

久联发展 (002037)

工程业务成就高增长，炸药产能今年集中释放

魏涛
0755-23976212
weitao@gtjas.com
编号 S0880511010033

本报告导读：

受炸药产能提升及工程施工项目业务推动，今年增长明晰；工程项目在手订单充足，未来2-3年增长可期。现炸药产能许可已有16万吨，产销量未来2年将逐步提升。
投资要点：

- 2011年上半年公司实现营业收入10.5亿元，同比增长92.06%；归属母公司净利润7655万元，同比增长99.66%；每股收益为0.44元。上半年内公司工程施工业务确定收入3.93亿元，同比增长394.82%；实现炸药收入5.26亿元，同比增长30.92%。
- 新联爆破上半年收入4.0亿，同比增长348%，净利润0.4亿，占合并归母净利润比为53%，已成为久联发展净利润的主要来源。估计今年工程订单有望超过30亿，看好新联爆破的增长。
- 上半年毛利率为27%，相比2010年下滑4个点，主要系报告期内大幅增加的工程施工毛利率相比炸药较低，拉低综合毛利率。因硝酸铵原材料涨价，炸药平均毛利率为32%，较去年略有下滑。上半年硝酸铵采购均价约为2300-2400元/吨，较去年上涨了约20%。
- 目前公司在贵州有8.7万吨炸药生产许可、甘肃5.3万吨、索管类14000万发。另，公司通过跨省转移生产许可提升产能，上半年与浙江物产合作，取得2万吨的炸药生产许可，计划使用在9855厂9000吨生产线上（实际生产能力可达2万吨）。2011年现有及在建产能已达到16万吨许可能力，其中11年新增投产的有4.4万吨。今年上半年估计产量约5万吨，全年产量在12万吨左右。
- 我们预测2011-2013年EPS为1.05、1.44、1.87元，给予增持评级。最新股价对应PE为23倍，目前行业平均估值在27倍左右，考虑今年增发预期，给予目标价32元，对应11-12年PE30、22倍。
- 风险提示：公司爆破项目中市政工程为主，未来账款回收值得关注。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,166	1,560	2,386	2,948	3,355
(+/-)%	36%	34%	53%	24%	14%
经营利润 (EBIT)	172	224	324	437	553
(+/-)%	79%	30%	44%	35%	27%
净利润	76	113	182	250	323
(+/-)%	100%	48%	62%	37%	30%
每股净收益 (元)	0.44	0.65	1.05	1.44	1.87
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	14.8%	14.4%	13.6%	14.8%	16.5%
净资产收益率 (%)	14.5%	17.9%	23.4%	25.2%	25.3%
投入资本回报率 (%)	19.7%	19.3%	16.7%	24.1%	29.1%
EV/EBITDA	16.2	16.2	13.0	9.0	6.8
市盈率	55.3	37.2	23.0	16.8	13.0
股息率 (%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：32.00

上次预测：

当前价格：23.60

2011.08.18

交易数据

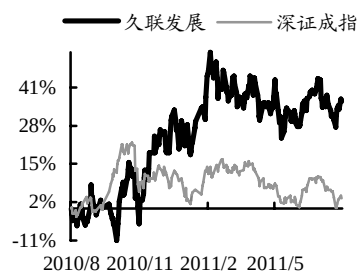
52周内股价区间 (元)	15.67-27.75
总市值 (百万元)	4,084
总股本/流通A股 (百万股)	173/173
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	21

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	695
每股净资产	4.02
市净率	5.9
净负债率	145%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.05	0.09
Q2	0.17	0.35
Q3	0.20	0.33
Q4	0.22	0.28
全年	0.65	1.05

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	-4%	33%
相对指数	-1%	1%	30%

相关报告

- 《爆破服务项目在手创收不愁，产能释放...》
2011.04.24
- 《技改后产能逐步释放，再融资顶爆破...》
2011.02.21
- 《季节因素致毛利率环比下降》
2009.04.27
- 《4季度业绩具可比性，2009年盈利将大...》
2009.03.26
- 《2009年业绩大幅增长可期，公司管理效...》
2008.12.06

