



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪197号

贵州久联民爆器材发展股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“贵州久联民爆器材发展股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年五月二十六日

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（2017）

发行主体	贵州久联民爆器材发展股份有限公司		
发行规模	人民币 6 亿元		
存续期限	2013/04/24~2020/04/24（附第 5 年末公司维持票面利率选择权及投资者回售选择权）		
上次评级时间	2016/06/24		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

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”）作为贵州省民爆龙头企业，竞争优势较为显著，2016 年爆破及工程施工业务拓展情况良好；同时，公司将项目回笼资金偿付债务，总债务降幅较大，财务结构有所改善。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司面临安全生产风险，应收款项规模较大，毛利率持续下滑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”信用等级为 AA。

正面

- 行业壁垒巩固公司市场竞争的优势地位。民爆行业产能及资质审批严格，公司目前拥有年产 20.90 万吨工业炸药、13,000 万发工业雷管的许可产能，是贵州省目前唯一一家拥有爆破与拆除工程一级资质的爆破工程公司，市场竞争优势明显。
- 爆破及工程施工业务拓展情况良好。2016 年，公司新签爆破及工程施工项目合同金额同比增长 96.32%；年末在手合同金额同比增长 33.23%。新签及在手合同额大幅增加将对未来的经营业绩提供保障。
- 主要偿债指标表现向好。2016 年公司前期 BT 项目本年回笼资金规模较大，带动全年经营活动现金流净额增至 7.82 亿元；同时，公司利用项目回笼资金偿还债务，总债务水平下降较快，财务结构有所改善。

关注

- 毛利率持续下滑。民爆行业放开价格管制后，部分区域外企业采取低价倾销等方式开展竞争，造成民爆产品和爆破服务单价持续下滑，

概况数据

久联发展	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	22.67	23.17	23.61	23.73
总资产（亿元）	77.78	83.13	73.09	70.19
总债务（亿元）	29.09	31.03	17.06	15.54
营业总收入（亿元）	39.07	31.65	33.85	7.00
营业毛利率（%）	28.62	28.58	26.53	23.39
EBITDA（亿元）	6.39	4.83	4.15	-
所有者权益收益率（%）	11.80	3.86	3.36	1.38
资产负债率（%）	70.85	72.13	67.70	66.19
总债务/EBITDA（X）	4.55	6.43	4.11	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.08	2.10	2.25	-

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。
2、公司 2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

袁宇斌 ychyuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月26日

2016 年及 2017 年一季度公司综合毛利率分别下滑至 26.53% 和 23.39%，后期盈利情况需关注。

- 应收款项规模较大，占用公司资金的同时存在一定的坏账风险。2016 年末公司应收款项合计 36.05 亿元，占资产总额的 49.32%，当年计提坏账准备 0.47 亿元。随着承揽工程项目的金额不断增大，公司应收款项规模提高，降低了资产流动性，且面临一定的回收风险。
- 安全生产风险。公司所处行业属于高危行业，主要产品均为具有危险爆炸属性的特殊工业产品；同时，公司利用爆破技术为各类客户提供爆破工程服务，存在因偶发性因素引发安全事故的风险，从而对生产经营造成影响。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

在全国基建投资速度放缓，矿山开工不足的背景下，2016年民爆产品市场竞争依然激烈，但行业景气度下降已有所放缓，民爆行业整体呈触底企稳形势

民爆行业属于特种行业，与其他行业相比总体规模虽小，但产品应用领域广泛，是我国基础工业的基础。民爆器材广泛应用于煤炭、金属、非金属等矿山开采，铁路、公路、水利等基础设施建设领域，需求量与国家宏观经济状况及固定资产投资规模息息相关。2016年受到宏观经济增长乏力影响，我国固定资产投资完成额 59.65 亿元，同比增长 8.10%，增速继续下滑达到 9 年以来的新低。同时，供给侧改革持续推进，产能过剩行业的扩张受到严格限制，加之国外矿山企业利用成本优势逆势扩产进一步挤占国内企业的市场份额，使得我国矿山投资出现明显下滑，矿山开采行业整体开工不足。

图 1：近三年我国固定资产投资完成额情况



资料来源：wind，中诚信证评整理

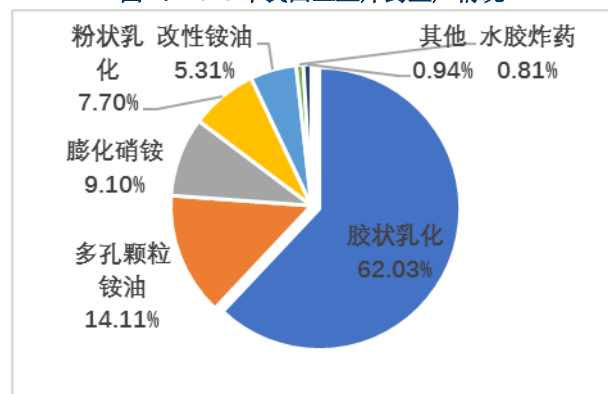
由于宏观因素的不利影响，2014 年民爆行业主要运行指标出现 8 年来首次负增长，且 2015~2016 年持续下降，但 2016 年度行业整体下降的速度已明显放缓。2016 年，民爆器材生产企业累计完成生产总值 251.90 亿元，同比下降 7.56%，下降幅度比 2015 年缩小 9.8 个百分点；累计完成销售总值 253.62 亿元，同比下降 7.32%，下降幅度缩小 9.5 个百分点；实现利润总额 31.24 亿元，同比下降 16.62%，下降幅度缩小 9.8 个百分点。

