

南岭民爆 (002096.SZ) 专用化学品行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

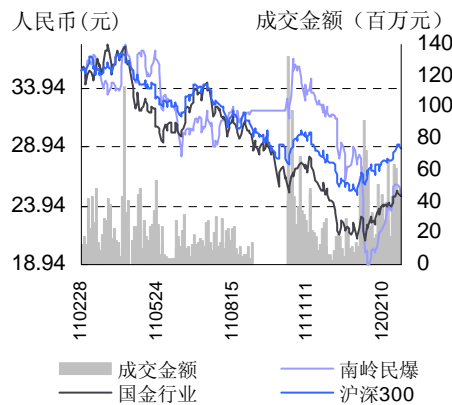
市价(人民币): 24.90元

目标(人民币): 35.00元

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)	3,291.78
年内股价最高最低(元)	37.64/18.94
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《市场过分疑虑,引起股价错杀;》, 2012.1.16
2. 《盈利进入拐点,民爆航母起航;》, 2011.10.28
3. 《湖南民爆航母成功迈入新疆市场;》, 2011.10.24

股票分析组

(中小市值研究&产业链研究&主题研究)

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

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

民爆航母崛起, 估值优势明显

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)	30.50	27.90	16.94	14.23	13.04
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%	129.85%	19.20%	9.19%
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

业绩简评

- 公司公告 2011 年业绩快报: 实现营业收入 6.53 亿, 同比增长 4.18%; 实现归属上市公司股东净利润 9451 万, 同比下降 19.89%; 对应 EPS 0.71 元。

经营分析

- 公司业绩下降的主要原因: (1) 主要原材料价格大幅上涨、人工成本增加; (2) 上年同期从湖南南岭奥瑞凯民用爆破器材有限责任公司获得了 2154.5 万元的工程服务费收入, 而本期公司收取的工程服务费为 189.2 万元; (3) 贵州福泉“11.1”事件后, 公司终止了在贵州省市场的产品销售。
- 上述不利因素仅是短期影响: 贵州福泉“11.1”事件对公司业绩只是产生短期影响, 事件结案后公司产品销售将恢复正常, 同时, 硝酸铵价格已经有 15% 以上回落, 原材料成本压力已经得到缓解。
- 预计神斧集团 2011 年业绩超出我们前期预期, 同时南岭与神斧已经联合招标硝酸铵, 加大了向下游整合湖南民爆销售公司的谈判筹码, 因此南岭和神斧业绩 2012 年存在超预期因素。

盈利预测和投资建议

- 我们维持前期业绩预测, 假设神斧民爆异议股东全部不行使现金选择权, 最大股本摊薄, 对应 2011-2013 年 EPS 为: 1.47 元、1.75 元和 1.91 元。
- 考虑到公司吸收合并神斧民爆完成后将向下游延伸(省内销售渠道整合、省内外爆破服务合作), 我们给予公司 20x12PE, 目标价 35 元, 建议买入。
- 目前股价 24.90 元, 对应 16.94X11PE 和 14.23X12PE, 明显低于行业平均估值 20.85X11PE 和 17.88X12PE, 具有较高安全边际。

西部基建继续，硝酸铵价格下行

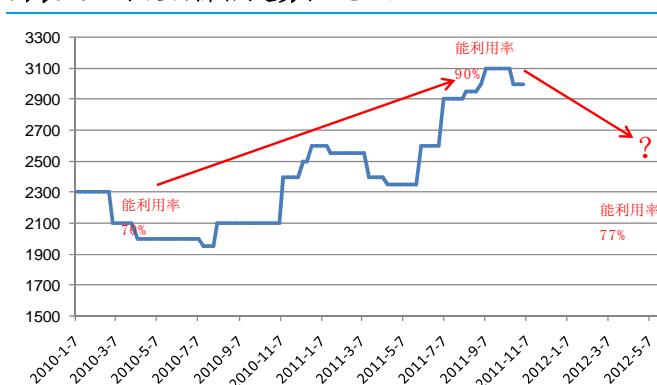
- 我们在去年 12 月末报告《民爆产业链跟踪之一：股价错杀带来投资机会》中指出：市场对于未来固定资产投资放缓将影响民爆产品需求的担忧过于悲观。
- 近期发布的《西部大开发“十二五”规划》印证了我们前期观点，《规划》提出“十二五”期间继续把西部基础设施建设放在优先位置，其中交通和水利建设是重点环节。
 - 强化铁路建设：加快西部地区与东中部地区联系的区际通道建设，有序推进重点城市群城际轨道交通建设，加快形成西部地区铁路路网主骨架，路网规模达到 5 万公里左右（新增 1.5 万公里）；
 - 完善公路网络：进一步强化路网衔接，打通省际“断头路”，建设连接东中部地区的公路干线和国际运输通道；
 - 加强水利建设：重点解决西南地区工程性缺水 and 西北地区资源性缺水问题；加强水资源配置工程建设，加快推进西南地区水源工程建设；在充分节水的前提下，合理建设跨流域、跨区域调水工程，解决西北地区资源性缺水问题。
- 此外，《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》明确指出：在西部地区发挥资源优势，深入实施西部大开发的背景下，西部地区对民爆用品的需求会有明显增加，未来下游需求增速将保持在 10% 以上。
- 在去年 11 月 14 日民爆专题报告《民爆：良好的逆周期投资方向》中我们提出：在经济进入下降周期的背景下，未来硝酸铵供给增量将明显大于需求增量，未来硝酸铵价格将进入下降通道。

