



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪147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，维持贵公司本期债券信用等级AA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年五月二十六日

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（2014）

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	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	2013 年 6 月 25 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	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益（亿元）	9.81	18.12	20.45	20.65
总资产（亿元）	28.14	46.27	60.90	63.19
总债务（亿元）	12.46	15.85	25.56	26.88
营业总收入（亿元）	24.23	30.99	34.07	6.76
营业毛利率（%）	28.18	24.61	28.33	27.77
EBITDA（亿元）	4.40	4.80	5.47	-
所有者权益收益率（%）	25.40	14.03	12.55	4.92
资产负债率（%）	65.14	60.83	66.42	67.33
总债务/EBITDA（X）	2.83	3.30	4.68	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.74	5.11	3.77	-

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、2014 年一季度的所有者权益收益率经过年化处理。

分析师

胡卓群 zhhzhu@ccxr.com.cn
邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2014 年 5 月 26 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，2013 年，随着一体化经营模式的推进，公司业务规模保持了稳步增长态势。受益于原材料价格下跌，民爆产品生产板块毛利提升，产能释放，实现了稳步增长；爆破及工程施工业务形成“市政+矿山”两部分齐头并进的良好局面，但即前两年高速增长后有所回落。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

- 硝酸铵价格持续下跌，工业炸药毛利提升。2013 年公司主要原材料硝酸铵的平均采购成本下降 80 元/吨，工业炸药成本压力得到一定程度缓解，毛利改善；同时公司 2013 年工业炸药的新增产能得以释放，民爆产品板块收入稳步增长。
- 前后延伸产业链，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，组建了旗下若干控股公司，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；同时公司正在逐步进入西藏矿山剥采市场，未来爆破及工程工程施工业务收入具有较好的发展前景。

关 注

- 应收款项规模较大。2013 年公司应收款项合计为 36.23 亿元，同比增加 36.64%，占营业收入的比重达到 106.36%。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。
- 资产负债率提高。随着公司爆破及工程施工业务的拓展，公司对资金需求的显著提高，负债水平上升。截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 66.42%，较上年末同比上升 5.59 个百分点。
- 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。

募集资金使用情况

2013年，公司发行6亿元的公司债券，募集资金净额5.94亿元，其中3.8亿元用于偿还银行贷款，其余用于补充公司流动资金。截至2013年12月31日，公司已累计使用全部募集资金5.86亿元。

公司已按照本次公司债券发行申请文件中关于“本次募集资金运用计划”的约定使用本次公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

行业关注

国内宏观经济下行压力加大，民爆市场需求疲软，行业增速有所放缓。

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，其中用于煤矿开采的比例约为31%，其次为金属矿山和非金属矿山，占比分别为26%和25%，其余为铁路道路、水力水电等基础设施建设。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。2013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长期进入了低速稳定期。分产品看，2013年工业炸药全年累计产、销量分别为437万吨和439万吨，同比分别增长4.2%和5.5%；工业雷管产销量则继续呈现下降的趋势，全年累计产、销量为17.74亿发和18.12亿发，同比下降8.9%和6.7%。

当年民爆生产企业的主要经济指标也呈现放缓态势，全年累计实现经营总收入766亿元，同比增长3.6%，增速较上年有所下降。其中：生产企业主营业务收入347亿元、爆破技术服务收入71.5亿元、原材料生产收入6.4亿元；销售企业产品销售收入336亿元、爆破技术服务收入49亿元。

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2013年底约达到1900万吨/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。2013年硝酸铵价格处于平稳下降态势，至年底，其价格已降至近两年最低，全年硝酸铵平均价格为1850元/吨，同比下降18.8%。

由于民爆器材行业的特殊性，其产能许可及销售价格都受到国家管控，目前民爆器材的出厂价格为2008年调整后的价格。随着原材料价格的下行，炸药行业的利润空间扩大。但考虑到目前硝酸铵价格已逼近成本价，未来难以继续下降，同时炸药的销售价格受到管控，炸药行业的毛利难以进一步提升。

