

南岭民爆 (002096.SZ)

专用化学品行业

评级: 买入 维持评级

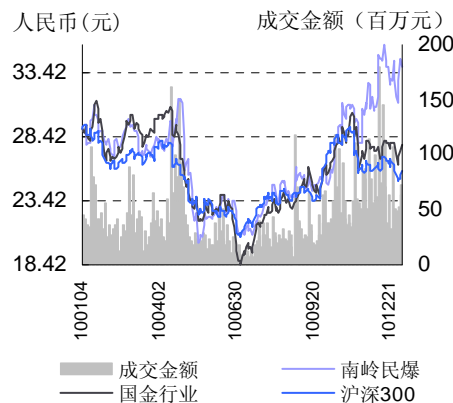
公司研究

市价(人民币): 33.95 元
 目标(人民币): 41.23-44.70 元

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)	4,488.19
年内股价最高最低(元)	35.60/20.20
沪深 300 指数	3128.26
中小板指数	7465.49



区域民爆寡头，遇行业整合东风

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.522	0.816	0.902	1.178	1.490
每股净资产(元)	3.50	2.94	3.85	5.02	6.51
每股经营性现金流(元)	0.18	1.39	0.76	1.23	1.22
市盈率(倍)	19.96	36.69	36.31	27.80	21.97
行业优化市盈率(倍)	14.60	35.92	35.92	35.92	35.92
净利润增长率(%)	23.22%	134.59%	10.46%	30.58%	26.54%
净资产收益率(%)	14.90%	27.72%	23.44%	23.44%	22.87%
总股本(百万股)	88.13	132.20	132.20	132.20	132.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **湖南区域建设高峰和低端民爆产品被替代有效支撑公司产能增长:** “十二五”规划期间湖南省内未来公路、铁路建设和矿产资源开发的增速不减，且工信部明确指导胶状乳化炸药和导爆管雷管替代低端民爆产品；这将有力保障公司工业炸药和雷管新增产能未来的销售。
- ◆ 公司在湖南平江县伍市镇新建 1.2 万吨/年的膨化硝酸铵炸药生产线和 1.2 万吨/年的乳化炸药生产线已经完成验收；2011 年全部达产后，工业炸药产能将比 2010 年增长 35%。
- ◆ 与澳瑞凯合资的子公司南岭澳瑞凯将成为高端雷管国内龙头；公司持有南岭澳瑞凯 49% 股份，预计获得投资收益可增厚 EPS 0.3 元。
- **硝酸铵价格 2011 年回落预期明显，公司业绩弹性大:** 硝酸铵从供需来看，市场供应充足、供大于求十分明显；今年硝酸铵价格上涨仅仅是受地方政府拉闸限电影响，2011 年硝酸铵价格受供求关系影响回落是大概率事件；公司业绩弹性大，硝酸铵每下降 100 元，业绩增厚 4 分钱。
- **作为全国民爆前十强兼区域双寡头之一的企业，公司具备较强的区域整合能力:** “十二五”期间民爆行业将迎来新一轮整合，公司作为位居行业前十名且自身已经实现上市、能够充分利用资本市场平台的企业将在新一轮整合中受益，成为兼并重组其他企业的骨干力量。

盈利预测、估值和投资建议

- 预测南岭民爆 2010-2012 年 EPS 分别为 0.902 元、1.178 元和 1.490 元。
- 民爆行业 2011 年平均估值 30 倍左右，由于以下两点原因我们给予公司 35X11PE 和 30X12PE、高于行业平均水平的估值，目标价 41.23-44.70 元，建议买入。
- ◆ 2012 年与澳瑞凯合资子公司产能释放兑现将大幅增厚 EPS，届时 12 年 PE 将低于行业平均水平。
- ◆ 公司作为全国民爆企业前十强且已完成上市的企业，具备较强的整合其他民爆企业的能力，整合预期强烈，理应享受高于平均水平的估值。

风险

- 硝酸铵价格超预期大幅波动，将影响公司盈利能力。
- 合资子公司南岭澳瑞凯试生产过程中出现偶然性突发事件，延误导爆管雷管产品量产时间，将影响公司 2012 年的投资收益。

股票分析组

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130210010309
 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

内容目录

公司业务概述	4
湖南区域建设&铵梯炸药替代的需求支撑产能增长,	5
公司是湖南民爆市场双寡头之一	5
湖南进入基础设施建设高峰期, 民爆产品需求增速高	6
公司新增产能技术等级高, 能替代落后产能市场	8
硝酸铵价格回落提高盈利能力, 公司业绩弹性大	12
民爆业新一轮区域整合拉开大幕, 龙头企业是整合骨干	15
“十二五”期间民爆业集中度将大大提高, 新一轮区域整合拉开大幕	15
谁会成为区域整合的骨干: 行业前 10+上市公司	17
公司盈利预测和估值	19
盈利预测假设与结果	19
股票估值与定价	20
风险提示	20
附录一: 澳瑞凯依可赛系列主要产品介绍	21
依可赛 (EXEL™) 系类非电导爆管雷管	21
依可赛 (EXEL™) 凯特连接雷管	21
附录二: 神斧集团	22
附录: 三张报表预测摘要	23

图表目录

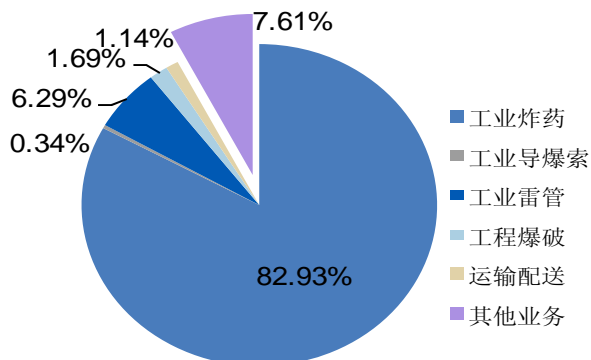
图表 1: 2010 年中期公司主营收入明细	4
图表 2: 2010 年中期公司主营毛利明细	4
图表 3: 主要产品介绍	4
图表 4: 2009 年公司工业炸药合同与执行明细	5
图表 5: 2008-2009 年公司工业炸药合同执行比例	5
图表 6: 公司业务区域分布	5
图表 7: 湖南省内民爆生产企业一览	5
图表 8: 南岭民爆售价较国家基准价上浮 15%	5
图表 9: 炸药产量与固定资产投资密切相关	6
图表 10: 湖南省高速公路建设规划	7
图表 11: 湖南省区域铁路发展规划	8
图表 12: 各种工业炸药产量结构	9
图表 13: 全国乳化炸药产量	9
图表 14: 公司工业炸药产能明年增加 35% 单位: 吨/年	10
图表 15: 依可赛品牌	10

图表 16: 依可赛导爆管雷管	10
图表 17: EXEL™导爆管雷管与国内同类产品差别	11
图表 18: 不同雷管价格比较	11
图表 19: 按照客户的反馈将客户分为三类	12
图表 20: 澳瑞凯产品在国内市场的净推荐值	12
图表 21: 工业炸药成本构成	12
图表 22: 国内主要硝酸铵企业产能统计	13
图表 23: 部分工业炸药 2008 年 8 月价格调整前后变化	14
图表 24: 民爆指导价跟随硝酸铵价格变动而上调	14
图表 25: 民爆企业毛利率一直维持较高水准	15
图表 26: 硝酸铵价格下降的敏感性分析	15
图表 27: “十二五”新一轮整合后, 民爆业集中度大大提高	16
图表 28: 2000 年至今民爆行业的产业政策一直以鼓励横向兼并为重点	17
图表 29: 工信部对民爆业技术发展的要求	18
图表 30: 2009 年全国民爆行业产值前十名	18
图表 31: 民爆行业近年并购重组事件概览	18
图表 32: 公司产品售价假设	19
图表 33: 其他主营收入假设	19
图表 34: 估值表	20
图表 35: 依可赛 (EXEL™) 非电起爆系统	21
图表 36: 产品特性	21
图表 37: 标准延期时间	21
图表 38: 依可赛 (EXEL™) 凯特连接雷管使用方式	22

公司业务概述

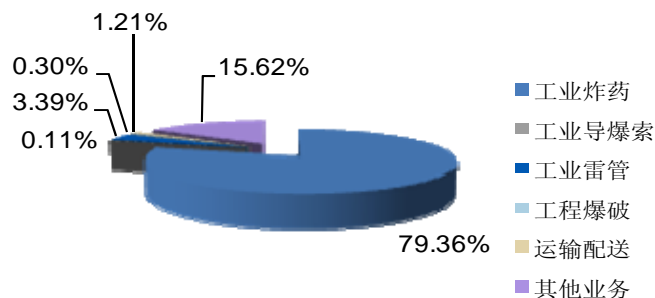
- 南岭民爆是湖南省内最大的民爆企业，主营工业炸药的研制、开发、生产与销售，同时经销工业雷管和导爆索，并提供一体化爆破服务。
- ◆ 工业炸药是公司最大的收入和利润来源。

图表1: 2010 年中期公司主营收入明细




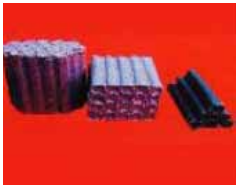

来源：公司公告 国金证券研究所

图表2: 2010 年中期公司主营毛利明细



- ◆ 公司的工业炸药产品包括：乳化炸药、膨化硝铵炸药、改性铵油炸药等。

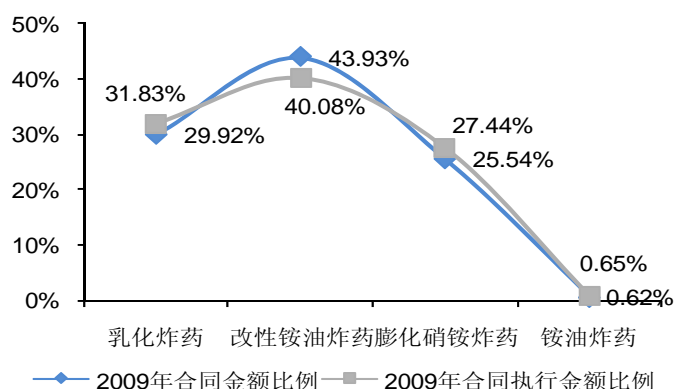
图表3: 主要产品介绍

产品名称	照片	性能	应用领域	备注
乳化炸药		抗水性强、机械感度、火焰感度和热感度低，爆炸后有有毒气体生成量少，仅为铵梯炸药的40%；猛度、爆速高	适用于各种水下爆破、石油地质探矿、矿山采矿及各种工程建设施工	公司主发起人湖南省南岭集团公司在国内首家研制成功
膨化硝铵炸药		药爆炸性能优良，爆速、猛度和作功能力均优于岩石铵梯油炸药；配方中不含有毒成份；物理性能优良，吸湿速度低，不结块，贮存稳定；安全性高，机械感度和热感度低	适用于无沼气或矿尘爆炸危险的爆破工程	南京理工大学的连续化自动化控制技术，获国家知识产权局和联合国世界知识产权组织联合授予“中国十大发明专利金奖”
改性铵油炸药		防潮、防结块、不含TNT，爆炸后有有毒气体生成量少的特点；替代工业粉状铵梯（油）炸药；	用于大孔径大药量的露天大爆破场合及无沼气、矿尘爆炸危险的爆破工程	环保型工业炸药；采用与长沙矿冶研究院合作研制的连续化、自动化工艺流程

来源：公司网站，国金证券研究所

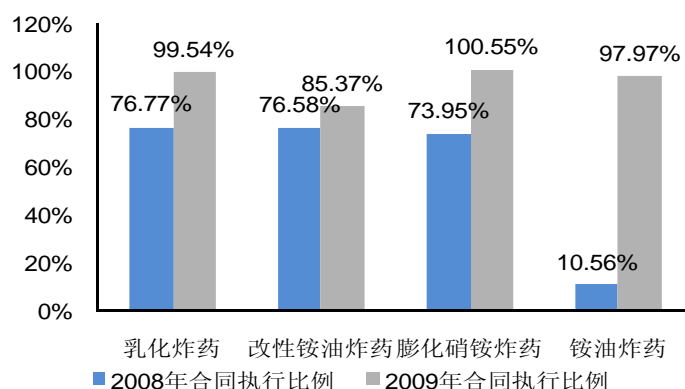
- ◆ 铵梯炸药被完全淘汰后，乳化炸药与膨化硝铵炸药部分代替了原来被淘汰的铵梯炸药，导致这2种炸药的合同金额和执行率逐渐提高。

图表4：2009年公司工业炸药合同与执行明细



来源：公司公告 国金证券研究所

图表5：2008-2009年公司工业炸药合同执行比例



- 公司是国内工业炸药销售覆盖面最广的企业之一，产品已打入广东、广西、浙江、湖北、江西、贵州、四川、重庆、陕西等十多个省份；但最大的业务来源依旧是湖南，省内业务占比稳定在80%左右。

图表6：公司业务区域分布

	2006	2007	2008	2009
省内	84.51%	79.99%	80.64%	82.31%
省外	15.16%	18.71%	17.55%	17.32%
出口	0.08%	0.03%	0.01%	0.00%
其他业务	0.22%	1.25%	1.78%	0.35%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

来源：公司公告 国金证券研究所

湖南区域建设&铵梯炸药替代的需求支撑产能增长，

公司是湖南民爆市场双寡头之一

- 湖南省内民爆生产企业主要有4家，其中南岭民爆与神斧集团合计垄断湖南省内77.6%的工业炸药产能和几乎100%的工业雷管、导爆索类产能。

图表7：湖南省内民爆生产企业一览

民爆器材生产企业	工业炸药产能（万吨）	起爆器材产能
南岭民爆	9.1	合资子公司：导爆管雷管4000万发、导爆管1.5亿米
神斧民爆集团	6.8	雷管2.5亿发、导爆索等索类2.5亿米
湖南二化（葛洲坝易普力）	2.2	无
湘西西部民爆	2.4	无

来源：公司网站、公告 国金证券研究所

- 南岭民爆与神斧民爆作为湖南省内民爆市场的双寡头，既能够充分享受省内民爆需求的增长；又能在产品省内售价上享受到寡头垄断的溢价。

图表8：南岭民爆售价较国家基准价上浮15%

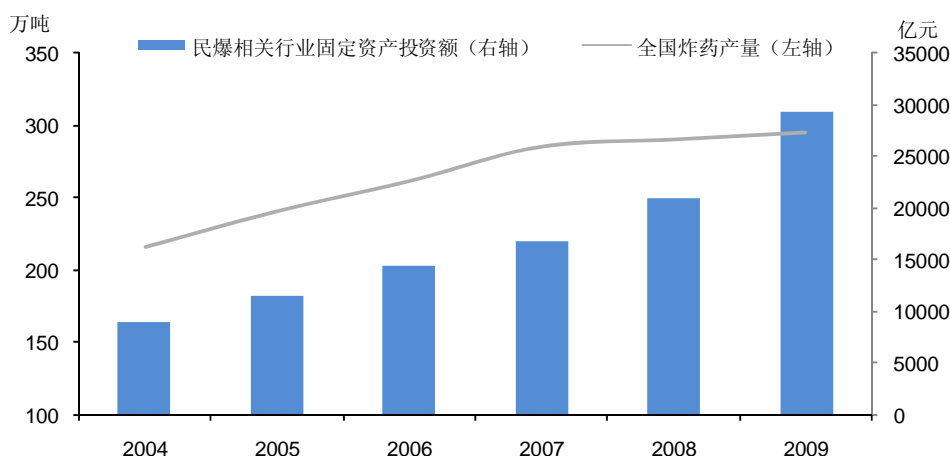
单位：元/吨	国家指导价	湖南省内售价	加税	打码费
乳化炸药	6250	7188	8409	8909
膨化硝铵炸药	6000	6900	8073	8573
改性铵油炸药	5440	6256	7320	7820
铵油炸药	4500	5175	6055	6555

来源：公司公告 国金证券研究所

湖南进入基础设施建设高峰期，民爆产品需求增速高

- 民爆行业的下游主要是矿山开采、铁路建设、道路桥梁建设和水利建设等领域，因此民爆产品需求与基础设施建设和固定资产投资规模密切相关。

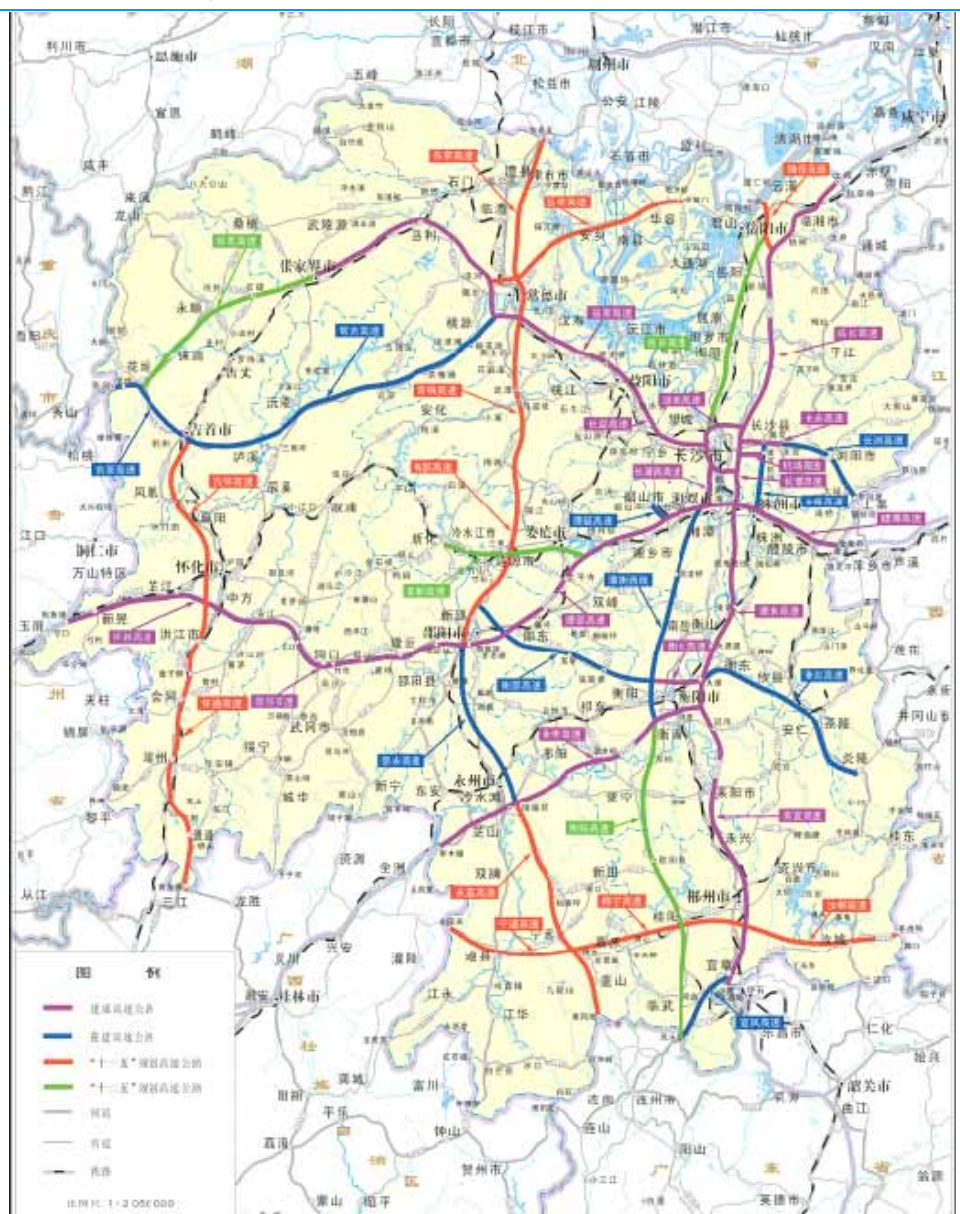
图表9：炸药产量与固定资产投资密切相关



来源：CEIC 国金证券研究所

- 公司 80%的炸药销量都集中在湖南省内，因此省内的需求直接影响公司产品的销售状况；湖南省内未来公路、铁路的建设，矿产资源开发的增速不减，对民爆产品的需求强烈。
 - ◆ 湖南省矿产资源比较丰富，现有各类矿山企业 6810 座（煤矿矿井 1120 对），其中大型矿山企业 11 座，中型矿山企业 40 座，小型矿山企业 3435 座；钨、石墨等 8 种矿产保有储量居全国首位，另有 30 多种矿产保有储量居全国前五；未来矿产资源开发可以提供稳定的民爆产品需求。
 - ◆ 湖南省 2010 年政府工作报告中明确指出，交通方面要重点加快 38 条续建高速公路建设，确保长株、衡邵、潭衡西等建成通车，新开工益娄衡等高速公路，加快国省干线改造；抓紧包茂高速龙山至吉首段项目前期工作；“十二五”期间湖南省计划完成娄新高速，张花高速，岳长高速，衡临高速等合计超过 600 公里的高速公路，合计投资超过 300 亿。

图表10: 湖南省高速公路建设规划



来源: 湖南省交通厅, 国金证券研究所

- ◆ 铁路项目的陆续开工建设对民爆产品将有稳定需求。根据《湖南省铁路发展规划》（2008-2030），湖南省将加大铁路（包括城际铁路），地铁的投资建设，运营里程会有大幅提高。
 - （1）至 2020 年（近期），湖南省铁路的运营里程将翻番，达 5805 公里，为 2008 年的两倍。此外，城际铁路和地铁将完成 650 公里的建设。
 - （2）规划至 2030 年（远期），全省铁路运营里程将达 6130 公里，此外还将完成城际轨道项目里程 1200 公里，投资 1502 亿元。

图表11：湖南省区域铁路发展规划

序号	项目名称	省内长度(km)	线路全长(km)	省内静态投资(亿元)	备注
一、在建铁路		1541	2818	821.96	
1	武广客运专线	518	968	409.5	2009年年底完工
2	洛湛铁路永玉段	162	568	43.74	
3	焦柳铁路洛张段电气化改造	119	119	2.2	
4	湘桂铁路衡柳段扩能改造	178	538	100.64	
5	长沙南北站搬迁工程			12.56	
6	衡茶吉铁路	162	210	45.77	
	衡茶吉铁路文茶联络线	41	54	7.43	
7	沪昆铁路湘潭车站改造			5.02	
8	沪昆铁路湘乡站改造			2.1	
9	石长铁路增建二线	263	263	101.09	2009年7月份已开工
10	娄邵铁路扩能改造	99	99	36.92	2009年7月份已开工
二、2010年前拟建铁路		2239	5369	1636.92	
11	杭长客运专线	86	927	120.4	可研已上报国家发改委
12	长昆客运专线	425	1186	595	可研已上报国家发改委
13	荆岳铁路	78	245	49.14	可研已上报国家发改委
14	沪昆铁路冷水江车站改造			3.8	可研已上报铁道部
15	黔张常铁路	255	336	322.21	已经启动前期工作
16	渝怀铁路增建二线	85	624	25.5	已经启动前期工作
17	怀邵衡铁路	298	298	188	已经启动前期工作
18	常岳九铁路	161	467	122.52	
19	安张衡铁路	473	910	354.75	
三、2010-2020年拟建铁路		229	229	124.99	
20	洛湛铁路益永段增建二线	229	229	124.99	
四、2020-2030年拟建项目		964	1939	455.12	
21	洛湛铁路永玉段增建二线	162	568	83.11	
22	焦柳铁路石柳段扩能改造	477	790	191.28	
23	荆益铁路华容至岳阳段	110	110	58.6	
24	岳阳至吉安铁路	170	325	94.17	
25	侯石铁路宜昌至石门段	45	146	27.95	

来源：湖南省交通厅，国金证券研究所

公司新增产能技术等级高，能替代落后产能市场

- 按照国家产业政策，铵梯炸药、导火索、工业火雷管等产品将逐渐被淘汰，其中湖南省规定 2010 年全部淘汰铵梯炸药；这样，即使不考虑当地建设带来的新增需求，对原有铵梯炸药的替代也会产生部分新的乳化炸药等需求。
- 2010 年 5 月，工信部在《关于民用爆炸物品行业技术进步的指导意见》中提出：**通过提升技术标准及准入条件，限制落后技术，淘汰落后产能，推动民爆行业技术进步**。技术发展方向：
 - ◆ 工业炸药：发展安全环保型工业炸药及其制品，无雷管感度、散装或大直径包装工业炸药产品，胶状乳化炸药、多孔粒状铵油炸药及重铵油炸药。
 - ◆ 工业雷管：向安全可靠、高精度、智能型、环保型方向发展，电雷管向导爆管雷管方向发展。

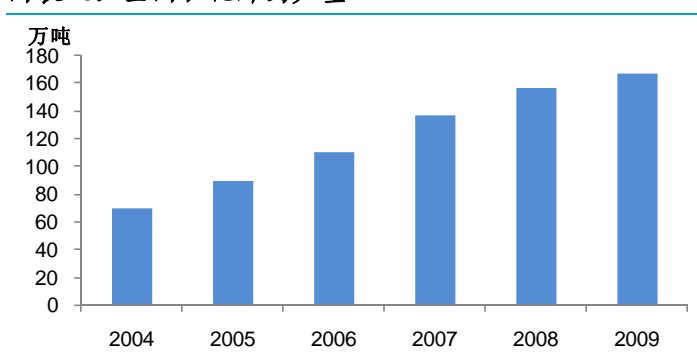
- 2010 年 11 月，工信部在《关于进一步推进民爆行业结构调整的指导意见》中提出：经过 3-5 年的努力，力争使整个行业在淘汰落后、优化结构和提高竞争力上取得明显成效，具体目标为：
 - ◆ 产能布局更趋合理。在行业总体许可产能不做较大幅度调整的基础上，通过建立产能动态调节机制，实现民爆产品的区域供需平衡。
 - ◆ 产品结构改善升级。通过推进科技进步，加强技术改造，使现场混装炸药产量达到工业炸药总产能的 30%以上，**胶状乳化炸药产量占包装炸药的 60%以上，导爆管雷管占工业雷管总产能的 50%以上。**
 - ◆ 产业集中度明显提高。促进企业兼并重组，着力培育一批具有自主创新能力和国际竞争力的生产企业或企业集团，进一步推广一体化服务模式。
- 在政府政策的引导之下，爆炸性能好、环保性高、抗水性好的高端炸药品种（乳化炸药，铵油炸药）市场占有率迅速提高，近年乳化炸药年均新增产量 20 万吨左右。

图表12：各种工业炸药产量结构

炸药品种	2004	2005	2006	2007	2008
乳化炸药	32.27%	36.79%	41.93%	47.45%	53.65%
铵油炸药	24.34%	25.33%	27.81%	39.05%	44.24%
铵梯炸药	41.84%	36.31%	28.41%	11.58%	0.19%
水胶炸药	1.13%	1.14%	1.31%	1.45%	1.46%
硝化甘油炸药	0.03%	0.08%	0.08%	0.07%	0.04%
其他	0.39%	0.35%	0.45%	0.40%	0.42%

来源：CEIC 国金证券研究所

图表13：全国乳化炸药产量



- 我们测算认为，未来乳化炸药，铵油炸药等的需求继续提高趋势能够得以保持：
 - ◆ 工业炸药目前年产量 296 万吨，胶状乳化炸药产量 118.4 万吨，占比 40%；**胶状乳化炸药未来 3-5 年有 60 万吨的产能替代空间。**
 - ◆ 工业雷管目前年产量 21.9 亿发，导爆管雷管 3.54 亿发，占比工业雷管 16%；**未来 3-5 年有 7.45 亿发左右产能替代空间。**
- 公司目前新建与新增产能都是契合国家产业政策扶持的高端产品，能够充分满足区域市场中对被淘汰的铵梯炸药的替代需求。
 - ◆ 公司在湖南平江县伍市镇新建 1.2 万吨/年的膨化硝铵炸药生产线和 1.2 万吨/年的乳化炸药生产线已经于 2010 年 11 月完成验收；2011 年全部达产后，工业炸药产能将比 2010 年增长 35%。

图表14: 公司工业炸药产能明年增加 35% 单位: 吨/年

	2010	2011
双牌生产厂		
乳化炸药	12000	12000
改性铵油炸药	12000	12000
改性铵油炸药 (现场混装车)	3000	3000
祁东分公司		
膨化硝铵炸药	10000	10000
芷江分公司		
膨化硝铵炸药	12000	12000
郴州 7320 分公司		
乳化炸药	6000	6000
改性铵油炸药	12000	12000
平江分公司		
乳化炸药	0	12000
膨化硝铵炸药	0	12000
合计	67000	91000

来源: 公司公告 国金证券研究所

- ◆ 公司与全球民爆龙头企业澳瑞凯欧洲管理公司成立合资公司 - 湖南南岭澳瑞凯民用爆破器材有限责任公司, 引进澳瑞凯拥有的国际顶尖 EXEL™ 非电导爆管雷管生产技术, 建设民用爆破器材产品生产线, 提高公司工业雷管等火工元件的科技含量, 实现产品技术升级。
- 1) 合资公司工厂的建设分两个阶段: **第一阶段预计于 2011 年中期先完成具备每年生产 4000 万发非电导爆管雷管和 15000 万米导爆管的设备安装和设施建设**; 第二阶段再依据贸易利润、投资成本及董事会的一致通过, 在适当时候就增加生产年产 2000 万米工业导爆索、散装炸药及年产约 1 万吨起爆药柱的生产能力提出建议。
- 2) 合资公司和澳瑞凯欧洲管理公司或其关联公司签署专有技术以及商标许可协议, 全套引进澳瑞凯 EXEL™ 导爆管雷管技术和品牌。

图表15: 依可赛品牌



来源: ORICA 网站, 国金证券研究所

图表16: 依可赛导爆管雷管



- 我们判断: 南岭民爆与澳瑞凯合资的子公司投产后, 将凭借大大优于国内同类产品的性能成为高端雷管国内龙头; 并满足国内越来越多的对高延期精度雷管的需求。
- ◆ 由于我国民爆器材实行指导价格销售, 企业无法主动大幅调节产品价格, 因此企业没有推进产品差异化的动力, 导致国内雷管市场一直处于技术水平低, 缺乏高端产品的局面; 与此同时, 随着精细爆破技术的发展和爆破工程技术水平的提高, 国内市场对高延期精度雷管的需求越来越大。

- ◆ 高精度爆破工程对民爆器材的价格敏感度低，质量敏感度高；在高精度爆破中爆破器材的成本仅占总成本的 3%，但却极大的影响爆破的质量，安全性，以及爆破后续工程的成本，例如，合适的碎石大小将大大减小挖掘成本；因此高延期精度雷管价格远高于同类产品。
- ◆ 公司通过与澳瑞凯合作引进依可赛 EXEL™ 非电导爆管雷管技术，将迅速抢占雷管高端市场；而目前唯一能够生产同类产品的公司是澳瑞凯另一子公司--澳瑞凯（威海）爆破器材有限公司，其年产非电雷管 2400 万发。

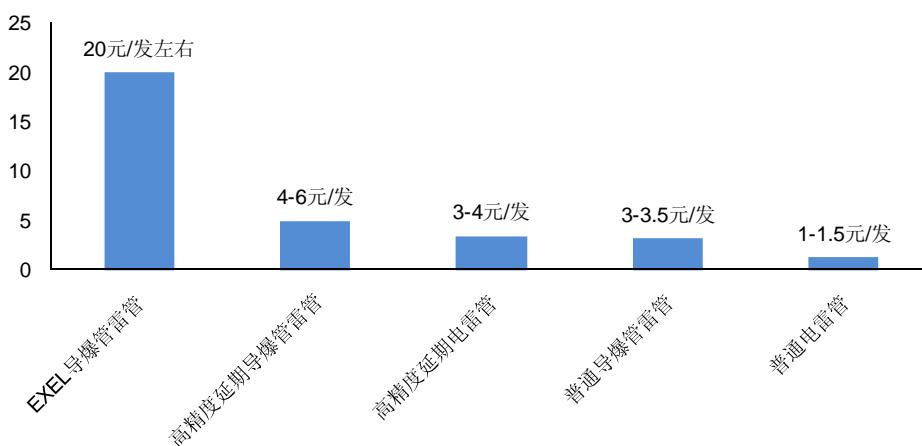
注：延期时间的精度是衡量雷管性能的核心指标之一，精度愈高则意味着爆破的安全性和可控性愈强，爆破的效果也就愈好；澳瑞凯 EXEL™ 导爆管雷管的延期时间误差只有国内同类产品的十分之一。

图表17: EXEL™ 导爆管雷管与国内同类产品差别

	最高段别	延期时间	平均标准偏差
EXEL导爆管雷管	22	0-650毫秒	2.7毫秒
国内导爆管雷管(GB19417-2003)	20	0-500毫秒	25毫秒

来源：国金证券研究所

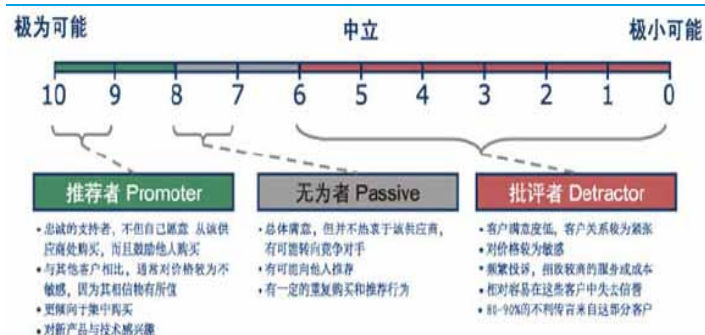
图表18: 不同雷管价格比较



来源：国金证券研究所

- 从依可赛系类雷管产品在国内销售情况看，它已在国内建立起品牌信誉度，因此我们对未来南岭民爆与澳瑞凯合资子公司的产品销售保持乐观。
- ◆ 澳瑞凯于 1997 年成立澳瑞凯（威海）爆破器材有限公司，2000 年正式投产运营；年生产非电雷管 2400 万发，包装乳化炸药 1 万吨，散装乳化炸药 3000 吨；经过 10 年的努力澳瑞凯以产品优越的性能和出色的服务已经在国内建立起了极高的品牌信誉度，产品销售情况良好。
- ◆ 2008 年 8 月，澳瑞凯将已经在海外成功推行的客户满意评价体系 - “净推荐值，NPS” - 引入中国，自 2008 年 8 月到 2009 年 9 月，澳瑞凯（威海）爆破器材有限公司的 NPS 接近 70%，这一成绩远超一般公司，这反映国内用户对澳瑞凯民爆器材产品接受度极高。

图表19: 按照客户的反馈将客户分为三类



来源: ORICA 网站 国金证券研究所

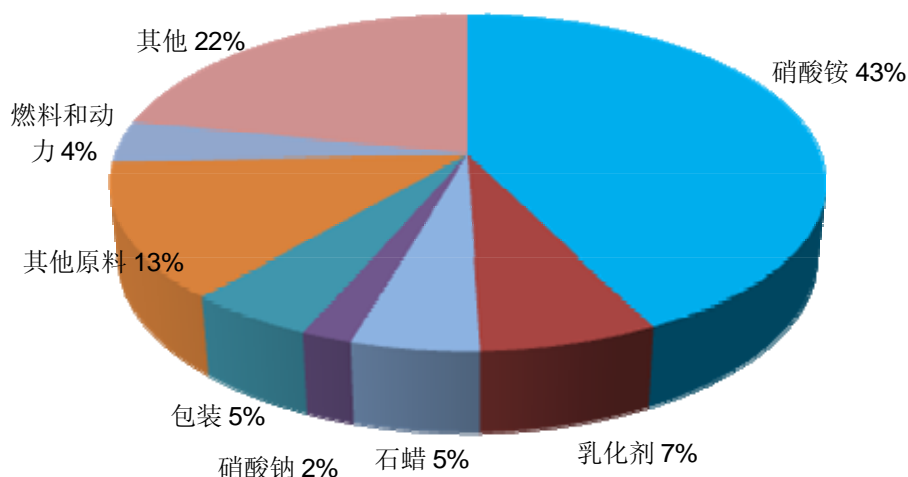
图表20: 澳瑞凯产品在国内市场的净推荐值



硝酸铵价格回落提高盈利能力，公司业绩弹性大

- 民爆行业上游是基础化工原料，工业炸药生产所需主要原材料是硝酸铵，占炸药总成本的43%。

图表21: 工业炸药成本构成



来源: 国金证券研究所

- 硝酸铵属于大宗化学原料，从供需来看，市场供应充足，供大于求十分明显；我们认为今年硝酸铵价格上涨仅仅是受通胀影响，宏观调控政策已经向打击通胀倾斜，未来硝酸铵价格回落受供求关系影响是大概率事件。

◆ 硝酸铵的供给:

- 我国硝酸铵行业集中度较高，前十名硝酸铵生产企业占据行业50%以上的份额，国内主要的硝酸铵生产企业（前二十）规模都在10万吨以上。
- 2009年我国硝酸铵生产企业约30家，年产能470万吨左右；2010年前21大硝酸铵生产企业的现有产能及在建产能总计554万吨。

◆ 硝酸铵的需求:

- 硝酸铵需求主要来自工业炸药和硝基复合肥两部分，其中80%~90%用于生产炸药。
- 2009年民爆行业总产值230.4亿，毛利率46%左右，硝酸铵占炸药生产成本的43%左右，按硝酸铵总产量的80%-90%用于民爆行

业、2009 年平均售价 2000 元/吨左右测算；硝酸铵的总需求不会超过 330 万吨，硝酸铵产能明显过剩。

图表22：国内主要硝酸铵企业产能统计

公司	2010年产能（万吨）	在建产能
兴化股份	80	
云南解化	36	25
柳化股份	30	
开封晋开化工	30	
太原化工	30	
广西柳州化工	30	50
太化集团	26	
山西天脊化工	25	
内蒙古乌拉山化肥有限公司	25	
川化集团	24	
四川金象化工	20	
南化氮肥厂	15	
联合化工	15	
中石化南京化工	15	
安徽淮化	15	
湖北金源化工	13	
泸天化	11	
云天化	11	
黑化集团	11	
大化集团	10	
唐山成旺化工	7	
合计	479	75

来源：国金证券研究所

- 民爆器材产品实行国家给定基准价、企业在一定范围内自主浮动的定价模式；因此民爆产品销售价格十分稳定；且我们预计这一趋势能得到持续，部分高端产品的价格有望提高。
- ◆ 2008 年 8 月 15 日国家发改委《关于调整民用爆破器材出厂价格的通知》，规定：自 8 月 20 日起，适当提高民用爆破器材出厂基准价格，扩大民用爆破器材出厂指导价格允许浮动幅度；民用爆破器材出厂指导价格允许浮动幅度由之前的下浮 5%、上浮 10%，扩大为上下 15%；企业可根据国家规定的出厂基准价格，在允许的浮动幅度内自主定价。

图表23: 部分工业炸药 2008 年 8 月价格调整前后变化

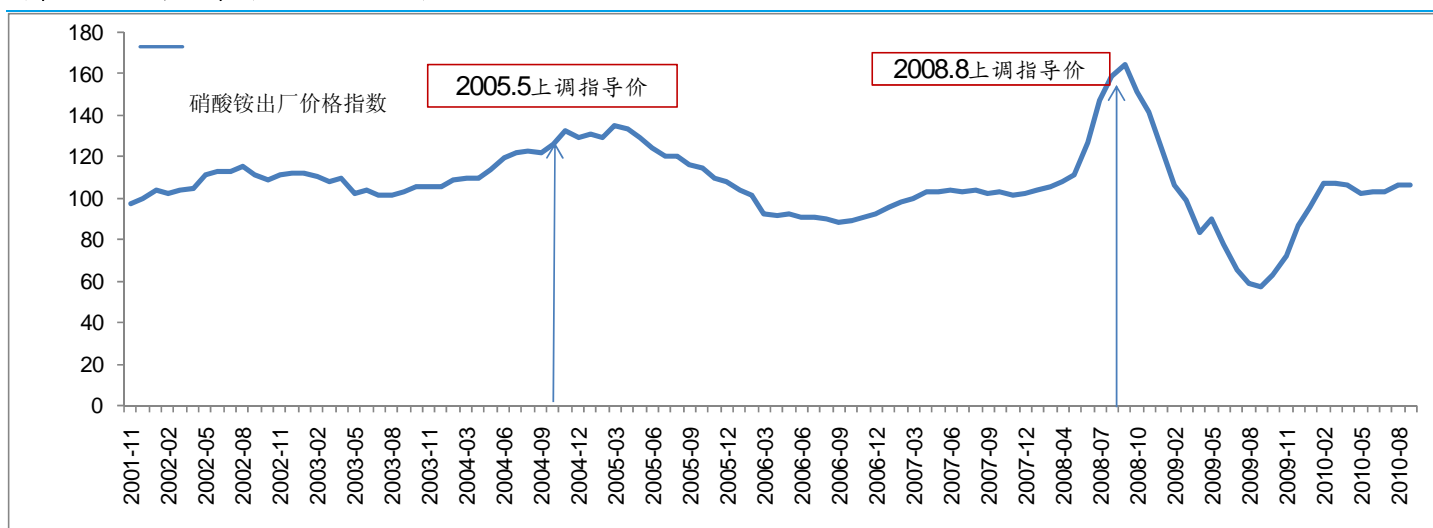
产品名称	单位	调整前出厂价 (元)	调整后出厂价 (元)	上调幅度
1-3号铵油炸药	吨	3810	4920	29%
多孔粒状铵油炸药	吨	2940	4140	41%
改性铵油炸药	吨	-	5440	-
1号岩石水胶炸药	吨	6660	8610	29%
2号煤矿水胶炸药	吨	5790	7480	29%
粉状乳化炸药	吨	4410	5700	29%
8号瞬发电雷管	万发	7910	10220	29%
岩石乳化炸药	吨	4450	5870	32%
露天乳化炸药	吨	4330	5600	29%
现场混装乳化炸药	吨	3830	5100	33%

来源: 雅化集团招股书 国金证券研究所

◆ 我们预计未来民爆器材的国家指导价格将维持, 部分高端产品的价格有望被提高, 原因主要有两点:

- 1) 我国经济快速发展, 基于比较长期的角度, 原材料、能源、劳动力价格都是呈上涨趋势; 国家为了促进民爆行业健康发展, 顺利传导企业成本压力, 近三次调整价格都是上调产品价格 (计价管[1996]288 号文, 发改价格[2005]841 号文, 发改价格[2008]2079 号文)。
- 2) 2010 年五月, 工信部发布《关于民用爆炸物品行业技术进步的指导意见》, 强调: 以安全生产为核心, 通过提升技术标准及准入条件, 限制落后技术, 淘汰落后产能, 加快信息化技术与民爆生产技术的融合, 推动民爆行业技术进步; 在鼓励企业加大信息化、现代化改造, 进行技术升级, 淘汰落后技术背景下, 提高高端产品价格的可能性大, 调低民爆器材指导价格的可能性几乎没有。

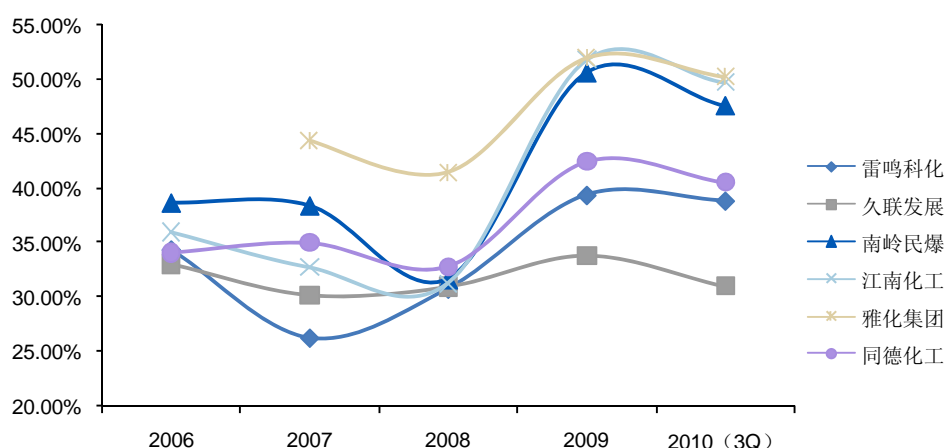
图表24: 民爆指导价跟随硝酸铵价格变动而上调



来源: 国金证券研究所

■ 在硝酸铵价格回落预期下, 民爆产品售价又受到管制, 易涨难跌, 当前民爆企业高毛利将得以维持, 甚至有望提高。

图表25: 民爆企业毛利率一直维持较高水准



来源: 公司公告 国金证券研究所

- 我们对硝酸铵价格回落对南岭民爆业绩做了敏感性分析, 硝酸铵价格每下降 100 元/吨, 公司业绩增厚 0.04 元。

图表26: 硝酸铵价格下降的敏感性分析

硝酸铵价格下降 (元/吨)	0	100	200	300	400	500
每吨炸药中硝酸铵占比	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
预计2011年公司炸药产量 (吨)	84,350	84,350	84,350	84,350	84,350	84,350
合计节约原材料成本 (百万)	0.00	6.75	13.50	20.24	26.99	33.74
增加利润 (税后)	0.00	5.06	10.12	15.18	20.24	25.31
总股本 (百万股)	132.20	132.20	132.20	132.20	132.20	132.20
增厚EPS (元/股)	0.00	0.04	0.08	0.11	0.15	0.19

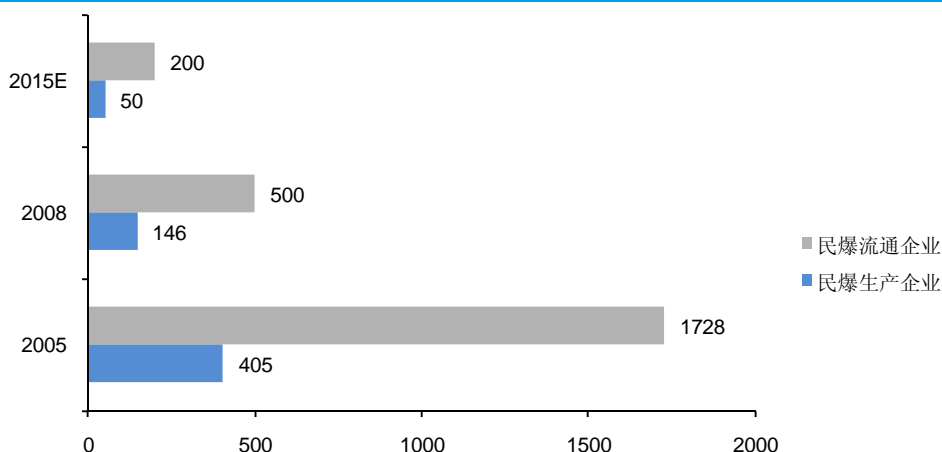
来源: 国金证券研究所

民爆业新一轮区域整合拉开大幕, 龙头企业是整合骨干

“十二五”期间民爆业集中度将大大提高, 新一轮区域整合拉开大幕

- 工信部在 2010 年 11 月底召开的全国民爆器材行业工作会议上明确表示民爆行业将于“十二五”期间展开新一轮大规模的整合, 到“十二五”末, 生产企业数量整合到 30-50 家以内, 销售企业 200 家以内, 同时着力培育行业龙头企业, 形成 10-20 家左右跨区域的优势骨干企业集团, 着力培育 1-2 家具有国际先进企业相比的大型企业集团。这一规划执行完毕, 民爆企业数量将缩减 60%。

图表27: “十二五”新一轮整合后,民爆业集中度大大提高



来源: 工信部 国金证券研究所

- 从民爆行业在“十一五”期间开展的上一轮整合经验看,当时的主管部门国防科工委制定了第一步整合目标,并完成了该目标,民爆企业数量大大减少,行业集中度大为提高。
 - ◆ 2006年,国防科工委作为民爆行业主管部门在政策中明确要求在“十一五”期间整合至少60%的民爆生产企业。
 - ◆ 国防科工委为确保完成规划,出台一系列强力的行政措施:
 - 1) 民爆局不再受理年生产能力低于5000吨的炸药生产企业扩产项目。
 - 2) 08年后不再为低于5000吨产能的炸药企业换发生产许可证,但允许此类企业与优势企业联合。

图表28：2000 年至今民爆行业的产业政策一直以鼓励横向兼并为重点

日期	法规或政策	颁布部门	主要内容
2000	民用爆破器材行业产业政策纲要	国防科工委	1) 实现产品升级换代。五年内系列乳化产品、无梯粉状炸药等比重达到60%-70%，十年内达到90%以上 2) 择优扶强，促进企业通过联合、兼并、破产实现企业资产重组，使资源配置向优势企业集中，十年内培育和发展企业集团20-40家，集中度和市场占有率达70%以上 3) 支持有条件企业发债或上市，鼓励在国家指导下利用国外资金，发展民爆工业
2006.5	民用爆炸物品安全管理条例	国务院	1) 产、销、购、运和作业实行许可证制度 2) 鼓励发展民爆物品生产、配送、爆破一体化经营模式
2006.6	民用爆破器材行业“十一五”规划纲要	国防科工委	1) 企业数量大幅压缩。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企业。到08年，生产企业减少100家以上，经营企业减少500家以上，2010年底，生产企业减少到200家以内 2) 培育一批跨地区、跨领域的生产、营销和服务一体化的连锁式企业集团 3) 改善安全生产状况 4) 加快自动化、连续化生产的进程 5) 建设3-5家国家级民爆器材技术研发中心
2007.2	民用爆破器材工程设计安全规范	建设部（国家标准）	1) 在原设计安全规范基础上调整了建筑物安全等级，进一步明确了生产线联建的安全技术要求，增加钢结构要求等 2) 适用民爆行业生产、流通企业的新建、改建、扩建和技术改造工程
2009.12	2010年全国民爆器材行业工作会议	工信部安全生产司	1) 继续坚定不移的推进兼并、重组的政策导向,减小生产点以及坚持扶优扶强的政策 2) 鼓励企业跨地区兼并重组，着力推进企业在资本层面进行实质性整合 3) 鼓励民爆企业上市，支持以上市企业为龙头兼并重组
2010.5	关于民用爆炸物品行业技术进步的指导意见	工业和信息化部	指导思想：坚持以科学发展观为统领，以安全生产为核心，通过提升技术标准及准入条件，限制落后技术，淘汰落后产能，加快信息化技术与民爆生产技术的融合，推动民爆行业技术进步
2010.11	关于进一步推荐民爆行业结构调整的指导意见	工业和信息化部	1) 坚持把安全生产作为推进民爆行业科学发展的基础、前提和保障 2) 坚持把调整优化行业结构作为推进民爆行业科学发展的主要任务 3) 坚持推进科研、生产、销售、爆破服务一体化的发展模式 4) 坚持把信息化建设作为推进民爆行业科学发展的重要手段

来源：国金证券研究所

- 对比“十一五”期间民爆行业的整合经验，我们认为民爆行业作为一个受到政府严格关注的行业，在其主管部门已明确发布横向整合的政策后，行业新一轮区域整合将拉开大幕。

谁会成为区域整合的骨干：行业前 10+上市公司

- 在行业新一轮整合趋势不可避免，哪些企业会受益呢？我们认为那些本身产值位居行业前十名且自身已经实现上市、能够充分利用资本市场平台的企业将在新一轮整合中受益，成为兼并重组其他企业的骨干力量。
- 在国家鼓励民爆企业生产自动化、规模化、安全化的大趋势下，产能将向业内龙头企业集中。
 - ◆ 2010 年 5 月，工业和信息化部发布的《关于民用爆炸物品行业技术进步的指导意见》明确提出：民爆企业生产必须向专业化、规模化、集约化、清洁化、本质安全化方向发展，分三个阶段提高生产自动化程度，危险工序无人化。
 - ◆ 与小企业相比，行业龙头在生产线上投资、人员培训等方面具备优势，能够优先满足技术规范要求，并借此实现横向扩张。

图表29：工信部对民爆业技术发展的要求

时间	目标	要求
2012年1月1日	一期技术发展目标	制药工序每小时产能不小于3.5吨；制药、装药、包装装箱工序实现连续化、自动化生产；除原料配制外，制药工序无固定操作人员
2014年1月1日	二期技术发展目标	胶状乳化炸药生产线（除原料配制外），现场操作人员不超过9人；粉状炸药生产线现场操作人员不超过15人
2016年1月1日	三期技术发展目标	胶状乳化炸药生产线现场操作人员不大于5人；粉状炸药生产线现场操作人员不大于9人

