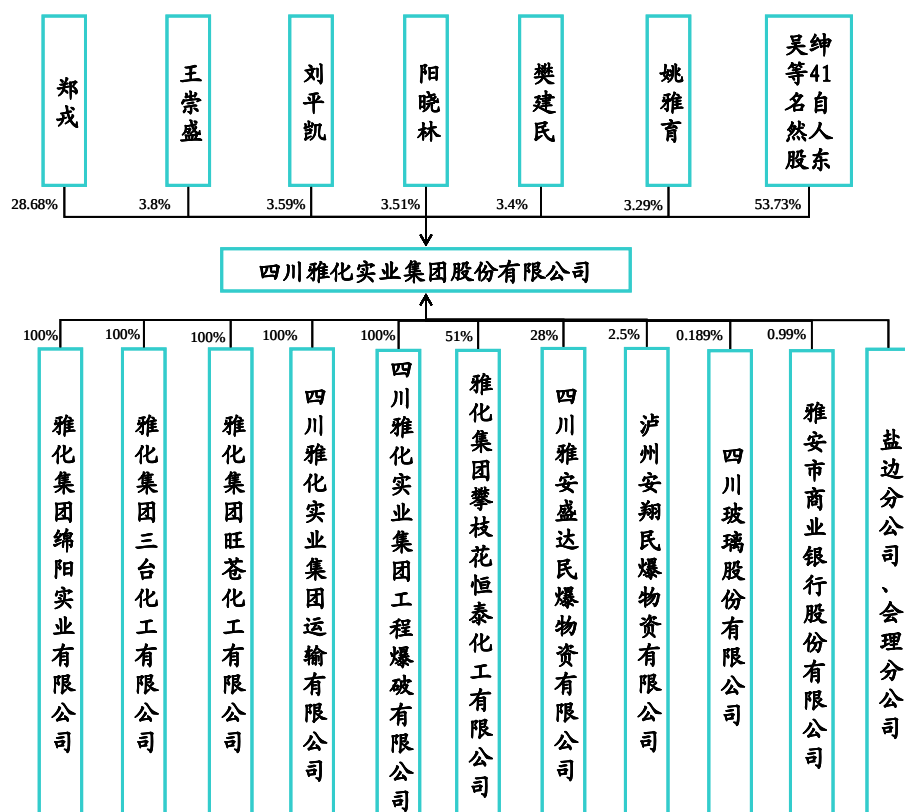
公司增发方案尚需得到有关部门批准；硝酸铵涨价。

雅化集团：推荐

炸药产能达到 8.2 万吨，占据四川省内 1/4 的市场份额

雅化集团现有 8.2 万吨炸药产能，2009 年度，公司乳化炸药和膨化硝酸炸药产量达到 5.16 万吨，占四川省工业炸药总产量的 25.67%（2009 年四川省工业炸药总产量达到 20.1 万吨，同比增长 10.9%）。

图 12：雅化集团股权结构图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 10：雅化集团产能统计

产品种类		产能 (吨)
工业炸药	乳化炸药	64000
	膨化硝铵炸药	18000
	合计	82000
工业雷管	工业电雷管	10950 万发
	导爆管雷管	5000 万发
	电子雷管	50 万发
	合计	16000 万发
工业索类	工业导爆索	500 万米