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。2013年，雅化集团完成了对新西兰红牛公司股权收购、四川境内11家爆破企业的重组整合并入股了新疆雪峰尼勒克公司；久联民爆收购了金昌民爆公司51%的股权，并完成了茂名新华粤久联化工有限公司及山西久联宏远化工有限公司的组建工作；江南化工通过投资并购的方式，对岳池县鑫盛民爆保安有限责任公司等公司实现了控股。

随着行业并购整合的加速，行业集中度不断提升。截至2013年底，民爆行业生产总值前五名分别为云南民爆集团有限责任公司、安徽江南化工集团股份有限公司、湖南南岭民用爆破器材股份有限公司、贵州久联民爆器材发展股份有限公司及葛洲坝易普力股份有限公司。

表 1：2013 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	25.3
2	安徽江南化工股份有限公司	15.0
3	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	11.6
4	贵州久联民爆器材发展股份有限公司	10.3
5	葛洲坝易普力股份有限公司	10.0
6	四川雅化实业集团股份有限公司	9.9
7	内蒙古生力资源（集团）有限责任公司	9.4
8	福建海峡科化股份有限公司	7.7
9	安徽雷鸣科化股份有限公司	7.6
10	保利化工集团	7.2
前 20 名生产总值合计		171.3
行业生产总值合计		339.3
前 20 名占行业生产总值比例		50.5%

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。

民爆产品需求呈现出东西地区差异，受益于贵州省城镇化建设及基建投资的加速，省内民爆行业发展前景较好。

随着我国东部地区产业向中西部转移的步伐加快，民爆产品的需求呈现出较明显的地域差异：东部地区对民爆产品的需求放缓，中部地区的需求维持缓慢增长态势，而西部的需求则明显增加。

2013 年东部地区工业炸药产量增长仅 1.2%，中部地区增长 5.0%，西部地区增长最快，增幅达 6.0%。

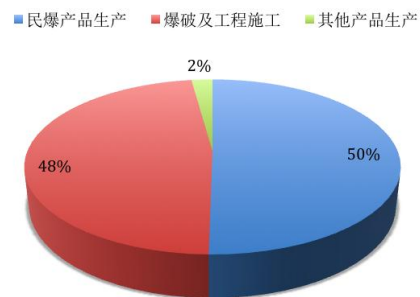
在宏观经济增速放缓的背景下，中西部地区的政策优势、成本优势将日益突出，在西部大开发政策及国发 2 号文的支持下，贵州省作为西部地区经济增速最快的省份，基建投资保持了较高的增长态势。2013 年贵州省固定资产投资继续保持了较快增长，全年固定资产投资 7102.78 亿元，较上年增长 22.9%。其中工业投资 2454.54 亿元，增长 22.9%；铁路投资 324.05 亿元，增长 23.0%；公路投资 905.63 亿元，增长 30.2%；房地产开发投资 1942.54 亿元，

增长 32.4%。同时贵州省特殊的地形地貌决定了其对民爆产品的需求较其他地区更高，受益于城镇化的推进及基建投资的加速，省内民爆行业具有较好的发展前景。

业务运营

2013 年，在国内经济增速放缓的情况下，公司坚持“一体化经营、低成本扩张、科技兴业”的战略，继续通过横向并购、重组等方式，在巩固和提高产品市场份额的同时进一步延伸产业链，使其产销及收入规模均保持了稳步发展的势头。全年公司实现营业收入 34.07 亿元，较上年增长 9.94%。分行业板块来看，公司民爆产品生产实现营业收入 17.08 亿元，较上年同期增长 19.69%；爆破及工程施工实现营业收入 16.17 亿元，较上年同期下降 2.32%；其他产品生产实现营业收入 0.73 亿元，较上年同期增长 614.00%。同时，随着公司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重要组成部分，2013 年爆破及工程施工业务收入占总营业收入的比重为 47.46%。

图 1：2013 年公司业务收入结构



数据来源：公司年报，中诚信证评整理

并购重组方面，公司继续通过横向并购、重组等低成本扩张的模式，进一步扩大生产规模，延伸产业链。2013 年 9 月子公司甘肃久联收购了金昌民爆公司 51% 的股权，提高了在甘肃省内的市场规模，从进一步巩固和提高了公司产品在甘肃民爆市场的占有率。子公司贵阳久联完成了茂名新华粤久联化工有限公司及山西久联宏远化工有限公司的组建工作，公司炸药助剂形成了新的经济增长点。

原材料硝酸铵价格持续下降，工业炸药毛利增加，民爆产品生产板块利润实现稳定增长。

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 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 2：2011~2013 年公司民爆产品许可产能

单位：万吨、万发、万米

	2011 年	2012 年	2013 年
工业炸药	14.00	19.90	19.90
工业雷管	13000	13000	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，2013 年公司工业炸药产量为 15.98 万吨，工业雷管产量为 4993 万发，工业索类产量为 3827 万米。其中工业炸药产量同比增长 21.15%，工业雷管及工业索类产量同比略有下降，整体工业炸药许可产能利用率增至 80.30%。总体来看，公司作为贵州省内民爆龙头企业，产能、产量规模 and 市场份额均处于行业领先地位。

表 3：2011~2013 年公司民爆产品生产情况

单位：万吨、万发、万米

	2011 年	2012 年	2013 年
工业炸药	11.91	13.19	15.98
工业雷管	6741	4998	4993
工业索类	3992	3996	3927

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

由于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% 左右，2013 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 1834 元/吨，较上年平均下降 80 元/吨，降幅为 4.16%；受益于原材料价格下跌，当年公司工业炸药毛利率为 39.36%，较上年增长 4.85 个百分点。

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。2013 年炸药类产品经

销商销售占总销量的比重为 86%。从销售区域来看，公司 2013 年主营业务收入 33.97 亿元，其中，贵州、甘肃、河南以及其他地区营业收入分别为 28.74 亿元、2.59 亿元、2.11 亿元和 0.53 亿元，占比分别为 84.61%、7.61%、6.23% 和 1.55%。总体来看，公司民爆产品目前主要业务布局贵州、甘肃两省，在西部大开发及国二号文件等政策支持下，公司民爆产品经营业绩有望保持稳定增长态势。

公司坚持一体化战略，省内外布局进一步完善，“市政+矿山”业务中标新订单，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（以下简称“新联爆破”）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，2013 年新联爆破通过股权收购、合作新设等多元化形式，在省内新设了 13 个子分公司，完成了在省内九个地州（市）的市场终端布局。省外方面，公司在 2011 年即通过增资扩股方式设立了西藏中金新联爆破工程有限公司，2013 年 12 月，公司又完成了西藏现场混装炸药全资子公司——墨竹工卡久联民爆有限责任公司的注册登记，开始进入西藏矿山业务。目前新联爆破在省内外全资或参股、控股子公司已达 19 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。

目前公司将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。2013 年上半年，新联爆破与华成国际建设有限公司组成联合体共同投标并中标 S209 织金县城至绮陌(互通)段改造工程建设，合同期 18 个月，总金额 5.1 亿元。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，并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（爆破工程量 1250 万方），2013 年 7 月又承接了华泰龙矿业公司的甲玛铜多金属矿的二期南坑露天基建项目的爆破工程（450 万方）。目前，公司积极与西藏矿业企业开拓合作，公司在西藏的矿山工程爆破领域已初具规模。

2013 年公司爆破及工程施工业务实现营业收入 16.17 亿元，占营业总收入的 47.46%。从工程业务模式来看，2013 年公司爆破工程项目 BT 模式合同金额为 12.15 亿元，占比为 96.51%；项目总承包模式总金额为 0.44 亿元，占比为 3.49%。总体来看，公司爆破及工程施工业务在经历了 2011、2012 两年的爆发式增长后，2013 年爆破服务收入有所下滑，2013 年同比下降 2.32%。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 业务增长对资金的需求较大，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 2011、2012、2013 年度财务报表和未经审计的 2014 年一季度财务报表。

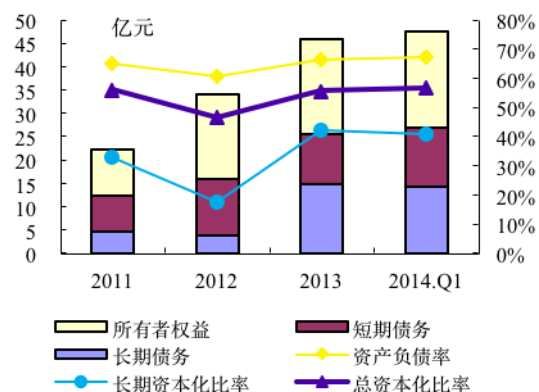
资本结构

随着公司业务规模的扩大，其资产规模也相应大幅增长，同时由于工程项目对资金垫付的需求较

高，近年公司的资金需求也大幅上升，借款规模随之增加，资产负债率相应提高。2013 年 4 月，公司完成了 6 亿元票面利率为 5.8% 的公司债券的发行工作，拓宽了公司的融资渠道，优化了公司债务结构。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产为 60.90 亿元，同比增长 31.61%；负债总额为 40.45 亿元，同比增长 43.70%；所有者权益总额为 20.45 亿元，同比增长 12.84%；同期资产负债率为 66.42%，较上年末同比上升 5.59 个百分点，总资本化率为 55.5%，较上年同比上升 8.9 个百分点，资本结构稳定性有所降低。

截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化均略有上升，比例分别为 67.33% 及 56.56%。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。

图 2：2011~2014.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

表 4：民爆行业国内上市公司资本结构比较

(截至 2013 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	40.12	10.68	26.63
宏大爆破	29.60	14.11	47.68
南岭民爆	28.27	8.85	31.29
雅化集团	27.98	5.53	19.76
雷鸣科化	13.19	2.50	18.99
同德化工	12.44	3.46	27.79
行业平均	25.27	7.52	28.69
久联发展	60.90	40.45	66.42

数据来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

资产方面，2013 年公司流动资产合计 34.47 亿元，主要包括货币资金 6.71 亿元、应收账款 16.04 亿元以及其他应收款 7.90 亿元；非流动资产合计

26.43 亿元，主要包括长期应收款 12.29 亿元、长期股权投资 1.49 亿元、固定资产 7.32 亿元、在建工程 2.42 亿元以及无形资产 2.07 亿元。

从应收款项上来看，公司 2013 年应收款项合计 36.23 亿元，其中应收账款 16.04 亿元，同比增加 28.63%，主要为未到期的 BT 项目工程款，随着公司爆破工程量的增加，应收工程款相应增加；其他应收款 7.90 亿元，同比增加 98.37%，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 12.29 亿元，同比增加 22.14%，主要为当年新增的织金绮陌大道及毕节双山新区工程项目工程款。2013 年公司应收款项合计与营业收入比例达 106.36%，公司资金面临较大的占用问题，我们对于应收款项的回收情况将予以关注。

表 5：2011~2014.Q1 公司债务结构情况

指标	2011	2012	2013	2014.Q1
短期债务（亿元）	7.67	11.96	10.62	12.71
长期债务（亿元）	4.79	3.89	14.95	14.18
长短期债务比(X)	1.60	3.07	0.71	0.90
总债务（亿元）	12.46	15.85	25.56	26.88

