安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 01 月 20 日

久联发展（002037.SZ）

公司快报

证券研究报告

民爆用品

保利集团入主正式完成，继续看好公司成为民爆巨擘

■**事件：**公司公告保利集团在完成对久联集团增资的工商变更并成为久联集团实际控制人后，保利久联集团近期减持上市公司约 0.26%的股份从而使久联集团持有久联发展的股权减至 30%以下，避免发起收购要约。

■**保利集团已正式入主，新篇章开启：**此前公司公告保利增资久联集团的工商变更已经完成，同时近期集团公司和上市公司的管理层换届也已进入尾声，而集团持股变动避免发起收购要约下则表明保利集团已正式入主，大股东变更后我们认为久联发展的新篇章就此开启。

■**国企改革的最佳标的之一，看好其成为全球民爆巨擘：**公司此前公告保利集团以其旗下部分资产及现金共计 13.6 亿元对久联集团增资，持有其 51%股份成为控制方，成为久联发展实际控制方。保利将在实施收购后的 60 个月内把旗下保利化工、银光民爆、保利民爆等资产注入上市公司，行业巨无霸崛起。目前保利久联集团的换届已经完成，后续上市公司的换届等近期也将开始，我们认为上市公司整合发展的大戏即将展开，我们看好保利在民爆领域发展的实力和决心，并认为未来上市公司在爆破服务、民爆产能整合、民爆国际化等领域的发展速度和空间将超出市场预期。

■**民爆整合和爆破服务等发展速度和空间或超市场预期：**首先民爆内部整合方面，公司民爆用品产能约 20 万吨，主要分布在贵州、甘肃、河南和新疆；而保利产能约 17 万吨，分布在辽宁、江西、山东和新疆，产能互补性强，未来一旦注入公司将成为国内最大的民爆企业，竞争力大大增强。第二爆破服务方面，保利能源矿业公司拥有较多的煤矿和金属矿产资源，未来外包部分与久联合作的可能性较大，有利于久联由市政工程爆破向矿山爆破服务发展，同时我们相信未来上市公司的订单获取能力将显著提高。更为重要的是未来保利久联集团及上市公司依靠保利央企背景，未来在外部的民爆公司兼并收购步伐可能会大大加快，我们预计未来久联发展将成为集团民爆资产整合平台。

■**看好未来的发展速度和空间，维持买入：**我们认为保利入主集团将成为公司发展过程中重要的里程碑，未来公司民爆产能有望倍增，同时在央企背景支持下爆破服务的发展空间也值得期待。暂不考虑未来的资产注入，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.77、0.94 和 1.15 元，暂维持买入-A 评级和 20 元的目标价，对应 15 年 PE 为 21 倍。

■**风险提示：并购进展低于预期的风险、民爆事故风险等**

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,098.6	3,406.5	4,002.7	4,783.2	5,639.4
净利润	200.9	206.2	253.6	307.3	375.2
每股收益(元)	0.61	0.63	0.77	0.94	1.15
每股净资产(元)	4.88	5.39	5.88	6.63	7.55

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	28.0	27.3	22.2	18.3	15.0
市净率(倍)	3.5	3.2	2.9	2.6	2.3
净利润率	6.5%	6.1%	6.3%	6.4%	6.7%
净资产收益率	12.6%	11.7%	13.2%	14.2%	15.2%
股息收益率	0.7%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%
ROIC	22.4%	18.1%	13.7%	24.8%	15.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价	20.00 元
股价（2015-01-19）	17.20 元

交易数据

总市值（百万元）	5,630.73
流通市值（百万元）	5,630.73
总股本（百万股）	327.37
流通股本（百万股）	327.37
12 个月价格区间	8.79/17.95 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.49	-23.05	38.38
绝对收益	-3.32	14.36	92.39

王席鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

袁善宸 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

报告联系人
肖晴 021-68767803
xiaoqing@essence.com.cn

相关报告

重大合同中标验证爆破业务提速，继续看好公司成为民爆巨擘	2015-01-05
业绩符合市场预期，协同发展空间广阔下股价存低估	2014-10-24
保利入主集团下公司在民爆和军工领域有望获得大发展	2014-09-04

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 01 月 20 日)

利润表

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	**3,098.6**	**3,406.5**	**4,002.7**	**4,783.2**	**5,639.4**
减:营业成本	2,336.1	2,441.4	2,901.9	3,454.4	4,071.1
营业税费	71.0	75.9	92.1	110.0	129.7
销售费用	71.2	143.1	180.1	215.2	253.8
管理费用	250.3	315.0	352.2	420.9	496.3
财务费用	41.3	91.0	58.4	77.4	73.2
资产减值损失	14.8	11.9	10.8	10.8	10.8
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	5.5	2.2	3.4	3.4	3.4
营业利润	**319.4**	**330.4**	**410.5**	**497.7**	**607.9**
加:营业外净收支	8.9	1.3	1.2	1.2	1.2
利润总额	**328.3**	**331.7**	**411.7**	**498.9**	**609.1**
减:所得税	74.1	74.9	94.7	114.7	140.1
净利润	**200.9**	**206.2**	**253.6**	**307.3**	**375.2**

