

久联发展 (002037): 成本控制强, 科研实力深厚

增持 (上调)

化工

当前股价: 10.43 元

报告日期: 2009 年 3 月 25 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	655	860	990	1,109
(+/-)	6.9%	31.2%	15.1%	12.0%
营业利润	76	86	108	128
(+/-)	-4.0%	14.0%	25.3%	18.3%
归属于母公司 的净利润	39	38	78	85
(+/-)	-1.7%	-3.7%	105.9%	9.0%
每股收益 (元)	0.36	0.31	0.64	0.70
市盈率 (倍)	32	37	18	16

公司基本情况 (2009 年 3 月 25 日止)

总股本/已流通股 (万股)	12,100/7,740
流通市值 (亿元)	8.85
每股净资产 (元)	3.91
资产负债率 (%)	38.58

股价表现 (最近一年)



联系人—丁思德

010-66045431 dingsd@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年公司实现营业收入 8.6 亿元, 同比增长 31.2%, 实现利润总额 9143.3 万元, 同比增长 15.71%; 实现归属于母公司所有者的净利润 3781.42 万元, 同比下降 3.66%; 基本每股收益 0.31 元。拟定的利润分配方案为: 1. 每 10 股派发现金红利 1 元; 2. 每 10 股转增 1 股, 共转增 1210 万股。
- **炸药业务增长稳定:** 公司 2008 年炸药业务收入 6.73 亿元, 占总收入的 78.75%, 同比增长 47.42%; 业务毛利率 32.62%, 略增 0.31 个百分点。产品产销率维持在 95% 以上。公司 4000 吨/年现场混装铵油炸药建设项目已通过省国防科工办验收, 现场混装炸药 12000 吨/年生产能力申请也已获批准。现场混装炸药作为政府引导和鼓励的产品, 将在未来对公司的炸药业务产生持续的良好影响。
- **成本控制强, 但难抵原材料价格上涨:** 原材料硝酸铵占炸药总成本的 50% 左右, 公司 2008 年采购均价为 1987 元/吨, 远低于 2008 年市场月均价 2500 元/吨, 8 月份市场高位 3500 元/吨, 体现了公司拥有良好的原材料成本控制能力。但与 2007 年采购均价 1378 元/吨相比, 仍有 44.2% 的涨幅, 拖累了公司全年业绩。
- **产品售价上调缓解成本上涨压力:** 2008 年 8 月份, 国家发改委调整了民爆产品出厂基准价格, 提价幅度 30-40% 左右, 售价允许浮动范围由下浮 5%、上浮 10%, 调整为上下浮动 15%。公司目前售价按出厂基准价格上浮 15% 执行, 已无再度上调的空间。公司自调价 4 个月以来盈利 3781 万元, 占 2008 年利润总额的 41.4%, 第四季度净利润 2339 万元, 占全年净利润 61.88%。产品调价使得公司在原材料价格大幅上涨的情况下, 全年综合毛利率仍略增 0.44 个百分点, 达 31%, 相比于上半年 26.47% 有了明显好转。
- **科研实力深厚:** 2008 年公司各类产品分别获得中国爆破器材行业协会三次奖项; 钝感电雷管获得国家重点新产品称号; 2008 年公司申请了 28 件专利产品, 已获得授权 15 件; 并且, 公司获得了高新技术企业称号, 2008-2010 年享受 15% 的税率优惠政策。我们预计税率优惠政策将提高公司 2009、2010 年每股收益分别为 0.10 元、0.11 元。

- **一季度业绩将有稳定增长：**2009年第一季度，原材料硝酸铵市场主流价格一直在1600-1800元/吨之间波动，较08年高点3500元降幅达50%以上。思南分公司的12000吨/年改性铵油生产线已于2008年12月份建成，预计今年将进入试生产阶段，2010年公司将继续有数条生产线改造或建设完成，产能处于稳定增长状态。在产能逐步释放、售价提高、成本降低的情况下，预计今年一季度业绩将有稳定增长。
- **盈利预测和投资评级：**公司成本控制能力强；地处甘肃省，同时受益于西部开发和国家加大基础设施投资政策。我们预计公司09-10年每股收益分别为0.64元、0.70元，对应动态市盈率18倍、16倍，上调投资评级至“增持”。
- **风险提示：**1) 国家对民爆产品基准价格的回调；2) 公司生产线建设不能达预期；3) 原材料硝酸铵价格波动。

图表 1 久联发展 盈利预测（万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	65,529	85,989	98,999	110,909
营业收入增长率	6.86%	31.22%	15.13%	12.03%
减：营业成本	45,503	59,333	69,665	77,112
毛利率	30.56%	31.00%	29.63%	30.47%
营业税金及附加	609	773	643	665
销售费用	2,781	3,863	4,108	4,747
管理费用	8,535	12,380	13,137	14,651
财务费用	474	781	891	1,220
期间费用	11,789	17,024	18,137	20,618
期间费用率	17.99%	19.80%	18.32%	18.59%
投资净收益	151	298	350	380
营业利润	7,570	8,631	10,815	12,794
营业利润率	11.55%	10.04%	10.92%	11.54%
加：营业外收入	685	759	2,475	155
减：营业外支出	353	247	990	599
利润总额	7,902	9,143	12,300	12,350
减：所得税	1,943	2,075	1,845	1,853
实际所得税率	24.59%	22.69%	15.00%	15.00%
净利润	5,959	7,068	10,455	10,498
净利润增长率	2.23%	18.62%	47.91%	0.41%
归属母公司所有者的净利润	3,925	3,781	7,785	8,485
母公司净利润增长率	-1.68%	-3.66%	105.87%	8.99%
少数股东权益	2,034	3,287	2,670	2,013
每股收益(元)	0.36	0.31	0.64	0.70

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014