

久联发展 (002037.sz)

矿山爆破完善业务结构；突破山西，全国布局加速推进

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

公司公告董事会决议，主要内容均与新联爆破有关，包括拟设立山西分公司、承接遵义县南部拓展区 BT 项目、2012 年经营要点等。

我们的观点

- 1、矿山爆破剥离外包模式日渐成熟，合同期长且收益稳定
- 2、矿山爆破业务将完善新联爆破业务模式，工程业务的潜在市场空间进一步打开，抗风险能力加强
- 3、久联发展依托爆破业务，全国布局进程加速
- 4、山西矿山爆破剥离需求旺盛

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依然保持高增长。此次公告进一步印证了公司工程业务高速增长的可能性。由于盈利预测的业绩确定性相对较大，给予“买入”评级，合理价值 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。

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	16.61	13.74	11.49
市净率	4.70	6.47	4.04	3.12	2.46
EV/EBITDA	12.37	15.79	7.72	5.87	4.32

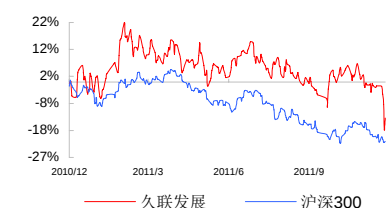
数据来源：贵州久联民爆器材发展股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格 19.41
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	-18.45	-14.42	-14.49
沪深 300	-10.49	-12.58	-26.02

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
173030000/173030000

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 17.2816
ROA 7.15
资产负债率 57.2696

2010 年报数据

事件

公司公告董事会决议，主要内容均与新联爆破有关，包括拟设立山西分公司、承接遵义县南部拓展区 BT 项目、2012 年经营要点等。公告主要内容如下：

1、拟设立山西宁武分公司

为拓展矿山开采业务，新联爆破拟在山西设立宁武分公司，以宁武县为中心，条件成熟时候，辐射周边地区，开展公司经营范围内的各项业务。

2、拟承接遵义县县城南部拓展区市政基础设施建设项目一期工程

项目概况：项目位于遵义县城南部，所涉区域面积约 3000 亩，主要建设内容为市政基础设施（市政道路、市政管沟）、拆迁安置还房、土地整理等。项目分为三期，总投资 15 亿元。其中，一期项目总投资约 2.5 亿元，工期 8 个月。

实施模式：项目以 BT 模式实施。新联爆破与贵州建工集团第七建筑工程有限责任公司成立联合体共同承接施工任务，新联爆破为联合体主体，是本 BT 项目独立投融资人，总负责本项目的质量、安全、进度、债权债务等；贵州建工集团第七建筑工程有限责任公司为联合体成员，负责市政道路工程的施工。

工程款支付：工程建设期间，业主支付公司工程总价款 30% 的工程进度款，剩余 70% 工程造价交工验收后一年内回购完毕。

3、新联爆破 2012 年经营计划、经营方针及工作要点

2012 年新联爆破公司经营方针为“优化结构、精细管理、再度突破、稳健运行”。拟开展的主要工作包括：

（1）抓好在建项目的施工管理和工程款的回收；（2）继续加强精细化管理，进一步提高项目管理水平；（3）建立健全安全管理体系，确保各项制度的全面贯彻落实；（4）加强人才引进、培养、管理工作；（5）完成集团公司架构的初步建立，进一步完善母子公司体制；（6）拓展省外及矿山市场；（7）抓好资质升级工作；（8）进一步壮大资金实力；（9）建立协作施工队伍评价机制；（10）抓好科研工作；（11）整合内部资源；（12）强化企业对外形象建设。

需特别关注的是，2012 年新联爆破拟将承担大型矿山剥离开采业务列为工作重点，措施如下：

- （1）以西藏为重点，拓展周边市场；
- （2）依托战略合作伙伴，进入国内其他矿山开采市场；
- （3）依托山西分公司，承担山西露天煤矿爆破剥离业务；

（4）利用贵州省重晶石矿在国内储量第一的优势地位，积极切入重晶石矿的开采剥离业务。

我们的观点

1、矿山爆破剥离外包模式日渐成熟，合同期长且收益稳定

由于此前的经济体制以及行业、企业历史等原因，我国大型矿山企业多自行操作矿山爆破剥离环节。矿山企业的业务链条较多，爆破剥离是众多环节中的一环，且风险较高。因此，出于经济性、专业化以及安全、环保等多方面的考虑，近几年国有大型矿业公司开始尝试将矿山爆破剥离环节外包给专业化的工程爆破公司。据我们了解，目前这一模式已日渐成熟和流行，是未来矿山爆破开采众多模式中的方向之一。

