

久联发展(002037.sz)

增量需求创造亮点，民爆航母启航在即

曹新 研究员 电话: 021-68818105 eMail: cx2@gf.com.cn
王剑雨 研究助理 020-87555888-635 wjy3@gf.com.cn
吕丙凤 研究助理 020-87555888-698 lbf2@gf.com.cn

存量需求平稳增长

贵州地区的采矿、交通基础设施建设等炸药使用量较大的领域，近年均实现了平稳，甚至高速增长，为公司发展奠定了良好基础。

铁路建设创造增量需求

贵州即将开工的六条铁路，省内建设里程总计约为 1600 公里。按照每公里投资 1.6 亿元计，总计投资约为 2500 亿元。五年建设期内，年均投资将达到 500 亿元。因此，久联发展在 2010 年将迎来下游需求的大幅上升，初步估计 2010 年产量可增长 50%以上！

民爆航母启航在即

久联发展在未来一年内开展异地并购，并逐步发展为民爆航母的可能性非常之大，具体原因包括：第一，产业链完整，产品线完善，规模初具，优势已现；第二，具备做强做大的资金和背景优势；第三，产业整合风起云涌，不进则退。

盈利预测与投资评级

我们预测企业 2009~2011 年每股收益分别为：0.55 元、0.76 元、0.79 元，对应市盈率为 26 倍、19 倍、18 倍。与其它三家民爆上市公司相比，公司估值水平偏低。随着贵州六条铁路的陆续开工，公司产品产量至少有 50%的增幅。若给予公司明年 25 倍市盈率，则 1 年内目标价为 19 元，给予公司“买入评级”。

风险提示

1、管理层激励不足；2、原材料价格上涨；3、行业产能过剩。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	655.29	859.89	1034.94	1510.98	1703.09
EBITDA(百万元)	101.12	122.18	216.15	275.18	278.91
净利润(百万元)	37.52	37.81	72.55	101.38	104.91
净利润增长率	-6.00%	0.77%	91.87%	39.73%	3.49%
每股收益(元)	0.282	0.284	0.545	0.762	0.788
市盈率	49.69	49.31	25.76	18.88	18.31
市净率	4.31	3.94	3.65	3.32	3.04
EV/EBITDA	15.19	14.00	7.67	6.09	5.43
每股红利(元)	0.207	0.041	0.265	0.370	0.383
股息率(%)	0.015	0.003	0.020	0.028	0.028

来源:贵州久联民爆器材发展股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

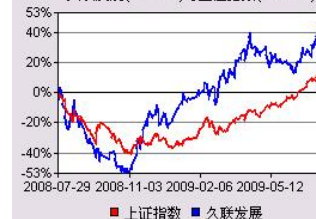
公司评级

买入

当前价格(元) 14.01
目标价格(元) 19.00
前次评级 无评级

股价走势

久联发展(002037)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	13.90%	12.91%	38.64%
上证综指	11.72%	34.87%	33.78%

股票数据

总股本(万股) 13,310.00
流通 A 股(万股) 8,514.43
主要股东:

贵州久联企业集团有限责任公司
主要股东持股比例 33.38%
流通 A 股比例 63.97%

财务比率

ROE 7.99%
ROA 4.04%
资产负债率 38.58%
每股净资产(元) 3.91

2008 年报数据

目录索引

一、 民爆行业分析	4
(一) 行业概况	4
(二) 特殊管理体制造成行业进入壁垒	4
(三) 供求基本平衡	5
(四) 行业整合逐步加速	7
(五) 行业存在的问题	9
二、 公司基本分析	10
(一) 炸药贡献八成利润，工程业务具备做大潜质	10
(二) 09 年业务收入将大幅提升	11
(三) 年内将保持较高盈利水平	11
(四) 垄断贵州，但甘肃市场对公司发展支撑乏力	12
(五) 矿采和路桥建设为公司产品主要应用领域	13
三、 投资亮点	13
(一) 存量需求平稳增长，增量需求创造投资亮点	14
(二) 把握行业整合机会，民爆航母启航在即	18
四、 盈利预测与估值	20
(一) 盈利预测	20
(二) 公司估值	22
五、 风险提示	22
(一) 管理层激励不足	22
(二) 原材料价格剧烈上涨压缩盈利空间	22
(三) 竞争日趋激烈，行业产能可能过剩	23
附录 模拟财务报表	23

图表索引

图 1 民用爆破产业链及管理体制	4
图 2 炸药及火工品制造业收入及毛利率	5
图 3 炸药及火工品制造业利润总额	5
图 4 化工子行业主营业务收入累计同比增速（%）	6
图 5 化工子行业利润总额累计同比增速（%）	6
图 6 四万亿投资流向分配	7
图 7 行业上市公司毛利率比较	9
图 8 2008 年主营业务收入结构	10
图 9 2008 年主营业务利润结构	10
图 10 收入、利润、毛利近三年的变动状况	11
图 11 民爆产品成本结构	11

图 12	硝酸铵价格走势.....	11
图 13	中国无烟煤价格指数走势.....	12
图 14	国产尿素批发价格走势.....	12
图 15	分地区收入构成.....	13
图 16	久联发展在贵州地区产品去向.....	13
图 17	贵州省全社会采矿业固定资产投资.....	14
图 18	甘肃省全社会采矿业固定资产投资.....	14
图 19	贵州省原煤产量.....	15
图 20	甘肃省原煤产量.....	15
图 21	贵州省交通基础设施建设投资.....	15
图 22	甘肃省交通基础设施建设投资.....	15
图 23	国家中长期铁路网规划图.....	17
图 24	久联发展业务架构.....	18
图 25	公司控制人.....	19
表 1	全国主要民爆企业产能统计.....	5
表 2	贵州省在全国排列前十名的矿产资源储量表.....	14
表 3	近期贵州即将开建铁路一览表.....	17
表 4	久联发展甘肃市场整合步骤.....	20
表 5	主要财务指标.....	21
表 6	国内可比上市公司估值情况.....	22
表 7	模拟利润表.....	23
表 8	模拟资产负债表.....	24
表 9	模拟现金流量表.....	25

一、民爆行业分析

(一) 行业概况

民用爆破行业涵盖民爆器材生产和爆破工程两个行业方向。

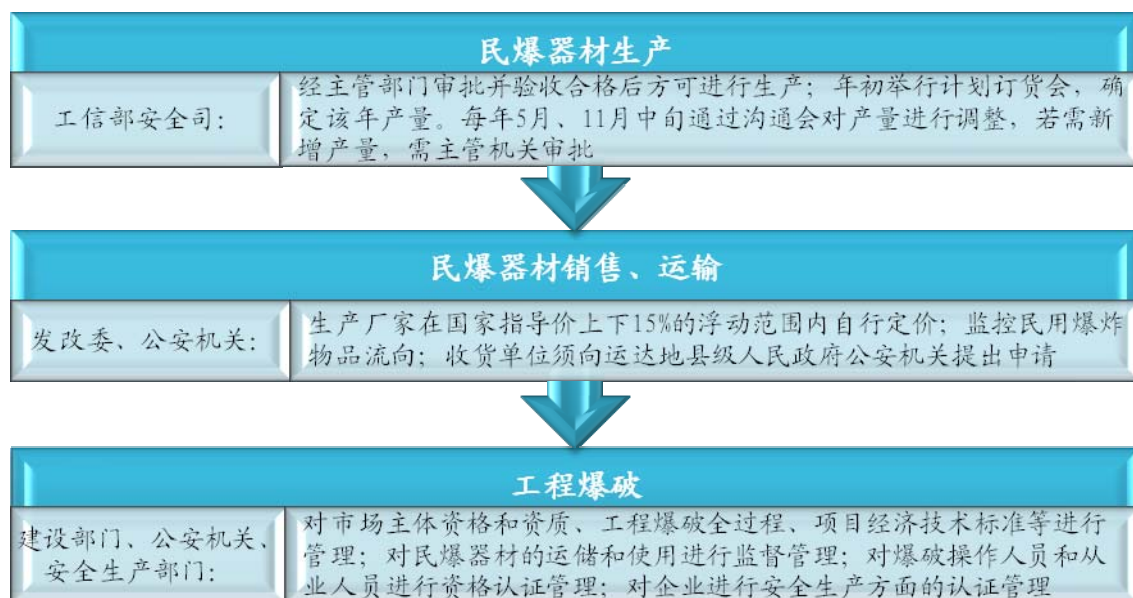
民爆器材是各种工业炸药及其制品和工业火工品的总称，包括工业炸药、工业雷管、工业索类火工品等，被广泛应用于石油、煤炭、交通、采矿、冶金、建材、水利、电力、控制拆除爆破等多个领域。民爆器材在基础工业、国家重点支持发展的基础设施建设领域等国民经济建设中具有不可替代的作用，素有“能源工业的能源，基础工业的基础”之称。