2016 年，我国工业炸药年生产和销售量为 354.17 万吨和 354.87 万吨，同比分别下降 3.89% 和 3.50%，降速分别缩小约 11.1 个百分点和 11.6 个百

分点；现场混装炸药年产量完成 77.72 万吨，同比下降 5.70%；工业雷管生产和销售分别为 11.19 亿发和 11.64 亿发，同比分别下降 9.04% 和 8.34%。库存方面，2016 年末民爆器材生产企业工业炸药库存总量 6.56 万吨，同比下降 9.92%；工业雷管库存量为 1.22 亿发，同比下降 28.24%。

从工业炸药品种产量变化情况看，2016 年我国胶状乳化炸药产量为 219.69 万吨，同比下降 0.59%，占比 62.03%，同比增加 2.1 个百分点；多孔粒状铵油炸药产量为 49.96 万吨，同比减少 7.74%；粉状炸药（包括膨化硝铵炸药和粉状乳化炸药）总产量为 78.31 万吨，同比下降 7.99%。胶状乳化炸药由于具有更好的安全环保性能，近年来使用量占比不断增加。

图 2：2016 年我国工业炸药生产情况



资料来源：中国爆破器材行业协会，中诚信证评整理

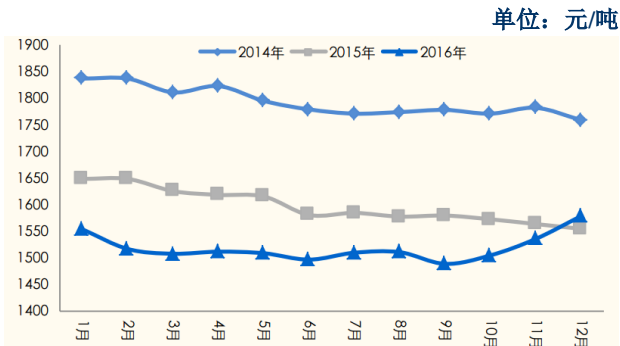
总体来看，受国内基建等固定资产投资持续放缓的影响，2016 年民爆行业延续下滑态势，但下滑程度已显著放缓，中诚信证评认为民爆行业整体上逐步进入触底企稳阶段。

上游硝酸铵市场需求降低和价格管制的放开造成民爆行业出现倾销现象，致使民爆产品价格持续下降，对业内企业的盈利形成冲击

原材料方面，硝酸铵占工业炸药原材料成本的 70% 左右，硝酸铵价格对民爆产品的盈利影响较大。近年来，受宏观经济增速放缓以及化肥、民爆等下游行业低迷的影响，硝酸铵需求有所下降，价格呈逐步下滑的趋势，2016 年硝酸铵整体价格较 2015 年继续下降，有利于民爆行业的成本控制，但 2016 年第四季度硝酸铵重要原料合成氨价格大幅上涨，促使硝酸铵价格有所回升。在国家煤炭供给侧改革

持续的背景下，占合成氨成本超 50% 的煤炭价格难以延续前两年的低位走势，2017 年硝酸铵价格在成本端推动下或出现显著回升。

图 3：2014~2016 年硝酸铵月度平均购进价格走势



资料来源：生意社，中诚信证评整理

根据《国家发展和改革委员会关于调整民用爆破器材出厂价格的通知》（发改价格〔2008〕2079号）的规定，民爆产品的销售价格按照规定价格浮动 15% 确定。2014 年 12 月 31 日以前民爆行业产品销售价格整体变化幅度相对较小；从 2015 年 1 月 1 日起，根据《关于放开民爆器材出厂价格有关问题的通知》（发改价格〔2014〕2936 号）精神，放开民爆产品销售价格后，民爆产品销售价格由供需双方协商确定，同时监管部门加强市场价格行为监管和反价格垄断执法。同时，2015 年开始，矿山资源开采受煤炭、钢铁、建材等行业萎缩，叠加海外低成本矿山逆势扩产抢占国内份额，国内矿山投资明显下滑。随着价格放开与需求降低，部分企业采取“省内保价格、省外保市场”的营销策略，导致部分地区出现区域外企业通过低价倾销方式争取市场份额的现象，造成国内民爆产品整体价格持续下降，极大的冲击了行业利润空间，小企业的生存状况恶化；但另一方面，以民爆上市公司为代表的行业龙头则维持较好的盈利水平，毛利率普遍在 20% 以上，从而为进一步的行业整合创造条件。

民爆行业资质壁垒较高，未来新增产能批复建设可能性较小，行业发展将出现较多的并购整合，部分实力较强的区域性企业有望通过合并成为全国性企业

2006 年 9 月 1 日修订并实施的《民用爆炸物品安全管理条例》（以下简称“《条例》”）是我国民爆行业管理所依据的主要法规。根据《条例》，目前

由国家工业和信息化部统一负责全国民爆器材的科研、生产、销售、质量检测、进出口的管理工作。同时，《条例》还规定，公安机关负责民爆器材产品的公共安全管理及民爆器材产品的购买、运输、爆破作业的安全监督管理。

国家对民爆品的生产、销售、购买、运输和爆破作业各环节都实行严格的许可证制度，严格的管控制度使民爆行业形成了较高的进入门槛，同时由于民爆器材易燃易爆的特殊属性，其大范围、远距离经营能力受到了较大的限制，各民爆器材生产企业的产品销售半径均具有较强的地域性，加之民爆行业也存在一定程度上的地方保护，从而形成了较强的区域寡头垄断格局。而从“十二五”开始，我国民爆行业整合迈入强强联合阶段，产业集中度持续增加。经过整合和并购，民爆企业的数量由 2011 年的 400 多家已减少到 2015 年的 100 多家。排名前 15 的民爆生产企业生产总值在全行业占比由 2010 年的 35.45% 提高到 2015 年的 50.72%。排名前 10 的工业炸药类生产企业产能约占到总产能的 30% 左右。

从全国范围来看，民爆行业目前整体产能过剩，未来新批生产牌照或新批许可产能可能性较小，行业内企业间并购成为民爆企业做大做强的有效手段。同时下游矿企盈利能力每况愈下，对于成本控制追求也愈发迫切，从行业安全生产以及下游客户成本控制的角度来看，我国的民爆行业发展处于下行筑底期，行业集中度将会不断提升。另一方面，在工业和信息化部 2016 年 10 月 20 日发布的《民用爆炸物品行业发展规划（2016~2020 年）》中，要求进一步提高民爆产业集中度，培育 3 至 5 家具有一定行业带动力与国际竞争力的民爆行业龙头企业，扶持 8 至 10 家科技引领作用突出、一体化服务能力强的优势骨干企业，排名前 15 家生产企业生产总值在全行业占比突破 60%。

总体来看，严格的生产许可制度和安全管理要求是进入民爆行业的主要障碍，随着业内企业的整合，民爆行业集中度持续提高，竞争格局进一步由区域性竞争转向全国性竞争，部分优质企业有望转变为全国性行业龙头。

业务运营

2016年，国内宏观经济仍处于下行态势，基建等固定资产投资增速放缓，矿山开工不足，下游市场需求仍旧低迷，民爆产品销售竞争异常激烈。在此背景下，公司通过及时调整销售策略和产品结构，同时加强爆破一体化业务承接，保持经营稳定，遏制了当年收入规模持续下滑的趋势。

2016年公司实现营业总收入33.85亿元，较上年增长6.97%。分业务板块来看，当年公司民爆产品生产板块实现业务收入14.02亿元，同比增长17.77%；爆破及工程施工板块实现业务收入19.56亿元，同比下降0.45%。从业务构成来看，公司“科研、生产、销售、爆破服务”的一体化经营模式已经搭建起规模化平台，爆破及工程施工业务作为公司的发展重点经营情况良好，成为公司主要的收入来源，2016年该板块业务收入占营业总收入的比例达到57.77%。

从业务区域来看，公司业务集中于贵州、甘肃和河南三省。2016年公司于贵州、甘肃及河南等地区分别实现营业收入28.41亿元、2.03亿元和1.50亿元，占当年营业总收入的比重分别为83.92%、6.01%和4.44%。贵州省作为公司最主要的销售市场，业务收入较上年增长12.13%，占营业总收入比重较上年增加3.86个百分点。公司产品在贵州省内的应用领域以基础设施建设为主，而省外的下游行业中矿山占比较大。2016年受矿山开工不足影响，公司省外业务拓展乏力，收入规模同比下滑13.75%。对此，公司正在积极拓展省外市政爆破与矿山服务一体化项目，并于2017年4月中标关联方保利能源控股有限公司下属企业的别斯库都克露天煤矿及吉郎德露天煤矿的煤矿剥离及采煤工程，项目金额合计约2.93亿元。

从近期业务运营来看，2017年一季度公司实现营业总收入7.00亿元，同比增长47.29%，主要由于爆破及工程施工业务进展顺利，相关收入较上年同期有较大增长。

2016年国内民爆市场下行趋势显著放缓，公司作为贵州省民爆龙头企业，竞争优势明显，民爆产品销量出现回升，但市场竞争激烈，产品价格继续下滑，公司盈利空间受到挤压

公司于2016年新增工业炸药生产许可产能1万吨，安全许可产能0.75万吨，目前工业炸药生产许可产能20.90万吨、安全许可产能17.75万吨；工业雷管生产许可产能13,000万发、安全许可产能9,000万发；工业索类生产许可产能与安全许可产能均为5,000千米（其中工业导爆索1,000千米、塑料导爆管4,000千米）。

表1：2014~2016年公司民爆产品产能、产量情况

单位：万吨、万发、千米

产品	2014年		2015年		2016年	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
工业炸药	19.90	16.31	19.90	16.30	20.90	16.44
工业雷管	9,000	4,781	13,000	2,294	13,000	2,156
工业索类	5,000	4,068	5,000	3,998	5,000	4,990

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，公司按照客户需求实行“以销定产”的业务模式，2016年炸药产量为16.44万吨，同比小幅增加0.14万吨，产能利用率为78.66%；工业雷管产量为2,156万发，与上年基本持平，产能利用率为16.58%；工业索类产量为4,990千米，同比增加24.81%，产能利用率为99.80%。随着民爆行业下行趋势的显著放缓，2016年公司积极调整销售策略，民爆产品产量整体有所回升。

公司民爆产品生产的原材料主要硝酸铵因行业整体产能过剩，市场供给充足，2016年公司平均采购价格同比下降2.25%，有利于公司的成本控制。近三年公司民爆产品产量波动幅度较小，硝酸铵采购量整体较为稳定，2016年公司硝酸铵采购量同比增加1.01%。

2016年公司工业炸药、工业雷管和工业索类的产销率分别为100.18%、108.16%和100%，产销衔接良好。在贵州省内，公司工业炸药市场占有率约42%，工业管索类市场占有率约67%，作为贵州省民爆龙头企业，竞争优势较为显著。随着2015年起国内民爆产品的价格管制放开，加之下游需求持续低迷，2016年公司民爆产品销售价格继续下降，

