

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）：28.71元

省内整合省外扩张同步推进

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)	3,795.46
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



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.89	0.71	1.75	1.95	2.12
每股净资产(元)	3.54	4.10	5.34	6.37	7.87
每股经营性现金流(元)	1.19	0.40	1.37	1.28	1.33
市盈率(倍)	32.17	40.16	16.43	14.75	13.54
行业优化市盈率(倍)	31.58	29.17	29.17	29.17	29.17
净利润增长率(%)	9.31%	-19.89%	144.47%	11.37%	8.90%
净资产收益率(%)	25.23%	17.43%	23.14%	21.85%	19.07%
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年年报：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；拟定每10股送红股10股，每10股分红1.50元(含税)。

经营分析

- 公司业绩下降的主要原因：(1)硝酸铵采购价格同比上涨16.5%，制造成本上涨8.7%；(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，公司终止了在贵州市场的销售。
- 我们认为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。
- 目前公司整合工作正在有序推进，董事会决议增补神斧集团董事长李建华先生为公司董事会董事候选人。
- 公司通过增资6500万的方式参股雪峰科技(原雪峰民爆)4.049%，进一步加强与新疆民爆龙头的合作。

盈利预测和投资建议

- 我们预测，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2012-2014年EPS为：1.75元、1.95元和2.12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28.71元，对应16.41X12PE和14.72X13PE，明显低于行业平均估值19.28X11PE和16.7X12PE，具有较高安全边际。

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

参股雪峰，进一步布局新疆市场

- 公司公布对外投资公告：公司通过增资 6500 万的方式参股新疆民爆龙头雪峰科技（原雪峰民爆）4.049%。
- 雪峰科技拥有的凭照年生产能力：炸药 76000 吨/年、雷管 5200 万发/年、导爆索 800 万米/年、塑料导爆管 5000 万米/年，公司工业炸药销售占新疆市场份额的 70%以上，工业雷管和导爆索占新疆市场份额的 95%以上，同时具有民爆产品出口权和一般贸易进出口权，部分产品已出口中亚地区及周边国家。
- 雪峰科技 2011 年实现营业收入 81221.75 万元，净利润 15118.09 万元。
- 2011 年 10 月 19 日，公司已经与雪峰科技（原新疆雪峰民用爆破器材有限责任公司）签署了《战略合作框架协议》，此次参股是《战略合作框架协议》的落实和延续。
- 《战略合作框架协议》的内容：（1）公司转移工业炸药产能 1.5 万吨至雪峰民爆，以满足雪峰民爆逐步增加炸药产能生产许可能力的需要；（2）公司将出资认购雪峰民爆子公司哈密公司 23%的股权（已完成），同时表示雪峰民爆为谋求上市股改增资时，将引进公司作为战略投资者（不超过 5%）；（3）公司成为哈密公司股东，哈密公司每年以不低于利润总额的 70%正常分红，确保分红常态化；（4）公司与雪峰民爆将继续在技术进步、现场混装和爆破服务等方面深化合作；（5）力争 2011 年 10 月底前签署正式合作协议并完成哈密公司资金注入，完成法人治理结构构建。
- 公司出资 3440.71 万已经持有哈密公司 23%的股权，预计从 2012 年开始可以获得 1600 万左右的分红收入。

图表1：1.5 万吨炸药产能盈利能力估计，百万

产量，万吨	1.5
平均单价，元	7000
收入	105
净利率	16%
净利润	16.80

来源：国金证券研究所

图表2：对哈密公司的投资收益预测，百万

2010利润	46.3
原炸药产能，万吨	1.2
未来炸药产能，万吨	2.7
产能提升倍数	2.25
2011年后预计年利润	104.18
股权比例	23%
股权对应利润	23.96
分红率	70%
分红收益	16.77

注：哈密公司年生产炸药能力 1.2 吨，工业导爆索 800 万米/年；2008 年、2009 年、2010 年，分别实现利润 1381 万元、3119 万元及 4629.5 万元；2011 年 1-7 月，实现营业收入 8620 万元，实现利润 2443 万元。

