

布局机器人，定增推进智能化转型升级

投资要点

- 公司是我国民爆区域龙头，规模优势明显，行业资质不断提升。**公司是一家集科研、生产、销售和爆破服务一体化的大型民爆上市公司，在产能、规模、技术实力等方面均位于行业前列。目前公司炸药总产能达到26.45万吨，公司业务领域从以民爆生产为主，扩展到民爆流通、运输、材料生产、爆破服务及矿山总承包，业务覆盖10个省区。根据中国爆破器材行业协会的统计，在2014年我国民爆行业生产企业生产总值及工业炸药产量的排名中，江南化工均位居全国第3位，处于行业领先地位。近年来公司的行业资质得到较大的提升，目前具有爆破作业一级资质、爆破与拆除工程专业承包一级资质、建筑施工总承包矿山工程三级资质等，有助于公司延伸产业链，扩展矿山工程总承包业务，提升矿山工程施工领域的综合竞争能力。
- 民爆行业增速放缓，并购重组成为发展趋势，利好公司等大型企业。**近年来随着宏观经济增速明显放缓，民爆行业增速放缓，未来增长最快的将是西部地区，西部民爆需求年均增长将达10%以上。我国民爆行业集中度不高，由于行业新增产能受到严格限制，民爆行业未来的主要发展方向是优化产品结构，实现规模化经营，培育大型企业集团。行业内企业的快速发展将主要依赖于兼并收购等行业整合行为。公司等有实力、有优势的大型企业将获得更有利的发展机遇。
- 入股北京光年，进军智能机器人市场。**公司出资5000万元获得北京光年14.44%的股权，北京光年研发的图灵机器人是用户与互联网连接的桥梁，大规模普及后，图灵机器人有可能成为入口级平台，嫁接各类服务商提供给用户，潜在增值服务商业价值较大。同时，公司将和北京光年积极探索人工智能在民爆行业的应用及融合，实现民爆制造智能化的升级发展，打开新的发展空间。
- 定增聚集一体化和智能化，推进转型升级。**公司拟非公开发行不超过1.2亿股，募集不超过11.05亿元，在聚焦主业的同时推动转型升级。公司将重点拓展爆破工程服务，积极拓展矿山工程总承包及矿山生态修复业务，力争将公司打造成为爆破服务一体化的新型矿山服务商，顺应了行业的发展趋势。同时此次定增募集资金投向民爆智慧工厂项目、智能生产线建设项目、以及数字化民爆产业链项目，将通过制造智能化、管理信息化、安全数字化联动打造智慧工厂，有利于公司“制造智能化、管理信息化、安全数字化”发展战略的全面实施，将大幅提升公司的综合竞争力。2016年2月，公司此次非公开发行获得发审委审核通过。
- 风险提示：**民爆需求低于预期的风险；原材料硝酸铵价格波动的风险；募投项目进展不达预期的风险；安全生产风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪
执业证号: S1250514120001
电话: 010-57631196
邮箱: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	7.91
流通A股(亿股)	7.91
52周内股价区间(元)	6.02-14.46
总市值(亿元)	87.91
总资产(亿元)	43.29
每股净资产(元)	3.60

相关研究

目 录

1. 公司是我国民爆区域龙头	1
2. 民爆行业增速放缓，并购重组是发展方向	2
3. 公司规模优势明显，行业资质不断提升	4
4. 入股北京光年，进军智能机器人市场	6
5. 定增聚集一体化和智能化，推进转型升级	6
6. 风险提示	7

图 目 录

图 1: 公司收入及增速	1
图 2: 公司净利润及增速	1
图 3: 公司收入结构	2
图 4: 公司毛利润结构	2
图 5: 公司分业务毛利率	2
图 6: 公司三项费用率	2
图 7: 我国工业炸药销售流向分布 (2014 年)	3
图 8: 我国工业炸药产量及增速	3
图 9: 民爆行业生产企业生产、销售总值及增速	4
图 10: 民爆行业销售企业销售总值与增速	4

