

南岭民爆 (002096.SZ)

专用化学品行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

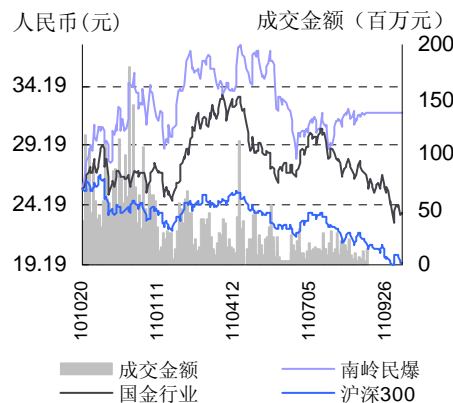
市价(人民币): 32.01 元

## 独霸湖南市场, 期待新的征程

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	131.93
总市值(百万元)	4,231.73
年内股价最高最低(元)	37.64/26.32
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 相关报告

1. 《民爆行业销售景气,湖南省内整合值得期待;》, 2011.8.19
2. 《产线改造,高端胶状乳化炸药产能提升;》, 2011.8.10
3. 《行业整合加剧,区域龙头受益;》, 2011.4.25

舒亮

联系人  
(8621)60935507  
shuliang@gjzq.com.cn

赵乾明

分析师 SAC 执业编号: S1130511030017  
(8621)61038263  
zhaoqm@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.82	0.89	1.47	1.75	1.91
每股净资产(元)	2.94	3.54	4.54	5.78	7.13
每股经营性现金流(元)	1.39	1.19	0.97	1.12	1.16
市盈率(倍)	39.21	35.87	21.80	18.29	16.75
行业优化市盈率(倍)	29.65	25.12	22.26	22.26	22.26
净利润增长率(%)	134.59%	9.31%	12.53%	23.58%	8.40%
净资产收益率(%)	27.72%	25.23%	22.11%	21.46%	18.87%
总股本(百万股)	132.20	132.20	184.66	184.66	184.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **南岭民爆与神斧集团合并大幅提升盈利能力:** 南岭民爆拟以 31.46 元/股的价格, 通过向神斧民爆全体股东发行股份(最少发行 4,097.04 万股, 最多发行 5,245.88 万股)的方式吸收合并神斧民爆; 神斧集团主要产品、产量、销量在 2010 年民爆行业生产企业集团中位居第三位, 是全国民爆企业中产品最齐全的 3 个企业之一, 此次合并将大幅提升公司未来盈利能力。
- **湖南民爆旗舰企业诞生:** 合并后公司具有工业炸药生产能力 15.9 万吨(民爆类上市公司中排名第二), 工业雷管生产能力 2.5 万发(民爆类上市公司中排名第一), 将成为国内民爆行业航母级企业集团, 既能够充分享受中西部民爆需求的增长; 又有利于进一步横向与纵向的扩张。
- **垄断湖南市场是成长起点而非终点:** 利用上游垄断优势向下游延伸, 通过整合省内销售渠道以及开展“一体化爆破服务”获得产业链上更多利润; 国家政策鼓励下航母级企业地位有利于公司跨省异地扩张, 新疆市场民爆产品需求旺盛、供应不足, 值得期待。

## 估值与投资建议

- 根据中性预测, 此次合并后 2011-2013 年摊薄 EPS 分别为 1.47 元、1.75 元和 1.91 元。
- 民爆行业 2011 年平均估值 25 倍左右, 由于以下两点原因我们认为南岭民爆目前股价被市场低估, 应该给公司高于行业平均的估值。
  - 利用垄断优势向产业链下游延伸, 通过整合省内销售渠道以及开展“一体化爆破服务”获得产业链上更多利润。
  - 航母级企业地位有利于公司跨省异地扩张, 新疆市场值得期待。
- 我们给予公司 27X11PE 和 23X12PE, 相当于 40 元的目标价, 建议买入。

## 风险

- 硝酸铵等原材料价格大幅上涨。
- 行业内整合进度不达预期。

## 内容目录

并购神斧民爆，独霸湖南市场 .....	3
公司公告：吸收合并神斧民爆 .....	3
湖南民爆旗舰企业诞生 .....	3
垄断湖南市场是成长起点而非终点 .....	4
成长驱动一：利用上游垄断优势向下游延伸，提高利润率 .....	4
成长驱动二：行业航母地位建立，有助于异地扩张，期待新疆 .....	6
盈利预测、估值和投资建议 .....	9
风险提示 .....	10
附录：三张报表预测摘要 .....	11

## 图表目录

图表 1：2011H 民爆上市公司收入，单位：百万元 .....	3
图表 2：2011H 民爆上市公司净利润，单位：百万元 .....	3
图表 3：2011H 民爆上市公司产能，单位：万吨 .....	4
图表 4：2009 年工业炸药主要生产企业 .....	4
图表 5：2009 年工业雷管主要生产企业 .....	4
图表 6：民爆产业链利润分布 .....	5
图表 7：湖南省内主要民爆器材销售公司 .....	5
图表 8：炸药现场混装车 .....	6
图表 9：炸药混装车优缺点 .....	6
图表 10：新疆煤炭资源主要分布 .....	7
图表 11：2010 年主要省份煤炭产量及增速 单位：万吨 .....	7
图表 12：新疆地区中远期铁矿产能增长预测，单位：万吨 .....	8
图表 13：原南岭民爆传统业务预测，单位：百万元 .....	9
图表 14：公告对神斧集团净利润的预测 .....	9
图表 15：盈利预测对比 单位：百万元、元 .....	9
图表 16：估值表 .....	10