民爆产品板块毛利率随之下滑 1.24 个百分点至 34.09%，但受益于销量的上升，公司民爆产品销售收入实现增长。当年公司民爆产品合计实现销售收入 14.02 亿元，同比上升 17.77%。分产品来看，炸药产品 2016 年价格稍有下降，但受益于原材料硝酸铵价格持续低迷，公司当年炸药产品毛利率水平小幅回升；而管索产品毛利率下降严重，主要是因为行业内管索产品产能过剩，外省产品向贵州市场低价倾销，管索类产品 2016 年毛利率下降至 -21.73%。中诚信证评对民爆产品销售价格的持续下降给公司盈利带来的不利影响予以关注。

表 2：2016 年公司民爆产品业务结构情况

单位：亿元、%、个百分点

产品	营业收入	同比增减	毛利率	同比增减
炸药	12.44	17.18	41.16	2.84
雷管及索类	1.58	22.64	-21.73	-32.77
合计	14.02	17.77	34.09	-1.24

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司民爆产品销售模式主要为经销商和直销模式相结合。经销商销售模式下，公司通过经销商将产品销售给各民爆公司、重点工程等施工单位；直销模式下，公司直接将民爆产品销售至终端用户。目前公司民爆产品销售主要以先货后款方式结算，根据下游客户需求进行发货，产品经验收后开具发票，一般情况下从产品完成验收开始 30 天内能够结清货款，部分特殊种类民爆产品的销售采取支付定金或先款后货方式。

总体来看，公司作为贵州省民爆龙头企业，市场占有率较高，竞争优势明显；2016 年在行业下行放缓的背景下，公司民爆产品销售出现回暖，但产品价格管制放开后，市场竞争激烈，公司民爆产品盈利空间受到挤压。

公司爆破及工程施工业务资质完备，爆破服务一体化模式运营能力较强，2016 年爆破及工程施工承揽合同额大幅增加，未来对公司业绩的贡献将进一步提升

公司爆破工程业务的实施主体为全资子公司贵州新联爆破工程集团有限公司（以下简称“新联爆破”）。新联爆破是国内最早进入爆破领域的公司，拥有爆破与拆除工程专业承包一级资质、土石

方工程专业承包一级资质和爆破作业单位许可证（营业性）一级资质，系贵州省目前唯一一家拥有爆破与拆除工程一级资质的爆破工程公司，年爆破施工能力达 35 亿元，是全国规模最大的专业爆破施工企业。

公司爆破工程业务主要有市政工程、房屋建设和爆破一体化三种类型，根据爆破工程的业务特点及市场特性，公司采用重点区域业务推广及重点项目跟踪相结合的营销模式，承接爆破工程业务主要采用普通承包及 BT 两种模式。公司以前年度主要承接市政工程 BT 项目，但由于垫资压力及推行爆破服务一体化战略的需要，2015 年起公司不再承接 BT 项目，目前承接项目模式均为普通承包。在普通承包模式下，公司每月底向监理方和业主方申报当月已完工进度，对方经审核签认后支付当月工程款的 80%，待项目完工结算时支付全部工程款的 95%，剩余部分作为质保金，在质保期结束后退还。2016 年公司新签爆破工程项目合同金额同比增长 96.32%，年末在手项目合同金额同比增长 33.23%。随着运营能力的增强，公司 2016 年新签合同项目规模较往年有大幅提升，且主要为市政工程类业务。整体看，公司新签及在手爆破工程及施工项目合同金额增长明显，业务拓展情况良好。

从项目分布区域来看，公司目前承接的爆破工程主要集中于贵州省内遵义、毕节及贵阳贵安新区等地区。公司一方面抓住省内基础设施建设的机遇，不断巩固在省内市场的份额和竞争能力；另一方面逐步向高技术、高利润的拆除爆破和控制爆破等方向倾斜，2016 年公司成功完成茅台环境整治 2 号地块 40#、41#、42# 高层建筑物拆除爆破和贵阳市朝阳洞路道路改造工程施工 C 标段石方城镇控制爆破工程，未来将继续拓展此领域的爆破工程项目。

表3：截至2016年末公司部分在建工程项目情况

单位：万元		
项目名称	开工时间	合同金额
遵义市高铁片区核心区城市道路工程	2014.02	84,005.53
毕节双山新区梨新大道	2013.04	71,116.34
遵义市新火车站城市组团礼仪片区道路网络工程	2012.02	48,855.08
遵义市忠深大道道路改扩建工程	2015.02	26,402.78
遵义市新浦经济开发区东站交通枢纽东（西）广场土石方平场爆破项目	2014.08	33,474.12
遵义南白客运站一期工程	2015.01	22,000.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年受爆破服务的单价下降及房屋建设项目接近完工等因素影响，公司爆破及工程施工业务收入较上年基本持平，全年实现营业收入 19.56 亿元，同比下降 0.45%。但 2016 年公司新签项目合同金额大幅增长，将为公司未来业绩提供较好保障。

值得注意的是，虽然公司不断通过技术升级和改造提升公司民爆产品生产与爆破工程施工过程中的安全性，但相关业务仍属于高危行业，存在因爆炸物引发安全事故的风险，中诚信证评对此予以关注。

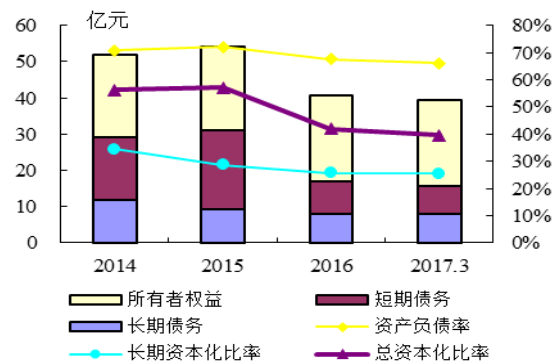
整体来看，公司作为全国规模最大的专业爆破施工企业，业务资质完备，运营能力较强；2016 年公司爆破及工程施工承揽合同额大幅增加，对未来爆破工程板块的业绩形成较好保障。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2016年审计报告和未经审计的2017年一季度财务报表，均采用合并口径数据。

资本结构

图4：2014~2017.Q1公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2016年公司偿还部分银行借款，使得总资产和总负债规模相应下降。2016年末公司总资产和总负债分别为73.09亿元和49.48亿元，同比减少12.08%和17.47%。所有者权益方面，随着留存收益的增加，公司自有资本实力小幅增强，2016年末所有者权益总额为23.61亿元，同比增长1.89%。

财务杠杆方面，公司2016年外部融资规模下降，财务杠杆比率呈下滑趋势，截至2016年末资产负债率和总资本化比率分别为67.70%和41.95%，分别同比下降4.43个百分点和15.30个百分点。

截至2017年3月末，公司总资产和总负债分别为70.19亿元和46.46亿元；同期资产负债率和总资本化比率分别为66.19%和39.57%。整体来看，目前公司资产负债率处于同行业上市公司中较高水平。

表4：2016年末民爆行业上市公司资本结构比较

名称	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
久联发展	73.09	67.70	41.95
江南化工	51.21	18.72	9.62
宏大爆破	56.20	44.93	30.26
南岭民爆	44.58	53.02	43.96
雅化集团	32.40	20.09	1.56
雪峰科技	27.75	50.65	34.30
凯龙股份	18.98	17.84	4.34
雷鸣科化	20.93	35.88	21.73
同德化工	14.31	21.60	10.33

数据来源：各公司审计报告，中诚信证评整理

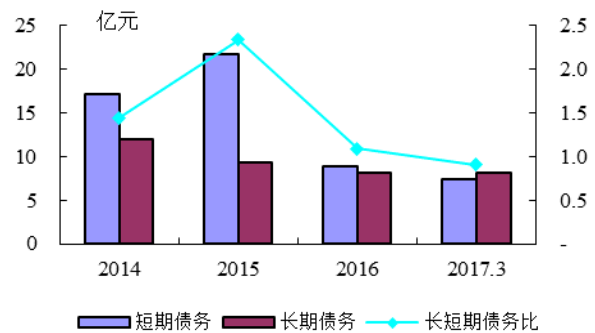
从资产结构来看，2016 年末公司流动资产 41.99 亿元，占总资产的比例为 57.44%，主要包括货币资金 8.31 亿元、应收账款 22.02 亿元和其他应收款 7.70 亿元。具体来看，公司当年偿还了部分银

行借款，货币资金较上年减少 1.78 亿元；随着民爆产品销售增加及与关联方往来款项的增加，应收账款和其他应收款分别同比增加 3.25% 和 3.27%。公司非流动资产主要由长期应收款 14.03 亿元和固定资产 11.59 亿元构成，由于收回以前年度的工程款，公司当年长期应收款余额减少 8.8 亿元；固定资产账面价值与上年基本持平。值得注意的是，截至 2016 年末，公司应收款项合计 36.05 亿元，占资产总额的 49.32%，随着公司爆破工程项目的增加，相关应收款项规模将持续增大，部分款项结算周期较长，中诚信证评对公司应收款项的回收情况予以关注。

从负债结构来看，2016 年末公司流动负债 41.05 亿元，占负债总额的 82.95%，主要包括短期借款 7.88 亿元、应付账款 13.75 亿元和其他应付款 15.32 亿元。具体来看，公司当年货款及工程款回收情况良好，对债务融资的需求降低，短期借款规模相应减少 7.92 亿元；应付账款较上年降低 0.71 亿元，主要由于本年支付的前期工程劳务款项较多；其他应付款同比增加 42.18%，主要是与母公司保利久联控股集团有限责任公司的往来款增多。公司非流动负债主要包括长期借款 2.19 亿元和应付债券 5.98 亿元，其中公司偿还了部分抵押借款，长期借款较上年减少 1.15 亿元，应付债券规模与上年持平。

从债务结构来看，随着近期缩减 BT 业务和工程项目回款良好，公司资金压力得到缓解，债务规模显著降低，2016 年末公司短期债务和长期债务分别为 8.89 亿元和 8.17 亿元，同比分别下降 59.06% 和 12.22%。2016 年公司长短期债务比显著下降，当年末长短期债务比由 2015 年末的 2.34 倍下降至 1.09 倍。2017 年一季度公司继续减少短期借款规模，长短期债务比进一步下降至 0.91 倍，债务结构较为合理。

图 5：2014~2017.Q1 公司债务结构分析

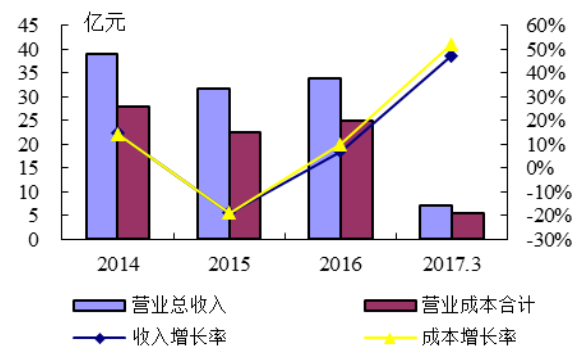


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，公司应收款项仍处于较高水平，但近期项目回款情况良好降低了公司的债务融资压力，公司财务杠杆比率有所降低，财务结构稳健性有所提升。

盈利能力

图 6：2014~2017.Q1 公司收入成本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在民爆行业整体下行趋缓的形势下，作为贵州省民爆行业的龙头企业，公司利用竞争优势不断巩固和开拓市场，2016 年和 2017 年一季度实现营业收入 33.85 亿元和 7.00 亿元，分别同比增长 6.97% 和 47.29%。分板块来看，2016 年公司民爆产品板块实现业务收入 14.02 亿元，同比增长 17.77%；爆破及工程施工板块实现业务收入 19.56 亿元，同比下降 0.45%。民爆产品方面，受国家放开民爆产品价格管控的影响，2016 年公司民爆产品售价继续下滑，业务获利空间下降，当年该板块毛利率为 34.09%，同比下滑 1.23 个百分点。爆破及工程施工板块方面，当年毛利率为 20.66%，同比下降 3.20 个百分点，主要由于爆破一体化竞争激烈，业内企业为抢占市场打价格战，导致爆破服务单价下降，毛利率降低。综上所述，2016 年公司综合毛利率为 28.58%，较上

年减少2.05个百分点。2017年一季度，公司综合毛利率进一步下降至23.39%，后期盈利情况需予以关注。

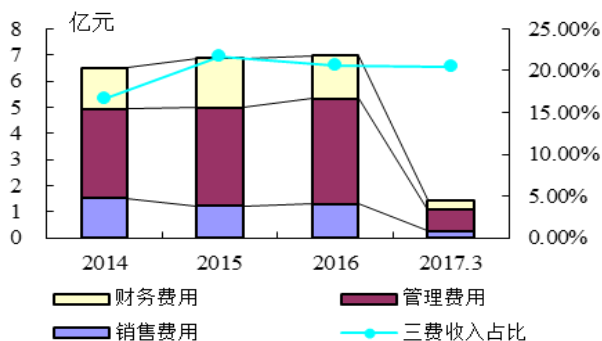
表 5：2014~2016 年公司各业务毛利率情况

业务	2014 年	2015 年	2016 年
民爆产品	37.62%	35.32%	34.09%
爆破及工程施工	21.92%	24.14%	20.66%
其他产品	76.59%	77.56%	59.07%
综合毛利率	28.62%	28.58%	26.53%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2016 年由于运输费用上涨和分流安置冗余人员支付补偿费用，公司销售费用与管理费用分别同比增长 6.94% 和 7.49%，推动公司三费合计同比增长 1.68% 至 6.99 亿元。受公司收入规模扩张的影响，2016 年公司期间费用占营业收入比重为 20.64%，相比上年降低 1.07 个百分点。2017 年一季度，公司期间费用合计 1.43 亿元，占营业收入比例为 20.49%。总体来看，公司期间费用支出规模较大，控制能力有待提高。

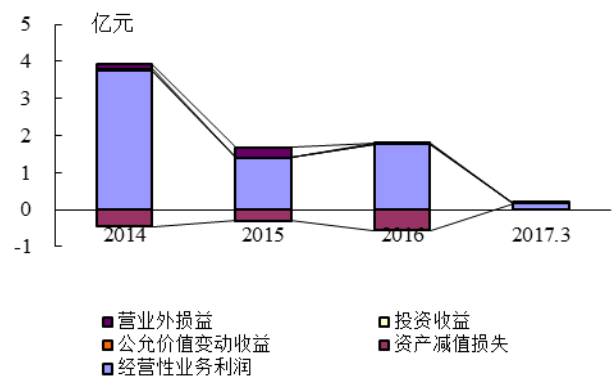
图 7：公司 2014~2017.Q1 期间费用分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司 2016 年利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和营业外损益构成。其中，经营性业务利润 1.77 亿元，同比增长 26.18%；公司当年计提的坏账损失 0.47 亿元和固定资产减值损失 0.08 亿元，共计产生资产减值损失 0.57 亿元；营业外损益 0.02 亿元为政府补助。综上所述，2016 年公司实现利润总额 1.23 亿元，同比下降 9.88%；当年实现净利润 0.79 亿元，同比下降 11.52%。

图 8：公司 2014~2017.Q1 利润总额分析



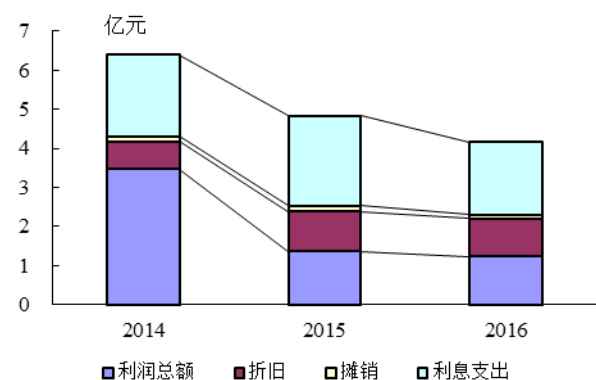
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，作为贵州省民爆行业的龙头企业，公司利用竞争优势不断巩固和开拓市场，2016 年及 2017 年一季度收入规模同比均实现增长，但受民爆产品售价下滑及爆破服务单价下降影响，公司盈利空间受到挤压，后续盈利状况需予以关注。

偿债能力

在获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和固定资产折旧构成。2016 年公司偿还部分债务，当年利息支出减少，致使 EBITDA 同比减少 14.02% 至 4.15 亿元。当年公司总债务/EBITDA 为 4.11 倍，EBITDA 利息倍数为 2.25 倍，EBITDA 对债务利息能够形成一定的保障。