工程爆破技术在二战后开始迅速发展，到 20 世纪 60 年代逐渐发展成熟，被广泛运用于房屋拆除、桥梁、开挖海底隧道、清除海岸与海洋中的建筑物、抢险救灾以及医疗等方面。

(二) 特殊管理体制造成行业进入壁垒

民爆器材是具有危险爆炸属性的特殊商品，国家对民爆产品和爆破工程实行专控管理并建立严格的准入制度。行业各环节主管部门及管理方式如图所示。

图 1 民用爆破产业链及管理体制



数据来源：广发证券发展研究中心

民爆器材定价由政府管制。国家根据炸药生产企业生产成本、安全设备投入、安全管理投入等确定指导价格，供需双方在价格主管部门规定的出厂价格、浮动幅度及经营费率范围内，确定民爆器材产品的买卖价格。最近一次的指导价格，由国家发改委于 2008 年 8 月 6 日公布。此次调整，使得生产企业的自主定价权扩大为基准价格上下 15% 的区间。

(三) 供求基本平衡

企业数量大幅度压缩，产业集中度不断提高。2008 年 1~11 月，国家共关闭规模小和不符合安全生产条件的生产企业 100 余家，重组整合生产企业 140 多家，生产企业由 405 家压缩到 146 家，经营企业数量由 1728 家压缩到 500 家以内，产业集中度不断提高。

表 1 全国主要民爆企业产能统计

公司名称	所在省份	炸药产能（万吨）	数据时点
云南民爆集团有限责任公司	云南	22.8	2007 年底
盾安控股集团	浙江	18	2008 年 6 月
贵州久联民爆器材发展股份有限公司	贵州	15	2009 年 6 月
湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	湖南	9	2009 年底
湖北凯龙化工集团股份有限公司	湖北	8.8	2009 年 6 月
陕西红旗民爆机图	陕西	8.2	2009 年 6 月
安徽江南化工股份有限公司	安徽	6.6	2008 年底
湖南神斧集团	湖南	5	2009 年 6 月
河南前进化工股份有限公司	河南	3.5	2009 年 6 月
安徽雷鸣科化股份有限公司	安徽	2.6	2009 年 6 月
山西同德化工有限公司	山西	2	2009 年 6 月

数据来源：互联网

图 2 炸药及火工品制造业收入及毛利率

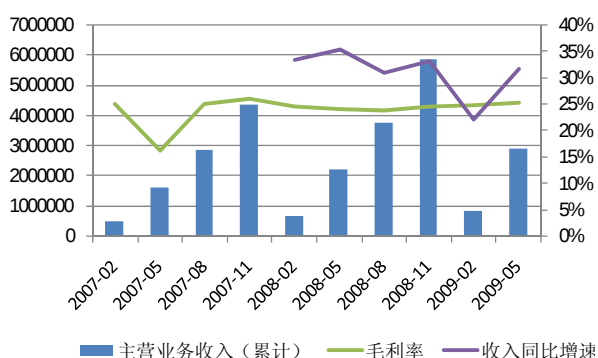
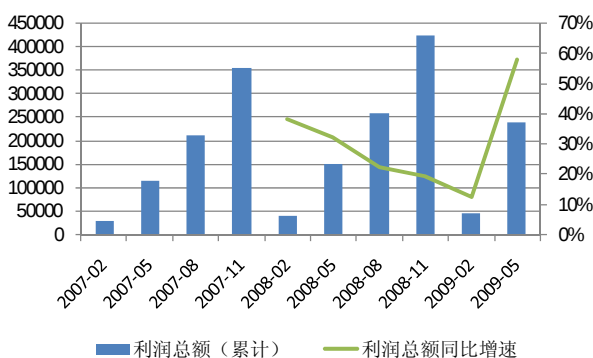


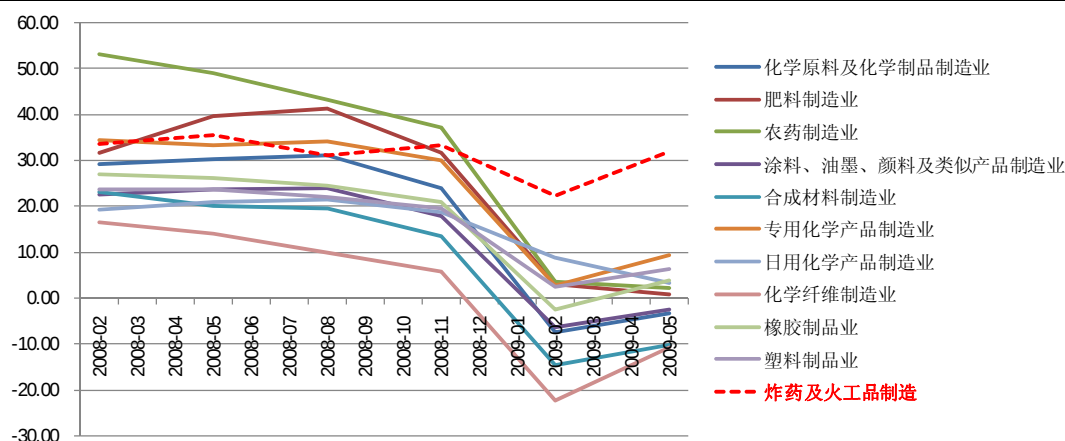
图 3 炸药及火工品制造业利润总额



数据来源：《中国石油和化工经济分析》

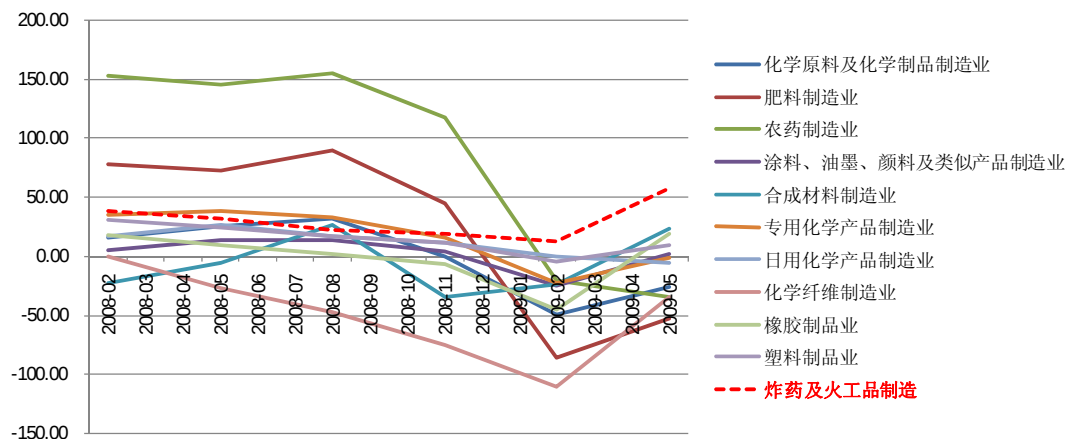
行业收入及利润增长一枝独秀。虽然产销量同比下降,但受益于 2008 年 8 月产品价格上调以及原材料价格下跌,2009 年以来民爆器材生产行业的营业收入和利润总额增速远远高于其它化工子行业。2009 年 1~5 月,行业主营业务收入累计增长 31.7%,利润总额累计增长 57.9%,比其它各子行业普遍高出 20 个点以上,在化工板块一枝独秀!

