

贵州久联民爆器材发展股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2015）

发行主体	贵州久联民爆器材发展股份有限公司		
发行规模	6 亿元人民币		
债券存续期	7 年期（2013 年 4 月 24 日~2020 年 4 月 24 日），附第 5 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。		
偿还方式	按年付息，到期一次还本		
上次评级时间	2014 年 5 月 26 日		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

久联发展	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益（亿元）	18.12	20.45	22.67	22.93
总资产（亿元）	46.27	60.90	77.78	78.13
总债务（亿元）	15.85	25.56	29.09	28.51
营业总收入（亿元）	30.99	34.07	39.07	7.59
营业毛利率（%）	24.61	28.33	28.62	25.81
EBITDA（亿元）	4.80	5.47	6.39	-
所有者权益收益率（%）	14.03	12.55	11.80	1.17
资产负债率（%）	60.83	66.42	70.85	70.65
总债务/EBITDA（X）	3.30	4.68	4.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.11	3.77	2.95	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

分析师

张章 zhzhang@ccxr.com.cn

高玉薇 ywgao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 6 月 19 日

基本观点

贵州久联民爆器材发展股份有限公司（以下简称“久联发展”或“公司”）系贵州省内最大的民爆产品生产厂商及爆破服务提供商。2014 年，公司坚持“抓机遇、抢市场、强内控、调结构、促发展”的经营方针，大力推进“爆破一体化”服务，当年业务规模保持稳步增长态势。从业务板块来看，受益于原材料价格下跌，民爆产品生产板块毛利有所提升；爆破及工程施工业务的省内外布局亦进一步得到完善。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司应收款项大幅上升、民爆产品出厂价格市场化及安全风险等因素可能对公司信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持久联发展主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“贵州久联民爆器材发展股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 **AA**。

正 面

- 硝酸铵价格持续下跌，工业炸药毛利提升。2014 年公司主要原材料硝酸铵的平均采购成本为 1750 元/吨，较上年下降 84 元/吨，降幅为 4.58%；工业炸药毛利水平较上年提升 3.23 个百分点，成本压力得到一定程度的缓解。
- 产业链延伸，市场布局进一步完善。子公司新联爆破通过股权收购、合作新设等多元化形式，组建了旗下多家控股公司，完成了对省内市场的终端布局及省外市场的延伸，为爆破业务拓展、民爆器材流通提供了支撑。
- 爆破及工程施工中标新订单，未来业绩有保障。受益于贵州省城镇化和基建投资的较快增长，近两年公司市政工程业务陆续中标大额新订单；2014 年公司爆破及工程施工业务全年签订合同或中标项目 218 项，合同金额约 30 亿元，当年实现营业收入 22.70 亿元。

关 注

- 民爆产品出厂价格市场化。2014年12月25日，国家发改委取消了多年来对民爆器材出场价格的管制，由市场供需决定其具体价格，其短期内将导致民爆产品价格面临下跌的压力，行业盈利能力将有所收窄。
- 应收款项规模较大。2014年公司应收款项（包括应收账款、其他应收款和长期应收款）合计为50.09亿元，同比增加38.26%，占营业收入的比重达到128.21%。应收款项的增加导致公司债务规模扩大、现金流紧张，对于应收款项的回收情况需要予以关注。
- 安全风险。公司主要产品系具有危险爆炸属性的特殊工业产品，此外，公司利用现场混装技术为各类客户提供爆破工程一体化服务。虽然公司不断建立健全安全管理制度，但因偶发性因素引发的安全事故风险仍需关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

重大事项

公司原控股股东贵州久联集团有限责任公司（以下简称“久联集团”，其已于2014年12月18日变更为保利久联控股集团有限责任公司）、贵州省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”）于2014年8月9日与中国保利集团公司（以下简称“保利集团”）签订联合重组协议。

联合重组协议的主要内容如下：保利集团以其持有的作价54,131.10万元的民爆业务股权资产：即保利化工控股有限公司100%的股权、保利民爆科技集团股份有限公司50.60%的股权、山东银光民爆器材有限公司70%的股权，以及自有资金81,444.96万元货币对久联集团进行增资。增资完成后，保利集团持有保利久联控股集团有限责任公司（以下简称“保利久联”）51%的股权，进而间接控制上市公司久联发展30.26%的股份，久联发展的实际控制人由贵州省国资委变更为保利集团（最终控制人为国务院国资委）。

2015年1月16日，久联发展接控股股东保利久联通知，于2015年1月9日至1月15日期间通过深圳证券交易所的交易系统减持久联发展股份850,045股，减持比例为公司总股本的0.26%。本次股份减持完成后，保利久联持有久联发展的股权变更为30%。

行业分析

国内宏观经济下行压力加大，民爆市场需求疲软，产销量增速维持在较低水平，行业发展由高速增长期进入了低速稳定期。

我国民爆行业下游消费领域以矿山开采与基础设施建设为主，其中矿山开采主要系煤矿、金属矿山和非金属矿山，基础设施建设主要系铁路道路、水力水电等基础建设。因此民爆行业的需求增长主要取决于矿山开采业及基建投资的增长，其行业发展与宏观经济的相关性很强。2014年，我国宏观经济增速放缓，下行压力加大，受此影响，民爆行业整体需求疲软，产销量增速维持在较低的水平上，行业发展由高速增长期进入了低速稳定期。

2014年上半年，民爆行业总体呈现稳中有升的态势，全行业累计实现经营总收入347.7亿元，同比增长2.3%；其中：生产企业主营业务收入实现196.6亿元，同比增长8.1%；销售企业实现产品销售收入151.1亿元，同比下降4.8%；全行业累计实现爆破服务收入37.1亿元，同比增长37.6%。

分产品来看，2014年上半年，民爆行业主要产品产、销量同比增量有所减少。工业炸药全年累计产、销量分别为204.1万吨和202.1万吨，同比分别增长2.5%和0.7%；工业雷管产销量则继续呈现下降的趋势，但降幅明显缩小，全年累计产、销量为8.12亿发和7.81亿发，同比下降0.63%和7.21%。

从地区分布来看，2014年上半年有18个省份工业炸药产量同比呈增长态势，其中：云南、四川、贵州、辽宁、江西等10个省份工业炸药产量同比增幅超过10%；而工业雷管产量同比增幅超过10%的省份有5个，分别是重庆、山东、江西、河北和黑龙江。

得益于原材料硝酸铵价格的持续下行，民爆企业成本压力有所缓解。

作为炸药的最主要原材料，硝酸铵占炸药成本的50%左右，其价格波动直接影响着炸药生产企业的利润空间。目前国内硝酸产能过剩，2009年为920万吨/年，到2014年底约突破2000万吨/年，产能的不断增加及下游的需求不足，导致近年来硝酸铵价格波动较大。2014年硝酸铵价格处于平稳下降态势，截至当年年底，其价格已降至近两年最低，全年硝酸铵平均报价约为1585元/吨，同比下降14.32%。

图1：2014年~2015年6月硝酸铵报价走势

单位：元/吨



资料来源：生意社，中诚信证评整理

民爆产品出厂价格市场化，在民爆市场需求放缓和产能过剩的背景下，短期内民爆产品价格面临下跌的压力，行业盈利能力将有所收窄。

2014年12月25日，国家发改委会同有关部门先后印发了8个文件，放开24项商品和服务价格，下放1项定价权限，其中涉及民爆行业的细则包括《关于放开民爆器材出厂价格有关问题的通知》(以下简称“《通知》”)，具体如下：

1、放开民爆器材出厂价格。近年来，民用爆炸物品生产经营企业积极应对市场变化，整体运行平稳，具备进一步推进市场化改革的条件。经研究，决定放开民爆器材出厂价格，具体价格由供需双方协商确定。

2、取消对民爆器材流通费率管理。各地价格主管部门要结合当地实际，尽快取消对民爆器材流通费率的管理，流通环节价格由市场竞争形成。

3、切实加强行业和市场监督。各地民爆行业主管部门、公安机关要加大对民用爆炸物品生产、销售、运输和使用各环节的监管力度，保障民爆行业平稳运行。要密切跟踪监测价格放开对民爆行业带来的影响，严厉打击“非法建设、非法生产、非法经营、非法使用”和“超定员、超定量、超能力、超时限”生产民用爆炸物品的行为，对因市场竞争价格而难以生存的企业要重点关注，支持企业转型或关闭，并妥善安置企业员工。

本次《通知》的下发，将促进民爆行业内市场配置作用的增强，有助于部分在规模、技术及成本方面具备领先优势企业市场化改革进程的加快，促进其市场占有率及行业集中度的提高。然而短期内，民爆行业管制价格的放开可能导致民爆产品平均售价的下行，其将在一定程度上影响民爆行业的盈利能力。

并购整合进一步提升了行业集中度，民爆企业经营模式由单一生产逐步向爆破服务一体化方式转变。

《民用爆炸物品行业“十二五”发展规划》中指出，“十二五”期间要着力培育3-5家具有自主创新能力和国际竞争力的龙头企业，打造20家左右跨

地区、跨领域具备一体化服务能力的骨干企业，引领民爆行业实现跨越式发展。随着地区分割的打破，部分大型民爆企业已迈出了进军全国市场的步伐，市场竞争日趋激烈；同时由于炸药行业新批产能受限，民爆企业更倾向于地区间产能转移或并购。随着行业并购整合的加速，行业集中度不断提升。截至2014年底，民爆行业排名前十的企业如下表所示(排名不分先后)。

表 1：2014 年民爆行业企业排名前十名

序号	名称
1	贵州久联民爆器材发展股份有限公司
2	安徽江南化工股份有限公司
3	广东宏大爆破股份有限公司
4	四川雅化实业集团股份有限公司
5	安徽雷鸣科化股份有限公司
6	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司
7	山西同德化工股份有限公司
8	葛洲坝易普力股份有限公司
9	湖北凯龙化工集团股份有限公司
10	甘肃银光化学工业集团有限公司

数据来源：中国爆破器材行业协会，中诚信证评整理

民爆器材产业链主要包括生产(工业炸药、起爆器等)、销售和爆破服务三大环节。随着民爆行业并购整合步伐的加速，行业企业的数量将大幅缩减，企业的规模、技术水平、创新能力等将不断提升，民爆企业逐步由单一的生产销售向生产、销售、爆破服务一体化的全产业链经营方式转变。

业务运营

2014年，公司积极适应国家放开民爆价格、实施爆破服务一体化和民爆产品直销等新常态，实现经营规模和经营业绩的提升。当年公司共实现营业收入39.07亿元，较上年增长14.69%。分行业板块来看，公司民爆产品生产实现营业收入16.25亿元，较上年同期减少8.72%；爆破及工程施工实现营业收入22.70亿元，较上年同期增加40.41%；其他产品生产实现营业收入0.12亿元，较上年同期减少83.56%。同时，随着公司爆破服务一体化经营模式的推进，爆破及工程施工业务已成为公司营业收入中最重要的组成部分，2014年爆破及工程施工业务收入占总营业收入的比重为58.10%。

表2：2014年公司业务收入结构与毛利率情况

单位：亿元、%、百分点

业务名称	营业收入	毛利率	营业收入 毛利率	
			较上年同 期增减	较上年同 期增减
民爆产品生产	16.25	37.62	-8.72	1.72
爆破及工程施工	22.70	21.92	40.41	2.09
其他产品生产	0.12	-	-83.56	-
合计	39.07	28.62	14.69	0.29

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

重点工程项目建设方面，安顺久联 5 万吨炸药生产线建设项目顺利建成投产并完成验收，2014 年完成乳化炸药生产 8400 吨；墨竹工卡年产 4000 吨多孔粒铵油炸药地面站建设项目完成投资，现已建成，正在进行试生产前的准备工作，预计 2015 年上半年可实现投产；甘肃久联年产 4000 万发雷管生产线项目二期工程起爆药主体工程建设及设备安装已完成，现已完成试生产。

原材料硝酸铵价格持续走低，工业炸药毛利率增加，但受民爆产品出厂价格市场化的影响，未来公司民爆产品生产板块业绩或有所下滑。

目前国家对民爆行业实行的是许可证制度，原则上已不再新增许可产能。2012 年公司通过新批、收购兼并等方式获得工业炸药新增产能 5.9 万吨；2013-2014 年公司无新增许可产能，目前公司工业炸药生产许可产能 19.9 万吨、安全许可产能 17 万吨；工业雷管生产、安全许可产能 9000 万发；工业索类许可产能 5000 万米。

表3：2012~2014 年公司民爆产品许可产能

单位：万吨、万发、万米

	2012 年	2013 年	2014 年
工业炸药	19.90	19.90	19.90
工业雷管	13000	9000	9000
工业索类	5000	5000	5000

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产能利用方面，2014 年公司工业炸药产量为 16.30 万吨，工业雷管产量为 4,781 万发，工业索类产量为 4,068 万米。其中工业炸药产量和工业索类产量分别同比增长 2.00% 和 3.59%，工业雷管产量同比略有下降，整体工业炸药许可产能利用率增至 81.92%。总体来看，公司作为贵州省内民爆龙头企

业，产能、产量规模和市场份额均处于行业领先地位。

表4：2012~2014 年公司民爆产品生产情况

单位：万吨、万发、万米

	2012 年	2013 年	2014 年
工业炸药	13.19	15.98	16.30
工业雷管	4998	4993	4781
工业索类	3996	3927	4068

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2014 年以前，公司民爆产品在销售时执行的是国家指导价，生产企业的实际出厂价需在基准价上下浮动 15% 的范围内。在售价限制的情况下，民爆产品的成本变动对生产企业的利润将产生直接影响。公司原材料中硝酸铵占炸药总成本的 50.7% 左右，2014 年硝酸铵价格持续下跌，公司当年硝酸铵的平均采购成本为 1750 元/吨，较上年平均下降 84 元/吨，降幅为 4.58%；受益于原材料价格下跌，当年公司工业炸药毛利率为 41.36%，较上年增长 3.23 个百分点。

同时，中诚信证评亦关注到，2014 年 12 月 25 日，国家发改委汇同有关部门印发《通知》，其取消了多年来对民爆器材出场价格的管制，由市场供需决定其具体价格，其可能导致民爆产品平均售价的下行，或将会在一定程度上影响公司未来民爆产品生产板块的业绩。

销售方面，公司销售模式包括经销商销售及直销两种，以经销商销售为主。2014 年炸药类产品经销商销售占总销量的比重为 83.68%，直销占总销售量的比重为 16.32%；雷管类产品经销商销售占总销售量的 79.65%，直销占总销售量的 20.35%。从销售区域来看，公司民爆产品目前主要业务布局贵州、甘肃、河南三省。公司 2014 年主营业务收入 39.07 亿元，其中，贵州、甘肃、河南以及其他地区营业收入分别为 31.85 亿元、2.75 亿元、2.91 亿元和 1.56 亿元，占比分别为 81.52%、7.04%、7.45% 和 3.99%。

总体来看，虽然原材料硝酸铵价格持续走低，工业炸药毛利率增加，但受民爆产品出厂价格市场化的影响，未来公司民爆产品生产板块业绩或有所下滑。

公司坚持推进“矿山民爆一体化”战略，省内外布局进一步完善，但未来业务扩张将面临一定的资金压力。

公司爆破服务的实施主体为其全资子公司贵州新联爆破集团工程有限公司和甘肃久联爆破工程公司，其中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，目前为贵州省内唯一一家拥有爆破与拆除工程一级资质的爆破工程公司。2014年1月，新联爆破的全资子公司贵州久联建筑工程有限公司获得国家住建部颁发的“市政公用工程施工总承包壹级”资质，新联爆破集团的整体施工能力、技术力量得到了进一步提升。

战略布局方面，2014年新联爆破与遵义市人民政府、毕节市人民政府、织金县人民政府、施秉县人民政府等地方政府签订战略合作框架协议。同时，公司亦与贵阳乌当新兴爆破公司、贵州伟力爆破公司等爆破公司相继签订了战略合作框架协议，为公司爆破服务一体化夯实了基础，截至2015年5月31日，新联爆破在省内外全资或参股、控股子公司已达22家。公司爆破服务及工程施工网络布局的进一步完善，将为公司爆破工程业务拓展、民爆器材流通提供强有力的支撑。

目前公司爆破业务的发展策略定位于“省内市政+省外矿山”。省内市政方面，公司仍以市政工程BT项目为主。2014年1月，公司与贵州贵安建设投资有限公司签订了贵安新区天河潭道路工程BT施工项目合同，建安工程费为13.94亿元，建设周期为12个月，回购周期为36个月。近两年来大额新订单的签订，为公司市政工程未来1-2年的业绩提供了保障。

省外矿山方面，2012年新联爆破子公司西藏中金新联爆破公司调整经营策略，将露天矿山剥采工程作为其业务发展的主要方向，先后承接了西藏当年唯一新开工的露天矿山项目——邦铺铜（钼）矿采剥爆破工程和邦铺铜（钼）矿选矿厂平场爆破工程，积极向客户推广“矿山民爆一体化”服务模式。同时，公司积极与西藏矿业企业开拓合作，提升公司在西藏市场的地位及竞争力，为后续年产4000吨多孔粒铵油炸药地面站建设项目投产达产及西

藏市场业务拓展奠定了良好的基础。

2014年公司爆破及工程施工业务全年签订合同或中标项目218项，合同金额约30亿元，当年实现营业收入22.70亿元，占营业总收入的58.10%。从工程业务模式来看，2014年公司爆破工程项目BT模式合同金额为13.94亿元，占比为61.41%；项目总承包模式总金额为8.76亿元，占比为38.59%。总体来看，公司爆破及工程施工业务在经历了2011、2012两年的爆发式增长和2013年的短暂下滑后，2014年公司该项板块业务收入增幅较大，2014年同比上升40.41%。同时，由于目前公司的爆破工程项目仍以BT项目为主，工程款回收周期较长，公司应收款项大幅上升。

整体来看，公司在爆破工程施工领域具有高等级资质，受益于贵州省固定资产投资增速加快及外省市矿山爆破项目储备的增加，公司“市政+矿山”爆破业务具有良好的发展空间。但同时，我们也看到BT业务对资金的需求较大，将会给公司带来了一定的资金压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所有限公司审计、并出具标准无保留意见的2012、2013、2014年度财务报表和未经审计的2015年一季度财务报表。

资本结构

随着公司大力推进的省“五个一批”重点工程项目¹的全面完成，公司固定资产规模有所增大，总资产规模也相应增加。截至2014年12月31日，公司总资产为77.78亿元，较上年增长27.72%；负债总额为55.11亿元，较上年增长36.24%。净资产方面，随着近年来利润的不断积累，公司所有者权益（含少数股东权益）不断增加，2014年，公司所有者权益为22.67亿元，较上年增长10.86%。进入2015年，公司继续大力推进“爆破一体化服务”发展战略，积极延伸产业链，固定资产规模和总资产规模持续增长。截至2015年3月末，公司资产总

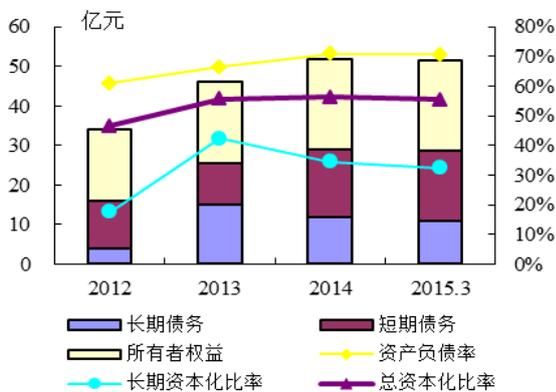
¹ 公司完成的重点工程项目包括：“安顺久联5万吨炸药生产线建设项目”、“墨竹工卡久联年产4000吨多孔粒铵油炸药地面站建设项目”和“甘肃久联年产4000万发雷管生产线项目建设二期工程”。

