



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪200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
二零一八年五月二十八日

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（2018）

发行主体	贵州久联民爆器材发展股份有限公司		
债券简称	12 久联债		
债券代码	112171		
发行规模	人民币 6 亿元，2018 年 4 月已回售 164,014,700 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	2017/05/26		
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

基本观点

跟踪期内，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，产能规模处于行业领先地位，收入水平及区域市场份额稳步提升，同时新签订和在手爆破及工程施工合同额依然较为充沛，能为后期业绩保持提供保障。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风险、应收款项规模较大、毛利率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

- 收入规模大幅增长。作为贵州省民爆龙头企业，公司利用竞争优势不断巩固和开拓市场，2017 年实现营业总收入 45.87 亿元，同比增长 35.51%，2018 年一季度实现营业总收入 10.04 亿元，同比增长 43.47%，收入保持较快增长趋势。
- 公司民爆产品市场竞争优势继续巩固。在贵州省内，2017 年公司工业炸药市场占有率约 56%，同比提高 14 个百分点，工业管索类市场占有率约 76%，同比提高 9 个百分点，公司市场占有率进一步提升，区域内龙头优势稳固。
- 爆破及工程施工新签订和在手合同额较为充沛。2017 年公司新签爆破及施工工程项目合同金额为 42.63 亿元，同比增长 309.67%，年末在手项目合同金额为 130.39 亿元，同比增长 24.01%。新签及在手合同额大幅增加将对未来公司业绩保持提供保障。

概况数据

久联发展	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	23.17	23.61	24.11	24.17
总资产（亿元）	83.13	73.09	78.32	77.30
总债务（亿元）	31.03	17.06	18.10	19.47
营业总收入（亿元）	31.65	33.85	45.87	10.04
营业毛利率（%）	28.58	26.53	20.14	15.01
EBITDA（亿元）	4.83	4.15	4.10	-
所有者权益收益率（%）	3.35	3.36	4.11	1.88
资产负债率（%）	72.13	67.70	69.22	68.73
总债务/EBITDA（X）	6.43	4.11	4.42	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.10	2.25	2.73	-

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 2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

曹梅芳 mfcqo@ccxr.com.cn

袁宇城 yuchuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月28日



关 注

- 营业毛利率下滑。受行业竞争加剧、生产成本上升、自身业务结构调整等因素影响，2017 年及 2018 年一季度公司综合毛利率分别下滑至 20.14%和 15.01%，初始获利水平下滑。
- 应收款项规模较大。2017 年公司应收款项合计 45.07 亿元，占当年总资产的比重为 57.55%，随着公司爆破及施工工程项目的增加，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。
- 安全风险。公司主要民爆产品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，存在因偶发性因素引发的安全事故仍需注意。

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。

重大事项

2018年2月14日，公司拟通过发行股份向贵州盘江化工（集团）有限公司（以下简称“盘化集团”）、贵州产业投资（集团）有限责任公司（以下简称“产投集团”）、瓮福（集团）有限责任公司（以下简称“瓮福集团”）购买其合计持有的贵州盘江民爆有限公司（以下简称“盘江民爆”）100%股权；拟向贵州盘江化工（集团）有限公司（以下简称“盘化集团”）、黔东南州开山爆破工程有限责任公司（以下简称“开山爆破”）发行股份购买其合计持有的贵州开源爆破工程有限公司（以下简称“开源爆破”）94.75%股权；拟向保利久联控股集团有限责任公司（以下简称“保利久联集团”）、山东银光化工集团有限公司（以下简称“银光集团”）发行股份购买其合计持有的山东银光民爆器材有限公司（以下简称“银光民爆”）100%股权。

经评估机构北京天健兴业资产评估有限公司（以下简称“天健兴业”）预估，盘江民爆100%股权、开源爆破94.75%股权和银光民爆100%股权于评估基准日2017年12月31日的预估值分别为50,332.05万元、13,740.41万元和47,143.25万元，经交易各方协商，本次交易拟购买资产的合计交易价格暂定为111,215.71万元。按照本次购买资产股份发行价格10.85元/股，拟购买资产暂定交易价格111,215.71万元计算，本次向交易对方购买资产发行股份数量为10,250.30万股。

本次交易中，盘江民爆、开源爆破和银光民爆均采用收益法评估结果，交易对方保利久联集团、盘化集团、产投集团、瓮福集团、开山爆破和银光集团对交易标的作业绩承诺。经天健兴业评估初步预测，标的资产2018年~2020年的净利润如下表。

表 1：2018 年~2020 年标的资产净利润情况

单位：万元

公司名称	预测期		
	2018年	2019年	2020年
盘江民爆	4,795.27	5,051.98	5,217.54
开源爆破	1,078.32	1,128.01	1,153.88
银光民爆	3,949.16	4,264.50	4,549.02
合计	9,822.75	10,444.49	10,920.44

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

银光民爆主要产品为乳化炸药、现场混装多孔粒状铵油炸药等两种工业炸药，炸药许可产能6.8万吨，其中山东6.4万吨、新疆0.4万吨；盘江民爆主要产品为乳化炸药、膨化硝酸铵炸药、多孔粒状铵油炸药、现场混装多孔粒状铵油炸药等四种工业炸药和雷管，炸药许可产能12.55万吨，其中贵州9.6万吨，山东2.95万吨。

