

## 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  
二零一九年五月二十八日

## 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（2019）

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（5+2）		
上次评级时间	2018/05/28		
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	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	23.61	34.67	36.21	36.06
总资产（亿元）	73.09	97.12	110.47	111.00
总债务（亿元）	17.06	33.87	40.03	28.99
营业总收入（亿元）	33.85	53.55	60.35	8.75
营业毛利率（%）	26.53	23.33	21.92	18.34
EBITDA（亿元）	4.15	5.96	6.46	-
所有者权益收益率（%）	3.36	5.84	6.65	-2.01
资产负债率（%）	67.70	64.30	67.22	67.51
总债务/EBITDA（X）	4.11	5.68	6.20	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.25	3.25	3.40	-

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 2019 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 mfcabo@ccxr.com.cn

袁宇城 ychuan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月28日

### 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，收入规模保持增长。此外，随着相关资产的注入，公司炸药产能规模位列全国第一，且齐备的施工资质为其矿山工程业务开展奠定基础。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、毛利率持续下滑以及经营性现金流净流出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

- 民爆产品产能规模优势突出。随着控股股东保利久联控股集团有限责任公司旗下 3 家子公司资产的注入，公司炸药产能规模跃居行业第一，亦是全国规模最大的专业爆破施工企业。
- 施工资质齐全。公司于 2018 年 11 月 19 日获得由国家住房和城乡建设部颁发的矿山工程施工总承包壹级资质，成为具备矿山总承包壹级资质、市政工程总承包壹级资质、爆破作业一级资质及混装炸药生产许可能力等的大型爆破集团公司，为公司民爆一体化转型，广泛开展矿山工程服务夯实基础。
- 经营业绩保持增长。作为贵州省民爆龙头企业，公司利用竞争优势继续巩固和开拓市场，并稳步推进在建爆破及施工项目，2018 年实现营业总收入 60.35 亿元，同比增长 12.71%，当年获得净利润 2.41 亿元，同比增长 18.99%，整体经营业绩得到提升。

## 关 注

- 营业毛利率持续下滑。受原材料、人工成本上升等因素影响，2018 年及 2019 年一季度公司综合毛利率分别下滑至 21.92% 和 18.34%，初始获利水平持续下滑。
- 应收款项规模增长。2018 年公司应收款项合计 65.48 亿元，同比增长 45.29%，账龄一年以上占比 31.20%，合计占当年总资产比例的 59.27%，同比提高 1.72 个百分点，随着公司产品销售及工程结算环节回款速度减慢，相关应收款项规模持续增长，中诚信证评对公司应收款项的回收情况及资产质量予以关注。
- 经营性现金流净流出。2018 年为加强区域销售市场控制，公司给予大客户的信用账期延长，回款速度有所下降；同时，爆破及施工项目垫资压力增大，全年经营性现金流净流出，当年公司经营活动现金流净额-4.00 亿元，同比减少 11.05 亿元。
- 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](http://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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。



## 募集资金使用情况

贵州久联民爆器材发展股份有限公司 2012 年公司债券（简称为“12 久联债”，债券代码为“112171”）于 2012 年 4 月 24 日完成发行，实际发行规模为 6 亿元，期限为 7 年，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。截至 2018 年末，募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提供的债券回售申报数据，12 久联债本次有效回售申报数量 1,640,147 张，回售金额 164,014,700 元（不含利息），剩余托管量为 4,359,853 张。上述债券兑付工作已于 2018 年 4 月 24 日完成，截至本报告出具日，债券余额 4.36 亿元。

## 重大事项

2018 年 12 月 3 日，中国证券监督管理委员会核准了久联发展资产重组方案，按照批复方案久联发展以发行价人民币 7.02 元/股，向贵州盘江化工（集团）有限公司定向发行 72,850,840 股、保利久联控股集团有限责任公司定向发行 46,895,299 股、山东银光化工集团有限公司定向发行 20,097,977 股、贵州产业投资（集团）有限责任公司定向发行 14,769,159 股、瓮福（集团）有限责任公司定向发行 5,246,410 股、黔东南州开山爆破工程有限责任公司定向发行 397,464 股；购买上述 6 家公司持有的贵州盘江民爆有限公司（以下简称“盘江民爆”）100.00% 股权、贵州开源爆破工程有限公司（以下简称“开源爆破”）94.75% 股权和山东银光民爆器材有限公司（以下简称“山东银光”）100.00% 股权。2018 年 12 月 4 日，此重大资产重组项目已获得中国证监会的核准批复文件，并已于同月 18 日完成资产过户。

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。截至 2018 年末，银光民爆总资产 4.95 亿元，所有者权益 4.20 亿元，资产负债率 15.15%；2018 年银光民爆实现营业收入 3.69 亿元，净利润 0.40 亿元。

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。截至 2018 年末，盘江民爆总资产 15.58 亿元，所有者权益 4.83 亿元，资产负债率 69.00%；2018 年盘江民爆实现营业收入 6.44 亿元，净利润 0.56 亿元。

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，主要展业区域为贵州。截至 2018 年末，开源爆破总资产 3.71 亿元，所有者权益 1.65 亿元，资产负债率 55.53%；2018 年开源爆破实现营业收入 4.86 亿元，净利润 0.20 亿元。

随着上述资产的注入，公司产能规模有所扩大，一定程度加强自身规模优势及竞争优势。

此外，公司与澳瑞凯控股有限公司（简称“澳瑞凯控股”）于 2018 年 7 月 16 日签署了《关于在中国合作成立合资公司框架协议》。经商议，公司拟与澳瑞凯控股共同出资成立合资公司，公司将持有 51% 股份，澳瑞凯控股将持有 49% 股份。

