

化学制品

民爆行业结构发展失衡，关注区域龙头

独特观点

目前民爆行业呈现整体产能过剩，部分地区供不应求的状态。受益于近年西部大开发战略实施、国家基础建设加快、金属矿山开采力度加大和国家能源基地建设等政策措施作用下，西部地区民爆行业发展迅速，目前已处于一个景气高点，我们认为，中西部地区民爆企业，尤其是并购空间大，爆破服务一体化发展较好的相关民爆上市公司，景气高点将得以持续，且具有较大的发展空间。

投资要点

1. 从行业发展要求的角度考虑，民爆产品是向节能、高效、环保的方向发展。其中工业炸药的发展方向是乳化炸药和现场混装车炸药，起爆器材领域发展方向是导爆管雷管和电子雷管。投资的标的的选择应充分考虑产品结构是否优化合理，技改是否已充分完成。
2. 民爆行业整体产能过剩严重，区域发展失衡。中西部民爆产品供不应求，地域民爆上市公司处于景气高点，我们判断这一趋势仍将延续。民爆产品由于其特殊危险性，享有较高的毛利率。而决定其生产成本的主要原材料硝酸铵目前产能过剩有加剧趋势，我们认为短期内民爆产品的高毛利将得以保持。
3. 在行业主管部门大力推进民爆行业并购重组，着力培育有国际竞争力的大型民爆航母的大背景下，行业内并购组合将是大势所趋。我们首选融资平台好，现金流丰富，整合能力强，并购管理经验丰富的民爆上市公司。
4. 由于民爆产品价格受国家管控，无成本转嫁能力。传统民爆市场中，生产、流通、爆破各自为业，产业链中绝大部分利润被流通企业和爆破企业瓜分。爆破服务一体化是民爆行业拓展新的利润点的必经之路。投资标的应充分考虑爆破服务一体化的发展情况。
5. 我们重点推荐兼具地缘优势、横向整合空间巨大及爆破一体化发展迅速的民爆上市公司。主要包括久联发展、雅化集团和江南化工。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：曹令
Tel: 010-59370863
Email: caoling@hczq.com

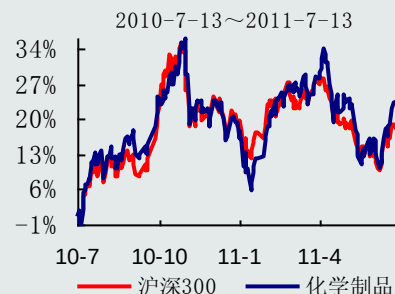
行业评级

行业评级：推荐
评级变动：首次评级

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
久联发展（002037）	推荐
雅化集团（002497）	推荐
江南化工（002226）	推荐

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

公司	EPS			PE		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
久联发展	0.98	1.19	1.29	28	19	17
雅化集团	0.72	0.90	1.20	23	18	14
江南化工	1.07	1.33	1.63	23	19	16

目录

一. 行业概览.....	4
1. 主要产品分类.....	4
2. 民爆产品发展趋势.....	4
二. 供需状况：总体产能过剩，中西部地区供不应求.....	7
1. 民爆行业发展与宏观经济密切相关.....	7
2. 总体产能过剩，区域发展失衡.....	8
2.1 . 矿产开发是民爆产品的最大市场.....	9
2.2 . 水利建设提升民爆产品需求.....	9
2.3 . 铁路、公路等交通设施建设投入加大，将近一步拓展民爆市场.....	10
三. 盈利能力：价格受制于国家管控，成本与硝酸铵价格密切相关.....	10
1. 护城河宽，行业特殊性使民爆行业享有较高毛利率.....	10
2. 成本与硝酸铵价格密切相关.....	11
3. 硝酸铵产能过剩严重，短期内价格大幅上涨概率不大.....	12
四. 行业发展方向：外延+内伸.....	13
1. 外延：并购整合实现产能扩张.....	13
2. 内伸：产业链向下游延伸，力争实现爆破服务一体化.....	16
五. 重点上市公司推荐.....	18
久联发展：爆破一体化服务飞速发展，前景看好.....	19
雅化集团：外延内伸，着力打造民爆巨头.....	20
江南化工：民爆行业整合并购的领军者.....	21

图表目录

图表 1	起爆器材与工业炸药分类	4
图表 2	工业炸药特性及发展情况	5
图表 3	“十一五”期间工业炸药产品结构明显优化	6
图表 4	起爆器材特性及发展情况	6
图表 5	“十五”和“十一五”末期起爆器材构成比重	7
图表 6	2009 年我国炸药、工业雷管需求结构	7
图表 7	工业炸药产量与固定资产投资规模密切相关	8
图表 8	工业炸药和工业雷管产量	8
图表 9	中西部地区矿产资源丰富	9
图表 10	“十五”和“十一五”期间水利、环境、公共设施管理业固定资产投资总额	9
图表 11	西部地区交通基础设施建设中长期规划	10
图表 12	民爆行业享有较高毛利率	11
图表 13	工业炸药成本构成	11
图表 14	民爆产品价格随硝酸铵价格上调	11
图表 15	主要民爆产品价格上调幅度	12
图表 16	硝酸铵产能严重过剩	12
图表 17	硝酸铵行业排名前 20 企业产能	13
图表 18	2009 年民爆行业前十大企业生产排名及市场份额	14
图表 19	排名前 20 名企业生产总值占行业生产总值比例	14
图表 20	我国生产企业多、户均生产量小	15
图表 21	“十二五”期间，民爆生产、流通企业将大大减少	15
图表 22	相关民爆上市公司近年来重大并购事项	16
图表 23	民爆企业向爆破服务一体化发展	17
图表 24	相关民爆上市公司近期爆破业务新进展	17
图表 25	民爆行业上市公司爆破业务营业收入迅速增长	18

一. 行业概览

民爆行业素有“能源工业的能源，基础工业的基础”之称，与基础设施建设、能源等行业密切相关，是国民经济中不可或缺的重要行业。

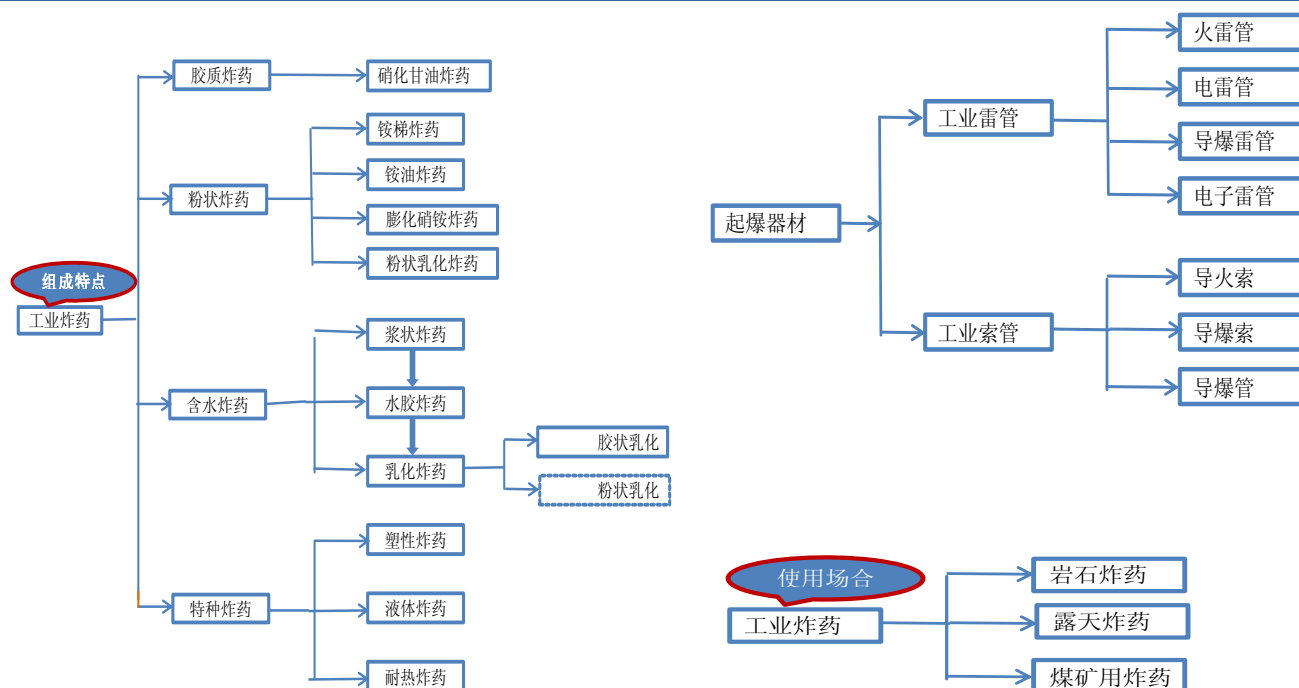
1. 主要产品分类

民爆产品主要分为两类：工业炸药和起爆器材。

工业炸药又称民用炸药，是以氧化剂和可燃剂为主体，按照氧平衡原理构成的爆炸性混合物，属于非理想炸药。其本身是一种相对稳定的平衡系统，在由外界施加一定能量（如爆炸能）的条件下，工业炸药能够自身活化并发生急剧的化学反应，在有限的空间和极短的时间内迅速释放大量的热量和生成大量气体。同时，这种化学反应过程通常还伴随有强烈的放光和声响等效应，并能够对周围的介质及物体产生明显的破坏作用，从而形成了一般意义上的爆炸。工业炸药按组成特点可分为胶质炸药、粉状炸药、含水炸药、特种炸药等；按使用场合则可分为岩石炸药、露天炸药、煤矿用炸药等品种。