表 目 录

表 1: 公司炸药产能	1
表 2: 2014 年民爆行业生产企业生产总值排名	5
表 3: 2014 年民爆行业生产企业工业炸药产量排名	5
表 4: 公司非公开发行股票募集资金投资项目	6

1. 公司是我国民爆区域龙头

江南化工是一家集科研、生产、销售和爆破服务一体化的大型民爆上市公司，主要为矿山开采、基础建设、城市拆除爆破等提供民用爆破器材和工程爆破服务，在产能、规模、技术实力等方面均位于行业前列。

公司近年来发展迅速，目前公司炸药总产能达到 26.45 万吨，公司业务领域从以民爆生产为主，扩展到民爆流通、运输、材料生产、爆破服务及矿山总承包，业务覆盖范围从单一省区扩展到全国十个省区，并辐射周边省市。

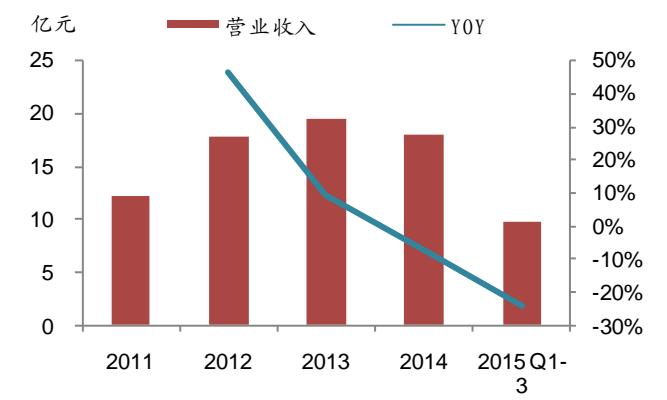
表1：公司炸药产能

地区	产能(万吨)	子公司
安徽	10.7	江南化工宁国分公司、安徽恒源、安徽盾安、马鞍山江南化工
新疆	6.75	新疆天河
四川	4.6	四川绵竹、南部永生
福建	1.8	漳州久依久
河南	1.8	河南华通
湖北	0.8	湖北帅力
合计	26.45	

数据来源：西南证券

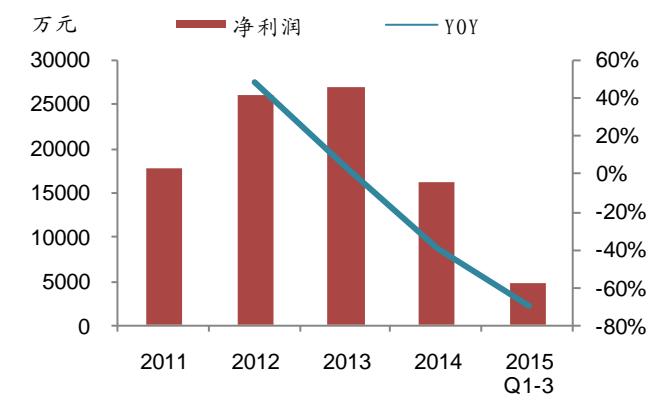
公司业绩状况：公司营业收入和净利润保持较稳健增长，但从 2014 年起有所下滑。2014 年公司实现营业收入 17.9 亿元，同比减少 7.4%；归属母公司净利润 1.6 亿元，同比减少 39.8%。2014 年公司净利润大幅下滑，主要是受新疆反恐形势、商誉减值准备计提以及费用增加等因素影响。2015 年前三季度，受国家经济运行持续放缓，民爆产品需求疲软的影响，另外公司管理费用率大幅增加，因此公司盈利延续了下滑趋势，实现营业收入 9.7 亿元，同比下降 24.2%，净利润 4785.4 万元，同比下降了 69.9%。