资料来源：公司公告，长江证券研究部

盈利预测

我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 1.09 元、1.14 元和 1.17 元。

风险因素

硝酸铵涨价。

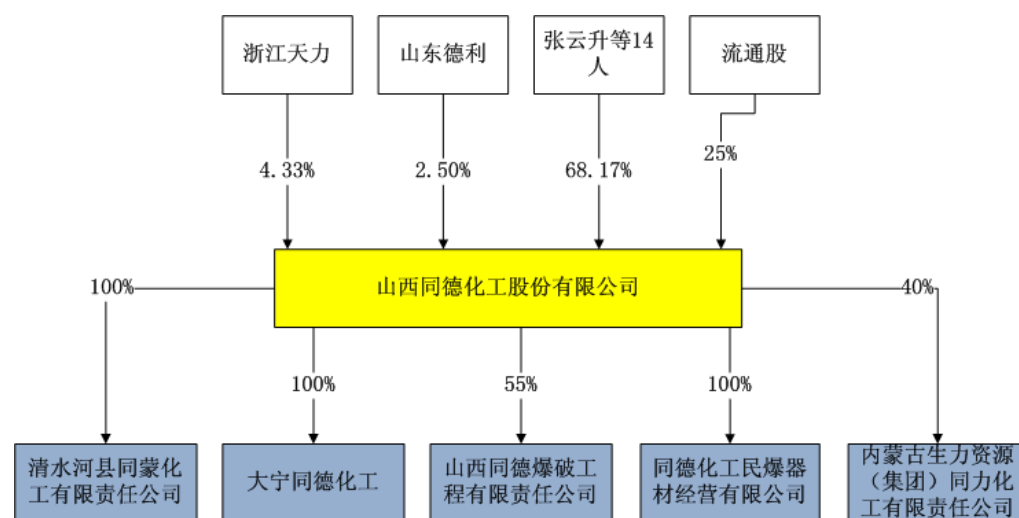
同德化工：无投资评级

炸药产能达到 7.2 万吨，进入爆破和流通领域

同德化工地处山西省，销售区域集中在山西和内蒙古；预计 2011 年 IPO 项目全部建设完毕

后公司炸药产能达到 7.2 万吨；公司正在进入爆破工程和民爆器材流通领域。

图 13：同德化工股权结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 11：同德产能统计

公司	持股比例	炸药种类	产能（吨）
同德化工		膨化硝铵炸药	10,000
		其他铵油类炸药	6,000
		胶状乳化炸药	19,000
		粉状乳化炸药	10,000
		多孔粒状铵油炸药	3,000
同蒙化工	100%	粉状乳化炸药	6,000
大同同德化工	100%	改性铵油炸药	6,000
		膨化硝铵炸药	12,000
合计			72,000

资料来源：公司公告，长江证券研究部

盈利预测

我们预计，2010-2012 年，江南化工每股收益分别为 0.85、1.02 和 1.17 元。

风险因素

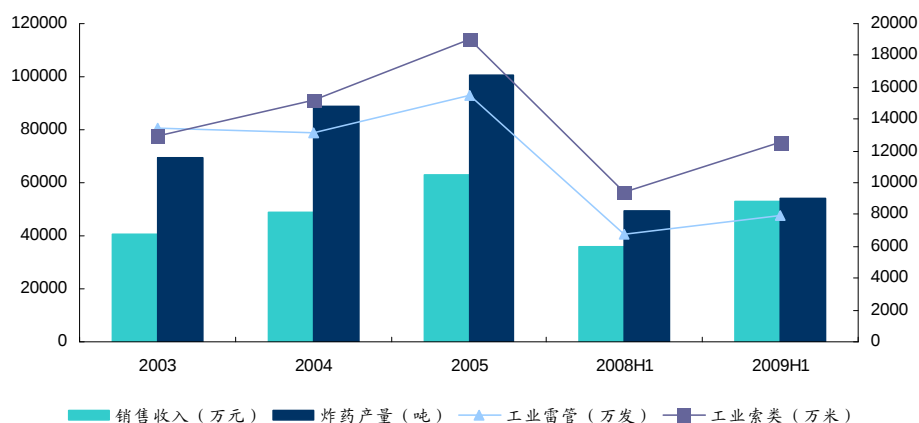
公司收购成立的大同同德化工 2010 年上半年仍处于亏损状态；硝酸铵涨价。

南岭民爆：无投资评级

与神斧集团牵头湖南民爆行业

湖南省民爆行业原有 15 家生产企业（其中商品生产企业 9 家，自产自用 6 家），到目前为止，已经通过吸收并购减少为 4 家。分别为：南岭民爆、神斧集团、西部民爆及常德石门二化（已被葛洲坝易普力公司收购）。