起爆器材可分为工业雷管和工业索类两大类。起爆器材尤其是工业雷管通常都含有一定量的起爆药。从广义上来讲，起爆药也属于炸药的一种，其特征是敏感程度较高，在较少的初始能量如热能或机械能的作用下，即可被激发并迅速发展为爆轰，由此所形成爆轰波能够借助介质进行传播并最终引爆工业炸药或其他标的。起爆器材在易爆性方面远高于工业炸药，两者一般配套使用，以达到最佳的爆破效果。

图表 1 起爆器材与工业炸药分类



资料来源：华创证券

2. 民爆产品发展趋势

乳化炸药和现场混装车炸药是目前工业炸药的发展方向。早期的硝化甘油炸药，铵梯炸药等由于含有有毒有害物质，危害人体健康，污染环境，且爆破效率低下，已经被逐步淘汰。包

括我国在内的很多国家已经明令禁止生产、销售和使用硝化甘油炸药、铵梯炸药。**乳化炸药**由于具有安全环保、爆破效率高，可用于水下爆破等优点，是民爆行业近年来大力发展的品种，已成为目前使用范围最广的炸药。

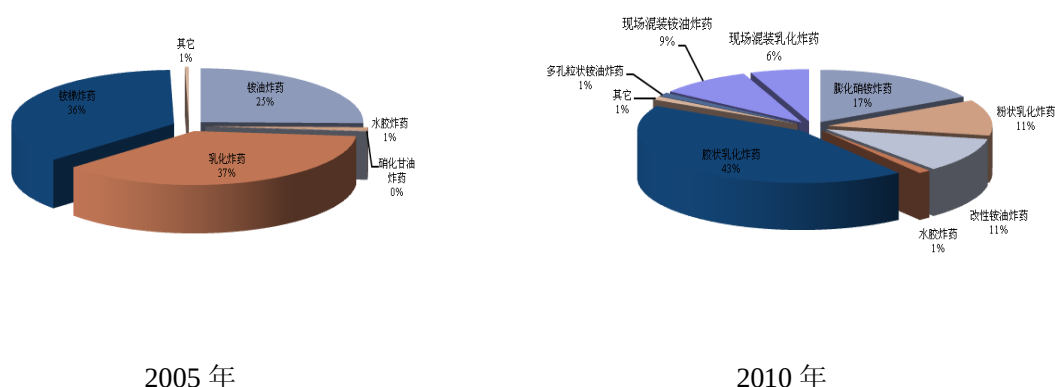
民爆行业爆破一体化服务蓬勃发展，与之配套的现场混装车炸药也发展迅猛。现场炸药混装车作业就是集原材料运输、炸药现场混制及机械化装药于一体的爆破技术。由于混装车炸药无需外包装，没有厂房等设施投入，可当地采购原材料，大大降低了炸药长途运输的风险和成本，可实现跨省区流动施工，“民爆爆炸物品行业十二五发展规划”明确指出：**工业炸药向现场混装和散装型方向发展**，现场混装和散装型产品所占比例达到50%以上。欧美、南非等国的炸药消耗总量中，现场混装炸药比重高达80%以上。而我国现场混装炸药产能从“十五末”的不到1%增长到2010年的14.9%，仍有很大的发展空间。

图表 2 工业炸药特性及发展情况

炸药种类	成分	特性	发展情况
硝化甘油炸药	硝化甘油、硝化棉、硝酸铵	最早的工业炸药，爆破性能较好；敏感度高、毒性大、成本高	已淘汰
铵梯炸药	硝酸铵、TNT、木粉	敏感度底、爆破性能优良；易吸湿，毒性大，污染环境	已淘汰
铵油炸药（ANFO）	硝酸铵、燃料油	制造简单，成本低廉；爆破能力较差	目前多为多孔粒状硝酸铵炸药。
膨化硝铵炸药 可看成铵油炸药的一种	膨化硝铵、燃料油、木粉	制造简单，成本较低，爆破性能良好，安全无污染；抗水性不如乳化炸药	我国处于国际先进水平，鼓励发展。
浆状炸药	氧化剂、可燃剂、水	第一代含水炸药。抗水，爆破性能良好，安全性好，使用方便；生产工艺复杂，成本较高	基本淘汰
水胶炸药	氧化剂、可燃剂、水	第二代含水炸药。在浆状炸药基础上利用有机氮硝酸盐为敏化剂，雷管敏感度高，抗水，爆破性能良好，安全性好，使用方便；生产工艺复杂，成本较高	普及程度不高
胶状乳化炸药	氧化剂、可燃剂、水	第三代含水炸药。抗水性强、爆炸性能好、安全性能高，成本低于水胶炸药	大力发展
粉状乳化炸药	无机氧化剂、油相	乳化炸药新品种，保留了胶状乳化炸药的抗水性，又具备粉状炸药高性能。外观为粉末状，便于用户使用，有较长的贮存期和一定的抗水性，是粉状铵梯炸药理想的替代产品。	

资料来源：华创证券

图表 3 “十一五”期间工业炸药产品结构明显优化



资料来源：华创证券

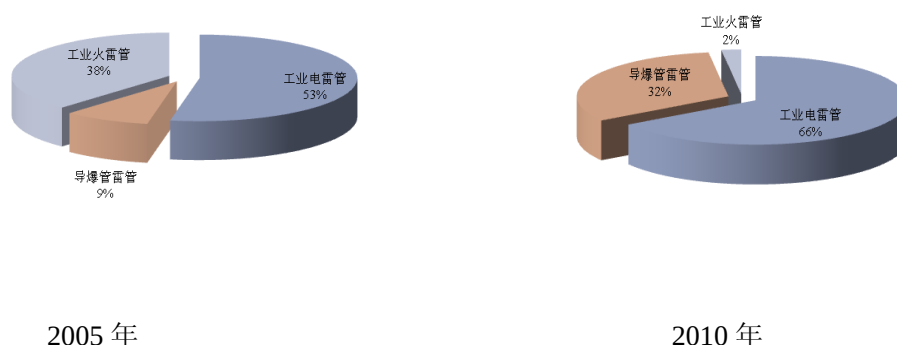
起爆器材领域目前发展方向是导爆管雷管和电子雷管。由于工业索类的主要作用是传爆，用量比较小，有些雷管如电子雷管等不需要索类传爆，所以常说的起爆器材主要以工业雷管为主。“十一五”期间，导爆管雷管的产量由 2005 年的 8.9% 增加到 2010 的 32.1%。“民爆爆炸物品行业十二五发展规划”提出，工业雷管要向高可靠性、智能型方向发展，着力发展导爆管雷管，导爆管雷管所占比例达到 50% 以上，电子雷管所占比例达到 2% 以上。

