

久联发展 (002037.sz)

媒体报道帮助机构投资者从更多视角检验了公司良好质地

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

一、澄清公告要点

11月15日,《上海证券报》记者本着帮助投资者把控风险的态度,发布了质疑久联发展爆破工程资质、BT项目盈利能力和信息披露的文章。16日,公司发布澄清公告,对文章涉及的问题进行了逐一澄清,利于投资者更深刻地理解公司。公告关键内容如下。

- 1、新联爆破具备爆破一级资质;以联合体方式承揽大型建筑工程;
- 2、BT项目信息披露真实合规;
- 3、BT项目财务测算遵从谨慎原则;
- 4、BT项目未有工期延期情况;
- 5、BT项目回购风险较小。

二、我们的观点

- 1、媒体帮助投资者从更多视角检验了公司良好的质地;
- 2、爆破工程资质较难取得,为开展高端爆破工程业务筑起了较高的壁垒;
- 3、公司在开展工程业务的过程中,控制风险意识较强;
- 4、公司信息披露风格偏于稳健,更多考虑投资者利益。

三、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。

四、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。

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	20.37	16.85	14.09
市净率	4.70	6.47	4.95	3.83	3.01
EV/EBITDA	12.37	15.79	9.57	7.46	5.67

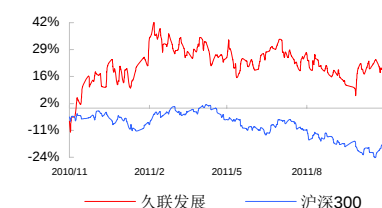
数据来源:贵州久联民爆器材发展股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格 23.80 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	3.98	0.21	28.65
沪深300	3.63	-4.35	-16.45

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

目 录

一、澄清公告要点	3
(一)新联爆破具备爆破一级资质；以联合体方式承揽大型建筑工程	3
(二)BT 项目信息披露真实合规	4
(三)BT 项目财务测算遵从谨慎原则	4
(四)BT 项目未有工期延期情况	6
(五)BT 项目回购风险较小	6
二、我们的观点	7
(一)媒体帮助投资者从更多视角检验了公司良好的质地	7
(二)爆破工程资质较难取得，为开展高端爆破工程业务筑起了较高的壁垒	7
(三)公司在开展工程业务的过程中，控制风险意识较强	7
(四)公司信息披露风格偏于稳健，更多考虑投资者利益	7
三、盈利预测与投资建议	7
四、风险提示	8

一、澄清公告要点

11月15日,《上海证券报》记者本着帮助投资者把控风险的态度,发布了质疑久联发展爆破工程资质、BT项目盈利能力和信息披露的文章。16日,公司发布澄清公告,对文章涉及的问题进行了逐一澄清,利于投资者更深刻地理解公司。公告关键内容如下。

(一)新联爆破具备爆破一级资质;以联合体方式承揽大型建筑工程

1、新联爆破已取得“爆破与拆除工程专业承包壹级企业资质”

2010年10月14日中华人民共和国住房和城乡建设部公告第770号文《关于公布核准的2010年第六批工程勘察设计资质、建筑业企业资质、工程监理企业资质、工程招标代理机构资格及工程设计与施工一体化资质结果的公告》,新联爆破通过了中华人民共和国住房和城乡建设部审查核准的“核准爆破与拆除工程专业承包壹级企业资质”,并获得了相应证书。

2、公司通过组成联合体的方式承揽大型建筑工程

根据《建筑法》第二十七条,“大型建筑工程或者结构复杂的建筑工程,可以由两个以上的承包单位联合共同承包。共同承包的各方对承包合同的履行承担连带责任。”

新联爆破承接的道路工程BT项目建设内容包括土石方爆破、挖运、道路及配套工程施工,子公司新联爆破具备土石方工程专业承包一级、爆破与拆除工程专业承包一级资质,但尚不具备市政公用工程施工承包资质等级。经业主方及项目主管的遵义市住房和城乡建设行政主管部门同意,新联爆破采用与贵州建工集团第七建筑工程有限责任公司(以下简称“贵州七建”)组成联合体的方式对工程项目进行实施运作。贵州七建具备市政公用工程施工总承包一级、土石方工程专业承包一级等项资质。

遵义市住房和城乡建设局出具了证明文件,证明“贵州新联爆破工程有限公司系在我局辖区内从事爆破工程、建筑施工、市政道路工程等业务的企业,自在我辖区从事工程施工业务以来,严格遵守爆破、建筑施工、市政道路工程行业各项法律、法规,未发生违法违规事项。”

