

久联发展(002037.sz)

三条生产线验收投产极大提升产能；业绩预告略超预期

吕丙风 分析师

电话：020-87555888-698

Email: lbf2@gf.com.cn

SAC执业证书编号：S0260210070021

事件

1、公司公告，子公司甘肃久联民爆器材有限公司兰州和平分公司年产 12000 吨乳化炸药生产线、9855 生产分公司（桐木岭生产点）年产 12000 吨膨化硝酸炸药、9000 吨乳化炸药生产线分别于近日通过外部验收。

2、公司公告，预计 2010 年净利润比上年同期 7576.92 万元增长 40%-50%。

我们的观点

1、三条生产线的外部验收完成，标志着公司产能极大提高

近几年，受制于持续技改，久联发展的产能释放不够充分，预计 2010 年的炸药实际产量在 8.5-9 万吨之间；根据我们统计，此次三条生产线建设完成通过验收，公司的炸药实际产能在 12.5 万吨/年左右，生产能力比 2010 年增长 40%以上。换言之，在贵州省内炸药供不应求的背景下，如果公司能顺利取得工信部生产配额，则 2011 年炸药有望大幅增长。我们认为，公司今年炸药产量保守应在 10 万吨以上。

此外，三条生产线建成投产，标志着公司本质安全、技术水平及产品竞争力得到了进一步提高，为公司的可持续发展奠定了坚实的基础。

2、业绩预告略超预期

2010 年 3 季报，公司预告 2010 全年业绩同比增长 20%-40%；此次业绩预告修正，上调至净利润同比增长 40%-50%，对应的归属于母公司的净利润为 1.06 亿—1.14 亿，对应每股收益为 0.61—0.66 元，略超 3 季报业绩预告的预期，基本符合公司 2009 年报中 1.07 亿元的全年经营目标。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	859.89	1,165.54	1558.39	2223.22	2735.68
增长率(%)	31.22%	35.54%	33.71%	42.66%	23.05%
EBITDA(百万元)	122.22	186.32	310.61	455.36	555.32
净利润(百万元)	37.81	75.77	110.15	181.48	224.53
增长率(%)	0.77%	100.37%	58.6%	51.0%	23.7%
每股收益(元)	0.313	0.569	0.64	1.05	1.30
市盈率	27.33	32.46	30.66	20.30	16.41
市净率	2.18	4.52	5.39	4.26	3.38
EV/EBITDA	8.75	14.04	11.35	7.32	5.46

数据来源：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)	21.30
目标价格(元)	30.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	10.48%	30.76%	65.90%
沪深 300	-0.85%	6.56%	-12.51%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

173.03/173.03

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

35.78%

财务比率

ROE	13.91%
ROA	14.30%
资产负债率	48.09%
每股净资产(元)	4.09

2009 年报数据

3、业绩预告一方面再次印证公司业绩进入快速增长通道；另一方面也说明公司的战略选择能力、业务把握能力、工程业务的市场竞争能力稳步提升。

基于对自身管理决策能力的充分把握，管理层才敢于在 2009 年报中对 2010 年全年业绩进行前瞻，也才有能力圆满完成年初制定的各项计划。

盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设如下：

表 1 盈利预测假设

产品种类	2010 年		2011 年		2012 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
炸药（吨）	1,000.84	35.3%	1,150.97	32.6%	1,438.71	30.7%
管类（万发）	167.84	26.0%	193.01	25.0%	221.96	24.0%
索类（万米）	51.12	38.0%	58.78	36.0%	67.60	33.0%
震源药柱	13.42	42.0%	14.76	40.0%	16.24	38.0%
工程爆破服务	320.00	32.0%	800.00	32.0%	1100.00	32.0%

数据来源：广发证券发展研究中心

我们测算公司 2010—2012 年 EPS 分别至 0.64 元、1.05 元和 1.30 元，三年复合增长率达 43.6%。假设公司此次发行 3,700 万股，募集资金 65,305 万元，则新增股本 3700 万股，发行后股本为 2.1 亿股。按照发行后股本计，公司 2010—2012 年 EPS 分别为 0.52 元、0.86 元和 1.07 元。