图 4 化工子行业主营业务收入累计同比增速 (%)



数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

图 5 化工子行业利润总额累计同比增速 (%)



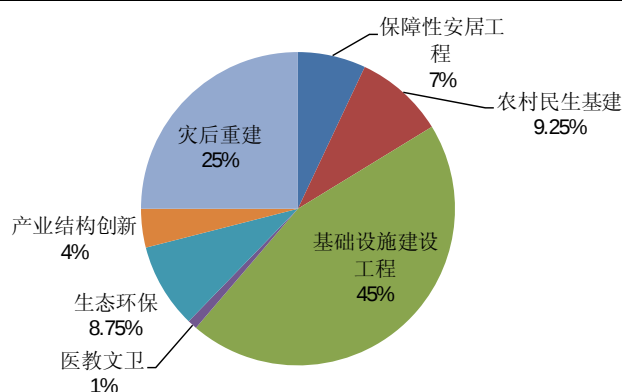
数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

民爆行业经济形势尚未明朗。根据工信部安全生产司的统计,09 年上半年,民爆生产企业受经济危机影响较大,主要表现在两个方面:一是产品产销量同比下降幅度较大;二是经济形势呈现出严重的地区差别,除中、西部地区发展较为平稳外,其它地区(特别是山西、辽宁、北京、天津、黑龙江等地)出现亏损。

行业可能受益于国家投资基础设施建设。民爆行业作为我国工业的重要组成部分和基础性产业，有可能受益于国家拉动内需、调整振兴产业规划等一系列政策措施的落实到位，在下半年逐步向好。

国家推出的四万亿投资所涉及的领域中，70%涉及到民爆器材的使用。但是，四万亿计划对于民爆下游需求能否起到持续的支撑作用，还有待进一步观察。同时，我们认为，出于经济发展的需要，中西部地区仍将继续大规模兴建铁路、高速公路、水利等基础设施，未来民爆行业下游需求至少可以保持稳定。同时，也不排除局部地区需求的超常规增长。

图 6 四万亿投资流向分配



数据来源：广发证券发展研究中心

供需大体平衡。根据工信部的统计，截至 2008 年底，全国民爆器材生产行业许可生产能力为炸药 480 万吨、雷管近 38 亿发，而全国民爆产品市场年需求约为炸药 300 万吨、雷管 25 亿发。考虑到重要节日、会议期间停产等因素，许可能力与市场需求基本相当，供需大体平衡。

(四) 行业整合逐步加速

1. 国家产业政策

原国防科工委制定的《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》的主要目标与措施包括：

市场化程度明显提高。打破地区分割和保护，促进生产、流通、使用环节的统一，强化企业市场主体地位，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，基本形成统一开放的市场体系。

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。

限制技术水平落后、科技人才匮乏、管理混乱的中小企业发展，关闭和取缔不符合安全生产条件、安全生产投入没有保障、安全生产隐患长期得不到有效治理的企业。

加大企业结构布局调整力度。合理调整区域布局，重点鼓励东部地区优势企业对西部地区企业的兼并重组，推进东部地区富余能力向西部地区的转移，提升西部地区生产企业的整体技术水平。

推进产销用一体化进程。促进生产企业之间、流通企业之间的横向整合，形成集约化、规模化生产经营；促进生产企业与流通企业之间、流通企业与使用单位之间的纵向联合；鼓励生产经营企业向爆破服务的延伸，实行一体化经营模式。

2. 行业整合现状

在行业发展和国家政策的双重推动下，行业整合取得了一定成果。

省内整合。根据《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》的要求，2006年以来各省区纷纷对省内民爆器材生产企业进行整合重组。例如，2006年10月河南省最大的民爆生产企业河南前进化工股份有限公司兼并豫北地区主要民爆生产企业林州宇豪化工有限公司；经过整合，山西省民爆企业由28家减少至11家，江西省民爆生产企业由26家减至3家。其中，江西省最大的民爆生产集团江西国泰爆破器材股份有限公司工业总产值、销售收入占全省民爆的一半以上，各种炸药、雷管、索类火工品等产品均占全省三分之二以上。

跨省整合。从跨省整合情况看，成功收购案例不断。例如，久联发展2006年通过收购进入甘肃市场，目前在甘肃的市场占有率为60%左右。

2007年6月，河北卫星化工厂、承德兴湘化工有限公司、北京怀柔沙峪福利制药厂、承德佳威化工有限公司、承德冀兴化工有限公司、承德铜兴矿业有限责任公司炸药厂、湖南金能科技股份有限公司等公司联合组建了河北兴安民用爆破器材有限公司。

2007年底，全国民爆行业重点企业之一的福建海峡科化股份有限公司并购青海青乐化工机械有限公司，取得其64%的股权。

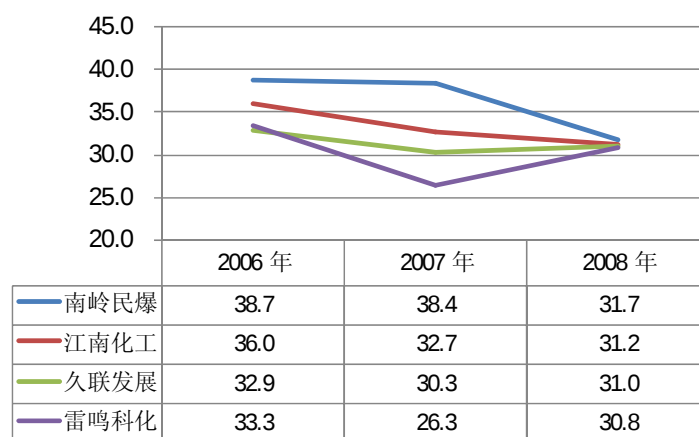
民营企业盾安民爆也从2003年起开始在全国攻城略地。目前，盾安民爆在安徽、四川、河南、新疆、福建、湖北、江西、宁夏等地均有产能分布。

3. 行业竞争重点在于并购目标

06~08 年，国内四家上市民爆器材生产企业的毛利率基本都维持在 30%以上，且波动区间较小。由于进入壁垒、区域垄断等特性，民爆器材生产行业相比其它化工子行业具有更大的利润空间。

此外，08 年四家公司毛利率看，水平非常接近，并无企业具有明显的成本优势。可见，民爆行业的竞争重点不在于成本控制，而在于通过争夺市场扩大份额。

图 7 行业上市公司毛利率比较



数据来源：公司公告

在国家“抓大放小”的政策引导下，民爆行业将继续朝着整合的方向发展。由于区域需求的限制，民爆企业若想做大做强，必须走省外扩张的路子，具备实力的各大民爆集团也在纷纷寻找并购标的。因此，接下来一段时间，行业的竞争重点将是各大集团在充分调动各种资源的前提下争夺并购标的。

我们认为，大型民爆集团的并购标的分为三类：第一类，是外省内尚未被整合的中小型民爆资源；第二类，是外省经过初步整合的较大型民爆集团企业；第三类，是已经走向全国，在全国多处均有布局的同类大型民爆集团。对于三类资源的并购，难度相当；但第三种并购方式将带来较为显著的规模优势提升，并购的收益成本比较高。

(五) 行业存在的问题

地区封锁依然严重。国内个别地区的地方保护、地区封锁思想比较严重，全国民爆统一市场的建立和发展具有一定的困难：首先，民爆产品跨省市、跨地区的销售和流通存在严重障碍。一些地方管理部门以保护企业利益为由，采取各种手段，对民爆产品跨省流通加以限制；其次，流通市

场管理不完善。民爆产品经过流通环节后，价格虚高，盈利空间大，某种程度上挫伤了生产企业积极性，也对进一步规范国内民爆产品市场带来了困难；第三，现场混装车的跨省、跨地区作业在部分省（区）受到很大阻碍。

部分地区出现行政性垄断现象。一些省级民爆管理部门成立具有隶属关系的省级民爆专营公司。有的甚至通过行政手段，要求全省民爆企业的销售（有些还包括原材料采购）均需经过该公司办理，以此形成垄断经营。

部分企业整合不到位，整体安全管理水平较低。部分企业的整合重组不到位，未能实现资金、人才，特别是安全生产的统一管理。有些地区已经整合在一起的企业，又提出退出原企业集团。还有的企业，跨省整合了多家民爆场点，但多是以入股的形式相联合，在资金投入、技术创新、安全改造、人才培养、布局调整、产品升级等各方面措施不力，整合形同虚设。在具体管理中，总公司不能很好地整合、配制集团内部所有的资源，缺乏对各生产点的检查和监管，使得各生产厂点“各自为战”。

