



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪288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
二零一六年六月二十四日

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（2016）

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	2015/06/19		
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	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	20.45	22.67	23.17	22.78
总资产（亿元）	60.90	77.78	83.13	76.00
总债务（亿元）	25.56	29.09	31.03	27.62
营业总收入（亿元）	34.07	39.07	31.65	4.75
营业毛利率（%）	28.33	28.62	28.58	25.84
EBITDA（亿元）	5.47	6.39	4.83	0.40
所有者权益收益率（%）	12.55	11.80	3.86	-6.42
资产负债率（%）	66.42	70.85	72.13	70.02
总债务/EBITDA（X）	4.68	4.55	6.43	17.31
EBITDA 利息倍数（X）	3.77	3.08	2.10	0.78

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、2016 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

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”）系贵州省民爆行业龙头企业，产能及收入规模处于行业领先地位，区域市场份额保持首位，竞争优势较明显，同时跟踪期内爆破服务一体化战略稳步推进，省内外业务布局逐步完善。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司受外部环境影响，2015 年以来收入规模持续下滑，同时应收款项回收风险及长期面临的安全事故风险等因素可能对公司信用水平产生的影响。

中诚信证评维持久联发展主体信用级别为 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”信用级别为 AA。

正 面

- 行业地位领先，竞争优势明显。公司为贵州省民爆行业龙头企业，目前拥有年产 19.90 万吨工业炸药、9,000 万发工业雷管的许可产能，产能及收入规模处于行业领先地位，同时区域市场份额保持首位，竞争优势较明显。
- 爆破服务一体化战略稳步推进，省内外业务布局逐步完善。子公司新联爆破通过股权收购重要子公司及与地方政府的战略合作，完成了省内市政工程市场的布局及省外矿山爆破领域的延伸，稳步推进公司爆破服务一体化战略。
- 2016 年近期工程项目业务拓展情况良好，为未来业务发展提供一定保障。随着业务拓展力度的加大，2016 年 1~5 月公司新签爆破工程及施工项目合同金额增长明显，近期业务拓展情况良好，将为未来业务发展提供一定保障。
- 公司银行授信情况良好，备用流动性较为充足。截至 2016 年 3 月末，公司获得银行综合授信额度 39.85 亿元，尚未使用银行授信额度为 19.54 亿元，备用流动性较为充足。

分 析 师

徐晓东 xdxu@ccxr.com.cn

周飞 fzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 24 日

关 注

- 2016 年一季度经营亏损。2016 年以来民爆行业延续上年低迷态势，价格放开背景下公司产品售价下跌，同时爆破及工程项目施工量下降，整体盈利能力有所下滑。2016 年一季度公司收入同比下降 37.42%，当期经营性业务利润为 -0.35 亿元，最终经营亏损 0.37 亿元，未来一年的经营状况需加以关注。
- 应收款项规模较大，关注回收风险。2015 年末公司应收款项合计 51.58 亿元，占资产总额的比重达 62.05%。公司前期 BT 项目承接较多使得相关应收款项规模较大，并造成现金流紧张、债务规模扩大，中诚信证评对相关应收款项的回收情况予以关注。
- 安全事故风险。公司主要民爆产品系具有危险爆炸属性的特殊工业产品，并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 and 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。

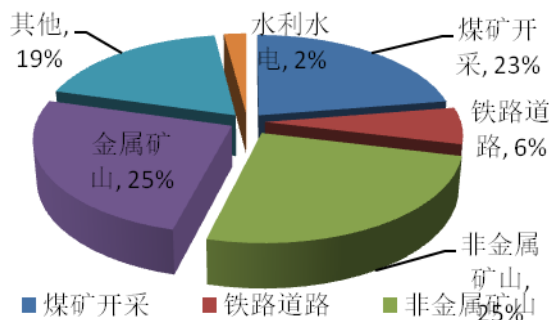
6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

受国内宏观经济下行等因素影响，2015 年民爆行业延续下滑态势，企业经营环境艰难，市场竞争激烈。

我国民爆行业下游需求主要为矿山开采及水利、道路、桥梁等基础设施建设，其中矿山开采占到行业总需求的七成以上，因此行业整体受经济增长及固定资产投资规模影响较大。从 2015 年上半年民爆下游情况来看，煤矿、金属矿、非金属矿等矿山开采的炸药需求量占比分别为 23%、25% 和 25%。

图 1：2015 年上半年国内工业炸药销售流向结构情况



资料来源：中国爆破器材行业协会，中诚信证评整理

近年来在城市化进程和西部大开发的共同作用下，民爆行业整体快速发展，但 2011 年以来受宏观经济影响，各项指标增速放缓，2014 年首次出现下滑。2015 年受国内宏观经济增长速度进一步放缓，国内煤炭产量持续下滑等因素影响，民爆行业主要经济指标持续呈现下降趋势。

2015 年，我国民爆行业累计实现利润总额 50.33 亿元，同比下降 31.68%，其中生产企业实现利润总额 37.72 亿元，同比下降 32.91%；销售企业实现利润总额 12.61 亿元，同比下降 27.69%。民爆行业爆破技术服务实现收入 77.10 亿元，同比下降 27.60%。

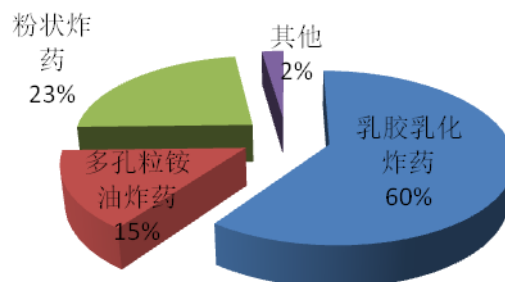
分产品来看，2015 年民爆行业主要产品产、销量同比增量有所减少，其中工业炸药年产销量分别为 367.18 万吨和 366.41 万吨，同比分别下降 14.97% 和 15.08%，产能利用率为 68%；现场混装炸药年产量完成 82.42 万吨，同比下降 9.68%；工业雷管产销量分别为 12.30 亿发和 12.70 亿发，同比分别下降 24.70% 和 21.87%，产能利用率不足 30%。

