

久联发展 (002037)

增持 (维持)

前三季度经营平稳, 保利入主打开成长空间

市场数据

报告日期	2014-10-25
收盘价(元)	14.30
总股本(百万股)	327.37
流通股本(百万股)	327.37
总市值(百万元)	4681.36
流通市值(百万元)	4681.36
净资产(百万元)	1847.32
总资产(百万元)	7409.38
每股净资产	5.64

相关报告

《久联发展(002037): 销量延续增长, 关注工程业务进展》
2014-04-29

《久联发展(002037): 炸药销量增长, 工程业务转型稳步推进》
2014-03-27

《久联发展(002037): 炸药盈利提升推动业绩增长, 工程业务进展值得关注》
2013-10-22

分析师:

刘曦

liuxi@xyzq.com.cn

S0190512070001

郑方铤

zhengfb@xyzq.com.cn

S0190510120005

研究助理:

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3407	3881	4491	5217
同比增长(%)	9.9%	13.9%	15.7%	16.2%
净利润(百万元)	206	245	312	367
同比增长(%)	2.6%	18.8%	27.3%	17.7%
毛利率(%)	28.3%	28.4%	28.3%	27.4%
净利润率(%)	6.1%	6.3%	6.9%	7.0%
净资产收益率(%)	11.7%	12.2%	13.4%	13.6%
每股收益(元)	0.63	0.75	0.95	1.12
每股经营现金流(元)	-0.92	1.78	1.67	1.57

投资要点

事件:

久联发展公布 2014 年三季报, 报告期内公司实现营业总收入 25.69 亿元, 同比增长 14.33%; 实现营业利润 2.26 亿元, 同比增长 4.79%; 实现归属于母公司的净利润 1.43 亿元, 同比增长 0.90%, 扣非后净利润 1.43 亿元, 同比增长 0.35%。按 3.27 亿股的总股本计, 实现摊薄每股收益 0.44 元。其中三季度单季实现营业收入 7.07 亿元, 同比下降 15.17%, 净利润 0.43 亿元, 同比下降 22%, 同时公司预计 2014 年净利润增速为 0-30%, 净利润的变动区间为 2.06-2.68 亿元。

点评:

久联发展 2014 年三季度业绩略低于我们此前预测, 主要原因为第三季度财务费用较预期为高, 而贵州新联爆破公司工程施工收入增加及硝酸铵价格的下跌推动了久联发展前三季度业绩的增长。

- **贵州地区业务增长, 硝酸铵价格下跌, 推动前三季度业绩增长。**久联作为贵州地区民爆龙头企业, 炸药销量延续增长, 且子公司新联爆破工程业务规模增加, 因而公司前三季度营业收入同比增长 14.33%。此外今年硝酸铵价格持续下跌, 同比处于较低水平, 公司分季度综合毛利率持续提升, 推动业绩增长。分季度看, 公司第三季度炸药总体销售有所下降, 单季度营收 7.07 亿, 同比下降 15.17%。同时由于当季银行有息负债增加, 第三季度公司财务费用较上年同期增加 0.22 亿元, 同比增长 89%, 导致公司第三季度净利润同比下降 22% 至 0.43 亿元。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- **保利集团入主，后续成长空间有望逐步打开。**公司 8 月 14 日公告保利集团拟以其旗下部分民爆业务资产及现金共计 13.56 亿元增持久联集团，并成为久联发展实际控制方。保利将在收购完成后的 60 个月内将旗下保利化工、银光民爆、保利民爆等资产注入上市公司。本次收购尚需获得政府及相关国资部门的批复。

久联发展拥有约 20 万吨炸药产能，主要分布于贵州、新疆、甘肃等地，而保利集团具备约 17 万吨炸药产能，主要分布于辽宁、江西、山东等地区。一旦整合完成资产注入后，公司将成内为业最大的民爆企业，且由于各自产能分布区域较为独立，未来将能够产生较强的协同效应，业务版图也得以扩展至全国多个省份。