图 1：公司收入及增速



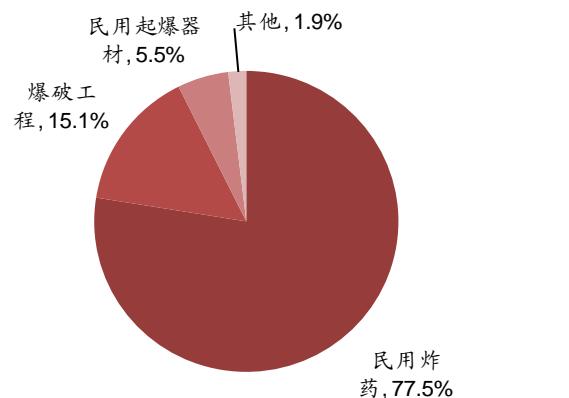
数据来源：Wind, 西南证券

图 2：公司净利润及增速

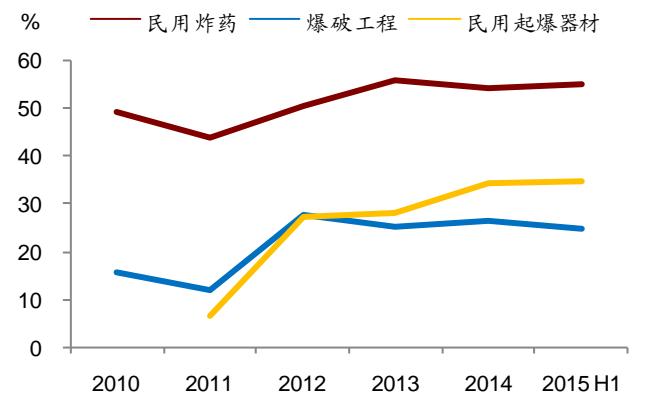


数据来源：Wind, 西南证券

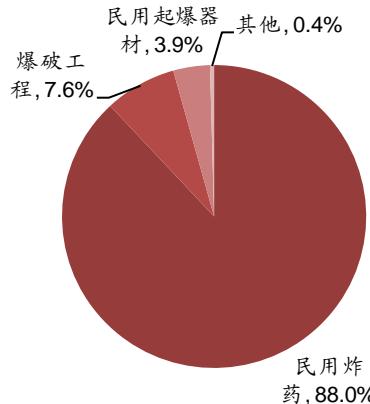
公司主营业务结构：公司收入主要来自民用炸药，占比 77.5%，其次为爆破工程和民用起爆器材，占收入的比例分别为 15.1% 和 5.5%。从毛利润构成看，由于民用炸药的毛利率远高于其他业务，因此民用炸药占毛利润的比例为 88.0%，爆破工程和民用起爆器材占毛利润的比例分别为 7.6% 和 3.9%。