我们认为：

- 新疆是我国民爆器材需求大省，目前区内产能不能满足市场发展的需求；同时，民爆行业具有明显的区域垄断特性，长距离运输、跨省销售具有诸多不便；公司与雪峰科技形成强强联合将有利于公司快速切入新疆等西部省份市场。
- 目前雪峰科技正在谋求 IPO 市，雪峰科技上市成功，公司将获得丰厚的投资收益。

图表3：估值表

股票代码	股票名称	股本 (百万股)	收盘价 (元)	EPS (元) 2011E	EPS (元) 2012E	EPS (元) 2013E	PE 2011E	PE 2012E	PE 2013E
002096.SZ	南岭民爆	132	28.71	0.71	1.75	1.95	40.44	16.41	14.72
002226.SZ	江南化工	396	11.62	0.58	0.88	1.12	20.03	13.20	10.38
002037.SZ	久联发展	173	20.78	1.16	1.28	1.57	17.91	16.23	13.24
002497.SZ	雅化集团	320	14.51	0.59	0.75	0.91	24.59	19.35	15.95
002360.SZ	同德化工	120	11.71	0.51	0.66	0.68	22.96	17.74	17.22
600985.SH	雷鸣科化	130	11.47	0.31	0.35	0.40	37.00	32.77	28.68
市盈率平均值							27.16	19.28	16.70

注：收盘价为3月29日数据，盈利预测来自朝阳永续

来源：国金证券研究所

图表4：财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	556	627	653	842	927	983							
增长率	12.7%	4.2%	28.9%	10.1%	6.0%		货币资金	198	200	181	186	342	560
主营业务成本	-274	-335	-404	-499	-562	-603	应收款项	11	12	34	39	43	46
% 销售收入	49.4%	53.4%	61.9%	59.3%	60.6%	61.4%	存货	34	43	35	48	54	58
毛利	281	292	249	342	365	380	其他流动资产	34	17	17	23	26	28
% 销售收入	50.6%	46.6%	38.1%	40.7%	39.4%	38.6%	流动资产	277	273	267	297	465	692
营业税金及附加	-6	-6	-7	-8	-9	-10	% 总资产	43.8%	38.7%	33.0%	36.0%	47.6%	58.3%
% 销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	长期投资	62	63	137	138	137	137
营业费用	-41	-45	-50	-63	-70	-74	固定资产	221	297	307	292	275	259
% 销售收入	7.4%	7.2%	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%	% 总资产	35.0%	42.0%	38.0%	35.4%	28.2%	21.8%
管理费用	-62	-68	-68	-84	-93	-98	无形资产	70	69	96	96	97	98
% 销售收入	11.2%	10.8%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%	非流动资产	355	433	541	527	511	495
息税前利润 (EBIT)	172	173	124	187	194	198	% 总资产	56.2%	61.3%	67.0%	64.0%	52.4%	41.7%
% 销售收入	31.0%	27.6%	18.9%	22.2%	20.9%	20.1%	资产总计	632	707	808	824	976	1,187
财务费用	-7	-6	-6	-2	5	9	短期借款	130	100	180	0	0	0
% 销售收入	1.3%	0.9%	1.0%	0.3%	-0.6%	-0.9%	应付款项	53	83	56	76	85	91
资产减值损失	-5	-8	1	0	0	0	其他流动负债	18	16	-6	9	10	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	201	199	230	86	96	103
投资收益	2	1	1	20	31	41	长期贷款	0	0	0	0	0	1
% 税前利润	1.0%	0.9%	1.1%	9.7%	13.4%	16.3%	其他长期负债	3	7	7	0	0	0
营业利润	161	161	119	205	230	248	负债	204	206	237	86	96	104
营业利润率	29.0%	25.7%	18.3%	24.3%	24.8%	25.2%	普通股股东权益	389	468	542	706	842	1,040
营业外收支	-8	8	3	3	3	3	少数股东权益	25	24	25	30	35	40
税前利润	154	169	123	208	233	251	负债股东权益合计	618	697	804	821	972	1,183
利润率	27.6%	27.0%	18.8%	24.7%	25.2%	25.5%							
所得税	-40	-46	-23	-39	-44	-48							
所得税率	25.8%	27.1%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%							
净利润	114	123	99	168	189	203							
少数股东损益	6	5	5	5	5	5							
归属于母公司的净利润	108	118	95	163	184	198							
净利率	19.4%	18.8%	14.5%	19.4%	19.8%	20.2%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	114	123	99	168	189	203	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.816	0.892	0.715	1.748	1.946	2.120
非现金支出	16	22	17	17	17	17	每股净资产	2.945	3.537	4.102	5.337	6.368	7.869
非经营收益	12	3	8	-16	-34	-44	每股经营现金流	1.392	1.188	0.397	1.369	1.284	1.326
营运资金变动	42	9	-72	12	-2	-2	每股股利	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	184	157	53	181	170	175	回报率						
资本开支	-65	-73	-48	-2	2	1	净资产收益率	27.72%	25.23%	17.43%	23.14%	21.85%	19.07%
投资	-5	0	-72	-1	0	0	总资产收益率	17.45%	16.92%	11.75%	19.89%	18.92%	16.77%
其他	0	1	1	20	31	41	投入资本收益率	23.48%	21.32%	13.40%	20.56%	17.89%	14.83%
投资活动现金净流	-70	-72	-120	17	33	42	增长率						
股权募资	0	0	0	0	-48	0	主营业务收入增长率	55.65%	12.72%	4.18%	28.94%	10.12%	6.05%
债权募资	0	-30	80	-187	0	1	EBIT增长率	358.77%	0.34%	-28.42%	50.85%	3.75%	2.17%
其他	-34	-52	-32	-6	0	0	净利润增长率	134.59%	9.31%	-19.89%	72.71%	12.71%	7.85%
筹资活动现金净流	-34	-82	48	-193	-48	1	总资产增长率	23.51%	12.73%	15.36%	2.05%	18.39%	21.64%
现金净流量	80	2	-19	5	155	218	资产管理能力						
							应收账款周转天数	8.5	4.8	6.4	6.4	6.4	6.4
							存货周转天数	43.4	42.5	35.4	35.0	35.0	35.0
							应付账款周转天数	28.1	34.1	29.8	30.0	30.0	30.0
							固定资产周转天数	103.3	162.3	158.0	115.6	98.6	87.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-16.37%	-20.40%	-0.17%	-25.31%	-38.96%	-51.74%
							EBIT利息保障倍数	23.2	31.2	19.6	88.3	-35.5	-21.3
							资产负债率	33.00%	29.54%	29.50%	10.42%	9.85%	8.75%