图 14：湖南省民爆行业整体规模在十亿左右



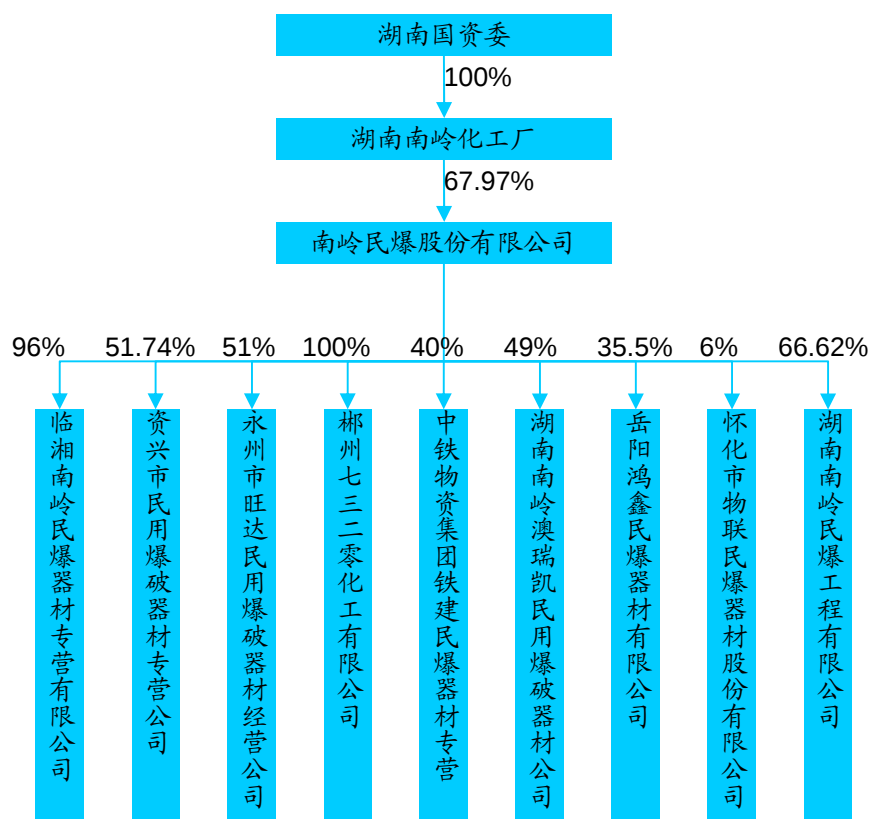
资料来源：湖南省民爆协会（备注：收入及炸药产量为左轴，雷管及工业索类为右轴）

表 12：南岭民爆控股及参股公司财务表现（单位：万元）

控股及参股公司	持有股 权	注册资 本	业务	2010H1 收入	2010H1 净利润	2009 净 利润	2008 净利润
临湘南岭民爆器材专营有限公司	96%	100	民爆器材销售	309.11	26.72	53.84	41.88
湖南南岭民爆工程有限公司	66.62%	2194.41	爆破服务	493.98	-777.64	-685.67	13.3
资兴市民用爆破器材专营有限责 任公司	51.74%	58	民爆器材产品配 送及延伸服务	710.82	72.32	141.14	120.65
永州市旺达民用爆破器材经营有 限公司	51%	2000	民用爆炸物品销 售	4128.95	474.65	1550.14	425.2
郴州七三二零化工有限公司	100%	2108.32	炸药生产销售	4653.35	889.37	2710.16	925.31
中铁物资集团铁建民爆器材专营 有限公司	40%	1600	中国铁道建筑总 公司所属各工程 局供应民爆器材	3521.61	173.06	377.4	112.44
湖南南岭澳瑞凯民用爆破器材有 限责任公司	49%	11000	炸药生产销售	0	0		
岳阳鸿鑫民爆器材有限公司	35.10%	100	民爆器材销售	1476.69	12.12	23.5	5.11
怀化市物联民爆器材股份有限公 司	6%					22.76	-18.54

资料来源：公司公告、长江证券研究部

图 15：南岭民爆股权结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

技改全部完成，产能增至 9.1 万吨

公司近年来对落后的铵梯炸药进行了置换，随着平江新增 12000 吨/年膨化硝铵炸药和 12000 吨/年乳化炸药的建成，公司技改项目基本完成，产能达 9.1 万吨。

表 13：南岭民爆产能增至 9.1 万吨

分厂名称	产品	产能
双牌分公司	改性铵油炸药	12000
	移动车用改性铵油炸药	3000
平江分公司	乳化炸药	12000
	膨化硝铵	12000
祁东分公司	乳化炸药	12000
	膨化硝铵炸药	10000
芷江分公司	膨化硝铵炸药	12000
7320 分公司	铵油炸药	12000
	乳化炸药	6000
合计		91000

