



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

化工——民用爆破物品

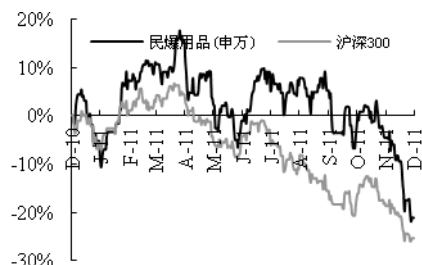
2011 年 12 月 28 日

民爆行业深度研究报告

——产业整合将提速，行业盈利将好转

评级：买入

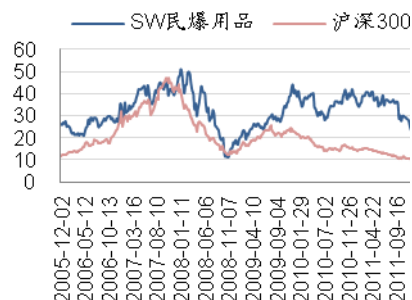
行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
民爆用品	-20.97	-24.42	-26.93
沪深 300	-6.89	-6.44	-17.03

行业重点股票	6m%	YTD%	评级
雅化集团	-32.8%	-41.4%	买入
江南化工	-27.9%	-26.4%	买入
久联发展	-23.5%	-20.5%	增持

行业 PE 趋势图



杨杰 S0370511030002
+86 755 83025935
yangjie@jyzq.cn

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

○是 ⊙否

- 我国民爆产品许可产能整体过剩、区域性不平衡特征明显。截止 2010 年,我国工业炸药和工业雷管许可能力为 500 万吨和 38 亿发,许可产能整体过剩比例达 29.78%和 37.63%。民爆行业存在东部许可产能多、需求下滑,西部许可产能少、需求上升的区域性不平衡特征。我国原则上不再新增许可产能,未来行业发展趋势是通过并购整合、产能平移等方式实现产能的存量调整和区域性调整。
- 十二五期间民爆产业横向并购重组将加速。尽管我国十一五期间产业整合成效显著,但国内工业炸药企业仍高达 146 家,平均产量仅 2.4 万吨。美国市场容量与我国相当,2007 年民爆企业仅 19 家,平均产量高达 17 万吨。我国民爆产业整合空间巨大,具有整合至 50 家以内的潜力。近期民爆行业涌现大量并购事件,十二五期间行业并购重组将加速。
- 纵向一体化整合是行业重要发展方向。民爆企业向爆破服务一体化发展,主要优点有:(1)市场容量大,高达 1300-1500 亿,是民爆物品行业的 4.7-5.4 倍;(2)可显著提高企业盈利能力,产业利润在民爆生产、销售、爆破环节按 2:4:4 分配,产业下游盈利性高;(3)形成一体化运营模式,构建市场壁垒。我国十二五规划提出,将现场混装和散装型产品占全部工业炸药产量的比例,从目前的 15%提升至 50%以上;该政策将推动国内爆破服务一体化迅猛发展。
- 行业盈利能力将逐步好转。我国民爆产品销售价格受管制,行业盈利能力受硝酸铵成本影响较大。我国硝酸铵产能将大幅提高。从 2011 年下半年到 2012 年,我国将有 165 万吨以上的硝酸铵产能投产,比 2010 年产能大幅提高 27.5%。从需求看,随着我国固定资产投资的疲软和 GDP 增速的下滑,工业炸药对硝酸铵的需求增速将回归至约 10%的正常水平。2012 年二元复合肥出口关税限制政策也降低了对硝酸铵的需求。我们预计,国内硝酸铵价格将逐步下行,民爆行业盈利能力将逐步回升。
- 我们看好民爆产业前景,主要在于硝酸铵价格下滑提升行业盈利能力;纵向一体化提高市场容量和盈利空间;横向并购的兴起有利于优势企业做大做强;行业估值水平处于历史低位。我们建议关注需求旺盛的西部地区企业、拥有横向并购整合能力的企业、大力发展纵向爆破服务一体化的企业。建议买入雅化集团、江南化工,增持久联发展。