图表 4 起爆器材特性及发展情况

	品种	特性	使用及发展情况
工业雷管	火雷管	最早最简单的一个品种，主要以导火索来引爆，操作风险较大。	已淘汰。
	瞬发电雷管	通电后立刻发生爆炸的雷管	应用范围较为广泛，对杂散电流的抵抗能力较弱。
	延期电雷管	安装了延期体，具有高精度的延期时间，能有效减轻地震波效应、减少二次破碎量、控制矿石块度并提高爆破效率。	
	导爆管雷管	安装了与导爆管相连接的塑料连接套，通过激发导爆管、产生爆轰波的方式来引爆雷管	较强的抗杂散电流能力，安全性强，操作方便，抗潮能力强；不能在有瓦斯或矿尘爆炸危险的环境中使用。
	电子雷管	采用了微电子延期模块取代了传统的延期体	精度高，应用范围广，安全性强，能抗杂散电流、电磁辐射，可在水下、有瓦斯或矿尘爆炸危险的环境中使用，采用专用电子起爆装置起爆，能够有效防止雷管被非法使用；技术要求高，售价昂贵。
工业索管	导火索	导火索是一种以黑火药为索芯，在一定时间内将火焰传递给火雷管或黑药包，将其引爆。	燃烧时会产生火焰，安全性较差且不能在有瓦斯和矿尘爆炸危险的环境中使用。已淘汰。
	导爆索	难以用火焰点燃，需要用另一种起爆器材（如雷管）进行引爆。	爆破力强，抗杂散电流能力比较强；成本较高，难以检查。
	导爆管	管内壁涂有一层混合炸药的塑料细管，一般用击发元件来起爆。	成本低，难以检查。

资料来源：华创证券

图表 5 “十五”和“十一五”末期起爆器材构成比重



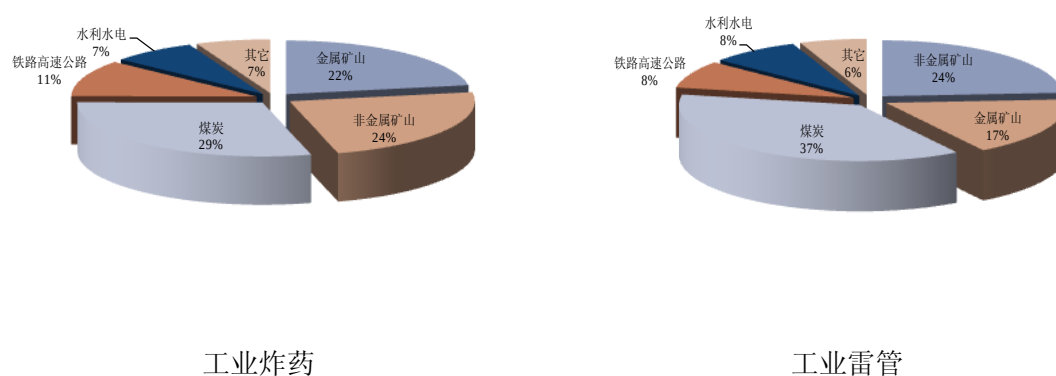
资料来源：华创证券

二．供需状况：总体产能过剩，中西部地区供不应求

1. 民爆行业发展与宏观经济密切相关

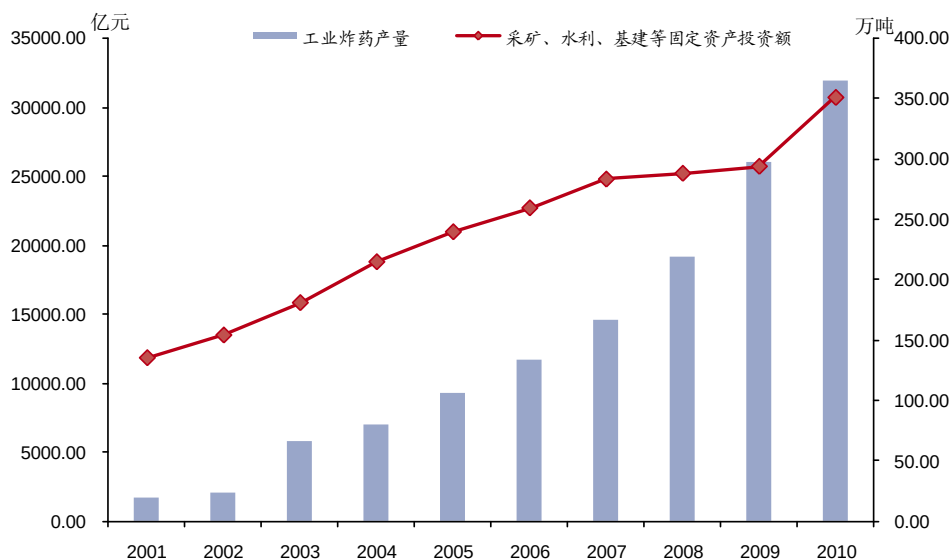
民爆产品的下游需求主要集中于矿山开采、水利水电、路桥等基础设施建设等方面，其中矿山开采所占比例最大，约占 75%左右。因此，民爆行业产品需求与一国的基础设施建设和固定资产投资规模密切相关，而基础设施建设与固定资产投资规模又在很大程度上取决于一国宏观经济的发展阶段和所处周期。如果一国正处于经济快速发展时期或经济周期中的上升阶段，基础设施建设和固定资产投资规模通常就会比较大，对民爆产品的需求相对也会较为旺盛，这就是所谓的“基建欲动，民爆先行”。

图表 6 2009 年我国炸药、工业雷管需求结构



资料来源：民爆行业工作简报 华创证券

图表 7 工业炸药产量与固定资产投资规模密切相关

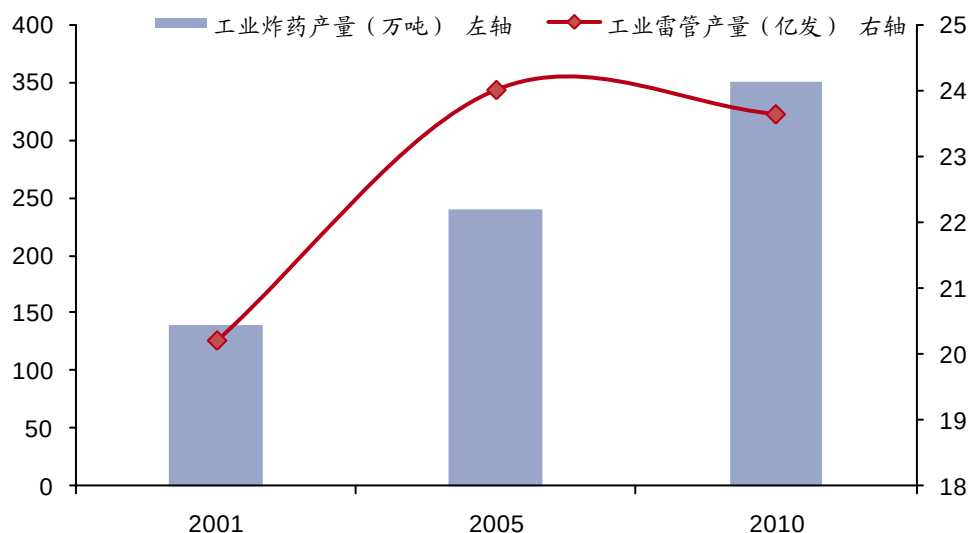


资料来源: wind 华创证券

2. 总体产能过剩，区域发展失衡

目前我国工业炸药的许可产能为 500 万吨，工业雷管许可产能 38 亿发。而 2010 年工业炸药的需求量仅为 351 万吨，工业雷管需求量 23.65 亿发。从全国来说，固定资产投资规模将进入一个相对放缓的阶段，民爆产品的增速也将相对平稳。目前许可产能已经严重过剩，所以工信部已经明确表示，原则上不会再增加新的许可产能。

图表 8 工业炸药和工业雷管产量



资料来源: 华创证券

与全国供过于求的情况相反，西部地区的民爆行业却处于供不应求的局面。由于自然资源和经济水平差异的原因，西部地区经济欠发达，基础设施建设不足，城市化程度较低。近年来，在西部大开发战略实施、国家基础建设加快、金属矿山开采力度加大和国家能源基地建设等政策措施作用下，民爆产品供需格局发生明显变化，西部地区民爆产品呈现供不应求局面。我们认为，随着国家新一轮中西部开发战略的实施与推进，未来西部地区将是民爆产品需求主要增量所在，民爆行业发展潜力巨大。

2.1. 矿产开发是民爆产品的最大市场

西部地区矿产资源优势突出。西部地区成矿地质条件优越，有探明储量的矿产138种，在45种主要矿产中，西部地区的天然气、煤、铜、磷、钾盐、钨、铅、钨、稀土等27种矿产的探明储量占全国的50%以上，是我国未来矿产品供应的主要资源基地。由于西部地区地质勘查工作程度较低，其新矿产地的开发潜力巨大。