模型更新时间: 2011.08.17

股票研究

原材料
基础化工

久联发展 (002037)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 32.00

上次预测:

当前价格: 23.60

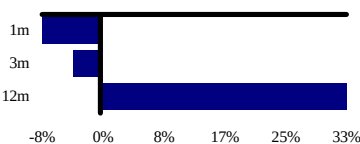
公司网址

www.jiulianfazhan.com

公司简介

公司是目前全国民爆行业中建立并被认定为省级民爆技术中心的屈指可数的企业之一,公司自主开发并完成了一项“雷管编号打标装置”技术,该技术已获一项专利权,国家知识产权局已正式受理公司“安全雷管”、等五项实用新型技术专利或发明专利的申请。公司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、索类等产品能为用户提供一系列配套服务,基本满足不同用户的各类需要。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

15.67-27.75

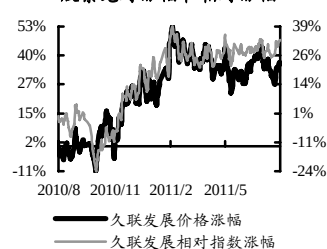
市值 (百万)

4,084

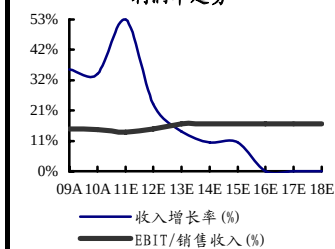
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,166	1,560	2,386	2,948	3,355
营业成本	772	1,080	1,750	2,149	2,420
税金及附加	11	23	36	44	50
销售费用	52	60	72	80	81
管理费用	158	172	205	239	252
EBIT	172	224	324	437	553
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	2
财务费用	10	13	41	48	49
营业利润	155	205	285	391	506
所得税	35	49	65	89	116
少数股东损益	39	46	38	52	67
净利润	76	113	182	250	323
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	276	368	237	52,894	1,166
其他流动资产	2	3	0	0	0
长期投资	7	79	79	79	79
固定资产合计	394	532	663	607	604
无形及其他资产	155	159	167	175	183
资产合计	1,296	1,851	2,528	2,787	3,597
流动负债	615	1,015	1,168	760	864
非流动负债	8	45	384	784	1,134
股东权益	523	629	776	991	1,280
投入资本(IC)	673	889	1,493	1,397	1,465
现金流量表					
NOPLAT	132	171	249	337	426
折旧与摊销	29	46	47	55	63
流动资金增量	-104	-82	-483	48	-63
资本支出	-84	-134	-186	-8	-68
自由现金流	-26	1	-372	432	358
经营现金流	-2	11	-161	459	454
投资现金流	-82	-152	-184	-6	-66
融资现金流	151	232	214	-161	249
现金流净增加额	66	92	-131	292	638
财务指标					
成长性					
收入增长率	35.5%	33.9%	52.9%	23.5%	13.8%
EBIT 增长率	78.9%	30.0%	44.3%	34.9%	26.6%
净利润增长率	100.4%	48.5%	61.7%	37.3%	29.5%
利润率					
毛利率	33.8%	30.8%	26.7%	27.1%	27.9%
EBIT 率	14.8%	14.4%	13.6%	14.8%	16.5%
净利润率	6.5%	7.2%	7.6%	8.5%	9.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.5%	17.9%	23.4%	25.2%	25.3%
总资产收益率(ROA)	5.8%	6.1%	7.2%	9.0%	9.0%
投入资本回报率(ROIC)	19.7%	19.3%	16.7%	24.1%	29.1%
运营能力					
存货周转天数	35	33	26	23	24
应收账款周转天数	35	44	70	82	78
总资产周转天数	350	368	335	16	44
净利润现金含量	-0.03	0.10	-0.89	1.84	1.40
资本支出/收入	7%	9%	8%	0%	2%
偿债能力					
资产负债率	48.1%	57.3%	61.4%	55.4%	55.6%
净负债率	5.5%	31.6%	79.6%	25.7%	-2.5%
估值比率					
PE	55.3	37.2	23.0	16.8	13.0
PB	6.2	6.7	5.4	4.2	3.3
EV/EBITDA	16.2	16.2	13.0	9.0	6.8
P/S	2.8	2.7	1.8	1.4	1.2
股息率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

