

分析师： 李兴

021-63237807

lixing@cjsc.com.cn

联系人： 鄢祝兵

(8627) 65799773

yanzb@cjsc.com.cn

受益于基础设施建设拉动，民爆龙头业绩增长可期

事件描述

我们于前期调研了久联发展，就公司现状和未来发展与公司高管进行了交流。

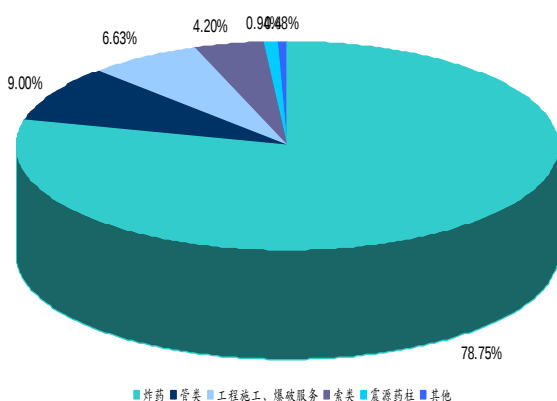
事件评论

第一， 公司作为国内民爆行业龙头企业，业绩迎来显著改善

公司作为国内规模最大，产品品种最齐全的民爆企业之一，拥有由技术研发—规模生产—销售—流通—爆破工程与服务完整的产业链，公司爆破类产品的产销率居国内前列，自2003年起，公司开始整合贵州省内民爆生产企业和流通企业，在贵州省内民爆领域市场占据70%以上的份额。在此基础上，公司进入甘肃省，通过近几年一系列行业内的并购和整合，相继成功收购甘肃和平民爆、甘肃金城机械厂和甘肃雪松，公司在甘肃省内的市场占有率超过65%，成为甘肃省最大的民爆企业。公司炸药产品符合民爆行业十一五规划鼓励类品种，目前拥有15.9万吨改性铵油、膨化铵油、乳化炸药核定产能，贵州地区炸药总产能为8.3万吨，甘肃地区炸药总产能为7.6万吨，下游需求是公司未来业绩增长的主要因素。

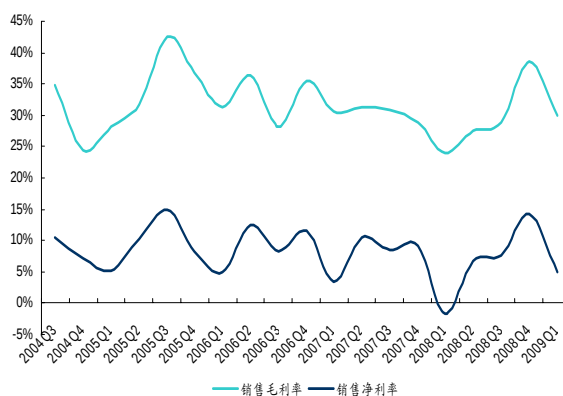
公司主营业务收入和利润来自于炸药，2008年，公司实现营业收入85989.11万元，较2007年增长31.2%；实现利润总额9143.3万元，较2007年增加15.71%，实现归属于母公司的净利润3781.42万元，较2007年降低3.66%；今年一季度公司实现营业总收入17401.01万元，较去年同期增长35.84%，归属于母公司所有者的净利润为492.63万元，较去年同期增长226.34%。随着主要原材料硝酸铵价格位于低位，公司产品价格上涨幅度达到30%左右，公司业绩将迎来显著改善。