二、公司基本分析

久联发展主要业务为民爆器材的研发、生产、销售，以及爆破工程施工及技术服务，涵盖了民爆领域的上下游。

（一）炸药贡献八成利润，工程业务具备做大潜质

从分业务贡献看，炸药为公司贡献八成收入和利润；爆破工程服务贡献 7% 的收入和 4% 的利润，占比相对较小。但是我们推测，随着久联发展在全国各地的收购布点，其爆破业务将更加容易进入当地市场，做大外省市市场份额。加上未来几年贵州省大规模的基建，久联发展的爆破业务如果能够把握时机，将可扩大其对公司的收入和利润贡献。

图 8 2008 年主营业务收入结构

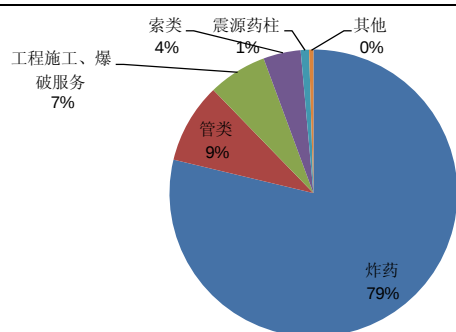
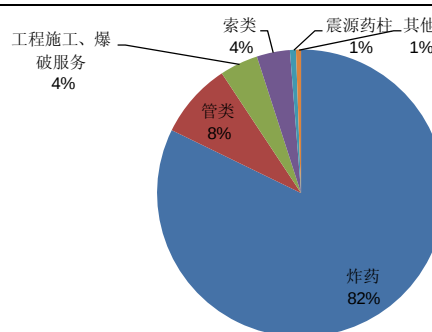


图 9 2008 年主营业务利润结构



数据来源：公司公告

数据来源：公司公告

(二) 09 年业务收入将大幅提升

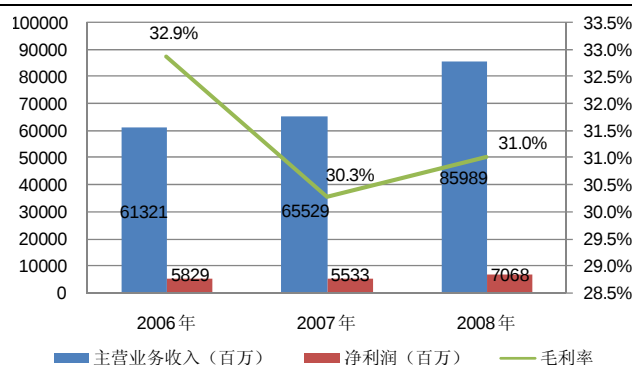
07 年主营业务收入和净利润增速分别为 6.8%和-5.1%，而 08 年分别为 31.2%和 27.8，增速差异极大。主要原因为 08 年 8 月发改委上调民爆器材指导价格 30%，而同时主要原材料硝酸铵价格下跌，使得营业收入和利润出现较大涨幅。

原材料降价和产品涨价的正面效应仅从 08 年 8 月份开始对公司产生影响。我们预计，上述两个正面效应将在 09 年全年持续，这将是影响公司全年业绩的重要因素。从一季度情况看，公司主营业务收入同比增长 35.8%，而 08 年同期增速为 27.7%，成为佐证。

(三) 年内将保持较高盈利水平

近三年来，久联发展的毛利率波动区间不超过 3 个点，幅度较小。

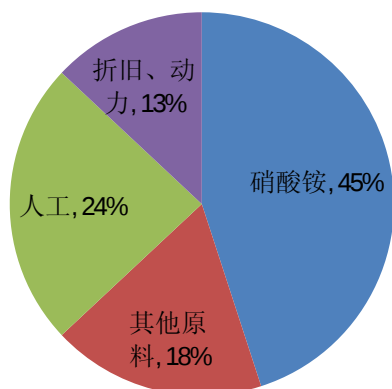
图 10 收入、利润、毛利近三年的变动状况



数据来源：公司公告

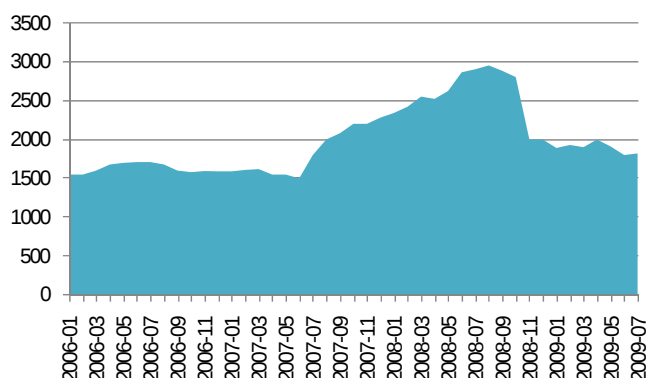
民爆产品的主要原材料硝酸铵占其产品成本的 45%左右，近一半的比例。因此，硝酸铵的价格走势决定公司的利润空间。

图 11 民爆产品成本结构



数据来源：广发证券发展研究中心

图 12 硝酸铵价格走势（元/吨）



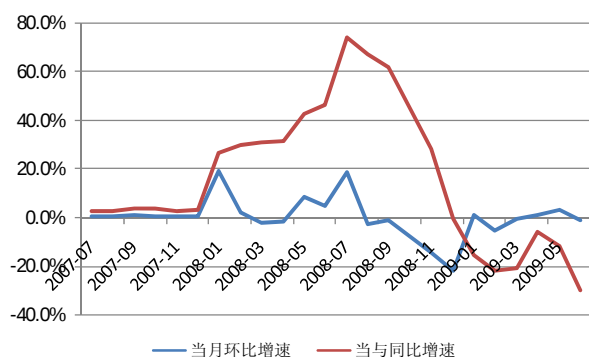
数据来源：《中国石油和化工经济分析》

从硝酸铵价格走势看，自 2008 年 8 月达到高位 2950 元/吨以后，总体保持下滑态势。2009 年 7 月价格为 1820 元/吨，比最高值跌去四成。

硝酸铵上游主要原材料无烟煤价格从 09 年 1 月以来保持稳定，环比增速基本在 0 左右波动；由于上年价格上涨较多，同比还在以 20%左右的速度下降。年内上涨的可能性较小。

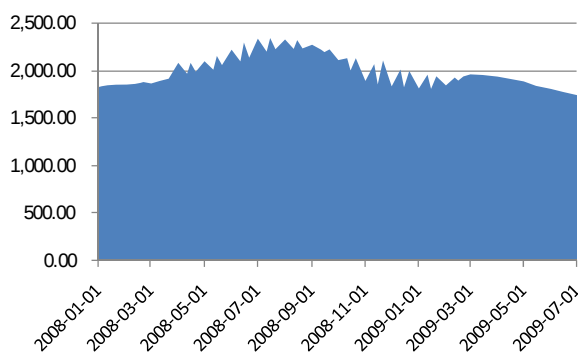
硝酸铵下游另一主要产品尿素的价格从 09 年 3 月份开始进入稳步下行区间。3 月 1 日硝酸铵价格为 1959 元/吨，7 月 1 号 1740 元/吨，降幅为 11.2%。年内上涨的可能性同样较小。

图 13 中国无烟煤价格指数走势



数据来源：wind

图 14 国产尿素批发价格走势（元/吨）



数据来源：wind

综合来看，由于硝酸铵上游原材料无烟煤以及下游尿素的价格年内上升空间不大，因此硝酸铵价格剧烈上涨的可能性不大。

而同时，民爆产品国家指导价格于 2008 年 8 月上调 30%。根据以往特点，在两年内再次调整的可能性几乎为零，且民爆产品价格没有向下调整的先例。因此，久联发展在年内将维持较高的毛利水平。

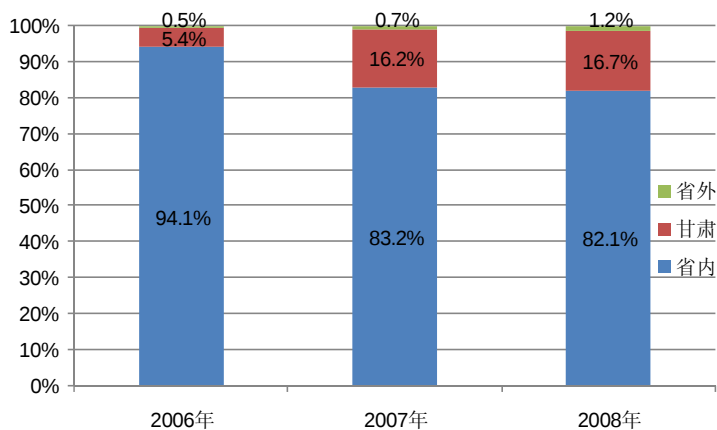
(四) 垄断贵州，但甘肃市场对公司发展支撑乏力

从地区看，贵州省内收入贡献了公司八成的收入。从 06 年在甘肃的收购开始，甘肃久联对于公司的收入贡献不断提高，目前贡献公司二成左右的收入。而公司在贵州地区的市场占有率为 75% 左右，在甘肃地区的市场占有率为 60% 左右。可见，甘肃地区的市场容量本身较小，不足以对公司的业绩增长起到强力支撑作用。