通常，矿山爆破剥离外包合同的期限较长（通常在 10 年以上），且收益较为稳定，每年可以为承揽方带来稳定、可观的现金流入。

2、矿山爆破业务将完善新联爆破业务模式，工程业务的潜在市场空间进一步打开，抗风险能力加强

此前，新联爆破的业务主要集中在基础设施建设领域，未涉及矿山剥离领域。公司在西藏、山西相继设立分公司，拟介入矿山剥离业务，意义重大：

第一，完善爆破业务模式。新联爆破将成为爆破领域的全能型企业，在全国同类企业中再次走到前列；

第二，进一步打开工程业务潜在市场空间。行业数据显示，民爆器材 70% 左右应用于矿山开采，30% 左右应用于基础设施建设。公司介入矿山开采领域，相当于将潜在市场空间扩大到了目前的三倍。

图 1 2009 年我国工业炸药需求结构

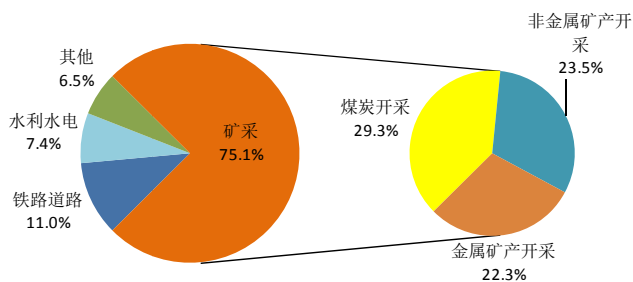
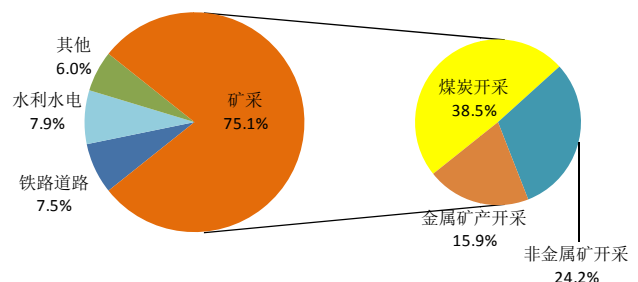


图 2 2009 年我国工业雷管需求结构



数据来源：广发证券发展研究中心，《中国爆破器材行业工业简报》

第三，工程业务的周期波动性将降低，抗风险能力加强。矿山合同相比基础设施建设合同的期限长，可以为公司提供长期、稳定的收益，新联爆破工程业务随宏观经济的周期波动性将进一步降低，抗风险能力将得到较大的提升。

3、久联发展依托爆破业务，全国布局进程加速

2010 年，新联爆破业务主要集中在遵义地区；我们发现，2011 年以来公司快速走出遵义，相继进入贵阳、六盘水、西藏、山西等民爆需求旺盛的区域。一年之内，公司完善了在全国的多处业务布局，且未来相伴战略合作者有望进入更多的区域。

我们认为，2012 年将是久联发展全国布局开始加速的一年，公司的上下游一体化战略及异地拓展战略已远远走在了行业前列。

4、山西矿山爆破剥离需求旺盛

山西是我国第一产煤、输煤和出口大省，煤炭资源优势得天独厚，储量大、分布广、易开采。

从安全管理诉求出发，地方政府鼓励矿山露天开采。煤矿露天开采时需进行大量的爆破、开挖，爆破需求空间广阔。目前，山西当地进行爆破作业的多为小型爆破施工企业，出于安全管理的考虑，地方主管部门鼓励具备高等级资质的爆破企业介入。新联爆破同时拥有一级爆破资质和一级土石方施工资质，在山西开展该项业务具有得天独厚的优势。

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依然保持高增长。此次公告进一步印证了公司工程业务高速成长的可能性。由于盈利预测的业绩确定性相对较大，给予“买入”评级，合理价值 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