1. 民爆产业整合将贯穿“十二五”	2
1.1 我国民爆产能整体过剩、区域性不平衡特征明显	2
1.2 十一五期间国内民爆产业整合成效显著	2
1.3 十二五期间民爆产业整合将加速	4
1.4 2011 年民爆行业整合大幅提速	5
2. 民爆行业盈利能力将逐步好转	6
2.1 硝酸铵价格是影响民爆行业盈利能力的关键	6
2.2 硝酸铵供给大幅增长，存在价格下行压力	7
2.3 硝酸铵需求增速将逐步放缓	8
3. 投资建议	10
3.1 雅化集团：受益区域需求增长、关注并购和一体化发展	11
3.2 江南化工：国内民爆行业龙头，爆破服务开始起步	12
3.3 久联发展：区域龙头优势突出、爆破服务迅猛增长	12

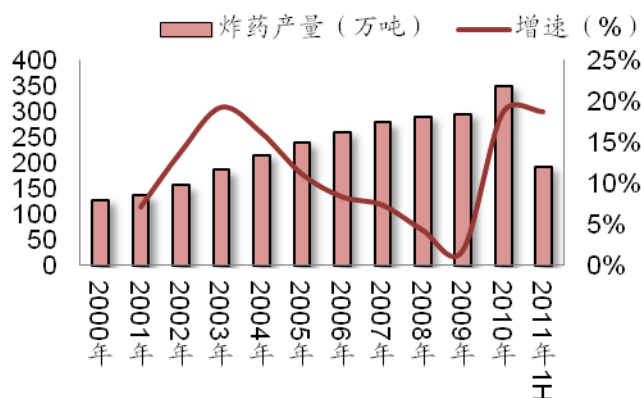
1. 民爆产业整合将贯穿“十二五”

1.1 我国民爆产能整体过剩、区域性不平衡特征明显

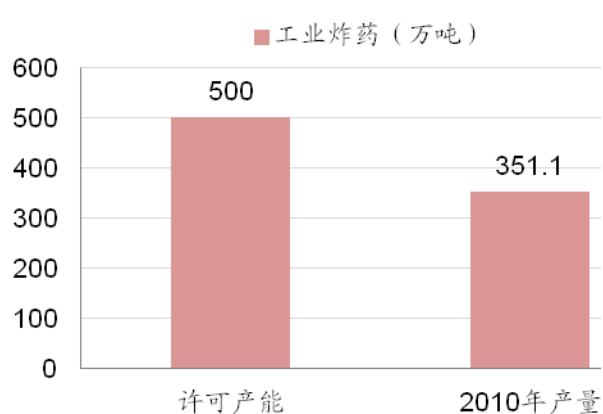
我国民爆产品许可产能整体过剩。截止 2010 年，我国工业炸药和工业雷管许可能力为 500 万吨和 38 亿发，而实际产量为 351.1 万吨和 23.7 亿发，许可产能的利用率仅为 70.22%和 62.37%。为限制行业产能过剩，工信部明确表示原则上不再增加新的许可产能。

民爆行业产能和需求分布存在区域性不平衡。未来几年，东部沿海、东北以及长三角经济发达地区对民爆产品的需求将呈下降趋势，中部的需求维持在现有水平，西部的需求则会有明显增加，需求量年均增长将达 10%以上。由于经济发展步伐不一致，我国民爆许可产能多集中在东部，西部地区许可产能不足。目前面临着东部地区民爆产业供过于求，西部地区供不应求的局面。在许可产能总量一定时，通过并购整合、产能平移等方式来实现存量调整和区域性调整，是行业未来发展趋势。

图表 1 我国炸药产量增速处于历史高位



图表 2 我国工业炸药许可产能整体过剩



资料来源：金元证券整理

资料来源：金元证券整理

1.2 十一五期间国内民爆产业整合成效显著

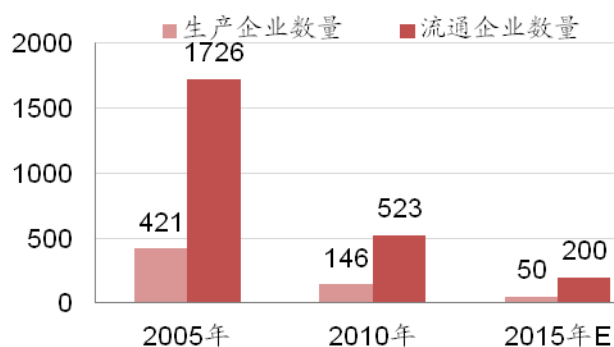
政策推动产业大规模整合。十一五期间，我国出台了一系列国家政策，推动我国民爆产业展开大规模的整合。其中《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》中提出到 2010 年底，生产企业数量进一步减少到 200 家以内，经营企业数量减少到 800 至 1000 家以内。国防科工委明确十一五期间，年生产能力低于 5000 吨的炸药生产企业，不再受理审批扩能项目；到 2008 年底，将不再为低于 5000 吨生产能力的炸药生产企