开源爆破主要从事爆破服务，包括矿山采剥爆破服务及基础设施建设爆破服务（机场、高速公路、轻轨、棚户区等项目爆破）等，拥有爆破作业单位一级资质、矿山工程总承包贰级资质等，主要业务在贵州。

截至2018年5月9日，公司本次重大资产重组所涉及的审计、评估工作已基本完成，标的资产的评估报告正在履行国务院国有资产监督管理部门的备案程序。上述重组事宜的完成，或将带动公司整体产能规模及经营业绩提升，但本次交易能否取得上述批准或核准以及最终取得批准或核准的时间均存在不确定性，中诚信证评将持续关注上述事项的进展情况。

行业关注

受益于国内产业分工调整和西部大开发等战略实施，我国基础设施投资热度保持高位，同时矿产资源价格回升利好民爆产品需求，民爆行业景气度回升

民爆行业指用于非军事目的的各种炸药及其制品和火工品的总称，属于特种行业，广泛应用于矿山开采、冶金、交通、水利、电力、建筑和石油等领域。目前，国内民用爆炸物品70%左右用于煤炭、金属和非金属三类矿山的开采，这三类矿山开采量的变化直接影响民爆产品的销量和流向。

从下游需求的地域分布来看，由于矿产资源和地理环境不同，各地区工业炸药的主要流向也不尽相同。北方地区多用于煤矿开采，华东和华南则以非金属矿为主，而贵州、湖南和四川省主要用于铁路道路、水利水电等基建领域。

表 2: 2017 年全国炸药销量前十省份金属、焦炭产量占比及

固定资产投资情况

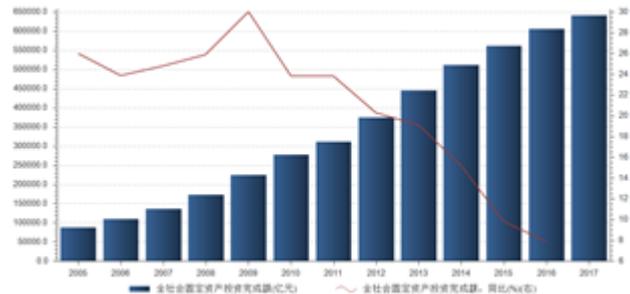
单位: 万吨、%、亿元

省份	全国炸药销量	全国金属产量占比	焦炭产量占比	固定资产投资
内蒙古	38.12	6.3	6.3	1.38
山西	31.05	2.3	18.2	0.57
四川	22.43	1.0	2.8	3.12
辽宁	21.88	1.8	4.7	0.64
贵州	21.82	1.8	1.5	1.53
云南	18.69	6.7	2.4	1.85
湖北	16.69	1.7	2.0	3.19
山东	15.06	18.2	9.8	5.42
湖南	15.00	4.3	1.5	3.13
江西	14.41	3.1	1.7	2.18

资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

民用爆破器材在基础工业、矿山开采和大型基础设施建设中具有不可替代的作用, 因此民爆行业整体受宏观经济增长及固定资产投资规模影响较大。2017 年, 我国完成固定资产投资 631,684 亿元, 同比增长 7.2%。第二产业中, 工业投资 232,619 亿元, 同比增长 3.6%; 采矿业投资 9,209 亿元, 同比下降 10%; 制造业投资 193,616 亿元, 同比增长 4.8%。第三产业中, 基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业) 140,005 亿元, 同比增长 19%。我国固定资产投资规模维持增长, 但增速近 8 年持续下降, 尤其第二产业固定资产投资增速长期处于低位, 同时随着供给侧改革持续推进, 产能过剩行业的扩张受到严格限制, 我国矿山投资出现明显下滑。另一方面, 随着国内产业分工的调整, 我国东部沿海地区产业向中西部地区转移步伐加快, 在未来几年内, 东部沿海、东北以及长三角经济发达地区对民爆产品的需求将呈现下降态势, 而西部地区由于基础设施投资热度较高, 固定投资增加带动民爆产品需求明显增加。此外, 由于“一带一路”战略的实施, 我国加大对西部基础建设的投入, 亦为区域内民爆行业发展带来较大正面影响。

图 1: 我国固定资产投资完成额情况



资料来源: Choice, 中诚信证评整理

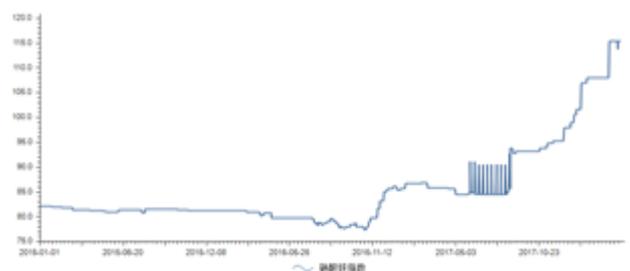
从近年民爆行业生产情况来看, 2017 年我国民爆行业生产总值为 281.63 亿元, 同比增长 11.80%; 同期, 工业炸药总产量为 393.83 万吨, 同比增加 11.20%; 工业雷管总产量合计 5.55 亿发, 同比减少 50.40%。行业利润方面, 2017 年我国民爆行业利润总额为 53.69 亿元, 同比增幅为 28.7%。2017 年随着基建投资热度的保持以及各类矿产资源价格上涨, 民爆行业生产总值回升, 行业进入触底企稳阶段。