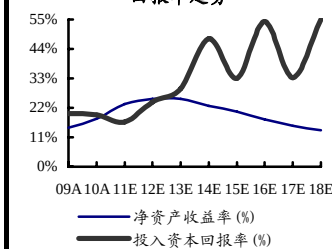
股票绝对涨幅和相对涨幅



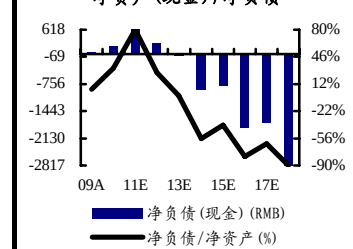
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 工程施工业务带动业绩快速增长,

2011 年上半年公司实现营业收入 10.5 亿元, 同比增长 92.06%; 归属母公司净利润 7655 万元, 同比增长 99.66%; 每股收益为 0.44 元。业绩及利润大幅增长主要来自全资子公司新联爆破的工程施工业务和炸药产销量增加。具体来看, 上半年内公司工程施工业务确定收入 3.93 亿元, 同比增长 394.82%; 实现炸药收入 5.26 亿元, 同比增长 30.92%; 索管类收入 1.15 亿元, 同比增长 98.86%; 震源药柱及其他 0.1 亿元, 同增 88.65%。

今年上半年毛利率为 27%, 相比 2010 年下滑 4 个百分点, 主要系报告期内大幅增加的工程施工业务相比炸药毛利率较低, 仅 19%, 拉低综合毛利率; 另外因硝酸铵原材料涨价, 公司炸药的平均毛利率为 32%, 较去年略有下滑。而企业净利润率增加了 2 个点, 这是因报告期内期间费用率控制良好, 加之全资子公司新联爆破占收入比增加, 少数股东权益占比下降。