图 1：2008 年公司主营业务收入构成

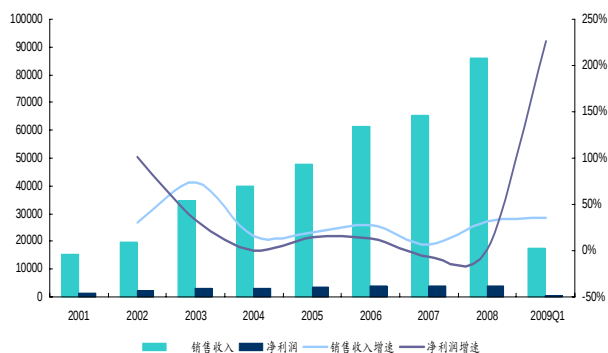


资料来源：公司公告 长江证券研究部

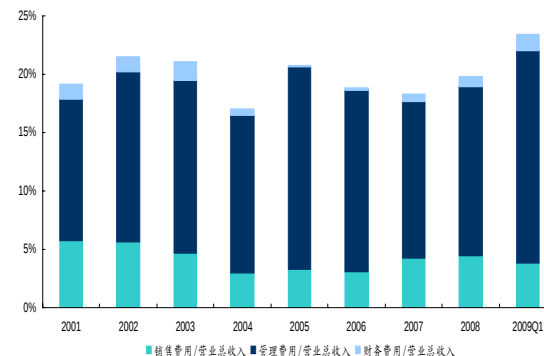
图 2：公司季度销售毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 3：公司近年来销售收入和利润增速情况（万元）


资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 4：近年来公司三项费率情况


资料来源：公司公告 长江证券研究部

表 1：公司目前炸药产能按地区分布情况

		产量	品种	状态
贵州	9855 厂	3.3	改性铵油、粉状乳化炸药、膏状乳化炸药	在产
	久联化工	2.6	改性铵油、粉状乳化炸药、膏状乳化炸药	在产
	思南	1.2	改性铵油	在产
	新联爆破	1.2	混装炸药车	在产
甘肃		7.6	改性铵油、粉状乳化炸药、震源炸药	在产
合计		15.9		

资料来源：长江证券研究部

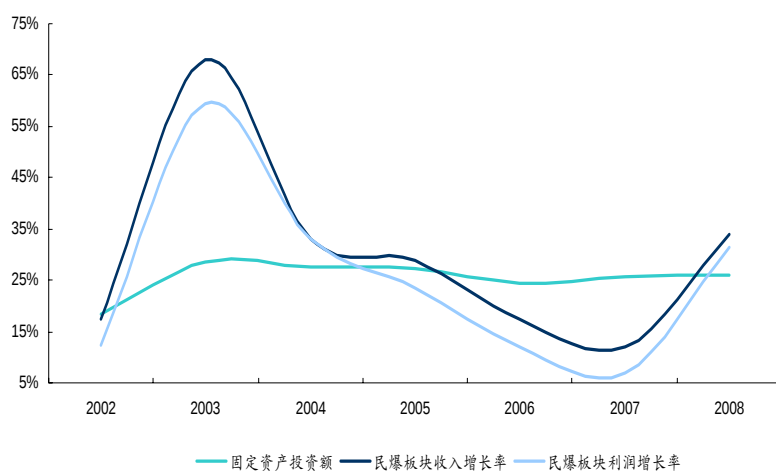
第二，受益于 4 万亿刺激经济政策，民爆行业景气处于上升期

➤ 民爆行业与固定资产投资具有较高的关联度

民爆行业被称为“能源工业的能源,基础工业的基础”,民爆器材广泛应用于矿山开采及能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、地震勘探及国防建设等领域,民爆行业与基础工业、基础设施建设等行业的关联性较强,与固定资产投资规模密切相关,民爆行业是化工行业中最先直接受益于基础设施建设的板块。十五”期间,我国固定资产投资增长迅速,而基础设施建设的投资额也保持两位数的增长。在固定资产投资增长的拉动下,“十五”期间民爆行业发展态势良好,保持年均 15% 的增长速度。“十五”期间,民爆行业的主要产品工业炸药年产量由 128 万吨增长到 240 万吨,年复合增长率达到 17.02%;工业雷管年产量由 21 亿发增长到 32 亿发,年复合增长率达到 11.10%。

图 5 比较了近年来国内民爆行业上市公司营业收入及利润与国内固定资产投资总额的变动情况。民爆行业主营业务收入、主营业务利润与固定资产投资总额变动保持了较高的一致性;另外,民爆行业的主营业务收入、利润变动幅度要大于固定资产投资变动幅度。说明一方面基建投资对民爆行业的业绩具体较大拉动性;另一方面民爆行业的业绩对基建投资波动将出现更大幅度的反应。

图5：民爆板块与固定资产投资相关度较高



资料来源：wind 资讯 长江证券研究部

国家发改委近日公布了我国扩大内需 4 万亿投资的具体构成，以及中央投资项目的最新进展情况。我国 4 万亿投资中，50%以上的投资与民爆产品的需求有关，将在 09 年下半年和 2010 年大幅拉动对民爆产品的需求，即使考虑到民爆行业在下游矿山类的需求会有所下滑，民爆行业需求总体将保持稳中略增的态势，而由于中西部地区多山，基建对于炸药需求的拉动将更为明显。