考虑到公司的业绩确定性强，成长性高，并购预期强烈等因素，给予公司 2011 年摊薄后 EPS30 倍市盈率，一年内目标价 30 元，给予“买入”评级。

风险提示

恶劣天气造成硝酸铵采购困难及生产停电。

资产负债表

单位：百万元

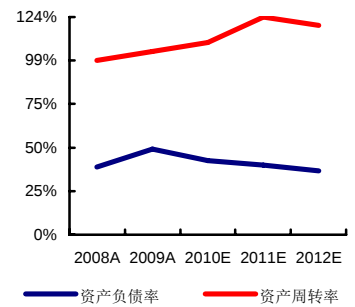
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	468	735	888	1,277	1,734
货币资金	210	276	464	654	958
应收及预付	182	381	320	471	588
存货	74	76	104	151	189
其他流动资产	3	2	0	0	0
非流动资产	468	561	662	754	822
长期股权投资	7	7	7	7	7
固定资产	255	356	388	435	465
在建工程	80	38	88	108	128
无形资产	125	155	179	204	221
其他长期资产	3	4	0	0	0
资产总计	937	1,296	1,550	2,031	2,556
流动负债	357	615	661	816	939
短期借款	144	305	305	305	305
应付及预收	213	311	356	512	634
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	5	8	1	1	1
长期借款	0	1	1	1	1
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	8	0	0	0
负债合计	361	623	661	817	939
股本	121	133	173	173	173
资本公积	224	212	212	212	212
留存收益	128	178	298	479	704
归属母公司股东权益	473	523	683	865	1,089
少数股东权益	102	128	224	368	546
负债和股东权益	937	1,275	1,568	2,049	2,574

利润表

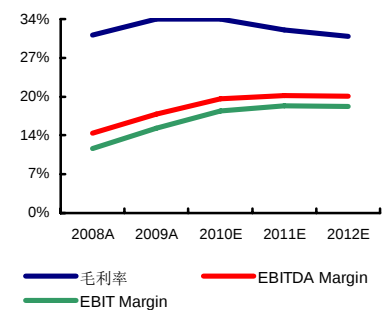
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	860	1166	1558.39	2223.22	2735.68
营业成本	593	772	1032	1513	1893
营业税金及附加	8	11	15	22	27
销售费用	39	52	70	99	122
管理费用	124	158	165	174	185
财务费用	8	10	2	-2	-9
资产减值损失	5	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	2	2
营业利润	86	155	277	420	520
营业外收入	8	8			
营业外支出	2	13			
利润总额	91	150	280	423	523
所得税	21	35	64	97	120
净利润	71	115	216	326	403
少数股东损益	33	39	95	144	178
归属母公司净利润	38	76	110.15	181.48	224.53
EBITDA	119	201	310.61	455.36	555.32
EPS (元)	0.31	0.57	0.64	1.05	1.30

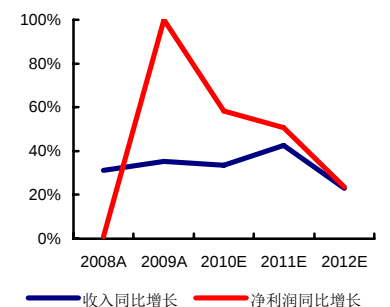
资产负债率趋势



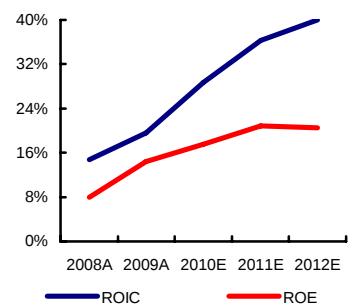
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