公司若想发展为大型企业集团，除了进一步巩固在贵州和甘肃的地位以外，必须加紧开展在其它省份的收购扩张，若被其它企业抢先一步，占

领地盘，则只能固守贵州，未来发展空间将严重受限。

图 15 分地区收入构成

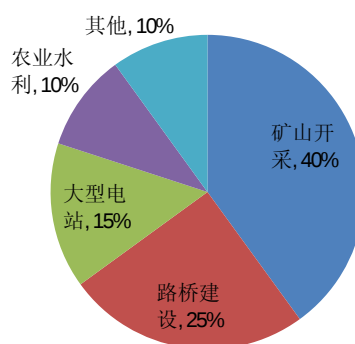


数据来源：公司公告

(五) 矿采和路桥建设为公司产品主要应用领域

从公司产品在贵州的使用领域看，矿山开采和路桥建设占到总使用量的 65%。上述两个领域的发展，对于公司业绩增长具有较大的影响力。

图 16 久联发展在贵州地区产品去向



数据来源：公司公告

三、投资亮点

我们认为，久联发展的投资亮点来自两个方面：下游需求和产业整合。

需求方面，公司的下游需求可以拆分为两个部分：一部分是以现有矿采等为主的存量需求；另一部分是由即将开工的六条铁路所创造的增量需求。初步估计，高铁建设至少可以使得炸药需求增长 50%。

产业整合方面，随着行业整合的不断提速，以及可并购目标的不断减少，拥有国资股东背景、作为行业第一梯队的久联发展，必将在并购扩产

方面有所作为，否则无异于逆水行舟，自困于贵州高原一隅！

(一) 存量需求平稳增长，增量需求创造投资亮点

1. 存量需求平稳增长

贵州矿产储备丰富。公司八成的业务分布于贵州，而在贵州地区四成的炸药用于矿山开采。因此，贵州采矿业的发展情况很大程度上影响着久联发展的下游需求。根据统计，贵州地区的煤矿、磷矿、稀土、铝土矿等资源的储量均排在全国前五位，采矿业发展具备良好的资源基础。

表 2 贵州省在全国排列前十名的矿产资源储量表

矿产名称	单位	资源储量总数	全国排名
重晶石	亿吨	1.23	1
汞矿	吨	30707	1
铝土矿	千吨	395471	2
稀土	吨	1446037	2
磷矿	千吨	2561276	2
镁矿	千吨	32131	3
锰矿	千吨	71813	3
锑矿	吨	245094	4
煤矿	千吨	53085295	5

数据来源：互联网

贵州、甘肃两省采矿业固定资产投资保持高速增长。04~07 年贵州省采矿业固定资产投资年均复合增速为 61.3%，07 年采矿业固定资产投资达到 120 亿元。同期，甘肃省采矿业固定资产投资增速为 33.1%，07 年采矿业固定资产投资达到 60.9 亿元。

图 17 贵州省全社会采矿业固定资产投资

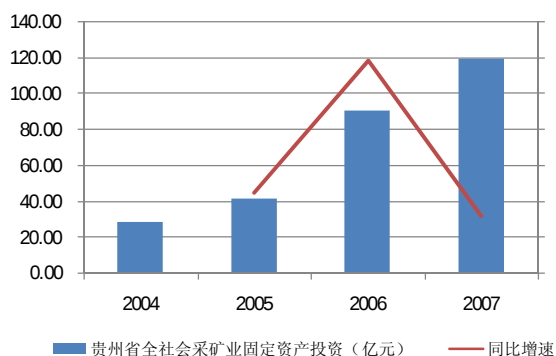
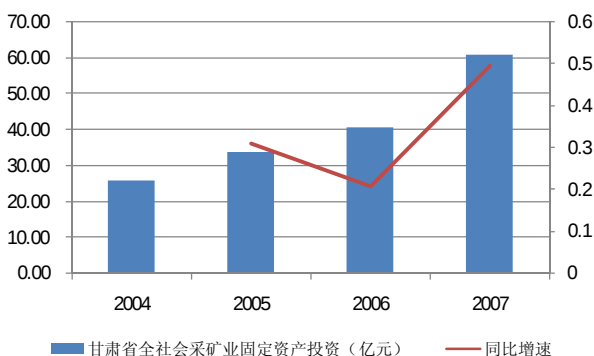


图 18 甘肃省全社会采矿业固定资产投资

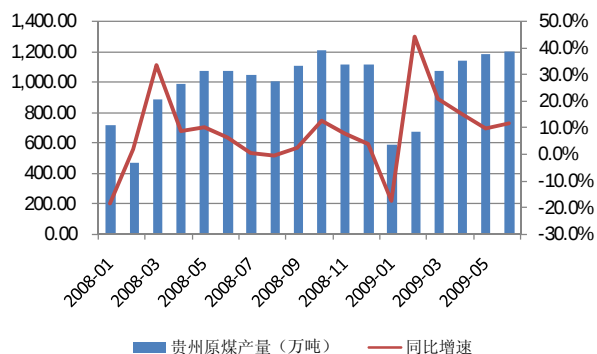


数据来源：wind

数据来源：wind

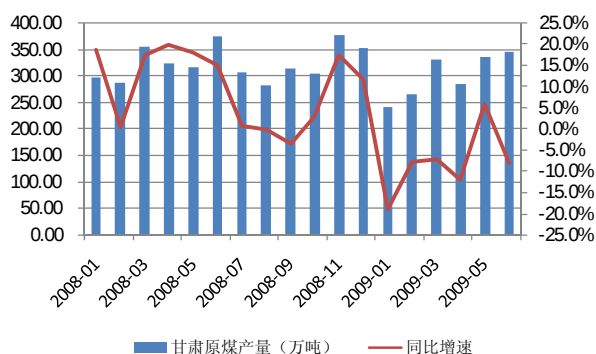
09 年以来，贵州省煤矿开采业形势良好。2 月~6 月，贵州省单月原煤产量同比增速均保持在 10%以上，平均增速达到 20.4%；6 月份原煤产量 1200 万吨。甘肃省原煤储量较小，09 年 1 月以来单月原煤产量同比增速连月下滑，平均增速为-8.0%。

图 19 贵州省原煤产量



数据来源：wind

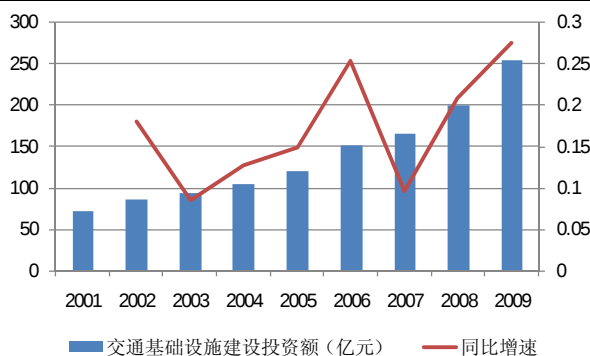
图 20 甘肃省原煤产量



数据来源：wind

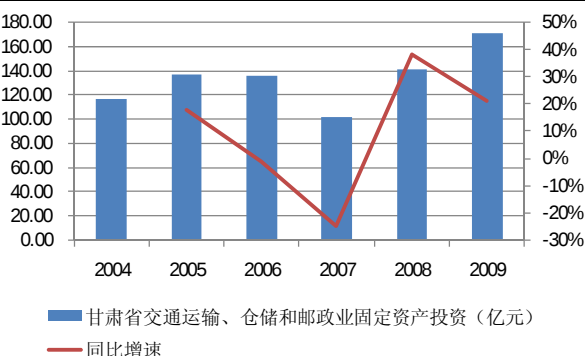
贵州、甘肃两省交通基建投资力度逐年增大。久联发展在贵州地区 25%左右的炸药用于交通基建。2002 年以来，贵州省交通基础设施建设投资基本保持在 10%以上的增速。2007 以后交通基建投资进一步加速，2007 年投资额为 165.6 亿元，而 2009 年已高达 255 亿元。