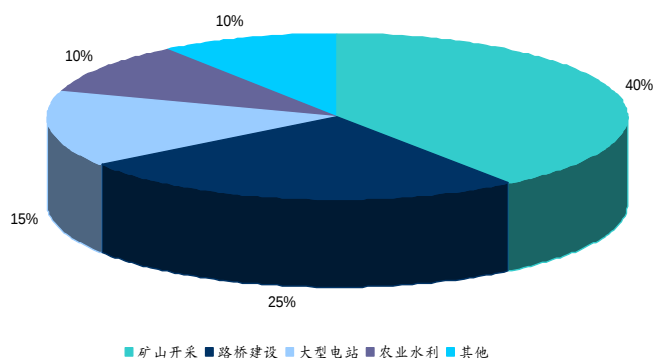
表 2：国家 4 万亿投资一览表

项目	投资额	比例
保障性住房投资	4000	10.00%
农村水电路气房等民生工程和基础设施建设	3700	9.25%
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设	15000	37.50%
医疗卫生、文教	1500	3.75%
节能减排和生态建设	2100	5.25%
灾后重建	10000	25.00%
自主创新	3700	9.25%
合计	40000	100%

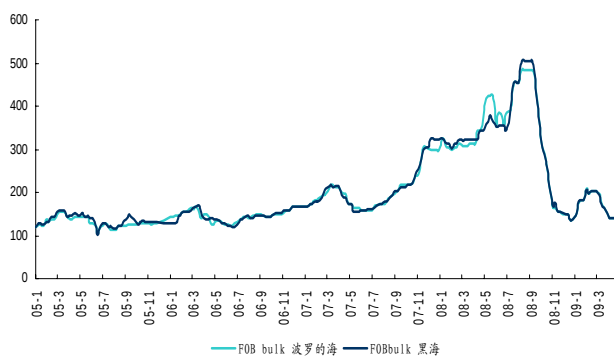
资料来源：长江证券研究部

➤ 民爆行业面临较大发展机遇，利润水平大幅提升

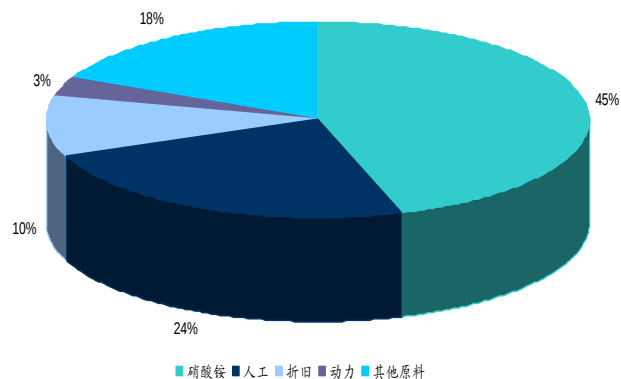
目前，民爆行业面临发展机遇如下：一、受益于国家宏观经济政策，基础设施建设将大幅增加民爆产品的需求；二、行业进入壁垒高：我国对民爆行业实行专控管理准入制度，民爆器材产品的科研、生产、销售、进出口、专用设备生产、工程设计、质量检测均实行严格的行业准入制度，从事民爆器材生产或经营的企业必须持有由国防科工委颁发的民用爆炸物品生产许可证或销售许可证。同时，民爆产品的销售执行国家指导价，供需双方在价格行政主管部门规定的出厂价格、浮动幅度范围内，确定民用爆破器材产品的买卖价格。三、行业整合：根据国防科工委制订发布的《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》，到 2010 年底民爆企业数量要在 2006 年的 350 多家基础上减少到 200 家以内，经营企业的数量进一步减少到 800 至 1000 家以内。行业的不断整合有利于优势企业，优势企业市场份额将不断扩大。四、产品价格执行指导价和原材料处于低位企业获得较高利润：自 2005 年以来，国家先后两次上调民爆行业基准价，而 2008 年 8 月以来炸药主要原材料硝酸铵价格大幅下跌，民爆企业利润水平将大幅提升。