图 3：公司收入结构


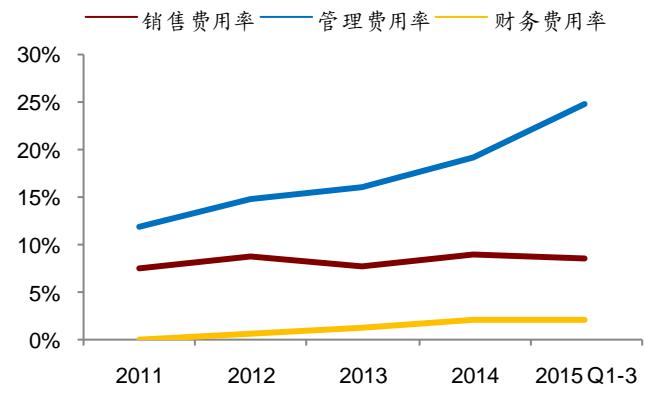
数据来源：Wind, 西南证券

图 5：公司分业务毛利率


数据来源：Wind, 西南证券

图 4：公司毛利润结构


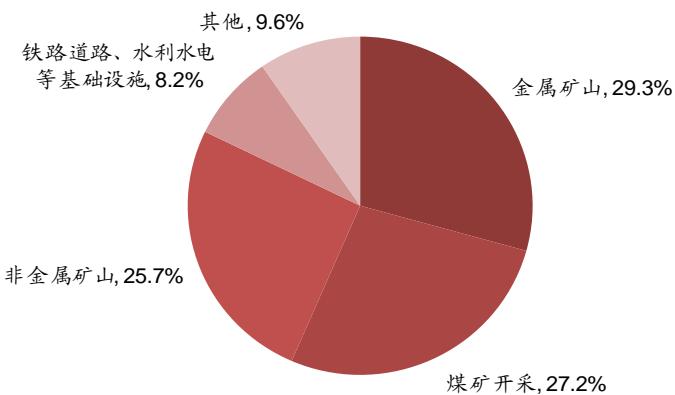
数据来源：Wind, 西南证券

图 6：公司三项费用率


数据来源：Wind, 西南证券

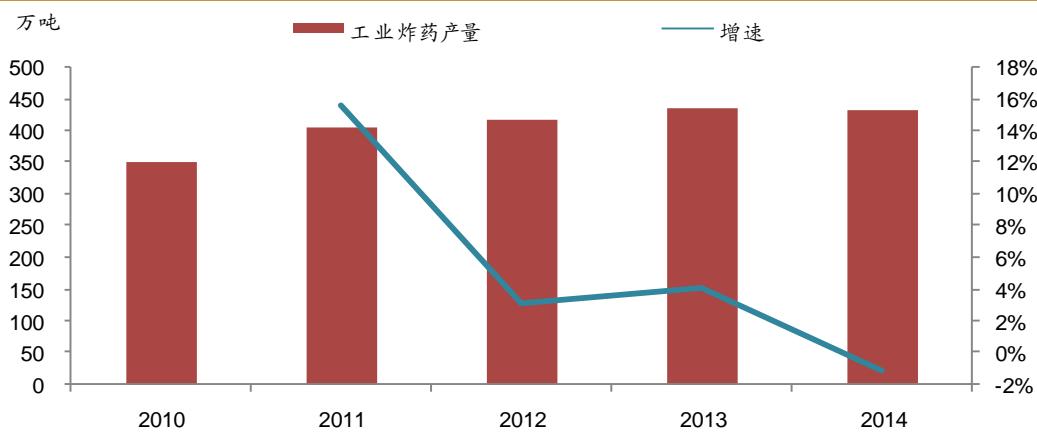
2. 民爆行业增速放缓，并购重组是发展方向

民爆产品广泛应用于矿业开采及能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、石油勘探等领域。从 2014 年我国工业炸药销售流向分布来看，用于煤炭、金属和非金属矿山开采的炸药用量占工业炸药总用量绝大部分，所占比例为 82.2%；其中金属矿山的工业炸药用量比例最大，占工业炸药总用量的 29.3%，其次为煤炭开采和非金属矿山，分别占到 27.2% 和 25.7%。此外，用于铁路道路、水利水电等基础建设方面的炸药量占 8.2%。