图 1: 2002 年以来公司收入与净利润增长

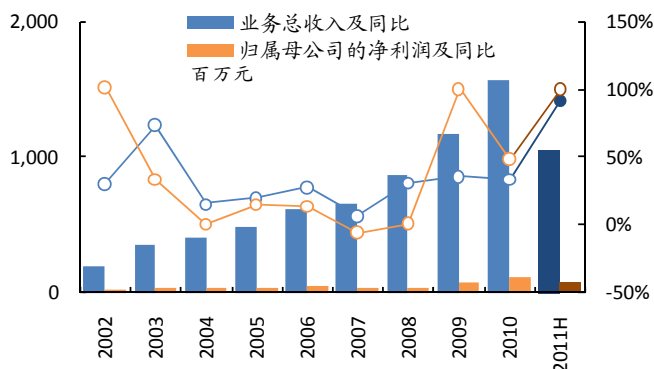


图 2: 公司主要产品收入增长情况

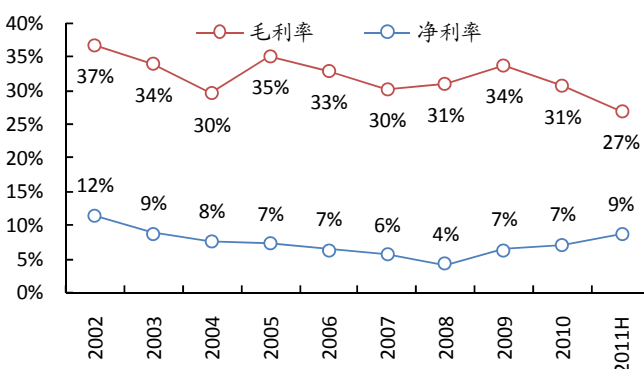


图 3: 公司主要产品收入组成结构

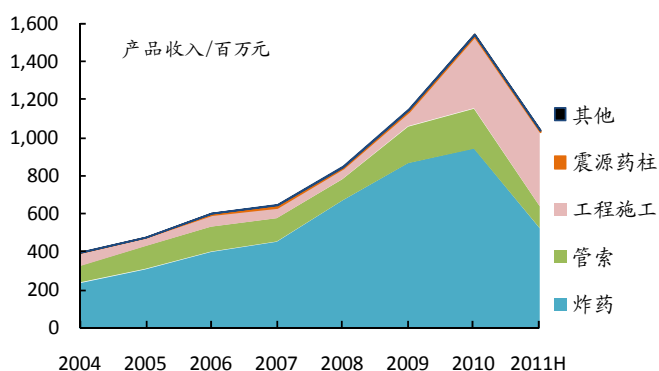
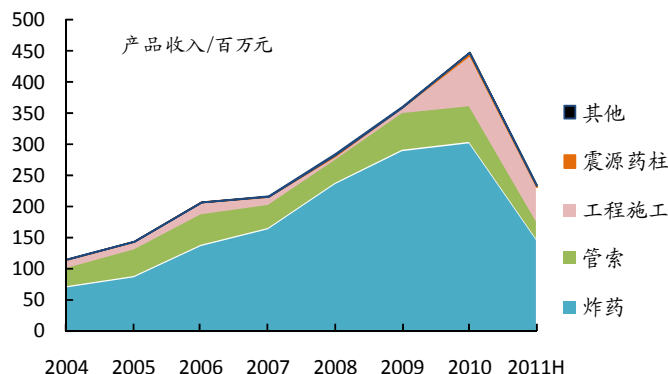


图 4: 公司主要产品毛利组成结构



数据来源: wind, 国泰君安证券

1.1. 工程订单充足, 新联爆破成长迅速

根据公司已公告的在手订单超过 20 亿, 根据去年公司拿单情况估算上半年公司新增未公告合同总量可能达到 8-10 亿的规模, 总体今年订单有望超过 30 亿。主营工程施工项目的新联爆破自 2009 年公司先后取得土石方工程专业承包一级、爆破工程专业承包一级资质以来增长迅速。2009 年收入仅 0.95 亿元, 2010 年增至 4.1 亿, 业绩释放集中在下半年; 今年上半年收入达 4.0

亿, 同比增长 348%, 确定净利润 0.4 亿, 占合并归母净利润比为 53%, 已成为久联发展净利润的主要来源。

目前公司承接项目以 BT 模式为主, 需要承接方预先垫付款及提交项目保证金, 待项目建成后方能收回前期投资及保证金, 是对公司运营资金提出较大的考验。公司承接项目多为政府项目工程, 为了提高回款能力, 严格把关风险评估及项目考核, 并加强对应收账款的管理。