图表 9 中西部地区矿产资源丰富

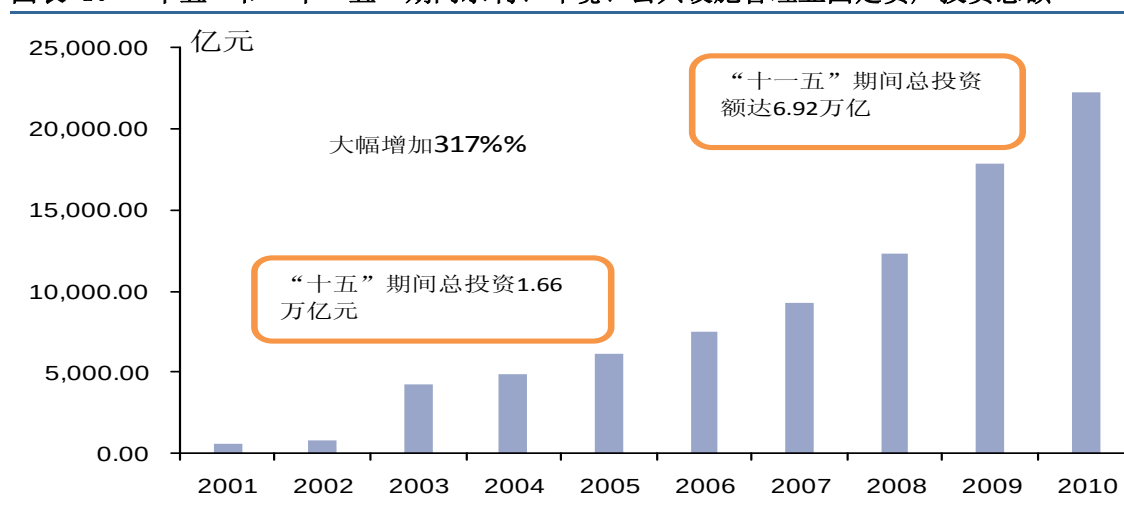
主要能源和黑色金属矿产基础储量占比		主要有色金属、非金属矿产基础储量占比	
石油	14.06%	铜矿	29.26%
天然气	60.41%	铅矿	65.17%
煤矿	46.83%	锌矿	76.13%
铁矿	27.77%	铝土矿	54.64%
锰矿	60.86%	菱镁矿	0.12%
铬矿	48.75%	硫铁矿	40.54%
钒矿	75.53%	磷矿	52.11%
原生态铁矿	97.54%	高岭土矿	29.89%

资料来源：中国统计年鉴 华创证券

2.2. 水利建设提升民爆产品需求

2011年的中央一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》中明确要求，突出加强农田水利等薄弱环节建设，全面加快水利基础设施建设，建立水利投入稳定增长机制。从土地出让收益中提取10%用于农田水利建设，进一步完善水利建设基金，加强对水利建设的金融支持，多渠道筹集资金，力争今后10年全社会水利年平均投入比2010年高出一倍。

图表 10 “十五”和“十一五”期间水利、环境、公共设施管理业固定资产投资总额



资料来源：华创证券

尽管“十一五”期间水利投资总额在不断加大，但水利投资占 GDP 的比例仍然很低。我国水利建设一直处于边缘化的状态，投入严重不足，欠账太多。水利设施普遍存在标准低、配套差、年久失修、功能老化等致命弱点，水利建设明显滞后于经济发展。

近年来频繁发生的严重洪涝干旱灾害，充分反映了水利“基础脆弱、欠债太多、全面吃紧”的严重问题。主管部门已充分意识到这一问题的严重性，提出至 2020 年，我国年均水利投资将达 4000 亿元，即未来 10 年水利建设总投资为 4 万亿。水利投资的加大，必将刺激民爆产品的需求，成为民爆行业发展的有效驱动因素。

2.3. 铁路、公路等交通设施建设投入加大，将近一步拓展民爆市场

由于历史、地理等原因，西部交通运输发展水平与东部发达地区相比，仍然存在较大差距。西部地区贫困面广量大、区域城乡发展不平衡、公共服务能力薄弱的问题仍然突出。

在新公布的《深入实施西部大开发战略公路水路交通运输发展规划纲要（2010—2020 年）》中，着力突出了“强化基础设施建设”这一重点，确定了“完善公路路网、发挥水运优势、发展综合枢纽、强化养护管理”等建设任务，明确提出了骨架公路高速化、干线公路高等级化、基本公共服务均等化、水运发展现代化的发展目标。

图表 11 西部地区交通基础设施建设中长期规划

投资项目	中长期规划
铁路	至 2020 年，我国铁路网规模将达到 12 万公里以上，西部地区铁路网规模将扩大到 5 万公里以上，基本形成路网骨架，根据初步测算，后十年西部地区新增铁路营业里程近 2 万公里，铁路建设总投资规模 1.5 万亿元以上。
公路	到 2015 年，高速公路总里程达到 3.6 万公里；80% 的现有国道达到二级及二级以上等级；基本实现所有具备条件的建制村通公路，80% 的建制村通沥青（水泥）路，90% 的建制村通班车（藏区达 70%）。 到 2020 年，现有国家高速公路网中的西部地区路段基本建成；“八纵八横”骨架公路基本建成；基本实现有条件的县城（团场）和国家一类口岸通二级及二级以上公路；实现所有具备条件的乡镇、建制村通沥青（水泥）路、通班车。
水运	到 2015 年，72% 的高等级航道达到规划标准；内河港口新增 1000 吨级以上泊位 80 个左右。 到 2020 年，经长江和西江航运干线干支流出海的高等级航道基本形成；内河主要港口和部分地区重要港口建成规模化、专业化港区；沿海港口通过能力超过 3 亿吨，建成大型矿石、煤炭、原油装卸转运系统和集装箱运输系统。
运输	到 2015 年，国家公路运输枢纽客、货运输站场建成率达到 50% 和 40%。 到 2020 年，国家公路运输枢纽基本建成，西部地区每个国家公路运输枢纽城市至少建成一个功能较为完善的物流园区或货运枢纽；以港口和公路货运站场为依托的物流园区建设取得明显进展；初步建立农村物流服务体系

资料来源：深入实施西部大开发战略公路水路交通运输发展规划纲要（2011-2020 年） 华创证券

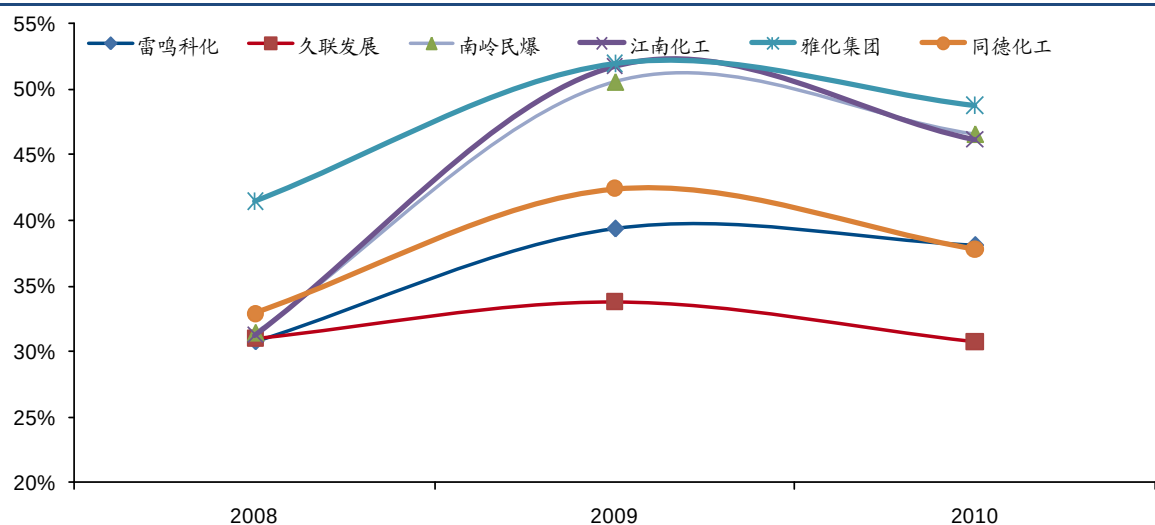
三. 盈利能力：价格受制于国家管控，成本与硝酸铵价格密切相关

1. 护城河宽，行业特殊性使民爆行业享有较高毛利率

民爆行业由于其高危险性的特征，其生产、销售、使用等一直受国家严格的行政管控。在行业整体产能过剩，主管部门坚决淘汰落后产能，优化产品结构，加快产品升级换代的大环境下，新加入竞争者的概率非常小，而行业内部企业优胜劣汰则是必然趋势。