业换发生产许可证。

产业整合成效显著，企业数量大幅减少、产品结构明显优化。2005-2010 年，我国民爆生产企业由 421 家调整到 146 家、销售企业由 1720 家调整到 523 家，分别大幅减少了 65.32% 和 69.59%。产业集中度明显提高。2010 年我国前 20 家生产企业的生产总值占比为 42.6%，比 2006 年提高 17.5 个百分点。

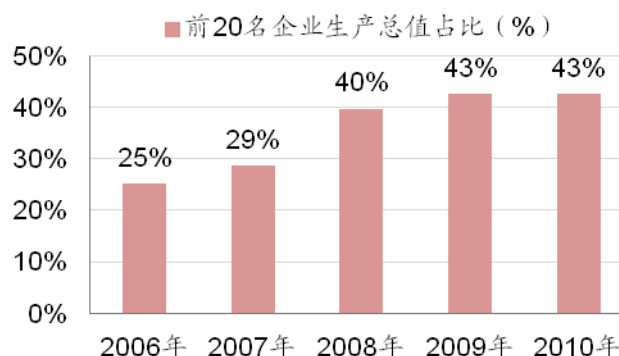
产品结构明显优化。十一五期间，我国乳化炸药和导爆管雷管比重得到较大提升，由 2005 年的 36.8%（含粉状乳化炸药）和 8.9% 增长到 2010 年的 42.9% 和 32.1%，现场混装炸药所占比重由 2005 年的不足 1% 增长到 2010 年的 14.9%，彻底淘汰了铵梯炸药、火雷管和导火索等污染大、能耗高、安全性低的产品。未来我国将继续支持乳化炸药、混装炸药和散装炸药的发展，推动产品结构的进一步优化。

