

产业链完善，上下游全面发展 增持首次

投资要点:

- 📖 今年业绩增长来源于柯达化工 3.8 万吨产能的收购及爆破业务扩张;
- 📖 公司目前的整合动作已经涉及到产业上下游各环节;
- 📖 长期看好公司的上下游一体化发展模式;

报告摘要:

- **近两年业绩增长点: 收购柯达化工、爆破业务拓展。** 由于下游需求旺盛, 公司近期满负荷生产, 但产品仍然供不应求。前期公司发布公告, 预计中报业绩增长 20% - 40%, 主要来源于收几下方面。
 - **收购内蒙柯达带来的炸药产能增长。** 公司收购内蒙柯达化工 3.8 万吨产能后, 今年炸药产量有一定增长。预计今年公司炸药总产量可以达到 10 万吨, 目前炸药价格变化不大。
 - **爆破工程业务增长。** 去年公司实现爆破工程收入 7900 万元; 随着攀西地区爆破工程业务的快速展开, 预计今年公司工程爆破工程业务量将有大幅提升。
 - **起爆器材等销量均有增长。** 去年公司起爆器材销售收入 2.11 亿元, 随着爆破工程业务快速增长, 预计相关起爆器材销量也将有所提升。另外公司的 50 万发电子雷管项目已经通过安全生产验收, 可以进行市场推广, 相关数据显示其价格在 20 - 30 元/枚, 普通雷管为 1 元/枚。
- **对产业链各环节的整合全面展开。** 目前公司的业务涉及到炸药设备生产、炸药、雷管、导爆索类、工程爆破业务、民爆用品流通等领域, 是业内上市公司中产业链最为完善的一家企业。公司也正利用行业整合机遇, 不断寻找合适的收购标的。
 - **参股金奥博, 进入炸药生产设备领域。** 公司参股 40% 的深圳金奥博公司主要从事工业炸药生产装备的研究、设计和制造。去年该公司净资产为 3405 万元, 实现营业收入 3879 万元, 实现净利润 583 万元。

单位: 百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	471.78	638.73	763.10	1092.68	1260.53
增长率 (%)	40.20%	35.39%	19.47%	43.19%	15.36%
归属母公司股东净利润	56.07	137.26	164.52	242.95	288.67
增长率 (%)	55.30%	144.81%	19.86%	47.68%	18.82%
每股收益 (EPS)	0.175	0.429	0.514	0.759	0.902
市盈率 (P/E)	103.02	42.08	35.11	23.77	20.01

分析师

祖广平 (S1180510120011)

电话: 010-88085610

zuguangping@hysec.com

康铁牛 (S1180511020002)

电话: 010-88085991

kangtieniu@hysec.com

张延明 (S1180510120009)

电话: 010-88085223

Email: zhangyanming@hysec.com

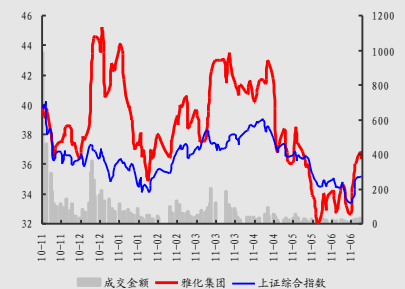
联系人

柴沁虎

电话: 010-88085958

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	3346	
20101231	2460	
20101108	520	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

- **收购内蒙柯达，打开新的市场空间。**内蒙共 10 家民爆企业，32 万吨许可生产能力，预计“十二五”期间内蒙炸药年需求量将达 60 万吨。公司对柯达的运营进入正轨后，可以带动雷管在内蒙的销售量，也可以将炸药出口销售。由于产能缺口大，预计未来内蒙地区民爆市场将有较快发展。另外公司已经控股包头资达 60% 股份、哈密德盛化工 55% 股份，这两家公司目前处于市场开拓阶段。
- **通过各种方式扩大民爆流通领域的影响力。**公司在雅安等地积极整合民爆产品的销售流通网络，扩大其在民爆流通领域的影响力。在对内蒙柯达的增资过程中，公司引进了资盛民爆公司（参股柯达化工 8%），该公司为包头地区唯一的流通企业，引入该公司，有利于公司进一步打开内蒙地区的销售网络。
- **搬迁将带来巨额收益。**按雅安市发展规划，公司目前总部所在地（面积 200 亩）将进行搬迁，原厂址拟按商业用地出售。根据公司公告信息，土地出售取得的出让金增值部分扣除拍卖成本及按国家、省有关规定应提取和上缴的剩余部分，按 100% 返给公司作为迁建补助资金。初步测算仅搬迁即可给公司带来几个亿收入。
- **盈利预测。**预计公司 2011 - 2012 年 EPS 分别为 0.76 元、0.90 元，对应 PE 分别为 23.8 元、20.0 元，给予“增持”评级。公司后续收购预期强烈，建议持续关注。

表 1、公司预测利润表

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	471.78	638.73	763.10	1092.68	1260.53
减：营业成本	276.08	306.53	390.67	548.60	621.91
营业税金及附加	3.79	6.65	8.30	10.68	12.32
营业费用	33.68	40.50	51.48	61.19	70.59
管理费用	87.06	128.97	138.02	185.76	214.29
财务费用	0.60	0.83	-1.75	0.00	0.00
资产减值损失	2.10	4.46	0.85	0.85	0.85
加：投资收益	-0.65	2.15	2.18	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	67.81	152.95	177.72	285.61	340.57
加：其他非经营损益	5.17	2.34	6.36	6.42	6.42
利润总额	72.98	155.28	184.08	292.03	346.99
减：所得税	7.11	13.85	15.99	43.80	52.05
净利润	65.87	141.43	168.09	248.22	294.94
减：少数股东损益	9.80	4.17	3.57	5.28	6.27
归属母公司股东净利润	56.07	137.26	164.52	242.95	288.67

资料来源：公司公告，宏源证券

分析师简介:

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 4年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 四年证券行业从业经验。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixihong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。