较宽的护城河决定了民爆行业享有较高的毛利率。

图表 12 民爆行业享有较高毛利率



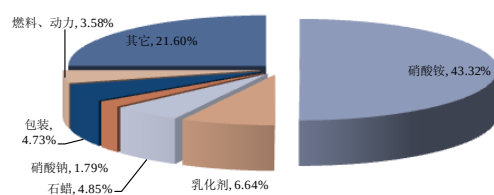
资料来源： 华创证券

2. 成本与硝酸铵价格密切相关

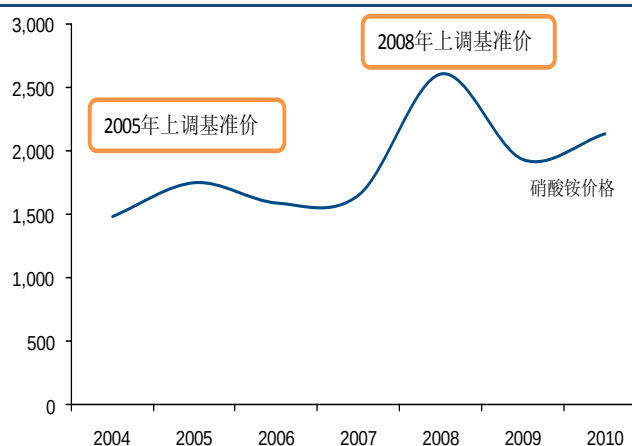
工业炸药的主要原料是硝酸铵，约占其成本的43%左右。由于民爆行业产品价格由国家规定，无成本转嫁能力，因此硝酸铵价格走势将直接影响民爆行业的利润水平。

民爆行业2005年和2008年的两次提价，都是处在硝酸铵价格快速上涨，民爆行业利润大幅下降，部分企业出现经营困境的情况下。

图表 13 工业炸药成本构成



图表 14 民爆产品价格随硝酸铵价格上调



资料来源： 同德化工招股说明书 华创证券

图表 15 主要民爆产品价格上调幅度

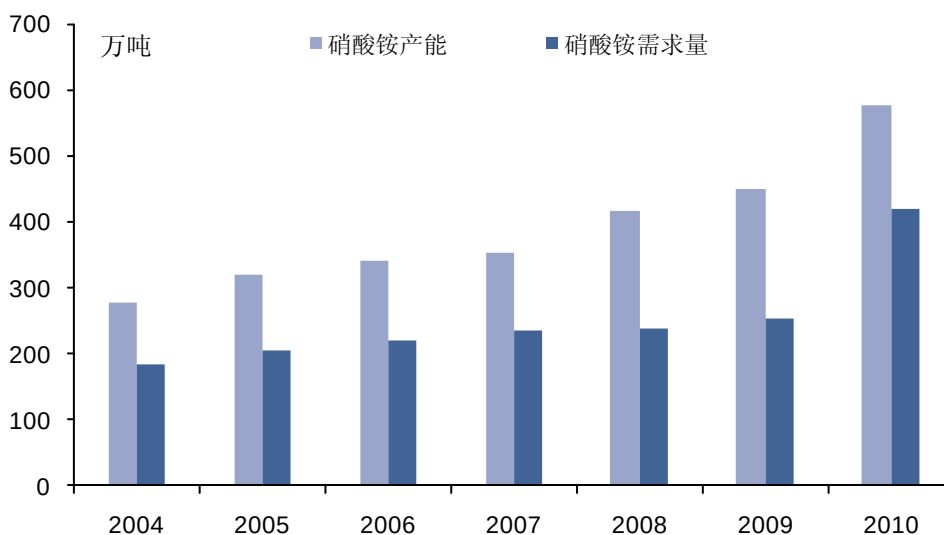
炸药品种	型号规格	2005 年调整后价格	2008 年调整后价格	上调幅度
1-3 号铵油炸药	每卷 100-200g	3810	4920	29.13%
	每包 1-9KG	3340	4320	29.34%
	每包 10-40KG	3100	4000	29.03%
岩石乳化炸药（一级）	每卷 150-250g	4540	5870	29.30%
	每包 1-9KG	4070	5260	29.24%
	每包 10-40KG	3840	4960	29.17%
岩石乳化炸药（二级）	每卷 150-250g	4450	5750	29.21%
	每包 1-9KG	3990	5160	29.32%
	每包 10-40KG	3770	4870	29.18%
岩石膨化硝铵炸药	每卷 150-250g	4580	5670	23.80%
	每包 1-9KG	4290	5550	29.37%
	每包 10-40KG	4150	5370	29.40%
煤矿乳化炸药	每卷 150-250g	4830	6610	36.85%
电雷管	金属铁壳、铁脚线 2 米	7910	10220	29.20%
工业导爆索	每米装药 12 克	13640	17500	28.30%

资料来源：同德化工招股说明书 华创证券

3. 硝酸铵产能过剩严重，短期内价格大幅上涨概率不大

我国硝酸铵产能目前处于严重过剩的状态。“十五”期间，民爆行业需求强劲、产能增速加快，硝酸铵企业纷纷加紧扩能改造，有的甚至不惜巨资新建硝酸铵项目。以2005年9月为分界点，硝酸铵由供不应求到供大于求，产能过剩的矛盾日渐激烈。

图表 16 硝酸铵产能严重过剩



资料来源：百川资讯 华创证券

作为大宗化学原料，硝酸铵的上游是合成氨。合成氨最主要的用途就是生产尿素和硝酸铵。因此生产硝酸铵的企业大多属于化肥厂。而近年来化肥行业产能严重过剩，销售价格接近成本价，利润极低，也拖累了硝酸铵的价格走势。另外硝酸铵的生产设备是连续性生产，对产品生产和销售的均衡性要求较高，每一次开停车都会给工厂造成较大损失，因而工厂一般都

尽量避免停车。近年来，硝酸铵新扩产能纷纷投产，技改产能开始释放，供需失衡局面进一步加剧。

加上我国硝酸铵行业集中度非常高，2010年硝酸铵产量576万吨，排名前十的企业产量之和就达409万吨，约占总量的70%以上。排名前二十的企业生产规模都超过10万吨。从供需面来说，我们认为短期内硝酸铵价格出现大幅上涨的概率非常小，工业炸药的原料生产成本将基本保持稳定。

图表 17 硝酸铵行业前排名前 20 企业产能

排名	公司	2010 年产能（万吨）
1	广西柳化	60
2	云南解化	53
3	陕西兴化	50
4	石家庄金石	50
5	四川金象	50
6	河南晋开	40
7	乌拉山	35
8	天脊	25
9	川化	24
10	福建邵武	22
11	山东联合	20
12	重庆富源	15
13	湖北金源	13
14	安徽淮化	13
15	黑龙江黑化	12
16	泸天化	12
17	新疆化肥厂	11
18	大连大化	11
19	云天化	11
20	山西丰喜	10
合计		409
全国总产能		576

资料来源：百川资讯 华创证券

四. 行业发展方向：外延+内伸

1. 外延：并购整合实现产能扩张

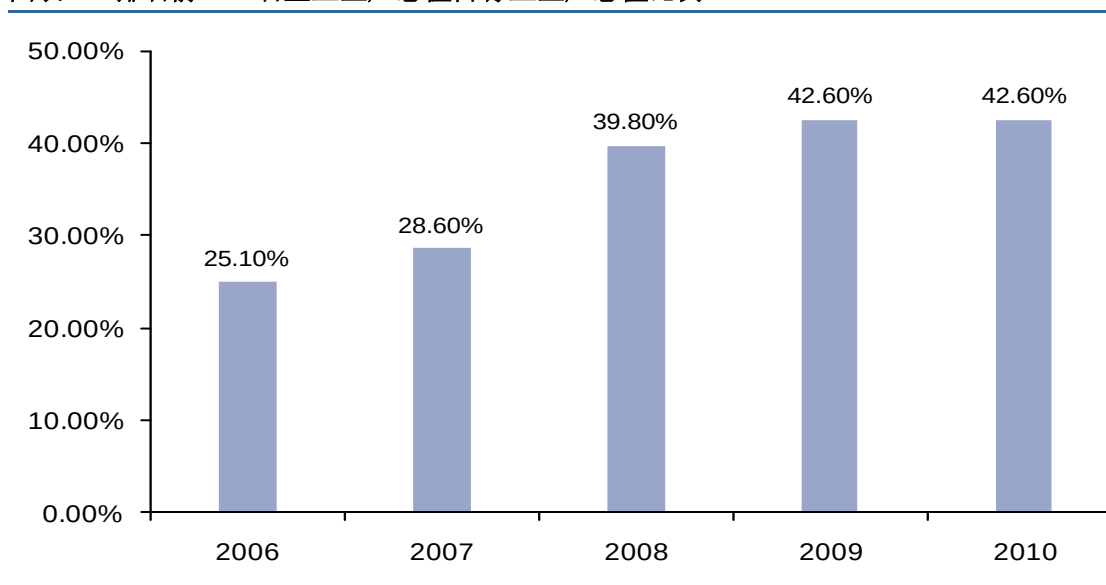
民爆行业产能分散，产业集中度低。我国民爆行业长期以来存在着“小、低、散”的生产局面，产业集中度低，中小企业众多，但没有一家具有与跨国公司竞争的實力。由于民爆产品的特殊危险性，运输费用昂贵，存在销售半径的限制，因而民爆企业地域性特征十分明显。

