

久联发展(002037.sz)

下跌点评：硝酸铵涨价冲击较小；利空或是利好

吕丙凤 分析师

电话：020-87555888-635

Email: lbf2@gf.com.cn

SAC 执业证书编号：S0260511020017

事件

今日，久联发展下跌 4.31%，部分受到大盘调整的影响，部分来源于市场对硝酸铵价格上涨影响公司盈利能力的担忧。

点评

我们认为，上述担忧不足虑，原因如下：

第一，硝酸铵价格上涨对公司盈利本身影响较小。我们测算，2011 年公司炸药业务收入占比为 50%左右，剩余 50%由工程、雷管等业务贡献。在一半的收入里，硝酸铵成本占比为 13%左右，价格上涨对公司盈利影响较小。

第二，与历史高点比，硝酸铵上涨空间较小。2011 年硝酸铵均价 2340 元/吨，2008 年为 2560 元/吨（1-8 月份在高位，8 月份之后跌得很惨）。目前的硝酸铵价格已在高位，上涨空间较小。

第三，硝酸铵价格后续下行的概率较大。目前，市场上推硝酸铵涨价的逻辑，主要包括尿素价格带动、前期库存水平低、缺电影响行业开工等。客观讲，上述均为短期因素，不构成对价格的长期支撑。唯一具有中长期支撑的，是煤炭价格上涨带动的合成氨成本增加。但是，2010 年国内合成氨产能 6300 万吨，当年表观消费量 5013 万吨，过剩 1300 万吨。如果硝酸铵盈利能力长期维持高位，则过剩的合成氨会较快的转向硝酸铵生产。

第四，退一万步说，即使硝酸铵价格维持高位，反而有利于行业整合与并购；

第五，我们认为，目前的硝酸铵价格与 2008 年接近，主管部门工信部不排除有接受部分企业申请，提价的可能。虽然该可能较小，但也是民爆行业值得期待的拐点之一。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,165.54	1,560.21	2,327.12	2,905.25	3,680.48
增长率(%)	35.54%	33.86%	49.15%	24.84%	26.68%
EBITDA(百万元)	186.32	263.56	409.70	479.34	560.13
净利润(百万元)	75.77	112.51	202.18	244.35	292.22
增长率(%)	100.37%	48.49%	79.70%	20.86%	19.59%
每股收益(元)	0.569	0.650	1.170	1.410	1.690
市盈率	32.46	36.16	22.47	18.59	15.54
市净率	4.52	6.25	5.46	4.22	3.32
EV/EBITDA	14.04	16.72	10.60	8.34	6.43

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)	24.40
目标价格(元)	33.00
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	8.17%	0.23%	75.75%
沪深 300	3.21%	-8.11%	14.22%

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	17.28%
ROA	14.01%
资产负债率	57.27%
每股净资产(元)	3.76

2010 年报数据