“遵义市新火车站片区洪水台土石方平场工程项目、遵义市新火车站片区新南大道道路工程项目系我局辖区内贵州省重点工程建设项目,该两项工程建设项目均已依法履行公开招投标程序,项目实施主体具备相应的资质等级,该等工程建设项目已在我局履行备案手续,符合《建筑法》等相关法规要求。”

(二)BT 项目信息披露真实合规

1、关于新南大道 BT 项目

2010 年 2 月 8 日和 3 月 5 日，招标人遵义市新区开发公司对该项目进行了公开招标（招标公告见贵州招标投标网），两次招标的投标人都少于三个，按照国家发改委、建设部、交通部等七部委发布的《工程建设项目施工招标投标办法》，出现这种情况可以**不再进行招投标**；据此，遵义市新区开发公司与新联爆破公司进行**竞争性商务谈判**，签订了相关合同。

新南大道项目预计总投资 5.6 亿元，其中建安工程投资预计总额为 2.7 亿元，剩余 2.9 亿元为征地拆迁费等其他投资。久联发展仅就新南大道工程项目中的**建安工程投资额**与项目业主方签订《BT 模式投资建设合同》及《回购担保合同》，故公司新南大道工程 BT 项目预计投资总额 27,000 万元。公司作为新南大道工程 BT 项目承接方的同时，亦是新南大道项目的建造工程承包方。

2、关于洪水台项目

洪水台项目预计总投资 6.9 亿元（其中代付费用 2.1 亿元，建设施工合同 4.8 亿元）；在公司与业主方签订的合同中，约定工期为 720 天，区间是自收到业主方委托的监理单位签发的**开工令之日起至工程交工验收合格之日止**，公司网站上披露的工期 15 个月为新联爆破**预计的完工时期**，两个时间含义不同，不存在矛盾之处。

3、关于新联爆破中标遵义市新火车站城市组团礼仪片区道路网络 BT 工程

该项目于 2010 年 12 月发布招标公告，2011 年 2 月 23 日进行招标公示。公示当天，新联爆破与招标人进行沟通，**得知招标人无法按照要求提供相应的回购担保物，出于风险防范的考虑，新联爆破提出不再承接该项目**，并经招标人同意，故招标人未向新联爆破发放中标通知书。

(三)BT 项目财务测算遵从谨慎原则

1、测算假设、依据及结果

（1）按照 BT 投资建设合同约定，洪水台工程 BT 项目与新南大道工程 BT 项目回购基数分别暂定为 69,000 万元与 27,000 万元；

（2）两个项目工程建设期均为 720 天，每 360 天工程量完成比例分别为 50%；

（3）根据 BT 投资建设合同约定，回购期为 720 天，分四次回购，每 180 天支付回购款的 25%；

（4）根据 BT 投资建设合同约定，回购期利率按同期银行贷款基准利率计算；

(5) 按照企业所得税法及其他税法规定，所得税率取 25%，营业税及附加税率取 3.41%。

基于上述假设，洪水台工程 BT 项目和新南大道工程 BT 项目收益测算情况见表 1、表 2。

序号	项目	金额(万元)
1	项目收入	73,110.00
1.1	工程收入	69,000.00
1.2	回购期利息	4,110.00
2	项目成本	49,565.70
3	利润	23,544.30
4	所得税	5,886.08
5	净利润	17,658.23
数据来源：公司公告		

序号	项目	金额(万元)
1	项目收入	28,610.00
1.1	工程收入	27,000.00
1.2	回购期利息	1,610.00
2	项目成本	20,611.20
3	利润	7,998.80
4	所得税	1,999.70
5	净利润	5,999.10
数据来源：公司公告		

2、测算过程符合项目财务测算的谨慎性原则

考虑到公司拟通过本次非公开发行为洪水台工程 BT 项目募集 36,000 万元资金，即公司拟在洪水台工程 BT 项目上投入的自有资金为 36,000 万元，约 13,565.70 万元通过银行贷款取得，故公司在效益测算时，计算了银行贷款部分预计将产生的资金成本，在此基础上测算，洪水台工程 BT 项目自有资金财务内部收益率为 12.45%。

在新南大道工程 BT 项目实施过程中，所需现金流出约为 20,611.20 万元，实现工程收入约 27,000 万元，公司拟通过本次非公开发行为新南大道工程 BT 项目募集资金 14,000 万元，即公司拟在新南大道工程 BT 项目上投入的自有资金为 14,000 万元，其余约 6,611.20 万元拟通过银行贷款取得，故公司在效益测算时，计算了银行贷款部分预计将产生的资金成本。在此基础上测算，新南大道工程 BT 项目自有资金内部收益率为 12.20%。