图 6：全国炸药消费结构


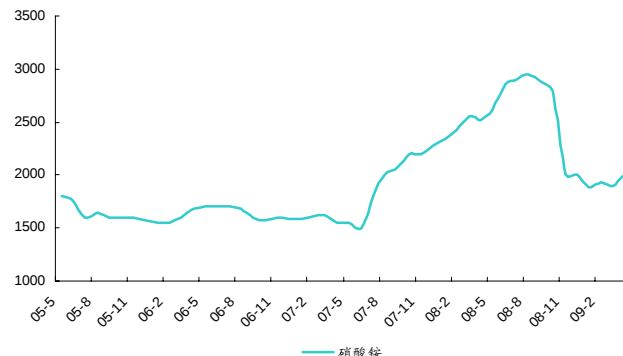
资料来源：长江证券研究部

图 8：国际硝酸铵价格位于低位


资料来源：长江证券研究部

图 7：民爆产品业务成本构成


资料来源：长江证券研究部

图 9：国内硝酸铵价格走势


资料来源：长江证券研究部

表 3：主要民爆产品基准价调整情况

产品名称	型号规格	单位	2005 年基准价	2008 年基准价	涨价幅度
多孔粒状铵油炸药	40 公斤	元/吨	2940	4140	40.82%
	每卷 150-250 克	元/吨	4540	5870	29.30%
1 号~3 号铵油炸药	每卷 100-200 克	元/吨	3810	4920	29.13%
	每包 1-9 公斤	元/吨	3340	4320	29.34%
	每包 10-40 公斤	元/吨	3100	4000	29.03%
岩石乳化炸药（一级）	每包 1-9 公斤	元/吨	4070	5260	29.24%
	每包 10-40 公斤	元/吨	3840	4960	29.17%
	每包 150-250 克	元/吨	4450	5750	29.21%
岩石乳化炸药（二级）	每包 1-9 公斤	元/吨	3990	5160	29.32%
	每包 10-40 公斤	元/吨	3770	4870	29.18%
粉状乳化炸药	每卷 100-200 克	元/吨	5040	6510	29.17%
	每包 1-9 公斤	元/吨	4640	6000	29.31%
	每包 10-40 公斤	元/吨	4410	5700	29.25%
煤矿乳化炸药	每卷 150-250 克	元/吨	4830	6610	36.85%
	每卷 100-200 克	元/吨	4580	5670	23.80%

岩石膨化硝酸铵炸药	每包 1-9 公斤	元/吨	4290	5550	29.37%
	每包 10-40 公斤	元/吨	4150	5370	29.40%
露天乳化炸药	每卷 150-250 克	元/吨	4330	5600	29.33%
	每包 1-9 公斤	元/吨	3900	5040	29.23%
	每包 10-40 公斤	元/吨	3680	4760	29.35%
8 号瞬发电雷管工业导火索	金属铁壳、铁脚线 2 米	元/万发	7910	10220	29.20%
	每米装药 12 克	元/万发	13640	17500	28.30%
	每米装药 5 克	元/万发	13990	17950	28.31%
价格浮动区间			上浮 10%、下浮 5%	上下浮动 15%	

资料来源：国家发改委 长江证券研究部

第三，公司下游需求将得到有力保障

民爆产品下游最主要的需求主要来自于铁道、公路等交通基础设施建筑工程领域，以及矿山开采、岩石爆破工程开挖、油气开采等工程建设和生产领域，民爆行业的发展状况对基础工业、基础设施建设业等行业的依赖性很强，同时，随着爆破技术水平的提高和爆破器材产品性能的改进，爆破器材在工程领域的应用不断扩大。去年10月份贵广快速铁路的正式开工建设，刺激了民爆品的需求，而在国家4万亿投资公布之后，贵州省贵阳—重庆、贵阳—昆明、贵阳—怀化、贵阳—南宁等高速铁路计划相继出台，也在一定程度上提升了公司对未来的预期；高速公路方面，以未来10年左右贵州省将实现县县通高速公路为目标，2009年新增高速公路通车里程254公里以上，改造国省干线公路461公里，开工建设通乡油路3194公里。未来两年政府加大基建投资将利好民爆行业，我们预计民爆行业在基建投资方面的需求增速将能够很好的抵御采矿业因景气下降带来的民爆品需求下降，公司在贵州省和甘肃省的民爆需求将得到有效保障。

