

硝酸铵价跌带来业绩弹性，关注明年 并购进展

2011年12月29日

推荐/首次

雅化集团

调研快报

——雅化集团（002497）调研快报

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
联系人：杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

事件：

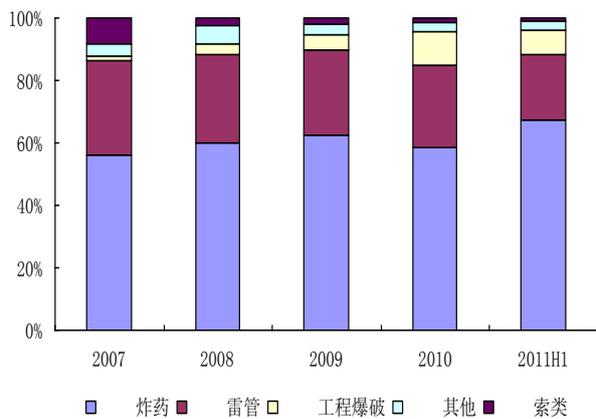
近期赴公司调研，了解公司经营情况。

观点：

1. 原料硝酸铵价格已进入下跌通道，明年继续下跌的可能性很大

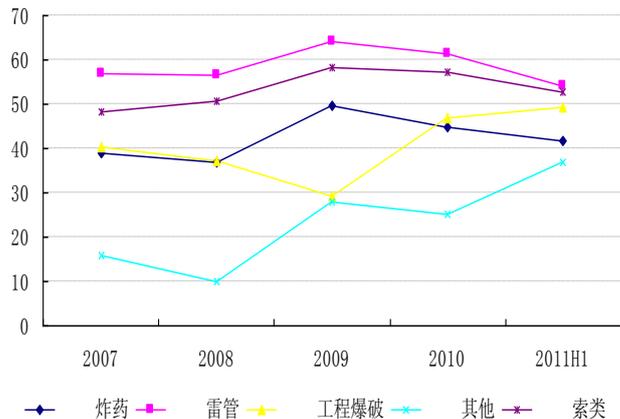
公司主营产品包括 12 万吨工业炸药（包括内蒙柯达 3.8 万吨）、1.6 亿发工业雷管与 500 万米导爆索，生产总值在四川省民爆行业内位居第一，在全国排名第四。工业炸药在公司主营收入中一直占比最高，07 年至今一直维持在 55% 以上，今年上半年达到 66.98%；由于民爆行业政策鼓励企业向生产、工程爆破一体化转变，公司工程爆破业务在营收中占比由 07 年的 1.51% 提高到了 10 年的 10.36%。民爆受国家政策管制严格，行业总体毛利率偏高，公司受益于地理位置优越，原料采购成本更低，因此毛利率高于行业平均水平，07-10 年毛利率在 40% 以上，雷管和工程爆破业务毛利率在 50% 左右。由于工业炸药价格执行国家指导价格，因此，如果其原料价格下跌，将为公司带来超预期业绩。

图 1：工业炸药在营收中占比最高



资料来源：wind, 东兴证券整理

图 2：公司总体毛利率在 40% 以上

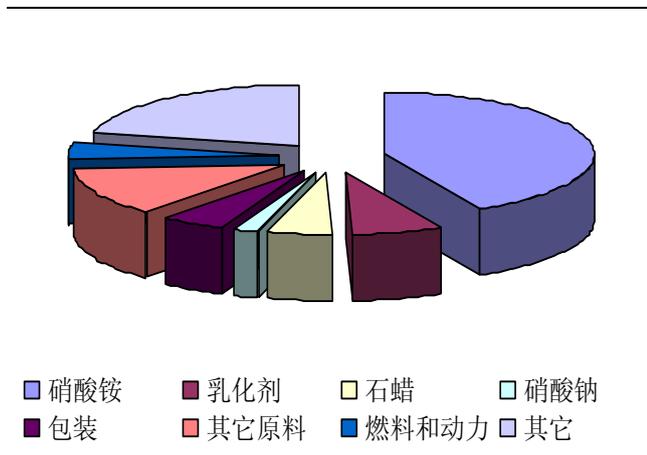


资料来源：wind, 东兴证券整理

每吨工业炸药需 0.8-0.85 吨硝酸铵，硝酸铵在炸药成本中占比 43% 左右。今年硝酸铵受原料煤与天然气价格持续高企影响，加之有企业停产检修、东北下游企业到南方采购硝酸铵，其价格（以四川泸天化为例）由 6 月中期的 1700 元/吨涨至 11 月初的 2600 元/吨，涨幅达到 52.94%。近期硝酸铵价格则出现明显下调，泸天化工业硝酸铵目前出厂价 2200 元/吨，较之前高点已下跌 15.39%。目前国内硝酸铵产能供大于求，12 年 3-4 月份继续回落、7-8 月至最低的可能性很大。