3、采用四年期同期银行贷款基准利率符合财务测算谨慎性原则

公司实施爆破工程 BT 项目，主要为获取爆破工程总承包过程中产生的爆破工程承包收入与利润，无意于通过赚取资金成本利差获得效益或高息融资后让利于项目业主方。公司与项目业主方签订《BT 模式投资建设合同》与《回购担保合同》，按四年期同期银行贷款基准利率向项目业主收取工程回购款回购期利率，系考虑到如果公司全部使用银行贷款投资该等 BT 工程项目，公司所需承担的资金成本为四年期银行贷款利息，为此公司向项目业主方按同等利率收取利息以弥补公司所需支付的资金成本。

以洪水台工程 BT 项目为例，公司在洪水台工程 BT 项目运作实施过程中，所需现金流出约 49,565.70 万元（其中征地拆迁费约为 21,000 万元），实现工程收入约 69,000 万元（扣除征地拆迁费后实现工程收入约 48,000 万元）。即使公司全部使用银行贷款筹集项目所需资金，也只需就 49,565.70 万元承担银行贷款利息；而根据洪水台工程 BT 项目《BT 模式投资建设合同》与《回购担保合同》，公司在收取回购期利息时，系以洪水台工程 BT 项目工程收入 69,000 万元为基数，按 4 年期同期银行贷款利率计算应收利息。此点表明，财务测算较为谨慎。

4、竞争优势保障盈利能力

公司拥有现场混装炸药车、一流的爆破技术以及丰富的土石方爆破工程施工组织经验。相对其他施工单位而言，公司在民用爆破器材开支、运输费用开支、安全管理费用开支、爆破施工作业人员开支等方面有较大的成本节约，从而保障了项目的盈利能力。

(四)BT 项目未有工期延期情况

从新联爆破以往承接项目看，均严格执行合同，除因业主方设计变更等合同中注明的新联爆破免责的原因外，没有出现过因新联爆破自身原因延迟工期的情况，项目均得到了业主的好评。

(五)BT 项目回购风险较小

公司承接 BT 项目时非常关注业主方的支付能力、资金来源，多要求业主方提供能够覆盖回购款金额的回购担保物。例如，此次募投洪水台项目和新南大道项目，业主方提供了价值达到合同金额两倍以上的土地使用权作为回购担保（已办理他项权证到公司名下）。

在承接本次募投 BT 项目之前，公司已承接了另外的一些 BT 项目，有一些已完工并回购，有一些正在洽谈提前回购事宜。如，2009 年 7 月承建的“六盘水杨梅至果布戛公路 BT 项目”，2009 年末完工（原定工期 9 个月，提前 3 个月完工），于 2010 年 2 月实现全部回购。2010 年 6 月承建“遵义金杯大道道路 BT 项目”，于 2011 年 8 月验收（原定工期 1.5 年，提前 4 个月完工），于 2011 年 11 月完成全部回购，无回购风险。2010 年 9 月末承接“遵义市共青大道道路 BT 项目”，于 2011 年 10 月完工（原定工期一年半，提前半年完工），现正在办理结算，已与业主方取得初步意向，待结算审计完毕即进行回购，比合同约定回购时间提前 1 年，并无回购风险。以上项目均获得了业主方的一致好评，取得了超过预期的回报。

二、我们的观点

(一)媒体帮助投资者从更多视角检验了公司良好的质地

媒体报道，对公司爆破工程资质的真实性、信息披露的准确性、BT 模式的可行性等问题进行探讨，视角独特，与此前研究报告有一定的差异，有利于投资者更全面的认识公司，把控风险。公司公告对相关质疑逐个澄清的过程，也是投资者更深入了解公司质地的过程。

(二)爆破工程资质较难取得，为开展高端爆破工程业务筑起了较高的壁垒

我们在查询住建部网站过程中发现，爆破工程一级资质申请条件较高，资质取得较难。2010 年以来，多个申请爆破一级资质的企业由于不具备相关条件，申请被驳回。从这个角度看，爆破工程一级资质为开展高端爆破工程业务筑起了较高的壁垒。

(三)公司在开展工程业务的过程中，控制风险意识较强

以遵义市新火车站城市组团礼仪片区道路网络 BT 工程为例，由于招标人无法按照要求提供相应的回购担保物，出于风险防范的考虑，公司提出不再承接该项目，并经招标人同意，故招标人未向新联爆破发放中标通知书。