图 21 贵州省交通基础设施建设投资



数据来源：贵州省公路工作会议资料

图 22 甘肃省交通基础设施建设投资



数据来源：wind；广发证券发展研究中心

贵州省在《“十一五”综合交通发展规划》中提出的远景总体目标为：到 2020 年，贵州省基本建成以高速公路为主体的骨架公路网、以高等级公路为主体的干线公路网，骨架公路总规模约 7400 公里，规划高速公路约 3000 公里，一、二级公路约 4400 公里。而截止到 2007 年底，贵州省高速公路里程仅为 924 公里，一级公路 120 公里，二级公路 2658 公里。

从甘肃省交通基建投资情况看，06、07 两年呈现下降趋势，07 年同比降幅达到 25%，仅为 100 亿元。但从 08 年起，交通基建投资大幅增长，

2008 年为 141 亿元，增长 38%；2009 年将达到 171 亿元，增长 21%。

从上述数据可以看出，作为经济发展的必要条件，贵州、甘肃中西部省市未来几年必将继续保持和加大对于交通基础设施建设的投资力度。

综合来看，贵州地区的采矿、交通基础设施建设等炸药使用量较大的领域，今年来均实现了平稳，甚至高速增长。虽然甘肃省的煤矿开采业增长形势较差，但由于甘肃地区销售收入仅占久联发展 17% 左右的比例，影响不大。我们认为，久联发展的主要市场区域需求增长平稳，为公司发展奠定了良好基础。然而，也应当看到，甘肃市场并不足以使得久联实现跨越式增长。若想进一步保持在民爆行业第一梯队的位置，久联发展需要尽早跨区域并购上有所作为。

2. 铁路建设创造增量需求

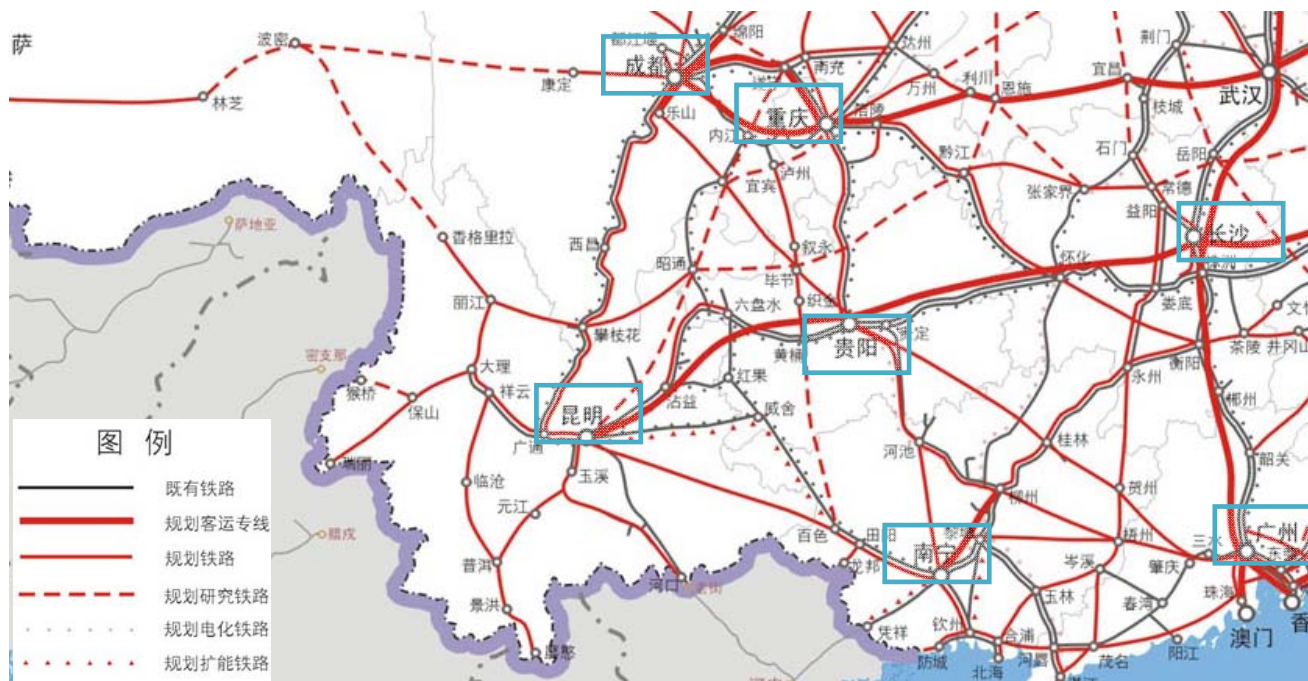
根据《贵州省“十一五”综合交通发展规划》的交通运输需求预测：贵州省货物运输具有外运大于调入的特点。外运主要是煤炭，贵州省 2010 年原煤产量将突破 1.5 亿吨，其中外运煤炭总量将达到 3000 万吨；2015 年原煤产量为 1.9 亿吨，其中外运煤炭总量为 4000 万吨；2020 年原煤产量为 2.0 亿吨左右，外运煤炭总量为 4200 万吨左右。贵州省煤炭外运总量的 2/3 流向广东、广西两省区，1/5 运往四川省或东出川江，其余流向湖南等省。除此以外还有磷及磷化工产品、铝及铝加工产品、硅铁、锰矿石、重晶石等。

作为内陆山区资源型省份，贵州必须发展大运量的铁路交通运输，才能将资源优势转化为经济优势。建设快速铁路，有助于提升贵州在西南地区的交通枢纽地位。

2008 年，贵州省向铁道部提出了将贵阳至广州高速铁路、贵阳至昆明铁路客运专线、贵阳至重庆快速铁路、贵阳至成都高速铁路、贵阳至长沙铁路客运专线、贵阳至南宁铁路项目调整纳入国家中长期铁路网规划，得到了铁道部的支持和认可，并在《国家中长期铁路网规划（2008 年调整）》中予以明确。

上述六条铁路将于 2015 年全部完工。铁路建成后，将构成贵州以贵阳为中心，至重庆、成都等周边各省会中心城市 2 到 4 小时，至长三角、珠三角、京津冀发达地区 4 到 10 小时的快捷大能力铁路运输通道，构建贵州在西南地区的陆地交通枢纽地位。

图 23 国家中长期铁路网规划图（2008 年调整，西南片区）



数据来源：铁道部

六条铁路贵州省内建设里程总计约为 1600 公里。按照每公里投资 1.6 亿元计，总投资约为 2500 亿元。五年建设期内，年均投资约为 500 亿元。由于贵州地形复杂，桥隧占所建线路的比重较高，因此对炸药等民爆器材的用量也多于平原地区。据此推测，作为在贵州地区具有垄断地位的久联发展，2010 年、2011 年将迎来下游需求的较大增长，保守估计 2010 年产量可增长 50%以上！且未来五年下游需求将持续保持高位！

表 3 近期贵州即将开建铁路一览表

段 线	贵州省内建设里程（公里）	备 注
昆明—贵阳—长沙	544.5	2009 年底或 2010 年初开工，五年建设完成。
贵阳—重庆	233	
贵阳—成都	140	
贵阳—南宁	150	
贵阳—广州	301	08 年底开工，09 年 7 月 15 日停工。原因是需进行投资调整。原先设计为 200 公里时速，铁道部要求将设计时速提高至 300 公里。
贵阳环线	254	年内开工，四年完成

数据来源：互联网

(二) 把握行业整合机会，民爆航母启航在即

从久联发展已经具备的条件，面临的行业整合态势，以及企业未来发展空间等角度综合分析，久联发展不但具备通过并购整合向省外扩张的能力，而且，也必须如此！公司如果在近一两年内不再有所作为，将丧失异地拓展的最佳机会！