图表 3 我国民爆产业结构调整持续推进



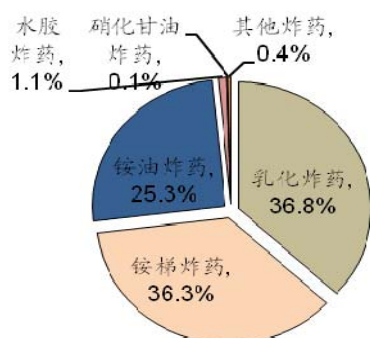
资料来源：金元证券研究所

图表 4 民爆产业集中度明显提高



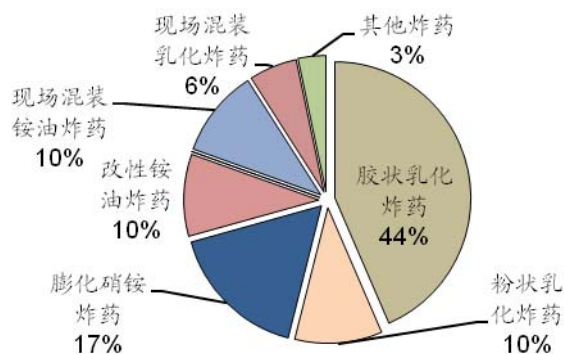
资料来源：民用爆破物品行业十二五发展规划

图表 5 2005 年我国工业炸药中传统的铵油、铵梯占比高



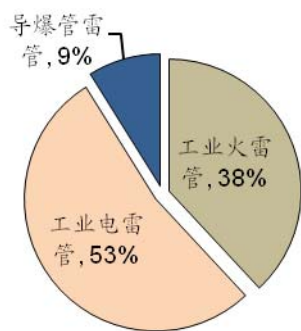
资料来源：民用爆破物品行业十二五发展规划

图表 6 2011 年上半年乳化炸药、膨化硝铵炸药和现场混装炸药占比大幅提升



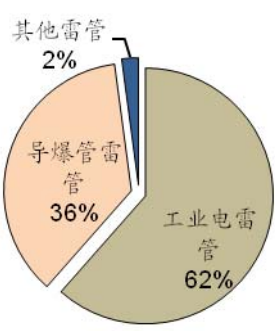
资料来源：金元证券研究所

图表 7 2005 年雷管产品中传统的火雷管仍占据相当比例



资料来源：民用爆破物品行业十二五发展规划

图表 8 2011 年上半年雷管产品以工业电雷管和导爆管雷管为主



资料来源：民用爆破物品行业十二五发展规划

1.3 十二五期间民爆产业整合将加速

产业结构调整空间仍然较大。2010 年，我国工业炸药生产企业 146 家，平均产量仅 2.4 万吨。美国民爆市场容量与我国相当，07 年仅 19 家民爆企业，平均产量高达 17 万吨。这说明我国民爆产业存在巨大的整合空间。根据《2011 年全国民用爆炸物品行业工作会报告》，到十二五末，民爆生产企业具备重组整合到 50 家以内、销售企业 200 家以内的调整潜力，相对 2010 年分别减少 65.75%和 61.75%以上。到 2015 年我国平均每家工业炸药企业产量将达到约 11 万吨，规模效应初步显现。

纵向一体化整合也将快速发展。我们认为，发展爆破服务一体化是行业的必然发展趋势：（1）从国际情况看，生产、运输、爆破服务一体化，以爆破服务拉动产品销售是行业主流运营模式；（2）爆破工程服务市场容量大，我国爆破工程行业产值 1300-1500 亿元，是民爆物品行业总值的 4.7-5.4 倍；（3）可大幅提升盈利能力，产业利润在生产、销售、爆破环节按 2:4:4 分配，发展一体化有利于最大限度提升企业利润空间；（3）通过发展爆破服务锁定下游市场，可部分规避行业逐步市场化带来的竞争压力。

民爆产业十二五规划提出，要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。大力发展现场混装和散装型产品，所占比例达到 50%以上。2010 年混装炸药仅占全部工业炸药产量的 15%，未来混装炸药和相关的爆破服务一体化将得到快速发

展。

未来生产企业通过设立、并购等方式向下游延伸，达到锁定下游客户、提升盈利、打造完整产业链的目标。目前国内民爆上市企业均进入工程爆破领域，其中规模较大的是久联发展、雅化集团、南岭民爆等。

技术升级要求是推动行业结构调整的因素之一。2010 年 5 月，工信部发布了《关于民用爆炸物品行业技术进步的指导意见》，生产线新建、改造项目，2012 年 1 月 1 日起应达到一期技术发展目标，2014 年 1 月 1 日起和 2016 年 1 月 1 日起应分别达到二期、三期技术发展目标。此外，该《意见》还对部分落后技术进行限制或淘汰。

根据我们调研了解，目前国内企业基本达到一期技术发展目标，部分生产线达到或超过二期目标，国内目前技术装备技术水平还难以达到三期目标要求。根据行业情况，1 万吨的炸药生产线改造投入 2000-2500 万元（不考虑土地）。部分规模小、生产线落后的企业而言，技术升级要求将促使其与优势企业进行整合。

1.4 2011 年民爆行业整合大幅提速

上市民爆企业并购重组受到政策支持。我国民爆行业十二五规划指出，要支持企业借助资本市场平台开展并购重组，鼓励以产业链为纽带的上下游企业资源整合和延伸，推进一体化进程，使优势资源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。政策支持上市企业进行行业整合，一方面在于上市企业规模较大、治理较佳，另一方面在于可利用资本市场融资平台，为并购重组提供必须的资本。

民爆行业涌现多起整合案例。2011 年以来，我国 6 家上市公司展开了 10 多起并购事件。其中如盾安集团与江南化工实现整合上市、南岭民爆与神斧民爆的整合正在进行、雷鸣科化因收购而停牌。十二五期间民爆生产企业和销售企业数量大量减少，上市企业将是产业整合的最大赢家。在纵向并购的同时，我国民爆企业也正大力发展纵向整合，向爆破服务一体化方向进军。