额增至 78.13 亿元，负债总额 55.20 亿元，所有者权益规模扩大至 22.93 亿元。

在资产方面，2014 年公司应收账款、其他应收款、长期应收款分别为 20.87 亿元、8.01 亿元和 21.21 亿元，公司应收款项合计 50.09 亿元，应收款项在营业收入中的占比高达 128.21%。2014 年公司应收账款同比增加 30.11%，主要是由于爆破公司因施工工程量增加而增加了应收工程款；其他应收款同比增加 1.39%，与上年基本持平，主要是新承揽项目支付的保证金、代费用等；长期应收款同比增加 72.58%，主要系公司对回购期超过一年的政府 BT 项目的工程收入确认为长期应收款。工程施工的 BT 项目属于先垫资后收款的模式，随着公司工程施工规模的扩大，应收款项会越来越多，同时应收款项的增加会使得公司现金流紧张、债务规模扩大，对于应收款项的回收情况我们应予以关注。

财务杠杆方面，由于公司工程项目对资金垫付的需求较高，近年公司的资金需求大幅上升，借款规模随之增加，资产负债率相应提高。截至 2014 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 70.85% 和 55.60%，较上年同期分别增长 4.42% 和 0.65%。未来考虑到公司业务规模的扩大及后续 BT 项目带来的资金压力，公司负债水平或将继续上升。截至 2015 年 3 月，公司资产负债率和总资本化比率分别为 70.65% 和 55.42%。

图 2：2012~2015.Q1 公司资本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

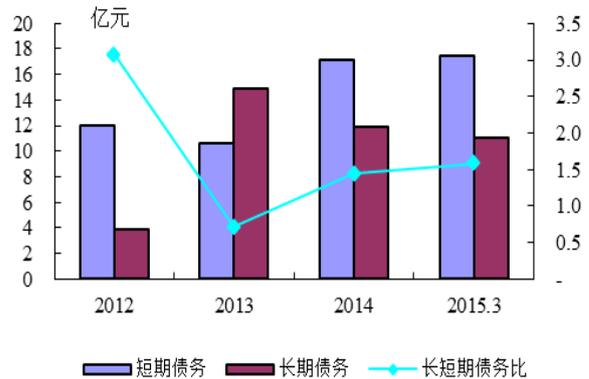
表 5：截至 2014 年 12 月 31 日民爆行业国内上市公司
资本结构比较（截至 2014 年 12 月 31 日）

名称	资产总计 (亿元)	负债总计 (亿元)	资产负债率 (%)
江南化工	39.28	8.9	22.66%
宏大爆破	36.83	12.72	34.54%
南岭民爆	30.84	9.56	31.00%
雅化集团	29.62	5.8	19.58%
雷鸣科化	14.78	2.95	19.96%
同德化工	13.46	3.15	23.40%
久联发展	77.78	55.11	70.85%

数据来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，截至 2014 年末，公司长期债务为 11.91 亿元，短期债务为 17.18 亿元，长短期债务比较上年同期的 0.71 上升至 1.44。公司债务以短期债务为主，考虑到公司 BT 项目的时间跨度，债务期限结构有待优化。截至 2015 年 3 月末，公司长短期债务比较上年末增加至 1.59。

图 3：2012~2015.Q1 公司债务结构分析



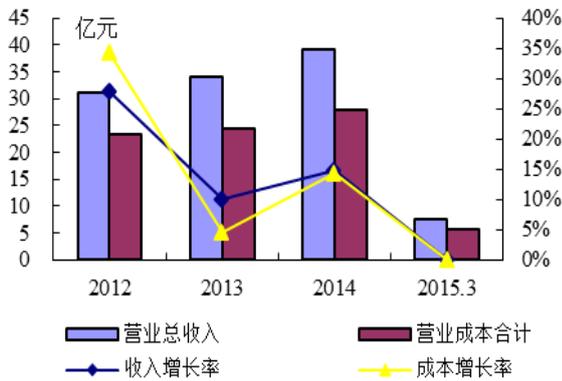
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，近年来公司业务规模稳步增长，资产规模不断上升，但其财务杠杆比率在行业内处于较高水平，加之其应收款项金额较大，加大了公司的资金压力，公司债务期限结构有待进一步优化，资本结构的稳健性有待调整。

盈利能力

2014 年，贵州加大基础建设投资，民爆产品需求旺盛，公司积极适应国家放开民爆价格、实施爆破服务一体化和民爆产品直销等新常态，实现经营规模和经营业绩的提升。截至 2014 年末，公司实现营业收入 39.07 亿元，同比增长 14.69%。2015 年 1~3 月，公司累计实现营业收入 7.59 亿元，较上年同期有所增长。

图 4: 2012~2015.Q1 公司收入成本分析



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

营业毛利率方面, 受益于原材料硝酸铵价格的持续走低, 民爆产品及爆破及工程施工业务的毛利率均有所提升, 2014 年公司营业毛利率为 28.62%, 较上年提高 0.29 个百分点, 处于行业的中等偏下水平。进入 2015 年, 受民爆产品出厂价格市场化的影响, 市场竞争加剧, 行业整体盈利能力有所收窄, 公司整体毛利率水平有所下滑。2015 年 1~3 月, 公司营业毛利率为 25.81%。

表 6: 2012~2014 年公司分行业营业毛利率

	2012 年	2013 年	2014 年
民爆产品生产	32.33%	36.88%	37.62%
爆破及工程施工	17.78%	19.83%	21.92%
其他产品生产	23.70%	12.99%	-
合计	24.61%	28.33%	28.62%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

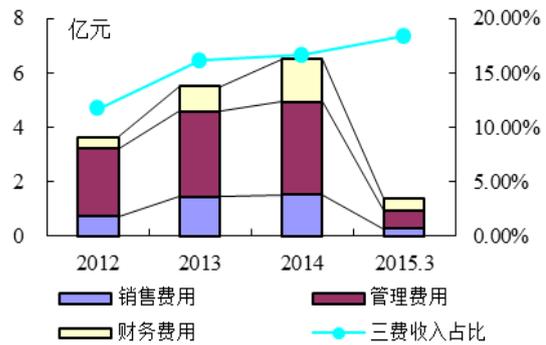
表 7: 2014 年民爆行业国内上市公司营业毛利率对比

名称	2012 年	2013 年	2014 年
南岭民爆	36.02%	38.61%	41.69%
江南化工	47.69%	49.38%	48.70%
同德化工	34.40%	43.45%	43.72%
雅化集团	44.44%	48.25%	47.21%
宏大爆破	22.08%	22.08%	23.28%
雷鸣科化	32.00%	39.51%	40.98%
久联发展	24.61%	28.33%	28.62%

数据来源: 各公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 随着公司业务规模的扩大, 期间费用相应上升, 2014 年公司期间费用合计 6.50 亿元, 占营业总收入的 16.63%, 占比较上年略有上升, 其中人员工资、运输费、利息费用的大幅上升是导致期间费用增加的主要原因。

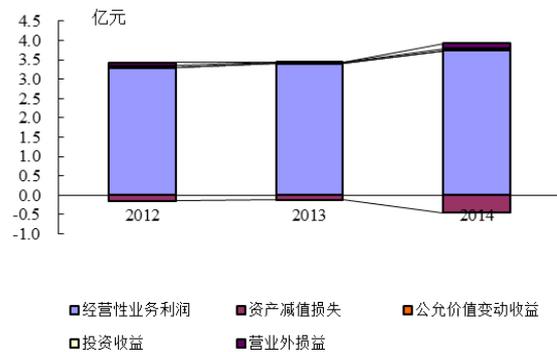
图 5: 2012~2015.Q1 公司期间费用分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从利润总额构成来看, 2014 年公司利润总额为 3.46 亿元, 同比增长 4.46%, 其中经营性业务利润为 3.73 亿元, 系利润总额的主要构成。

图 6: 2012~2014 年公司利润总额分析



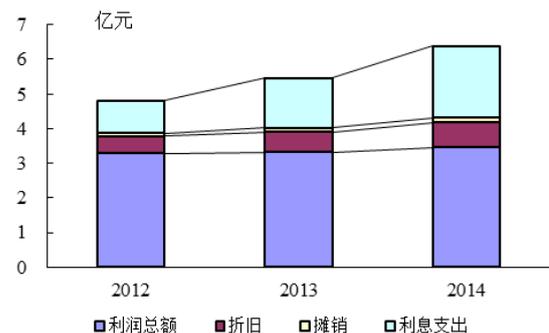
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司作为贵州省民爆行业龙头企业, 随着爆破一体化服务的大力实施, 规模效益逐渐显现, 业务规模增长稳定, 盈利能力有所增强。

偿债能力

2014 年, 公司爆破及工程施工业务的资金需求上升, 总债务规模大幅提高。截至 2014 年末, 公司总债务规模为 29.09 亿元, 较上年增长 13.81%, 总资本化率增至 56.20%, 债务偿还压力有所加大。

图 7: 2012~2014 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

获现能力方面，从 EBITDA 构成来看，利润总额和利息支出是公司 EBITDA 的主要来源。近年来，公司利润总额保持稳定，利息支出逐渐增加，其 EBITDA 规模也相应有多增加，2014 年公司 EBITDA 为 6.39 亿元，同比增加 16.89%。现金流方面，受 BT 工程结算方式的影响，近年来新开工项目较多造成工程款投入较大，且项目因尚未进入回购期，目前回购款无法覆盖工程款支出。2014 年公司经营活动净现金流表现为净流出状态，为-5.96 亿元，当年经营活动净现金流对利息、总债务的覆盖能力有所弱化。

从偿债能力来看，公司当年盈利有所增强，但受债务规模大幅增加的影响，2014 年公司总债务/EBITDA 为 4.55 倍，较上年略微有所下降。同期公司 EBITDA 利息倍数降至 2.95 倍，EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力有所弱化，但整体仍处于较好水平。