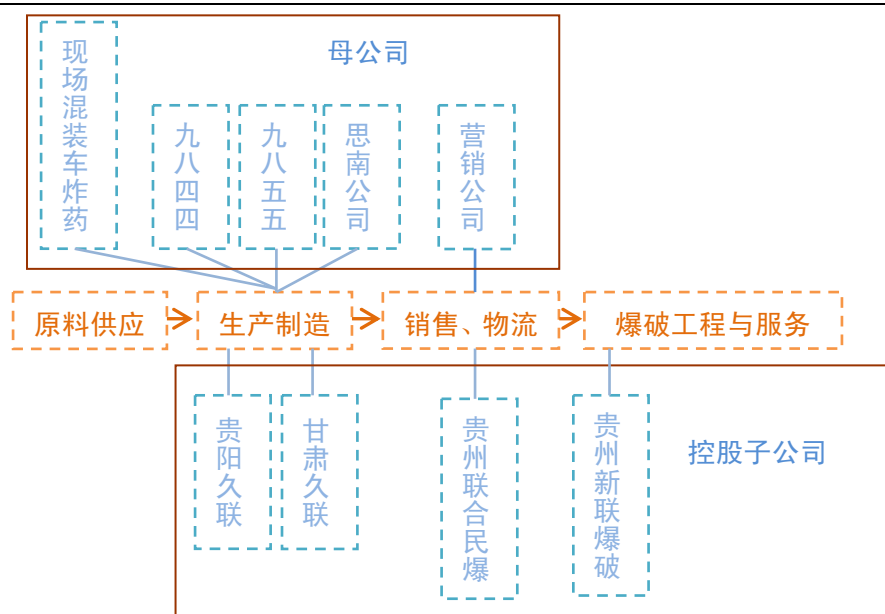
1. 产业链完整，产品线完善，规模初具，优势已现

发展至今，久联发展形成了“生产制造—销售—物流—爆破工程与服务”的完整民爆产业链条。同时，公司也是目前国内民爆器材品种最为齐全的生产企业之一，炸药、雷管、索类产品能为用户提供一系列配套服务，满足不同用户的需要。

目前，公司获得生产凭照的炸药产能约为 15 万吨，处于行业第一梯队，比跟随其后的南岭民爆产能高出 6 万吨。相比多数企业而言，久联发展目前具备较强的规模优势。

因此，从产业链的完整程度、产品线的完善程度、生产的规模化程度等角度看，久联发展具备并购整合外省资源的潜质。

图 24 久联发展业务架构



数据来源：公司公告

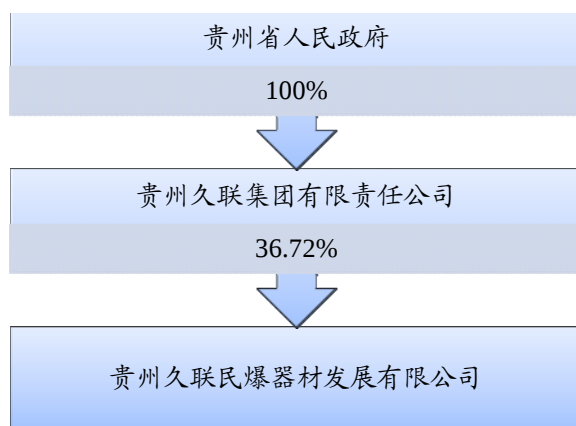
2. 具备做强做大的资金和背景优势

作为民爆行业四家上市公司之一，久联发展在异地扩张过程中所需资金，可以通过资本市场募得，这是云南民爆、盾安民爆等竞争对手所不具

备的优势之一。

目前，公司的实际控制人为贵州省国资委。作为贵州省仅有的 16 家上市公司之一，且具备发展壮大潜力的久联发展，其扩张计划必将受到大股东及贵州省相关部门的强力支持。我们相信，贵州省政府有着将久联发展做大做强、推向全国的强大动力。

图 25 公司控制人



数据来源：公司公告

作为原国防科工委主管的军工企业，久联发展与主管单位有着良好的传承关系。这一资源优势，将为久联的异地拓展带来信息、沟通渠道等宝贵资源。

3. 已有跨省整合成功经验

对于贵州省内民爆资源，久联发展已基本整合完毕。目前在贵州省内，除久联发展外，仅有盘江化工产一家民爆器材生产企业，且产能仅有 2 万吨，对久联发展不构成实质性威胁。

对于省外甘肃市场，久联发展相继成功收购了甘肃和平米爆、甘肃金城机械厂和甘肃雪松矿，基本完成对甘肃省民爆产业的布局；同时，公司成立久联发展甘肃联合销售公司。上述举措使得久联发展在甘肃全省的市场份额达到 65% 左右，成为目前甘肃最大的民爆生产企业。

我们认为，整合甘肃民爆市场为久联发展的异地拓展创造了不错的开端，但良好局面并未持续。一方面，虽然公司在甘肃市场的占有率达到 60% 以上，但甘肃市场对公司的收入贡献仅为 17%，并未起到足够的支撑作用；另一方面，公司对甘肃以外的其它异地市场，并未有进一步的行动。

而在这一时期，其它大型民爆企业却不断加大了异地并购步伐。

表 4 久联发展甘肃市场整合步骤

整合时间	整合方式	股权比例
2006 年 7 月	收购甘肃和平民爆工业有限责任公司	100%
2006 年 12 月	收购甘肃省金城机械厂	100%
2007 年 2 月	收购甘肃雪松矿用化工有限责任公司	100%
2007 年 2 月	成立甘肃久联民爆集团公司	100%
2007 年 10 月	甘肃久联民爆器材有限公司	95%

数据来源：公司公告

4. 产业整合风起云涌，不进则退

久联发展在公告中所叙述的发展战略为“一体化经营，低成本扩张”。我们认为，公司的“一体化经营”目标已经基本实现，在未来一段时间的主要战略举措应当为“低成本扩张”。

根据《民用爆破器材行业“十一五”规划纲要》的描述，到“十一五”末期，即 2010 年，全国民爆器材生产厂商将压缩到 100 家以内，三分之一的产能集中在三到四家大型企业。目前，全国炸药实际产能约为 280 万吨，三分之一则约为 90 万吨。如果久联发展有志于发展成为上述三到四家企业之一，理论上在 2010 年前应当将产能由现在的 15 万吨扩大为 30 万吨。而要实现这一目标，唯一的方法，即是异地并购。

需要强调的是，目前各大民爆集团都在加紧全国布局。因此，留给久联发展的并购标的将越来越少。从时间上说，如果久联再不开展行动，则将会丧失发展的最佳机会，将自己困于贵州高原一隅！

综合来看，受到股东、自身发展、外部环境的驱动，久联发展在未来一年以内开展异地并购的可能性非常之大！

四、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

盈利预测假设如下：

- 1、2010 年产品产量增长 50%，2011 年增长 10%；
- 2、2009 年在指导价格基础上上调 10%进行定价；2010 年、2011 年分别上调 13%和 15%；
- 3、2009 年炸药、索类毛利率按照 40%计，管类、震源药柱按 30%计；2010 年炸药、索类毛利率按照 38%计，管类、震源药柱按 30%计；2011 年炸药、索类毛利率按照 36%计，管类、震源药柱按 30%计；所有年份工程爆破服务毛利率按照 20%计。

表 5 主要财务指标（百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	859.89	1034.94	1510.98	1703.09
增长率(%)	31.22%	20.36%	46.00%	12.71%
净利润	37.81	72.40	98.77	101.86
增长率(%)	0.77%	91.47%	36.42%	3.12%
获利能力				
销售毛利率	31.00%	35.24%	34.28%	32.88%
销售净利率	8.22%	13.08%	12.22%	11.18%
净资产收益率	7.99%	14.19%	17.60%	16.60%
投入资本回报率	13.29%	18.90%	22.82%	18.03%
偿债能力				
资产负债率	35.47%	29.98%	37.97%	22.82%
流动比率	1.37	1.68	1.63	2.58
营运能力				
总资产周转率	0.96	1.07	1.15	1.38
固定资产周转率	3.38	3.38	4.53	4.76
应收账款周转率	7.29	8.34	6.59	10.08
存货周转率	8.06	11.81	7.28	13.30
每股指标				
每股收益（最新摊薄）	0.284	0.544	0.742	0.765
每股经营现金流	0.641	1.058	0.830	2.222
每股股利	0.041	0.264	0.360	0.372
股息率(分红/股价)	0.003	0.019	0.026	0.027
估值比率				
市盈率	49.31	25.76	18.88	18.31
市净率	3.94	3.65	3.32	3.04
EV/EBITDA	16.66	16.32	15.23	9.38

