

2011-06-06

基础化工

久联发展 002037-SZ

维持

买入

当前价格 23.80 元
目标价格 36.00 元
目标期限 6 个月

分析师:

王席鑫(执业书编号: S0930511020001)

021-22169077 wangxixin@ebsecn.com

张力扬(执业证书编号: S0930511010005)

021-22169167 zhangly@ebsecn.com

程磊(执业证书编号: S0930510120003)

021-22169165 chenglei@ebsecn.com

联系人:

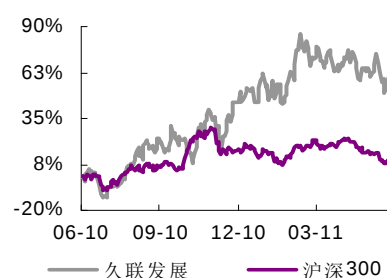
孙琦祥

021-22169163 sunqx@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股) 173
总市值(百万元) 4,118
流通比例(%) 100.00%
12 个月最高/最低(元) 27.75/12.36
近 3 月日均成交量(百万股) 1.45
主要股东 贵州久联企业集团有限公司
责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.14	3.51	54.37
绝对收益	-1.33	-5.19	63.19

相关报告:

十一五完美收官, 十二五再续辉煌
..... 2011-02-20
修正业绩彰显爆破服务成长性, 期待未来内生
外延双惊喜
..... 2011-01-25

爆破工程、收购兼并全面展开

◇ 事件: 公司公告拟与浙江物产战略合作组建公司、与深圳华波美在西藏合资爆破服务公司

◆ 爆破工程积极向省外扩张、收购兼并全面展开, 维持“买入”评级:

从公司近期的公告包括与浙江物产合作组建公司、与深圳华波美在西藏合资爆破服务公司可以看出, 前者公司在有计划的开展收购兼并工作, 而后者公司凭借爆破双 A 资质, 上市公司融资平台, 积极向省外拓展爆破工程业务, 符合我们之前对公司爆破工程业务将成为未来内生增长亮点的判断, 公司目前在手以公告订单在 20 亿以上, 我们判断随着公司省外爆破工程公司的设立, 公司将不断获取新的订单。我们上调公司盈利预测 11~13 年分别为 1.04、1.43 和 1.85 元, 维持 11 年目标价 36 元。

◆ 爆破工程双 A 资质和上市公司融资平台助力公司爆破工程业务爆发式增长:

公司旗下的新联爆破作为贵州省工程爆破领域唯一一家已取得建设部和公安部双一级资质(国内最高资质, 国内目前仅有约十五家左右)爆破工程企业, 凭借上市公司融资平台优势, 公司有能力向省外扩张其爆破工程业务。由于炸药业务受原材料波动影响, 而价格有上限, 因此未来在销售和爆破工程服务环节能获得突破的企业, 将更具成长性。公司目前爆破工程业务规模排名国内第三, 排名第一的广州宏大目前炸药产能较小, 而排名第二的葛洲坝集团控股的易普力主要负责集团业务, 我们认为相比后两者, 久联地域优势和上市公司融资平台在产业竞争中更具优势。

◆ 爆破工程、炸药生产业务 12 年均有望超预期:

公司此次定向增发募集资金 6.13 亿元, 爆破服务业务轻资产、周转率高, 考虑到周转率和杠杆融资, 理论上可以支撑 30 亿元以上的爆破工程业务。我们维持公司 11 年工程业务 8 亿元的预测, 实现净利润 1 亿元左右, 11 年爆破工程将占得公司业务半边天, 成为最具爆发力和成长性的业务, 我们认为随着未来新订单的不断获取, 公司爆破工程业务超预期可能很大。

同时, 公司通过兼并收购, 未来炸药产能不断增加, 而公司过去几年由于自身炸药产能一直处于技改状态, 所以无法完全释放产能, 而公司我们判断未来 2~3 年公司炸药业务仍有望保持 20% 以上的增长。