表 8：2012~2015.Q1 公司主要偿债能力指标

	2012	2013	2014	2015.Q1
短期债务（亿元）	11.96	10.62	17.18	17.49
长期债务（亿元）	3.89	14.95	11.91	11.02
总债务（亿元）	15.85	25.56	29.09	28.51
资产负债率（%）	60.83	66.42	70.85	70.65
总资本化比率（%）	46.66	55.55	56.20	55.42
总债务/EBITDA（X）	3.30	4.68	4.55	-
经营净现金/总债务(X)	-0.17	-0.12	-0.20	-0.33
EBITDA 利息倍数（X）	5.11	3.77	2.95	-

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司对贵州新联爆破公司、甘肃久联民爆器材有限公司等下属关联企业担保 9.26 亿元，且无重大未决诉讼事项，由此引致的或有负债风险较小。

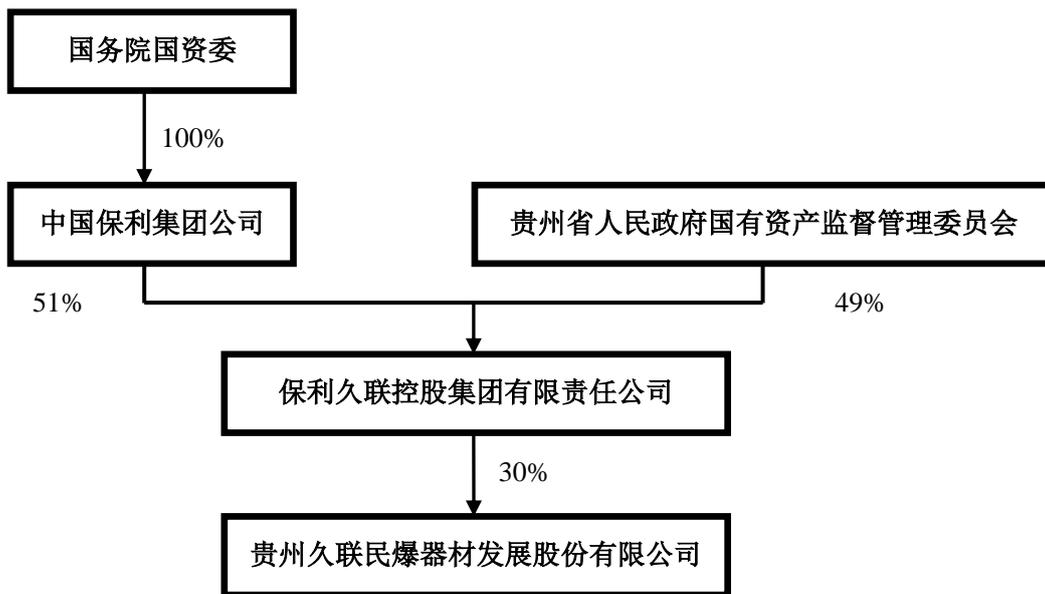
银行授信方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司拥有银行授信额度 10.5 亿元，其中已使用授信额度 6 亿元，尚未使用额度为 4.5 亿元，备用流动性较为充沛。

中诚信证评认为，虽然 2014 年公司债务规模有所扩大，但公司作为贵州民爆龙头企业，竞争优势明显，抗风险能力和盈利能力很强，财务弹性也表现良好，整体对债务偿还的保障较为充分。

