



伐谋-中小盘 IPO 公司报告

雪峰科技 (603227)

## 雪峰科技新股申购策略

——中小盘 IPO 公司报告

孙金钜 (分析师)  
021-38674757  
sunjinju008191@gtjas.com

证书编号 S0880512080014

### 本报告导读:

本报告分析了雪峰科技发行价、中签率、年化回报率,分析了公司经营的基本情况。建议报价 4.98 元,预估合理价格 9.6-13.8 元,预测上市开板价格在 15 元以上。

### 投资要点:

- 公司摊薄后 2014-2016 的实际与预测 EPS0.26、0.30、0.35 元。可比公司 2015 年的 PE 是 32 倍,证监会行业动态最近 1 个月的估值 53 倍,我们预估公司的发行价相比中证行业折价 56.13%。
- 建议公司报价 4.98 元,对应 2014 年扣非摊薄 PE 为 22.96 倍。
- 预估中签率:网上 0.53%;网下中公募与社保 0.26%,年金与保险 0.17%,其他 0.09%。预计网上冻结资金量 701 亿元,网下冻结 272 亿元,总计冻结 973 亿元。
- 资金成本:冻结量少于上批,对市场冲击不大,预计本批新股的冻结资金量 2.3 万亿元,预计 7 天回购利率超过 5%。
- 预计涨停板 10 个,破板卖出的打新年化回报率:网上 21.53%、网下公募与社保 10.63%,年金与保险 6.95%,其他 3.68%。从绝对收益率来说,网上、公募社保、年金保险分别可获得 1.18%、0.58%、0.38%、0.20%的破板绝对收益率。
- 公司基本情况分析
  - 公司主要从事工业炸药、工业雷管、工业索类火工品等民用爆炸物品的研发、生产、销售、运输,以及为客户提供破工程的整体解决方案等相关服务,是国内民爆行业中拥有武装守护押运民用爆炸物品资质的企业之一。
  - 发展空间: 1) 国内市场需求:我国民用爆炸物品行业的主要目标市场为矿山、煤炭开采和基础设施建设。2) 新疆自治区市场需求:国家将大力扶持新疆实现跨越式发展,强劲拉动疆内民爆市场需求。3) 中亚市场需求:随着中亚国家不断加大矿山开发,民爆产品需求将持续增长,为新疆民用爆炸物品生产企业提供了较好的发展契机。
  - 公司竞争优势: 1) 区位优势。2) 民爆服务一体化优势。
  - 风险:行业政策风险及管理特殊性引致的风险、产品销售市场较为集中的风险。

注:每股净收益按预计发行后的总股本 32935 万股计算

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1,065	1,059	909	1,046	1,234
(+/-)%	31%	0%	-14%	15%	18%
经营利润 (EBIT)	224	168	140	160	187
(+/-)%	20%	-25%	-16%	14%	16%
净利润	140	96	87	99	114
(+/-)%	13%	-32%	-9%	14%	15%
每股净收益 (元)	0.43	0.29	0.26	0.30	0.35
每股股利 (元)	0.27	0.18	0.08	0.09	0.10

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间 (元)

4.98-4.98

合理定价区间 (元)

9.60-13.80

2015.04.28

### 发行上市资料

发行前总股本(万股)	24700
本次拟发行量(万股)	8235
发行日期	2015-05-08
发行方式	网下询价,网上定价
保荐机构	东方花旗证券有限公司
预计上市日期	2015-05-22