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

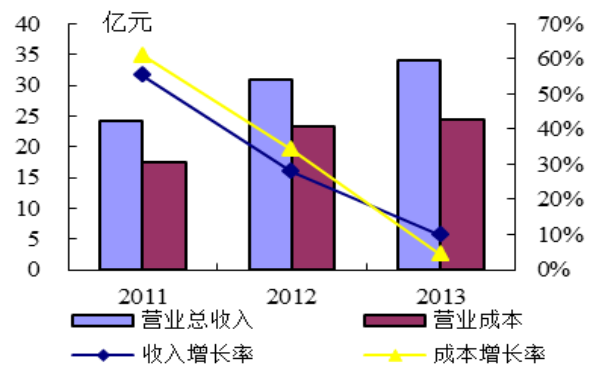
从债务期限结构来看，2013 年公司调整了其债务结构，当年 4 月发行了 6 亿元的公司债券，用于偿还银行借款及改善公司流动性。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务为 25.56 亿元，其中短期债务 10.61 亿元，长期债务 14.95 亿元，长短期债务比为 0.71。相对于债务总量的增长，公司短期债务占比大幅减少，考虑到公司 BT 项目的时间跨度，公司债务期限结构得到了优化。

整体来看，公司资产负债水平尚属合理，资本结构较稳健，债务期限结构也相对合理，但应收款项金额较大，加大了公司的资金压力。

盈利能力

2013 年公司实现营业收入 34.07 亿元，同比增长 9.94%，增速下降 17.93 个百分点。分业务来看，公司传统的民爆产品生产业务实现平稳增长，当年该部分实现营业收入 17.08 亿元，同比增长 19.69%；而爆破及工程施工业务继 2011、2012 年高速增长后，当年有所回落，实现营业收入 16.17 亿元，同比下降 2.32%。

图 3：2011~2013 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，受益于原材料价格下跌，民爆产品及爆破及工程施工业务的毛利率均有所提升，2013 年公司营业毛利率为 28.33%，较上年提高 3.72 个百分点，处于行业的中等水平。

表 6：2011~2013 年公司分行业营业毛利率

	2011 年	2012 年	2013 年
民爆产品生产	33.19%	32.33%	36.88%
爆破及工程施工	21.28%	17.78%	19.83%
其他产品生产	30.00%	23.70%	12.99%
合计	28.18%	24.61%	28.33%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

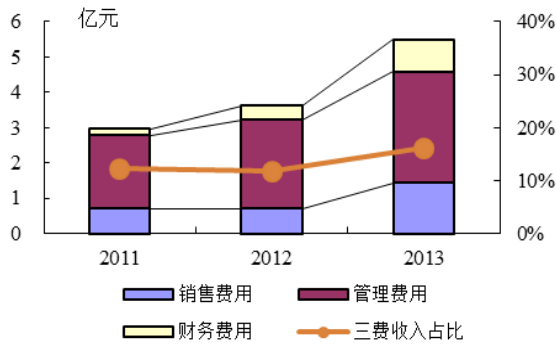
表 7：2013 年民爆行业国内上市公司营业毛利率对比

名称	单位：亿元	
	2012 年	2013 年
南岭民爆	36.02%	38.61%
江南化工	47.69%	49.38%
同德化工	34.40%	43.45%
雅化集团	44.44%	48.25%
宏大爆破	22.08%	22.08%
雷鸣科化	32.00%	39.51%
行业平均	31.39%	34.47%
久联发展	24.61%	28.33%

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，2013 年公司期间费用合计 5.49 亿元，占营业总收入的 16.12%，占比略有上升，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 4: 2011~2013 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, 2013 年公司利润总额为 3.32 亿元, 同比增长 1.02%, 其中经营性业务利润为 3.40 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, 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

2013 年, 由于公司爆破及工程施工业务的资金需求上升, 公司债务规模大幅提高, 总债务规模为 25.56 亿元, 较上年增长 61.26%, 总资本化率增至 55.55%, 债务偿还压力上升。