从地区分布来看，2015 年各地区工业炸药年产量除黑龙江省呈正增长趋势外，其余各省份工业炸药产量均有不同程度的下降，下降较大的省份主要集中在华北地区。工业雷管年产量成正增长的省份有浙江、甘肃和贵州，其余省份均有不同程度的下降。

产品结构方面，目前铵梯炸药和硝化甘油炸药已基本退出了民爆器材产品市场，性能更为安全可靠的膨化硝铵炸药和乳化炸药成为应用最为广泛的工业炸药品种。2015 年，乳胶乳化炸药产量占炸药总产量的 59.91%，所占比例较 2014 年提高约 3.6 个百分点；多孔粒铵油炸药产量占炸药总产量的 14.68%，所占比例与 2014 年持平；粉状炸药产量占炸药总产量的 23.1%，所占比例比 2014 年降低约 3.6 个百分点。

此外，现场混装炸药由于省去了传统工业炸药的众多储存、流通环节，大大提高了工业炸药使用的安全性，同时也降低了流通成本，已经成为矿山开采领域爆破一体化服务模式中广泛采用的民爆器材供应方式。2014 年，国内现场混装炸药产量占工业炸药总产量的比重为 21.1%。2015 年，国内现场混装炸药产量占工业炸药总产量的比重为 22.45%，占比有所提升。中诚信证评认为，未来随着民爆行业爆破一体化的推进，现场混装炸药的产量仍将保持目前较快的增长势头。

图 2：2015 年国内工业炸药生产情况



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，受国内宏观经济下行等因素影响，2015 年民爆行业延续下滑态势，企业经营环境艰难，市场竞争激烈。

短期来看，上游硝酸铵价格较低，国家发改委放开民爆器材产品的出厂价，民爆器材产品价格将会有所下滑。

民爆产品广泛应用于基础建设、矿山开采等领域，因此国家基础建设和矿山爆破工程是我国民爆行业未来发展的关键点。露天矿山采剥市场空间巨大，国内露天开采的矿产资源主要为煤炭、铁矿石、建筑石料、石灰石及有色金属等，仅以煤炭、铁矿石及石灰石保守估计，目前国内露天矿山采剥服务市场容量为 1,246 亿元。如果考虑其他矿产资源，露天矿山采剥服务市场容量预计将超过 3,000 亿元/年，相当于国内民爆产品市场的数倍。

受采矿业下游需求下降影响，2014 年我国采矿业完成固定资产投资 14,681 亿元，同比增长 0.7%，增速较 2013 年下降 10.2 个百分点，其中煤炭开采和洗选业完成固定资产投资 5,263 亿元，同比下降 9.5%，降幅较 2013 年增加 7.5 个百分点；2015 年我国采矿业完成固定资产投资 12,971 亿元，同比下降 8.80%，其中煤炭开采和洗选业完成固定资产投资 4,008 亿元，同比下降 14.4%。露天矿山采剥市场景气度下滑，民爆行业市场面临一定的下行需求压力。

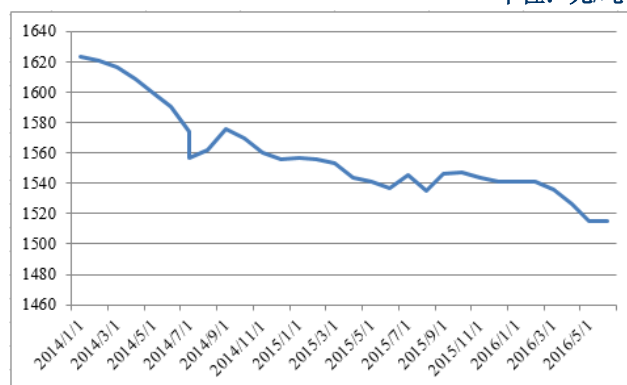
价格方面，国家发改委于 2014 年 12 月 30 日发布了《关于放开民爆器材出厂价格有关问题的通知》，该通知明确放开民爆器材出厂价格，具体价格由供需双方协商确定，出厂价格放开后，在未形成区域垄断的地区，短期内民爆器材产品由于市场竞争，价格将会有所下滑，但目前民爆行业产能审批尚未放开，生产仍有瓶颈，同时民爆行业集中度较高，因此，民爆器材的价格下滑的幅度不会太大；而从长期来看，由于不受出厂价的限制，民爆器材区域龙头，尤其是形成地域绝对垄断的企业，将具有较大的定价权，盈利能力有望提升。从 2015 年 1 月 1 日起，民爆产品销售价格将参照《关于放开民爆器材出厂价格有关问题的通知》（发改价格[2014]2936 号）执行。

原料方面，硝酸铵占工业炸药原材料成本的 45% 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 5 月国内硝酸铵价格下降至 1515 元/吨左右的水平，较 2015 年初每吨下降约 26 元。硝酸铵价格下降将有利于民爆行业的成本控制。

图 3：2014.1~2016.5 硝酸铵价格走势

单位：元/吨



资料来源：生意社，中诚信证评整理

整体来看，下游露天矿山采剥市场景气度下滑，民爆行业市场需求面临一定的下行压力。另外 2014 年 12 月国家发改委放开民爆器材产品的出厂价，短期内民爆器材产品价格和盈利将会有所下滑，长期利好区域龙头。

民爆行业资质壁垒较高，属于国家重点监管行业，未来发展主要依靠同业并购。

由于民爆产品属于高度危险品，我国对民爆行业实行专控管理准入制度。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》，我国民爆器材行业主管部门为原国防科技工业委员会，2008 年国务院机构改革后，民爆器材行业管理职能划归国家工业和信息化部，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 and 民爆器材产品的购买、运输、爆破作业的安全监督管理。

民爆行业由于其危险性，是国家重点监管的行业，历年来国家出台了多项行业标准和管理条例。2015 年，工业和信息化部批准发布了 2015 年 28 号公告，正式发布 10 项民爆行业标准。从标准修订状态来看，新制定标准 9 项，修订标准 1 项，从标准

性质来看，强制性标准 2 项，推荐性标准 8 项。2016 年 2 月，工业和信息化部批准发布了 2016 年第 3 号公告，正式发布 6 项民用爆炸物品工艺技术文件管理系列行业标准，解决了民用爆炸物品工艺技术文件管理、编制、编册、更改过程中标准的缺失问题，进一步完善了民爆行业标准体系。这些新标准的发布，无疑将进一步推高民爆行业的准入门槛。

表 1：2015 年我国民爆器材行业最新行业标准

文件名	实施日期
含火药含水工业炸药	2015 年 10 月 1 日
含火药含水工业炸药生产安全技术条件	2015 年 10 月 1 日
导爆管的不导电性能测定	2015 年 10 月 1 日
工业数码电子雷管	2015 年 10 月 1 日
工业雷管抗拉性能试验方法	2015 年 10 月 1 日
雷管脚线电容、绝缘电阻和绝缘击穿性能测定	2015 年 10 月 1 日
工业炸药热力学性能的计算	2015 年 10 月 1 日
工业雷管作功能力测定水下爆炸法	2015 年 10 月 1 日
工业雷管包装用瓦楞纸箱	2015 年 10 月 1 日
民用爆炸物品生产企业向用户提供产品信息规则	2015 年 10 月 1 日
民用爆炸物品工艺技术文件管理第 1 部分：总则	2016 年 7 月 1 日
民用爆炸物品工艺技术文件管理第 2 部分：编制	2016 年 7 月 1 日
民用爆炸物品工艺技术文件管理第 3 部分：图样格式	2016 年 7 月 1 日
民用爆炸物品工艺技术文件管理第 5 部分：编号和编册	2016 年 7 月 1 日
民用爆炸物品工艺技术文件管理第 6 部分：更改	2016 年 7 月 1 日

资料来源：工信部、国家发改委，中诚信证评整理

此外，由于民爆行业整体产能过剩，未来新批生产牌照或新批许可产能都将变得更加困难。这将导致新企业进入该行业的难度进一步加大，行业内企业将并购作为进一步做大做强的重要手段。如福建海峡科化股份有限公司与福建省民爆化工股份有限公司重组；四川雅化实业集团股份有限公司也与山西金恒化工集团有限公司签订了重组合作框架协议，以期进一步扩大市场覆盖度和竞争力，实现强强联合。根据中国爆破器材行业协会的统计数据，2015 年全国民爆器材生产企业生产总值排名前十的企业如下表所示（排名不分先后）。

表 2：2015 年全国民爆器材生产企业生产总值前十名

序号	名称
1	云南民爆集团有限责任公司
2	保利久联控股集团有限责任公司
3	葛洲坝易普力股份有限公司
4	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司
5	安徽江南化工股份有限公司
6	四川雅化实业集团股份有限公司
7	北方特种能源集团有限公司
8	广东宏大爆破股份有限公司
9	安徽雷鸣科化股份有限公司
10	内蒙古生力资源（集团）有限责任公司

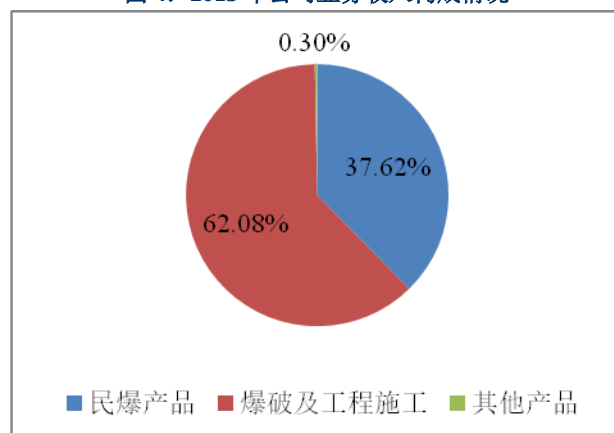
资料来源：中国爆破器材行业协会，中诚信证评整理

总体来看，越发严格的准入制度和安全管理要求是进入民爆行业的主要障碍，其行业壁垒较高。由此导致现有企业必须通过并购来求得发展，民爆行业集中度不断提高，竞争格局由区域性竞争转向全国性竞争，爆破一体化将成为行业未来的发展方向。

业务运营

2015 年以来国内宏观经济形势进一步放缓，贵州等多地固定资产投资增速下降，爆破及工程施工相关项目建设速度减慢，市场需求下滑明显，同时随着民爆行业直供直销、产品价格放开等政策的推行，公司面临的市场竞争越发激烈。在民爆行业整体运行下行的背景下，当年公司收入规模出现下滑。

图 4：2015 年公司业务收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年公司实现营业总收入 31.65 亿元，较上年下降 19.00%。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 11.91 亿元，同比下降

26.75%；爆破及工程施工板块实现业务收入 19.64 亿元，同比下降 13.46%；其他产品生产板块实现业务收入 0.10 亿元，同比下降 18.75%。从业务构成来看，随着公司“科研、生产、销售、爆破服务”一体化经营模式平台的搭建，爆破及工程施工业务已成为主要的收入来源，2015 年该板块业务收入占营业总收入的比例达到 62.08%。

从业务区域来看，公司目前业务主要布局在贵州、甘肃和河南三省。2015 年公司于贵州、甘肃、河南以及其他地区分别实现营业收入为 25.33 亿元、2.42 亿元、1.88 亿元和 2.02 亿元，业务占比分别为 80.36%、7.63%、5.94%和 6.07%，贵州省为公司最主要的销售市场。公司为贵州省内民爆龙头企业，截至 2016 年 3 月末，拥有 19.90 万吨炸药产能和爆破拆除与土石方作业的一级资质，产能分布遍及贵州、甘肃、河南和西藏四省，市场拓展至全国近 18 个省（市、自治区）。