公司于 2019 年 5 月 21 日与澳瑞凯控股签订《贵州久联民爆器材发展有限公司与澳瑞凯控股有限公司关于中外合资经营企业保利澳瑞凯管理有限公司合资经营合同》（以下简称“《合资合同》”）。根据《合资合同》约定，双方将以各自持有的民爆资产出资成立合资公司保利澳瑞凯管理有限公司（以下简称“保利澳瑞凯”或“合资公司”）。其中公司拟将全资子公司银光民爆，在剥离其全资子公司吐鲁番银光民爆器材有限公司（以下简称“吐鲁番民爆”）后的 85% 股权作为出资，占合资公司 51% 的股份。澳瑞凯控股拟以其子公司澳瑞凯（威海）民爆器材有限公司（以下简称“威海澳瑞凯”）的 80% 股权，江苏澳瑞凯板桥矿山机械有限公司（以下简称“板桥澳瑞凯”）的 51% 股权，以及湖南南岭澳瑞凯民爆器材有限公司（以下简称“湖南澳瑞凯”）的 87% 的股权注入合资公司，上述资产占合资公司 49% 股份。

法人治理结构方面，保利澳瑞凯设立董事会，

董事会由五人组成，公司委派三人，其中一人为董事长，澳方委派两人，其中一人为副董事长。董事任期四年。董事会下设审计和风险委员会、薪酬与考核委员会、战略和投资委员会，均由双方各派遣一名代表组成；股东双方各委派一名成员担任监事；总经理人选由澳方向合资公司提名；财务总监（兼执行副总经理）由公司提名。

在管理层面，保利澳瑞凯委任澳方作为管理者和经营者，引入澳瑞凯集团的经营管理模式对合资公司及下属企业进行日常管理，并由澳方推荐人选组建管理团队，负责合资公司的日常经营管理。管理团队业绩由合资公司董事会考核。合资公司的主要业务范围包括民爆技术研发、技术转让；民爆产品生产、销售、出口等。

表 1：2018 年银光民爆主要财务数据

单位：万元		
项目	2018 年	2018.H1
资产总额	42,288	41,654
负债总额	3,600	4,569
净资产	38,688	37,085
营业收入	27,166	12,031
利润总额	3,875	1,522
净利润	2,817	1,108

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

威海澳瑞凯于 1998 年成立于山东省威海市，注册资本 2,060 万美元，主要经营业务是生产和销售工业炸药和雷管以及提供相关的爆破技术服务，拥有混装乳化炸药产能 6,000 吨和雷管 1,400 万发。

表 2：近年来威海澳瑞凯主要财务数据

单位：万元			
项目	2016	2017	2018
资产总额	31,765	36,154	29,279
负债总额	7,054	11,607	3,151
净资产	24,261	24,547	26,128
营业收入	14,173	16,631	18,868
利润总额	2,980	4,127	6,083
净利润	2,199	3,165	4,562

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

板桥澳瑞凯于 2009 年在江苏兴化设立，注册资本为 2,000 万元人民币，主要经营业务为矿产和工程用机械设备（现场炸药混装车、装药机等）的制造和销售。

表 3：近年来板桥澳瑞凯主要财务数据

单位：万元			
项目	2016	2017	2018
资产总额	2,850.94	3,706.76	4,181.16
负债总额	562.08	1,305.56	1,058.65
净资产	2,288.86	2,401.20	3,122.51
营业收入	1,202.52	1,898.99	4,928.72
利润总额	-266.20	-345.07	923.23
净利润	-271.56	-345.07	721.31

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

湖南澳瑞凯于 2008 年设立，注册资本金 7.6 亿元人民币，主要经营业务为起爆器材的生产和销售，拥有 4,000 万发雷管和 1.5 亿米塑料导爆索的生产能力。

表 4：近年来湖南澳瑞凯主要财务数据

单位：万元			
项目	2016	2017	2018
资产总额	68,566.52	65,810.03	17,139.24
负债总额	73,373.57	73,742.87	513.96
净资产	-4,807.05	-7,932.84	16,625.28
营业收入	1,234.03	2,231.83	1,927.04
利润总额	-11,723.86	-3,125.80	-26,475.37
净利润	-11,723.86	-3,125.80	-26,475.37

注：1、2018 年数据因湖南澳瑞凯进行内部资产重组后，其净资产由负变正；

2、2018 年净利润亏损 2.65 亿元，其中经营性利润为-52,922.44 万元（其中固定资产计提减值 43,679.48 万元），非经营性利润为 26,447.06 万元；当年非经营性利润来源于债务重组。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司聘请北京天健兴业资产评估有限公司（以下简称“天健兴业”）以 2018 年 6 月 30 日为基准日对各标的企业进行资产评估。

表 5：各标的企业资产评估结果

单位：万元			
公司名称	定价方法	账面价值	评估值
银光民爆	收益法	30,825.42	38,569.10
威海澳瑞凯	收益法	23,759.76	36,587.98
板桥澳瑞凯	收益法	3,217.32	3,856.14
湖南澳瑞凯	收益法	-	289.33

注：1、银光民爆不包含对吐鲁番公司的投资；

2、湖南澳瑞凯系经营性资产，不含现金和负债。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

澳瑞凯控股是澳大利亚著名上市公司澳瑞凯集团的全资子公司。澳瑞凯集团作为全球最大的民爆企业，在民爆行业拥有国际知名品牌、先进能力

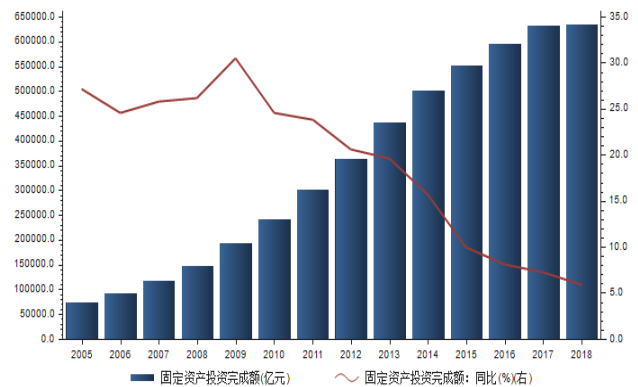
和管理经验。公司通过与澳瑞凯控股的合资合作，将进一步增强自身核心竞争优势，加强公司的国际化合作，加快公司战略目标的实现。但同时，保利澳瑞凯并表子公司经营情况表现不一，其中湖南澳瑞凯近三年净利润持续亏损且金额较大，后续的经营发展情况以及对合资公司整体业绩的影响需予以持续关注。