图表 18 2009 年民爆行业前十大企业生产排名及市场份额

企业名称	产值（亿元）	行业占比
云南民爆集团有限公司	19.71	8.55%
重庆葛洲坝易普力股份有限公司	6.70	2.91%
湖南神斧民爆集团有限公司	6.26	2.72%
四川雅化实业集团股份有限公司	5.97	2.59%
陕西红旗民爆集团有限公司	4.79	2.08%
湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	4.62	2.00%
河南省前进化工股份有限公司	4.04	1.75%
江西国泰民爆特种化工有限责任公司	3.96	1.72%
新时代（辽宁）民爆器材公司	3.93	1.71%
重庆顺安爆破器材有限公司	3.87	1.68%
前十家合计	63.85	27.71%
全行业合计	230.40	100.00%

资料来源：雅化集团招股说明书 华创证券

图表 19 排名前 20 名企业生产总值占行业生产总值比例



资料来源：华创证券

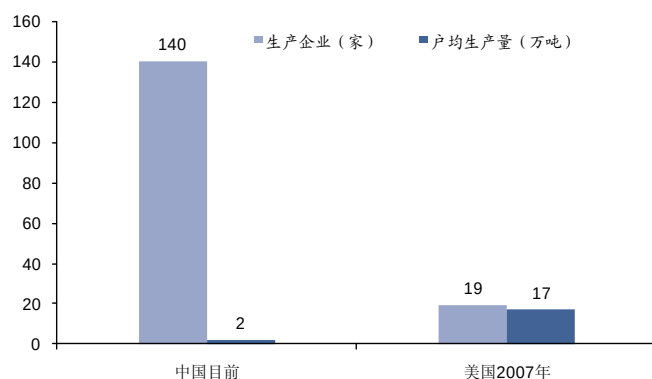
行业主管部门坚持择优扶强，努力提高产业集中度。在全行业整体产能过剩的大环境下，工信部多次重申，原则上不会再增加新的许可产能，民爆行业的主要发展方向是深入推进产业结构调整重组，做强做大优势企业，提高产业集中度，促进规模化和集约化经营。

全球最大的民爆企业奥瑞凯集团，在2005年并购全球最大的竞争对手戴诺-诺贝尔公司后，已成为全球最大的爆破器材和采矿服务供应商，占全球市场份额70%。美国早在2007年，炸药公司就仅有19家，公司户均生产量达到17万吨。而中国市场容量与美国相当，目前仍有140余家生产企业，炸药户均年生产量才2万吨左右。销售企业也存在同样的问题。企业数量虽多，但在目前的众多企业中还没有一家能够具备与跨国公司相竞争的实力，单靠地区垄断、行政保护绝不是长久之计，进一步重组整合，势在必行。

2011年新公布的《民用爆炸物品行业十二五发展规划》中，主要要点包括：

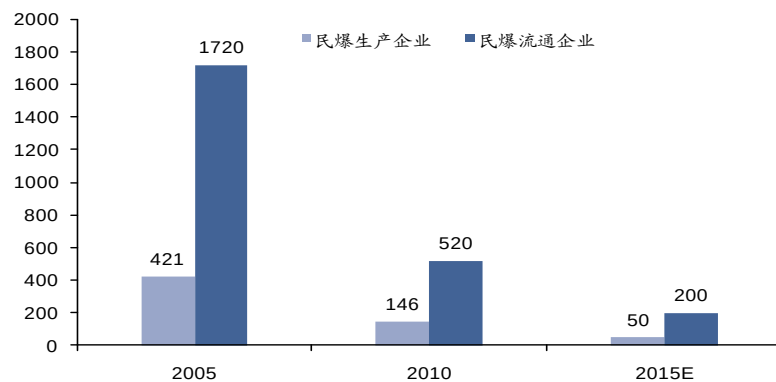
- **坚持择优扶强。**加强大型企业集团和优势企业的政策指导和扶持力度，推进产品产业结构调整，逐步形成若干具有国际竞争力的大型骨干企业，发挥企业集团在资本运营、技术开发、开拓国内外市场的优势和主导作用，带动整个民爆行业的发展。
- **产业集中度大幅提升。**着力培育 3~5 家在民爆产品全寿命周期上具有自主创新能力和国际竞争力的龙头企业，打造 20 家左右跨地区、跨领域具备一体化服务能力的骨干企业，引领民爆行业实现跨越式发展。

图表 20 我国生产企业多、户均生产量小



资料来源：华创证券

图表 21 “十二五”期间，民爆生产、流通企业将大大减少



资料来源：华创证券

区域民爆龙头占据并购先机。在行业主管部门积极引导民爆行业横向整合并购的背景下，相关民爆上市公司由于均处于中西部地区，民爆产品需求旺盛，产能供不应求，并购意愿强烈。以目前的并购行情，基本上是一万吨产能需要并购资金一亿元。区域民爆龙头可充分利用上市公司的融资平台，解决并购的资金瓶颈，加上民爆上市公司相比一般的中小企业，整合经验丰富，管理能力较强。综合来看，相关民爆上市公司无疑占据了下一轮整合的先机，是并购大潮中最有力的竞争者。

图表 22 相关民爆上市公司近年来重大并购事项

公司	时间	并购事项
江南化工	2009年11月	公司以定向发行的 A 股股票作为对价收购盾安控股持有的新疆天河84.265%的股权、绵竹兴远82.3213%的股权、漳州久依久77.5%的股权、华通化工75.5%的股权、南部永生55%的股权、安徽恒源49%的股权和盾安化工持有的安徽盾安90.36%的股权、帅力化工81%的股权
	2011年5月	公司将以现金5500万元人民币增资四川宇泰，增资扩股完成后，按照四川宇泰全部权益10000万元为基数，公司以现金人民币2000万元按照协议受让四川宇泰五位自然人股东所持有的四川宇泰20%股份。本次增资扩股、股权转让及资本公积转增股本后，公司将持有四川宇泰75%的股权，成为四川宇泰的控股股东。
雅化集团	2011年2月	四川雅化实业集团股份有限公司（以下简称“本公司”）拟对四川雅安盛达民爆物品有限公司（以下简称“盛达公司”）增资400万元，所有增资400万元为本公司自有资金，增资完成后，本公司对盛达公司的持股比例将由28%增至52%。
	2011年3月	公司拟用部分超募资金收购内蒙古柯达化工有限责任公司自然人股东股权，柯达化工保证自然人股东转让给雅化集团的股权总额不少于柯达化现有股权的51%，全部股权（100%）的转让价格不超过34,100万元。
	2011年3月	公司认购金奥博公司新增股本200万元。参股后，雅化集团持有金奥博公司40%的股权。
同德化工	2010年10月	使用超募资金6900万元设立全资子公司收购大宁黄河化工有限责任公司所属相关民爆资产。
南岭民爆	2007年6月	公司出资5523.81万元收购郴州市七三二零化工有限公司100%股权。
	2008年7月	收购永州市11家民爆器材专营公司及永州市旺达民用爆破器材经营公司51%股权。
雷鸣科化	2008年11月	重组徐矿集团化工有限公司，出资2067万元，占新公司60%股权。
	2010年4月	公司拟增资全资子公司淮北雷鸣科技发展有限公司（雷鸣科技）1800万元，然后由雷鸣科技增资其控股子公司安徽雷鸣爆破工程有限责任公司（雷鸣爆破），以满足子公司申请A 级爆破资质需求。雷鸣爆破对外开展爆破服务领域的并购和业务拓展。
	2011年6月	拟投资4200万元，收购商洛秦威化工有限责任公司100%股权。