来源：国金证券研究所

注：以上为原南岭民爆财务数据，神斧民爆详细财务数据尚未公布；我们预计神斧民爆2011年净利润超过1.4亿概率较大，并假设神斧民爆未来业绩增速为10%。

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	2	4	9
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.50	2.40	2.30	2.04

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 2011-04-25	买入	35.67	N/A
2 2011-08-10	买入	31.81	N/A
3 2011-08-19	买入	32.10	N/A
4 2011-10-20	买入	33.10	40.00 ~ 40.00
5 2011-10-24	买入	32.41	N/A
6 2011-10-28	买入	36.00	N/A
7 2012-01-16	买入	19.89	N/A
8 2012-03-01	买入	24.80	35.00 ~ 35.00

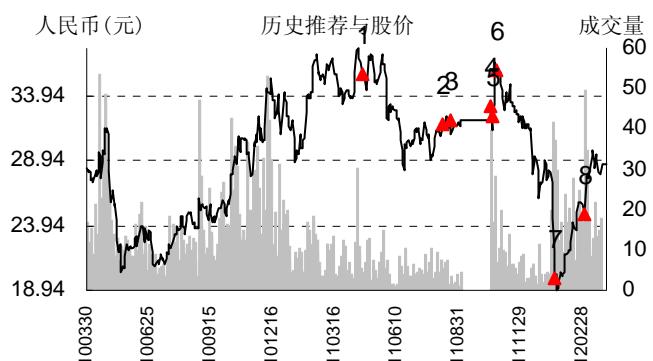
来源：国金证券研究所

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形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靠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