## 行业关注

跟踪期内，随着煤炭、钢铁、水泥等下游行业持续回暖，与民爆相关的行业需求稳步提升，同时在我国加大基础设施领域补短板力度等政策持续推动、行业技术升级的背景下，我国民爆行业景气度有望继续回暖。

民爆行业主要从事民用爆破器材及其装备的科研、生产、销售、储运、爆破工程设计、施工服务、质量检测、进出口等经济活动。民用爆破器材总体上涉及炸药、起爆器材两大类，主要产品有工业炸药、工业雷管、工业导火索、工业导爆索等多个品种，产品广泛应用于煤炭、金属、非金属等矿山开采，公路、铁路、水利等基础设施建设，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。2018年，我国完成固定资产投资645,675亿元，同比增长5.9%，增速较上年下降1.3个百分点，其中固定资产投资（不含农户）635,636亿元，同比增长5.9%。分区域看，东部地区投资同比增长5.7%；中部地区投资同比增长10.0%；西部地区投资同比增长4.7%，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；东北地区投资同比增长1.0%。分行业看，采矿业投资同比增长4.1%，制造业投资同比增长9.5%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长3.8%。整体看，2018年我国固定资产投资规模增速虽延续下滑趋势，但降幅收窄，带动民爆行业景气度整体回升。

图 1：近年来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亦不尽相同。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。随着煤炭、钢铁、水泥等下游行业持续回暖，与民爆相关的行业需求稳步提升，未来随着国家加大基础设施领域补短板力度，稳定有效投资，将一定程度支撑民爆产品需求继续缓慢回升，利于行业景气度的整体回暖。据中国爆破器材行业协会统计，截至2018年末，全国工业炸药安全生产许可能力约为500万吨，当年全国民爆企业实现主营业务收入约338亿元，同比增长约12%；实现利润约45亿元，同比增长约10%；全年销售工业炸药431万吨，同比增长9%，在西藏、宁夏、新疆、陕西和山西等地，工业炸药销量同比增长20%以上，但局部地区存在供求不平衡的情形，在吉林、江苏和河南等产能过剩地区，工业炸药销量同比降幅较大；全年销售雷管12.9亿发，同比增长5%；产业产能结构调整初见成效，产业集中度稳步提升，2018年现场混装炸药产量108万吨，同比增长约11%，占工业炸药比重提高到25%；一体化服务稳步推进，2018年实现爆破服务收入约160亿元，同比增长约16%。此外，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。

政策方面，工信部为积极推动民爆行业结构调整、提质增效、转型升级，推进民爆行业智能制造



和少人无人化，于 2018 年 11 月出台了《关于推进民爆行业高质量发展的意见》。此外，为实现民用爆炸物品行业安全发展、高质量发展，促进民爆产品适应爆破作业多样性及系列化要求，工信部于 2018 年 12 月 11 日出台了《民用爆炸物品行业技术发展方向及目标（2018 年版）》，明确民用爆炸物品行业技术发展方向及目标如下：①第一阶段目标（到 2020 年底）：工业炸药产品结构进一步优化，现场混装炸药所占比例达到 30%；新建或实施技术改造的生产线，所有危险等级为 1.1 级的危险工房现场操作人员总人数不应大于 5 人；工业雷管产品结构进一步优化，并逐步满足公共安全全生命周期管控标准要求。②第二阶段目标（到 2025 年底）：工业炸药产品系列化、性能优良且满足爆破个性化需求，鼓励研究、建设危险工房操作人员总人数不大于 3 人的生产线；现场混装炸药所占比例大幅度提高，“一体化”服务模式成为民爆行业的主要运行模式；工业雷管主要技术性能达到世界先进水平，逐步全面升级换代为数码电子雷管，所有工业雷管全面满足全生命周期公共安全管控标准要求；工业雷管生产实现智能化、主要危险工序实现无人化。同月，公安部治安管理局、工信部安全生产司联合印发了《关于贯彻执行〈工业电子雷管信息管理通则〉有关事项的通知》（公治〔2018〕915 号），要求确保实现 2022 年电子雷管全面使用的目标。

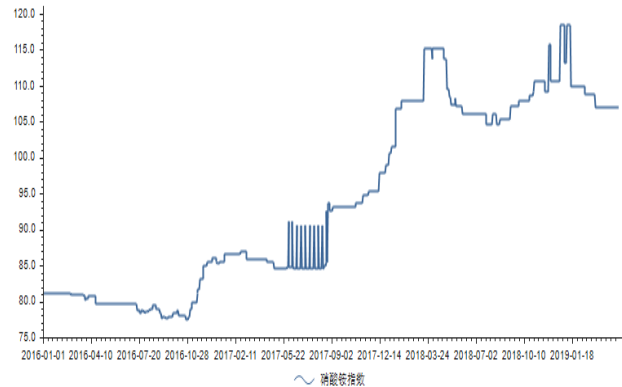
总体来看，随着煤炭、钢铁和水泥等下游行业持续回暖，与民爆相关的行业需求稳步提升。此外，在我国加大基础设施领域补短板力度等政策持续推动、行业技术升级的背景下，我国民爆行业将迎来良好的外部环境和发展机遇。

**2018 年以来原材料硝酸铵价格继续上涨，价格管制的开放使得民爆行业竞争加剧；产品价格持续走低，对业内不具备竞争优势企业的经营压力持续加大。**

在成本方面，民爆器材的主要材料是硝酸铵，占其工业炸药原材料成本的 50% 以上。硝酸铵属于大宗化学原料，国内市场供应充足，但硝酸铵的价格走势对民爆器材生产行业的利润率影响显著。2018 年国内硝酸铵等主要原材料价格上涨导致原

材料采购成本持续上涨，全年均价比 2017 年平均价格增长 15% 以上，原材料价格的上涨压缩了民爆器材生产企业的利润空间。

图 2：2016 年以来硝酸铵价格指数走势



资料来源：Choice，中诚信证评整理

出厂价格管制放开后，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。

## 业务运营

公司是全国高新技术企业，主营民爆器材产品研发、生产、销售、爆破、配送、工程技术服务、设计及施工等一体化经营业务。随着控股股东保利久联控股集团有限责任公司（以下简称“久联控股”）旗下盘江民爆、银光民爆、开源爆破等资产的注入，公司炸药产能规模跃居行业第一，亦是全国规模最大的专业爆破施工企业。