图 7：我国工业炸药销售流向分布（2014年）


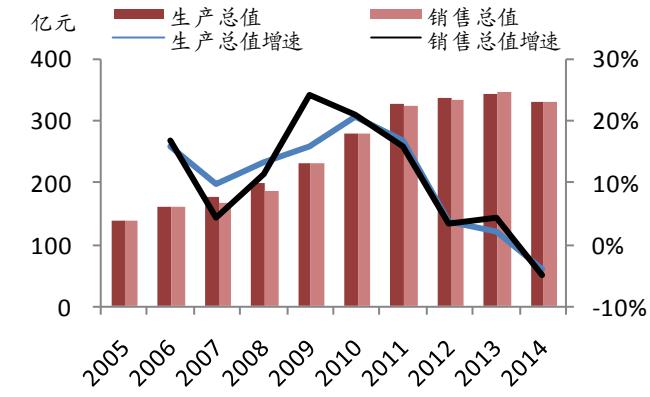
数据来源：西南证券

民爆器材的需求与矿山开采、基础设施建设等固定资产投资密切相关，产品需求受到经济景气周期的波动影响较为明显。十一五期间，在我国基础设施建设和固定资产投资迅速增长的拉动下，民爆行业保持一定的年增长速度，主要产品工业炸药的年产量由 260.69 万吨增长至 351.50 万吨，年复合增长率为 7.76%。进入“十二五”，尤其是 2012 年后，随着宏观经济增速明显放缓，民爆产品需求也受到了一定影响，增速明显放缓。2011 年-2014 年，我国工业炸药的产量从 406.6 万吨增加至 432.35 万吨，年均复合增长率为 2.07%。2014 年，全国工业炸药产量为 432.35 万吨，同比下降 1.09%，近年来首次出现微幅下降，主要是由于电力、钢材和建材行业耗煤量下降，煤矿开采用炸药量同比出现小幅下降。

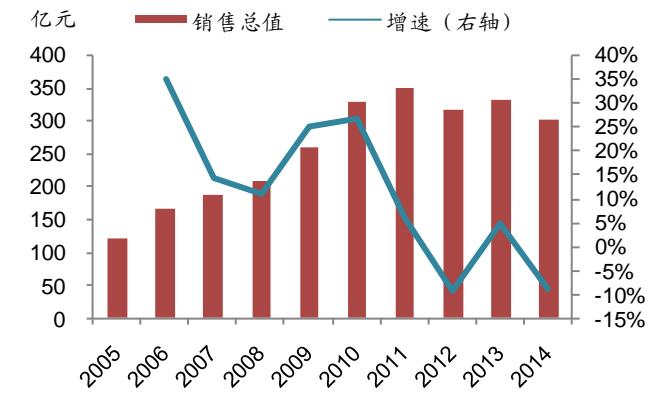
图 8：我国工业炸药产量及增速


数据来源：西南证券

从企业生产销售情况看，过去十年民爆行业的发展速度先快速后平稳。我国民爆行业生产企业的生产、销售总值分别由 2005 年的 137.8 亿元、137.3 亿元增加到 2014 年的 329.96 亿元、329.46 亿元，年均复合增长率分别为 11.5% 和 11.6%；销售企业的销售总值由 2005 年的 121.8 亿元增加到 2014 年的 299.65 亿元，年均复合增长率为 11.9%。

图 9：民爆行业生产企业生产、销售总值及增速


数据来源：民用爆炸物品行业“十二五”发展规划，西南证券

图 7：民爆行业销售企业销售总值与增速


数据来源：中国爆破器材行业协会，西南证券

目前我国由于国民经济结构调整的需要，经济增速回落，基建投资、矿山开采、石油勘探等经济活动都受到了一定影响，民爆产品的需求可能短期内会承受一定的压力。长期来看，随着我国继续推行城镇化建设、西部大开发、振兴东北老工业基地和促进中部地区崛起等重大发展战略，基础设施建设尤其是铁路、高速公路、重要支线机场等交通设施建设仍是重点投资领域，民爆产品需求预计仍然有较稳定的增长。增长最快的将是西部地区，随着西部大开发政策的深入推进，西部地区产能不足的现象愈加突出。根据《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》，未来西部的需求则会有明显增加，需求量年均增长将达 10%以上。

我国民爆行业集中度不高，整体结构尚处于“小、散、低”的阶段。根据民爆行业的产业政策目标，行业新增产能受到严格限制，民爆行业未来的主要发展方向是优化产品结构、加快技术进步、大幅度压缩企业数量，鼓励有实力、有优势的企业进行并购和重组，实现规模化经营，培育大型企业集团。因此，行业内企业的快速发展将主要依赖于兼并收购等行业整合行为。由于进入民爆行业的政策壁垒较高，行业内部的结构性调整将主要在现有企业间进行，江南化工等已在行业内占据优势竞争地位的企业将获得更有利的发展机遇。

3. 公司规模优势明显，行业资质不断提升

公司是国内民爆区域龙头企业，产品包括民用炸药、乳化剂、爆破工程、民用起爆器材等。公司民用炸药产能 26.45 万吨/年，产能居全国第 3 位。公司产品覆盖乳化炸药、铵油炸药、膨化硝铵炸药、震源药柱、索类等，是国内工业炸药品种齐全、规模最大的民爆企业之一。