数据来源：广发证券发展研究中心

我们预测，公司 2009、2010、2011 年主营业务收入将分别为 10.3 亿、15.1 亿、17.0 亿元，同比增长分别为 20.4%、46.0%和 12.7%；净利润分

别为 0.72 亿、0.99 亿和 1.0 亿元，同比增速分别为 91.5%、36.4%和 3.1%。

(二) 公司估值

我们预测企业 2009~2011 年每股收益分别为：0.55 元、0.76 元、0.79 元，对应市盈率为 26 倍、19 倍、18 倍。与其它三家民爆上市公司相比，公司估值水平偏低。随着贵州六条铁路的陆续开工，公司产品产量至少有 50%的增幅。若给予公司明年 25 倍市盈率，则 1 年内目标价为 19 元，给予公司“买入评级”。

表 6 国内可比上市公司估值情况

简称	最新价 (8 月 5 日)	总市值 (亿元)	P/E			P/B		
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
行业均值	—	19.98	58.55	30.60	25.36	6.12	3.80	3.30
久联发展	13.35	18.65	49.31	21.49	17.76	3.94	3.09	2.69
南岭民爆	17.14	24.19	52.59	38.11	34.70	7.84	4.44	3.84
江南化工	30.61	21.20	69.45	34.48	27.13	7.55	无预测	无预测
雷鸣科化	17.02	15.87	62.84	28.33	21.86	5.13	3.86	3.37

数据来源：wind；广发证券发展研究中心

五、风险提示

(一) 管理层激励不足

作为具有国企背景的公司，久联发展除了可能出现机构臃肿、管理效率偏低、管理费用支出较大等问题外，最大的问题是管理层激励不足。由于大股东的政策限制，久联发展未施行管理层的激励计划。因此，公司管理层对于异地并购的积极性可能会受到抑制。这成为我们预期久联发展异地并购的最大风险。

(二) 原材料价格剧烈上涨压缩盈利空间

民爆器材生产的主要原材料—硝酸铵 09 年以来价格波动不大。我们认为，年底前硝酸铵价格大幅上涨的可能性较小。但随着过剩产能的逐步

消化，硝酸铵的市场价格在 2010 年以后会否出现剧烈上涨，成为公司经营的一个风险。

(三) 竞争日趋激烈，行业产能可能过剩

目前，全国民爆行业许可生产能力为炸药 480 万吨、雷管近 38 亿发，而全国民爆产品市场年需求约为炸药 300 万吨、雷管 25 亿发。考虑到重要节日、会议期间停产等因素，许可能力与市场需求基本相当，供需大体平衡。但是，随着各大集团的新建项目、技改扩产项目的完成，行业产能将可能出现过剩。

附录 模拟财务报表

表 7 模拟利润表

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	859.89	1034.94	1510.98	1703.09
减:营业成本	593.33	670.27	993.07	1143.10
营业税金及附加	7.73	9.31	13.59	15.31
营业费用	38.63	46.50	67.88	76.52
管理费用	123.80	149.00	217.54	245.20
财务费用	7.81	3.32	4.36	1.64
资产减值损失	5.25	0.00	0.00	0.00
加:投资收益	2.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	86.31	156.55	214.54	221.32
加:其他非经营损益	5.12	2.66	2.66	2.66
利润总额	91.43	159.22	217.21	223.99
减:所得税	20.75	23.88	32.58	33.60
净利润	70.68	135.33	184.63	190.39
减:少数股东损益	32.87	62.93	85.85	88.53
归属母公司股东净利润	37.81	72.40	98.77	101.86

数据来源：广发证券发展研究中心

表 8 模拟资产负债表

	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31
1、资产：				
货币资金	17,009.47	20,698.90	30,219.61	34,061.85
应收票据及账款	11,802.56	12,402.54	22,936.00	16,895.62
预付账款	3,402.51	4,961.66	7,430.77	6,833.89
其他应收款	3,004.38	3,974.49	6,214.40	5,269.94
存货	7,358.72	5,674.82	13,635.79	8,592.24
流动资产合计	42,577.64	47,712.41	80,436.56	71,653.54
长期股权投资	679.02	679.02	679.02	679.02
固定资产	25,461.36	30,599.36	33,370.80	35,742.24
在建工程	7,966.56	6,000.00	6,000.00	6,000.00
无形资产	11,979.09	11,036.55	10,039.99	9,003.43
开发支出	414.02	400.00	400.00	400.00
长期待摊费用	65.74	32.87	0.00	0.00
非流动资产合计	46,565.79	48,747.80	50,489.81	51,824.69
资产总计	89,143.42	96,460.20	130,926.37	123,478.23
2、负债：				
短期借款	14,351.99	13,974.88	23,856.98	9,397.92
应付票据及账款	7,875.72	4,616.24	13,891.96	7,412.44
预收账款	2,335.17	3,271.30	4,913.93	4,312.00
其他应付款	6,601.75	6,601.75	6,601.75	6,601.75
流动负债合计	31,164.62	28,464.16	49,264.61	27,724.11
专项应付款	452.76	452.76	452.76	452.76
非流动负债合计	452.76	452.76	452.76	452.76
负债合计	31,617.38	28,916.93	49,717.38	28,176.87
3、股东权益：				
股本	12,100.00	12,100.00	12,100.00	12,100.00
资本公积	22,374.88	22,374.88	22,374.88	22,374.88
累计留存收益	12,827.98	16,551.99	21,632.36	26,871.34
归属母公司股东的权益	47,302.86	51,026.87	56,107.24	61,346.22
少数股东权益	10,223.18	16,516.41	25,101.76	33,955.15
股东权益合计	57,526.04	67,543.28	81,208.99	95,301.36
负债和股东权益合计	89,143.42	96,460.20	130,926.37	123,478.23

数据来源：广发证券发展研究中心

表 9 模拟现金流量表

	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31
1、将净利润调节为经营活动的现金流量:				
税后经营利润	6,786.32	13,306.91	18,236.03	18,812.45
加: 折旧与摊销	2,298.52	4,217.99	4,657.99	5,065.12
利息费用	906.91	327.86	431.60	159.75
存货的减少(增加以“-”填列)	-2,219.12	1,683.90	-7,960.97	5,043.54
经营性应收项目的减少(增加以“-”填列)	-3,934.09	-3,129.24	-15,242.47	7,581.71
经营性应付项目的增加(减少以“-”填列)	4,167.30	-2,323.35	10,918.35	-7,081.45
其他经营活动有关的现金流量	-9.47	0.00	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	8,525.90	14,084.07	11,040.53	29,581.12
2、投资活动产生的现金流量:				
交易性金融资产的减少(增加以“-”填列)		-0.00	-0.00	-0.00
加: 金融资产投资的减少(增加以“-”填列)		-0.00	-0.00	-0.00
取得投资收益收到的现金	427.90	0.00	0.00	0.00
资产处置收益收到的现金	17.28	0.00	0.00	0.00
减: 固定资产投资		6,000.00	6,000.00	6,000.00
无形资产投资		400.00	400.00	400.00
投资性房地产投资		0.00	0.00	0.00
长期股权投资增加		0.00	0.00	0.00
长期待摊费用增加	-	0.00	0.00	0.00
加: 其他投资活动有关的现金流量	860.75	226.47	226.47	226.47
投资活动产生的现金流量净额	-5,916.06	-6,173.53	-6,173.53	-6,173.53
3、筹资活动产生的现金流量:				
股权筹资额		0.00	0.00	0.00
加: 长期带息债务增加/(减少)		0.00	0.00	0.00
减: 支付普通股股利		3,516.14	4,796.79	4,946.55
偿付利息		327.86	431.60	159.75
加: 其他筹资活动有关的现金流量	0.00	0.00	0.00	0.00
计入短期借款前融资流入		-3,844.00	-5,228.39	-5,106.30
加: 短期借款增加/(减少)		-377.11	9,882.10	-14,459.05
筹资活动产生的现金流量净额	962.86	-4,221.11	4,653.71	-19,565.35
4、现金及现金等价物净增加:				
现金及现金等价物净增加额	3,572.71	3,689.43	9,520.71	3,842.24
加: 现金及现金等价物期初余额	17,407.78	17,009.47	20,698.90	30,219.61
现金及现金等价物期末余额	17,009.47	20,698.90	30,219.61	34,061.85

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

久联发展(002037)行情走势



相关研究报告

久联发展(002037.sz)	董力伟	2006-12-11
-----------------	-----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。