2018 年，国内经济增速放缓，市场竞争异常激烈，在此环境下，公司积极拓宽销售渠道，促进民爆产品订单增长，加之爆破及施工项目的继续推进，当年收入规模保持增长，2018 年营业总收入<sup>1</sup>60.35 亿元（并表三家公司以及追溯调整 2017 年度

<sup>1</sup> 剔除并表盘江民爆、开源爆破和银光民爆影响因素，2018 年公司实现营业总收入 50.16 亿元，同比增长 9.35%。



数据)，同比增长 12.71%。分业务板块来看，当年公司民爆产品板块实现业务收入 19.66 亿元，同比增长 9.68%；爆破及工程施工板块实现业务收入 39.82 亿元，同比增长 13.40%。受新开工项目规模下降以及民爆产品销量减少的影响，2019 年一季度公司实现营业总收入 8.75 亿元，同期下降 30.89%。

从业务区域来看，公司目前业务集中于贵州、山东、甘肃和河南四省。2018 年公司在上述区域分别实现营业收入 44.14 亿元、3.67 亿元、2.55 亿元和 2.37 亿元，均实现不同程度增长，分别为 13.22%、8.12%、7.82%和 6.04%，占当年营业总收入的比重分别为 73.14%、6.08%、4.23%和 3.93%，其中山东、甘肃和河南地区收入占比基本较上年持平；贵州地区收入占比同比下降 4.59 个百分点，主要系其他地区的业务拓展成效良好，区域收入增幅相对较大。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建设。

### 2018 年公司加大市场拓展力度，民爆产品收入规模保持增长，但在原材料价格的波动上涨及市场竞争趋于激烈的背景下，经营压力进一步加大。

产能方面，2018 年公司新增工业许可产能 19.35 万吨，安全许可产能 15.70 万吨，目前工业炸药生产许可产能 40.25 万吨、安全许可产能 36.05 万吨；工业雷管生产许可产能 21,000 万发、安全许可产能 19,900 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），2018 年整体产能规模有所提升。

表 6：2016~2018 年公司民爆产品产能、产量情况

单位：万吨、万发、万米

产品	2016 年		2017 年		2018 年	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
工业炸药	20.90	16.44	20.90	16.76	40.25	32.77
工业雷管	13,000	2,156	13,000	2,976	21,000	7,747
工业索类	5,000	4,990	5,000	4,116	5,000	4,121

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，2018 年公司继续实行“以销定产”的业务模式，且随着银光民爆、盘江民爆的并表，民爆产品的产能及产量得到不同程度提升。2018 年炸

药产量为 32.77 万吨，同比增加 16.01 万吨，产能利用率为 81.42%，同比增加 1.23 个百分点；受益于国家大力推广电子雷管使用，当年工业雷管产量为 7,747 万发，同比增加 4,771 万发，产能利用率为 36.89%，同比提高 14 个百分点，产能利用率大幅提升，但整体产能利用率仍偏低；工业索类产量为 4,121 万米，产能利用率为 82.42%，较上年基本持平。受国家大力推广电子雷管使用，以及对民爆产品市场拓展力度的加大，2018 年公司整体产能利用情况持续提升。

销售方面，公司民爆产品销售模式主要为经销商和直销模式相结合。随着民爆产品价格放开，市场壁垒被打破，局部区域性竞争加大。为稳定客户资源，公司给予部分客户相对宽松的信用账期，导致整体结算周期延长，回款速度减慢。

在贵州省内，随着盘江民爆和银光民爆纳入合并范围后，2018 年公司工业炸药市场占有率约 61.8%，同比提高 5.8 个百分点；因当年市场总量扩容，工业管索类市场占有率同比降低 7 个百分点，约至 69%，但整体市场份额仍占优。受益于市场拓展力度加强，2018 年民爆产品销量增加，当年公司民爆产品销售收入保持增长，合计实现销售收入 19.66 亿元，同比增长 8.82%。毛利率方面，2018 年公司民爆产品板块毛利率同比下降 0.61 个百分点至 39.39%。具体来看，盘江民爆（主营产品：工业炸药）的高毛利产品对公司工业炸药毛利率有一定支撑作用，但原料价格波动上涨，其产品初始获利水平下滑，当年工业炸药产品毛利率下滑 3.2 个百分点至 41.66%；雷管及索管的毛利率较上年基本持平。

表 7：2018 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
工业炸药	17.69	8.70	41.66	-3.20
雷管及管索	1.97	19.39	19.06	-0.07
合计	19.66	8.82	39.39	-0.61

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。2018 年以来，硝酸铵价格呈

波动上涨趋势，当年公司的硝酸铵平均采购价格为2,200元/吨，同比上涨29.03%，但成本转嫁能力相对不足，负面影响整体获利水平。2018年公司硝酸铵采购量为25.76万吨，同比增长86.05%。

表 8：近年来公司主要原材料硝酸铵采购情况

硝酸铵	2016	2017	2018
采购量（吨）	126,423	138,418	257,629
采购均价（元/吨）	1,604	1,705	2,200

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

值得关注的是，公司民爆产品具有危险爆炸属性的特殊工业产品，在采购、生产、储存、销售、运输等各业务环节中，存在一定的安全风险，中诚信证评对此予以关注。

总体来看，公司在贵州省内民爆产品市场份额较大，但随着原材料价格波动上涨，公司面临的成本控制压力增大，加之产品价格管制放开，市场竞争日益激烈，经营压力将进一步上升。

**跟踪期内，国内经济增速放缓以及业务结构调整使得公司新签合同额下降，短期内较为充足的在手项目对业务发展仍提供一定支撑，但长期来看，需持续关注工程项目结算进度对整体营运资金周转及业务承揽的影响。**

公司拥有全国规模最大的专业爆破施工企业，施工技术、企业规模、经济效益均跻身全国同行业领先水平，系贵州省首批科技创新型领军企业。公司下属全资子公司保利新联爆破工程集团有限公司于2018年11月19日获得由国家住房和城乡建设部颁发的矿山工程施工总承包壹级资质，成为具备矿山总承包壹级资质、市政工程总承包壹级资质、爆破作业一级资质及混装炸药生产许可能力等的大型爆破集团公司，为公司民爆一体化转型，广泛开展矿山工程服务打下坚实基础。随着新签项目的陆续开工及在建工程的继续推进，2018年公司爆破及工程施工业务实现收入39.82亿元，同比增长13.40%。