根据中国爆破器材行业协会的统计，在 2014 年我国民爆行业生产企业生产总值及工业炸药产量的排名中，江南化工均位居全国第 3 位，处于行业领先地位。根据民爆行业择优扶强的发展规划，下一步发展重点之一是“培育扶植 20 家左右的大型企业集团”。公司近年来始终名列行业前列，将是政策扶植的对象之一。

表2：2014年民爆行业生产企业生产总值排名

排序	企业名称	生产总值(亿元)	占全行业生产总值比例
1	云南民爆集团有限责任公司	24.83	7.53
2	保利九联控股集团有限责任公司	15.84	4.80
3	安徽江南化工股份有限公司	14.13	4.28
4	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	11.97	3.63
5	北方特种能源集团有限公司	11.23	3.40
6	四川雅化实业集团股份有限公司	11.20	3.39
7	葛洲坝易普力股份有限公司	10.06	3.05
8	广东宏大爆破股份有限公司	8.45	2.56
9	内蒙古生力资源(集团)有限责任公司	8.09	2.45
10	安徽雷鸣科化股份有限公司	7.50	2.27
合计		123.3	37.36

数据来源：中国爆破器材行业协会，西南证券

表3：2014年民爆行业生产企业工业炸药产量排名

排序	企业名称	产量(万吨)	占全行业产量比例
1	云南民爆集团有限责任公司	28.85	6.67
2	保利九联控股集团有限责任公司	26.39	6.10
3	安徽江南化工股份有限公司	21.70	5.02
4	葛洲坝易普力股份有限公司	14.95	3.46
5	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	14.86	3.44
6	广东宏大爆破股份有限公司	14.86	3.44
7	四川雅化实业集团股份有限公司	14.12	3.27
8	内蒙古生力资源(集团)有限责任公司	13.39	3.10
9	平朔多种经营开发公司炸药厂	11.68	2.70
10	福建海峡科化股份有限公司	9.58	2.22
合计		170.38	39.42

数据来源：中国爆破器材行业协会，西南证券

公司生产销售服务区域覆盖安徽、新疆、四川、福建、河南、湖北等10个省、自治区。其中安徽省是公司的传统优势地区，炸药产能占公司总产能的40%左右。新疆爆破市场空间巨大，公司控股子公司新疆天河是南疆地区唯一的一家民爆生产企业，未来在矿山爆破服务等方面有很大的发展潜力。

近年来公司的行业资质得到较大的提升，目前具有爆破作业一级资质、爆破与拆除工程专业承包一级资质、建筑施工总承包矿山工程三级资质等，有助于公司延伸产业链，扩展矿山工程总承包业务，提升矿山工程施工领域的综合竞争能力，将有效带动公司研发、生产、销售、爆破工程服务“一体化”战略的实施。

4. 入股北京光年，进军智能机器人市场

2015年9月，公司出资人民币5000万元对北京光年以现金方式增资，其中4.44万元计入注册资本，4995.56万元计入资本公积，公司持有北京光年注册资本的14.44%。

北京光年无限科技有限公司于2010年成立，多年专注于人工智能深度学习的语义理解和认知计算技术的研发和场景应用，向第三方提供一体化、接入和使用门槛低的云端机器人大脑服务，使第三方产品快速拥有智能人机交互功能。北京光年拥有多年实际深度学习语义理解和认知计算研发经验的数十人规模化研发团队，技术积累比较深厚。

北京光年研发的云端机器人大脑—“图灵机器人”，是其依托深度学习语义理解和认知计算技术打造，提供智能人机交互服务，能以云端形式接入实体机器人、家用机器人、智能玩具、车载、VR（虚拟现实）、可穿戴设备、智能家居、智能电视、微信公众号、微博、淘宝客服等各种需要语音人机交互的产品，应用前景广阔。