图 5: 新联爆破收入与净利润增长

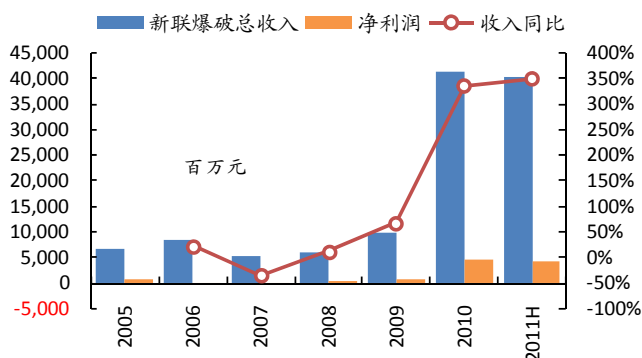


图 6: 各子公司收入情况

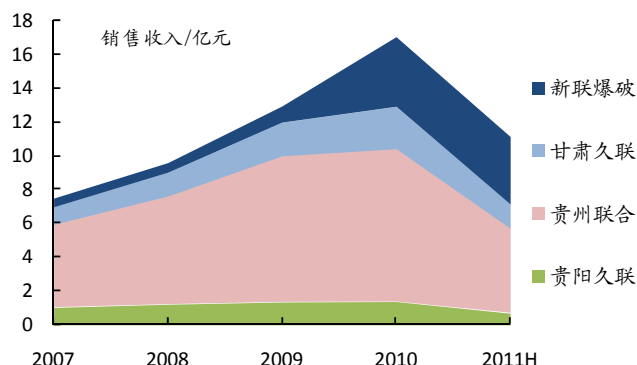
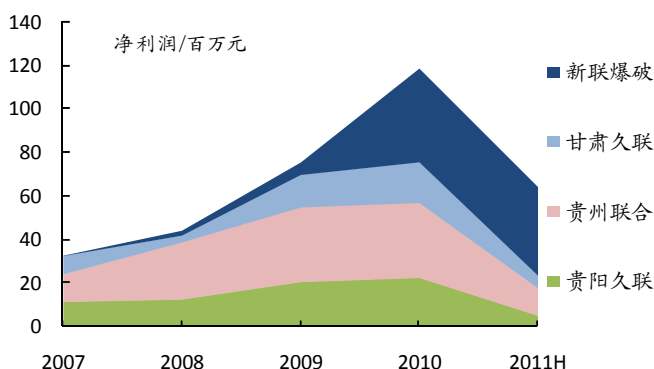


图 7: 各子公司净利润情况



子公司	母公司权益
新联爆破	100%
甘肃久联	90%
贵州联合	51%
贵阳久联	51%

数据来源: 公司年报, 国泰君安证券

表 1: 爆破工程重要合同

项目名称	签订日期	合同期限	合同金额	结算方式
遵义开发投资公司的遵义新火车站新南大道道路工程/5.4 万 m ³ 土地抵押	2010.12.03	300 天	2.7 亿	BT 模式
遵义开发投资公司的遵义新火车站新南大道附属工程洪水台土石方平场工程 /40.7 万 m ³ 土地抵押	2010.12.07	720 天	6.9 亿 (含 2.1 亿征地、拆迁费用)	BT 模式
遵义国有资产投融资管理公司的遵义市共青大道道路工程	2010.08.10	540 天	5 亿 (含 2.5 亿拆迁费用)	BT 模式
遵义开发投资公司的遵义市新火车站前广场及周边基础设施土石方平场一期工程	2009.11.26	540 天	2.46 亿	按进度结算
遵义开发投资公司的遵义新蒲新区东联二号路 (东城大道至礼仪坝段) 道路工程	2009.11.26	540 天	1.78 亿	按进度结算
遵义城上城商品房小区房建项目	2009	-	约 2.8 亿	BT 或半 BT 模式
遵义帝豪经济适用房小区房建项目	2009	-	约 1.5 亿	BT 或半 BT 模式