上述事例可以看出，公司在开展工程业务的过程中，对于回购风险、施工风险等风险因素的控制意识较强。

(四)公司信息披露风格偏于稳健，更多考虑投资者利益

信息披露、BT 项目盈利测算等事例可以看出，公司以考虑投资者利益为出发点，信息披露风格偏于稳健。

三、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。

四、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

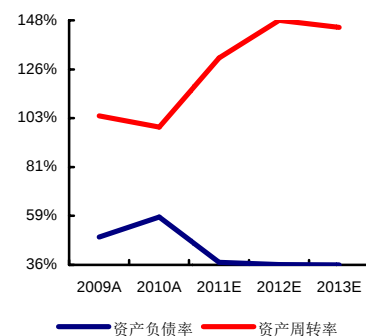
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	735	1,075	1,020	1,581	2,258
货币资金	276	368	232	579	975
应收及预付	381	584	623	806	1,031
存货	76	120	166	196	253
其他流动资产	2	3	0	0	0
非流动资产	561	776	682	641	600
长期股权投资	7	8	8	8	8
固定资产	356	484	422	381	339
在建工程	38	48	28	28	28
无形资产	155	159	154	154	154
其他长期资产	4	77	71	71	71
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

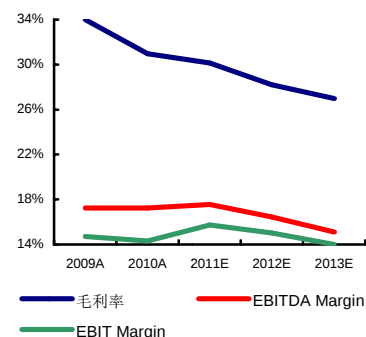
单位：百万元

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

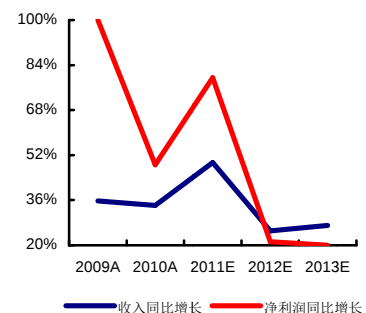
资产负债率趋势



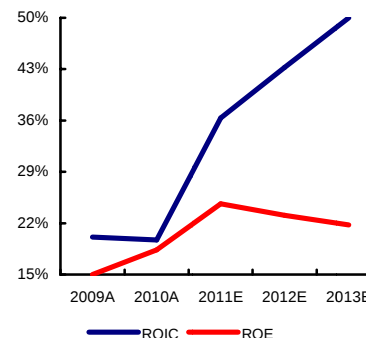
经营利润率趋势



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

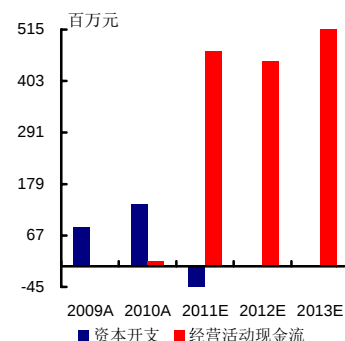
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-2	11	385	346	396
净利润	115	159	285	345	412
折旧摊销	29	46	42	42	41
营运资金变动	-171	-213	44	-39	-57
其它	26	20	14	-1	0
投资活动现金流	-82	-152	45	1	0
资本支出	-84	-134	45	1	0
投资变动	1	-8	0	0	0
其他	0	-10	0	0	0
筹资活动现金流	151	232	-566	0	0
银行借款	410	615	-533	0	0
债券融资	-239	-353	-10	0	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

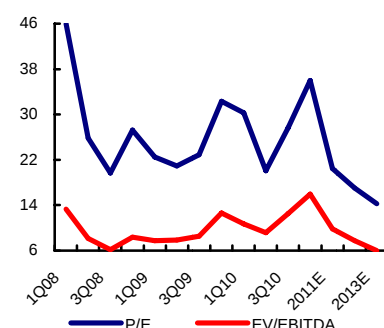
单位：%

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	20.4	16.9	14.1
P/B	4.7	6.5	5.0	3.8	3.0
EV/EBITDA	12.4	15.8	9.6	7.5	5.7

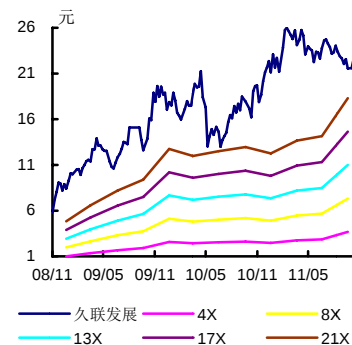
资本支出与经营活动现金流



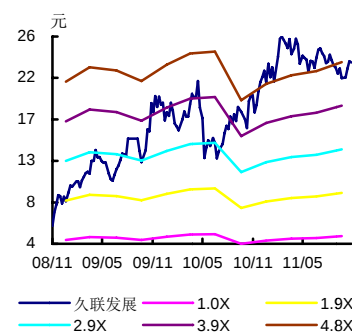
相对估值



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）：贵州爆炸事件点评：公司无安全责任；事故长期利好民爆龙头	王剑雨	2011-11-02
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

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。