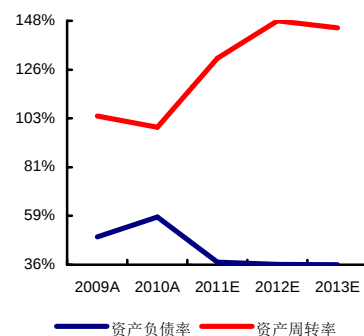
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	735	1,075	1,020	1,581	2,258
货币资金	276	368	232	579	975
应收及预付	381	584	623	806	1,031
存货	76	120	166	196	253
其他流动资产	2	3	0	0	0
非流动资产	561	776	682	641	600
长期股权投资	7	8	8	8	8
固定资产	356	484	422	381	339
在建工程	38	48	28	28	28
无形资产	155	159	154	154	154
其他长期资产	4	77	71	71	71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

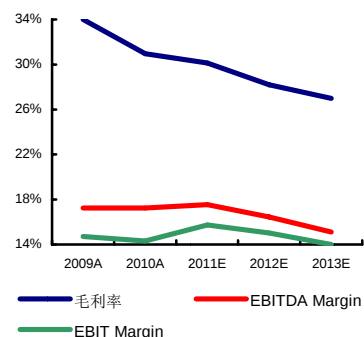
单位：百万元

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

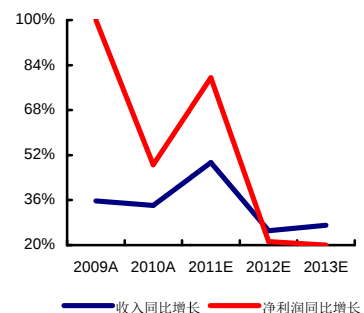
资产负债率趋势



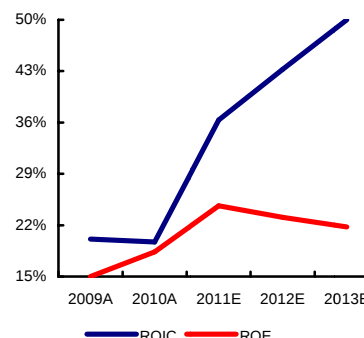
经营利润率趋势



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

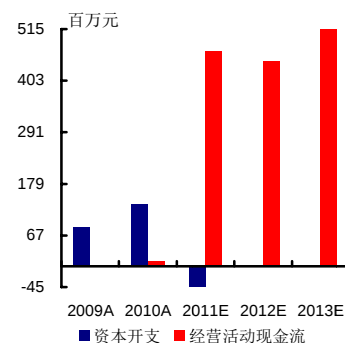
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-2	11	385	346	396
净利润	115	159	285	345	412
折旧摊销	29	46	42	42	41
营运资金变动	-171	-213	44	-39	-57
其它	26	20	14	-1	0
投资活动现金流	-82	-152	45	1	0
资本支出	-84	-134	45	1	0
投资变动	1	-8	0	0	0
其他	0	-10	0	0	0
筹资活动现金流	151	232	-566	0	0
银行借款	410	615	-533	0	0
债券融资	-239	-353	-10	0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

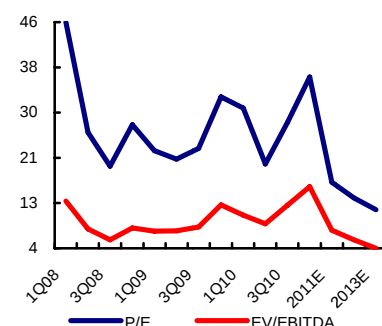
单位：%

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	16.6	13.7	11.5
P/B	4.7	6.5	4.0	3.1	2.5
EV/EBITDA	12.4	15.8	7.7	5.9	4.3

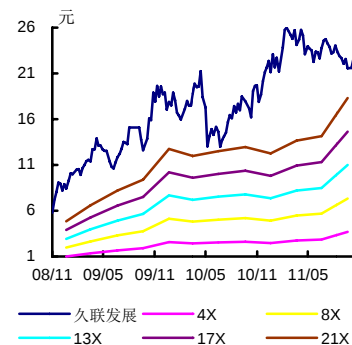
资本支出与经营活动现金流



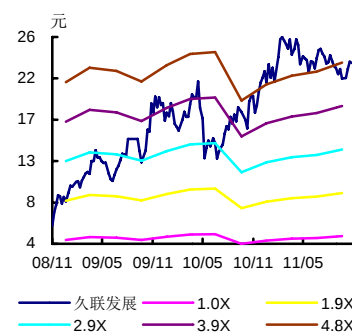
相对估值



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。

相关研究报告

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	2011-11-17
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	2011-11-03
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

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。