图 9：2014~2016 年公司 EBITDA 结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，在行业景气度下降的背景下，2016 年公司加强了应收款项管理，加之前期 BT 项目在当年回款规模较大，当年款项回收速度有所提高，全年实现经营活动现金流净额 7.82 亿元，较 2015 年增加 5.82 亿元。当年公司经营活动净现金/总债务为 0.46 倍，经营活动净现金流/利息支出为 4.23 倍，经营活动净现金流对债务利息的保障程度

较好。

表 6：2014~2017.Q1 公司主要财务能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务（亿元）	29.09	31.03	17.06	15.54
EBITDA（亿元）	6.39	4.83	4.15	-
资产负债率（%）	70.85	72.13	67.70	66.19
总资本化比率（%）	56.20	57.25	41.95	39.57
经营活动净现金流（亿元）	-5.96	2.00	7.82	0.49
EBITDA 利息倍数（X）	3.08	2.10	2.25	-
总债务/EBITDA（X）	4.55	6.43	4.11	-
经营净现金流/总债务（X）	-0.20	0.06	0.46	0.13
经营净现金流利息倍数（X）	-2.87	0.87	4.23	1.38

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在财务弹性方面，截至 2016 年末，公司共计获得银行综合授信额度 32.37 亿元，尚未使用银行授信额度为 24.28 亿元，备用流动性充足。

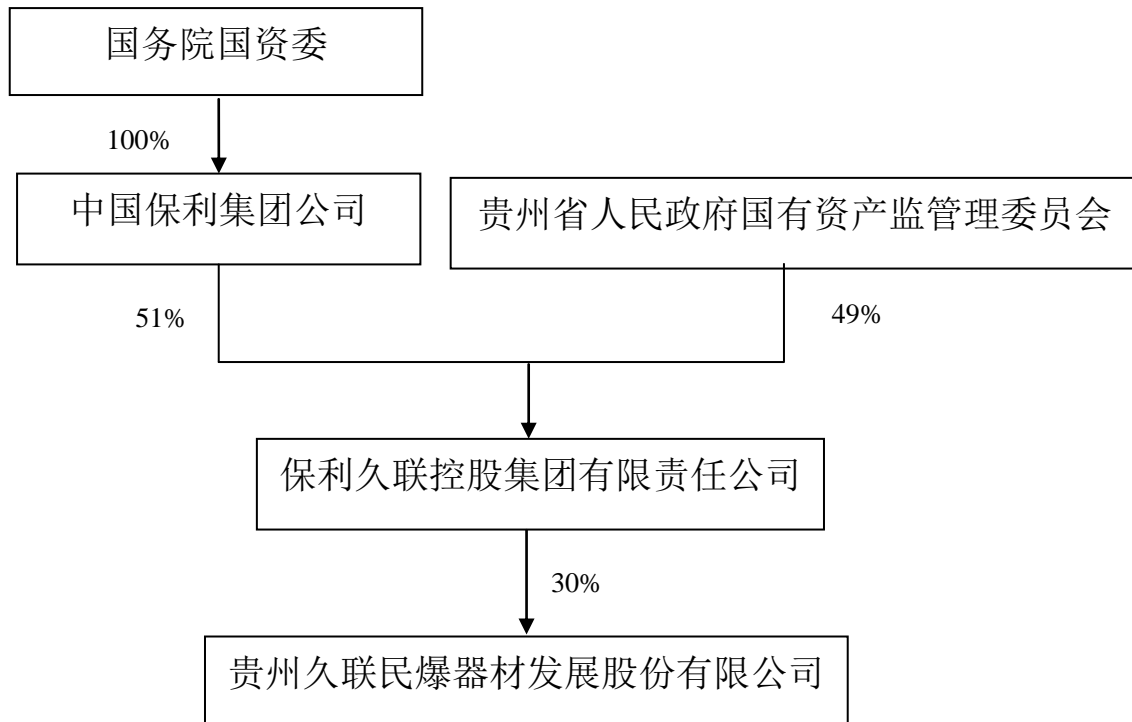
或有负债方面，截至2016年末，公司担保余额为7.64亿元，均为对下属子公司的担保，或有负债风险整体可控。此外，截至2016年末公司无未决诉讼。