资产负债表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	564.2	670.9	1,134.3	382.7	1,230.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,645.2	2,393.8	1,021.7	3,507.1	2,105.6
应收票据	38.9	91.5	12.7	125.9	49.5
预付帐款	55.5	123.1	66.5	162.4	115.4
存货	155.1	165.5	204.2	226.9	293.5
其他流动资产	3.5	2.5	3.2	3.1	2.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	110.5	148.8	148.8	148.8	148.8
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	696.1	731.9	943.4	1,039.8	1,093.3
在建工程	90.5	242.3	102.7	60.8	48.2
无形资产	197.5	215.8	209.5	203.1	196.8
其他非流动资产	1,070.2	1,304.0	983.8	1,109.1	1,120.3
资产总额	**4,627.3**	**6,090.1**	**4,830.7**	**6,969.7**	**6,405.1**
短期债务	1,076.2	853.3	800.0	844.1	800.0
应付帐款	1,025.7	1,221.5	745.1	1,825.2	1,353.2
应付票据	-	38.2	7.6	16.5	21.3
其他流动负债	290.5	404.0	287.0	351.5	373.8
长期借款	389.0	900.4	500.0	1,052.2	500.0
其他非流动负债	33.5	627.6	225.2	295.4	382.8
负债总额	**2,814.8**	**4,045.0**	**2,564.9**	**4,385.0**	**3,431.1**
少数股东权益	**215.9**	**279.7**	**340.0**	**412.9**	**502.1**
股本	204.6	327.4	327.4	327.4	327.4
留存收益	1,361.2	1,395.7	1,598.5	1,844.4	2,144.5
股东权益	**1,812.5**	**2,045.1**	**2,265.9**	**2,584.7**	**2,974.0**

财务指标

（百万元）	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长率	27.9%	9.9%	17.5%	19.5%	17.9%
营业利润增长率	-4.5%	3.4%	24.3%	21.2%	22.1%
净利润增长率	0.2%	2.6%	23.0%	21.2%	22.1%
EBITDA 增长率	4.7%	16.1%	14.4%	21.9%	17.6%
EBIT 增长率	2.1%	16.8%	11.3%	22.7%	18.4%
NOPLAT 增长率	4.1%	16.8%	10.7%	22.7%	18.4%
投资资本增长率	44.5%	46.0%	-32.2%	91.9%	-28.5%
净资产增长率	84.8%	12.8%	10.8%	14.1%	15.1%
利润率					
毛利率	24.6%	28.3%	27.5%	27.8%	27.8%
营业利润率	10.3%	9.7%	10.3%	10.4%	10.8%
净利润率	6.5%	6.1%	6.3%	6.4%	6.7%
EBITDA/营业收入	13.5%	14.3%	13.9%	14.2%	14.1%
EBIT/营业收入	11.6%	12.4%	11.7%	12.0%	12.1%
运营效率					
固定资产周转天数	72	75	75	75	68
流动营业资本周转天数	70	105	74	88	93
流动资产周转天数	231	312	265	258	262
应收帐款周转天数	144	213	154	170	179
存货周转天数	16	17	17	16	17
总资产周转天数	432	566	491	444	427
投资资本周转天数	177	234	199	196	187
投资回报率					
ROE	12.6%	11.7%	13.2%	14.2%	15.2%
ROA	5.5%	4.2%	6.6%	5.5%	7.3%
ROIC	22.4%	18.1%	13.7%	24.8%	15.3%
费用率					
销售费用率	2.3%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用率	8.1%	9.2%	8.8%	8.8%	8.8%
财务费用率	1.3%	2.7%	1.5%	1.6%	1.3%
三费/营业收入	11.7%	16.1%	14.8%	14.9%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	60.8%	66.4%	53.1%	62.9%	53.6%
负债权益比	155.3%	197.8%	113.2%	169.7%	115.4%
流动比率	1.03	1.37	1.33	1.45	1.49
速动比率	0.96	1.30	1.22	1.38	1.38
利息保障倍数	8.73	4.63	8.03	7.43	9.30
分红指标					
DPS(元)	0.13	0.15	0.15	0.19	0.23
分红比率	20.4%	23.8%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.7%	0.9%	0.9%	1.1%	1.3%

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	254.3	256.7	253.6	307.3	375.2
加:折旧和摊销	58.2	69.9	86.8	102.5	115.7
资产减值准备	14.8	11.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	41.4	145.0	58.4	77.4	73.2
投资损失	-5.5	-2.2	-3.4	-3.4	-3.4
少数股东损益	53.3	50.6	63.4	76.8	93.8
营运资金的变动	-1,049.3	-941.8	1,226.2	-1,717.9	999.7
经营活动产生现金流量	**-265.3**	**-301.7**	**1,685.0**	**-1,157.2**	**1,654.2**
投资活动产生现金流量	**-361.8**	**-253.1**	**-146.6**	**-146.6**	**-146.6**
融资活动产生现金流量	**749.9**	**661.5**	**-1,074.9**	**552.2**	**-659.4**

业绩和估值指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
EPS(元)	0.61	0.63	0.77	0.94	1.15
BVPS(元)	4.88	5.39	5.88	6.63	7.55
PE(X)	28.0	27.3	22.2	18.3	15.0
PB(X)	3.5	3.2	2.9	2.6	2.3
P/FCF	-403.7	18.2	31.6	-8.8	6.7
P/S	1.8	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	12.5	8.6	9.9	10.2	7.0
CAGR(%)	14.7%	22.2%	8.4%	14.7%	22.2%
PEG	1.9	1.2	2.7	1.2	0.7
ROIC/WACC	2.3	1.9	1.4	2.6	1.6
REP	1.3	0.8	2.2	0.8	1.5

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。