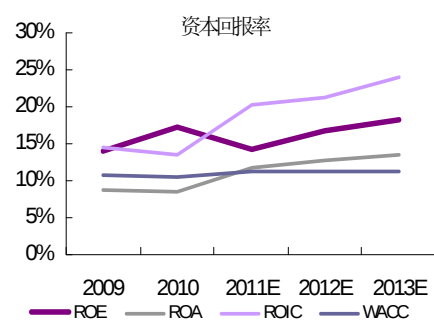
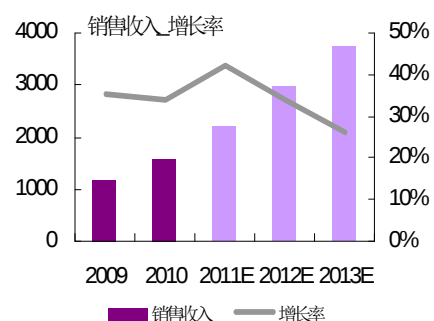
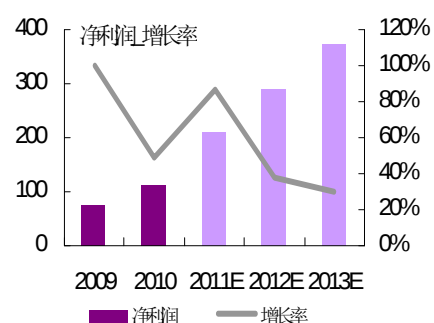
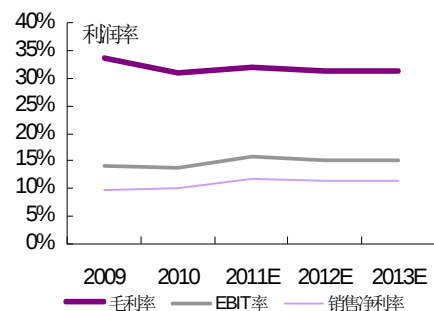
业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,166	1,560	2,217	2,968	3,747
营业收入增长率	35.54%	33.86%	42.12%	33.83%	26.28%
净利润(百万元)	76	113	210	289	375
净利润增长率	100.37%	48.49%	86.65%	37.63%	29.88%
EPS(元)	0.37	0.55	1.04	1.43	1.85
ROE(归属母公司)	13.91%	17.28%	14.19%	16.71%	18.26%
P/E	64	43	23	17	13
P/B	9	7	3	3	2
EV/EBITDA	19	18	12	10	8

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,166	1,560	2,217	2,968	3,747
营业成本	772	1,080	1,513	2,041	2,580
折旧和摊销	29	46	62	65	67
营业税费	11	23	22	30	37
销售费用	52	60	89	119	150
管理费用	158	172	244	326	412
财务费用	10	13	12	-4	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	2
营业利润	155	205	343	453	570
利润总额	150	208	343	453	570
少数股东损益	39	46	51	55	58
归属母公司净利润	75.77	112.51	209.99	289.00	375.37

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,296	1,851	2,218	2,692	3,231
流动资产	735	1,075	1,463	1,952	2,527
货币资金	276	368	699	845	1,162
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	107	267	208	279	352
应收票据	8	10	15	20	25
其他应收款	241	283	313	523	623
存货	76	120	169	220	285
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	7	8	8	8	9
固定资产	356	484	482	475	449
无形资产	145	154	146	139	132
总负债	623	1,060	548	717	871
无息负债	318	493	514	683	837
有息负债	305	567	34	34	34
股东权益	673	791	1,670	1,975	2,360
股本	133	173	203	203	203
公积金	256	225	870	897	897
未分配利润	134	231	385	608	934
少数股东权益	128	140	191	246	304