图表 9 2011 年我国民爆上市企业横向并购案例

公司	时间	扩张事件
久联发展	2011 年 7 月	与浙江物产民用爆破器材专营有限公司设立合资公司, 将其 2 万吨工业炸药生产许可能力平移至公司。
雅化集团	2011 年 3 月	收购内蒙古柯达化工 82.48% 的股权, 柯达化工炸药产能 3.8 万吨。
	2011 年 6 月	盾安集团的民爆资产注入公司。
江南化工	2011 年 8 月	参股山西壶化集团新疆双和民爆有限公司, 生产工业高端雷管
	2011 年 10 月	收购盾安集团持有的新疆雪峰民爆 16% 的股权。
南岭民爆	2011 年 10 月	将公司 1.5 万吨炸药产能转移给雪峰民爆, 南岭民爆将持有雪峰民爆子公司哈密公司 23% 股权。
	2011 年 10 月	换股吸收合并湖南神斧民爆, 神斧民爆炸药产能 9.1 万吨。
同德化工	2011 年 10 月	收购忻州同力民爆器材经营有限公司及其分公司有关经营性民爆资产。
	2011 年 12 月	公告拟收购山西广灵精华化工集团有限公司经营性民爆资产。
雷鸣科化	2011 年 6 月	收购商洛秦威化工有限责任公司, 秦威化工炸药产能 1.2 万吨。
	2011 年 10 月	公告重组安徽省外一家民爆生产企业。

资料来源: 上市公司公告

图表 10 2011 年我国民爆上市企业纵向整合案例

久联发展	2011 年 5 月	设立西藏新联新时代爆破工程有限公司, 拓展西藏爆破市场。2011 年 9 月引入中国黄金集团投资有限公司参股, 以利于拓展大型矿山开采市场。
	2011 年 12 月	设立山西宁武分公司, 拓展当地煤炭开采市场。
雅化集团	2011 年 2 月	增资四川雅安盛达民爆物品有限公司, 持股比例由 28% 提升至 52%。
	2011 年 3 月	参股金奥博公司, 介入爆破器材工业生产线设计领域。
	2011 年 9 月	子公司中鼎爆破设立科腾新材料, 从事爆破合成新材料的生产经营。
	2011 年 5 月	收购四川宇泰特种工程技术有限公司 55% 股权, 拓展当地爆破服务市场。
江南化工	2011 年 10 月	与马钢利民爆破拆除公司合资成立安徽江南利民爆破工程有限公司, 为马钢及当地企业提供矿石开采业务。
	2011 年 11 月	设立安徽江南新材料有限公司, 开发“爆轰合成纳米金属氧化物”项目。
南岭民爆	2011 年 10 月	通过合并神斧集团, 控股了湖南神斧民爆集团工程爆破有限公司。
同德化工	2011 年 12 月	租用山西全盛化工有限责任公司 6000 吨炸药产能, 用于增加公司炸药混装车产能。

资料来源: 上市公司公告

2. 民爆行业盈利能力将逐步好转

2.1 硝酸铵价格是影响民爆行业盈利能力的关键

民爆产品价格受政策管制。民爆产品销售执行国家指导价, 生产企业实际出厂价仅能在基准价上下浮动 15%。我国民爆产业竞争格局整体稳定, 民爆产业价格实际波动幅度低。从历史来看, 政策多在民爆行业出现亏损时期进行调价, 如 2008 年我国民爆产品价格整体上调了 30% 左右。目前国内民爆行业盈利状况普遍良好, 短期内进行调价的可能性较

小。

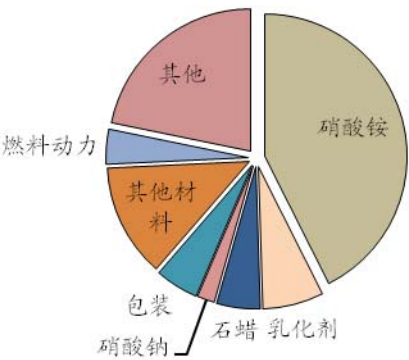
硝酸铵是影响民爆行业盈利能力的关键。在价格相对稳定的条件下，生产成本成为影响民爆行业盈利的关键因素。其中硝酸铵占工业炸药生产成本的比例约为 45%，占炸药原材料成本的比例超过 70%；硝酸铵价格波动是决定民爆产业盈利能力的主要原因。

图表 11 2008 年 8 月我国部分民爆产品调整前后的价格变动

产品名称	单位	调整前出厂价（元）	调整后出厂价（元）	上调幅度
1-3 号铵油炸药	吨	3810	4920	29%
多孔粒状铵油炸药	吨	2940	4140	41%
改性铵油炸药	吨	-	5440	-
1 号岩石水胶炸药	吨	6660	8610	29%
2 号煤矿水胶炸药	吨	5790	7480	29%
粉状乳化炸药	吨	4410	5700	29%
8 号瞬发电雷管	万发	7910	10220	29%
岩石乳化炸药	吨	4450	5870	32%
露天乳化炸药	吨	4330	5600	29%
现场混装乳化炸药	吨	3830	5100	33%