从近期业务运营来看，2016 年一季度公司实现营业总收入 4.75 亿元，同比下降 37.42%，实现净利润-0.37 亿元，同比下降 236.17%，受民爆行业需求低迷以及爆破工程业务量减少影响，近期经营发生亏损。中诚信证评对公司未来一年的业务经营状况予以关注。

2015 年国内民爆市场需求放缓，当年公司民爆产品收入下滑，短期内仍将面临较大的市场压力。但公司作为贵州省民爆龙头企业，竞争优势明显，当前行业调整将长期利好公司在内的龙头企业的发展。

目前国家对民爆行业实行许可证制度，原则上已不再新增许可产能。2014~2016 年 Q1 公司无新增工业炸药许可产能，目前工业炸药生产许可产能 19.90 万吨、安全许可产能 17.00 万吨；工业雷管生产、安全许可产能 9,000 万发；工业索类生产、安全许可产能 5,000 万米。

表 3：2014~2015 年公司民爆产品产能、产量情况

单位：万吨、万发、万米

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

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，公司在许可产能范围内，按照客户需求实行“以销定产”的业务模式。2015 年公司炸药产量为 16.30 万吨，与上年基本持平，产能利用率为 81.19%；工业雷管产量为 2,294 万发，同比下降 52.02%，产能利用率为 17.65%；工业索类产量为 3,998 万米，同比下降 1.72%，产能利用率为 79.96%。受下游需求不足及同业竞争加剧影响，2015 年公司民爆产品产量均有所下滑，但主要产品炸药产量降幅微小，且远低于行业平均降幅，体现出较强的竞争能力。

公司民爆产品生产所需原材料主要为硝酸铵，在炸药原料中成本占比近半，产品盈利受原材料价格波动影响较大。由于硝酸铵行业整体产能过剩，2015 年公司硝酸铵平均采购价格为 1,681 元/吨，同比下降 5.30%，原料价格的下跌将在一定程度上减轻公司成本压力。采购量方面，由于公司民爆产品产量的下降，2015 年硝酸铵采购量下降 14.04%，为 29,213 万吨。采购结算方面，公司实行先货后款，在收到货物并验收合格后支付货款，结算方式主要为银行转账。

表 4：2014~2015 年公司硝酸铵原料的采购情况

单位：万吨、元/吨、%

硝酸铵	2014 年	2015 年	同比增减
采购量	33,985	29,213	-14.04
采购均价	1,775	1,681	-5.30

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售方面来看，2015 年起国内民爆产品价格放开，市场竞争的加剧，加之下游需求低迷，公司民爆产品销售价格整体下行，相关产品销售收入均出现不同程度的下滑。当年公司民爆产品合计实现销售收入 11.91 亿元，同比下降 26.75%。尽管公司销售规模有所下滑，但产能及收入规模处于行业领先地位，贵州省区域市场份额仍保持首位，竞争优

势较明显，当前行业下行将加快行业整合调整，长期利好公司在内的龙头企业的发展。

表 5：2015 年公司民爆产品业务结构情况

单位：亿元、%、个百分点

产品	收入	同比增减	毛利率	同比增减
炸药	10.55	-24.69	38.33	-3.03
管索	1.29	-40.66	11.04	-2.77
震源药柱	0.06	-6.66	28.43	1.16
合计	11.91	-26.75	35.32	-2.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售模式方面，公司产品销售分为经销商销售及直销两种模式，以经销商销售为主。销售结算方面，公司主要实行先货后款，账期一般为 30 天，结算方式主要为银行转账；部分特殊种类产品销售，公司则要求客户支付定金或以先款后货方式结算。

总体来看，由于下游市场需求不足以及民爆产品价格放开背景下产品售价下跌，2015 年公司民爆产品收入下滑。随着同业竞争的加剧，短期内公司将面临较大的市场压力。但长期来看，当前行业整合调整将利好公司在内的龙头企业的发展。

公司爆破服务一体化战略稳步推进，省内外业务布局逐步完善，2016 年近期业务拓展情况良好，将为未来业务发展提供一定保障。2015 年公司工程承接模式调整，但由于前期 BT 项目的投建，短期内公司仍将面临较大的资金周转压力。

爆破工程业务方面，公司业务实施主体主要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，整体资质水平较高。

2015 年 12 月新联爆破完成对六盘水久翔爆破工程有限公司及其两家关联企业的收购，截至 2016 年 3 月 31 日，新联爆破在省内外全资或参股、控股子公司已达 25 家。同时新联爆破与贵州省遵义市人民政府、毕节市人民政府、织金县人民政府和施秉县人民政府等地方政府以及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战略的实施奠定了基础。总体来看，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。

工程项目方面，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，目前承接项目模式为普通工程承包，业务区域集中于贵州省内遵义、毕节及贵阳贵安新区等地。2015 年公司新签爆破工程项目 419 个，合同金额总计 13.40 亿元，同比下降 11.67%，均为普通工程承包项目。2016 年 1~5 月，公司新签爆破工程及施工项目合同金额增长明显，近期业务拓展情况良好，将为公司未来发展提供一定保障。

截至 2016 年 3 月 31 日，公司主要在建工程项目共 15 个，其中普通工程承包项目 12 个，BT 项目 3 个。公司业务承接模式的调整将在一定程度减轻资金压力，但由于前期多个 BT 项目的投建，且回购期较长（一般为工程竣工验收合格之日起 1~3 年），短期内公司仍将面临较大的资金周转压力。

表 6：截至 2016 年 5 月末公司部分在建工程项目情况

单位：万元

项目名称	合同金额	项目类型
遵义市新火车站城市组团礼仪片区道路网络工程	25,549.77	BT
贵安新区天河潭路道路工程	139,362.51	BT
遵义市汇川区九节滩至汇川大道城市骨干道路及片区开发项目三标段	53,000.00	总承包
毕节双山新区梨新大道	71,116.34	总承包
遵义市高铁片区核心区城市道路工程	84,005.53	总承包
遵义东站交通枢纽东广场综合开发项目土石方平场项目	4,210.00	总承包