第四，贵州新联爆破公司新模式有望推广，业绩将迎来改善

公司持股 96.92%的子公司新联爆破工程公司采用现场炸药混装车技术，炸药直接在车上生产，混配后到工地使用，接近终端客户，体现服务特色，该模式未来有望得到较大推广。2007 年，爆破工程公司由于承接较多政府工程，账款回收困难，导致 2007 年无盈利。2008 年，爆破公司已改组，更换管理层，2008 年公司实现营业收入 5708.23 万元，较上年增加 584.21 万元，实现净利润 234.51 万元，较上年增加 225.29 万元。未来新的管理层有望让公司业绩迎来显著改善。

第五，估值与盈利预测

去年8月国家民爆器材产品基准价上调30%，公司去年9月各种产品相应提价29%。而主要原材料硝酸铵价格从最高点回落超过30%，公司炸药产品毛利率将得到显著提升。公司民爆产品结构调整相应完成，08年底有一条1.2万吨/年的投料试车，产能有所提高。在新的董事会成立后，公司正在进行一些管理方面措施和改善，未来三项费率有望有所降低，经营业绩将在09年、10年有所改善。在考虑所得税为15%情况下，我们预测公司2009、2010、2011年摊薄后EPS分别为0.561元、0.684元和0.875元；公司目前股价对应于2009年、2010年PE分别为22和18左右，考虑到公司业绩增长的明确性及目前化工行业整体估值提升情况下，我们首次给予公司“推荐”投资评级。

第六，风险提示

未来硝酸铵价格有可能进一步上涨，公司毛利率存在下滑风险。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	860	1105	1422	1842	货币资金	210	111	209	184
营业成本	593	726	955	1234	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	267	380	467	607	应收账款	143	185	167	217
% 营业收入	31.0%	34.3%	32.8%	33.0%	存货	74	90	119	153
营业税金及附加	8	10	13	17	预付账款	34	42	55	71
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	39	50	64	83	流动资产合计	468	552	709	830
% 营业收入	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	124	159	205	265	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	长期股权投资	7	7	7	7
财务费用	8	5	1	1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.4%	0.1%	0.0%	固定资产合计	256	274	251	457
资产减值损失	5	4	-2	5	无形资产	120	114	108	103
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0	递延所得税资产	3	1	0	1
营业利润	86	152	186	238	其他非流动资产	83	83	83	83
% 营业收入	10.0%	13.8%	13.1%	12.9%	资产总计	937	1031	1157	1480
营业外收支	5	0	0	0	短期贷款	144	82	0	56
利润总额	91	152	186	238	应付款项	79	96	127	164
% 营业收入	10.6%	13.8%	13.1%	12.9%	预收账款	23	30	38	50
所得税费用	21	23	28	36	应付职工薪酬	9	11	15	19
净利润	71	130	158	202	应交税费	27	31	39	50
归属于母公司所有者的净利润	37.8	74.7	91.0	116.5	其他流动负债	74	92	121	157
少数股东损益	33	55	67	86	流动负债合计	357	344	340	496
EPS (元/股)	0.28	0.56	0.68	0.88	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	85	80	274	273	其他非流动负债	5	5	5	5
取得投资收益收回现金	4	0	0	0	负债合计	361	348	344	500
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	473	525	589	671
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	102	157	224	310
固定资产投资	-58	-91	-64	-318	股东权益	575	682	813	980
其他	-1	0	0	0	负债及股东权益	937	1031	1157	1480
投资活动现金流净额	-59	-91	-64	-318	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.284	0.561	0.684	0.875
股权融资	11	0	0	0	BVPS	3.91	4.34	4.87	5.54
银行贷款增加 (减少)	34	-61	-82	56	PE	43.22	21.89	17.96	14.03
筹资成本	37	-27	-29	-36	PEG	0.95	0.48	0.39	0.31
其他	-72	0	0	0	PB	3.14	2.83	2.52	2.22
筹资活动现金流净额	10	-88	-111	21	EV/EBITDA	13.39	6.82	5.08	4.23
现金净流量	36	-99	98	-25	ROE	8.0%	14.2%	15.5%	17.4%
					EPS	0.284	0.561	0.684	0.875

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。