

久联发展 (002037.sz)

11 亿订单规模巨大, 占去年收入 70%, 增厚在手订单 30%

王剑雨 分析师
电话: 020-87555888-8635
eMail: wjy3@gf.com.cn
执业编号: S0260511080001

曹勇 分析师
电话: 020-87555888-8833
eMail: cy25@gf.com.cn
执业编号: S0260511080003

事件

公司子公司新联爆破中标遵义县南白镇南部拓展区市政基础设施建设项目, 该项目位于遵义县城南部, 区域面积约 3000 亩, 具体情况如下:

建设内容: 市政基础设施 (市政道路、市政管沟)、拆迁安置还房、土地整理等

建设年限: 2 年

建设方式: BT 模式

招 标 方: 遵义县城市建设投资经营有限公司

项目投资: 项目总投资约 15 亿元人民币, 其中 4 亿元是为建设方垫付及建设方自身费用, 即预计合同整体将给公司增加 11 亿元营业收入。目前设计深度与实际情况可能有出入, 工程变更可能造成合同价款增加。如果在建设期内原材料价格上涨, 将增加工程成本。

我们的观点

1、该项目金额占 2010 年度营业收入 70%, 占 2011 年收入 50% 以上, 合同金额规模巨大

公司 2010 年营业收入 15.6 亿元, 我们测算公司 2011 年收入在 20 亿元以上, 11 亿元合同金额分别占 2010 年全年营收的 70%, 占 2011 年营收的 50% 以上, 合同金额规模庞大。

2、爆破工程在手订单至少增加 30%, 业绩确定性进一步增强

9 月 31 日, 新联爆破网站公布其爆破在手订单超过 30 亿元, 此次新增 11 亿元订单将使其在手订单增加 30% 以上。藉此, 我们推算, 目前新联爆破在手订单保守应超过 40 亿元。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1165.54	1560.21	2327.12	2905.25	3680.48
增长率(%)	35.54%	33.86%	49.15%	24.84%	26.68%
EBITDA(百万元)	201.18	270.18	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)	0.57	0.65	1.17	1.41	1.69
市盈率	32.46	36.16	18.61	15.40	12.88
市净率	4.70	6.47	4.53	3.50	2.75
EV/EBITDA	12.37	15.79	8.70	6.72	5.04

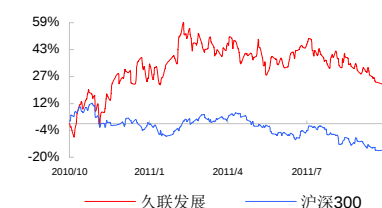
数据来源: 贵州久联民爆器材发展股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格 21.75 元
合理价值 33.00 元
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	-9.66	-17.69	15.28
沪深 300	-7.24	-18.03	-18.54

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
173/173

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%
流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE 17.28%
ROA 7.15%
资产负债率 57.27%

2010 年报数据

而我们测算 2011-2013 年业绩 1.17、1.41、1.69 的关键假设为三年共计结算工程收入 28 亿元，目前在手订单情况使得未来三年的业绩确定性进一步增强。

3、订单再次证明了新联爆破一流的施工资质和获取订单能力，以及巨大的成长潜力和发展空间

项目详细情况，待后续新公告后再做分析。

盈利预测与投资建议

我们测算公司 2011—2013 年 EPS 分别为 1.17 元、1.41 元和 1.69 元，三年复合增长率达 37.5%。假设以增发完成后股本为 2.1 亿股计，公司 2011—2013 年 EPS 分别为 0.96 元、1.16 元和 1.39 元。

我们认为，公司在具备高成长性的情况下，具有较强的抗周期特性，能够在经济下滑过程中仍然保持高增长。公司工程业务仍将保持高速增长，而炸药业务销量 2011 年将有 30% 的增长。由于盈利预测的业绩确定性相对较大，故维持公司“买入”评级，一年内目标价 33 元。