资料来源：公司公告，长江证券研究部

盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.84、1.13、1.28 元。

风险因素

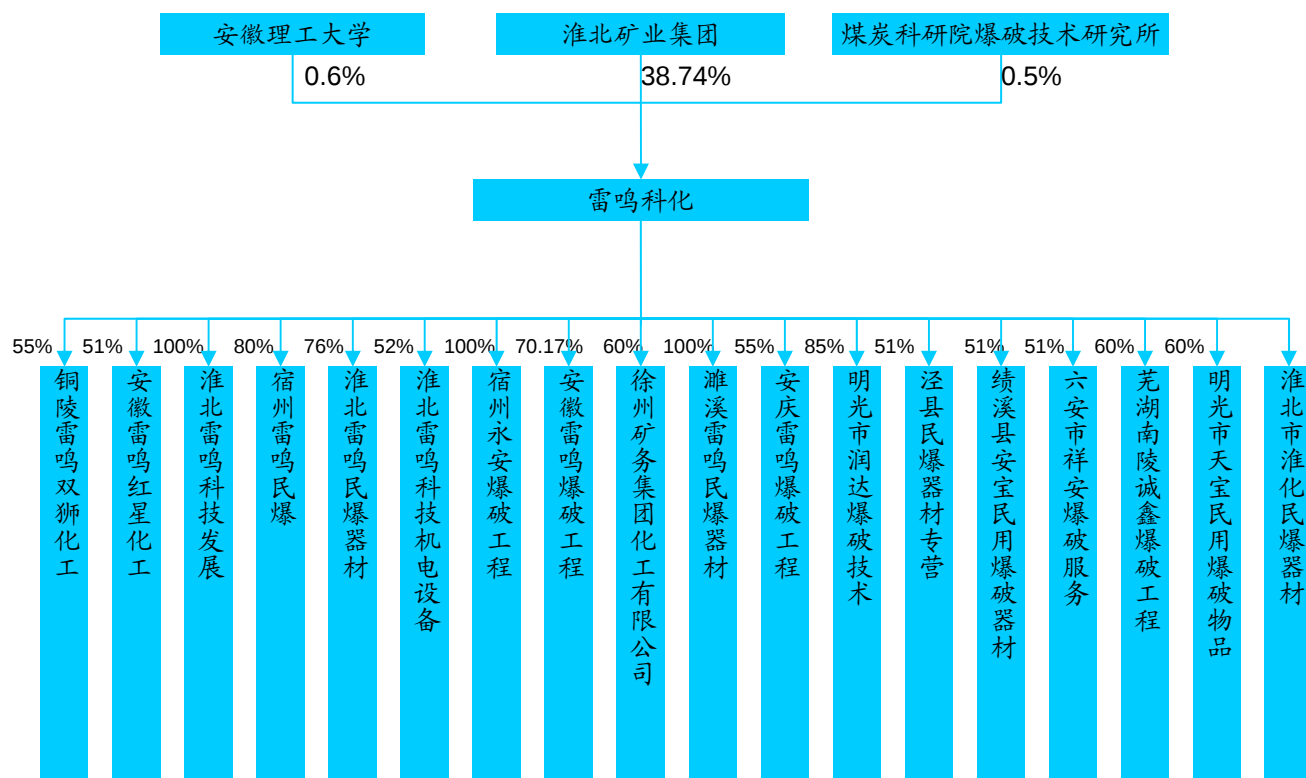
澳瑞凯延期投产；硝酸铵涨价

雷鸣科化：无投资评级

重组徐州矿务集团化工公司，迈出跨省并购第一步

公司在 2008 年吸收徐州矿务集团化工公司，迈出跨省并购第一步，此举不仅可以巩固苏北市场，还可以利用徐州地理优势，逐步外延吸收兼并。

图 16：雷鸣科化股权结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.62、0.66、0.68 元。

风险因素

硝酸铵涨价

行业重点上市公司估值指标与评级变化

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
002037.SZ	久联发展	21.29	0.57	0.87	1.05	37.35	24.47	20.28	推荐
002096.SZ	南岭民爆	31.13	0.85	1.14	1.28	36.62	27.31	24.32	无投资评级
002226.SZ	江南化工	23.72	0.88	1.02	1.18	26.95	23.25	20.10	推荐
002360.SZ	同德化工	36.00	0.85	1.02	1.17	42.35	35.29	30.77	无投资评级
002497.SZ	雅化集团	41.50	1.09	1.14	1.17	38.07	36.40	35.47	推荐
600985.SH	雷鸣科化	17.34	0.62	0.66	0.68	27.97	26.27	25.50	无投资评级

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崧玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊，武汉大学经济学硕士。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管 (8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理 (8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理 (8621) 68751003	13917628525	wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理 (8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理 (8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理 (8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理 (0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理 (0755) 82750396	15818552093	shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。