

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

拉开全产业链延伸序幕

事件

公司公告: 对于媒体刊登的“产业并购+结盟央企南岭民爆抢食千亿爆破服务蛋糕”的文章予以澄清, 公司与湖南金能科技股份有限公司及其实际控制人正在商谈收购事宜, 截止本公告披露之日, 我公司尚未与金能科技签署协议或相关文件。

评论

- **完成和神斧民爆的强强联合, 公司稳步推进全产业链延伸战略:** 公司的发展战略是由民爆产品供应商向民爆产业系统集成服务商转型, 打造装备制造、科研、生产、经营、爆破工程技术服务一体化经营模式。
 - 公司表示正积极谋求和民爆科研、装备制造企业的战略合作; 我们预计公司整合湖南省内企业金能科技的概率比较大;
 - 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;
 - 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, 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。
- **公司资产收购公告中业绩预测保守, 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, 二季度有所改善; (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。
- 即使以公司资产收购公告中保守的业绩预测 (2012 年南岭和神斧合计净利润 2.17 亿, 对应 EPS 0.59 元) 计算, 目前股价 (11.52 元) 对应 19.5x12PE, 具有较高安全边际。

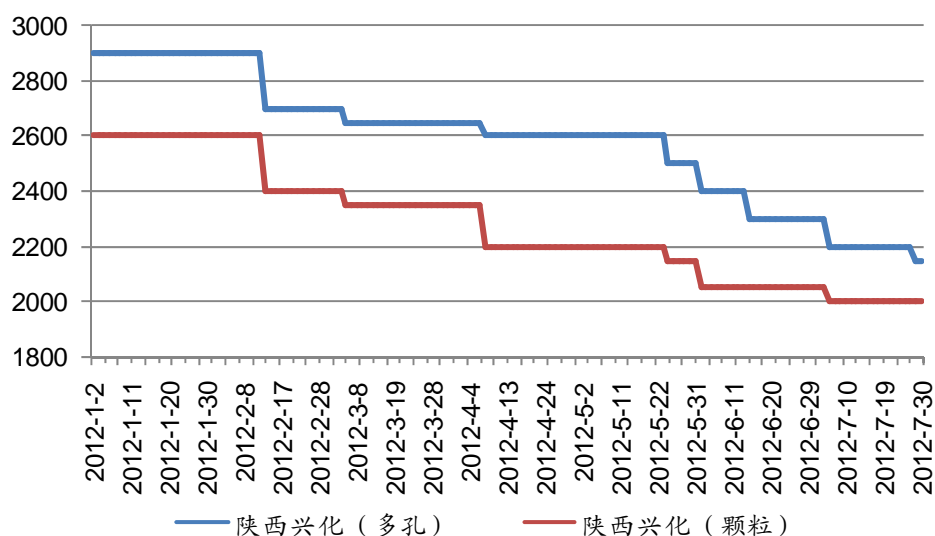
投资建议

- 我们预测公司 2012-2014 年摊薄后 EPS 为: 0.63 元、0.71 元和 0.77 元; 目前公司 11.52 元, 对应 18.3x12PE, 具有较高安全边际。
- 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 17.1 元, 建议买入。

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，保守预计全年硝酸铵采购均价在 2200-2250 元/吨，以此推算将节约 1168 万/年（近期的硝酸铵采购价格已经下跌至 2000 元/吨左右）。

图表1：硝酸铵价格走势，元/吨



来源：百川咨询，国金证券研究所

- 公司的业绩预测显示未来 2 年公司净利润基本无增长，今年一季度是行业的低点，二季度开始民爆行业景气度有所回升，公司的业绩预测过于保守。

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产值, 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%	

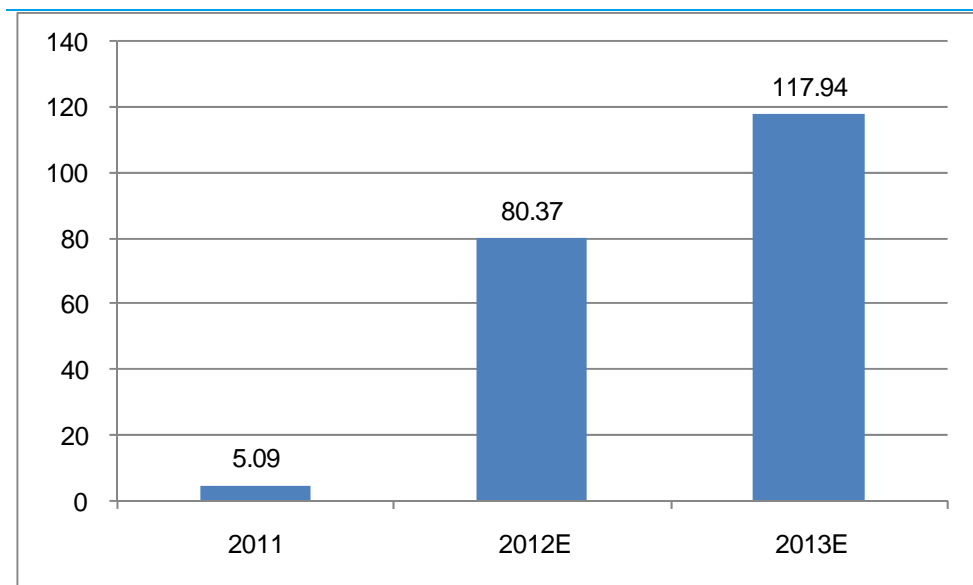
来源: 公开资料, 国金证券研究所

- 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。

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土石方开挖爆破工程	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、双牌泂天河水电站项目等	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浮 26%, 同时还要收取配送费用, 合计零售价格是出厂价的 1.4 被左右 (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

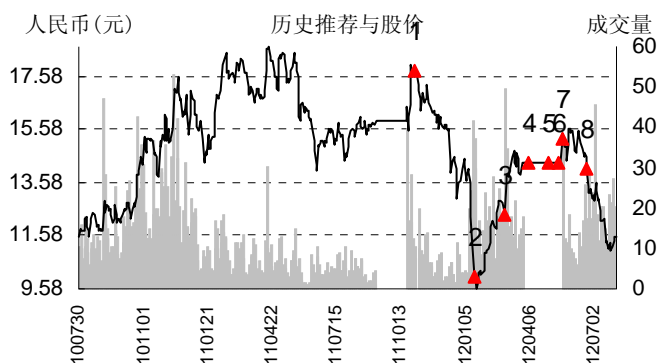
湖南神斧民爆集团有限公司	(湘)MB销许证字—[01]
湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	(湘)MB销许证字—[02]
湖南西部民爆股份有限公司	(湘)MB销许证字—[03]
湖南石门二化有限责任公司	(湘)MB销许证字—[04]
湖南邵阳三化有限责任公司	(湘)MB销许证字—[05]
岳阳鸿鑫民爆有限公司	(湘)MB销许证字—[06]
益阳益联民用爆破器材有限公司	(湘)MB销许证字—[07]
怀化市民爆器材有限公司	(湘)MB销许证字—[08]
常德市兴联民爆器材有限责任公司	(湘)MB销许证字—[09]
郴州市发安民爆器材有限责任公司	(湘)MB销许证字—[10]
株洲震春民爆器材有限公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

来源：公开资料，国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-10-28	增持	17.81	N/A
2	2012-01-16	增持	10.03	N/A
3	2012-03-01	增持	12.40	35.00 ~ 35.00
4	2012-03-30	增持	14.29	N/A
5	2012-05-02	增持	14.29	N/A
6	2012-05-16	增持	14.29	N/A
7	2012-05-21	增持	15.25	N/A
8	2012-06-20	买入	14.09	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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B