资料来源：发改委

图表 12 硝酸铵约占工业炸药成本的 45%左右



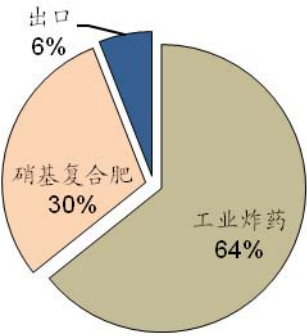
资料来源：金元证券研究所

2.2 硝酸铵供给大幅增长，存在价格下行压力

根据氮肥工业协会统计，2010 年我国硝酸铵生产能力 600 万吨，产量 420 万吨，其中 270 万吨用于工业炸药，其余用于生产硝基复合肥及出

口。从 2011 年下半年到 2012 年，我国将有 165 万吨以上的硝酸铵新增产能投产。硝酸铵产能比 2010 年底大幅增长 27.5%，预计硝酸铵供给的大幅增长将推动产品价格的下滑至合理水平。

图表 13 我国 2010 年硝酸铵下游需求分布



资料来源：氮肥工业协会

图表 14 2011 年下半年至 2012 年硝酸铵产能扩张情况

公司	新增产能（万吨）	备注
安徽淮化集团	20	2011 年下半年投产
中冀正元化工	30	2011 年下半年投产
石家庄金石	40	2011 年下半年投产
内蒙伊东九鼎	20	2011 年 4 季度投产
湖北宜化集团	30	2011 年年底投产
天脊集团	25	2012 年 5 月投产
合计	165	

资料来源：金元证券整理

2.3 硝酸铵需求增速将逐步放缓

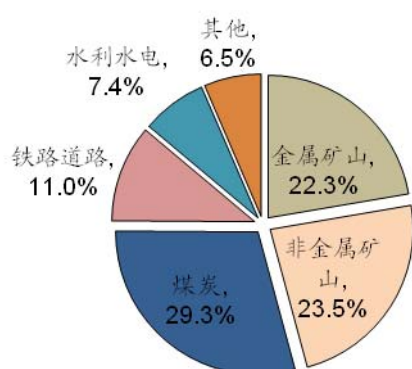
工业炸药对硝酸铵需求增速或将回归至 10%左右。我国炸药主要用于矿山开采、铁路道路建设和水利水电等领域，其中采矿业占工业炸药需求的 75%左右。在国家 4 万亿投资的推动下，2009 年、2010 年和 2011 年上半年，我国工业炸药销量增速分别高达 14.5%、18.57%、18.7%，相应地对拉动了硝酸铵原料需求的同比增长。我们预计未来工业炸药需求增速下滑是大概率事件，主要在于：（1）宏观经济下滑，对钢材、铜、铝等金属的需求减弱，将对矿产开采产生负面影响；（2）发改委对 2012 年重点合同煤价格最高涨幅限制在 5%，并对市场交易电煤实施最高限价，或将制约煤炭企业开采积极性；（3）固定资产投资的放缓及铁路建设的停滞，对工业炸药需求有所下降。我们预计，未来国内工业炸药及

相关的硝酸铵原料需求增速将逐步回归至 10% 左右，从而对国内硝酸铵价格造成下行压力。

二元硝基复合肥 2012 年出口受限制，减少硝酸铵间接出口量。2009 年我国硝基复混（合）肥有效产能 522 万吨，产量约 270 万吨；其中二元硝基复混（合）肥产能 370 万吨。2011 年 1-10 月氮磷二元复合肥出口量 295.2 万吨，同比增长 489.7%。我们预计二元硝基复合肥出口也出现大幅增长，增加了硝酸铵的间接出口。2012 年，我国氮磷二元复合肥旺季（1-5 月，10-12 月）关税调整至 82%，意味着硝基复合肥在旺季难以出口，硝酸铵需求随之下降。