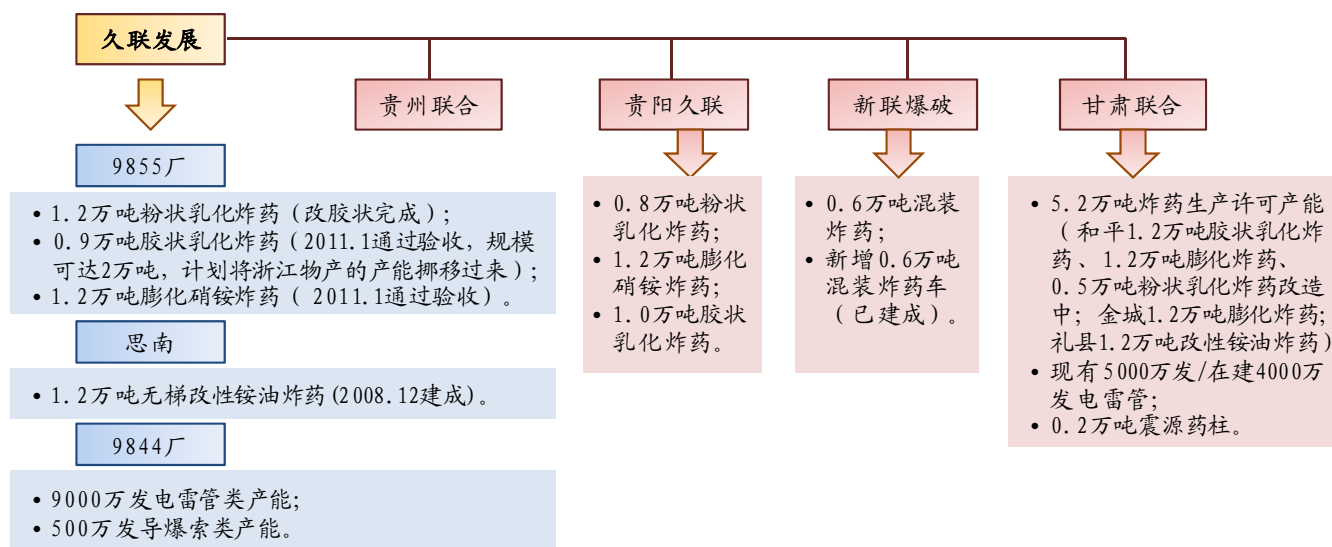
数据来源: 公司公告, 公司年报, 国泰君安证券

1.2. 上半年新增炸药生产线陆续投产，炸药产销量增加

目前公司在贵州有 8.7 万吨工业炸药生产许可能力、甘肃 5.3 万吨、索管类 14000 万发。另外，公司通过跨省合作提升生产许可能力，上半年与浙江物产民用爆破器材专营公司合作，取得 2 万吨的炸药生产许可能力，计划使用在 9855 厂 1 月份通过验收的 9000 吨生产线上（实际生产能力可达 2 万吨）。

公司经过 2007-2010 年的技改工作，基本完成了现有生产线的技术改造和产品升级工作。甘肃久联年产 12000 吨乳化炸药生产线、9855 厂年产 12000 吨膨化硝铵炸药、9000 吨乳化炸药三条生产线已于 2011.1 通过外部验收，今年上半年已顺利投产；2011.2 公司 JL-1 型基础雷管装填自动化生产线顺利通过鉴定；4 月兰州和平年产 5000 吨乳化炸药生产线技改通过。2011 年现有及在建产能已达到 16 万吨许可能力，其中 11 年新增投产的有 4.4 万吨。2009-2010 年公司炸药总产量约为 7.3 万吨、7.5 万吨、9 万吨，今年上半年估计产量约 5 万吨，全年产量在 12 万吨左右。

图 8：公司生产线及产能梳理



数据来源：国泰君安证券

1.3. 原材料价格走高，民爆产品毛利率下滑

上半年公司主要产品的毛利率较 2010 年均有所下滑，工程施工业务毛利率变动主要系各开工项目盈利差异造成的波动；索管类及工业炸药则是由于原材料价格高企造成的。

工业炸药的主要原材料硝酸铵，自 5 月份在国内国际市场均提升显著。公司主要从柳州化工、云天化等西南地区厂家采购，上半年采购均价约为 2300-2400 元/吨，较去年 1900-2000 元/吨的平均价，上涨了约 20%。而炸药产品的出厂价格由政府基准价，企业在基准价上下规定的浮动限度内自主定价。久联采用的销售模式为先销售给省内整合后的流通企业，如贵州联合，公司通过股权投资实现控股或参股。卖给联合销售公司的价格一般比基准价上调 12-13%，销售公司再以基准价的 115% 再加相应税费利差卖给下游客户。

然而，比较久联发展与其他上市公司的综合毛利率、主要产品的毛利率，我们会发现，久联发展的毛利率为上市公司中的最低值，工业炸药、起爆器材、爆破工程服务等毛利率也低于其他公司。我们分析可能有如下原因：1、公司炸药收入包含了控股销售公司炸药业务，销售毛利率拉低炸药类毛利率；2、生产线不断停产技改，折旧成本较高；3、公司原材料采购成本、期间费用等控制不够。从另一方面来看，公司生产与管理的可提升空间仍较大。