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-2	11	302	229	389
净利润	76	113	210	289	375
折旧摊销	29	46	62	65	67
净营运资金增加	149	135	135	287	221
其他	-255	-282	-105	-412	-274
投资活动产生现金流	-82	-152	-45	-48	-28
净资本支出	84	134	47	50	30
长期投资变化	7	8	0	0	0
其他资产变化	-174	-293	-92	-98	-58
融资活动现金流	151	232	74	-35	-44
股本变化	12	40	30	0	0
债务净变化	162	262	-533	0	0
无息负债变化	101	175	20	169	154
净现金流	66	92	332	145	317

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	35.54%	33.86%	42.12%	33.83%	26.28%
净利润增长率	100.37%	48.49%	86.65%	37.63%	29.88%
EBITDA 增长率	68.23%	36.21%	58.69%	23.27%	23.21%
EBIT 增长率	79.10%	32.05%	63.75%	26.59%	26.09%
估值指标					
PE	64	43	23	17	13
PB	9	7	3	3	2
EV/EBITDA	19	18	12	10	8
EV/EBIT	22	22	14	11	9
EV/NOPLAT	29	29	18	15	11
EV/Sales	3	3	2	2	1
EV/IC	4	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	33.78%	30.77%	31.77%	31.21%	31.16%
EBITDA 率	16.47%	16.76%	18.72%	17.24%	16.82%
EBIT 率	14.01%	13.82%	15.92%	15.06%	15.04%
税前净利润率	12.85%	13.30%	15.49%	15.25%	15.22%
税后净利润率 (归属母公司)	6.50%	7.21%	9.47%	9.74%	10.02%
ROA	8.87%	8.57%	11.77%	12.78%	13.41%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.91%	17.28%	14.19%	16.71%	18.26%
经营性 ROIC	14.42%	13.56%	20.18%	21.21%	23.98%
偿债能力					
流动比率	1.20	1.06	2.91	2.90	3.06
速动比率	107.16%	94.03%	257.17%	257.61%	271.38%
归属母公司权益/有息债务	1.79	1.15	43.51	50.87	60.48
有形资产/有息债务	3.73	2.97	60.87	75.03	91.08
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.37	0.55	1.04	1.43	1.85
每股红利	0.03	0.17	0.19	0.24	0.36
每股经营现金流	-0.01	0.06	1.49	1.13	1.92
每股自由现金流(FCFF)	-0.34	-0.24	0.71	0.36	1.23
每股净资产	2.69	3.21	7.30	8.53	10.14
每股销售收入	5.75	7.70	10.94	14.64	18.49

资料来源：光大证券、上市公司

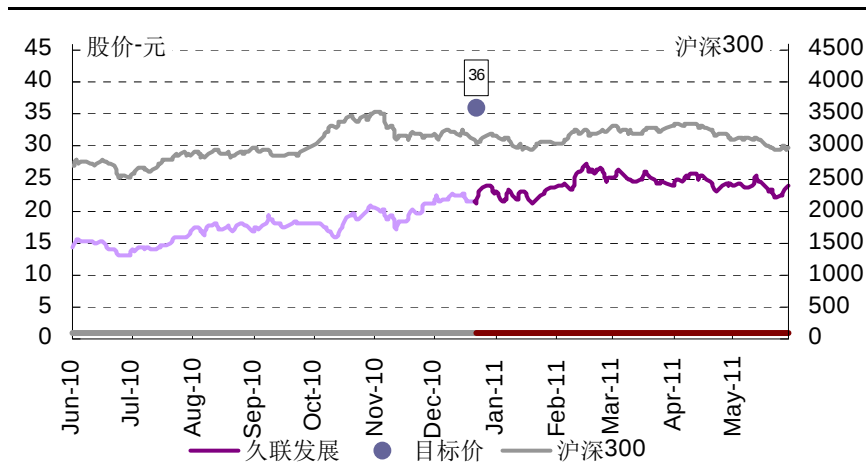
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

久联发展（002037）

分析师：王席鑫



日期	股价	目标	评级
2010-12-28	21.30	36.00	买入
2011-01-25	21.30	36.00	买入
2011-02-20	26.25	36.00	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。