## 并购神斧民爆，独霸湖南市场

### 公司公告：吸收合并神斧民爆

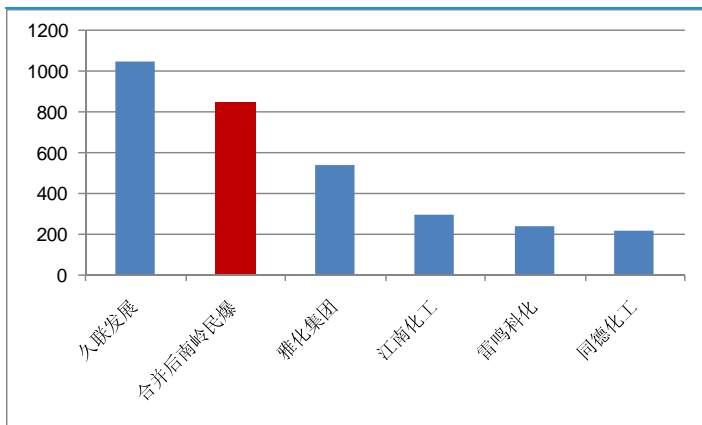
#### ■ 10月20日，南岭民爆公告：

- 拟通过向神斧民爆全体股东发行股份的方式吸收合并神斧民爆；吸收合并完成后，南岭民爆为存续公司，神斧民爆注销法人主体资格，神斧民爆全部资产、负债、业务、人员将依照本次吸收合并方案并入存续公司。
- 本次吸收合并由南岭民爆以发行股份的方式支付收购对价；公司拟以 31.46 元/股的价格，最少发行 4,097.04 万股，最多发行 5,245.88 万股用以收购神斧民爆。
- 神斧集团是经湖南省人民政府批准设立的大型国有控股企业集团，由湖南省国资委履行出资人职责，是湖南省民爆行业龙头企业，也是省属 26 个重点企业集团之一。
  - 神斧集团主要生产工业炸药、工业雷管、工业索类火工品、机械设备、军用气囊和军用雷管等产品。
  - 集团主要产品、产量、销量在 2010 年民爆行业生产企业集团中位居第三位，是全国民爆企业中产品最齐全的 3 个企业之一；集团现有生产能力：炸药 6.8 万吨、雷管 2.5 亿发、导爆索等索类 2.5 亿米。
  - 2010 年神斧集团实现销售收入 8.6 亿元，实现利润 1.1 亿元，集团资产 10 亿元；2011 年 1-6 月份，集团资产 17.84 亿元，同比增长 56.6%，净资产 14.02 亿元，同比增长 98.56%，实现营业收入 5.43 亿元，同比增长 24.35%，实现净利润 8122 万元，同比增长 24.85%。

### 湖南民爆旗舰企业诞生

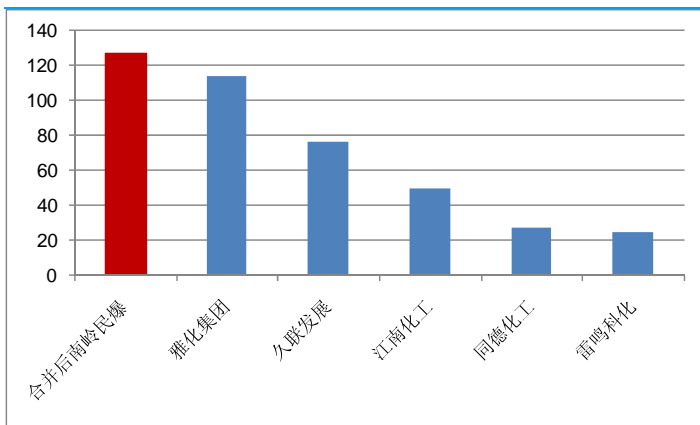
- 南岭民爆与神斧集团合计垄断湖南省内 77.6% 的工业炸药产能和几乎 100% 的工业雷管、导爆索类产能；合并后具有工业炸药生产能力 15.9 万吨（民爆类上市公司中排名第二），工业雷管生产能力 2.5 万发（民爆类上市公司中排名第一）；将成为国内民爆行业航母级企业集团。
- 我们选用 2011 年半年报财务数据，南岭民爆与神斧集团合并后以 8.5 亿的营业收入排名民爆类上市公司第二，以 1.27 亿的净利润排名民爆类上市第一。