总体来看, 受固定资产投资增速持续放缓影响, 近年民爆行业整体表现低迷, 但在国内产业分工调整和西部大开发等战略推动下, 基础设施投资热度保持高位, 同时矿产资源价格回升对民爆产品需求带来利好, 民爆行业下滑趋势已在 2017 年实现扭转, 行业景气度回升。

2017 年以来上游硝酸铵价格走高, 且民爆器材市场竞争加剧, 民爆产品整体价格持续下降, 业内企业经营压力加大

原料方面, 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。2016 年第四季度以来, 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。2017 年, 硝酸铵价格持续上涨, 对民爆产品成本造成较大压力。

图 2: 2015 年以来硝酸铵价格指数走势



资料来源: 生意社, 中诚信证评整理

民爆产品价格方面，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。2014年12月30日，国家发改委发布了《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），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，同时监管部门加强市场价格行为监管和反价格垄断执法。

出厂价格放开后，在未形成区域垄断的地区，民爆器材产品市场竞争将更趋激烈。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，对业内企业经营构成一定压力。但从长期来看，由于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，民爆器材区域龙头，尤其是形成地域绝对垄断的企业，仍具有较大定价权，利于保持民爆器材价格的相对稳定。

民爆行业资质壁垒较高，新增产能批复建设可能性较小，行业将通过并购重组逐渐实现集中度提升

民爆器材属于高危品，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。严格的管制制度使得民爆行业形成了很高的进入门槛，供给增长受限，同时形成了较强的区域垄断性。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。

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%。另一方面来看，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，行业内企业间并购将成为民爆企业做大做强有效手段。

业务运营

公司是全国高新技术企业，致力于各类民爆产品的研发、生产及销售，并为客户提供特定的爆破工程解决方案和技术服务，是贵州省内产能最大的民爆器材生产企业，也是国内民爆器材产品品种最为齐全的企业之一。

2017年，在有效市场需求不足、市场竞争加剧的背景下，公司加强民爆及工程市场开拓，矿山爆破工程项目量显著提升，当年收入规模大幅增长，2017年公司实现营业总收入45.87亿元，同比增长35.51%。分业务板块来看，当年公司民爆产品板块实现业务收入14.48亿元，同比增长3.27%，占当年营业总收入比例的31.56%；爆破及工程施工板块实现业务收入31.08亿元，同比增长58.94%。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重点发展业务，经营情况良好，已成为公司主要的收入来源，2017年该板块业务收入占营业总收入的比例达到67.76%。2018年以来，公司爆破及工程施工业务进展顺利，一季度实现营业总收入10.04亿元，同比增长43.47%，收入规模呈进一步增长态势。

从业务区域来看，公司目前业务集中于贵州、甘肃和河南三省。2017年公司在上述区域分别实现营业收入36.23亿元、2.54亿元和1.59亿元，占当年营业总收入的比重分别为78.98%、6.54%和3.46%。公司爆破工程业务在贵州省内以基础设施建设为主，省外业务主要为房建和矿山等工程。

公司作为贵州省民爆龙头企业，民爆产品市场占有率进一步提升，但原材料价格的上涨及市场竞争的加剧对公司生产经营提出挑战

产能方面，2017年公司新增安全许可产能3.9万吨，目前工业炸药生产许可产能20.90万吨、安全许可产能20.35万吨；工业雷管生产许可产能

13,000 万发、安全许可产能 12,050 万发；工业索类生产许可产能与安全许可产能均为 5,000 万米（其中工业导爆索 1,000 万米、塑料导爆管 4,000 万米），2017 年整体产能规模维持稳定。

表 3：2015~2017 年公司民爆产品产能、产量情况

单位：万吨、万发、万米

产品	2015 年		2016 年		2017 年	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
工业炸药	19.90	20.90	20.90	16.30	20.90	16.76
工业雷管	13,000	13,000	13,000	2,294	13,000	2,976
工业索类	5,000	5,000	5,000	3,998	5,000	4,116

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，2017 年炸药产量为 16.76 万吨，同比小幅增加 0.32 万吨，产能利用率为 80.19%，同比增加 1.53 个百分点；工业雷管产量为 2,976 万发，同比增加 820 万发，产能利用率为 22.89%，同比增加 6.31 个百分点，产能利用率继续处在较低水平；工业索类产量为 4,116 万米，同比增加 17.52%，产能利用率为 82.32%，同比增加 2.36 个百分点。2017 年公司整体产能利用情况有所好转，但工业雷管较低产能利用率的状况仍未得到改善。

销售方面，2017 年公司撤销营销分公司，以贵州联合民爆器材经营有限责任公司为统一的销售平台，实现品牌、市场和价格的统一，民爆产品销售保持增长。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和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。目前公司主要以先货后款方式结算，账期一般为一个月，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结算。

在贵州省内，2017 年公司工业炸药市场占有率约 56%，同比提高 14 个百分点，工业管索类市场占有率约 76%，同比提高 9 个百分点，作为贵州省民爆龙头企业，公司市场占有率进一步提升。受益于销量的增加，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 14.48 亿元，同比增加 3.27%。