图 9： 公司主要产品毛利率变动

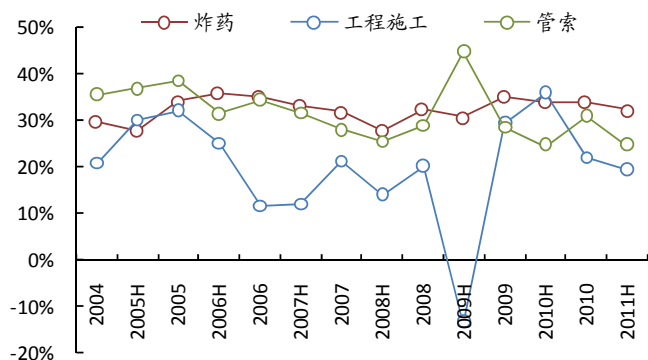


图 10： 同行业上市公司的工业炸药产品毛利率比较

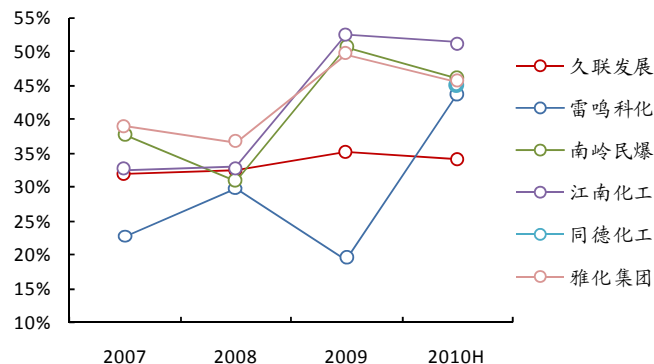


图 11： 公司主要产品毛利率变动

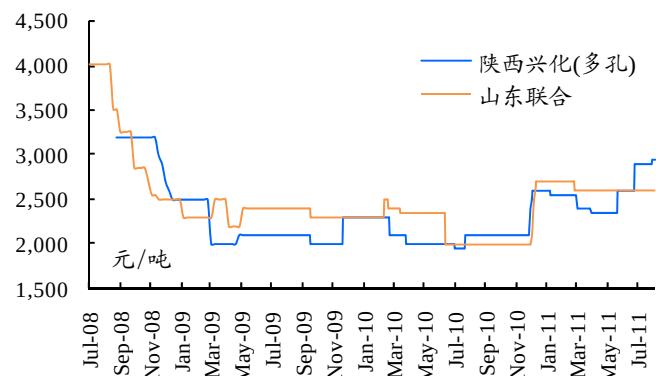
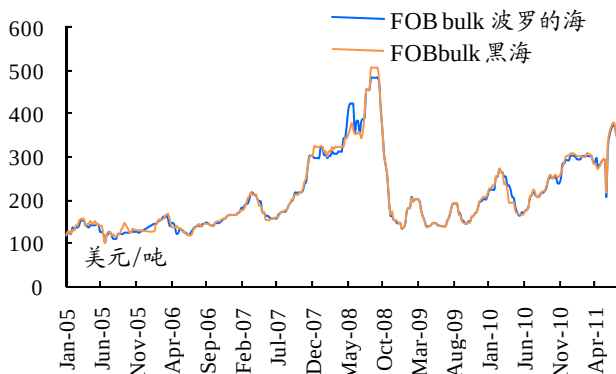


图 12： 原材料价格及价差的波动



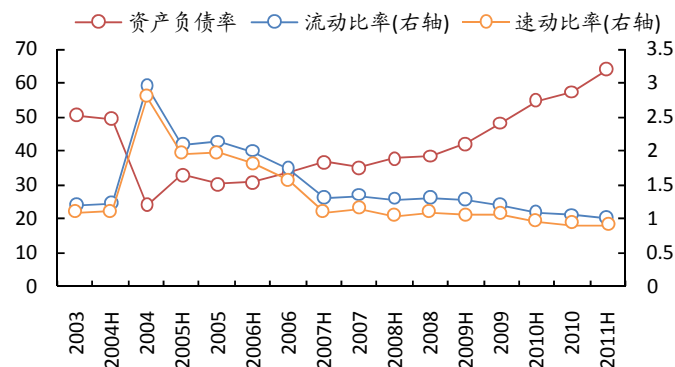
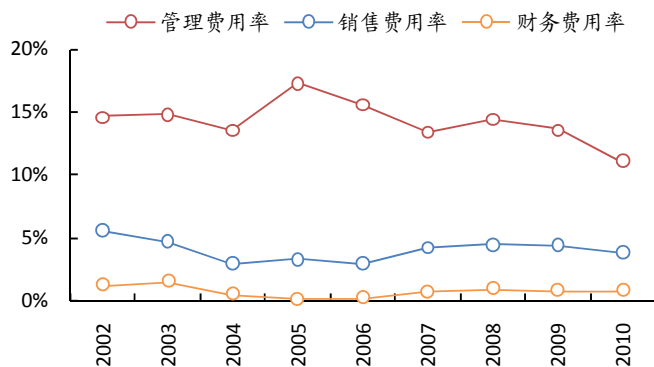
数据来源: wind, 国泰君安证券

