

南岭民爆(002096.SZ) 专用化学品行业

评级：买入 维持评级

公司点评

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

整合落定，产业链延伸启动

事件

- (1) 公司公告：拟向神斧民爆 10 名股东发行合计 5320.55 万股人民币普通股股票（公司在实施 2011 年利润分配后，发行股数相应调整为 10688.66 万股），用于购买神斧民爆 10 名股东合计持有的神斧民爆 95.10% 股权。
- (2) 5 月 19 日上午一辆载有炸药的车辆进入湖南省在建的炎汝高速隧道，在卸货时发生爆炸；据媒体报道，事故造成 20 人死亡。

评论

- **方案落定：增发价格不变，资产评估价格微调；** 增发价格维持 31.46 元/股（2011 年年报 10 送 10 派 1.50 元后，发行价格调整为 15.66 元/股），神斧民爆股权价值评估 176008.84 万元（略高于前次神斧民爆资产评估 165035.36 万元），由于此前南岭已经现金收购神斧 4.9% 股权，此次增发摊薄股数（5320.55 万股，实施 2011 年利润分配后，调整为 10688.66 万股）与前次预案（5245.88 万股）差别不大。
- **业绩预测保守，超预期概率大：** 我们可以从三个方面看出公告中的业绩预测偏保守，（1）公司未考虑硝酸铵成本下降；（2）一季度民爆行业景气低点，神斧民爆一季度净利润增长 32%，民爆行业未来景气上升概率大，公司全年预测神斧净利润增长仅 4.6%；（3）一季度行业产值占比全年 18%，公司预计神斧一季度业绩占比全年 25%；此外，公司目前业绩预测完全没有考虑公司未来外延式扩张以及爆破服务获得更多合作单位后的快速发展，因此公司未来业绩超预期的概率较大。
- **产业链延伸启动：** 根据公司目前已达成合同和正在洽谈的项目，预计 2012 年合并公司爆破工程服务收入将增长将近 15 倍，达到 8000 万，2013 年达到将近 1.2 亿，公司爆破工程服务进入跨越式发展期；同时，公司整合完成一统省内江湖，控制了上游货源，便于向下游延伸整合流通环节，估计潜在可供并购销售公司合计年销售收入达到 5 亿左右。
- 事故凸显行业上下游分离的弊端，将进一步引起政府对民爆行业安全性的重视，有利于产业链一体化的推进；我们判断：政府为了进一步规范民爆产品的生产、销售、运输和使用，必然会加速推进民爆行业的产业链一体化整合，因为只有产业链一体化才能降低监管难度；因此，**相关部门必然支持大型民爆企业进行收购兼并，向下游流通和爆破服务领域延伸。**

投资建议

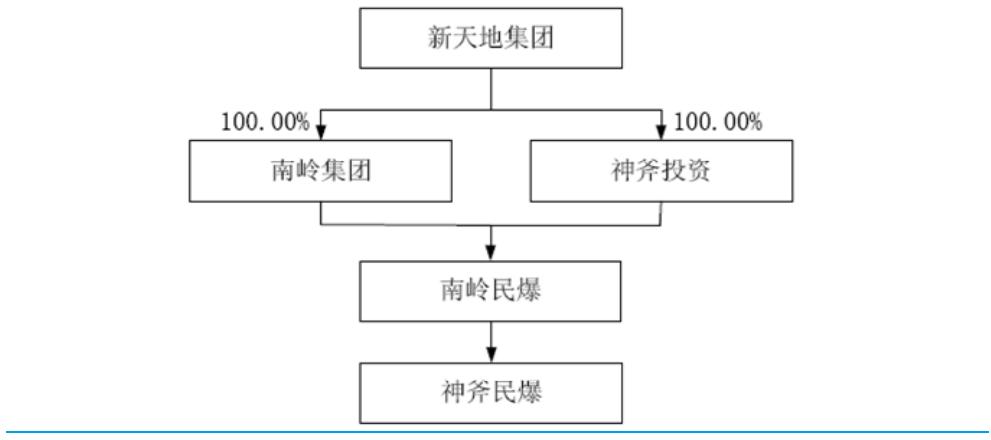
- 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为：1.27 元、1.42 元和 1.53 元。
- 考虑到公司吸收合并神斧民爆完成后将向下游延伸（省内销售渠道整合、省内外爆破服务合作），我们给予公司 27x12PE，目标价 34.25 元，建议买入。