图灵机器人平台开放后，已为超过6万个合作伙伴提供智能人机对话和问答交互服务，相应用户交互请求已达100亿次以上，是目前中文语境下智能度较高的人工智能机器人。图灵机器人是用户与互联网连接的桥梁，大规模普及后，图灵机器人有可能成为入口级平台，嫁接各类服务商提供给用户，潜在增值服务商业价值较大。

同时，江南化工将和北京光年积极探索人工智能在民爆行业的应用及融合，实现民爆制造智能化的升级发展。公司参股北京光年，有利于公司开发新的业务增长点，优化公司的产业结构，为公司未来的发展战略提供有力支持，打开了新的发展空间。

5. 定增聚集一体化和智能化，推进转型升级

2015年8月，公司公告，拟非公开发行不超过1.2亿股，募集资金净额不超过11.05亿元，主要投向安徽江南爆破工程有限公司矿山工程总承包及矿山生态修复项目、爆破工程一体化项目、民爆智慧工厂项目、智能生产线建设项目和数字化民爆产业链项目，并计划将2亿元募集资金补充公司流动资金。2016年2月，公司此次非公开发行获发审委审核通过。

表4：公司非公开发行股票募集资金投资项目

序号	项目名称	项目总投资额（万元）	募集资金投入额（万元）
一	安徽江南爆破工程有限公司矿山工程总承包及矿山生态修复项目	25,103	25,103
二	爆破工程一体化项目		
1	新疆天河爆破工程有限公司爆破工程一体化项目	29,964	29,964
2	四川宇泰特种工程技术有限公司矿山爆破工程一体化项目	14,929	14,929
三	民爆智慧工厂项目	5,131	5,131
四	智能生产线建设项目		
1	宁国分公司无固定操作人员粉状乳化炸药生产线二期示范项目	2,527	2,527
2	安徽恒源技研化工有限公司智能工厂建设项目	4,524	4,524
五	数字化民爆产业链项目	8,313	8,313
六	补充流动资金	20,000	20,000
合计		110,491	110,491

数据来源：公司公告，西南证券

顺应行业发展趋势，加快爆破工程一体化产业链延伸，积极拓展矿山工程总承包及矿山生态修复业务

国家鼓励民爆器材生产企业一体化经营，鼓励发展民用爆炸物品生产、配送、爆破作业一体化的经营模式。科研、生产、销售、爆破服务实行一体化，生产实行连续化、自动化，产品及技术呈现安全环保和节能型的发展趋势，是国外民爆产业发展模式和国际大型民爆企业集团的通行做法，也是我国民爆行业改革发展的主要方向。

近年来，公司不断拓展爆破工程服务业务，但爆破工程服务收入占主营业务收入的比例仍较小。此次募投项目，公司将重点拓展爆破工程服务，积极拓展矿山工程总承包及矿山生态修复业务，力争将公司打造成为爆破服务一体化的新型矿山服务商。

打造智能化工厂，全面实施“制造智能化、管理信息化、安全数字化”发展战略

2015年5月9日，国务院正式发布《中国制造2025》，明确了我国实现制造强国的战略目标。《中国制造2025》提出加快推动新一代信息技术与制造技术融合发展，把智能制造作为两化深度融合的主攻方向；着力发展智能装备和智能产品，推进生产过程智能化，培育新型生产方式，全面提升企业研发、生产、管理和服务的智能化水平。

公司大力推进信息化、智能化建设工作，此次定增募集资金投向民爆智慧工厂项目、智能生产线建设项目、以及数字化民爆产业链项目，将通过制造智能化、管理信息化、安全数字化联动打造智慧工厂，有利于公司“制造智能化、管理信息化、安全数字化”发展战略的全面实施，将大幅提升公司的综合竞争力。

6. 风险提示

- (1) 民爆需求低于预期的风险；
- (2) 原材料硝酸铵价格波动的风险；
- (3) 募投项目进展不达预期的风险；
- (4) 安全生产风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn