



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪118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”的信用状况进行了分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，本期跟踪债券信用等级为AA，主体信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一三年六月二十五日

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（2013）

发行主体	贵州久联民爆器材发展股份有限公		
发行规模	6 亿元人民币		
债券存续期	2013 年 5 月 24 日~2020 年 5 月 23 日		
偿还方式	按年付息，到期一次还本		
上次评级时间	2012 年 10 月 30 日		
上次评级结果	债项级别	AA	展望：稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	展望：稳定
	主体级别	AA	

概况数据

久联发展	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益（亿元）	7.91	9.81	18.12	18.11
总资产（亿元）	18.51	28.14	46.27	48.68
总债务（亿元）	5.67	12.46	15.85	18.78
营业总收入（亿元）	15.60	24.23	30.99	5.71
营业毛利率（%）	30.77	28.18	24.61	26.53
EBITDA（亿元）	2.68	4.40	4.80	1.27
所有者权益收益率（%）	20.06	25.40	14.03	6.69
资产负债率（%）	57.27	65.14	60.83	62.80
总债务/EBITDA（X）	2.12	2.83	3.30	2.78
EBITDA 利息倍数（X）	18.92	6.74	5.11	1.93

注：1、久联发展 2013 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理；

2、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。

基本观点

2012 年，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”）作为贵州省内最大的民爆产品生产商及爆破服务提供商，随着一体化经营模式的推进，公司业务规模增长迅速。当年公司工业炸药许可产能获得提升，爆破工程施工业务规模大幅提升，成为公司主要利润增长点，业务区域由贵州省向外省顺利拓展。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“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，维持久联发展主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。

正面

- 工业炸药许可产能获得提升。2012 年公司工业炸药生产许可产能总计增加 5.9 万吨至 19.9 万吨，增幅达到 42%，产能国内排名第三。伴随着行业集中度的提高，公司优势明显。
- 爆破工程施工成为公司主要利润增长点。2012 年公司爆破工程业务规模大幅提升，营业收入较上年增长 62.05%。公司通过实现爆破服务一体化不但能够更好地享受全产业链的利润，而且能够进入市场空间广阔的爆破服务市场，成为公司新的利润增长点。
- 财务结构较稳健。公司经营状况良好，加之 2012 年 6 月非公开发行股票募集资金净额达 6.05 亿元，自有资金实力得到进一步充实。截至 2012 年 12 月 30 日，公司资产负债率和总资产资本化比率分别降至 60.83% 和 46.66%，财务结构较稳健。

分析师

胡 萍 hu@ccxr.com.cn
肖 鹏 pxiao@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2013 年 6 月 25 日

关 注

- 应收款项规模较大。2012 年公司应收款项合计为 26.62 亿元，在营业收入中的占比达到 85.58%，同比增加 81.74%。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需要关注。
- 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。

债券发行说明

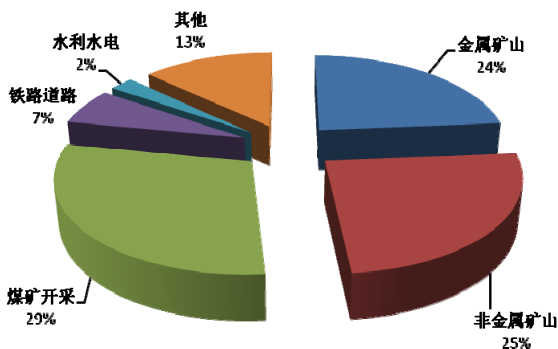
“12久联债”于2013年5月24日发行，以5.80%的发行利率共计发行公司债券6亿元。此次发行共募集资金6亿元，用于改善债务结构、偿还公司债务、补充流动资金，目前募集资金已全部到位。

行业关注

经济减速影响深化，民爆行业销售同比回落

民爆产品广泛应用于矿山开采、基础设施建设各个领域。目前，国内工业炸药需求以矿山开采为主，为民爆产品需求的核心领域，矿石的产量一定程度上可以反映民爆产品销售的情况。2012年原煤产量为36.5亿吨，同比增速为3.8%，较上年下降4.9个百分点，增幅为六年来最低；铁矿石产量为13.10亿吨，增速为14.5%，较上年下降12.2个百分点；磷矿石及十种有色金属产量增速分别下降17.19个百分点、2.32个百分点，经济活动趋于弱化。另一方面，基础投资增速加快，未能拉动民爆需求加速。2012年1~11月，交通运输业完成公路、水路交通固定资产投资1.31万亿元，预计全年完成公路水路交通固定资产投资1.43万亿元，投资规模在上年首次超过1.4万亿元后继续保持高位。尽管基础设施建设增速较快，却未带动民爆销量快速增长，主要因为基础建设在民爆需求中占比较小。

图1：2012年工业炸药销售领域分布图



数据来源：中国爆破器材行业协会，中诚信证评整理

2012年，在国内经济增速趋缓的影响下，民爆行业的发展也由高速增长期进入了低速稳定期，产销总量增速明显回落。当年工业炸药年产销量均超过410万吨，同比增幅不到2%，增速明显放缓。2012年工业雷管产销总量约19亿发，同比下降约

15%，降幅比2011年扩大11个百分点。2012年，民爆行业累计实现经营总收入739.7亿元，同比增长1.9%；累计实现利润总额约71.7亿元。

2012年民爆产品生产企业主要经济指标增速明显放缓，全年累计完成生产总值330.4亿元，同比增长2.4%；累计完成销售总值328.9亿元，同比增长2.3%；实现工业增加值131.9亿元，同比增长1.8%；生产总值和销售总值增幅均比2011年回落约14个百分点。综上，民爆行业受下游矿山开采增速减缓等影响，产销量增速均回落。

行业并购加剧，炸药产能集中于上市公司，行业集中度不断提升

民爆上市公司炸药产能增加，优势集中。2012年，民爆上市公司有4家工业炸药的产能获得提升。久联发展通过收购、获工信部批准新增产能5.9万吨/年；雅化集团通过并购凯达化工，产能增加4.7万吨/年；江南化工和宏大爆破皆是通过工信部新批，增加炸药产能；岭南民爆和雷鸣科化仍在并购重组之中。截至2012年底，炸药产能大小排序为江南化工、久联发展、雅化集团、宏大爆破、南岭民爆、雷鸣科化、同德化工。行业总趋势是，炸药产能向民爆上市公司集中，行业集中度不断提升。

表1：2012年民爆行业生产总值前十名

单位：亿元		
序号	名称	生产总值
1	云南民爆集团有限责任公司	25.6
2	四川雅化实业集团股份有限公司	9.9
3	葛洲坝易普力股份有限公司	9.7
4	贵州久联民爆器材发展股份有限公司	9.6
5	福建海峡科化股份有限公司	7.3
6	湖南神斧民爆集团有限公司	6.8
7	安徽雷鸣科化股份有限公司	6.4
8	新疆雪峰民用爆破器材有限责任公司	6.1
9	鞍钢集团矿业化工原料制备厂	6.0
10	江西国泰民爆器材股份有限公司	5.8
前20名生产总值合计		93.2
行业生产总值合计		330.4
前20名占行业生产总值比例		28.21%

数据来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

硝酸铵价格下行，有利于民爆器材企业盈利能力的逐步提升

硝酸铵近两年产能集中投放导致供大于求，产品价格将在成本线附近徘徊。据统计，2011-2012年期间，硝酸铵新增生产能力达100多万吨。目前，我国有硝酸铵生产企业50多家，总生产能力700多万吨。由于短时期内产能的快速扩张，给市场带来了巨大的压力，近几年硝酸铵的价格波动较大，生产极不稳定，尤其是一些规模较小的企业处于半开半停的状态，硝酸铵企业的平均开工率大约为70%左右，2012年的产量约510万吨左右。从消费来看，我国硝酸铵主要是用作民用炸药和硝基复合肥，在2003年前硝基复合肥是最大的消费领域，从2003年开始民用炸药成为硝酸铵最大的消费领域，消费占比从2005年的64%上升至2012年的70%，硝酸铵的需求增速主要依赖于民用炸药的增速。2012年初硝酸铵新增产能集中投放，同时民用炸药的需求增速放缓，导致硝酸铵的供应大幅过剩，其价格一路下跌至成本1700元/吨附近。目前国内还有多套硝酸铵装置在建，未来硝酸铵供大于求的局面将愈发严重。由于民爆产品价格受到管制，下调空间较小，硝酸铵价格的下降将有利于增加民爆行业企业盈利空间。

