

久联发展（002037）

推荐（首次）

爆破服务保障公司长期发展

市场数据

报告日期	2011-8-16
收盘价(元)	24.34
总股本(百万股)	173.03
流通股本(百万股)	173.03
总市值(百万元)	4211.55
流通市值(百万元)	4211.55
净资产(百万元)	666.31
总资产(百万元)	1941.73
每股净资产	3.85

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1560	2268	2731	3425
同比增长(%)	33.9%	45.4%	20.4%	25.4%
净利润(百万元)	113	195	242	297
同比增长(%)	48.5%	73.2%	24.1%	22.9%
毛利率(%)	30.8%	32.0%	31.6%	30.6%
净利率(%)	7.2%	8.6%	8.9%	8.7%
净资产收益率(%)	17.28%	24.02%	22.96%	22.01%
每股收益(元)	0.65	1.13	1.40	1.72
每股经营现金流(元)	0.07	1.13	1.52	1.55

相关报告

投资要点

事件:

久联发展公布 2011 年半年报, 报告期实现营业收入 10.51 亿元, 同比增长 92.06%, 实现营业利润 1.29 亿元, 同比增长 79.64%, 归属于上市公司股东的净利润 7655.11 万元, 同比增长 99.66%。按 1.7303 亿股的总股本计, 实现每股收益 0.44 元, 扣除非经常性损益后的每股收益 0.48 元, 每股经营性净现金流量为-0.30 元。

点评:

久联发展营业收入和净利润快速增长的主要原因是工业炸药收入和爆破服务收入同比大幅增长。

- **工业炸药和爆破服务收入增加带动公司业绩上涨。**报告期内工业炸药收入达到 6.51 亿元, 同比增长 40.17%。这主要是由于公司部分炸药生产线于 2010 年年底改造完成, 产能瓶颈明显缓解, 加之西部地区基础设施投资较大, 带动销量同比明显上涨。同时公司通过调整产品结构有效缓解了上游原材料及人工成本上涨对毛利率影响, 工业炸药毛利率小幅下降 1.81 个百分点。

公司爆破服务收入同比大幅增长 394.80%, 公司下属爆破服务公司充分利用自身技术和资质优势, 先后承接了贵州省内外多项大型市政改造工程, 特别是在遵义市内承接订单总额至少达到 20 个亿, 推动公司业绩持续上涨。

分析师 郑方铤
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn
SAC:S0190510120005

联系人: 刘刚
021-3856 5870
liugang@xyzq.com.cn

- **合资方式快速增加炸药产能。**公司通过和浙江民爆公司合资的方式增加公司贵州地区 2 万吨炸药产能，预计于明年开始贡献业绩，由于目前国家基本不会再新批炸药生产产能，因而产能转移成为龙头企业增加炸药产能的唯一途径，相比于兼并收购，合资方式投资成本更为低廉，在目前兼并收购价格明显较高的背景下，合资方式可复制性较高。
- **公司爆破服务业务发展迅速，未来潜力巨大。**公司目前爆破服务收入占总营业收入的 37.6%，在上市公司中占比最高。发展爆破服务有助于解决民爆生产企业发展受产能瓶颈制约的问题，保障公司业绩稳定增长，符合行业长期发展的方向。公司拥有最高等级民爆工程服务资质并且已经成功完成多项市政工程的爆破服务，技术和品牌优势明显。除继续扩张遵义市市政工程订单外，我们预计公司还可能争取省内其他城市市政工程订单，同时尝试进入矿山等其他领域，未来公司民爆工程服务市场空间将十分广阔。
- **给予“推荐”的投资评级。**公司是贵州和甘肃省内最大的民爆生产企业，相比于其余上市公司，公司民爆工程服务业务规模最大，资质等级最高。公司民爆服务业务将明显受益于贵州甘肃等地的市政建设快速发展，民爆工程服务收入将稳定快速增长。在不考虑未来并购重组的前提下，我们估计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.13、1.40、1.72 元（增发摊薄前），给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1075	1329	1719	2214
货币资金	368	391	557	751
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	267	329	403	516
其他应收款	283	378	488	600
存货	120	168	202	259
非流动资产	776	723	719	702
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	8	8	8	8
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	484	465	491	494
在建工程	48	74	55	35
油气资产	0	0	0	0
无形资产	154	154	154	154
资产总计	1851	2052	2439	2916
流动负债	1015	1005	1093	1205
短期借款	533	500	500	500
应付票据	0	0	0	0
应付账款	206	283	352	445
其他	277	221	240	259
非流动负债	45	45	45	44
长期借款	34	34	34	34
其他	11	11	11	10
负债合计	1060	1050	1137	1248
股本	173	173	173	173
资本公积	172	172	172	172
未分配利润	231	391	633	930
少数股东权益	140	191	248	317
股东权益合计	791	1002	1302	1667
负债及权益合计	1851	2052	2439	2916

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	113	195	242	297
折旧和摊销	46	45	49	54
资产减值准备	-21	0	0	0
无形资产摊销	7	3	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	13	26	21	14
投资损失	-2	0	0	0
少数股东损益	46	65	77	92
营运资金的变动	135	122	135	187
经营活动产生现金流量	65	195	263	268
投资活动产生现金流量	-149	-49	-56	-37
融资活动产生现金流量	249	-123	-40	-37
现金净变动	165	23	166	194
现金的期初余额	276	368	391	557
现金的期末余额	441	391	557	751

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1560	2268	2731	3425
营业成本	1080	1541	1867	2377
营业税金及附加	23	28	35	44
销售费用	60	94	112	140
管理费用	172	238	280	343
财务费用	13	26	21	14
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	205	340	416	507
营业外收入	7	0	2	2
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	208	340	418	509
所得税	49	81	99	120
净利润	159	260	319	389
少数股东损益	46	65	77	92
归属母公司净利润	113	195	242	297
EPS (元)	0.65	1.13	1.40	1.72

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	33.9%	45.4%	20.4%	25.4%
营业利润增长率	32.0%	66.1%	22.1%	22.0%
净利润增长率	48.5%	73.2%	24.1%	22.9%
盈利能力(%)				
毛利率	30.8%	32.0%	31.6%	30.6%
净利率	7.2%	8.6%	8.9%	8.7%
ROE	17.3%	24.0%	23.0%	22.0%

偿债能力(%)

资产负债率	57.3%	51.2%	46.6%	42.8%
流动比率	1.06	1.32	1.57	1.84
速动比率	0.94	1.15	1.39	1.62

营运能力(次)

资产周转率	0.99	1.16	1.22	1.28
应收帐款周转率	7.97	7.61	7.46	7.46

每股资料(元)

每股收益	0.65	1.13	1.40	1.72
每股经营现金	0.07	1.13	1.52	1.55
每股净资产	3.76	4.69	6.09	7.80

估值比率(倍)

PE	37.43	21.61	17.42	14.17
PB	6.47	5.19	4.00	3.12

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我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。我们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,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

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。