风险提示

- 1、工程款回收的风险；
- 2、硝酸铵价格高位影响盈利。

资产负债表

单位：百万元

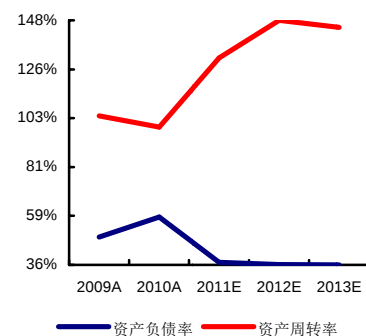
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	735	1,075	1,020	1,581	2,258
货币资金	276	368	232	579	975
应收及预付	381	584	623	806	1,031
存货	76	120	166	196	253
其他流动资产	2	3	0	0	0
非流动资产	561	776	682	641	600
长期股权投资	7	8	8	8	8
固定资产	356	484	422	381	339
在建工程	38	48	28	28	28
无形资产	155	159	154	154	154
其他长期资产	4	77	71	71	71
资产总计	1,296	1,851	1,703	2,222	2,858
流动负债	615	1,015	593	767	991
短期借款	305	533	0	0	0
应付及预收	311	483	593	767	991
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	8	45	34	34	34
长期借款	1	34	34	34	34
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	11	0	0	0
负债合计	623	1,060	627	801	1,025
股本	133	173	173	173	173
资本公积	212	172	172	172	172
留存收益	178	284	486	730	1,022
归属母公司股东权益	523	629	831	1,076	1,368
少数股东权益	128	140	223	323	443
负债和股东权益	1,275	1,829	1,681	2,200	2,836

利润表

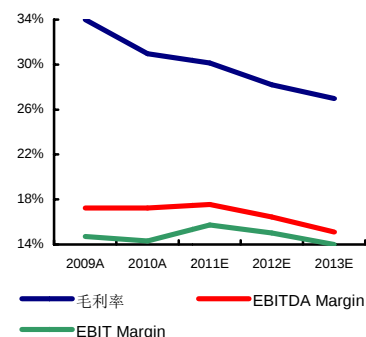
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1166	1560	2327	2905	3680
营业成本	772	1080	1628	2088	2692
营业税金及附加	11	23	31	40	50
销售费用	52	60	91	113	144
管理费用	158	172	209	227	276
财务费用	10	13	-5	-12	-20
资产减值损失	9	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	2	0	0	0
营业利润	155	205	373	450	539
营业外收入	8	7	7	7	7
营业外支出	13	5	8	7	7
利润总额	150	208	373	451	539
所得税	35	49	88	106	127
净利润	115	159	285	345	412
少数股东损益	39	46	83	100	120
归属母公司净利润	76	113	202	244	292
EBITDA	201	270	410	479	560
EPS (元)	0.57	0.65	1.17	1.41	1.69

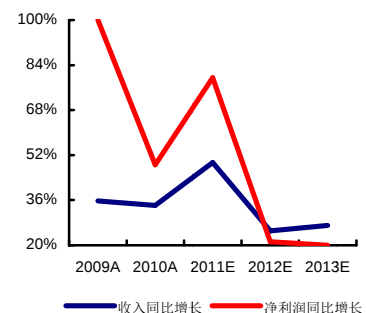
资产负债率趋势



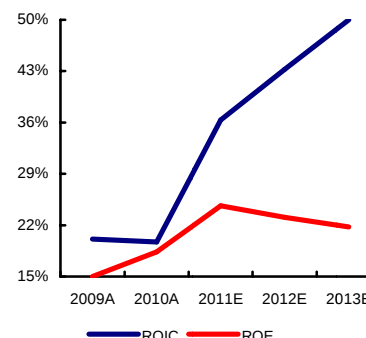
经营利润率趋势



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

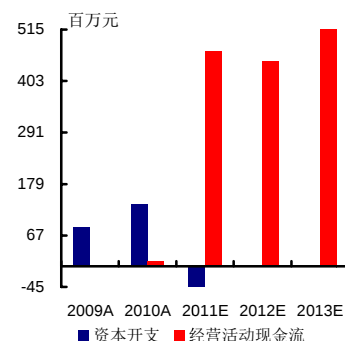
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-2	11	385	346	396
净利润	115	159	285	345	412
折旧摊销	29	46	42	42	41
营运资金变动	-171	-213	44	-39	-57
其它	26	20	14	-1	0
投资活动现金流	-82	-152	45	1	0
资本支出	-84	-134	45	1	0
投资变动	1	-8	0	0	0
其他	0	-10	0	0	0
筹资活动现金流	151	232	-566	0	0
银行借款	410	615	-533	0	0
债券融资	-239	-353	-10	0	0
股权融资	28	3	0	0	0
其他	-48	-34	-23	0	0
现金净增加额	66	92	-136	347	396
期初现金余额	210	276	368	232	579
期末现金余额	276	368	232	579	975