整合方案落定

方案落定：增发价格不变，资产评估价格微调

- 公司拟向神斧民爆 10 名股东发行合计 5320.55 万股人民币普通股股票（公司在实施 2011 年利润分配后，发行股数相应调整为 10688.66 万股），用于购买神斧民爆 10 名股东合计持有的神斧民爆 95.10% 股权。
- 发行股份的定价：采用公司第四届董事会第九次会议决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价，即 31.46 元/股（2011 年年报 10 送 10 派 1.50 元后，发行价格调整为 15.66 元/股）；
- 标的资产定价：最终确定神斧民爆股东全部权益价值为 176008.84 万元（前次神斧民爆资产评估 165035.36 万元），交易对方（神斧民爆 10 名股东）合计持有的 95.10% 股权对应的权益价值为 167384.41 万元；
- 锁定期安排：本次交易完成后，神斧投资、湘投控股、轻盐创投、高创投、津杉华融、桂阳民爆、水口山有色、兴湘投资、柿竹园矿业和瑶岗仙矿业将成为本公司的股东，上述股东承诺自本次新增股份发行结束之日起 36 个月内不将所持股份上市交易或转让；
- 交易对方（神斧民爆 10 名股东）业绩承诺：（1）交易标的（神斧民爆 95.10% 的股权）2012 年净利润不低于 12108.62 万元；（2）交易标的 2012 年及 2013 年累计净利润不低于 24486.04 万元；（3）交易标的 2012 年、2013 年和 2014 年累计净利润不低于 36945.11 万元；其中上述累计预测净利润数为标的资产扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润累计数；
- 补偿方式：如交易标的实现的净利润不满足上述承诺，则交易对方（神斧民爆 10 名股东）负责向上市公司补偿净利润差额；补偿方式为由公司以 1 元的价格进行回购，交易对方按照其各自在本次交易前持有标的资产权益比例分别计算各自应承担的补偿股份。

图表1：完成整合后的股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

注：湖南省国资委持有新天地集团 100% 股权

- 南岭与神斧合并后垄断湖南省内 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 14.6 万吨（民爆类上市公司中排名第二），工业雷管生产能力 2.5 亿发（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。

业绩预测保守，超预期概率大

- 公司预测完成整合后 2012 年和 2013 年的合并净利润分别为：217 百万元和 220 百万元，公司业绩预测接近保底业绩，显得偏保守；从以下三个方面的定量分析，我们预计公司实际业绩超预期概率较大：
 - 公司预计硝酸铵价格将进一步下降，但在做成本预测时公司保守的假设 2012-2013 年硝酸铵价格维持不变（2300-2350 元/吨）；我们认为：整合完成后公司便于采用联合统一招标以及液态硝酸铵技术进一步降低硝酸铵成本，预计硝酸铵采购价在 2200-2500 元/吨，以此推算将节约 1168 万/年。
 - 公司的业绩预测显示未来 2 年公司净利润基本无增长，但是一季度 **神斧集团实现销售收入、净利润分别同比增长 14.4%、32%**；南岭民爆受“11.1”爆炸案的影响暂时性的暂停了部分省外销售，利润同比增长 3.6%（见神斧集团网站）；同时，今年一季度是行业的低点，二季度开始天气好转，在保增长的压力下政府加大

水利基建等重大项目投资的概率较大，民爆行业未来的景气度大概率回升；因此，可以看出公司的业绩预测过于保守了。

图表2：公司预测神斧民爆收入及净利润，百万元

	2011	2012	2013
收入	966.94	1107.55	1169.36
增速		14.54%	5.58%
净利润	125.94	131.76	132.84
增速		4.62%	0.82%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：公司预测合并后公司收入及净利润，百万元

	2011	2012	2013
收入	1610.60	1806.40	1869.31
增速		12.16%	3.48%
净利润	220.45	217.48	220.13
增速		-1.35%	1.22%

- 公司在对神斧民爆的业绩预测中，预计公司 2012 年一季度净利润占比全年 25.6%；下表我们统计了过去两年全行业一季度生产总值占比全年的情况，可以看出一季度是全年的最淡季，平均只占比全年 18% 的产值；通过对比，可以看出对于神斧未来三个季度的业绩预测比较保守。

图表4：全国工业炸药生产总值，亿

月份	2010年	2011年
1	21.5	22.8
2	11.7	11.8
3	19.6	24.4
4	24.1	31.4
5	25.1	31.5
6	28.3	30.3
7	24	27.6
8	23.7	27.9
9	24.3	29
10	24.4	28.4
11	26.9	28.3
12	27.3	28.6
合计	280.9	322
一季度	52.8	59
一季度占比全年	18.80%	18.32%
神斧2012年一季度收入，百万	275.44	
神斧2010年公司收入预测，百万	1107.55	
一季度占比全年	24.87%	
神斧2012年一季度净利润，百万	33.73	
神斧2010年公司净利润预测，百万	131.76	
一季度占比全年	25.60%	