图表1：硝酸铵未来供需关系预测预测

	2010	2011E	2012E
炸药消耗硝酸铵	270	320	361
增速		18.70%	12.71%
化肥消耗硝酸铵	125	133	143
增速		6.00%	8.00%
出口硝酸铵需求	25	31	38
增速		25.00%	20.00%
硝酸铵需求合计	420	484	542
需求增速		15.30%	11.89%
硝酸铵产能	590	580	705
产能增速		-1.69%	21.55%
硝酸铵产能利用率	71.19%	83.49%	76.85%

来源：百川资讯，国金证券研究所

图表2：硝酸铵价格走势，元/吨



- 去年 12 月开始硝酸铵价格开始大幅下降，累计降幅超过 15%；据行业内反映，目前硝酸铵价格基本维持稳定，在 2200-2400 元/吨，大批量采购还可以获得一定折扣。

图表3：硝酸铵价格降幅大，单位：元/吨

	9月价格	12月报价	12月成交价	降价幅度
北方地区	2900-3000	2700	2500	15%左右
中东部地区	2800左右	2400-2500	2300-2400	16%左右
西南地区	2600左右	2400	2250	14%左右

来源：百川资讯，国金证券研究所

图表4：南岭民爆硝酸铵价格敏感性测试

硝酸铵价格波动（元/吨）	0	100	200	300	400	500
每吨炸药中硝酸铵占比	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
预计2012年公司炸药产量（万吨）	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00
硝酸铵用量（万吨）	11.20	11.20	11.20	11.20	11.20	11.20
影响利润（税后）	0.00	9.52	19.04	28.56	38.08	47.60
总股本(百万股)	184.66	184.66	184.66	184.66	184.66	184.66
影响EPS(元/股)	0.000	0.052	0.103	0.155	0.206	0.258
预测EPS	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
影响占比	0.000%	2.946%	5.892%	8.838%	11.784%	14.730%

来源：上市公司公告，国金证券研究所

股价错杀，估值优势明显

- 重申 10 月报告《独霸湖南市场，期待新的征程》和《湖南民爆航母成功迈入新疆市场》中的核心观点：南岭民爆与神斧集团合并后将成为国内民爆行业航母级企业集团，公司将利用上游垄断优势向下游延伸，提高利润率；并利用平台优势进一步横向扩张，和雪峰的合作只是进入新疆市场的第一步，未来进一步的全国扩张可期。
- 我们认为前期公司股价下跌是市场情绪因素造成，通过两家企业公示的信息，我们判断市场担忧的不利因素并未出现，湖南国资委高度重视南岭与神斧的整合工作，整合工作正在积极推进：
 - （1）南岭与神斧整合工作领导小组组长由省国资委副主任杨平担任；在 2011 年 10 月 24 日，神斧集团召开的整合工作推进会上，国资委副主任杨平指出：神斧与南岭的整合是推动民爆企业有序发展的有力手段，是民爆行业整体发展的必然趋势，是顺应国家宏观调控的需要，是省委、省政府经过深思熟虑而作出的重大决策，对提升湖南民爆行业的地位、夯实民爆企业发展基础、增强民爆企业发展后劲有着十分重要的意义；
 - （2）2011 年 11 月 15 日神斧集团 2011 年第六次临时股东会、第二届董事会第七次会议在长沙召开，会议同意彭冬福同志辞去神斧集团董事、董事长职务，曾任湖南省国资委人事处处长、湖南省人民政府派驻国有重点骨干企业监事会主席的李建华当选神斧集团董事、董事长；
 - （3）2012 年 2 月 9 日，神斧南岭重组整合工作办公室召开第三次全体人员大会；省国资委副巡视员、神斧集团与南岭民爆股份重组整合工作办公室主任张雪主持会议。会议研究讨论了神斧、南岭两户企业 2012 年经营目标实施方案、2012 年重点收购重组项目、过渡期销售整合管理办法、过渡期大宗原材料采购办法、安全生产新的理念和标准体制机制五大重组整合重要事项，各组组长纷纷为加快推进整合工作、发挥整合优势建言献策；
 - （4）依据公司公告，整合相关的审计、评估均已基本结束现场工作，目前正处于相关报告撰写阶段。
- 以最大股本摊薄保守预测南岭民爆 2011-2013 年 EPS 分别为 1.47 元、1.75 元和 1.91 元，对应 16.94X11PE 和 14.23X12PE，明显低于行业平均估值 20.85X11PE 和 17.88X12PE，具有较高安全边际
- 南岭民爆原业务 2011 年实现净利润 9451 万，略低于预期；我们认为贵州福泉“11.1”事件对公司业绩只是产生短期影响，事件结案后公司产品销售将恢复正常，同时 2011 年公司业绩低于预期的另一大原因（原材料成本上升）目前已经得到缓解，硝酸铵价格已经有 15%以上回落；