主要财务比率

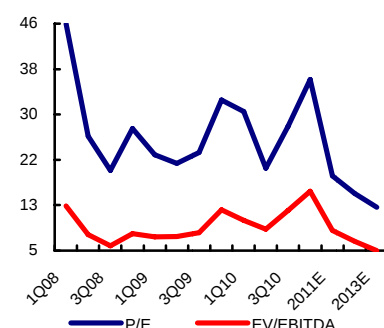
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	35.5%	33.9%	49.2%	24.8%	26.7%
营业利润	80.0%	32.0%	82.0%	20.6%	19.7%
归属于母公司净利润	100.4%	48.5%	79.7%	20.9%	19.6%
获利能力					
毛利率	33.8%	30.8%	30.0%	28.1%	26.9%
净利率	9.9%	10.2%	12.3%	11.9%	11.2%
ROE	14.5%	17.9%	24.3%	22.7%	21.4%
ROIC	19.7%	19.3%	36.2%	43.2%	50.1%
偿债能力					
资产负债率	48.9%	58.0%	37.3%	36.4%	36.2%
净负债比率	4.4%	25.9%	-18.7%	-38.9%	-51.9%
流动比率	1.20	1.06	1.72	2.06	2.28
速动比率	1.03	0.92	1.36	1.73	1.95
营运能力					
总资产周转率	1.04	0.99	1.31	1.48	1.45
应收账款周转率	10.58	8.34	9.03	9.00	8.89
存货周转率	10.32	11.01	10.50	10.63	10.65
每股指标 (元)					
每股收益	0.57	0.65	1.17	1.41	1.69
每股经营现金流	-0.01	0.07	2.22	2.00	2.29
每股净资产	3.93	3.64	4.80	6.22	7.90
估值比率					
P/E	32.5	36.2	18.6	15.4	12.9
P/B	4.7	6.5	4.5	3.5	2.8
EV/EBITDA	12.4	15.8	8.7	6.7	5.0

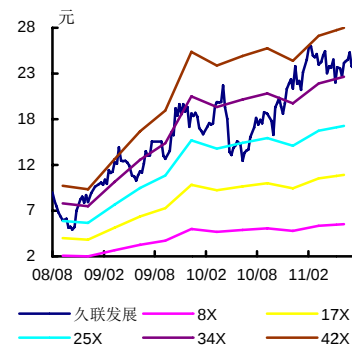
资本支出与经营活动现金流



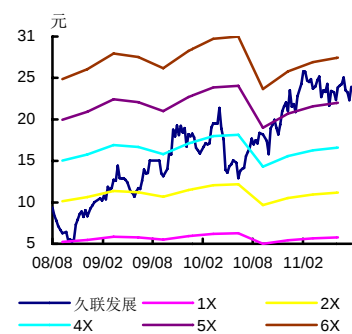
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发化工行业研究小组

王剑雨，分析师，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。

曹勇，分析师，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。

蔡红辉，研究助理，浙江大学产业经济学硕士，曾先后工作于中国化工集团晨光化工研究院，爱敬（中国）涂料有限公司。2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：chh@gf.com.cn，020-87555888-8698。

相关研究报告

久联发展(002037.sz): 下跌点评：硝酸涨价冲击较小；利空或是利好	王剑雨	2011-07-19
久联发展(002037.sz): “产能平移”探索新的产能扩张方式；助力 2012 年业绩	王剑雨	2011-07-15
久联发展(002037.sz): 中报业绩增速超预期；硝酸铵价格上涨对盈利侵蚀较小	王剑雨	2011-07-13

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。