来源：公开资料，国金证券研究所

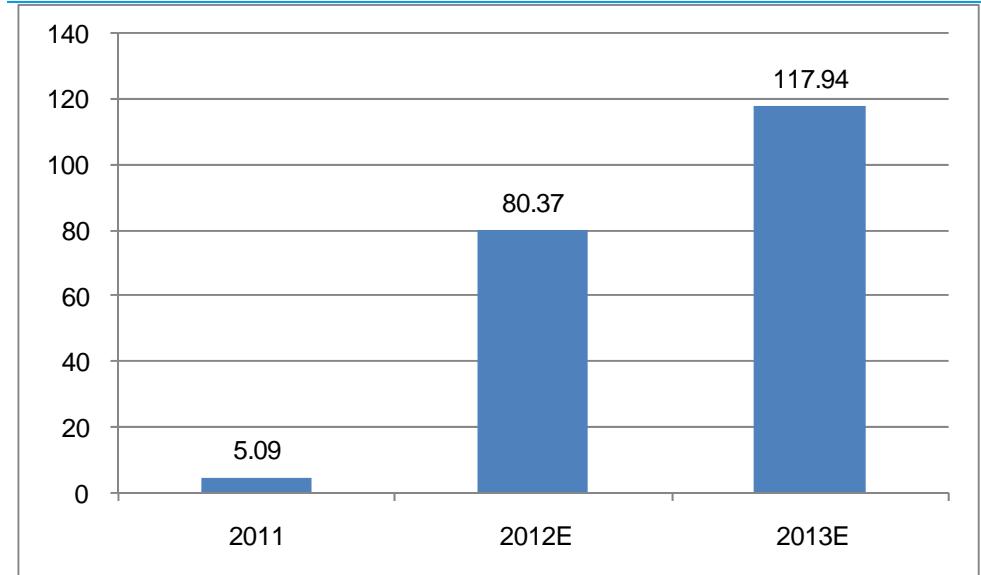
- 此外，公司目前业绩预测完全没有考虑公司未来外延式扩张以及爆破服务获得更多合作单位后的快速发展（详见下文），因此公司未来业绩超预期的概率较大。

产业链延伸启动

爆破服务开始大跨越

- 2011 年南岭民爆爆破工程服务收入仅仅为 197 万元，根据南岭工程公司目前已达成合同和正在洽谈的项目，预计 2012 年 4-12 月工程爆破收入为 6905.22 万元，2013 年度工程爆破收入 9935 万元，2012 年将是南岭发力爆破服务的元年。

图表5：合并公司爆破服务年收入，百万元



来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：预计 2012 年公司爆破工程服务收入，万元

项目/子公司	预计可实现收入
托口水电站生态放水机组上石方开挖爆破工程	234
广西黎塘料场厂石方爆破、道碴加工工程	3184
广西河池石灰岩爆破、挖运工程	840
广西百色石方爆破、运输项目	1550
湖南湘投金天钛金属有限公司的高性能复合材料爆破加工项目	150
贵州铜仁高速公路项目、双牌涔天河水电站项目等	142
资兴分公司	486
临湘分公司	30
鹤城分公司	289.22
合计	6905.22

来源：国金证券研究所

图表7：预计 2013 年公司爆破工程服务收入，万元

项目/子公司	预计可实现收入
广西黎塘料场厂石方爆破、道碴加工工程	4776
广西河池石灰岩爆破、挖运工程	1260
广西百色石方爆破、运输项目	1937
湖南湘投金天钛金属有限公司的高性能复合材料爆破加工项目	800
其他项目	227
资兴分公司	535
临湘分公司	100
鹤城分公司	300
合计	9935

■ 公司整合后，国字号民爆航母平台浮出水面，未来央企强强合作值得期待。

流通环节整合势在必行

■ 公司整合完成后一统省内江湖，控制了上游货源，便于向下游延伸整合流通环节。

- 湖南省内 50%左右的销售公司被生产型企业控股，另有 50%左右的销售公司将成为潜在整合对象；湖南省内年销售工业炸药在 10 万吨左右，照此推算潜在整合对象拥有每年 5 万吨炸药的销售能力；
- 民爆器材销售价格为出厂价格上涨 26%，同时还要收取配送费用，合计零售价格是出厂价的 1.4 倍左右（约 9000-10000 元/吨），配套使用的雷管的价值是炸药的 8%左右；照此推算未被整合的省内销售公司年销售收入在 5 亿左右，保守估计 10%净利润。