2. 财务分析

报告期内，公司期间费用率持续下滑，其中管理费用率下滑较大，一方面是由于公司近几年对管理工作效率的提升，另一方面因管理费用增速不及收入。上半年经营活动产生的净现金流为-5125.1万元，与去年同期基本持平，收入的增长大部分落实在应收款项中，上半年应收帐款增加了1.48亿元、其他应收款项（BT合同需缴纳的保证金等费用）2.67亿元，应收帐款周转率为3.09，比去年同期下降34%。企业资产负债率为63.97%，偿债能力逐年下滑，反映出公司在资金面的紧张。2011.5公司公告了增发预案，拟发行不超过3,700万股股份，预计募集资金总额不超过6.46亿元。截至中报报告期末，公司未获得批复，增发的实行还需待到下半年。

图 13： 公司期间费用率变化

图 14： 公司资产负债率及偿债能力变化



数据来源: wind, 国泰君安证券

3. 盈利预测

受炸药产能提升及工程施工项目业务推动,公司今年的增长明晰;明后年炸药产能逐渐饱和,爆破服务将成增长重心。根据公司目前工程项目拿单情况,看好新联爆破的增长,另公司开启了一个异地置换炸药生产许可能力的模式,将华东等炸药需求少地区的炸药许可能力转移到西部地区,这有可能成为未来公司产能提升的主要方法。我们预测 2011-2013 年 EPS 为 1.05、1.44、1.87 元,给予增持评级。

表 2: 主要盈利预测

主要产品		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入预测 /万元	炸药类	87,030	94,688	120,570	135,620	148,372
	索管类及其他	21,035	22,556	28,000	34,132	42,132
	爆破服务类	7,774	38,190	90,000	125,000	145,000
	合计	115,838	155,434	238,570	294,752	335,504
毛利率预测	炸药类	35.33%	34.17%	32.0%	32.5%	33.0%
	索管类及其他	29.4%	31.0%	25.0%	28.0%	30.0%
	爆破服务类	29.6%	22.1%	20.0%	21.0%	22.0%
	综合毛利率	33.9%	30.7%	26.7%	27.1%	27.9%

资料来源: 网站资料整理, 国泰君安证券

4. 风险提示

公司发展的看点是爆破服务业务,驱动力在于不断承接新的订单,其风险在于公司承接业务主要是市政工程,在工程款的回收上存在一定风险。随着工程订单的增加,公司需要垫付的资金越多,造成公司负债过高的风险。

作者简介:**魏涛:**

执业资格证书编号: S0880511010033

电话: 0755-23976212

邮箱: weitao@gtjas.com

魏涛:2000年毕业于武汉大学化学系,理学学士;2005年毕业于武汉大学商学院会计系,会计学硕士。先后任职于中石化江汉分公司、华西证券研究部,四年证券从业经验。2007年8月加入国泰君安证券,现任销售交易总部基础化工行业研究员。在2009年中国最佳证券分析师评选中获明星分析师和最佳独立见解分析师奖。2010年入围新财富基础化工行业最佳分析师。

胡珏(贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110131

电话: 0755-23976112

邮箱: hujue008738@gtjas.com

清华大学理学硕士,国泰君安化工研究员助理。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		