- 我们前期对于神斧民爆业绩预测比较保守，从神斧集团网站信息可以看到公司收入增速达到 25%；同时，南岭与神斧整合预期已经形成，有利于双方联合获得更多向上游原材料采购的议价能力，以及向下游整合湖南民爆销售公司的谈判筹码，因此公司 2012 年业绩均存在超预期因素；
- 综合以上原因我们继续维持前期业绩预测，假设神斧民爆异议股东全部行使现金选择权，此次发行 4097.04 万股，总股本达到 1.73 亿股，对应 2011-2013 年合并后南岭民爆 EPS 为：1.57 元，1.87 元和 2.04 元；假设神斧民爆异议股东全部不行使现金选择权，此次发行 5245.88 万股，总股本达到 1.85 亿股，对应 2011-2013 年 EPS 为：1.47 元、1.75 元和 1.91 元。

图表5：神斧民爆 2011 年业绩预测，单位：百万

	2010	2011H	2011E
收入	789.85	505.90	982.18
增速	26.50%	24.35%	24.35%
净利润	111.31	76.07	138.40
净利率	14.09%	15.04%	14.09%

来源：上市公司公告，国金证券研究所

图表6：盈利预测对比，单位：百万，元

	2011	2012E	2013E
神斧利润（保底）	125.83	131.73	137.84
神斧利润（中性）	138.40	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

注：盈利预测以发行 5245.88 万股摊薄，“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7：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
002096.SZ	南岭民爆	132	24.90	1.47	1.75	1.91	16.94	14.23	13.04
002226.SZ	江南化工	396	13.08	0.71	0.88	1.12	18.42	14.86	11.68
002037.SZ	久联发展	173	19.09	0.96	1.16	1.40	19.89	16.46	13.64
002497.SZ	雅化集团	320	14.39	0.61	0.75	0.91	23.59	19.19	15.81
002360.SZ	同德化工	120	12.90	0.57	0.64	0.68	22.63	20.16	18.97
600985.SH	雷鸣科化	130	12.54	0.53	0.56	0.56	23.66	22.39	22.39
市盈率平均值							20.85	17.88	15.92

注：收盘价为2月29日数据，盈利预测来自朝阳永续

来源：朝阳永续，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	3
买入	0	1	3	4	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	1.84

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
5 2011-10-20	买入	33.10	40.00 ~ 40.00
6 2011-10-24	买入	32.41	N/A
7 2011-10-28	买入	36.00	N/A
8 2012-01-16	买入	19.89	N/A

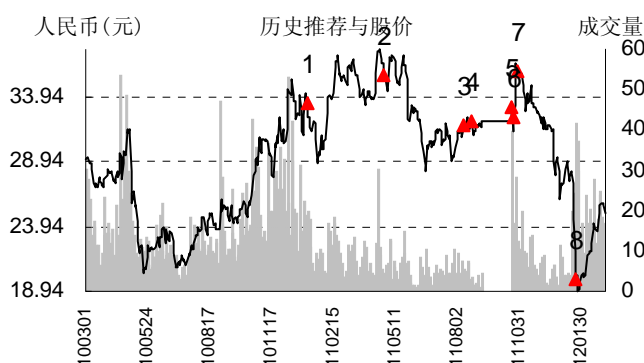
来源：国金证券研究所

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)-61038271

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: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B