此外保利集团旗下拥有丰富的煤炭、金属等资源业务，我们预期未来相关矿山爆破业务存在较大可能外包给久联发展，届时公司将有望实现由市政爆破向矿山爆破的转型。此外十二五期间贵州地区基建投资预计仍将保持较快增长，省内民爆器材需求将持续提升。依托保利央企背景，未来公司在民爆行业的兼并收购将加速前行，进一步巩固公司在省内的优势地位，预计公司炸药销量可望稳步增长。

- **维持“增持”评级。**久联发展是贵州和甘肃省内最大的民爆器材生产企业，未来随着保利的入主，公司民爆产能大幅增长，业务遍及全国。保利集团拥有众多矿产资源业务，公司有望藉此完成向矿山爆破业务的转型。加之贵州省基建投资延续较快增长，公司在民爆行业的兼并收购将加速前行，进一步强化优势地位，预计工业炸药销量有望稳步增长。我们维持公司 2014-2016 年 EPS 为 0.75、0.95、1.12 元的预测，维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**硝酸铵价格大幅上涨的风险；爆破工程业务进展不达预期的风险；保利集团资产注入不达预期风险。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3447	3295	3637	4024
货币资金	671	388	449	522
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1604	1787	1981	2147
其他应收款	790	776	808	887
存货	165	222	257	302
非流动资产	2643	2165	2046	2014
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	149	100	100	100
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	732	700	714	705
在建工程	242	268	249	229
油气资产	0	0	0	0
无形资产	207	207	207	207
资产总计	6090	5460	5683	6038
流动负债	2517	2197	2060	2001
短期借款	853	910	600	299
应付票据	38	22	29	37
应付账款	998	889	1031	1250
其他	628	376	400	415
非流动负债	1528	933	930	927
长期借款	900	900	900	900
其他	628	33	29	26
负债合计	4045	3130	2990	2928
股本	327	327	327	327
资本公积	616	616	616	616
未分配利润	658	903	1215	1582
少数股东权益	280	320	371	421
股东权益合计	2045	2330	2693	3110
负债及权益合计	6090	5460	5683	6038

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	206	245	312	367
折旧和摊销	70	61	64	68
资产减值准备	11	-15	4	3
无形资产摊销	12	5	5	4
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	91	107	103	85
投资损失	-2	-2	-3	-4
少数股东损益	51	55	67	71
营运资金的变动	847	-150	7	72
经营活动产生现金流量	-414	583	546	514

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3407	3881	4491	5217
营业成本	2441	2778	3222	3789
营业税金及附加	76	81	94	110
销售费用	143	163	180	209
管理费用	315	349	391	449
财务费用	91	107	103	85
资产减值损失	12	10	8	6
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	2	3	4
营业利润	330	393	497	574
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	332	395	499	576
所得税	75	95	120	138
净利润	257	300	379	438
少数股东损益	51	55	67	71
归属母公司净利润	206	245	312	367
EPS(元)	0.63	0.75	0.95	1.12

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性(%)				
营业收入增长率	9.9%	13.9%	15.7%	16.2%
营业利润增长率	3.4%	18.9%	26.5%	15.5%
净利润增长率	2.6%	18.8%	27.3%	17.7%
盈利能力(%)				
毛利率	28.3%	28.4%	28.3%	27.4%
净利率	6.1%	6.3%	6.9%	7.0%
ROE	11.7%	12.2%	13.4%	13.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	66.4%	57.3%	52.6%	48.5%
流动比率	1.37	1.50	1.77	2.01
速动比率	1.30	1.40	1.64	1.86
营运能力(次)				
资产周转率	0.64	0.67	0.81	0.89
应收帐款周转率	2.32	2.23	2.34	2.48
每股资料(元)				
每股收益	0.63	0.75	0.95	1.12
每股经营现金	-0.92	1.78	1.67	1.57

公司公告点评

投资活动产生现金流量	-257	2	-56	-35	每股净资产	5.39	6.14	7.09	8.21
融资活动产生现金流量	813	-868	-429	-406					
现金净变动	142	-283	61	73	估值比率(倍)				
现金的期初余额	564	671	388	449	PE	15.39	12.95	10.17	8.64
现金的期末余额	706	388	449	522	PB	1.80	1.58	1.37	1.18

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:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【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。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。