综合来看，公司作为贵州省民爆龙头企业，市场占有率较高，市场竞争优势明显，同时EBITDA及经营性现金流能够对债务利息偿付提供一定的保障，整体偿债风险可控。

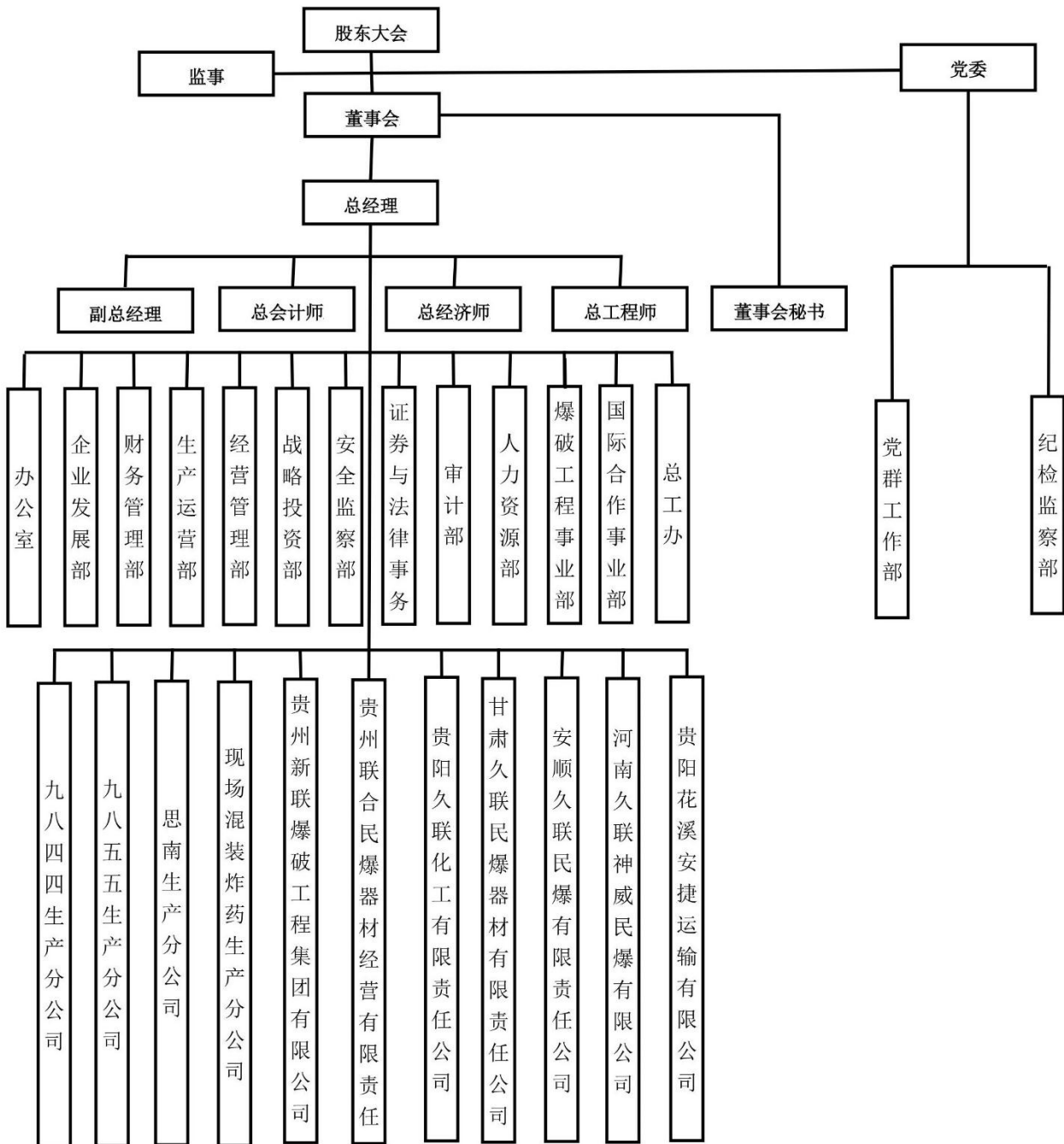
结 论

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”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 2017 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 2017 年 3 月 31 日）



附三：贵州久联民爆器材发展股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	71,865.72	100,902.56	83,120.92	68,314.21
应收账款净额	208,730.41	213,254.82	220,194.18	216,978.11
存货净额	21,022.82	25,425.89	25,972.86	35,941.70
流动资产	395,562.42	428,056.86	419,850.85	404,118.75
长期投资	15,422.44	14,986.15	14,620.36	14,620.36
固定资产	112,902.67	117,635.10	115,891.75	115,453.55
在建工程	7,424.97	8,526.27	5,442.34	5,791.58
无形资产	25,269.72	25,716.67	25,993.68	25,903.04
总资产	777,806.70	831,322.00	730,931.18	701,940.38
短期债务	171,779.59	217,287.00	88,947.66	73,904.41
长期债务	119,148.14	93,042.08	81,668.73	81,511.21
总债务	290,927.73	310,329.09	170,616.39	155,415.63
总负债	551,082.25	599,601.99	494,838.07	464,643.65
所有者权益（含少数股东权益）	226,724.44	231,720.01	236,093.11	237,296.73
营业总收入	390,692.61	316,453.51	338,507.18	69,952.64
三费前利润	102,305.37	82,718.18	87,542.39	15,909.15
投资收益	608.89	26.29	139.22	0.00
净利润	26,742.31	8,954.76	7,923.32	817.49
EBITDA	63,889.54	48,293.09	41,524.38	-
经营活动产生现金净流量	-59,582.57	19,995.74	78,172.87	4,872.38
投资活动产生现金净流量	291.99	2,194.26	17,475.77	-2,611.81
筹资活动产生现金净流量	61,269.09	5,276.15	-120,517.33	-16,113.57
现金及现金等价物净增加额	1,978.51	27,466.16	-24,868.69	-13,853.00
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	28.62	28.58	26.53	23.39
所有者权益收益率（%）	11.80	3.86	3.36	1.38*
EBITDA/营业总收入（%）	16.35	15.26	12.27	-
速动比率（X）	0.87	0.80	0.96	0.97
经营活动净现金/总债务（X）	-0.20	0.06	0.46	0.13*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.35	0.09	0.88	0.26*
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.87	0.87	4.23	1.38
EBITDA 利息倍数（X）	3.08	2.10	2.25	-
总债务/EBITDA（X）	4.55	6.43	4.11	-
资产负债率（%）	70.85	72.13	67.70	66.19
总资本化比率（%）	56.20	57.25	41.95	39.57
长期资本化比率（%）	34.45	28.65	25.70	25.57

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2017年一季度财务指标中带“*”的为年化指标。

附四：基本财务指标的计算公式

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

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

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/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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。