表 4：2017 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	12.86	3.31	34.24	-6.92
雷管及管索	1.62	2.93	24.77	46.50
合计	14.48	3.27	33.18	0.91

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司民爆产品生产的主要原材料为硝酸铵，在炸药原料中成本占比较大，原材料价格波动对民爆产品盈利的影响较大。2016 年第四季度以来，硝酸铵价格保持增长趋势，2017 年公司的硝酸铵平均采购价格为 1,705 元/吨，同比增长 6.30%，成本控制压力加大。随着民爆产品销量增加，当年公司硝酸铵采购量为 13.84 万吨，同比增加 9.49%。

表 5：2015~2017 年公司主要原材料硝酸铵采购情况

硝酸铵	2015	2016	2017
采购量（吨）	125,159	126,423	138,418
采购均价（元/吨）	1,641	1,604	1,705

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

自 2015 年起国内民爆产品的价格管制放开，市场竞争趋于激烈，进一步加大了公司经营压力。2017 年公司民爆产品板块毛利率同比下降 0.91 个百分点至 33.18%。具体来看，2017 年公司主要民爆产品工业炸药价格小幅上涨，但价格调整幅度相对于原料价格涨幅较小，致使产品初始获利水平下滑，其中工业炸药产品毛利率下滑 6.92 个百分点至 34.21%；随着公司雷管产品结构调整，毛利率相对较高的数码电子雷管产品占比增加，管索产品毛利率大幅上升，2017 年毛利率为 24.77%，较上年增加 46.50 个百分点。

总体来看，公司作为贵州省民爆龙头企业，民爆产品市场占有率进一步提升；但随着原材料价格不断上涨，以及产品价格管制放开，市场竞争日益激烈，公司面临的成本控制及经营压力加大。

受益于市场开拓力度的加大及矿山爆破工程承揽量的增加，2017 年公司爆破及工程施工新签合同额大幅增加，为公司未来业务发展提供一定支撑

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”）。在爆破工程施工及技术服务方面，新联爆

破是国内较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、技术领先的专业爆破的施工企业。目前公司已拥有专利300余件，其中发明专利50余件，取得科技成果奖励近100余项，其中国家科技进步奖1项，国家重点产品称号2项，省部级奖30余项。2017年公司加强市场开拓，深化对外战略合作，加之矿山产业回暖，矿山爆破工程承接量显著上升，均带动爆破及工程施工业务收入大幅上升，全年实现营业收入31.08亿元，同比增长58.94%。

公司继续巩固市政工程、房屋建设和爆破一体化业务，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。目前公司主要采用普通承包方式承接爆破工程业务，每月底向监理方和业主方申报当月已完工进度，业主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，整体的工程款结算周期较长，对营运资金周转造成较大压力。2017年公司新签爆破及施工工程项目合同金额为42.63亿元，同比增长309.67%，年末在手项目合同金额为130.39亿元，同比增长24.01%。整体看，公司新签及在手爆破工程及施工项目合同金额大幅增长，为公司未来业务发展提供一定保障，但矿山爆破工程业务的获利水平相对较低。

公司除维护贵州省内遵义、毕节及铜仁等已开辟地区核心客户并同步跟踪城市基础建设项目信息外，积极开拓新的市场区域。市政方面，2017年，公司中标大龙经开区马面坡易地扶贫安置房 EPC 总承包建设项目、遵义新蒲新区洛安基础设施建设 PPP 项目、普定县路网全覆盖建设工程及贵州新蒲经济开发区保税区配套产业标准厂房三期等大型项目。爆破方面，2017年公司承接贵阳龙洞堡国际机场三期扩建工程飞行区场道等大型土石方爆破工程，承接新疆吉郎德露天煤矿及贵州晴隆全力露天煤矿等矿山总承包工程。

表 6：截至 2017 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
吉郎德露天煤矿剥离及采煤工程	2017.04	17,805
大龙经济开发区马面坡易地扶贫安置房（高铁安置点）建设项目	2017.06	97,440
习水县县城北部片区一期	2017.05	100,000
遵义市新蒲新区洛安改善农村人居环境建设项目交通系统工程（绿道）	2017.11	32,532
贵州新蒲经济开发区保税区配套产业标准厂房三期建设项目	2017.02	24,497

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

值得注意的是，虽然公司不断通过技术升级，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，存在因爆炸引发安全事故的风险，中诚信证评对此予以关注。

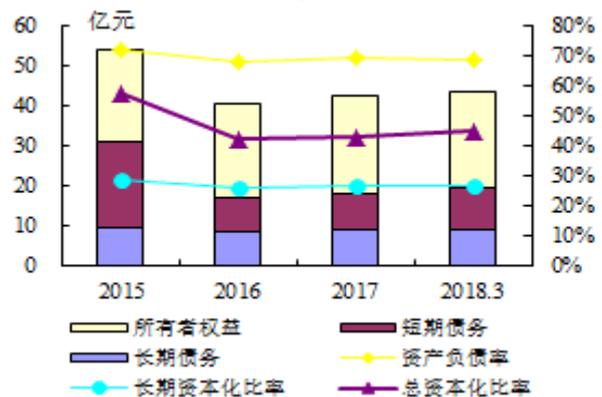
整体来看，2017 年公司调整民爆产品营销策略，加强民爆及工程市场的开拓，使得当年收入大幅增长。但同时需关注原材料价格持续高涨、爆破工程及工程施工结算周期较长等因素对公司业务运营产生的影响。

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2015~2016年审计报告、经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表，均采用合并口径数据。

资本结构

图3：2015~2018.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

2017年随着业务规模的扩张，公司整体资产规

模保持增长。2017年末公司总资产为78.32亿元，同比增长7.15%；同期末，负债总额为54.21亿元，同比增长9.56%。所有者权益方面，受益于存留收益的积累，截至2017年末，公司所有者权益合计24.11亿元，同比增长2.11%。截至2018年3月末，公司总资产和负债总额分别为78.32亿元和54.21亿元，所有者权益为24.11亿元。

财务杠杆方面，由于公司所承接工程项目垫付资金需求较大，借款规模亦随之扩大。截至2017年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为69.22%和42.89%，分别同比上升1.52个百分点和0.94个百分点。截至2018年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为68.73%和44.62%。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 7：2017 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	78.32	69.22	42.89
江南化工	51.27	20.65	11.50
宏大爆破	63.38	48.28	35.81
南岭民爆	38.96	47.25	37.62
雅化集团	43.43	34.83	22.88
雪峰科技	26.42	47.00	26.65
凯龙股份	23.92	30.71	17.84
雷鸣科化	24.19	23.76	7.00
同德化工	14.91	26.81	11.12

数据来源：各公司审计报告，中诚信证评整理

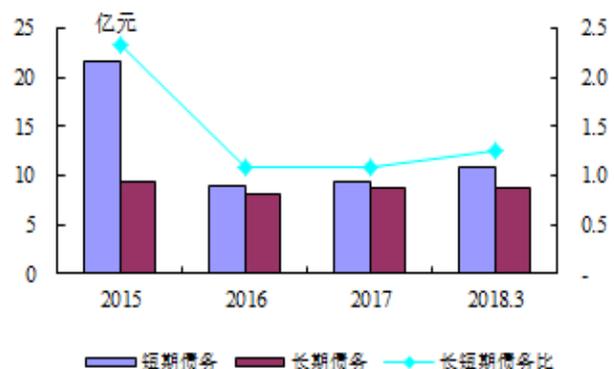
资产结构方面，公司资产主要由流动资产构成，2017年末公司流动资产61.05亿元，占总资产的比例为77.95%，主要包括货币资金11.32亿元、应收账款38.19亿元和其他应收款6.89亿元，其中货币资金中10.58亿元为银行存款，流动性好；受爆破及施工工程业务量增长的影响，应收账款同比增加73.43%，其中1年以内账龄的应收账款占比60.13%，1至2年应收账款占比33.51%，累计计提坏账准备1.94亿元，其中2017年计提坏账准备金额0.71亿元；当年关联方往来款减少，公司其他应收款同比减少10.52%，但整体规模依然较大。值得注意的是，2017年公司应收款项合计45.07亿元，占当年总资产比例的57.55%，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。公司非流动资产主要由11.59亿元固定资产和2.67亿元无形资产构成，其中固定资产主要系房屋建筑、机器设备和运输工具等；无形资产主要系土地使用权。

负债结构方面，2017年末公司流动负债45.34亿元，占负债总额的83.65%，主要包括短期借款6.51亿元、应付账款18.75亿元和其他应付款13.61亿元。具体来看，公司短期借款系保证借款和信用借款，同比减少17.41%；当年业务规模扩张导致应付分包商工程款增加，应付账款同比增加36.36%；2017年公司与母公司保利久联控股集团有限责任公司的往来款增多，其他应付款同比增加42.18%。公司非流动负债主要包括长期借款2.67亿元和应付债券6.00亿元，其中长期借款均为保证借款，同比增加21.86%，应付债券即本次公司债券，2018年4月23日，本次债券回售申报量为1,640,147张，回售金额164,014,700元（不含利息），应付债券余额为4.36亿元。

债务期限结构方面，2017年末公司短期债务和长期债务分别为9.44亿元和8.66亿元，同比分别增加6.14%和6.05%，当年末长短期债务比为1.09倍，较上年持平。但随着承接项目的增加和陆续开工，公司经营性资金需求加大，总债务规模继续上升，2018年3月末为19.47亿元，较年初增长7.57%，当期末长短期债务比上升至1.25倍，债务期限结构有待优化。

图 4：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



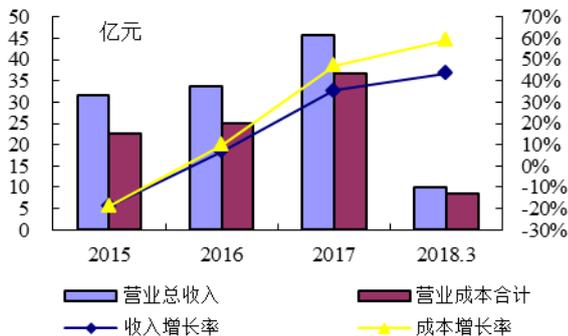
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，近年来公司业务规模稳步扩张，资产规模不断增长，但其资产负债率在同业中处于较高水平；随着项目承揽量的增加，应收款项规模大幅增长，外部融资需求上升，且债务以短期债务为

主，债务期限结构有待优化。

盈利能力

图 5：2015~2018.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

2017年公司加强对爆破及工程市场的拓展，加之受益于矿山产业的回暖，矿山爆破工程项目增加，推动全年业务规模上升。当年公司实现营业总收入45.87亿元，同比增长35.51%。分板块来看，2017年公司民爆产品板块实现业务收入14.48亿元，同比增长3.27%；爆破及工程施工板块实现业务收入31.08亿元，同比增长58.94%。2018年1~3月公司实现营业总收入10.04亿元，同比增长43.47%，延续增长趋势。

表 8：2015~2017 年公司各业务毛利率情况

业务	2015 年	2016 年	2017 年
民爆产品	35.32%	34.09%	33.18%
爆破及工程施工	24.14%	20.66%	13.81%
其他产品	77.56%	59.07%	46.02%
综合毛利率	28.58%	26.53%	20.14%

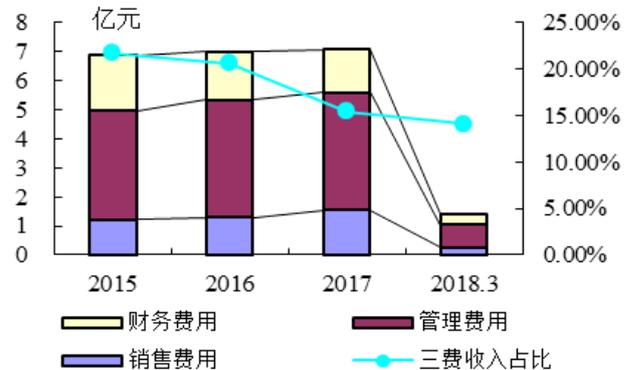
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，2017年公司民爆产品业务板块毛利率为33.18%，同比减少0.91个百分点；爆破及工程施工业务板块受行业竞争加剧、人工成本及原材料上涨等因素影响，毛利率同比减少6.85个百分点至13.81%。2017年公司综合毛利率为20.14%，同比减少6.39个百分点，初始获利水平下滑，且2018年1~3月营业毛利率进一步下降至15.01%。

期间费用方面，2017年公司期间费用规模合计7.07亿元，同比增长1.21%。主要受业务规模的大幅增长影响，公司销售费用增长17.63%至15.33亿元；由于利息支出减少，当年财务费用同比减少10.16%至1.48亿元，当年期间费用占营业收入比重

的15.41%，较上年下降5.22个百分点。2018年一季度，公司期间费用合计1.41亿元，占营业收入比重的14.05%。总体来看，公司三费收入占比逐年下降，期间费用控制能力有所提升。

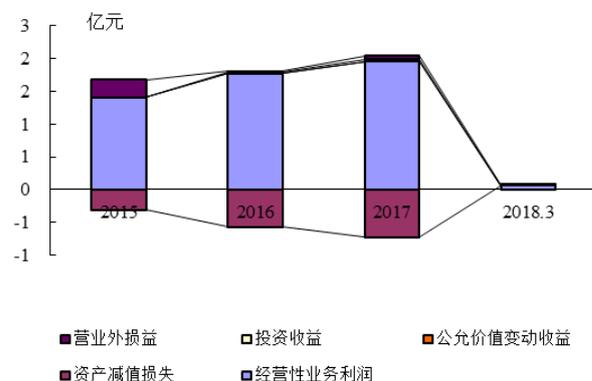
图 6：2015~2018.Q1 公司期间费用分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和资产减值损失构成。受益于业务规模的扩张，2017年公司经营性业务利润为1.95亿元，同比增长10.38%；公司当年计提坏账损失0.70亿元和固定资产减值损失0.02亿元，共计提资产减值损失0.73亿元，同比增加27.50%，公司工程款回收周期较长，且计提的坏账准备相对较多，对公司整体盈利产生不利影响，相关资产的质量及回收风险需予以关注。2017年公司利润总额为1.47亿元，同比增长19.69%，全年实现净利润为0.99亿元，同比增长25.11%，整体盈利能力有所提升。

图 7：2015~2018.Q1 公司利润总额分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

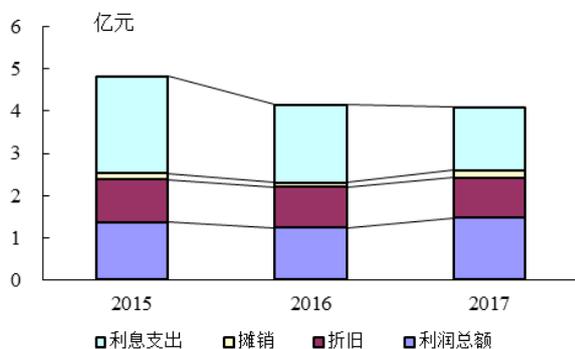
总体来看，作为贵州省民爆行业的龙头企业，公司利用竞争优势不断巩固和开拓市场，2017年及2018年一季度收入规模同比均实现增长，但受业务结构调整、原材料价格等生产成本上升影响，毛利

率水平下滑，且应收款项资产质量及回收风险需予以关注。

偿债能力

从 EBITDA 构成来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和折旧构成。2017 年公司偿还部分债务，当年利息支出减少，致使 EBITDA 同比减少 1.29% 至 4.10 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2017 年公司总债务/EBITDA 为 4.42 倍，EBITDA 利息倍数为 2.73 倍，同比分别提高 0.70 倍和 0.48 倍。EBITDA 对债务利息能够形成一定的保障。