随着国内经济增速放缓，优质项目减少，加之公司业务结构调整，由单一的提供爆破服务向矿山民爆一体化服务方向转型，2018年新签爆破及施工工程项目合同金额为17.24亿元，年末在手项目合同

金额为89.50亿元。此外，前期公司承接大型项目较多，受客户资金链趋紧的影响，近年回款难度加大，导致年末应收账款规模继续大幅攀升，需关注未来的账款回收状况及其对整体营运资金周转和业务承揽的影响。

目前公司爆破及工程施工业务展业区域主要集中在贵州省内遵义、六盘水、毕节及贵阳贵安新区等地区，同时重点开拓了西藏、新疆等国内市场，2018年公司中标托克逊县瑞和盛矿业石灰石开采工程等大型矿山项目。此外，公司积极响应党中央、国务院号召，主动适应全球化发展趋势，大力开展国际化经营，把“一带一路”沿线国家作为海外业务拓展的重点，发挥自身优势，积极参与和争取海外项目。2018年，公司下属全资子公司保利新联工程有限公司在纳米比亚投资设立了保利新联（纳米比亚）工程公司，并于当年承接了纳米比亚国家住房公司（NHE）在奥姆塞娅地区的安置房住房建设项目，合同总价折合人民币约1,730万元，现项目一期工程已接近完工。

表 9：截至 2018 年末公司部分在建工程项目情况

项目名称	开工时间	单位：万元
		合同金额
托克逊县瑞和盛矿业石灰石开采工程	2018.01	32,550
贵阳双龙航空港经济区 A0 地块一级开发项目场平工程	2018.04	6,000
大龙经济开发区三号主干道延伸工程	2018.01	13,731
托克逊露天煤矿矿山施工总承包项目	2018.01	5,000
山西中煤平朔矿山工程	2018.01	4,500

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，2018年，受益于在建项目的持续推进，公司爆破及工程施工板块收入实现稳步增长，但在市场竞争趋于激烈及自身流动资金链趋紧的影响下，新签合同额减少，未来需持续关注工程结算进度对整体营运资金周转及业务发展的影响。

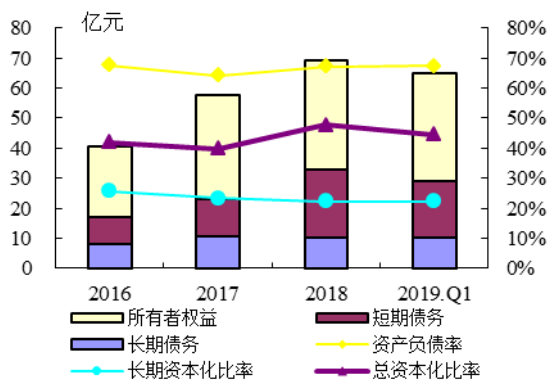
## 财务分析

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2017~2018年审计报告，均采用合并口径数据。公司于2018年完成对盘江民爆100%股权、开源爆破94.75%股权和银光民爆100%股权的收购，为同一控制下企业合并。瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的2018年审计报告对公司2017年度财务报表进行了追溯调整，以下分析基于上述调整后的财务数据。

## 资本结构

随着在建项目的稳步推进以及应收款项对资金的占用加大，公司经营资金需求大幅上升，而自有资本实力增幅有限，截至2018年末公司所有者权益合计36.21亿元，同比增长4.46%，公司主要通过债务融资获得外部资金支持，当年末负债总额同比增长44.42%至33.03亿元。在此推动下，2018年公司总资产规模保持增长，当年末总资产为110.47亿元，同比增长13.75%。截至2019年3月末，公司总资产和负债总额分别为111.00亿元和28.99亿元，所有者权益为36.06亿元。

图 3：2016~2019.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

财务杠杆比率方面，受负债规模增长影响，2018年末公司资产负债率和总资本化比率分别为67.22%和52.51%，分别同比上升2.92个百分点和3.09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67.51%和44.57%。总体来

看，公司财务杠杆水平处于同行业内较高水平。

表 10：2018 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	110.47	67.22	47.71
江南化工	120.41	48.23	40.04
宏大爆破	66.34	47.81	36.50
南岭民爆	37.25	45.45	36.67
雅化集团	47.40	36.92	26.52
雪峰科技	30.46	50.19	39.28
凯龙股份	38.11	49.10	39.11
同德化工	13.12	17.99	2.54

数据来源：各公司审计报告，中诚信证评整理

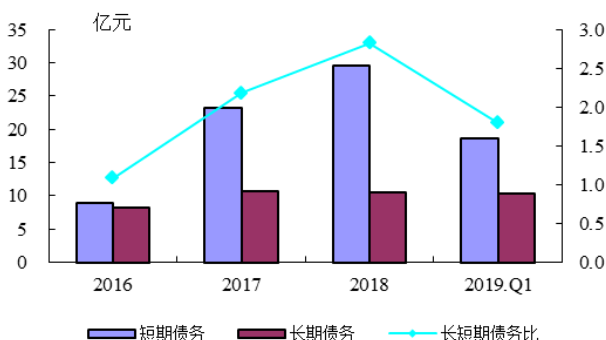
资产结构方面，公司资产主要由流动资产构成，2018年末公司流动资产81.77亿元，占总资产的比例为74.02%，主要包括货币资金8.89亿元、应收账款51.00亿元和其他应收款14.48亿元。其中，货币资金中8.12亿元为银行存款，流动性好。2018年公司为维护客户关系，延长部分客户结算周期，当年末应收账款同比增长24.14%，其中1年以内账龄的应收账款占比68.80%，1至2年应收账款占比19.22%，账龄期限偏长，2018年计提坏账准备金额0.91亿元，回收或转回坏账准备金额0.02亿元，年末累计计提坏账准备3.04亿元，计提比例5.73%。当年公司参与的招投标项目数量增加，保证金及押金规模相应扩大，其他应收款同比增长86.09%，整体规模较大。值得注意的是，2018年公司应收款项合计65.48亿元，占当年总资产比例的59.27%，随着公司爆破工程项目结算周期变长，相关应收款项规模将持续增大，中诚信证评对公司应收款项的回收情况及相关资产质量下降对整体盈利的影响予以关注。公司非流动资产主要由18.48亿元固定资产和5.39亿元无形资产构成，其中固定资产同比增长25.75%，主要系盘化济南更新改造工程已完工，转入固定资产；无形资产主要系土地使用权。截至2019年3月末，公司流动资产82.81亿元，占资产总额74.60%，主要包括货币资金10.26亿元、应收账款50.74亿元和其他应收款14.21亿元；非流动资产28.19亿元，占资产总额25.04%，主要包括固定资产18.42亿元和无形资产4.91亿元，资产结构较年初基本保持稳定。