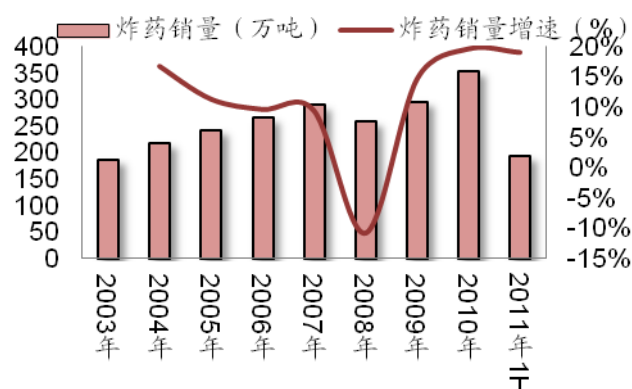
硝酸铵的原料供应更加充裕，有利于硝酸铵价格下行。2011 年春耕时期国内尿素市场行情较好，占用了较多的合成氨资源，导致硝酸铵用合成氨供应偏紧。2011 年严格的尿素出口限制政策和尿素产能扩张，使得 2012 年春耕季节国内尿素供应充裕，预计 2012 年硝酸铵用合成氨资源较上年宽松。国内硝酸产能也趋于过剩。根据氮肥工业协会统计，目前我国硝酸产能达 900 万吨，预计三年内将达到 1500 万吨，而协会预计 2015 年硝酸需求仅 1250 万吨，呈供过于求的趋势。在需求增长放缓、供给增加的背景下，国内硝酸铵价格近期出现回落趋势。

图表 15 采矿业工业炸药需求总量占比在 75% 左右



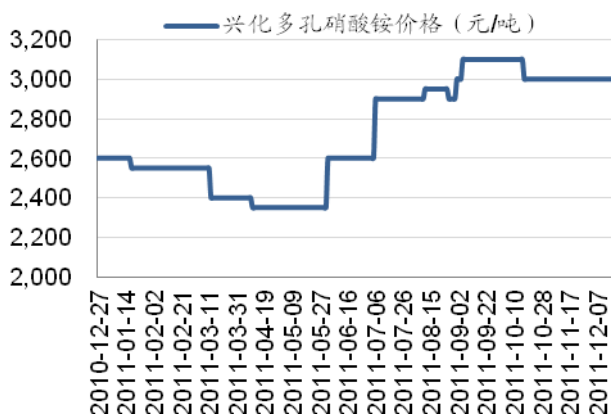
资料来源：金元证券研究所

图表 16 我国工业炸药需求增速将高位回落



资料来源：民爆行业工作简报

图表 17 国内硝酸铵价格开始回落



资料来源：百川资讯

3. 投资建议

看好西部民爆企业。未来我国民爆产品需求呈现东部下滑、中部平稳、西部增长的特征。西部民爆企业将充分受益西部大开发和城市化带来的销量增长。

看好拥有横向并购潜力的企业。并购重组是民爆行业十二五发展主题，也是民爆企业寻求区域扩张和产能扩张的必然选择。十二五期间炸药企业从 146 家降至 50 家以下，带来大量的横向并购机会，我们看好具备资金实力、管理机制灵活、并购经验丰富的上市企业。

看好纵向爆破服务一体化发展的企业。生产、运输、爆破服务一体化，以爆破服务拉动销售将是我国民爆产业必然发展趋势。通过发展一体化，可提升企业发展空间、提高公司盈利能力、锁定下游需求。十二五期间我国混装炸药和散装炸药在工业炸药中的比重从 15% 提高至 50%，意味着爆破服务一体化将得到迅猛发展。预计未来大型民爆企业将快速向爆破服务领域进军，从形成多个跨地区、跨领域、一体化运营的企业集团。

我们预计，随着硝酸铵价格的下降，未来民爆行业盈利存在提升趋势。前期民爆板块明显下跌，估值优势明显。我们坚持看好西部企业、横向并购能力和一体化发展的观点，建议买入雅化集团、江南化工，增持久联发展。

图表 17 民爆产业市盈率处于历史低位



资料来源：wind

图表 18 民爆产业市净率处于历史偏低水平



资料来源：wind

3.1 雅化集团：受益区域需求增长、关注并购和一体化发展

公司现有 12 万吨工业炸药、1.6 亿发工业雷管、500 万米工业导爆索产能。

公司在四川省内生产布局良好，区位优势明显。预计十二五期间四川省受益于铁路、公路、水利、矿产资源开发的大幅增长，工业炸药需求增速保持在近 20%。

公司产品结构良好。目前公司乳化炸药产能（不计内蒙柯达化工）占比达到 70%，远高于全行业 54% 的水平；公司雷管以电雷管和导爆管雷管为主。公司产品结构符合政策鼓励方向，明显优于行业平均水平，未来技术改造压力较小，有利于产能的正常发挥。