图表8：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销许证字一-[01]
湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	(湘) MB销许证字一-[02]
湖南西部民爆股份有限公司	(湘) MB销许证字一-[03]
湖南石门二化有限责任公司	(湘) MB销许证字一-[04]
湖南邵阳三化有限责任公司	(湘) MB销许证字一-[05]
岳阳鸿鑫民爆有限公司	(湘) MB销许证字一-[06]
益阳益联民用爆破器材有限公司	(湘) MB销许证字一-[07]
怀化市民爆器材有限公司	(湘) MB销许证字一-[08]
常德市兴联民爆器材有限责任公司	(湘) MB销许证字一-[09]
郴州市发安民爆器材有限责任公司	(湘) MB销许证字一-[10]
株洲震春民爆器材有限公司	(湘) MB销许证字一-[11]
张家界永利民爆器材有限公司	(湘) MB销许证字一-[12]
衡阳市宏泰民用爆破器材有限责任公司	(湘) MB销许证字一-[13]
娄底市娄联民爆有限责任公司	(湘) MB销许证字一-[14]
湘西自治州瑞安民用爆破器材有限责任公司	(湘) MB销许证字一-[15]
邵阳市宝联民爆器材有限责任公司	(湘) MB销许证字一-[16]
永州市旺达民用爆破器材经营有限公司	(湘) MB销许证字一-[17]
湘潭市民爆器材销售有限公司	(湘) MB销许证字一-[18]
长沙县民用爆破器材有限责任公司	(湘) MB销许证字一-[19]
望城县物资总公司民爆器材分公司	(湘) MB销许证字一-[20]
宁乡县民用爆破器材公司	(湘) MB销许证字一-[21]
浏阳市民用爆破器材专营有限责任公司	(湘) MB销许证字一-[22]
花垣县民爆器材专营公司	(湘) MB销许证字一-[23]
湖南省邵阳宝兴科肥有限公司	(湘) MB销许证字一-[24]
湖南省国防科技工业供销公司	(湘) MB销许证字一-[25]

来源：公开资料，国金证券研究所

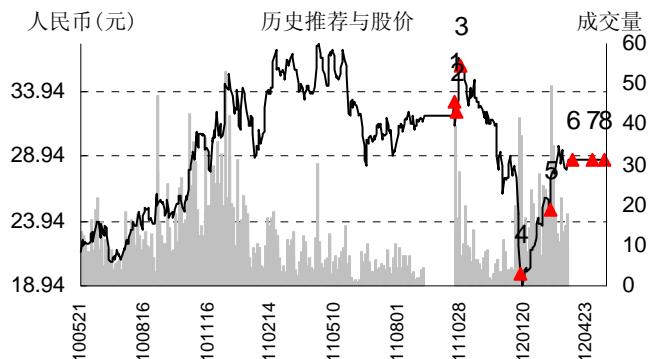
爆破工程事故倒逼监管趋严，有利大型企业向下游整合

- 这起事故发生在中铁三局集团第五工程有限公司承建的炎汝高速公路十三标段八面山隧道内，据了解，一辆载有炸药的车辆进入炎汝高速公路一个在建隧道施工层面，在卸货时发生爆炸；合理推断：炸药应是用于开凿隧道，此次爆炸可能是施工人员在卸货时引起了爆炸。
- 事故凸显行业上下游分离的弊端：本次事故凸显了民爆产业链目前生产、销售、使用分离的弊端，目前民爆产品在生产端的集中度已经相对提高，企业均达到较高的安全生产标准，但**民爆产品在流通和使用领域的集中度还非常低，导致行业主管部门虽然可以在生产端实现严格的监管，但是难以对下游数千家运输和使用的企业进行很严格的监管，不能完全排除行业的安全隐患。**
- 事故将进一步引起政府对民爆行业安全性的重视，有利于产业链一体化的推进：本次重大事故必然将提高政府对民爆行业安全的重视度，提高对民爆行业的管理，我们判断：政府为了进一步规范民爆产品的生产、销售、运输和使用，必然会加速推进民爆行业的产业链一体化整合，因为只有产业链一体化才能降低监管难度；因此，**相关部门必然支持大型民爆企业进行收购兼并，向下游流通和爆破服务领域延伸。**

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-10-20	买入	33.10	40.00 ~ 40.00
2	2011-10-24	买入	32.41	N/A
3	2011-10-28	买入	36.00	N/A
4	2012-01-16	买入	19.89	N/A
5	2012-03-01	买入	24.80	35.00 ~ 35.00
6	2012-03-30	买入	28.71	N/A
7	2012-05-02	买入	28.71	N/A
8	2012-05-16	买入	28.71	N/A

来源：国金证券研究所



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