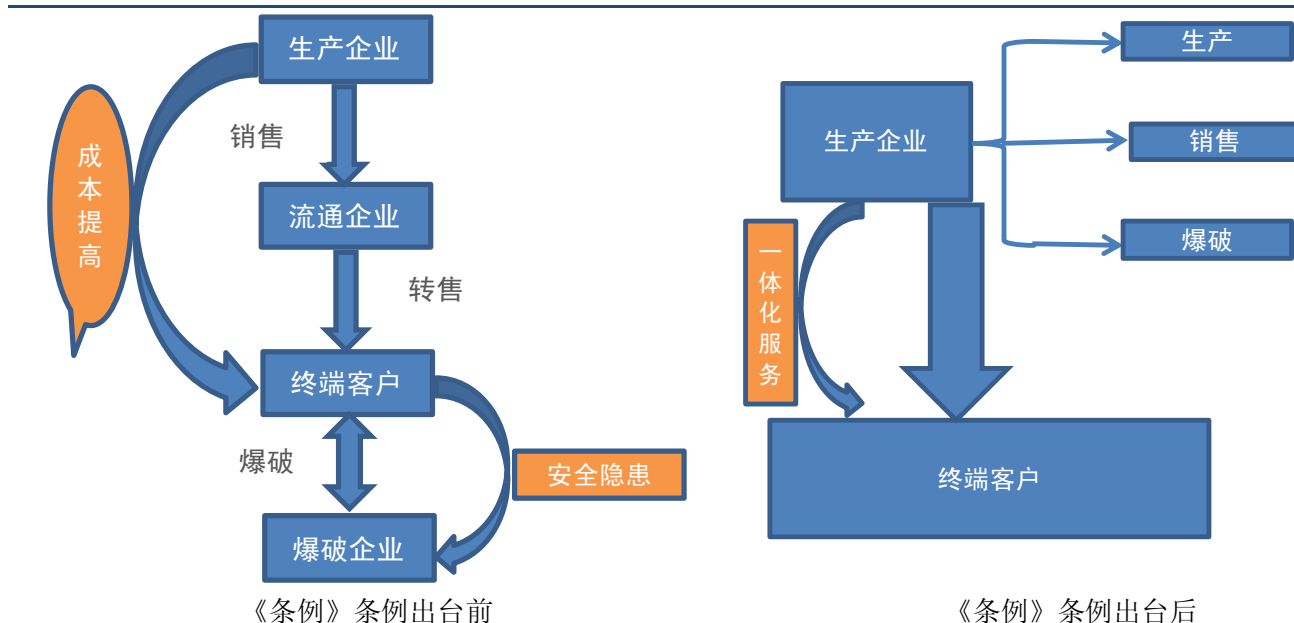
资料来源： 华创证券

2. 内伸：产业链向下游延伸，力争实现爆破服务一体化

开展爆破一体化服务是民爆行业拓展利润空间的必然选择。爆破服务一体化，即民爆企业研发、生产、流通、服务一体化发展。民爆行业产品价格受国家管控，而成本又受制于硝酸铵价格波动，尽管主管部门会根据生产成本的变动来调整民爆产品的售价，但这一调整往往具有滞后性。且价格调整周期一般都为几年，硝酸铵作为大宗化学原料，其价格却有可能在短时间内受各种因素的影响而出现剧烈波动。民爆产品无成本转嫁能力的现实迫使民爆行业拓展新的利润增长点。

在《民用爆炸物品安全管理条例》出台以前，民爆行业生产、销售、服务各个环节是由不同的公司主体完成的。民爆生产企业不能直接销售民爆产品，必须由专门的民爆流通企业进行销售，最后由爆破企业来实施终端爆破业务。民爆生产企业利润份额很小，产业链的绝大部分利润被流通企业和爆破企业瓜分走。条例出台后，主管部门鼓励民爆企业向一体化纵深发展。对于产品价格、产能均受国家管控，无成本转嫁能力的民爆行业来说，这样的转型无疑是必经之路。

图表 23 民爆企业向爆破服务一体化发展



资料来源：华创证券

爆破服务一体化是我国民爆行业结构调整和改革的方向。从国外民爆行业成功经验来看，国际跨国民爆公司的爆破器材生产、运输及工程爆破已形成一体化服务模式，该模式不仅使爆破器材生产使用实现安全闭环管理，且有利于实现民爆器材产品技术和工程爆破应用技术相互促进，相互提高，形成良性循环。以澳大利亚澳瑞凯公司为例，该公司始终推行生产服务一体化经营模式，目前已成为全球最大的民爆器材生产服务商之一，在全球90多个国家开展爆破工程服务，占据全球市场份额70%以上。《民用爆炸物品行业十二五发展规划》关于产业链向下游延伸的内容中，着重提出：科研、生产、销售、爆破服务实行一体化，生产实行连续化、自动化，产品及技术呈现安全环保和节能型的发展趋势，是国外民爆产业发展模式和国际大型民爆企业集团的通行做法，这不仅是我国民爆行业改革发展的主要方向，也是民爆企业发展方式从粗放型向集约型转变的客观要求。

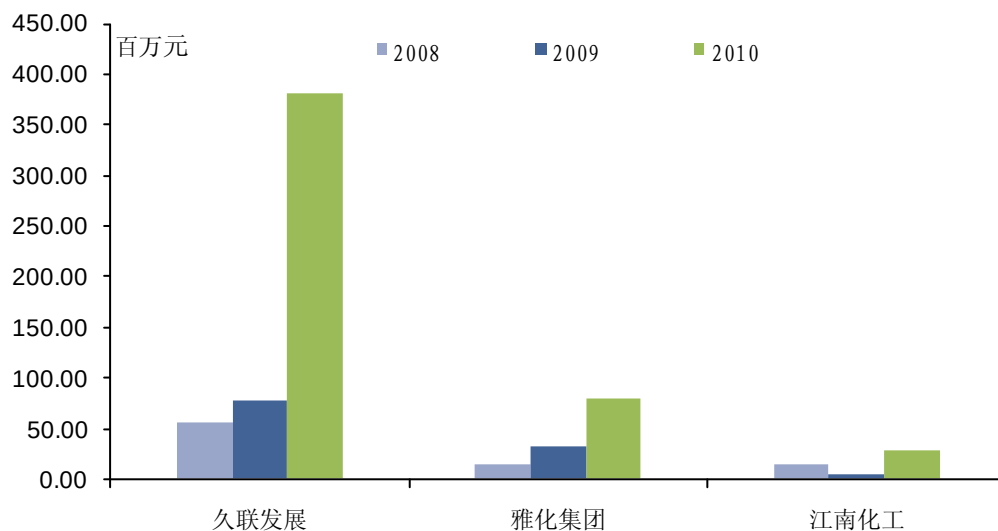
目前民爆行业上市公司大多已经开始涉及爆破业务，爆破服务一体化发展的最为迅猛的当属久联发展和雅化集团。

图表 24 相关民爆上市公司近期爆破业务新进展

公司	时间	爆破业务发展进展
久联发展	2011 年 5 月	与深圳市华波美通信技术有限公司合资成立西藏新联新时代爆破工程有限公司，爆破资质为B级。
雅化集团	2010 年 4 月	通过购买股份和增资，持有包头资达爆破 60%股权。
江南化工	2011 年 5 月	通过增长和购买股份，公司将持有四川宇泰 75%的股权，成为四川宇泰的控股股东。爆破资质为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。

资料来源：华创证券

图表 25 民爆行业上市公司爆破业务营业收入迅速增长



资料来源： 华创证券

五. 关注重点上市公司：久联发展、雅化集团和江南化工

纵观整个民爆企业，六家民爆上市公司都是行业内的佼佼者。在民爆上市公司中，我们重点推荐兼具地缘优势、横向整合空间巨大及爆破一体化发展迅速的公司。主要包括久联发展、雅化集团和江南化工。

化学制品

久联发展(002037.SZ)/24.41元

久联发展：爆破一体化服务飞速发展，前景看好

主要观点

1、10年炸药线技改完成，产能大幅增长。久联发展的凭照产能为14万吨，其中贵州省内的凭照产能是8.7万吨，甘肃省凭照产能5.3万吨。近几年，受制于持续技改，久联发展的产能释放不够充分。2010年产能约为9万多吨，三条炸药线技改完成后，久联发展的产能大幅增长，预计11年产能可达到12万吨。

2、爆破业务优势明显，布局西藏抢占省外市场先机。久联发展2010年取得住房和城乡建设部核发的爆破与拆除工程专业承包一级证书，是贵州省唯一一家获得该资质的爆破企业，也是全国为数不多的一级企业之一。爆破公司爆破工程服务收入及利润在2009年的基础上分别增长333%、649%，目前在手的工程订单超过20亿元，呈现跨越式发展势头，成为公司新的重要经济增长点，为公司带来持续不断增长的经营业绩。