在偿债能力方面, 公司当年盈利有所增强, 但受债务规模大幅增长的影响, 2013 年公司总债务/EBITDA 为 4.68 倍, 较上年的 3.33 倍有所上升, 同时 EBITDA 利息倍数降至 3.77, EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力有所弱化, 但仍处于较好水平。

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。2013 年公司经营性现金流表现为净流出, 为 -3.02 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。

表 8: 2011~2014.Q1 公司主要偿债能力指标

	2011	2012	2013	2014.Q1
短期债务 (亿元)	7.67	11.96	10.62	12.71
长期债务 (亿元)	4.79	3.89	14.95	14.18
总债务 (亿元)	12.46	15.85	25.56	26.88
资产负债率 (%)	65.14	60.83	66.42	67.33
总资本化比率 (%)	55.94	46.66	55.55	56.56
总债务/EBITDA (X)	2.83	3.30	4.68	-
经营净现金/总债务	0.07	-0.17	-0.12	-0.10
EBITDA 利息倍数 (X)	6.74	5.11	3.77	-

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 2013 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 5.32 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 2013 年 12 月 31 日, 公司拥有银行授信额度 12.26 亿元, 其中已使用授信额度 3 亿元, 尚未使用额度为 9.26 亿元, 备用流动性较为充沛。

中诚信证评认为, 虽然 2013 年公司债务规模有所扩大, 但当年公司债的发行, 优化了公司债务结构, 而且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)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	44,137.41	56,422.94	67,087.02	49,864.22
应收账款净额	68,616.79	124,703.89	160,407.70	162,967.20
应收款净额	11,506.55	15,508.75	16,547.10	19,304.71
存货净额	11,506.55	15,508.75	16,547.10	19,304.71
流动资产	151,486.70	246,246.83	344,724.49	352,509.46
长期投资	684.52	11,045.52	14,882.35	14,898.43
固定资产合计	59,792.87	78,661.52	97,748.12	103,632.58
总资产	281,408.03	462,727.49	609,008.46	631,941.08
短期债务	76,651.99	119,615.99	106,150.71	127,072.81
长期债务	47,900.00	38,900.00	149,476.86	141,764.68
总债务（短期债务+长期债务）	124,551.99	158,515.99	255,627.56	268,837.48
总负债	183,305.87	281,481.93	404,498.94	425,483.17
所有者权益（含少数股东权益）	98,102.16	181,245.56	204,509.52	206,457.91
营业总收入	242,332.96	309,864.84	340,652.17	67,590.00
三费前利润	63,388.64	69,148.07	88,925.08	17,248.22
投资收益	238.62	552.15	217.38	18.00
净利润	24,916.08	25,425.99	25,672.65	2,539.53
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	44,011.32	48,046.06	54,657.06	-
经营活动产生现金净流量	8,168.81	-26,530.15	-30,174.64	-26,346.62
投资活动产生现金净流量	-24,925.56	-36,175.86	-25,311.25	-6,006.47
筹资活动产生现金净流量	24,121.13	74,991.55	66,149.97	15,275.48
现金及现金等价物净增加额	7,364.38	12,285.53	10,664.08	-17,077.61
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率（%）	28.18	24.61	28.33	27.77
所有者权益收益率（%）	25.40	14.03	12.55	1.23
EBITDA/营业总收入（%）	18.16	15.51	16.04	-
速动比率（X）	1.05	0.96	1.30	1.19
经营活动净现金/总债务（X）	0.07	-0.17	-0.12	-0.10
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	-0.22	-0.28	-0.21
经营活动净现金/利息支出（X）	1.25	-2.82	-2.08	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.74	5.11	3.77	-
总债务/EBITDA（X）	2.83	3.30	4.68	-
资产负债率（%）	65.14	60.83	66.42	67.33
总债务/总资本（%）	55.94	46.66	55.55	56.56
长期资本化比率（%）	32.81	17.67	42.23	40.71

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

应收款净额=应收账款净额+其他应收款+长期应收款

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。