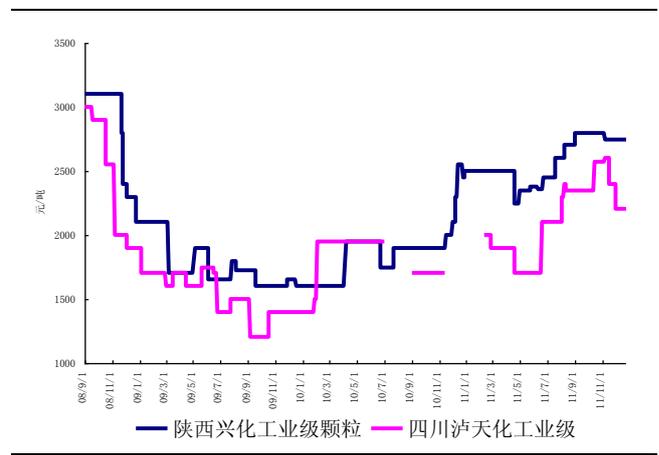
从 2012 年硝酸铵供给与炸药需求的增长情况来看，硝酸铵价格下跌的可能性很大。2011 年硝酸铵产量为 482 万吨左右，12 年将有安徽淮化 20 万吨、中冀正元化工 30 万吨、石家庄金石化肥 40 万吨、山西天脊集团 25 万吨、湖北宜化 30 万吨等共计 125 万吨新增产能投放，同比增加 20%，而硝酸铵需求量 11 年为 484 万吨左右，预计 12 年需求量 542 万吨，增速 12%。由于硝酸铵供给速度明显快于下游产品对硝酸铵的需求速度，预计 12 年硝酸铵价格不可能出现类似今年的大幅上涨，在目前价位基础上继续下跌的可能性大。假设明年均价同比下调 300 元/吨，公司 12 万吨炸药产能产出的每股收益将增厚 0.11 元。

图 3：硝酸铵在炸药成本中占比最高



资料来源：东兴证券整理

图 4：硝酸铵价格近期开始下跌



资料来源：中华商务网，东兴证券整理

2. 携资金与并购经验优势，公司有望在 12 年成功并购 1-2 家民爆企业

公司民爆行业并购中已有丰富的成功经验，已在 03 年、05 年分别收购绵阳久安实业、四川省三台巨能化工、旺苍县化工公司，并成功收购内蒙柯达，获得 3.8 万吨工业炸药产能，是国内唯一一家进入内蒙实行并购的企业。依托管理与集团优势，公司对营销网点统一管理、加强对应收账款的管理，三台、旺苍等企业在被收购后当年止亏为赢，充分说明公司在民爆行业并购方面已有成功的经验积累。此外，公司在手现金 8 个亿，资金优势明显，参考公司收购柯达化工的成本为 2.8 亿，公司在并购中将有很大的资金优势。

公司旨在通过收购取得标的企业所占有的市场，带动工程爆破等其它产品的销售。目前四川省内仅有六家工业炸药生产企业，分别为通达、凯达、云爆、江南、易普力，结合各公司现实情况，公司在 12 年收购通达和凯达的可能性很大。根据民爆行业“十二五”规划，国家将继续深入推进产业结构调整，提高产业集中度，打造 20 家左右跨地区、跨区域、具备一体化服务能力的骨干企业，企业数量由 146 家整合至 50 家，公司将借政策东风，成功实现并购。