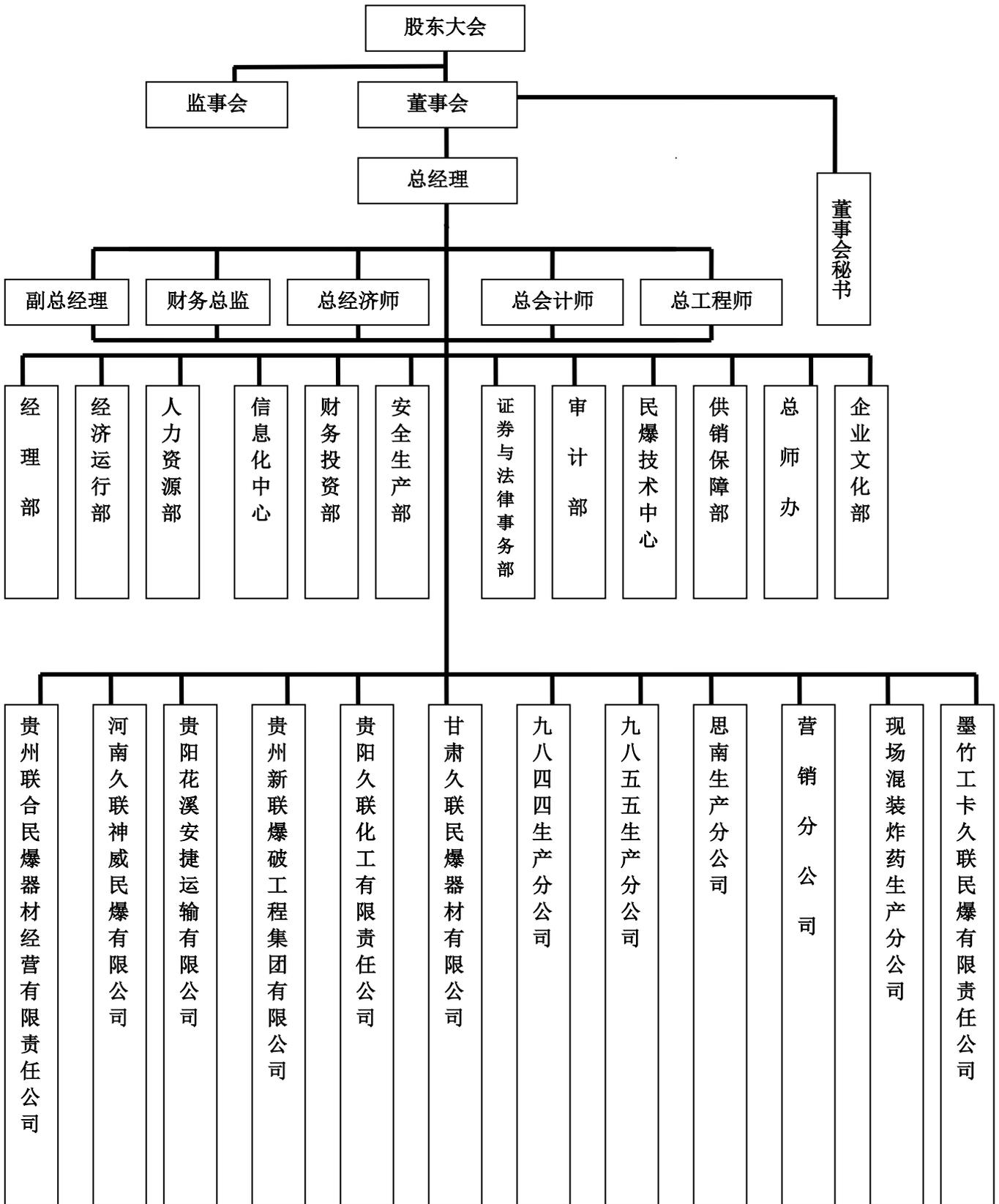
结 论

综上，中诚信证评维持久联发展主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“贵州久联民爆器材发展股份有限公司 2012 年公司债券”的信用等级为 **AA**。

附一：贵州久联民爆器材发展股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附二：贵州久联民爆器材发展股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附三：贵州久联民爆器材发展股份公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	56,422.94	67,087.02	71,865.72	48,596.65
应收账款净额	124,703.89	160,407.70	208,730.41	214,435.52
存货净额	15,508.75	16,547.10	21,022.82	26,854.14
流动资产	246,246.83	344,724.49	395,562.42	398,692.58
长期投资	11,045.52	14,882.35	15,422.44	15,422.44
固定资产合计	78,661.52	97,748.12	120,327.64	121,219.32
总资产	462,727.49	609,008.46	777,806.70	781,322.21
短期债务	119,615.99	106,150.71	171,779.59	174,874.67
长期债务	38,900.00	149,476.86	119,148.14	110,175.96
总债务（短期债务+长期债务）	158,515.99	255,627.56	290,927.73	285,050.63
总负债	281,481.93	404,498.94	551,082.25	551,992.94
所有者权益（含少数股东权益）	181,245.56	204,509.52	226,724.44	229,329.26
营业总收入	309,864.84	340,652.17	390,692.61	75,899.40
三费前利润	69,148.07	88,925.08	102,305.37	17,557.44
投资收益	552.15	217.38	608.89	0.00
净利润	25,425.99	25,672.65	26,742.31	2,686.69
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	48,046.06	54,657.06	63,889.54	--
经营活动产生现金净流量	-26,530.15	-30,174.64	-59,582.57	-23,463.16
投资活动产生现金净流量	-36,175.86	-25,311.25	291.99	-2,706.16
筹资活动产生现金净流量	74,991.55	66,149.97	61,269.09	3,185.09
现金及现金等价物净增加额	12,285.53	10,664.08	1,978.51	-22,984.23
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率（%）	24.61	28.33	28.62	25.81
所有者权益收益率（%）	14.03	12.55	11.80	1.17
EBITDA/营业总收入（%）	15.51	16.04	16.35	--
速动比率（X）	0.96	1.30	0.87	0.85
经营活动净现金/总债务（X）	-0.17	-0.12	-0.20	-0.33
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.22	-0.28	-0.35	-0.54
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.82	-2.08	-2.75	-5.37
EBITDA 利息倍数（X）	5.11	3.77	2.95	--
总债务/EBITDA（X）	3.30	4.68	4.55	--
资产负债率（%）	60.83	66.42	70.85	70.65
总资本化比率（%）	46.66	55.55	56.20	55.42
长期资本化比率（%）	17.67	42.23	34.45	32.45

注：上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/ 营业总收入

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产 / 流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率=负债总额 / 资产总额

总资本化比率=总债务 / （总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务 / （长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA / （计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。