

2010 年 6 月 29 日

南岭民爆

2010 年将平稳增长

A

未有评级

002096.SZ - 人民币 23.41

陈恬

(8610) 6622 9360

tian.chen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110253

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(22)	6	(17)	62
相对新华富时	4	9	1	81
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	132.2
流通股(%)	99.8
流通股市值(人民币 百万)	3088.5
3 个月日均交易额(人民币 百万)	37
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
湖南南岭化工厂	71.75

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

南岭民用爆破器材股份有限公司位于湖南省永州市, 是我国民用爆破器材行业中的领军企业。公司成立于 2001 年, 并于 06 年 12 月在深交所上市。公司的主要产品包括炸药、爆破器材、雷管及其他相关产品。目前, 公司的炸药年产能 7 万吨, 占湖南省本地民用爆破器材市场份额的 60% 以上, 位居全国前列。

主要发现

- **产能水平。**目前公司的炸药年产能 7 万吨, 并计划在未来 2-3 年内将年产能扩大至 9 万吨 (目前公司凭照产能为 9.1 万吨)。未来几年内, 公司将把重点放在并购湖南省本地下游的经销商, 目前公司在湖南省的市场份额已达 60% 左右。根据目前的产业政策, 政府鼓励民用爆破器材行业的整合, 并将目标设定为: “通过行业内并购, 在 ‘十一五’ 计划结束前将全国爆破器材生产商及贸易商的数量削减一半, 并形成十家大型企业以改善民用爆破器材行业总体的安全性和生产效率。”
- **销售情况。**湖南 2010 年拉动内需的建设也是高峰期, 期中铁路规划有夏蓉复线、京珠复线、沪蓉复线、湘桂复线等。高速公路规划更多, 湖南省计划 2009-2010 年修建 5,000 公里高速公路 (共计 8 条, 总投资额 5,000 多亿)。公司预计 2010 年湖南省内民爆产品销售总需求量 15 万吨, 而外省的广东、广西和贵州目前产能短缺, 对公司的炸药调度需求也有机会。今年公司的需求总量 8 万吨, 目前公司完全满足有困难, 正在加紧几条生产线的改造。
- **株洲大桥责任认定。**2009 年公司子公司湖南南岭民爆工程有限公司, 在拆除株洲市红旗路高架桥的过程中发生较大坍塌事故。由于《安全生产许可证》被吊销, 南岭工程公司不能承揽和开工新的工程项目, 同时行政罚款和民事赔偿直接造成了南岭工程公司的经济损失。公司预计 2010 年, 南岭工程公司将亏损 800 万元左右, 由此影响公司归属于母公司利润 530 万元左右 (折合每股收益 0.04 元)。

图表 1. 投资摘要(市场一致预期)

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入(百万元)	303.8	357.2	556.0	646.2	736.4
增长率(%)	29.5	17.6	55.7	16.2	13.9
归属于母公司的净利润(百万元)	37.3	42.8	107.9	116.3	130.3
增长率(%)	21.2	14.8	151.9	7.8	12.0
每股收益(元)	0.635	0.32	0.82	0.88	0.99
市盈率(倍)	36.9	73.2	28.5	26.6	23.8
每股经营现金流量(元)	0.71	0.18	1.39	1.50	1.68

资料来源: 万得咨询及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

公司背景

湖南南岭民用爆破器材股份有限公司成立于 2001 年，其前身是湖南省南岭化工厂所属的南岭分厂的主要炸药生产线。公司股票已于 2006 年 12 月 22 号在深圳证券交易所挂牌上市，目前公司的总股本 1.32 亿股，控股股东为湖南省南岭化工厂，持股 9,485 万股，占比 71.75%。

行业概述

民用爆破器材是各种工业炸药及其制品和工业火工品的总称。它主要包括工业炸药、工业雷管、工业索类火工品、油气井用爆破器材、地震勘探用爆破器材、特种爆破器材等，被广泛应用于石油、煤炭、交通、采矿、冶金、建材、水利、电力、控制拆除爆破等多个领域中，特别在基础工业、国家重点支持发展的基础设施建设领域等国民经济建设中具有不可替代的作用，因而素有“能源工业的能源，基础工业的基础”之称。

工信部早在 2006 年颁布的《民用爆破器材行业“十一五”发展规划纲要》中，明确提出了未来几年我国民爆行业政府鼓励和扶持的指导思想，其中主要包括：

企业数量大幅压缩。通过深化结构调整，促进企业重组整合，培育一批十万吨级炸药和数亿发雷管的优势骨干生产企业，形成规模化、集约化生产格局。2010 年底生产企业数量进一步减少到 200 家以内，经营企业数量进一步减少到 800 至 1,000 家以内。

培育大型企业集团。在民爆企业重组整合的基础上，通过鼓励骨干企业打破地区分割、实行跨省市区的兼并重组，培育若干大型企业集团，促进有序竞争、建立统一的市场体系。

产能和销售

目前，公司的炸药年产能可为 7 万吨，并计划在未来 2-3 年内将年产能扩大至 9 万吨（目前公司凭照产能为 9.1 万吨）。除了通过内生增长带来的自身发展，公司还将通过并购等外部增长来扩大其权益产能。根据目前的产业政策，政府鼓励民用爆破器材行业的整合，并将目标设定为：“通过行业内并购，在‘十一五’计划结束前将全国爆破器材生产商及贸易商的数量削减一半，并形成十家大型企业以改善民用爆破器材行业总体的安全性和生产效率。”未来几年内，公司将把重点放在并购湖南省本地下游的经销商，目前公司在湖南省的市场份额已达 60% 左右。

湖南 2010 年拉动内需的建设也是高峰期，期中铁路规划有厦蓉复线、京珠复线、沪蓉复线、湘桂复线等。高速公路规划更多，计划 2009-2010 年修建 5,000 公里高速公路（共计 8 条，总投资额 5,000 多亿）。公司预计 2010 年湖南省内民爆产品销售总需求量 15 万吨，而外省的广东、广西和贵州目前产能短缺，对公司的炸药调度需求也有机会。今年公司的需求总量 8 万吨，目前公司完全满足有困难，正在加紧几条生产线的改造。

株洲大桥事故责任已经认定

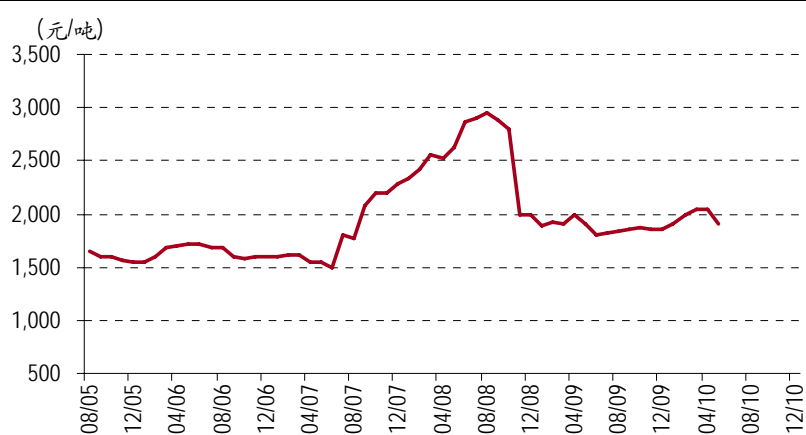
2009 年 5 月 17 日，公司控股子公司湖南南岭民爆工程有限公司在拆除株洲市红旗路高架桥的过程中发生较大坍塌事故。目前，涉及南岭工程公司的行政和民事责任已经处理完毕，公司已将有关情况进行了公告。由于《安全生产许可证》被吊销，南岭工程公司不能承揽和开工新的工程项目，这将给南岭工程公司的生产经营带来不利影响；同时行政罚款和民事赔偿直接造成了南岭工程公司的经济损失。公司预计 2010 年，南岭工程公司将亏损 800 万元左右，由此影响公司归属于母公司利润 530 万元左右（折合每股收益 0.04 元）。由于民爆器材产销爆破服务一体化是产业政策的要求，南岭民爆将认真吸取“5.17”事故教训，在前期整顿的基础上，依据相关规定，重新申请《安全生产许可证》，尽快使南岭工程公司生产经营恢复正常。

成本上行可能性极低

在公司目前的成本构成中，硝酸铵是最大一部分原材料，用量占到炸药产量的 80% 左右，而成本占到炸药生产成本的 50%。如果按照公司目前年大约 7 万吨的产量计算，硝酸铵价格每变动 100 元/吨，将影响公司成本 560 万元，折合每股收益为 0.04 元/股。所以，硝酸铵价格的变动，对公司业绩影响非常显著。

虽然硝酸铵价格在 2008 年曾经一度冲高至 3,500 元/吨，大幅压缩了公司的利润空间，但是经济危机后硝酸铵价格也大幅下滑，目前硝酸铵价格稳定在 2,000 元/吨一下的水平，难以大幅上涨。一方面，由于 2008 至 2009 年国内硝酸铵产能集中释放比较明显，硝酸铵新增装置能力达 50 万吨以上，2009 年国内硝酸铵表观消费量为 379 万吨，产能 431 万吨，产量 400 万吨，供需基本平衡。另一方面，我国目前七成的硝酸铵产能是煤源型结构，只有三成硝酸铵产能是以天然气作为原料，由于未来煤炭价格上行可能性很低，所以未来即使国内天然气上调价格，我们预计硝酸铵价格也难以大幅上涨，将维持在目前水平。

图表 2. 硝酸铵价格走势



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 3.2010 年 1 季度业绩摘要

利润表(单位: 百万元)	2009 年 1 季度	2010 年 1 季度	同比变动(%)
一、营业总收入	81.88	115.22	40.72
营业收入	81.88	115.22	40.72
二、营业总成本	71.27	102.55	43.89
营业成本	46.02	63.16	37.24
营业税金及附加	0.84	0.95	13.15
销售费用	8.93	7.79	(12.71)
管理费用	13.79	20.70	50.12
财务费用	1.69	1.42	(16.14)
资产减值损失	0.00	8.53	
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	0.00	
汇兑净收益	0.00	0.00	
四、营业利润	10.61	12.67	19.41
加: 营业外收入	0.00	0.00	
减: 营业外支出	0.39	0.05	(87.52)
五、利润总额	10.22	12.62	23.46
减: 所得税	2.64	3.25	23.20
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	
六、净利润	7.58	9.37	23.55
减: 少数股东损益	0.67	0.82	22.62
归属于母公司所有者的净利润	6.91	8.55	23.64
七、每股收益:			
(一) 基本每股收益(元)	0.05	0.06	23.64
(二) 稀释每股收益(元)	0.05	0.06	23.64
毛利率(%)	43.80	45.19	
息税前利润率(%)	14.55	12.19	
净利润率(%)	9.26	8.13	

资料来源: 公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 6 月 25 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371