### 发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.38
净资产收益率 (%)	10.6
资产负债率 (%)	39.16

## 中小盘研究团队

孙金钜 (分析师): 021-38674757

证书编号: S0880512080014

邮箱: sunjinju008191@gtjas.com

王永辉 (分析师): 021-38674743

证书编号: S0880514080004

邮箱: wangyonghui@gtjas.com

郭睿哲 (分析师): 021-38674945

证书编号: S0880513080020

邮箱: guoruizhe@gtjas.com

刘易 (研究助理): 021-38674878

证书编号: S0880115030057

邮箱: liuyi014913@gtjas.com

吴璋怡 (研究助理): 021-38674624

证书编号: S0880115030046

邮箱: wuzhangyi@gtjas.com

## 1. 申购策略

### 1.1. 利润表预测与同行业估值

**表 1: 利润表预测 (单位: 百万元)**

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业总收入	812	1,065	1,059	909	1,046	1,234
YOY		31%	0%	-14%	15%	18%
营业总成本						
营业成本	488	655	684	575	661	780
YOY		34%	4%	-16%	15%	18%
营业税金及附加	14	19	21	20	23	27
销售费用	37	33	30	25	29	34
管理费用	113	130	138	125	140	168
财务费用	13	10	16	14	16	19
资产减值损失	2	6	11	14	16	18
营业利润	187	224	168	140	160	187
加: 营业外收入	5	16	20	25	20	21
减: 营业外支出	4	14	10	3	0	0
利润总额	188	226	178	163	180	207
减: 所得税	36	45	40	33	38	44
净利润	152	181	138	130	142	164
减: 少数股东损益	27	41	42	43	43	50
归属于母公司所有者的净利润	125	140	96	87	99	114
YOY		13%	-32%	-9%	14%	15%
发行后摊薄 EPS	0.50	0.43	0.29	0.26	0.30	0.35

数据来源: 公司首发招股意向书, 国泰君安证券研究

**表 2: 可比公司与行业平均估值**

		股价		EPS			PE			
		2015/4/25	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
600985.SH	雷鸣科化	21.16	0.47	0.47	-	-	61.9	44.9	-	-
002037.SZ	久联发展	19.66	0.63	0.63	0.94	1.15	16.4	31.2	20.9	17.2
002096.SZ	南岭民爆	22.20	0.50	0.50	-	-	24.9	44.7	-	-
002226.SZ	江南化工	21.49	0.67	0.67	0.51	0.55	21.8	32.0	42.0	38.9
002360.SZ	同德化工	10.60	0.63	0.63	-	-	28.8	16.7	-	-
002497.SZ	雅化集团	18.65	0.46	0.46	0.59	0.71	20.6	40.3	31.6	26.3
002683.SZ	宏大爆破	38.00	0.75	0.75	1.13	1.50	82.0	50.7	33.7	25.3
<b>平均值</b>			<b>0.59</b>	<b>0.59</b>	<b>0.45</b>	<b>0.56</b>	<b>36.6</b>	<b>37.2</b>	<b>32.0</b>	<b>26.9</b>
中证行业分类 化学原料和化学制品							52.3			
603227.SH	<b>雪峰科技</b>	<b>4.98</b>	<b>0.29</b>	<b>0.26</b>	<b>0.30</b>	<b>0.35</b>	17.1	18.9	16.6	14.4

数据来源: 可比公司 EPS 来自 wind 一致性预测、证监会行业估值、国泰君安证券研究

### 1.2. 报价预测: 4.98 元

根据雪峰科技的发行股份数与募集资金总额分析, 我们预估发行价 4.98

元, 相比证监会参考的可比行业估值折 56%, 给投资者预留了充足的空间。(注: 此处市盈率按非扣除非经常性损益每股净利润计算.)

我们以 2015 年对应的可比公司估值与公司 2015 年的预测摊薄 EPS 来计算公司的合理价格是 9.6 元, 以 2014 年 EPS 衡量的证监会可比行业估值合理价格是 13.8 元, 所以我们认为合理价格区间是 9.6-13.8 元。

**表 3: 预估发行价**

项目	单位	数据
发行股份数	万股	8235.00
老股转让	万股	-
募集资金数	万元	36989.73
发行费用	万元	1765.00
发行费用率		5.50%
<b>发行价格</b>	<b>元/股</b>	<b>4.98</b>

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

**表 4: 根据证监会、可比公司计算的发行价折价率**

	2014	2015E
可比公司估值	37.2	32.0
可比中证行业估值	52.3	-
EPS	0.26	0.30
发行价对应的 PE	18.90	0.97
<b>相比证监会行业折价率</b>	<b>56%</b>	
相比可比公司估值折价	38%	

数据来源: wind、证监会行业估值、国泰君安证券研究

### 1.3. 中签率分析

分析公司的中签率时, 我们采用了回归模型来预测。根据公司的特点与模型, 我们估算了公司的中签率与冻结资金量。

**表 5: 中签率与冻结资金量预测**

	新股中签率	冻结资金量预测 (亿元)
网上中签率	0.53	701
网下无老股中签率	0.18	272
A-公募和社保	0.26	63
B-年金跟保险	0.17	72
C-其他	0.09	137
<b>总计</b>		<b>973</b>

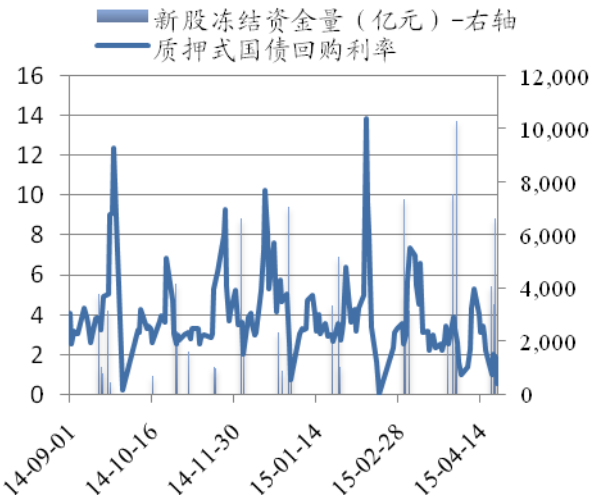
数据来源: 国泰君安证券研究

### 1.4. 资金成本分析: 预计 7 天回购利率超过 5%

上批新股在 4 月 14 日和 12 日分别冻结了 16975 亿元和 9426 亿元, 7 天回购利率最高冲到过 6% 以上。本批新股的申购日高峰是 5 月 5 日、6 日,

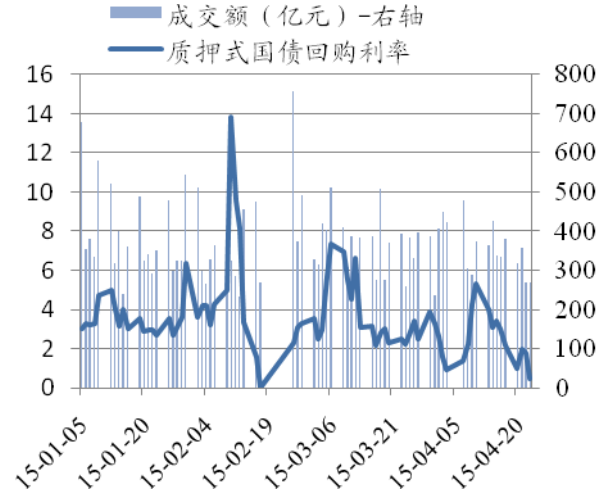
合计约有 20 家新股发行，预计累计冻结资金将分别达到 1.3 万亿和 2.1 万亿，直到 5 月 8 日集中解冻，资金面才明显改善。由于本轮新股冻结资金量少于上批，预期对回购利率冲击影响也小于上批。

**图 1: 上批新股未对市场回购利率造成明显冲击, 本批募资少于上批, 预计冲击不大**



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

**图 2: 预计本批新股会对 7 天质押式国债回购利率造成冲击, 预计超过 5% 的回购利率**



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

### 1.5. 打新回报率分析

近期新股上市后走势强劲，建议破板后依然持有为主，不建议立刻抛出。预计破板卖出的打新年化回报率：网上 21.53%、网下公募与社保 10.63%，年金与保险 6.95%，其他 3.68%。从绝对收益率来说，网上、公募社保、年金保险分别可获得 1.18%、0.58%、0.38%、0.20% 的破板绝对收益率。

**表 6: 雪峰科技打新收益率分析**

绝对收益率		年化收益率	
预测股价绝对涨幅	224%		
网上	1.18	网上	21.53
网下无老股 (%)		网下无老股 (%)	
公募和社保 (%)	0.58	公募和社保 (%)	10.63
年金跟保险 (%)	0.38	年金跟保险 (%)	6.95
其他 (%)	0.2	其他 (%)	3.68

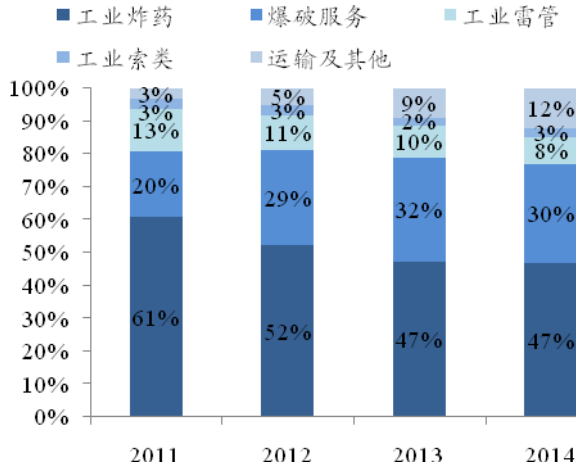
数据来源: 国泰君安证券研究

## 2. 公司业务与竞争力

### 2.1. 基本情况: 民用爆炸物品的研发生产、销售、运输

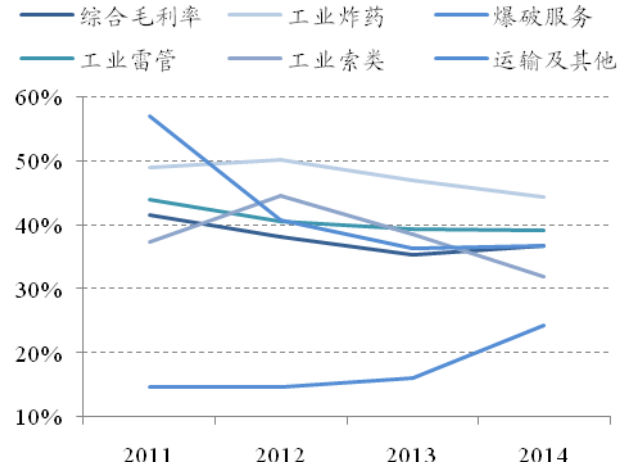
公司主要从事工业炸药、工业雷管、工业索类火工品等民用爆炸物品的研发、生产、销售 以及为客户提供破工程的整体解决方案等相关服务，是国内民爆行业中拥有武装守护押运民用爆炸物品资质的企业之一。

图 3: 收入来源占比



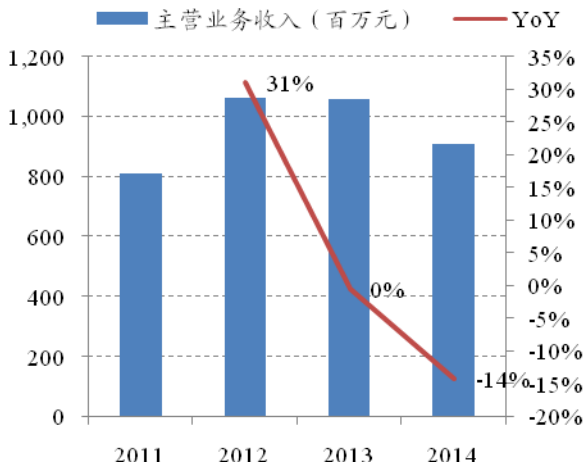
数据来源: 公司首发招股意向书、国泰君安证券研究

图 4: 毛利率水平 38%左右



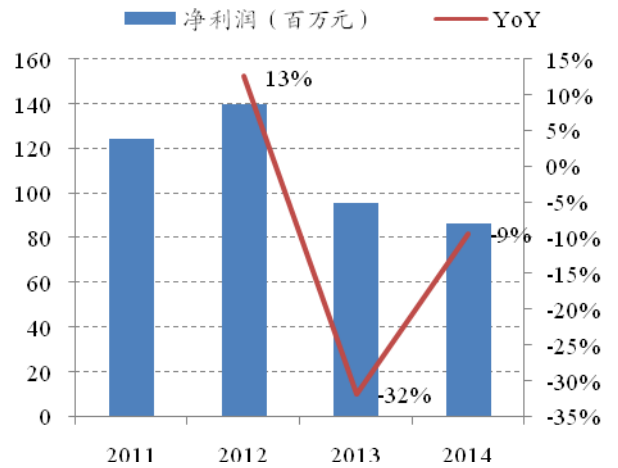
数据来源: 公司首发招股意向书、国泰君安证券研究

图 5: 收入规模与增速



数据来源: 公司首发招股意向书、国泰君安证券研究

图 6: 净利润规模与增速

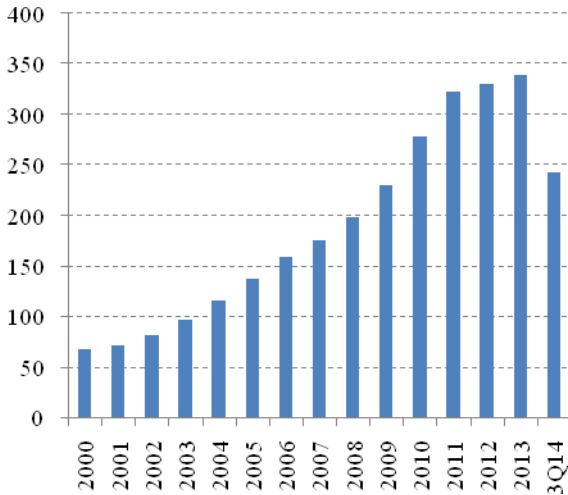


数据来源: 公司首发招股意向书、国泰君安证券研究

## 2.2. 发展空间: 新疆自治区市场空间释放潜力巨大

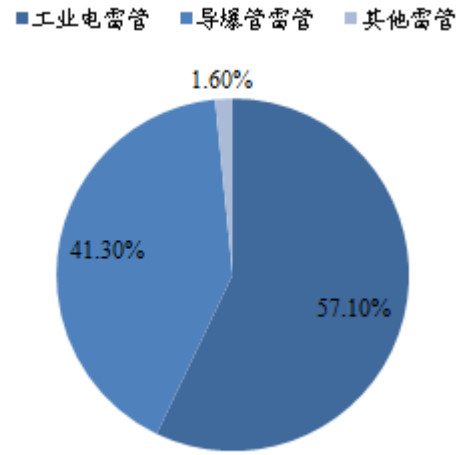
我国基础工业和基础设施建设取得了巨大成就, 推动民用爆炸物品行业持续快速增长。2000 年至 2014 年前三季度, 我国民用爆炸物品行业工业总产值从 68.40 亿元增长到 242.60 亿元, 增幅为 254.68%。

图 7: 民爆器材行业工业总产值增长情况



数据来源: 公司首发招股意向书、国泰君安证券研究

图 8: 2012 年工业雷管品种构成



数据来源: 公司首发招股意向书、国泰君安证券研究

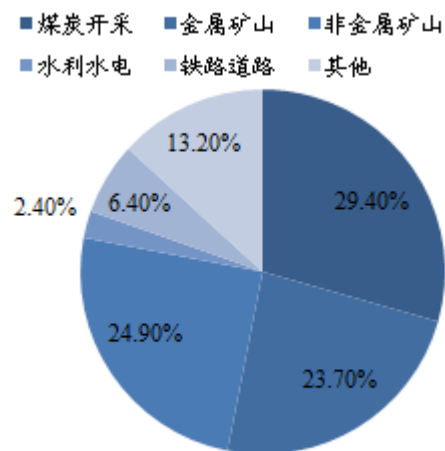
对于工业雷管, 2013 年电雷管同比下降 18.3%, 导爆管雷管产量同比增长 4.2%; 从工业雷管品种结构上看, 虽然工业雷管总产量每年都呈下降趋势, 但导爆管雷管产量占总产量的比例都在逐年提高。2013 年, 电雷管产量约占雷管总产量的 51.3%; 导爆管雷管产量约占雷管总产量的 47.3%。

### 行业市场需求

#### 1. 国内市场需求

作为工业体系的基础性行业, 民用爆炸物品的需求与矿业开采、能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、地震勘探、基础设施建设以及国防建设等固定资产投资密切相关。我国民用爆炸物品行业的主要目标市场为矿山、煤炭开采和基础设施建设。

图 9: 2012 年工业炸药销售流向结构图



数据来源: 公司首发招股意向书、国泰君安证券研究

#### 2. 新疆自治区市场需求



作为我国能源资源战略基地，新疆地区正处于历史上从未有过的高速发展期，国家将在未来几年内大力扶持新疆实现跨越式发展，进一步扩大疆内固定资产投资规模，包括加大铁路、公路、机场、水利等基础设施建设和煤炭、石油、天然气等优势资源转换行业的开发力度，增加城市保障性住房、抗震防灾工程、抗震安居工程等民生工程的建设投入，对口援疆工作向纵深的发展，新疆经济增长速度将明显加快，并将强劲拉动疆内民爆市场需求。

### 3. 中亚市场需求

未来5年，中亚国家民爆市场的发展依然将较为迅猛，预计每年民爆产品的需求以20-30%的速度增长，炸药需求总量将达到40万吨/年。

新疆与中亚五国接壤，是中国西部的桥头堡，对中亚出口具有得天独厚的条件。随着中亚国家不断加大矿山开发，民爆产品需求将持续增长，为新疆民用爆炸物品生产企业提供了较好的发展契机。

## 2.3. 竞争态势：区域分割严重、市场化程度不高

我国民爆行业的产业集中度不高，总体产能过剩与局部地区许可能力不足之间的矛盾较为突出，存在“小、散、低”的现象。

民用爆炸物品安全管理及运输成本较高，造成民用爆炸物品生产行业市场集中度较低，市场化程度相对有限，市场区域化色彩浓厚。行业中生产企业规模小数量多，企业竞争范围一般局限在各自所在省份。

国家严格限制审批新的民用爆炸物品生产企业，严格的准入制度是进入本行业的主要障碍。

“十二五”期间，将继续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，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。

### 公司竞争优势：

1. 区位优势：公司地处矿产资源丰富、基础设施建设尚需发展的西北部地区。新疆作为一带一路的重要发展区域，国家将大力扶持新疆进行大规模的资源开发和大量的基础设施建设，都将对民爆产品和服务的市场需求构成强力支撑。

截止2007年底，新疆自治区已发现138种矿产，占全国已发现171种矿产的80.7%，矿产资源的持续开发将拉动民爆产品及服务市场需求增长。

另外，新疆与中亚五国接壤，随着中亚国家不断加大矿山开发，民爆产品需求将持续增长，为新疆民用爆炸物品生产企业提供了较好

的发展契机。

2. 民爆服务一体化优势：公司是集科研、生产、销售、爆破服务一体化的经营模式，在提供民爆服务一体化方面具备较大优势。

#### 2.4. 需关注的公司特点：受益于“一带一路”，业绩有望大幅度提升

1. 产品主要应用与煤炭、金属和非金属矿山开采，但近两年煤炭行业需求一般。爆炸物品受限于运输存储压力，市场区域化色彩浓厚。
2. 公司受益于“一带一路”，新疆地区的矿产资源开发及基础设施建设受到巨大推动，凭借地处新疆的地域优势，公司业绩有望大幅度提升。

#### 2.5. 风险提示

1. 行业政策风险及管理特殊性引致的风险。
2. 许可生产能力增加受限风险。
3. 产品销售市场较为集中的风险。
4. 房产土地权属瑕疵风险。



**本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**
**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

**国泰君安证券研究**

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		