表 1：国内民爆企业整合进程

公司	被收购方	合并前产能, 万吨	合并后产能, 万吨	本省民爆企业数	补充说明
南岭民爆	湖南神斧民爆	9.1	15.9	3	换股吸收合并，重组完成时间尚不确定
江南化工	新疆雪峰民爆 16% 股权	20.35	21.37	4	大股东盾安控股所持有其它民爆股权未来可能注入公司
雅化集团	内蒙古柯达化工 78.46% 股权，包头资达 60% 股份，哈密德盛化工 55% 股份	8.2	12	10	已在 03、05 年分别收购绵阳久安实业、四川省三台巨能化工、旺苍县化工
同德化工	忻州同力民爆	5.4	5.4	10	-
雷鸣科化	07 年开展与安徽舜泰化工重组	4.6	4.6	4	重组未完成
久联发展	与浙江民爆合资	14	16	2	已整合甘肃民爆公司

资料来源：东兴证券研究所

3. 产业链纵向延伸，受益于生产与爆破服务一体化的发展趋势

在民爆行业“十二五”发展规划中重点提到，科研、生产、销售、爆破服务一体化是我国民爆改革发展的主要方向。目前公司已开始完善产业链，参股 40% 于生产工业炸药生产设备企业深圳金奥博，而且设立了科腾新材料公司，主要从事爆破合成新材料的生产经营；工程爆破业务在总营收中占比已达到 10%，预计随着公司进一步完善产业链，以及国家政策的支持，工程爆破服务与民爆其它领域发展空间巨大，将成为新的利润增长点。

结论：

公司明年将受益于原料价格回调与横纵向并购。硝酸铵产能供大于求，来年 3-4 月份往下走的可能性很大，如果吨产品降价 300 元，可增厚每股收益 0.11 元；全国有 146 家民爆企业，“十二五”规划只保留 50 家，并购空间很大，公司在并购上有丰富经验和积累，并有充足现金保障，我们认为明年可能成功并购 1-2 家。我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.68 元、0.91 元、1.12 元，对应 2011-2013 年 PE 为 18 倍、14 倍、11 倍。给予公司 12 年 20 倍 PE，未来 6 个月目标价 18.20 元，首次给予“推荐”评级。

风险提示：

并购进展低于预期的风险；原料价格大幅波动的风险

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	638.73	763.10	1102.38	1401.12	1598.31
营业成本	306.53	390.67	610.00	770.00	860.00
营业费用	40.50	51.48	74.41	94.58	107.89
管理费用	128.97	138.02	176.38	210.17	223.76
财务费用	0.83	(1.75)	(14.11)	(14.18)	(14.95)

投资收益	2.15	2.18	2.00	2.00	2.00
营业利润	152.95	177.72	244.58	326.14	405.03
利润总额	155.28	184.08	251.58	333.14	412.03
所得税	13.85	15.99	21.89	28.98	35.85
净利润	141.43	168.09	229.69	304.16	376.18
归属母公司所有者的净利润	137.26	164.52	225.69	300.16	372.18
NOPLAT	140.05	160.68	210.41	284.82	356.14
每股收益	1.14	1.33	0.68	0.91	1.12

资产负债表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	151.02	1420.50	1402.19	1433.69	1556.76
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	34.69	39.94	57.38	72.94	83.20
预付款项	12.93	9.78	15.88	23.58	32.18
存货	41.24	51.17	80.22	101.26	113.10
流动资产合计	257.86	1534.72	1574.65	1655.39	1812.43
非流动资产	209.81	287.09	621.13	829.80	1020.60
资产总计	467.67	1821.80	2195.78	2485.19	2833.03
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	23.52	30.12	46.79	59.07	65.97
预收款项	9.83	9.52	9.52	9.52	9.52
流动负债合计	133.87	134.15	137.31	149.58	156.49
非流动负债	2.95	4.00	7.69	10.68	12.65
少数股东权益	12.87	21.48	25.48	29.48	33.48
母公司股东权益	317.98	1662.18	1970.00	2240.14	2575.11
净营运资本	123.99	1400.57	1437.34	1505.80	1655.94
投入资本 IC	140.72	200.49	530.28	772.93	1040.82

现金流量表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	141.43	168.09	229.69	304.16	376.18
折旧摊销	18.27	19.55	0.00	101.33	119.20
净营运资金增加	38.24	1276.58	36.77	68.46	150.14
经营活动产生现金流	138.84	207.03	227.10	353.34	452.37
投资活动产生现金流	(74.80)	(88.79)	(400.29)	(309.00)	(309.00)
融资活动产生现金流	(50.48)	1151.71	154.88	(12.85)	(20.29)
现金净增（减）	13.55	1269.95	(18.31)	31.49	123.07

分析师简介

杨若木

工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

杨伟

工学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。