爆破工业服务一体化快速发展。公司依托红格矿区，大力发展爆破工程服务业务。公司 IPO 募投的爆破工程一体化项目投产后，矿山开采能力提高至目前的 4.4 倍。公司收购了包头资达爆破、设立哈密德盛化工，将爆破工程服务业务拓展至内蒙、新疆等需求旺盛的市场。

并购是推动公司业绩增长的第一推动力。公司从 2003 年起陆续并购十多家企业，积累了丰富的行业整合经验，并构建了良好的管理体系。随着入主柯达化工和资达爆破，意味着公司在内蒙的布局初显成效。公司管理机制灵活、货币资金充足，未来有望继续在省内、外展开并购活动，推动公司业绩持续增长。

在不考虑并购的条件下，预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.63/0.82/0.99 元，对应 PE 为 19.5/15.1/12.4 倍。上调公司评级至买入。

3.2 江南化工：国内民爆行业龙头，爆破服务开始起步

公司是国内民爆企业龙头。2011 年 6 月，盾安集团将 8 家民爆企业注入公司，公司工业炸药产能从 6.6 万吨提高至 25.65 万吨后，仅次于云南民爆集团。通过并购，公司工业炸药产能遍布安徽、新疆、宁夏、河南、福建、湖北等地，市场辐射范围更广。公司正收购新疆雪峰 16% 股权，未来将根据承诺收购盾安所持林州宇豪股权全部或部分股权。盾安集团 2003 年进军民爆行业，历时 8 年通过并购成为国内最大民爆集团之一，并购重组能力突出。公司有望继续通过并购推动企业发展。

爆破服务业务开始起步。公司通过天河爆破在新疆、向科爆破在安徽开展爆破服务业务。通过收购四川宇泰股权，将进入四川爆破服务市场。近期，公司与马钢集团合资成立控股孙公司马鞍山江南利民爆破有限公司，为安徽马钢罗河矿业有限公司提供爆破服务，其中一期铁矿石设计产能 300 万吨（扩能后达到 500 万吨），二期设计开采规模 800 万吨。公司爆破服务业务将在新疆、四川、新疆等需求旺盛区域形成规模，并与工业炸药生产业务形成协同效应。

我们认为，盾安集团对公司的整合完成后，有望展开新一轮的并购整合，爆破服务业务也将快速发展。预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.44/0.74/0.9 元，对应 PE 为 28.3/16.7/13.7 倍，给予公司买入评级。

3.3 久联发展：区域龙头优势突出、爆破服务迅猛增长

公司拥有工业炸药许可产能 16 万吨，在贵州、甘肃市场占有率达到 60% 左右。公司通过联合经营公司，对贵州民爆销售市场具有很强的控制能力。贵州 92.5% 的面积为土地和丘陵，随着西部大开发和城镇化率的提升，预计未来贵州民爆产品需求增速近 25%。贵州省内民爆产品供不应求，需通过省外采购来满足。

公司爆破工程服务迅猛增长。公司拥有“土石方工程专业承包”和“爆破与拆除工程承包”两个一级资质、A 级工程爆破设计施工资质，并承接了多个贵州省内市政工程订单，预计在手订单约 30 亿元。从业务领域看，公司除传统市政工程外，还将陆续进入山西煤矿、贵州重晶石矿等矿产资源的开采剥离业务，提升了公司爆破业务发展的可持续性。从区域看，公司除巩固贵州本地市场外，还大力开发西藏、山西市场，未来还将依托战略合作伙伴进入国内其他矿山开采市场。公司爆破服务的

区域扩张和业务结构多元化，将推动公司爆破服务业务迅猛增长。

预计公司 2011-2013 年 EPS 为 1.02/1.37/1.64 元,对应 PE 为 18.1/13.6/11.3 倍。考虑公司未来 BT 业务回款风险和增发摊薄因素，维持公司增持评级。

金元证券行业投资评级标准:**增持:** 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;**中性:** 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;**减持:** 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。**金元证券股票投资评级标准:****买入:** 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;**增持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;**中性:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;**减持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%;。**对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部**

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王 睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn
樊 文	高级经理	0755-83023422	13828864010	fanwen@jyzq.cn
黄李南	高级经理	0755-83023499	18688960542	huanglinan@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道 4001 号时代金融中心 17 层, 518048 传真: 0755-83024518

本报告仅供金元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考，并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断，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波动。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，对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送，版权归本公司所有。未经本公司书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处，且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。