负债结构方面，2018年末公司流动负债59.76亿元，占负债总额的80.48%，主要包括短期借款15.44亿元、应付账款21.58亿元和其他应付款11.97亿元。具体来看，公司短期借款系保证借款和信用借款，随着外部融资需求的加大，同比增长62.31%；随着项目的继续推进，材料款支出增加，应付账款同比增长20.66%；2018年公司向母公司久联控股的内部借款减少，其他应付款同比下降42.18%，其中内部借款年利率为5.5%。公司非流动负债主要包括长期借款6.09亿元和应付债券4.37亿元，其中长期借款系保证借款、抵押借款和信用借款，同比增长31.17%，应付债券即12久联债。截至2019年3月末，公司流动负债60.37亿元，占负债总额的80.56%，主要包括短期借款16.27亿元、应付账款26.44亿元和其他应付款12.09亿元；非流动负债74.94亿元，占负债总额的19.44%，主要包括长期借款6.00亿元和应付债券6.37亿元，负债结构较年初基本保持稳定。

债务期限结构方面，近年来为支持在建项目的持续推进以及项目垫资需求增加，公司外部融资需求上升。2018年末公司总债务为40.03亿元，同比增长18.19%，其中短期债务和长期债务分别为29.57亿元和10.46亿元，同比分别增长27.30%和下降1.71%，当年末长短期债务比（短期债务/长期债务）为2.82倍，同比提高0.64倍。2019年3月末，公司总债务为28.99亿元，较年初下降27.58%，当期末长短期债务比减少至1.80倍，以短期债务为主的债务期限结构有待优化。

图4：2016~2019.Q1公司债务结构分析



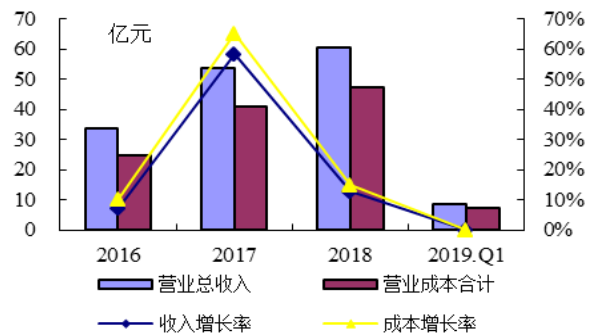
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，随着流动资金压力加大，公司外部融资规模上升，债务压力趋增，财务杠杆比率上升

且处于较高水平，此外，未来需关注公司应收款项的回收情况和资产质量以及债务期限结构的优化情况。

## 盈利能力

图5：2016~2019.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

作为贵州省民爆行业的龙头企业，2018年公司利用竞争优势不断巩固和开拓市场，推动民爆产品订单量增加，并稳步推进在建的爆破及施工项目，使得全年业务规模继续上升，当年公司实现营业收入60.35亿元，同比增长12.71%。分板块来看，2018年公司民爆产品板块实现业务收入19.66亿元，同比增长9.68%；爆破及工程施工板块实现业务收入39.82亿元，同比增长13.40%。受当地区域温度保持在较低气温，爆破工程开工不足以及民爆产品销量减少的影响，2019年1~3月公司实现营业收入8.75亿元，同比下降30.89%。

表11：2016~2018年公司各业务毛利率情况

业务	2016年	2017年	2018年
民爆产品	34.09%	40.00%	39.39%
爆破及工程施工	20.66%	13.67%	13.21%
其他产品	59.07%	58.17%	25.64%
综合毛利率	26.53%	23.33%	21.92%

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

毛利率方面，2018年公司主要原料价格涨幅较大，但得益于高获利产品占比增加的平滑作用，民爆产品业务板块毛利率为39.39%，同比下降0.61个百分点；爆破及工程施工业务板块受人工成本及原材料上涨等因素影响，毛利率同比下降0.46个百分点至13.21%；加之其他产品毛利率明显下滑，2018年公司综合毛利率为20.14%，同比下降1.41个百分点，初始获利水平逐年下滑。2019年1~3月营业毛

利率进一步下降至18.34%。总体来看，公司营业毛利率处于同行业内较低水平。

表 12：2018 年民爆行业上市公司收入及毛利率比较

名称	营业总收入(亿元)	毛利率(%)
久联发展	60.35	21.92
江南化工	28.85	41.58
宏大爆破	45.80	21.47
南岭民爆	21.74	27.94
雅化集团	30.67	31.98
雪峰科技	20.34	17.63
凯龙股份	18.65	33.79
同德化工	8.97	45.19

数据来源：各公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司期间费用规模合计 9.24 亿元，同比增长 3.89%。受业务规模增长影响，公司销售费用增长 13.50%至 2.58 亿元；根据财会[2018]15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报，2018 年管理费用支出同比下降 2.42%至 4.62 亿元，主要系保险费及折旧与摊销等费用的减少；由于利息支出增加以及利息收入减少，当年财务费用同比增长 5.94%至 1.88 亿元，当年期间费用占营业总收入的比重为 15.32%，较上年下降 1.30 个百分点。2019 年一季度，公司期间费用合计 1.71 亿元，占营业总收入的比重为 19.57%。总体来看，2018 年公司期间费用收入占比虽有下降，但仍侵蚀大部分经营所得，期间费用控制能力有待加强。