贵州加速基建投资，民爆行业是最为受益行业之一

贵州多山的特殊地貌使得这一区域的基础设施建设和城镇化建设对民爆产品需求要高于其他地区约10%。2012年贵州省规定固定资产投资完成额增速在30%左右，其中铁路运输业投资264亿元，同比增长56.6%，水利、环境和公共设施管理业投资1240亿元，增长82.1%，交通运输、仓储和邮政业投资1101.1亿元，比上年增长40.8%，占全社会全年总投资的三分之一左右，高于全社会固定资产投资增速。此外，2012年国务院发布《关于进一步促进贵州经济社会又好又快发展的若干意见》，意在加快其脱贫致富步伐，发挥贵州比较优势，推动区域协调发展的战略需要。这一政策文件再次强调坚持贵州把交通基础设施建设放在优先位路，加快构建现代综合交通运输体系，打破交通瓶颈制约。加

强贯通东西、连接南北的铁路大通道建设，提高运输能力，扩大路网覆盖面。到2020年基本实现村村通油路。加快重点城镇、重点工矿区与高速公路的快速联络线和专用公路建设。

综上，贵州省加速基建投资和城镇化力度，民爆行业将是最为受益的行业之一。

业务运营

2012年，作为贵州省内最大的民爆产品生产商及爆破服务提供商，随着一体化经营模式的推进，公司业务规模增长迅速。全年公司实现营业收入30.99亿元，较上年增长27.87%。分行业来看，公司民爆产品当年实现营业收入14.27亿元，较上年增长2.24%；工程施工业务实现营业收入16.55亿元，较上年增长62.05%。同期公司民爆产品生产业务收入占比为46.14%，比例较上年下降11.44个百分点；工程施工业务收入占比为53.53%，比例较上年上升11.38个百分点。

工业炸药许可产能获得提升，伴随销售渠道拓展、原材料硝酸铵价格下降，民爆产品生产板块表现良好

得益于国家对贵州开发建设的支持，2012年公司工业炸药生产许可总计增加5.9万吨，增幅达到42%。其中获得行业主管部门新批产能3万吨，通过收购兼并新增产能2.3万吨，通过与江西鄱阳国泰化工有限责任公司开展合作，从江西转移凭照产能0.6万吨。公司工业炸药总的生产许可能力由2011年末的14万吨增加到2012年末的19.9万吨，国内排名第三。

公司继开展对甘肃的四户民爆企业并购重组后，又于2012年8月与南阳市神威民爆有限公司原股东正式签订股权转让协议，成为持股90%的股东，该公司现更名为河南久联神威民爆器材有限公司（以下简称“久联神威”）。这次收购整合，为公司增加了2.3万吨的工业炸药产能规模，并将公司的经营区域进一步扩展到中原地区。久联神威2012年10月份以后才并表，即为公司贡献净利润521万元。由此，公司完成在贵州、甘肃、河南的产能布局。

表 2：2010~2012 年公司民爆产品许可产能

单位：万吨、万发、万米

	2010 年	2011 年	2012 年
工业炸药	11.20	14.00	19.90
工业雷管	14,000	13,000	13,000
工业索类	5,000	5,000	5,000

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

产能利用方面，2012 年公司工业炸药产量为 13.19 万吨，雷管产量为 4,998 万发，工业索类产量为 3,996 万米。由于当年新增产能较多，公司工业炸药许可产能利用率下降至 66.28%。2013 年一季度，公司工业炸药产量为 2.25 万吨，工业雷管产量为 910 万发，工业索类产量为 861 万米，考虑到在建产能及季节性气候的影响，一季度为产品销售淡季。总体来看，公司作为贵州省内民爆行业龙头企业，产能规模和市场份额均处于领先地位。

表 3：2010~2013.Q1 公司民爆产品生产情况

单位：万吨、万发、万米

	2010 年	2011 年	2012 年	2013.Q1
工业炸药	9.34	11.91	13.19	2.25
工业雷管	7,386	6,741	4,998	910
工业索类	4,231	3,992	3,996	861

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，公司原材料中硝酸铵占炸药总成本 50%左右。随着硝酸铵行情的下行，2012 年公司硝酸铵平均采购价格为 1914 元/吨，较上年平均下降 314 元/吨，进入 2013 年，硝酸铵价格继续下降，一季度平均采购价格降至 1891 元/吨，增加了公司的获利空间。2012 年公司前五名供应商合计采购金额占年度采购总金额的 38.25%，不存在依赖采购供应商的情形。

销售方面，目前公司销售采取两种模式：一是经销商销售，即通过联合公司销往省内；二是采取直销模式，即直接销售到省外，又称独立销售。2012 年炸药类产品经销商销售占总销量的 97.5%；直销占 2.5%；管类产品经销商销售占总销量的 90%，直销占 10%。从销售区域来看，公司 2012 年主营业务收入 30.92 亿元，其中，贵州、甘肃、河南以及省外营业收入分别为 27.21 亿元、2.88 亿元、0.68 亿元和 0.14 亿元，占比分别为 88.00%、9.31%、2.20% 和 0.45%。

总体来看，公司民爆产品目前主要业务布局贵州、甘肃两市场，在西部大开发及国二号文件等政策支持下，公司经营业绩有望保持较快增长状态。

爆破工程施工业务规模大幅提升，成为公司主要利润增长点，业务区域开始向遵义以外地区拓展

公司爆破服务的实施主体为全资子公司新联爆破和甘肃久联爆破工程公司。新联爆破成立于 1993 年，是国内最早进入爆破领域的公司，拥有国家住建部核发的爆破与拆除工程一级资质，该资质在贵州省内仅此一家，全国共计 20 家左右；其全资子公司久联建筑也获得市政公用工程施工总承包二级资质。2013 年 3 月份，新联爆破正式升级为新联爆破集团，公司爆破工程业务进一步向集团化、专业化、规模化迈进。按照公司 2012 年年报的规划到“十二五”末，公司规划爆破业务收入将达到 37 亿元，是 2012 年这一业务板块收入的 2.3 倍，年复合增长率在 32%。

公司爆破业务的发展策略定位于“省内市政+省外矿山”，经营业务结构“四三三”框架初步形成（即市政基础设施工程业务 40%，矿山剥离爆破工程服务业务 30%，子公司工程业务和业绩贡献 30%）。2012 年以前，公司的订单主要集中在贵州遵义，2012 年开始向其他地区拓展。2012 年 11 月公司于毕节市政府签订合同，建设项目为毕节市政基础设施的相关项目，协议金额约为 50~80 亿元，项目工程建设期 5 年。这表明公司将逐渐走出遵义，分享贵州省的基础设施建设的高速发展。此外，公司下属子公司——西藏中金新联爆破公司于 2012 年 9 月承接了西藏当年唯一新开工的露天矿山项目，当年山西分公司亦签约了两个项目。

2012 年，公司工程施工业务实现营业收入 16.14 亿元，其中 BT 项目完成收入 11.75 亿元，占总收入的 73%。2013 年一季度公司爆破工程业务承揽合同总金额为 5.38 亿元，其中总承包模式合同金额为 0.29 亿元，BT 模式合同金额为 5.09 亿元。

我们认为，公司工程施工业务在相关领域具有高等级资质，未来将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，形成“市政+

矿山”爆破业务齐头并进的良好发展局面。但同时，我们也看到 BT 业务增长对资金的需求较大，给公司形成一定资金压力。

财务分析

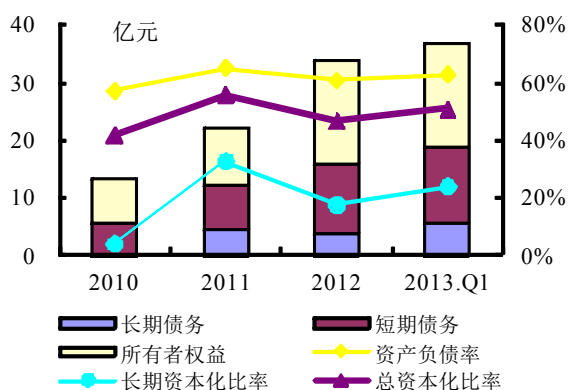
以下分析基于公司提供的 2010~2012 年度财务报表和 2013 年一季度财务报表。公司 2010 年财务报告经天健正信会计师事务所有限公司审计、出具标准无保留意见的审计报告，2011 年、2012 年财务报告经立信会计师事务所有限公司审计、出具标准无保留意见的审计报告，2013 年一季度财务报表未经审计。

资本结构

2012 年 6 月，公司非公开发行（A 股）股票 3,157.51 万股，募集资金净额为 6.05 亿元，使得公司自有资本实力得到进一步夯实，加之经营规模的扩大和新建产能的推进，公司 2012 年资产规模大幅增长。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产为 46.27 亿元，同比增长 64.43%；所有者权益为 18.12 亿元，同比增长 84.75%；负债总额为 28.15 亿元，同比增长 53.56%。同期资产负债率为 60.83%，较上年末下降 4.31 个百分点，总资本化比率为 46.66%，较上年下降 9.28 个百分点，资本结构趋于稳健。

截至 2013 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别增至 62.80%和 50.91%。后期业务规模的扩大可能使得公司负债水平有所上升，但考虑到自有资金的增强及工程施工 BT 模式的属性，公司资产负债率在行业中属合理水平。

图 2：2010~2013.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

资产方面，2012 年公司应收账款、其他应收款、长期应收款分别为 12.47 亿元、3.98 亿元、10.07 亿元，公司应收款合计为 26.62 亿元，应收款在营业收入中的占比达到 85.58%。2012 年公司应收账款同比增加 81.74%，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 161.75%，主要是由于新承揽项目支付的保证金、代付费用增加；长期应收款同比增加 92.24%，主要是由于公司 2012 年洪水台、新南大道工程的进度较快，而公司对回购期超过一年的洪水台、新南大道及污水管网 BT 项目的工程施工收入确认为长期应收款，故长期应收款增加。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，应收款会越来越多，同时应收款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予以关注。

从债务期限结构来看，公司主要通过短期借款来满足其资金需求，但近几年也加大长期债务融资规模。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总债务为 15.85 亿元，其中短期债务为 11.96 亿元，长期债务为 3.89 亿元，长短期债务比为 3.07，短期债务仍占比偏大。考虑到公司 2013 年 5 月 6 亿元的公司债券发行，调整了长短期债务结构，债务期限结构得到了优化。

表 4：2010~2013.Q1 公司债务结构情况

指标	2010	2011	2012	2013.Q1
短期债务 (亿元)	5.33	7.67	11.96	13.07
长期债务 (亿元)	0.34	4.79	3.89	5.71
长短期债务比 (X)	15.66	1.60	3.07	2.29
总债务 (亿元)	5.67	12.46	15.85	18.78

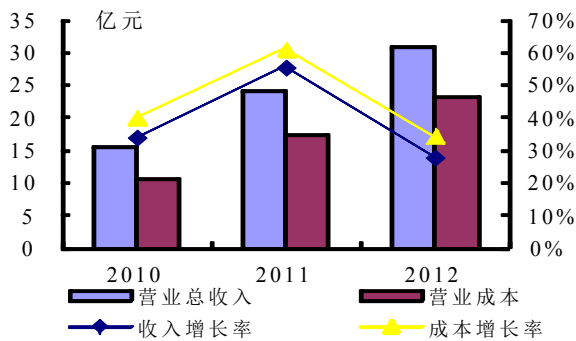
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体看，公司资产负债水平较为合理，资本结构稳健，债务期限结构较为合理。

盈利能力

随着市场需求旺盛和一体化经营的深入，公司业务规模呈现快速增长趋势。2012 年公司实现营业收入 30.99 亿元，同比增长 27.87%。当年民爆产品生产业务营业收入为 14.27 亿元，同比增长 2.24%；工程施工业务营业收入达 16.55 亿元，同比增长 62.05%，系公司收入增长的主要动力。

图 3: 2010~2012 年公司收入、成本情况



数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从营业毛利率来看, 原材料硝酸钠价格下降增加了公司一定的利润空间, 但另一方面, 人员工资、燃料价格上涨, 使爆破公司成本支出增加较多, 导致公司营业成本较上年增加 34.23%。2012 年公司营业毛利率为 24.61%, 较上年下降了 3.57 个百分点, 但仍然处于行业中上水平。

表 5: 2010~2012 年公司分行业营业毛利率

	2010 年	2011 年	2012 年
民爆产品生产	33.54%	33.19%	32.33%
工程施工	22.09%	21.28%	17.78%
其他产品生产	44.12%	30.00%	23.70%
合计	30.77%	28.18%	24.61%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

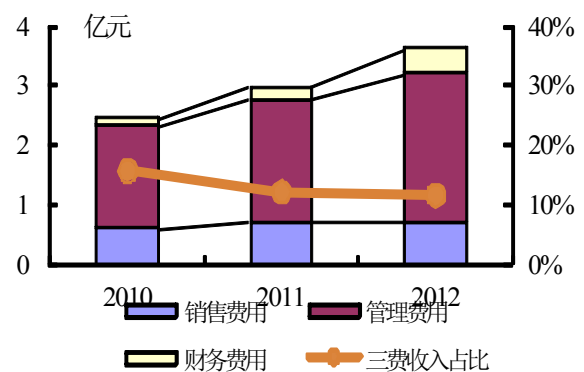
表 6: 2012 年民爆行业国内上市公司营业毛利率对比

名称	2011 年	2012 年
南岭民爆	38.07%	36.02%
联合化工	18.76%	7.74%
江南化工	42.20%	47.69%
同德化工	28.81%	34.40%
雅化集团	42.19%	44.44%
宏大爆破	22.95%	22.08%
雷鸣科化	32.24%	32.00%
行业平均	32.17%	31.39%
久联发展	28.18%	24.61%

数据来源: 各公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2012 年公司期间费用合计为 3.63 亿元, 占营业总收入的比重为 11.71%, 较上年下降了 0.5 个百分点。公司业务规模的快速增长, 形成了一定规模效益, 也使得期间费用增长较慢。

图 4: 2010~2012 年公司期间费用分析



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, 2012 年公司利润总额为 32.83 亿元, 同比增长 0.15%, 其中经营性业务利润为 32.87 亿元, 系利润总额的主要构成。

总体来看, 公司作为贵州省民爆行业龙头企业, 随着一体化经营的深入, 业务规模实现快速增长, 同时规模效益日益显现, 盈利能力所有增强。

偿债能力

2012 年, 公司继续扩大爆破工程施工业务, 总债务规模迅速上升, 达到 15.85 亿元, 较上年增长 25.04%, 但受益于非公开发行成功, 当年总资本化比率降至 46.66%, 偿债压力有所减缓。

在偿债能力方面, 2012 年公司总债务规模增长较快, 总债务/EBITDA 为 3.33, 较上年的 2.83 有所上升。利息支出的覆盖方面, 当年受债务规模大幅扩大的影响, 公司 EBITDA 利息倍数降至 5.11。2012 年公司盈利能力所有增强, EBITDA 达到 4.80 亿元, 但债务规模大幅上升, EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力有所弱化, 不过仍处于较好水平。

现金流方面, 由于工程施工业务规模的快速扩大, 加之受 BT 工程结算方式的影响, 项目未进入回购期, 2012 年公司经营性现金流表现为净流出, 当年经营活动净现金流对利息、总债务的覆盖能力所有弱化。

表 7：2010~2013.Q1 公司主要偿债能力指标

	2010	2011	2012	2013.Q1
短期债务（亿元）	5.33	7.67	11.96	13.07
长期债务（亿元）	0.34	4.79	3.89	5.71
总债务（亿元）	5.67	12.46	15.85	18.78
资产负债率（%）	57.27	65.14	60.83	62.59
总资本化比率（%）	41.74	55.94	46.66	50.91
总债务/EBITDA（X）	2.12	2.83	3.30	14.80
经营净现金/总债务	0.02	0.07	-0.17	-0.13
EBITDA 利息倍数（X）	18.92	6.74	5.11	1.93

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 2012 年 12 月 31 日，公司对贵州新联爆破公司等下属关联企业担保 3.83 亿元，无对外担保、未决诉讼等重大或有事项。

银行授信方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司拥有银行授信额度 30.40 亿元，其中已使用授信额度 15.84 亿元，尚未使用额度为 14.56 亿元，备用流动性较为充沛。

中诚信证评认为，虽然 2012 年公司债务规模有所扩大，但当年 A 股非公开发行的成功，使得公司自有资本实力得到加强，加之公司作为贵州民爆龙头企业，竞争优势明显，整体抗风险能力和盈利能力表现很强，财务弹性也表现良好，公司债务偿还能力很强。

结 论

综上，中诚信证评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**，维持公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。

附一：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)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	36,773.03	44,137.41	56,422.94	57,812.01
应收账款净额	26,662.03	68,616.79	124,703.89	128,637.99
存货净额	12,019.98	11,506.55	15,508.75	14,678.28
流动资产	107,482.77	151,486.70	246,246.83	266,825.82
长期投资	803.97	684.52	11,045.52	11,096.52
固定资产合计	53,196.83	59,792.87	78,661.52	82,738.46
总资产	185,067.57	281,408.03	462,727.49	486,820.10
短期债务	53,251.99	76,651.99	119,615.99	130,715.99
长期债务	3,400.00	47,900.00	38,900.00	57,120.00
总债务(短期债务+长期债务)	56,651.99	124,551.99	158,515.99	187,835.99
总负债	105,987.50	183,305.87	281,481.93	305,700.71
所有者权益(含少数股东权益)	79,080.07	98,102.16	181,245.56	181,119.39
营业总收入	156,021.19	242,332.96	309,864.84	57,064.95
三费前利润	45,679.30	63,388.64	69,148.07	13,787.59
投资收益	236.60	238.62	552.15	17.69
净利润	15,865.53	24,916.08	25,425.99	2,273.46
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	26,760.05	44,011.32	48,046.06	12,694.58
经营活动产生现金净流量	1,146.88	8,168.81	-26,530.15	-23,607.41
投资活动产生现金净流量	-15,150.31	-24,925.56	-36,175.86	-5,891.88
筹资活动产生现金净流量	23,159.48	24,121.13	74,991.55	30,888.36
现金及现金等价物净增加额	9,156.05	7,364.38	12,285.53	1,389.07
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	30.77	28.18	24.61	26.53
所有者权益收益率(%)	20.06	25.40	14.03	6.68
EBITDA/营业总收入(%)	17.15	18.16	15.51	22.25
速动比率(X)	0.94	1.05	0.96	1.03
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.07	-0.17	-0.17
经营活动净现金/短期债务(X)	0.02	0.11	-0.22	-0.24
经营活动净现金/利息支出(X)	0.81	1.25	-2.82	-3.59
EBITDA 利息倍数(X)	18.92	6.74	5.11	1.93
总债务/EBITDA(X)	2.12	2.83	3.30	2.78
资产负债率(%)	57.27	65.14	60.83	62.80
总债务/总资本(%)	41.74	55.94	46.66	50.91
长期资本化比率(%)	4.12	32.81	17.67	23.98

注：1、久联发展 2013 年第一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理；

2、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。

附二：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 *2 /（年初所有者权益+年末所有者权益）

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=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）

附三：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。