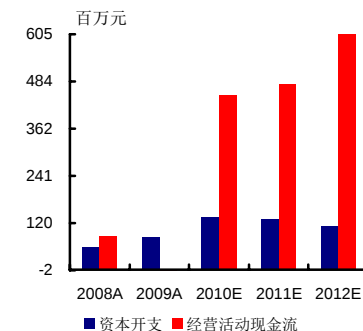
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	85	-2	353	332	427
净利润	71	115	216	326	403
折旧摊销	23	29	34	40	46
营运资金变动	-20	-171	90	-43	-32
其它	11	26	14	10	10
投资活动现金流	-59	-82	-134	-127	-109
资本支出	-58	-84	-136	-129	-111
投资变动	5	1	2	2	2
其他	-6	0	0	0	0
筹资活动现金流	10	151	-31	-15	-15
银行借款	152	410	0	0	0
债券融资	-118	-239	-7	0	0
股权融资	11	28	0	0	0
其他	-35	-48	-24	-15	-15
现金净增加额	36	66	188	190	303
期初现金余额	174	210	276	464	654
期末现金余额	210	276	464	654	958

主要财务比率

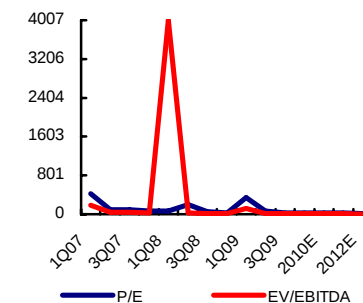
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	31.2%	35.5%	33.7%	42.7%	23.1%
营业利润	20.8%	80.0%	78.3%	51.6%	23.9%
归属于母公司净利润	0.8%	100.4%	58.6%	51.0%	23.7%
获利能力					
毛利率	31.0%	33.8%	33.8%	32.0%	30.8%
净利率	8.2%	9.9%	13.8%	14.6%	14.7%
ROE	8.0%	14.5%	17.6%	21.0%	20.6%
ROIC	14.8%	19.7%	28.8%	36.5%	40.2%
偿债能力					
资产负债率	38.6%	48.9%	42.2%	39.9%	36.5%
净负债比率	-11.5%	4.4%	-17.5%	-28.4%	-39.9%
流动比率	1.31	1.20	1.34	1.56	1.85
速动比率	1.01	1.03	1.12	1.30	1.57
营运能力					
总资产周转率	0.99	1.04	1.10	1.24	1.19
应收账款周转率	8.62	10.58	10.58	10.58	10.58
存货周转率	9.49	10.32	10.00	10.04	10.01
每股指标 (元)					
每股收益	0.31	0.57	0.69	1.05	1.30
每股经营现金流	0.70	-0.01	2.04	1.92	2.47
每股净资产	3.91	3.93	3.95	5.00	6.30
估值比率					
P/E	27.3	32.5	30.66	20.30	16.41
P/B	2.2	4.7	5.39	4.26	3.38
EV/EBITDA	8.1	12.4	11.35	7.32	5.46

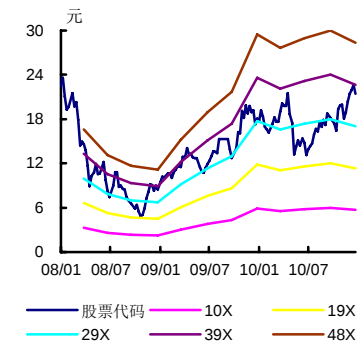
资本支出与经营活动现金流



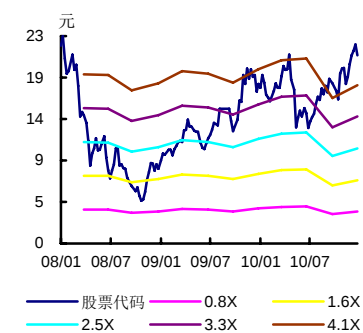
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发化工行业研究小组

吕丙风，分析师，暨南大学产业经济学硕士，本科毕业于河北工业大学应用化学专业，2008 年进入广发证券发展研究中心。

王剑雨，研究助理，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wjy3@gf.com.cn，020-87555888-635。

曹勇，研究助理，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：cy25@gf.com.cn，020-87555888-833。

相关研究报告

久联发展_公告点评	王剑雨	2010-12-08
久联发展(002037.sz)_季报点评	王剑雨	2010-10-26
久联发展(002037.sz)_公告点评	王剑雨	2010-10-26

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。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。