图 8：2015~2017 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，2017 年公司经营活动现金流净额 7.40 亿元，同比减少 5.31%，主要系工程回款速度放缓。同期，公司经营净现金流/总债务为 0.41 倍，同比下降 10.75%，经营性净现金流/利息支出 4.94 倍，同比增长 16.60%，经营性现金流对债务利息能形成有效覆盖。但 2018 年一季度公司支付工程款增加，使得经营活动净现金流为 -2.51 亿元，同期减少 614.92%，经营活动净现金流波动较大。

表 9：2015~2018.Q1 公司主要财务能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务 (亿元)	31.03	17.06	18.01	19.47
EBITDA (亿元)	4.83	4.15	4.10	-
资产负债率 (%)	72.13	67.70	69.22	68.73
总资本化比率 (%)	57.25	41.95	42.89	44.62
经营活动净现金流 (亿元)	2.00	7.82	7.40	-2.51
EBITDA 利息倍数 (X)	2.10	2.25	2.73	1.31
总债务/EBITDA (X)	6.43	4.11	4.42	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.06	0.46	0.41	-0.52
经营净现金流利息倍数 (X)	0.87	4.23	4.94	-6.86

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 2017 年末，公司共计获得银行综合授信额度 25.54 亿元，尚未使用银行授信额度为 16.87 亿元，备用流动性较为充足。

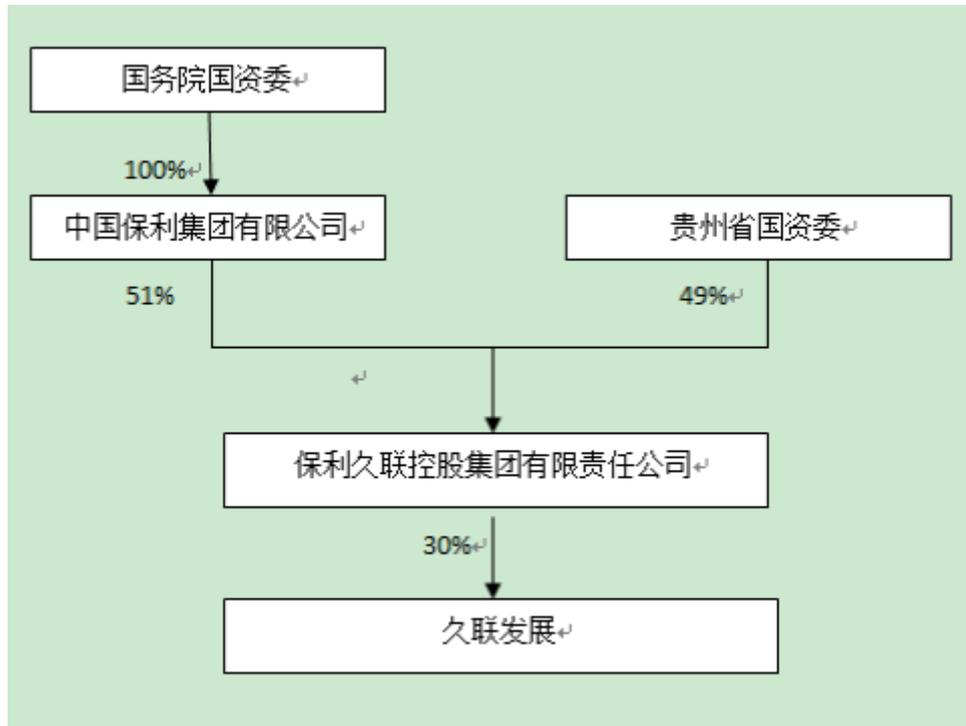
或有负债方面，截至 2017 年末，公司担保余额为 8.62 亿元，均为对下属子公司的担保，或有负债风险整体可控。此外，截至 2017 年末公司无未决诉讼。

整体来看，作为贵州民爆龙头企业，公司市场竞争优势明显，业务规模保持增长。此外，爆破及工程施工项目拓展情况较好，为公司未来业务发展提供一定保障。同时公司 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。