图表1：2011H 民爆上市公司收入，单位：百万元

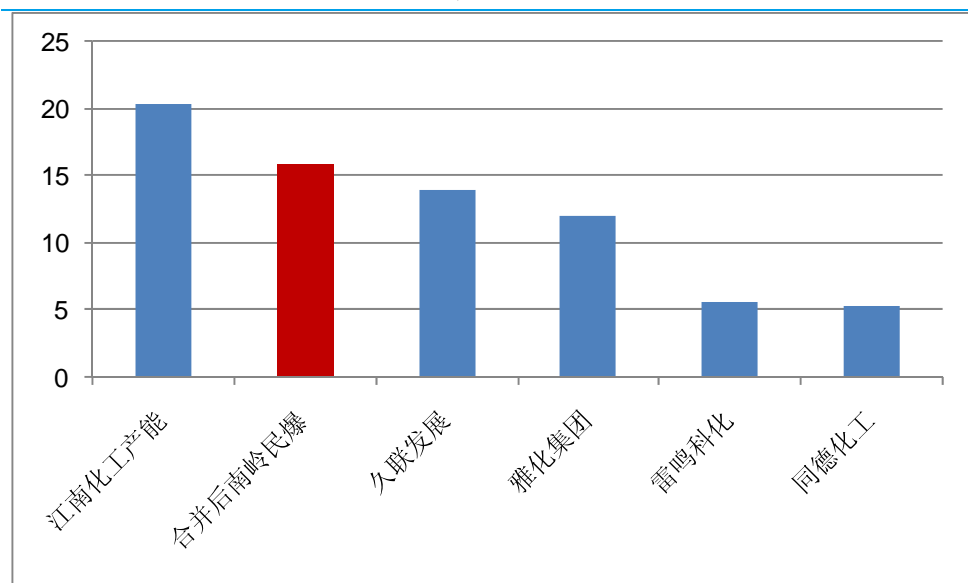


来源：聚源数据，国金证券研究所

图表2：2011H 民爆上市公司净利润，单位：百万元



图表3: 2011H 民爆上市公司产能, 单位: 万吨



来源: 公司年报, 国金证券研究所

- 从全行业来看, 以 2009 年的数据估计, 合并后公司在工业炸药和工业雷管方面的生产能力都能进入行业前三的水平。

图表4: 2009 年工业炸药主要生产企业

序号	企业名称	产量 (万吨)	占总量比例
1	云南民爆集团有限公司	21.97	7.42%
2	重庆葛洲坝普力股份有限公司	11.25	3.80%
3	中煤平朔煤业有限责任公司	10.39	3.51%
4	陕西红旗民爆集团有限公司	6.99	2.36%
5	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	6.46	2.18%
6	湖北凯龙化工集团股份有限公司	5.96	2.01%
7	神华准格尔能源有限责任公司炸药厂	5.95	2.01%
8	四川雅化实业集团股份有限公司	5.63	1.90%
9	四川通达化工有限责任公司	5.56	1.88%
10	鞍钢集团矿业化工原料制备厂	5.52	1.86%
11	福建海峡科化股份有限公司	5.44	1.84%
12	浙江永联民爆器材有限公司	5.14	1.74%
13	广东天诺民爆有限公司	4.91	1.66%
14	广西柳州威奇化工有限责任公司	4.6	1.55%
15	江西国泰民爆器材股份有限公司	4.51	1.52%
16	新疆雪峰民用爆破器材有限责任公司	4.46	1.51%
17	安徽江南化工股份有限公司	4.44	1.50%
18	新时代民爆 (辽宁) 股份有限公司	4.1	1.38%
19	河南省前进民爆股份有限公司	4.1	1.38%
20	贵阳久联化工有限责任公司	4.05	1.37%
合计		131.43	44.39%
2009	年全国工业炸药生产总量	296.1	100.00%

来源: 《中国爆破器材行业工作简报》, 国金证券研究所

图表5: 2009 年工业雷管主要生产企业

序号	企业名称	产量 (亿发)	占总量比例
1	云南民爆集团有限公司	3.37	15.39%
2	西安庆华民用爆破器材有限责任公司	1.61	7.35%
3	湖南神斧民爆集团有限公司	1.6	7.31%
4	河南省前进民爆股份有限公司	1.02	4.66%
5	四川雅化实业集团股份有限公司	0.98	4.47%
6	重庆顺安爆破器材有限公司	0.82	3.74%
7	辽宁华丰民用化工发展有限公司	0.82	3.74%
8	山西壶关化工集团有限公司	0.8	3.65%
9	贵州盘江民爆有限公司	0.67	3.06%
10	山东泰山民爆器材有限公司	0.65	2.97%
11	新时代 (辽宁) 民爆器材公司	0.61	2.79%
12	湖北东神化工科技有限公司	0.58	2.65%
13	贵州久联民爆器材发展股份有限公司	0.54	2.47%
14	黑龙江盛安民爆公司	0.51	2.33%
15	长春吉阳工业有限公司	0.46	2.10%
16	黑龙江银峰化工有限公司	0.46	2.10%
17	内蒙古红旗化工有限责任公司	0.42	1.92%
18	广西金建华民用爆破器材有限公司	0.41	1.87%
19	山东圣世达化工有限责任公司	0.4	1.83%
20	威海武岭爆破器材有限公司	0.39	1.78%
合计		17.12	78.17%
2009	年全国工业雷管生产总量	21.9	100.00%

注: 2010 年-2011 年民爆行业内整合并购不断, 目前行业集中度已经进一步提高。

## 垄断湖南市场是成长起点而非终点

### 成长驱动一: 利用上游垄断优势向下游延伸, 提高利润率

- 整合省内销售渠道, 获得下游丰厚利润: 南岭民爆与神斧集团合并后可以垄断湖南省内民爆器材销售的绝大部分市场, 不但能够享受产品销售的高溢价, 同时便于控制销售渠道, 进一步对省内民爆器材销售公司进行整合。

- 在民爆产品的产业链中下游销售和爆破服务占有大部分的附加值，由于民爆产品的价格管制，因此向下游延伸整合民爆器材销售公司，以及开展“一体化”爆破服务是大型民爆企业获得更大产业链利润的主要方法。
- 《民用爆炸物品安全管理条例》的出台从政策上放开了民爆器材生产企业向下拓展业务的约束，并鼓励民爆企业直接向终端用户销售产品以及向工程爆破领域延伸。

图表6：民爆产业链利润分布

民爆生产企业	民爆流通企业	爆破服务企业
20%	40%	40%

来源：国金证券研究所

图表7：湖南省内主要民爆器材销售公司

湖南神斧民爆集团有限公司	(湘) MB销许证字—[01]
湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	(湘) MB销许证字—[02]
湖南西部民爆股份有限公司	(湘) MB销许证字—[03]
湖南石门二化有限责任公司	(湘) MB销许证字—[04]
湖南邵阳三化有限责任公司	(湘) MB销许证字—[05]
岳阳鸿鑫民爆有限公司	(湘) MB销许证字—[06]
益阳益联民用爆破器材有限公司	(湘) MB销许证字—[07]
怀化市民爆器材有限公司	(湘) MB销许证字—[08]
常德市兴联民爆器材有限责任公司	(湘) MB销许证字—[09]
郴州市发安民爆器材有限责任公司	(湘) MB销许证字—[10]
株洲震春民爆器材有限公司	(湘) MB销许证字—[11]
张家界永利民爆器材有限公司	(湘) MB销许证字—[12]
衡阳市宏泰民用爆破器材有限责任公司	(湘) MB销许证字—[13]
娄底市娄联民爆有限责任公司	(湘) MB销许证字—[14]
湘西自治州瑞安民用爆破器材有限责任公司	(湘) MB销许证字—[15]
邵阳市宝联民爆器材有限责任公司	(湘) MB销许证字—[16]
永州市旺达民用爆破器材经营有限公司	(湘) MB销许证字—[17]
湘潭市民爆器材销售有限公司	(湘) MB销许证字—[18]
长沙县民用爆破器材有限责任公司	(湘) MB销许证字—[19]
望城县物资总公司民爆器材分公司	(湘) MB销许证字—[20]
宁乡县民用爆破器材公司	(湘) MB销许证字—[21]
浏阳市民用爆破器材专营有限责任公司	(湘) MB销许证字—[22]
花垣县民爆器材专营公司	(湘) MB销许证字—[23]
湖南省邵阳宝兴科肥有限公司	(湘) MB销许证字—[24]
湖南省国防科技工业供销公司	(湘) MB销许证字—[25]

来源：公开资料，国金证券研究所

- **向爆破服务延伸，提升盈利能力：**出于环保节能，加大安全性，便于规范化管理等因素的考虑，政府一直支持大型民爆企业延伸产业链发展“一体化”爆破服务业务。南岭民爆与神斧集团均已成立爆破工程子公司，未来爆破服务将成为贡献利润的新亮点。
- 2009 年国内民爆协会特别指出了就民爆行业一体化经营发展问题提出了明确要求：坚持走一体化经营发展的道路，是民爆行业“十一五”发展规划确定的目标，是我国民爆行业改革发展的方向。这既是学习国外先进生产方式的切入点，同时也进一步提升了民爆行业的本质安全生产水平。今后，我们仍将逐步减少炸药生产企业固定生产线的数



量，优化企业布局，发展现场混装车作业技术。把推进一体化经营同产业调整结合起来，通过实行一体化经营，加快实现用高新技术改造传统民爆产业的目标。

- 在北美、南美、欧洲、南非等国家现在混装炸药市场份额占总体工业炸药市场 80%以上，我国截至 2010 年现场混装炸药占比只有 16%左右。
- 爆破工程一体化服务的需求也在不断增强，根据汉鼎咨询的行业统计数据，2008 年我国爆破工程一体化服务的市场规模为 48.78 亿元，预计 2012 年全国爆破工程一体化服务的市场规模约为 147.42 亿元。

图表8：炸药现场混装车



来源：国金证券研究所

图表9：炸药混装车优缺点

优点	
成本较低	无厂房等投入，无需外包装；钻爆综合成本下降10%，孔网参数扩大，钻孔工作量下降30%
安全可靠	装药并运送成品炸药，料仓内盛装的是炸药的原料。这些原料按一定的比例在爆破现场混制并装入炮孔，再经发泡后才能成为炸药
计量准确	计量误差小于2%
装药效率高	每分钟可混制和装填炸药250~300kg，平均只需2~3min，比人工装药提高工效数十倍
爆破效果好	炸药各组份的比例实现了智能化控制，比例非常准确。实现了孔底装药，炸药和炮孔的耦合性好，提高了装药密度
无需火药库	经济、安全
可跨省区作业	可当地采购原材料，降低炸药长途运输的风险和成本；打破炸药区域垄断的壁垒
欠缺	
	单车产能固定，无法散装销售，比较适合大工程、大型矿山使用，不适合小型工矿使用，因此目前存在产能利用率较低的现象

## 成长驱动二：行业航母地位建立，有助于异地扩张，期待新疆

- 南岭民爆与神斧集团合并后，新的行业内航母级企业地位的确立将使得公司在“十二五”期间的合并趋势中掌握极大的规模优势。
  - 《民用爆破器材行业“十二五”规划纲要》及 2011 年全国民爆工作会议提出“十二五”期间继续推进企业兼并重组、以上市公司为龙头推进跨地区整合；将民爆器材生产厂家由 2010 年的 150 家左右整合至 50 家以内，形成 10-20 家左右跨区域的优秀骨干企业集团，着力培育 1-2 家能与国际先进企业相比的大型企业集团。
  - 新的南岭民爆全部符合上述国家支持鼓励的收购兼并主体的条件，有助于公司未来在湖南省外的异地扩张。
- 2010 年 4 月原湖南省委书记张春贤出任新疆维吾尔自治区党委书记，之后湖南和新疆之间开展了多项对口支援合作项目，而新疆经济发展以能源产业为核心，作为“能源工业的能源，基础工业的基础”的民爆行业必然首先受到领导层的重视，这也给湖南的民爆企业带来发展机遇。
  - 在任湖南省委书记期间，张春贤被誉为“最开明的省委书记”，以开明、务实的作风带领湖南省在经济建设上取得巨大成绩；由于新省委书记对民生与经济的重视，未来新疆工作将由过去管治主导型，转向管治与发展并重。
  - 2011 年 1 月，新疆维吾尔自治区党委、人民政府一号文件首次锁定新型工业化，颁发了《关于加速推进新型工业化进程的若干意见》。根据新疆维吾尔自治区“十二五”规划，未来五年间，新疆工业增加值年均增长 17%，2015 年工业占自治区生产总值的比重达到 45%以上。

- 近年，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，新疆、内蒙等地区民爆物品用量显著增加，供不应求，部分地区则产能过剩，行业监管部门鼓励龙头企业通过跨省兼并整合将产能输入新疆、内蒙等省份以调节供需平衡。
- 新疆省主要民爆企业有雪峰民爆和天河化工，但新疆省民爆产品需求潜力巨大，两家本地企业合计 9 万吨工业炸药的产能并不能满足市场需求，未来有引入省外民爆企业的预期。
- **新疆煤炭开发是拉动民爆产品需求的主要动力：**矿产资源开采占据民爆产品总需求的 75%，其中煤炭开采占比最大，占总需求的 29.3%；煤炭作为我国工业最主要的能源和原材料近十年来产量一直保持较高增速，复合增长率 10% 左右。新疆虽然目前煤炭产量只占全国 3% 左右，但未来开发潜力最大，预计 2015 年新疆的煤炭产量将达到 4.3 亿吨。以开采 1000 万吨煤炭平均需消耗工业炸药 1 万吨计算，到 2015 年新疆煤炭开采对工业炸药的需求就达到 40 万吨左右。
- 新疆煤炭储量高达 2.19 万亿吨，约占中国预估煤炭储量的 40%，是我国煤炭资源未来潜在最大的开发市场；2010 年新疆煤产量突破 1 亿吨，新疆经济和信息化委员会预计 2015 年新疆的煤炭产量将达到 4.3 亿吨，复合增长率 44%。

图表10：新疆煤炭资源主要分布

地区	预测资源量（十亿吨）	占比
吐鲁番地区	565.10%	25.80%
昌吉自治州	471.4	21.50%
伊犁地区	339.3	15.50%
哈密地区	304.5	13.90%
塔城地区	136.5	6.20%
乌鲁木齐市	64.8	3.00%
阿泰勒地区	61.7	2.80%
克拉玛依市	10.5	0.50%
北疆合计	1,953.80	89.20%
巴音郭楞自治州	192.5	8.80%
阿克苏地区	43.2	2.00%
喀什地区	0.3	0.00%
克孜勒苏自治州	0.2	0.00%
和田地区	0.1	0.00%
南疆合计	236.3	10.80%
合计	2,190.10	100.00%

来源：国金证券研究所

图表11：2010 年主要省份煤炭产量及增速 单位：万吨

	2010	同比增速	占比全国
内蒙古	78664.66	30.98%	23.05%
湖北	1438.47	29.89%	0.42%
河北	10199.27	23.36%	2.99%
陕西	36082.55	22.59%	10.57%
山西	74095.99	20.37%	21.71%
宁夏	6807.62	20.08%	1.99%
贵州	15954.03	16.53%	4.67%
新疆	10130.68	15.91%	2.97%
甘肃	4532.2	13.99%	1.33%
云南	9759.89	9.40%	2.86%
吉林	4280	6.20%	1.25%
山东	14892.03	5.99%	4.36%
四川	7659.71	5.53%	2.24%
青海	1659.76	5.24%	0.49%
安徽	13144.8	4.59%	3.85%
广西	585.61	3.62%	0.17%
重庆	4377.07	1.81%	1.28%
浙江	12.2	0.83%	0.00%
江西	2746.17	0.24%	0.80%
全国合计	341322.14	15.30%	100.00%

- 预计“十二五”期间新疆铁矿石的开采年复合增速 21.4%，铁矿石开采对民爆产品的需求也将保持 20% 以上的增速。
- 铁矿是新疆的优势矿产，目前储量已超过 90 亿吨；仅 2010 年探明的西昆仑和西天山矿带探明储量分别达到 3 亿吨和 8 亿吨，远景储量分别达到 15 亿吨和 20 亿吨，全国 26 个找矿潜力大的大型矿带中新疆独占 6 个。
- 新疆地区铁矿石产量近年来均保持 20% 以上增长，2010 年原矿产量 2245 万吨；通过对新疆主要铁矿石矿山的扩产计划的统计，预计 2011-2013 年新疆铁精矿产能增加 960 万吨，2014-2015 年铁精矿产能增加 840 万吨。

- 按照 2010 年新疆地区原矿产量 2205 万吨，相当于精矿产量 1100 万吨，预计到 2015 年新疆铁精矿产量达到 2900 万吨，复合增长率 21.4%。

图表12: 新疆地区中远期铁矿产能增长预测, 单位: 万吨

区域	矿山	目前	2011-2013年	2014-2015年
哈密鄯善	白山泉铁矿	50	60	
	兴耀矿业	50	80	
西天山带	查岗诺尔	100	240	
	备战	100	200	
	诺尔湖	100	150	300
	松湖	50	100	
	敦德	0	50	100
	式可布台	30	50	
	蒙库铁矿 (1-9#)	120	170	220
八钢	蒙库铁矿 (10-22#)	100	150	
	迪木那里克	0	10	100
金特	乔普卡	5	30	60
其他	巴音布鲁克	50		
	阿巴宫	30	55	
	切列克其	0	120	
	赞坎铁矿	20	40	60
增量			760	440
其他增量			150	400
预计总增量			960	840

来源: 新疆各县市统计局, 国金证券研究所



## 盈利预测、估值和投资建议

### ■ 盈利预测:

图表13: 原南岭民爆传统业务预测, 单位: 百万元

项 目	2010	2011E	2012E	2013E
<b>炸药生产收入</b>				
营业收入	461.14	574.24	586.54	604.58
营业成本	249.06	333.31	344.34	357.33
毛利率	45.99%	41.96%	41.29%	40.90%
打码费收入	26.33	32.50	33.16	33.98
省内销售占比	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
<b>销售公司收入</b>				
收入合计:	132.99	114.96	119.69	123.35
工业导爆索收入	1.96	0.98	1.08	1.11
工业雷管收入	39.78	27.85	30.63	31.55
工业炸药收入	91.25	86.14	87.98	90.69
营业成本合计	79.76	68.98	71.81	74.01
毛利率	40.02%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>工程爆破</b>				
营业收入	1.64	1.64	1.64	1.64
营业成本	1.54	1.31	1.31	1.31
毛利率	6.24%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>运输配送</b>				
营业收入	7.80	7.02	7.72	8.49
营业成本	3.32	3.16	3.47	3.82
毛利率	57.46%	55.00%	55.00%	55.00%
<b>其他</b>				
营业收入	23.15	10	10	10
营业成本	0.85	3.00	3.00	3.00
毛利率	96.34%	70.00%	70.00%	70.00%

来源: 国金证券研究所

- 公告预案中对神斧集团未来的净利润进行了预测, 这个业绩预测数据提供的是一个业绩底线; 我们通过在湖南的调研分析, 认为神斧集团的未来实际的盈利能力将大大高于这个预测。
- 神斧集团 2011 年上半年实现营业收入 5.43 亿元, 同比增长 24.35%, 实现净利润 7607 万元, 同比增长将近 25%; 下半年是民爆行业的传统旺季, 预案中对神斧集团 2011 年下半年的业绩预测是 4976 万, 仅占上半年的 65%, 从这点上也可以看出预案中的预测数据是相对保守的。

图表14: 公告对神斧集团净利润的预测

时间	净利润 (万元)
2011上半年	7,606.89
预测2011下半年	4,976.24
2011E	12,583.13
2012E	13,173.22
2013E	13,784.03
2014E	13,812.79
2015E	13,966.92

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: “保底”为利用预案中神斧集团业绩预测数据计算, “中性”为我们预测数据。

图表15: 盈利预测对比 单位: 百万元、元

	2011E	2012E	2013E
神斧利润 (保底)	125.83	131.73	137.84
神斧利润 (中性)	138.41	159.18	175.09
公司合并后EPS (保底)	1.40	1.60	1.71
公司合并后EPS (中性)	1.47	1.75	1.91

- 根据中性预测，南岭民爆合并后 2011-2013 年摊薄 EPS 分别为 1.47 元、1.75 元和 1.91 元。
- 基于下述两个原因，我们认为南岭民爆目前股价被市场低估，应该给公司高于行业平均的估值。
  - 利用垄断优势向产业链下游延伸，通过整合省内销售渠道以及开展“一体化爆破服务”获得产业链上更多利润。
  - 航母级企业地位有利于公司异地跨省扩张，新疆市场值得期待。
- 我们给予公司 27X11PE 和 23X12PE，相当于 40 元的目标价，建议买入。

**图表16：估值表**

股票代码	股票名称	股本	收盘价	EPS (元)			PE		
		(百万股)	(元)	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002226.SZ	江南化工	396	14.90	0.71	0.88	1.13	20.99	16.93	13.19
002037.SZ	久联发展	173	22.74	1.02	1.29	1.60	22.29	17.63	14.21
002360.SZ	同德化工	120	14.01	0.46	0.53	0.58	30.46	26.43	24.16
002497.SZ	雅化集团	320	18.50	0.73	0.95	1.20	25.38	19.52	15.40
600985.SH	雷鸣科化	130	12.04	0.53	0.56	0.56	22.72	21.50	21.50
市盈率平均值							24.37	20.40	17.69
南岭民爆EPS							1.47	1.75	1.91
采纳估值								23	
相对估值估值								40.25	

来源：国金证券研究所，注：收盘价为 10 月 19 日数据，盈利预测来自朝阳永续

## 风险提示

- 硝酸铵等原材料价格大幅上涨。
- 行业内整合进度不达预期。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>357</b>	<b>556</b>	<b>627</b>	<b>708</b>	<b>726</b>	<b>748</b>
增长率		55.7%	12.7%	12.9%	2.5%	3.1%
<b>主营业务成本</b>	<b>-244</b>	<b>-274</b>	<b>-335</b>	<b>-410</b>	<b>-424</b>	<b>-439</b>
% 销售收入	68.3%	49.4%	53.4%	57.9%	58.4%	58.7%
<b>毛利</b>	<b>113</b>	<b>281</b>	<b>292</b>	<b>298</b>	<b>302</b>	<b>309</b>
% 销售收入	31.7%	50.6%	46.6%	42.1%	41.6%	41.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
% 销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>营业费用</b>	<b>-33</b>	<b>-41</b>	<b>-45</b>	<b>-42</b>	<b>-44</b>	<b>-45</b>
% 销售收入	9.2%	7.4%	7.2%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>管理费用</b>	<b>-40</b>	<b>-62</b>	<b>-68</b>	<b>-71</b>	<b>-73</b>	<b>-75</b>
% 销售收入	11.1%	11.2%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>38</b>	<b>172</b>	<b>173</b>	<b>178</b>	<b>178</b>	<b>181</b>
% 销售收入	10.5%	31.0%	27.6%	25.1%	24.6%	24.3%
<b>财务费用</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>15</b>
% 销售收入	2.1%	1.3%	0.9%	-0.4%	-1.2%	-2.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>36</b>	<b>44</b>
% 税前利润	1.1%	1.0%	0.9%	0.0%	15.8%	18.1%
<b>营业利润</b>	<b>30</b>	<b>161</b>	<b>161</b>	<b>181</b>	<b>222</b>	<b>241</b>
营业利润率	8.4%	29.0%	25.7%	25.5%	30.7%	32.2%
<b>营业外收支</b>	<b>34</b>	<b>-8</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>64</b>	<b>154</b>	<b>169</b>	<b>184</b>	<b>225</b>	<b>244</b>
利润率	18.0%	27.6%	27.0%	25.9%	31.1%	32.6%
<b>所得税</b>	<b>-15</b>	<b>-40</b>	<b>-46</b>	<b>-46</b>	<b>-56</b>	<b>-61</b>
所得税率	24.1%	25.8%	27.1%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润</b>	<b>49</b>	<b>114</b>	<b>123</b>	<b>138</b>	<b>169</b>	<b>183</b>
少数股东损益	3	6	5	5	5	5
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>46</b>	<b>108</b>	<b>118</b>	<b>133</b>	<b>164</b>	<b>178</b>
净利率	12.9%	19.4%	18.8%	18.8%	22.6%	23.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>49</b>	<b>114</b>	<b>123</b>	<b>138</b>	<b>169</b>	<b>183</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
非经营收益	8	12	3	3	-39	-47
<b>营运资金变动</b>	<b>-51</b>	<b>42</b>	<b>9</b>	<b>-30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>16</b>	<b>184</b>	<b>157</b>	<b>128</b>	<b>149</b>	<b>154</b>
<b>资本开支</b>	<b>-70</b>	<b>-65</b>	<b>-73</b>	<b>-27</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>投资</b>	<b>-10</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>-39</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	1	0	1	0	36	44
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-80</b>	<b>-70</b>	<b>-72</b>	<b>-66</b>	<b>37</b>	<b>44</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>50</b>	<b>0</b>	<b>-30</b>	<b>-107</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
其他	-27	-34	-52	-3	0	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>23</b>	<b>-34</b>	<b>-82</b>	<b>-110</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-41</b>	<b>80</b>	<b>2</b>	<b>-48</b>	<b>185</b>	<b>199</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>货币资金</b>	<b>118</b>	<b>198</b>	<b>200</b>	<b>153</b>	<b>338</b>	<b>536</b>
<b>应收款项</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>59</b>
<b>存货</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>43</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>39</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>17</b>	<b>43</b>	<b>44</b>	<b>46</b>
<b>流动资产</b>	<b>198</b>	<b>277</b>	<b>273</b>	<b>287</b>	<b>476</b>	<b>680</b>
% 总资产	39.3%	43.8%	38.7%	37.4%	50.6%	60.2%
<b>长期投资</b>	<b>57</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>102</b>	<b>101</b>	<b>101</b>
<b>固定资产</b>	<b>193</b>	<b>221</b>	<b>297</b>	<b>305</b>	<b>289</b>	<b>272</b>
% 总资产	38.3%	35.0%	42.0%	39.8%	30.7%	24.1%
<b>无形资产</b>	<b>56</b>	<b>70</b>	<b>69</b>	<b>71</b>	<b>73</b>	<b>75</b>
<b>非流动资产</b>	<b>307</b>	<b>355</b>	<b>433</b>	<b>480</b>	<b>464</b>	<b>450</b>
% 总资产	60.7%	56.2%	61.3%	62.6%	49.4%	39.8%
<b>资产总计</b>	<b>505</b>	<b>632</b>	<b>707</b>	<b>767</b>	<b>941</b>	<b>1,129</b>
<b>短期借款</b>	<b>130</b>	<b>130</b>	<b>100</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>33</b>	<b>53</b>	<b>83</b>	<b>110</b>	<b>114</b>	<b>118</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>5</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>20</b>
<b>长期借款</b>	<b>169</b>	<b>201</b>	<b>199</b>	<b>129</b>	<b>133</b>	<b>138</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>171</b>	<b>204</b>	<b>206</b>	<b>129</b>	<b>133</b>	<b>139</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>309</b>	<b>389</b>	<b>468</b>	<b>600</b>	<b>764</b>	<b>942</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>34</b>	<b>39</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>501</b>	<b>618</b>	<b>697</b>	<b>758</b>	<b>931</b>	<b>1,120</b>

**比率分析**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.522	0.816	0.892	1.004	1.241	1.345
每股净资产	3.503	2.945	3.537	4.541	5.782	7.127
每股经营现金净流	0.180	1.392	1.188	0.970	1.123	1.162
每股股利	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.90%	27.72%	25.23%	22.11%	21.46%	18.87%
总资产收益率	9.19%	17.45%	16.92%	17.52%	17.62%	15.88%
投入资本收益率	6.20%	23.48%	21.32%	21.20%	16.76%	13.86%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	17.58%	55.65%	12.72%	12.95%	2.50%	3.10%
EBIT增长率	-26.88%	358.77%	0.34%	2.85%	0.30%	1.75%
净利润增长率	23.22%	134.59%	9.31%	12.53%	23.58%	8.40%
总资产增长率	15.40%	23.51%	12.73%	8.60%	22.58%	20.05%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	15.0	8.5	4.8	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	46.3	43.4	42.5	32.0	32.0	32.0
应付账款周转天数	28.4	28.1	34.1	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	134.6	103.3	162.3	135.1	123.4	111.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	3.72%	-16.37%	-20.40%	-24.26%	-42.31%	-54.58%
EBIT利息保障倍数	5.0	23.2	31.2	-61.4	-20.8	-11.9
资产负债率	34.21%	33.00%	29.54%	17.01%	14.30%	12.41%

注：由于公司还未公布神斧民爆集团详细财务报表数据，上表仅涵盖原南岭民爆数据。

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	1	2	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-01-04	买入	33.54	41.23 ~ 44.70
2 2011-04-25	买入	35.67	N/A
3 2011-08-10	买入	31.81	N/A
4 2011-08-19	买入	32.10	N/A

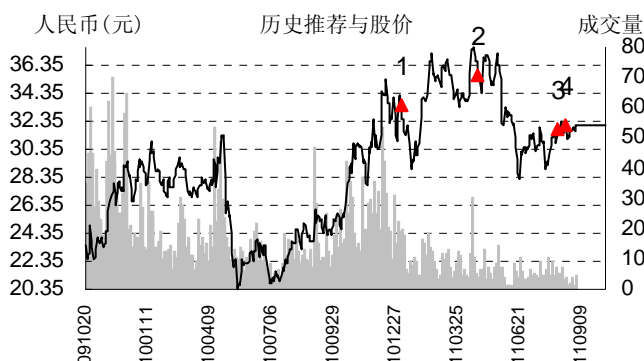
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B