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

除省内市政工程项目外，公司积极介入省外矿山爆破领域，推动公司向生产服务型企业转变。目前新联爆破子公司西藏中金新联爆破公司与各大型矿山紧密联系，并承揽了部分矿山剥离的工程项目，同时 2015 年并入混装炸药生产地面站——墨竹工卡久联，为推动公司在西藏地区爆破服务一体化工作打下了基础。

2015 年公司爆破及工程施工业务实现营业收入 19.64 亿元，同比下降 13.46%。当年国内宏观经济下行，业务区域内地方政府固定资产投资有所收紧，加之项目结算周期等因素影响，公司爆破及工程业务整体下滑。2016 年以来公司不断加大市场拓展力度，近期新签工程项目情况良好，将为公司未来业务发展提供一定保障。

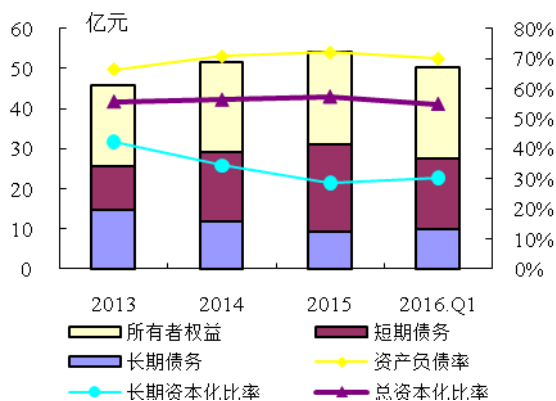
整体来看，受外部环境影响，2015 年公司民爆产品产销及爆破工程施工业务均有所下滑，但其竞争优势仍较明显，同时公司爆破服务一体化战略稳步推进，2016 年近期新签工程项目情况良好，有助于未来的业务发展。

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2013~2015年合并审计报告和未经审计的2016年一季度合并财务报表。

资本结构

图 5：2013~2016.Q1 年公司资本结构分析



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2013~2015 年公司均实现盈利经营，随着留存收益的逐年积累，自有资本实力不断得到增强。2015 年末公司净资产总额为 23.17 亿元，同比增长 2.20%，但受当年盈利表现下滑影响，净资产总额增幅有所放缓。2015 年以来公司进一步推进爆破一体化服务发展战略，积极延伸产业链，总资产规模保持增长。2015 年末公司总资产和总负债分别为 83.13 亿元和 59.96 亿元，同比增长 6.88% 和 8.80%。

进入 2016 年一季度，公司面临的外部市场环境无明显改善，当期经营发生亏损，期末净资产总额

较上年末下降 1.68% 至 22.78 亿元；同期总资产和总负债分别为 76.00 亿元和 53.22 亿元，较上年末分别下降 8.57% 和 11.24%。

表 7：2015 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	83.13	72.13	57.25
江南化工	46.35	22.13	12.54
宏大爆破	42.40	43.63	27.61
南岭民爆	36.98	35.33	24.63
雅化集团	28.93	17.25	5.34
雪峰科技	27.90	22.74	11.74
凯龙股份	17.51	22.74	11.74
雷鸣科化	16.01	21.33	2.52
同德化工	13.02	17.90	2.73

数据来源：各公司审计报告，中诚信证评整理

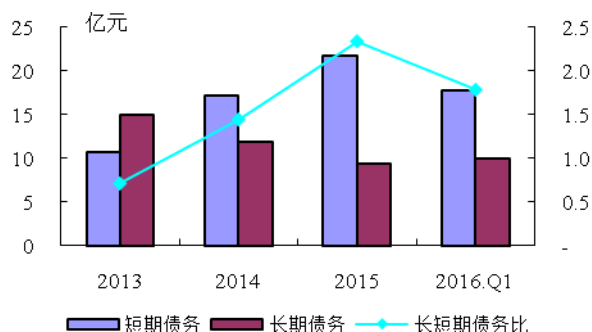
在资产方面，2015 年末公司应收账款、其他应收款、长期应收款分别为 21.33 亿元、7.45 亿元和 22.80 亿元，公司应收款项合计 51.58 亿元，同比增长 2.97%，应收款项占资产总额中的比重达到 62.05%。当年末公司应收账款同比增长 2.17%，主要为应收项目工程款及民爆器材产品的销售款；其他应收款同比下降 6.99%，主要系当年工程项目承揽量下降，使得相关投标保证金、代付费用等相应下滑；长期应收款同比增长 7.50%，主要系公司对回购期超过一年的市政工程 BT 项目的工程收入确认为长期应收款。工程施工 BT 项目属于先垫资后收款的模式，公司前期 BT 项目承接较多使得相关应收款项规模较大，并造成现金流紧张、债务规模扩大，2015 年起公司项目承接模式的调整将减轻其资金压力，但中诚信证评对公司现有 BT 项目应收款项的回收情况仍予以关注。

相较于国内民爆行业其他上市公司，公司为行业较早从事爆破服务一体化的企业，“科研、生产、销售、爆破服务”一体化经营模式已搭建起规模平台，走在了行业前列。由于公司目前业务结构以爆破及工程施工业务为主，相关项目垫付资金的需求较大，致使其资产规模明显大于其他同行业上市公司，同期资产负债率和总资本化比率亦较高。

2015 年随着相关爆破及工程施工项目的推进，当年对外融资的需求有所增加，债务规模保持增长。截至 2015 年末，公司总债务余额为 31.03 亿元，

同比增长 6.67%，总资本化比率由上年的 56.20% 上升至 57.25%；资产负债率为 72.13%，较上年上升 1.28 个百分点。2016 年一季度，随着公司各板块业务量的下滑，当期资产负债率较期初下降 2.11 个百分点至 70.02%；总债务规模下降使得总资本化比率较期初下降 2.45 个百分点至 54.80%。

图 6：2013~2016.Q1 年公司债务结构分析



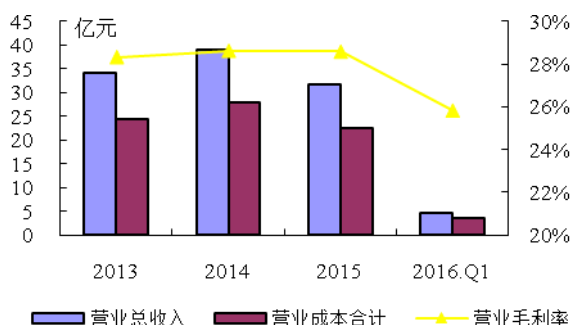
数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，公司债务结构以短期债务为主，2015 年末短期债务/长期债务指标为 2.34 倍，其中短期债务余额 21.73 亿元，主要为短期银行借款和一年内到期的非流动负债；长期债务余额 9.30 亿元，包括长期银行借款和应付债券。2016 年一季度公司以银行短期借款为主的短期债务有所下降，当期长短期债务比下降至 1.78 倍。公司目前以短期债务为主的期限结构与其工程项目资金投入需求的匹配性较差，债务期限结构有待优化。

整体来看，公司应收款项维持在较高水平，使得外部债务融资需求高企，财务杠杆比率较高，同时债务以短期债务为主，债务期限结构有待优化，财务结构稳健性有待提升。

盈利能力

图 7：2013~2016.Q1 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2015 年国家宏观经济持续放缓，国家基础设施建设投入缩减，与民爆行业紧密关联的煤炭、钢铁、水泥等行业低迷，导致民爆行业需求下降，公司各板块业务收入均出现下滑。当年公司民爆产品板块实现业务收入 11.91 亿元，同比下降 26.75%；爆破及工程施工板块方面，当年实现业务收入 19.64 亿元，同比下降 13.46%；其他产品生产板块，当年实现业务收入 0.10 亿元，同比下降 18.75%。2015 年公司合计实现营业总收入 31.65 亿元，同比下降 19.00%。2016 年 1~3 月公司实现营业总收入 4.75 亿元，同比下降 37.42%，近期业务收入延续上年下滑趋势。

表 8：2013~2015 年公司各业务毛利率情况

业务	2013 年	2014 年	2015 年
民爆产品	36.88%	37.62%	35.32%
爆破及工程施工	19.83%	21.92%	24.14%
其他产品	12.99%	76.59%	77.56%
综合毛利率	28.33%	28.62%	28.58%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受国家放开民爆产品价格管控的影响，2015 年公司民爆产品售价下滑，业务获利空间下降，当年该板块毛利率为 35.32%。另一方面，受益于硝酸铵原料价格的持续走低，以及工程项目结构变动，公司爆破及工程施工业务板块获利能力有所提升，当年该业务板块的毛利率为 24.14%。2015 年公司综合毛利率与上年基本持平，为 28.58%。

表 9：2015 年民爆行业上市公司营业收入及毛利率对比

上市公司	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)
久联发展	31.65	28.58
宏大爆破	30.06	21.90
南岭民爆	21.99	32.47
江南化工	13.59	47.77
雅化集团	13.43	40.68
雷鸣科化	9.04	42.40
凯龙股份	8.91	37.75
雪峰科技	8.59	30.05
同德化工	6.75	46.99

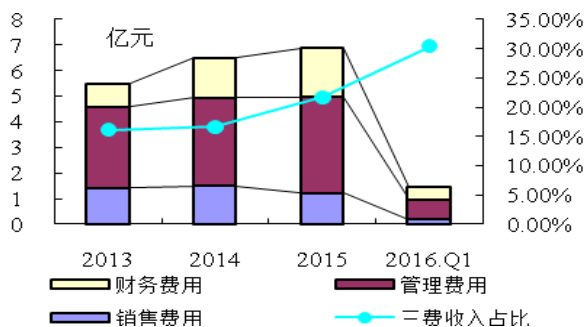
数据来源：各公司审计报告，中诚信证评整理

对比国内主要民爆行业上市公司财务数据可以看出，公司民爆产品板块毛利水平相对处于行业中等水平，但整体营业毛利率水平处于行业内较低水平，其原因在于公司爆破及工程施工业务获利空间相对低于民爆产品业务，以爆破及工程施工为主

的业务结构降低了整体获利空间表现。

期间费用方面，近三年公司期间费用逐年增大，加之 2015 年营业总收入下滑，使得期间费用占当期营业收入的比例呈逐年上升趋势，其中 2015 年该比率提升明显。具体来看，因业务量的下滑使得运输费用下降明显，2015 年公司销售费用同比下降 19.63%至 1.22 亿元；管理费用则随着职工薪酬的增长而增至 3.75 亿元；当年有息债务的增加使得利息支出增大，财务费用同比增长 21.10%至 1.90 亿元。2015 年公司期间费用合计 6.87 亿元，同比增长 5.76%；三费收入占比为 21.71%，较上年提高 5.08 个百分点。2016 年一季度，公司期间费用合计 1.44 亿元，占营业总收入比例为 30.40%。总体来看，公司期间费用控制水平有待提高。

图 8：公司 2013~2016.Q1 期间费用分析



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

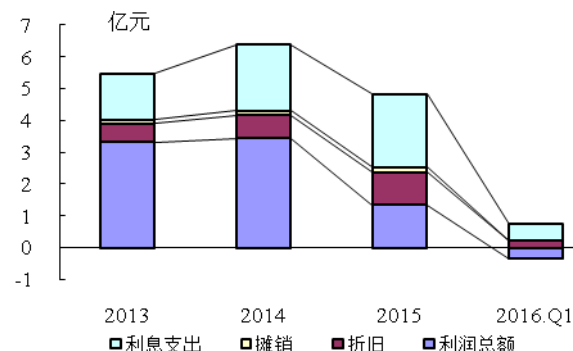
2015 年公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益以构成。2015 年，公司收入规模下滑，当年取得经营性业务利润 1.40 亿元，同比下降 62.47%。营业外损益方面，2015 年公司因新联爆破对六盘水久翔爆破工程有限公司及其两家关联企业的收购形成负商誉 453 万元，营业外收入有所增大，当年取得营业外损益 0.27 亿元，同比增长 111.49%。此外，因坏账损失，2015 年公司确认资产减值损失 0.31 亿元。2015 年公司实现利润总额 1.37 亿元，同比下降 60.60%。2016 年一季度，由于公司收入规模持续下滑，整体盈利能力下降，当期经营性业务利润为 -0.35 亿元，利润总额 -0.35 亿元，最终经营亏损 0.37 亿元。

总体来看，受外部环境下行影响，2015 年公司收入规模及利润总额表现均出现下滑，且 2016 年近期业务收入延续下滑趋势，最终经营亏损，中诚信

证评对公司未来一年业务经营状况予以关注。

偿债能力

图 9：2013~2016.Q1 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

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。2015 年公司因经营效益下滑，使得当年利润总额规模大幅下降 60.60%，当年 EBITDA 同比减少 24.41%至 4.83 亿元，同期总债务/EBITDA 为 6.83，EBITDA 利息倍数为 2.10 倍。整体来看，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度仍表现尚可。

表 10：2013~2016.Q1 年公司主要财务能力指标

指标	2013	2014	2015	2016.Q1
总债务（亿元）	25.56	29.09	31.03	27.62
EBITDA（亿元）	5.47	6.39	4.83	0.40
资产负债率（%）	66.42	70.85	72.13	70.02
总资本化比率（%）	55.55	56.20	57.25	54.80
经营活动净现金流（亿元）	-3.02	-5.96	2.00	2.55
EBITDA 利息倍数（X）	3.77	3.08	2.10	0.78
总债务/EBITDA（X）	4.68	4.55	6.43	17.31
经营净现金流/总债务（X）	-0.12	-0.20	0.06	0.37
经营净现金流利息倍数（X）	-2.08	-2.87	0.87	4.97

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在现金流方面，尽管 2015 年公司各板块业务均有所萎缩，但当年已到回购期的 BT 项目的工程款回收情况良好，回款金额增加，整体经营性现金流呈现净流入状态。当年公司经营活动现金流净额由上年的 -5.96 亿元上升至 2.00 亿元，同期经营活动净现金/总债务为 0.06 倍，经营活动净现金流/利息支出为 0.87 倍。整体来看，公司经营活动净现金流对债务本息的保障程度仍较低。

在财务弹性方面，公司与多家银行形成稳定的银企关系。截至 2016 年 3 月末，公司共计获得银

行综合授信额度 39.85 亿元，尚未使用银行授信额度为 19.54 亿元，备用流动性较为充足。

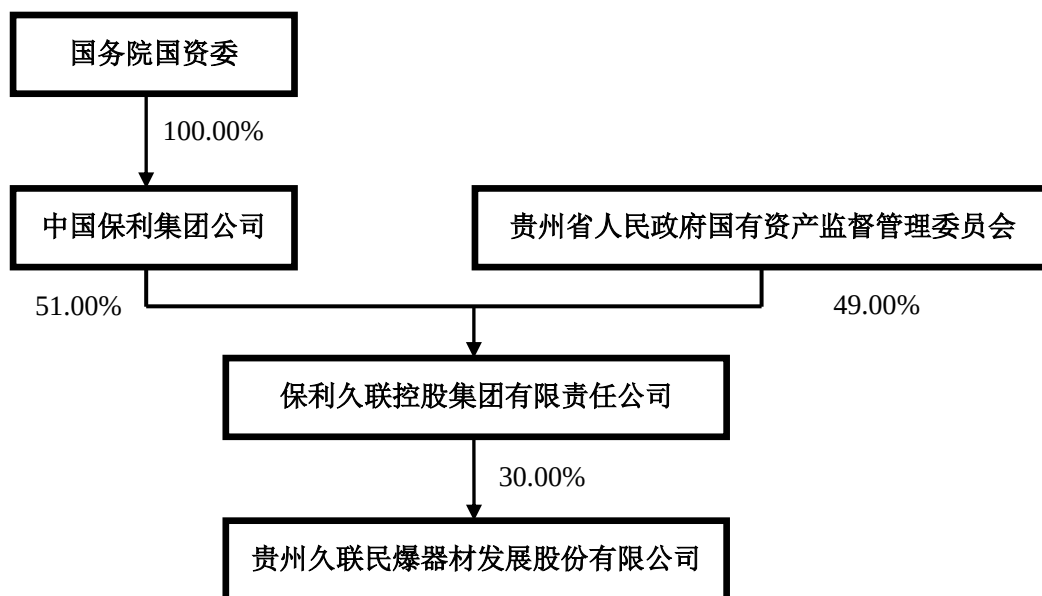
或有负债方面，截至2016年3月末，公司担保余额为11.40亿元，均为对下属子公司的担保，对象包括新联爆破、甘肃久联民爆器材有限责任公司、贵阳久联化工有限责任公司和安顺久联民爆有限责任公司。此外，截至2016年3月末公司无未决诉讼。

综合来看，受外部环境影响，2015年公司业务规模有所下滑，但作为贵州民爆龙头企业，区域市场份额较高，竞争优势明显，同时2016年近期爆破及工程施工项目拓展情况良好，将为公司未来业务发展提供一定保障。同时，公司具有较强的备用流动性，财务风险可控，以上因素均有利于提升公司综合实力及抗风险能力。

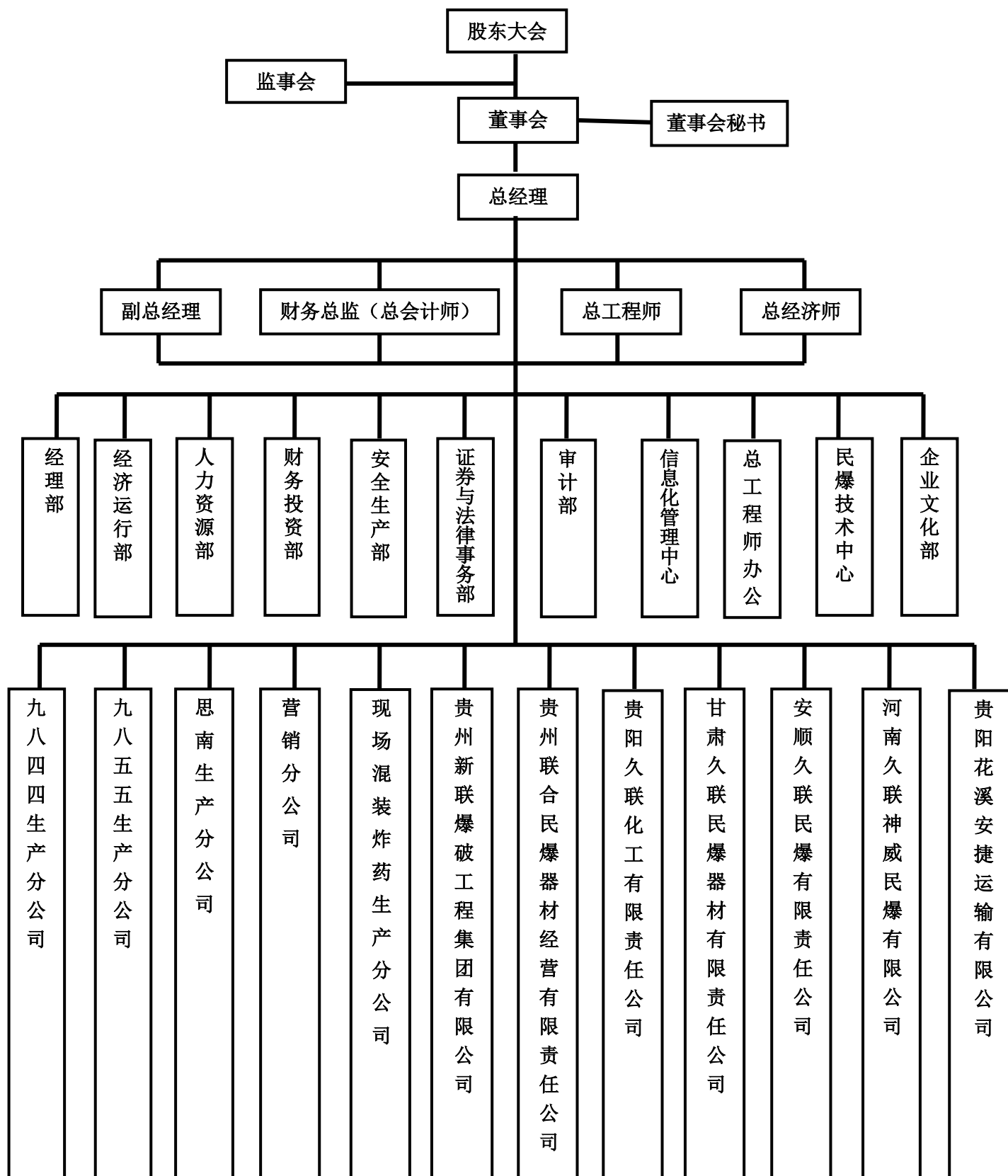
结 论

综上，中诚信证评维持久联发展主体信用级别为**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”信用级别为**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 2016 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 2016 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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	67,087.02	71,865.72	100,902.56	86,619.61
应收账款净额	160,407.70	208,730.41	213,254.82	184,838.44
存货净额	16,547.10	21,022.82	25,425.89	25,499.27
流动资产	344,724.49	395,562.42	428,056.86	398,791.23
长期投资	14,882.35	15,422.44	14,986.15	14,997.06
固定资产合计	73,187.88	112,902.67	117,635.10	115,529.43
总资产	609,008.46	777,806.70	831,322.00	760,036.46
短期债务	106,150.71	171,779.59	217,287.00	176,891.90
长期债务	149,476.86	119,148.14	93,042.08	99,313.90
总债务（短期债务+长期债务）	255,627.56	290,927.73	310,329.09	276,205.81
总负债	404,498.94	551,082.25	599,601.99	532,200.65
所有者权益（含少数股东权益）	204,509.52	226,724.44	231,720.01	227,835.81
营业总收入	340,652.17	390,692.61	316,453.51	47,494.20
三费前利润	88,925.08	102,305.37	82,718.18	10,908.89
投资收益	217.38	608.89	26.29	0.00
净利润	25,672.65	26,742.31	8,954.76	-3,658.47
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	54,657.06	63,889.54	48,293.09	3,988.90
经营活动产生现金净流量	-30,174.64	-59,582.57	19,995.74	25,487.45
投资活动产生现金净流量	-25,311.25	291.99	2,194.26	-221.14
筹资活动产生现金净流量	66,149.97	61,269.09	5,276.15	-38,615.21
现金及现金等价物净增加额	10,664.08	1,978.51	27,466.16	-13,348.90
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	28.33	28.62	28.58	25.84
所有者权益收益率（%）	12.55	11.80	3.86	-6.42
EBITDA/营业总收入（%）	16.04	16.35	15.26	8.40
速动比率（X）	1.37	0.92	0.85	0.93
经营活动净现金/总债务（X）	-0.12	-0.20	0.06	0.37
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.28	-0.35	0.09	0.58
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.08	-2.87	0.87	4.97
EBITDA 利息倍数（X）	3.77	3.08	2.10	0.78
总债务/EBITDA（X）	4.68	4.55	6.43	17.31
资产负债率（%）	66.42	70.85	72.13	70.02
总资本化比率（%）	55.55	56.20	57.25	54.80

注：1、上述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、2016年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA指标经年化处理。

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-手续费及佣金收入-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/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。