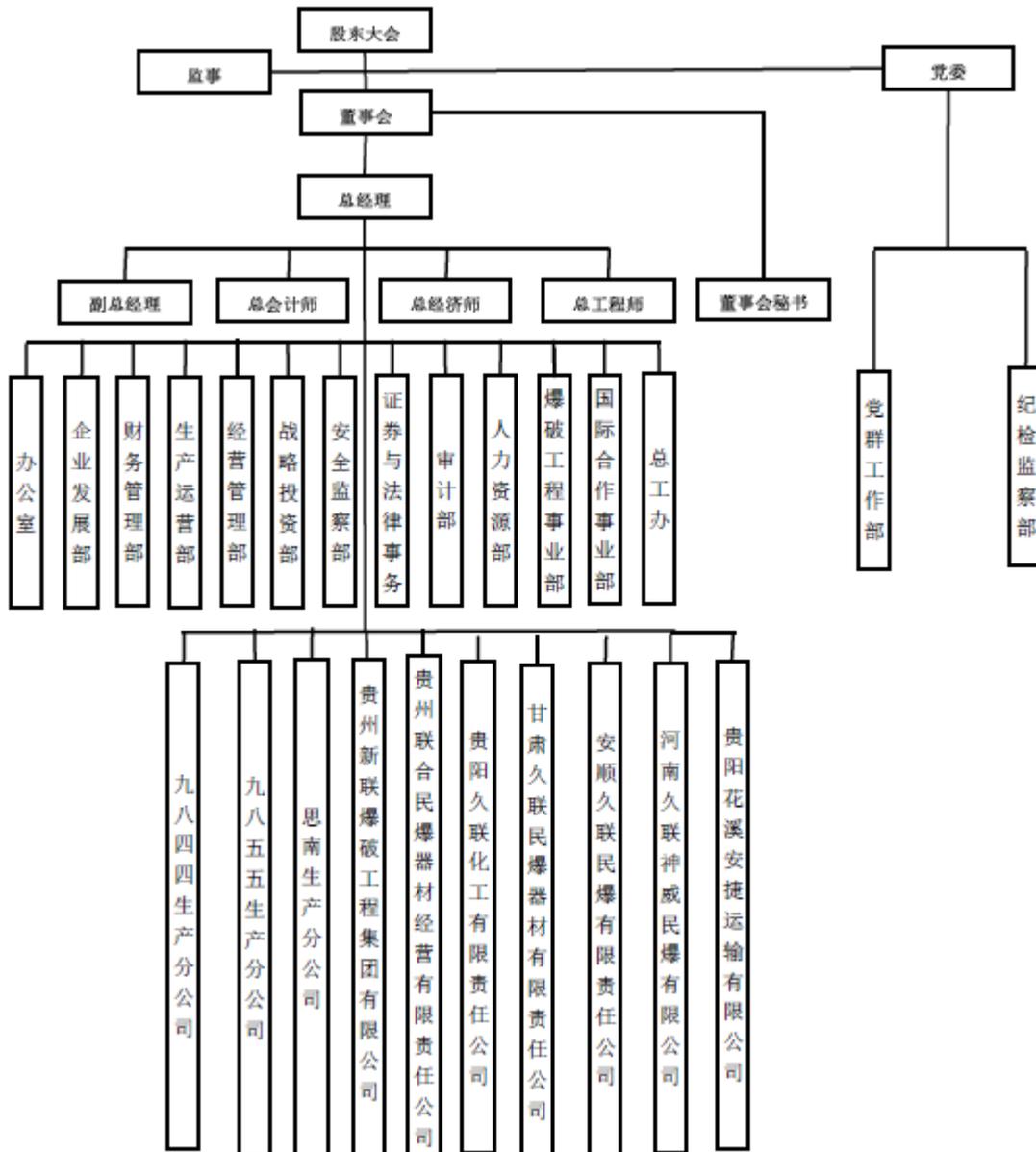
结论

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 2018 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 2018 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	100,902.56	83,120.92	113,204.21	78,631.89
应收账款净额	213,254.82	220,194.18	381,875.51	394,720.72
存货净额	25,425.89	25,972.86	24,704.11	33,608.98
流动资产	428,056.86	419,850.85	3,576,682.38	4,270,458.29
长期投资	14,986.15	14,620.36	15,264.44	15,264.44
固定资产	117,635.10	115,891.75	119,160.20	117,884.81
在建工程	8,526.27	5,442.34	3,141.41	3,359.67
无形资产	25,716.67	25,993.68	26,668.57	26,531.98
总资产	831,322.00	730,931.18	783,212.04	772,979.40
短期债务	217,287.00	88,947.66	94,407.40	108,074.17
长期债务	93,042.08	81,668.73	86,609.47	86,647.67
总债务	310,329.09	170,616.39	181,016.87	194,721.85
总负债	599,601.99	494,838.07	458,720.57	100,363.11
所有者权益（含少数股东权益）	231,720.01	236,093.11	241,076.21	241,682.62
营业总收入	316,453.51	338,507.18	458,720.57	100,363.11
三费前利润	82,718.18	87,542.39	90,225.18	14,733.94
投资收益	26.29	139.22	310.60	20.00
净利润	8,954.76	7,923.32	9,912.67	1,137.43
EBITDA	48,293.09	41,524.38	40,987.75	4,792.10
经营活动产生现金净流量	19,995.74	78,172.87	74,024.98	-25,088.74
投资活动产生现金净流量	2,194.26	17,475.77	-15,175.04	-563.25
筹资活动产生现金净流量	5,276.15	-120,517.33	-24,673.15	-4,427.46
现金及现金等价物净增加额	27,466.16	-24,868.69	34,176.79	-30,079.45
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	28.58	26.53	20.14	15.01
所有者权益收益率（%）	3.86	3.36	4.11	0.94*
EBITDA/营业总收入（%）	15.26	12.27	8.94	-
速动比率（X）	0.80	0.96	1.29	1.28
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.46	0.41	-0.52*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.09	0.88	0.78	-0.93*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.87	4.23	4.94	-6.86
EBITDA 利息倍数（X）	2.10	2.25	2.73	-
总债务/EBITDA（X）	6.43	4.11	4.42	-
资产负债率（%）	72.13	67.70	69.22	68.73
总资本化比率（%）	57.25	41.95	42.89	44.62
长期资本化比率（%）	28.65	25.70	26.43	26.39

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、2018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。