表 13：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

类别	单位：亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	1.30	2.27	2.58	0.49
管理费用	4.04	4.74	4.62	1.05
研发费用	-	0.11	0.16	0.03
财务费用	1.65	1.78	1.89	0.14
期间费用合计	6.99	8.90	9.24	1.71
营业总收入	33.85	53.55	60.35	8.75
期间费用率(%)	20.64	16.62	15.32	19.57

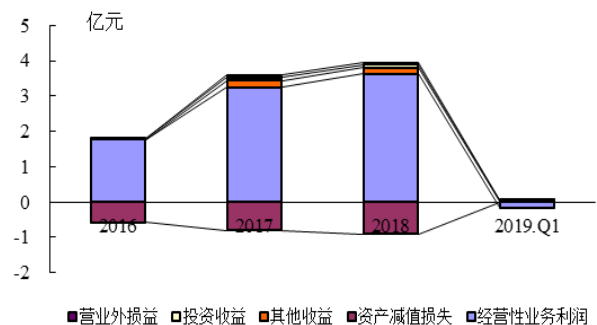
注：根据财会〔2018〕15 号文，将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报。2016 年度未重述。

资料来源：公司财务报告，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。在业务保持发展、收入规模增长的推动下，2018 年公司毛利率虽出现下

滑，但经营性业务利润仍同比增长 11.44%至 3.63 亿元；公司当年计提坏账损失 0.89 亿元和固定资产减值损失 0.01 亿元，共计提资产减值损失 0.91 亿元，同比增长 11.44%，目前公司应收账款客户主要为长期合作关系或政府平台公司，回款周期较长，计提坏账准备的金额相对较大，对公司盈利水平产生一定影响。2018 年公司利润总额为 3.11 亿元，同比增长 10.99%，全年实现净利润为 2.41 亿元，同比增长 18.99%，整体盈利能力得到增强。

图 6：2016~2019.Q1 公司利润总额分析



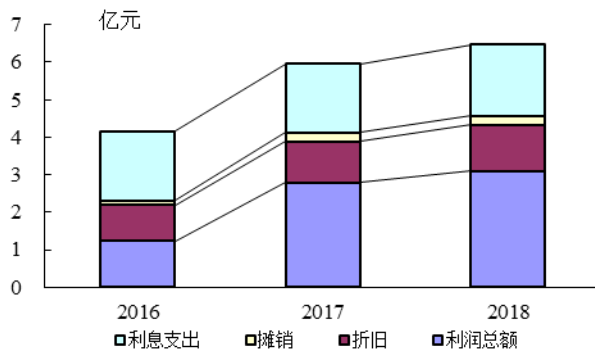
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于收入规模增长，2018 年公司经营性业务利润规模在毛利下滑情况下明显增加，盈利能力继续增强，但仍需关注行业竞争加剧、原材料价格等生产成本上升等因素对公司后续经营的不利影响。

## 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。2018 年公司在建工程转固，折旧增加，以及经营性业务利润增加，当年 EBITDA 同比增长 0.84%至 6.46 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度看，2018 年公司总债务/EBITDA 为 6.20 倍，EBITDA 利息倍数为 3.40 倍，同比分别提高 0.15 倍和 0.51 倍，EBITDA 对债务利息能够形成一定的保障。

图 7：2016~2018 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，2018 年为加强区域销售市场控制，公司给予大客户的信用账期延长，回款速度有所下降；同时，爆破及施工项目垫资压力加大，导致全年经营性现金流净流出，当年公司经营活动现金流净额-4.00 亿元，同比减少 11.05 亿元。同期，公司经营性净现金流/总债务为-0.10 倍，同比下降-148.07%，经营性净现金流/利息支出-2.11 倍，同比减少 0.43 倍，经营性现金流无法对债务利息形成保障。2019 年一季度公司工程保证金支出减少，使得经营活动净现金流为 0.31 亿元，同期增长 105.44%，未来稳定性有待观察。

表 14：2016~2019.Q1 公司主要财务能力指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务 (亿元)	17.06	33.87	40.03	28.99
EBITDA (亿元)	4.15	5.96	6.46	-
资产负债率 (%)	67.70	64.30	67.22	67.51
总资本化比率 (%)	41.95	49.42	52.51	44.57
经营活动净现金流 (亿元)	7.82	7.04	-4.00	0.13
EBITDA 利息倍数 (X)	2.25	3.25	3.40	-
总债务/EBITDA (X)	4.11	3.68	6.20	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.46	0.21	-0.10	0.02
经营净现金流利息倍数 (X)	4.23	3.84	-2.11	0.28

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 2018 年末，公司共计获得银行综合授信额度 41.03 亿元，尚未使用银行授信额度为 15.48 亿元，备用流动性较为充足。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司 0.75 亿元的货币资金作为银行承兑汇票保证金及保函保证金；应收票据中 0.03 亿元质押作为汇票保证金；0.54 亿元的房屋及建筑物和机器设备作为银行借款抵押；0.29 亿元的土地使用权作为银行借款的抵押

物。当年末受资产账面价值合计 1.61 亿元，占净资产比重的 4.46%。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司担保余额为 18.06 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 2018 年末公司无未决诉讼。