来源：工信部 国金证券研究所

- 民爆上市公司可发挥资本市场融资平台的作用，参与整合具有更大的优势；而且民爆上市公司多是其所属区域内的龙头企业，在本区域扩张具备便利性。

图表30：2009年全国民爆行业产值前十名

企业名称	产值（亿元）	行业占比
云南民爆集团有限公司	19.71	8.55%
重庆葛洲坝易普力股份有限公司	6.70	2.91%
湖南神斧民爆集团有限公司	6.26	2.72%
四川雅化实业集团股份有限公司	5.97	2.59%
陕西红旗民爆集团有限公司	4.79	2.08%
湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	4.62	2.00%
河南省前进化工股份有限公司	4.04	1.75%
江西国泰民爆特种化工有限责任公司	3.96	1.72%
新时代（辽宁）民爆器材公司	3.93	1.71%
重庆顺安爆破器材有限公司	3.87	1.68%
前十名合计	63.85	27.71%
全行业合计	230.40	100.00%

来源：中国爆破器材行业工作简报 国金证券研究所 注：上市公司用红色标记

- 从过去几年民爆行业内大的整合事件看，民爆上市公司动作不小，充分利用了资本市场的优势。

图表31：民爆行业近年并购重组事件概览

时间	公司	并购重组事件
2007.6	南岭民爆	公司出资5523.81万元受让郴州市七三二零化工有限公司100%股权
2008.7	南岭民爆	收购永州市11家民爆器材专营公司及永州市旺达民用爆破器材经营公司51%股权
2008.11	雷鸣科化	对徐矿集团化工有限公司实行重组，拟出资2067万元，获得新公司的60%股权；后续将有可能继续整合江苏民爆企业
2010.1	江南化工	以发行股票的方式向盾安控股和盾安化工购买其旗下的民爆类资产，包括新疆天河84.265%的股权、绵竹兴远82.3213%的股权、漳州久依久77.5%的股权、华通化工75.5%的股权、南部永生55%的股权、安徽恒源49%的股权、安徽盾安90.36%的股权、帅力化工81%的股权
2010.4	雷鸣科化	增资全资子公司淮北雷鸣科技发展有限公司（雷鸣科技）1800万元，然后由雷鸣科技增资其控股子公司安徽雷鸣爆破工程有限责任公司（雷鸣爆破），以满足子公司申请A级爆破资质需求。雷鸣爆破对外开展爆破服务领域的并购和业务拓展
2010.10	同德化工	同德化工新设全资子公司拟出资人民币6860.03万元收购大宁黄河化工有限责任公司所属民爆相关资产，主要包括年产6000吨的改性铵油炸药生产线、年产12000吨的膨化销铵炸药生产线。公司希望借助此次收购扩大在山西市场占有率，提高许可生产能力

来源：公司公告 国金证券研究所

公司盈利预测和估值

盈利预测假设与结果

■ 盈利预测假设:

- ◆ 公司工业炸药产能敬请参阅前文论述,考虑到政府积极推进民爆行业技术进步,淘汰落后产能,假设乳化炸药等高端产品产能利用率100%,限制粉状炸药产能利用率80%;新生产线产能利用率90%。
- ◆ 目前国产售价最高的高精度延期导爆管雷管在4-6元/发,毛利率超过65%;依可赛(EXEL™)导爆管雷管售价20元/发左右,估计毛利率大于70%,假设依可赛(EXEL™)导爆管雷管净利率30%。
- ◆ 公司民爆产品省内售价敬请参阅前文论述,考虑省内外收入比例调整后的产品售价如下:

图表32: 公司产品售价假设

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
炸药单价(元/吨)						
价格调整系数	12.90%	按照省内省外占比加权				
乳化炸药	4939	7056	7056	7056	7056	7056
调整	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%
膨化硝酸铵炸药	4742	6774	6774	6774	6774	6774
调整	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%
改性铵油炸药	4299	6142	6142	6142	6142	6142
调整	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%
铵油炸药	3556	5081	5081	5081	5081	5081
调整	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%	12.90%

来源: 国金证券研究所

- ◆ 其余主营收入预测假设如下:

图表33: 其他主营收入假设

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
销售公司收入							
合计:	59.38	123.46		99.66	121.70	125.82	127.18
工业导爆索	6.01	0.93		1.90	2.09	2.29	2.36
增长率					10.00%	10.00%	3.00%
工业雷管	8.47	27.46		35.51	39.06	42.97	44.26
增长率					10.00%	10.00%	3.00%
炸药	44.91	95.08		62.25	80.56	80.56	80.56
占比生产收入	15.50%	22.61%		13.50%	13.50%	13.50%	13.50%
毛利率				40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
安全鞭炮药剂							
营业收入	1.32	0.03		0	0	0	0
工程爆破							
营业收入	2.25	0.38		9.56	10.99	12.64	14.54
增长率					15.00%	15.00%	15.00%
毛利率				10.00%	20.00%	20.00%	20.00%
运输配送							
营业收入	0.00	9.63		6.41	6.41	6.41	6.41
增长率				0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率				51.54%	50.00%	50.00%	50.00%
其他							
营业收入	4.47	1.96		25.00	5	5	5
毛利率				98.00%	70.00%	70.00%	70.00%

来源: 国金证券研究所

- 根据盈利预测假设和模型计算结果，我们预测南岭民爆 2010-2012 年摊薄 EPS 分别为 0.902 元、1.178 元和 1.490 元。
- ◆ 预计公司 2010-2012 年销售收入分别为 601.77 百万元、740.82 百万元和 746.59 百万元；同比分别增长 8.24%、23.11%和 0.78%。
- ◆ 预计公司 2010-2012 年归属于母公司所有者的净利润分别为 119.21 百万元、155.67 百万元和 196.99 百万元；同比增速分别为 10.46%、30.58%和 26.54%。

股票估值与定价

- 民爆行业 2011 年平均估值 30 倍左右，由于以下两点原因我们给予南岭民爆高于行业平均水平的估值。
- ◆ 2012 年与澳瑞凯合资子公司产能释放兑现将大幅增厚 EPS，届时 12 年 PE 将低于行业平均水平。
- ◆ 公司作为全国民爆企业前十强且又已完成上市的企业，具备较强的整合其他民爆企业的能力，整合预期强烈，理应享受高于行业平均水平的估值。
- 我们给予公司 35X11PE 和 30X12PE，相当于 41.23-44.70 元的目标价，建议买入。

图表34：估值表

股票代码	股票名称	总股本 (万股)	已流通A股 (万股)	收盘价 (元)	EPS (元) 2009A	EPS (元) 2010E	EPS (元) 2011E	EPS (元) 2012E	P/E 2010E	P/E 2011E	P/E 2012E
002037.sz	久联发展	17303.00	17303.00	23.51	0.438	0.622	0.854	1.069	37.80	27.53	21.99
002497.sz	雅化集团	16000.00	3200.00	42.30	0.858	1.026	1.172	1.338	41.23	36.09	31.61
002226.sz	江南化工	13995.97	8648.12	25.68	0.502	0.757	0.877	1.180	33.92	29.28	21.76
600985.sh	雷鸣科化	10800.00	7696.61	18.55	0.498	0.634	0.686	0.700	29.26	27.04	26.50
002360.sz	同德化工	6000.00	1500.00	37.99	0.753	0.870	1.108	1.222	43.67	34.29	31.09
市盈率平均值									37.17	30.85	26.59
南岭民爆EPS						0.902	1.178	1.490			
采纳市盈率										35.00	30.00
相对估值结果							41.23	44.70			

注：收盘价为12月31日数据，盈利预测来自朝阳永续

来源：国金证券研究所

风险提示

- 硝酸铵价格超预期大幅波动，影响公司盈利能力。
- 合资子公司南岭澳瑞凯试生产过程中出现偶然性突发事件，延误导爆管雷管产品量产时间，将影响公司 2012 年的投资收益。

附录一：澳瑞凯依可赛系列主要产品介绍

依可赛（EXEL™）系类非电导爆管雷管

- 依可赛是澳瑞凯采矿服务提供的导爆管及导爆管雷管的系列品牌，具有安全可靠、延期精确度高、操作便捷等特点。

图表35：依可赛（EXEL™）非电起爆系统

一级品牌	二级品牌	产品描述	产品名称
依可赛	凯德	孔外连接雷管	依可赛凯特孔外连接雷管
		长延时雷管	依可赛长延时雷管
	永久	毫秒延期雷管	依可赛永久毫秒延期雷管
		毫秒延期雷管	依可赛毫秒延期雷管
	凯连	引爆线	依可赛凯连引爆线