11年5月，久联发展与深圳市华波美通信技术有限公司合资成立西藏新联新时代爆破工程有限公司，爆破工程级别为B级爆破工程。其中久联发展占总股本的51%。成立西藏爆破子公司是久联发展爆破业务“走出去”的第一步，为公司爆破业务的省外拓展奠定了良好基础。

3、贵州基建蓬勃发展，炸药爆破需求齐升。随着新一轮国家西部大开发战略的实施以及地区经济发展水平的不断提高，未来5~10年，贵州省城镇化建设存在较大发展潜力和空间。而广大西部地区山多地少的地貌特征又决定了基础设施建设与矿产资源和能源开发对民爆产品和爆破工程服务的需求将呈持续增长态势。

4、久联发展兼有上市公司融资平台，可解决资金瓶颈；整合甘肃民爆公司又积累了丰富的并购管理经验，在行业主管部门大力倡导行业整合的大背景下，并购前景看好。

5、盈利预测与投资建议：预计久联发展2011年、2012年和2013年EPS为0.98元、1.19元和1.29元。维持推荐评级。

风险提示：安全风险；并购重组难度加大的风险

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1560	2344	3070	3711
同比增速(%)	34%	50%	31%	21%
净利润(百万)	113	169	206	223
同比增速(%)	48%	50%	22%	8%
每股盈利(元)	0.65	0.98	1.19	1.29
市盈率(倍)	34.91	23.27	19.07	17.63

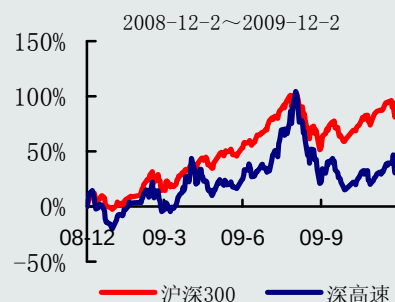
投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	维持

公司基本数据

总股本(万股)	17303
流通A股/B股(万股)	17303/0
资产负债率(%)	58.45
每股净资产(元)	3.85
市盈率(倍)	274.77
市净率(倍)	6.34
12个月内最高/最低价	27.75/12.7

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

化学制品

雅化集团 (002497.SZ) / 16.50 元

雅化集团：外延内伸，着力打造民爆巨头

主要观点

1、民爆产品种类齐全，技术先进，毛利率高。雅化集团产品毛利率是六家民爆上市公司里最高的。2010 年，工业炸药收入占比为 58%，起爆器材占比高达 28%，是民爆上市公司里起爆器材占营业收入比重最高的。起爆器材的高额利润也使雅化集团的毛利率一直领先于其他民爆上市公司。公司募投项目“高精度延期雷管”预计将于今年年底投产，起爆器材毛利率将大幅增加。

2、整合经验丰富，并购空间巨大。雅化集团从 03 年开始，就陆续整合四川省内绵阳、三台、旺苍等地民爆生产企业和省内流通企业。被并购企业均在短期内扭亏为盈，创造了良好的经济效益和社会效益。2010 年，四川省内炸药需求量 20 多万吨，民爆行业生产总值位居全国前列。省内整合尚有很大空间。

拓展内蒙，布局新疆，省外并购稳步推进。收购内蒙柯达化工有限公司 51% 的股权，持有包头资达爆破 60% 的股份，内蒙地区已建成了生产、流通、爆破服务一体化的雏形。收购新疆哈密德盛化工有限公司 55% 的股份，布局新疆市场。新疆、内蒙均是我国资源大省，矿产资源丰富，城市化程度较低，近年来固定资产投入不断加大，民爆产业市场空间巨大。

3、产业链纵向延伸，爆破一体化快速发展。爆破一体化服务是民爆行业发展的必然趋势，雅化集团爆破一体化服务飞速发展。10 年爆破业务收入比 09 年增加 140%。爆破业务集中的红格矿区，拥有目前探明储量最大的钒钛磁铁矿床，钒、钛等矿产的开采周期都在 50 年左右，爆破一体化服务具有可持续性。一体化服务节省了大量的人力物力，爆破效率也得到了极大的提高。因此具有良好的推广空间。

风险提示：安全风险，硝酸铵价格上涨的风险

盈利预测：预测公司 11、12、13 年的 EPS 分别为 0.72 元、0.90 元和 1.20 元，对应现在的 PE 分别为 23X、18X、14X。给予推荐评级。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	763	1107	1392	1763
同比增速(%)	19%	45%	26%	27%
净利润(百万)	165	229	287	385
同比增速(%)	20%	39%	25%	34%
每股盈利(元)	1.03	0.72	0.90	1.20
市盈率(倍)	15.92	22.83	18.26	13.62

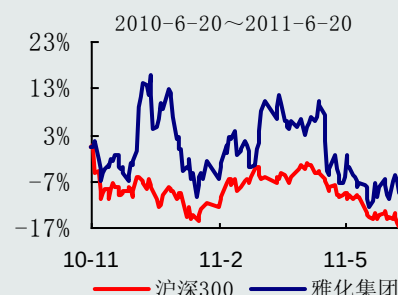
投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	3.20 亿
流通 A 股/B 股(万股)	8000 万
资产负债率(%)	7.18
每股净资产(元)	10.63
市盈率(倍)	156.17
市净率(倍)	1.53
12 个月内最高/最低价	46.19/15.43

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《雅化集团：外延内伸，着力打造民爆巨头》
2011-06-13

化学制品

江南化工 (002226. SZ) / 25.87 元

江南化工：民爆行业整合并购的领军者

主要观点

1、资产组合完成，民爆航母雏形初显。今年6月，江南化工发行股份收购盾安旗下民爆资产标的已完成过户。工业炸药的年许可生产能力将从6.6万吨提高到25.65万吨，民爆航母雏形初显；产品结构更趋完善，公司拥有胶状乳化炸药、粉状乳化炸药、膨化硝铵炸药、铵油炸药、现场混装炸药、震源药柱、索类产品；市场覆盖面及市场占有率迅速扩大，产品市场和服务市场由原来主要集中于安徽省扩展至安徽、新疆、宁夏、河南、四川、福建、湖北等七个省区，成为跨地区经营的全国性民爆企业集团。

2、并购组合符合产业导向，后续仍有戏可唱。由于盾安控股旗下尚有新疆雪峰和林州宇豪化工两个民爆企业，盾安控股已承诺，将会把这两个公司的全部或部分转让给安徽江南化工股份有限公司或无关联关系的独立第三方，我们认为，由江南化工来收购这两个民爆企业将是大概率事件。

借由此次并购，江南化工已进入新疆、四川等民爆产品需求旺盛的地区，加之盾安控股优秀的资本运作能力，未来有望以这些地方的子公司为据点，在并购整合方面取得更为丰硕的成果。

3、外延不忘内伸，整合+爆破两手都抓。江南化工今年来在爆破业务开拓方面动作频频。以江南爆破和江南利民爆破为据点，可以打开中东部市场，以四川宇泰为据点，加上新疆天河旗下的爆破子公司，可开拓西部的爆破业务市场。江南化工将快速建立“研发、生产、流通、爆破服务”一体化的经营模式，完善公司的产业链布局。

盈利预测：我们预计公司11、12、13年的EPS分别为1.07、1.33和1.63元，对应PE分别为23X、19X、16X。给予推荐评级。

主要财务指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	324	1315	1724	2089
同比增速(%)	25%	306%	31%	21%
净利润(百万)	73	284	350	429
同比增速(%)	3%	291%	23%	23%
每股盈利(元)	0.52	1.07	1.33	1.63
市盈率(倍)	49.36	23.82	19.31	15.75

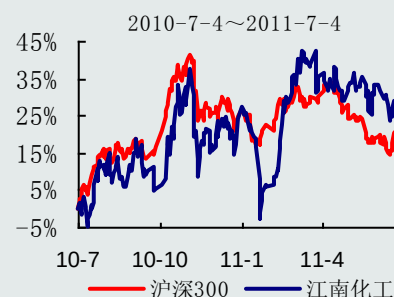
投资评级

投资评级：推荐

公司基本数据

总股本(万股)	26376
流通 A 股/B 股(万股)	9985/0
资产负债率(%)	5.43
每股净资产(元)	3.11
市盈率(倍)	939.90
市净率(倍)	8.32
12 个月内最高/最低价	31.5/19.28

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《江南化工：民爆行业并购整合的领军者》
2011-06-30

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801