来源：ORICA 网站，国金证券研究所

依可赛（EXEL™）凯特连接雷管

- Exel™连接雷管是一种通过控制爆区地表毫秒延期时间，以实现孔与孔之间按一定顺序起爆的导爆管雷管。Exel™连接雷管的独特设计使其最多可以引爆 6 根导爆管，并且导爆管具有优良的理化性能以保证安全传爆。Exel™连接雷管由一定长度的黄色 Exel™导爆管和低威力延时雷管构成。导爆管的另一端被密封，其上贴有旗标，延时雷管完全被包裹在一个特定颜色的连接块内。
 - ◆ 根据客户需要，在 Exel™连接雷管的导爆管封尾端可以组装 J 型钩。使用 J 型钩可快捷、安全的将导爆管和导爆索连接在一起。J 型钩也具有特定颜色，其表面印刷有雷管延期时间。
- 安全性：Exel™连接雷管具有良好的抗静电、抗杂散电流和抗无线电波等安全性能。连接块完全包裹住雷管，可以避免意外起爆。但是 Exel™连接雷管包含敏感的炸药组分，使用时必须十分小心，应避免过度的冲击、摩擦和高温作用在雷管上。Exel™连接雷管适用环境温度高达 70℃。在工厂雷管已经被装配到连接块内，请不要试图将各组件分开。Exel™连接雷管的包装分级是 1.1B 级，联合国编号为 0360。
- 应用
 - ◆ Exel™连接雷管作为孔外延期系统，使无序的炮孔按一定的次序起爆。这将促使大规模的爆区在起爆后能更有效的取得较好的效果。
 - ◆ Exel™连接雷管普遍应用于连接每一个炮孔内的雷管。普遍的连接方式是孔内雷管具有同一延期段别，而地表雷管则起控制起爆顺序的作用。Exel™连接雷管提供一系列延期段别以适应矿山、采石场和工程建设的需求。

图表36：产品特性

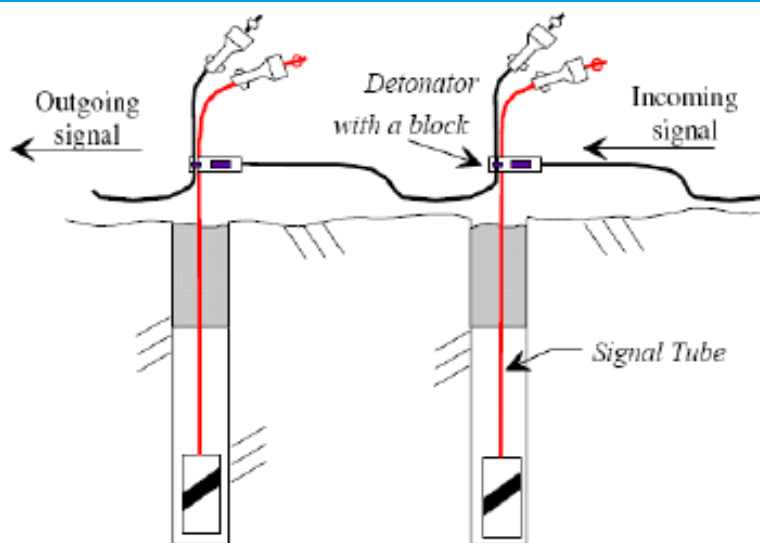
导爆管	Exel™
外径	3mm
标准长度（m）	5, 6, 7, 9, 10, 12

来源：EXEL 技术文档，国金证券研究所

图表37：标准延期时间

Delay (ms)	Block Colour	Delay (ms)	Block Colour
Green	9	Blue	65
Yellow	17	Orange	100
Red	25	Orange	150
White	42	Orange	200

图表38: 依可赛 (EXEL™) 凯特连接雷管使用方式



来源: EXEL 技术文档, 国金证券研究所

附录二: 神斧集团

- 湖南神斧民爆集团有限公司（简称“神斧集团”）是经湖南省人民政府批准设立的大型国有控股企业集团，由湖南省国资委履行出资人职责，是湖南省民爆行业龙头企业，也是省属 28 个重点企业集团之一。
- 神斧集团主要生产工业炸药、工业雷管、工业索类火工品、机械设备、军用气囊和军用雷管等产品。其中：工业索类火工品产销量位居全国第一，工业雷管产销量居全国第二位。集团现有生产能力：炸药 6.8 万吨、雷管 2.5 亿发、导爆索等索类 2.5 亿米。此外，集团是全国最早生产军用安全气囊的企业。
- 集团总资产由成立初期的 4.9 亿元增加到 2009 年底的 9.7 亿元，净资产由 2.9 亿元增加到 6.5 亿元。销售收入从 3.9 亿元增加到 6.9 亿元，实现利润从 3490 万元增加到 1.5 亿多元，各项经济指标成倍增长。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	304	357	556	602	741	747
增长率		17.6%	55.7%	8.2%	23.1%	0.8%
主营业务成本	-187	-244	-274	-321	-393	-400
%销售收入	61.6%	68.3%	49.4%	53.3%	53.1%	53.6%
毛利	117	113	281	281	347	346
%销售收入	38.4%	31.7%	50.6%	46.7%	46.9%	46.4%
营业税金及附加	-2	-3	-6	-7	-9	-9
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-29	-33	-41	-42	-52	-52
%销售收入	9.6%	9.2%	7.4%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	-34	-40	-62	-70	-81	-82
%销售收入	11.1%	11.1%	11.2%	11.6%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	51	38	172	163	206	204
%销售收入	16.9%	10.5%	31.0%	27.0%	27.7%	27.3%
财务费用	-2	-8	-7	1	5	10
%销售收入	0.7%	2.1%	1.3%	-0.1%	-0.7%	-1.4%
资产减值损失	0	-1	-5	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	2	1	1	53
%税前利润	1.9%	1.1%	1.0%	0.6%	0.5%	19.8%
营业利润	51	30	161	163	212	267
营业利润率	16.6%	8.4%	29.0%	27.1%	28.6%	35.7%
营业外收支	3	34	-8	0	0	0
税前利润	54	64	154	163	212	267
利润率	17.7%	18.0%	27.6%	27.1%	28.6%	35.7%
所得税	-16	-15	-40	-41	-53	-67
所得税率	30.2%	24.1%	25.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	38	49	114	122	159	200
少数股东损益	0	3	6	3	3	3
归属于母公司的净利润	37	46	108	119	156	197
净利率	12.3%	12.9%	19.4%	19.8%	21.0%	26.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	38	49	114	122	159	200
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	10	16	15	16	16
非经营收益	2	8	12	4	-1	-53
营运资金变动	-5	-51	42	-40	-11	-1
经营活动现金净流	42	16	184	100	163	162
资本开支	-49	-70	-65	-36	-2	-3
投资	-36	-10	-5	-1	-22	0
其他	0	1	0	1	1	53
投资活动现金净流	-85	-80	-70	-36	-23	50
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	48	50	0	-132	0	0
其他	-21	-27	-34	-4	0	0
筹资活动现金净流	27	23	-34	-136	0	0
现金净流量	-16	-41	80	-72	140	212

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	158	118	198	126	266	478
应收款项	18	22	11	34	42	43
存货	31	31	34	39	48	49
其他流动资产	27	28	34	50	61	62
流动资产	235	198	277	250	418	632
%总资产	54.2%	39.3%	43.8%	39.9%	52.1%	62.9%
长期投资	3	57	62	63	84	84
固定资产	138	193	221	240	226	212
%总资产	31.7%	38.3%	35.0%	38.3%	28.2%	21.1%
无形资产	58	56	70	71	73	74
非流动资产	199	307	355	377	385	372
%总资产	45.8%	60.7%	56.2%	60.1%	47.9%	37.1%
资产总计	434	505	632	627	803	1,004
短期借款	80	130	130	0	0	0
应付款项	52	33	53	66	80	82
其他流动负债	10	5	18	11	13	13
流动负债	142	169	201	76	94	95
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	3	3	0	0	0
负债	146	171	204	76	94	95
普通股股东权益	279	309	389	508	664	861
少数股东权益	9	21	25	28	31	34
负债股东权益合计	434	501	618	613	789	990

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.635	0.522	0.816	0.902	1.178	1.490
每股净资产	4.744	3.503	2.945	3.846	5.024	6.514
每股经营现金净流	0.709	0.180	1.392	0.758	1.230	1.224
每股股利	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.39%	14.90%	27.72%	23.44%	23.44%	22.87%
总资产收益率	8.61%	9.19%	17.45%	19.45%	19.73%	19.89%
投入资本收益率	9.73%	6.20%	23.48%	22.75%	22.17%	17.05%
增长率						
主营业务收入增长率	29.60%	17.58%	55.65%	8.24%	23.11%	0.78%
EBIT增长率	12.64%	-26.88%	358.8%	-5.54%	26.30%	-0.97%
净利润增长率	25.30%	23.22%	134.6%	10.46%	30.58%	26.54%
总资产增长率	31.77%	15.40%	23.51%	-0.84%	28.09%	25.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.5	15.0	8.5	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	51.6	46.3	43.4	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	37.3	28.4	28.1	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	115.4	134.6	103.3	135.0	102.7	95.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.25%	3.72%	-16.37%	-23.49%	-38.28%	-53.39%
EBIT利息保障倍数	23.8	5.0	23.2	-240.6	-38.1	-19.9
资产负债率	33.65%	34.21%	33.00%	12.48%	11.89%	9.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

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方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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惟一因素。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或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

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: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

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: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室