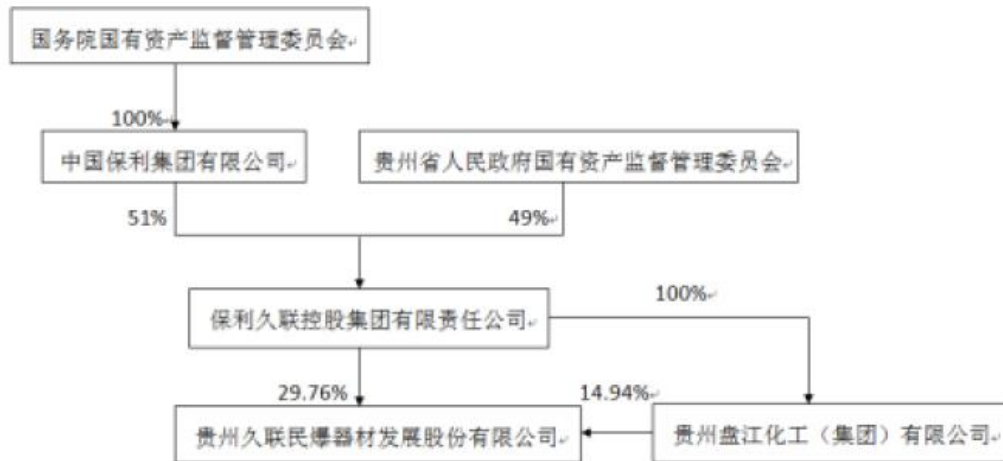
整体来看，作为贵州民爆龙头企业，利用自身优势，加大市场拓展力度，加之民爆及施工在建项目的继续推进，使得 2018 年公司业务规模保持增长。同时公司 EBITDA 能够对债务利息偿付提供一定的保障，整体偿债能力很强。然而，中诚信证评将持续关注公司初始获利能力、下游资金占用及经营性现金流变动情况。

## 结 论

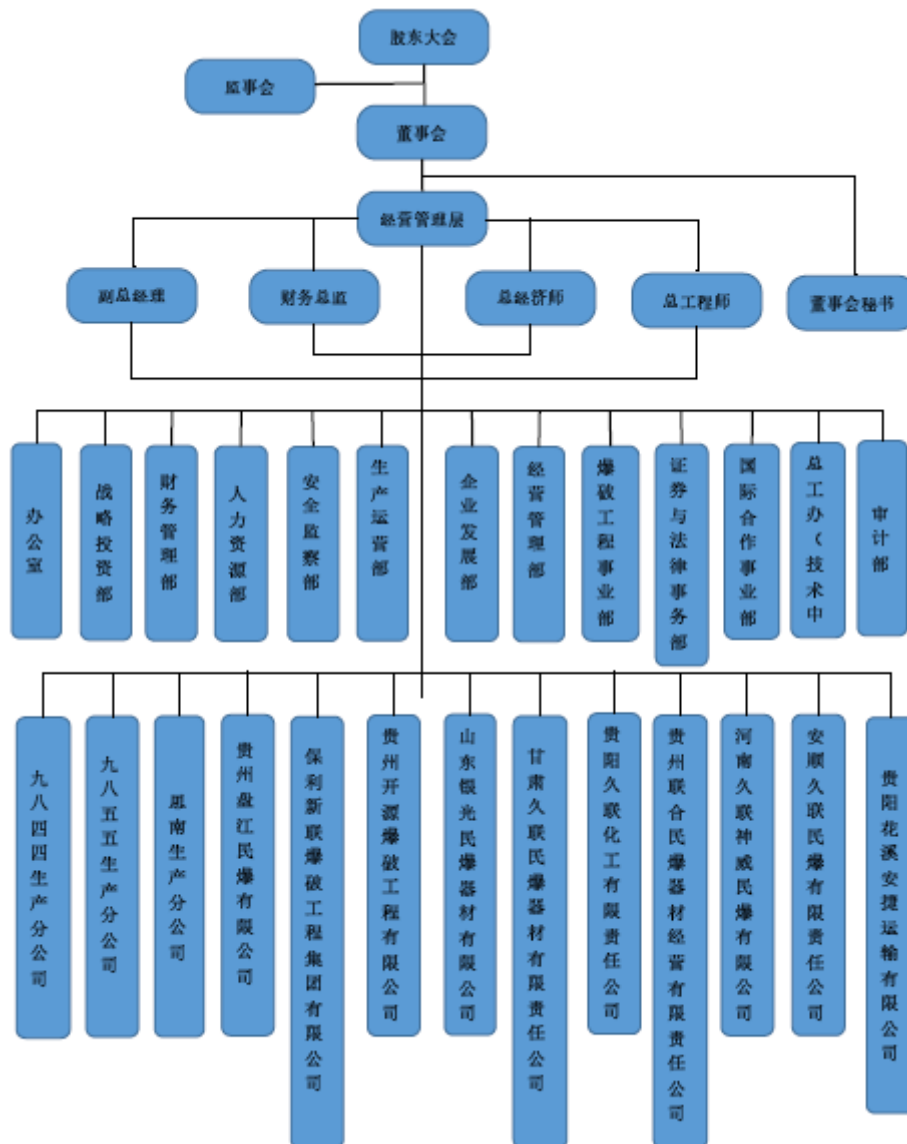
综上，中诚信证评维持久联发展主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“贵州久联民爆器材发展股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 AA。



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 12 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 12 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	83,120.92	135,010.82	88,853.51	102,643.17
应收账款净额	220,194.18	410,855.42	510,048.63	507,397.77
存货净额	25,972.86	34,815.34	41,532.01	40,381.16
流动资产	419,850.85	688,175.38	817,654.00	828,110.14
长期投资	14,620.36	18,607.49	17,887.14	17,887.14
固定资产合计	121,334.09	185,918.73	190,321.00	190,300.56
总资产	730,931.18	971,156.00	1,104,706.47	1,110,043.71
短期债务	88,947.66	232,320.66	295,749.22	186,200.00
长期债务	81,668.73	106,409.47	104,592.11	103,717.08
总债务（短期债务+长期债务）	170,616.39	338,730.12	400,341.33	289,917.08
总负债	494,838.07	624,487.70	742,586.81	749,427.03
所有者权益	236,093.11	346,668.30	362,119.67	360,616.68
营业总收入	338,507.18	535,454.15	603,503.94	87,537.28
三费前利润	87,542.39	121,529.32	128,712.23	15,614.48
投资收益	139.22	851.62	798.07	156.30
净利润	7,923.32	20,233.42	24,076.53	-1,815.68
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	41,524.38	59,592.22	64,615.85	-
经营活动产生现金净流量	78,172.87	70,447.27	-40,021.13	1,317.81
投资活动产生现金净流量	17,475.77	-19,435.35	-6,530.36	-1,421.08
筹资活动产生现金净流量	-120,517.33	-28,611.06	687.82	9,245.51
现金及现金等价物净增加额	-24,868.69	22,400.86	-45,863.67	9,142.24
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	26.53	23.33	21.92	18.34
所有者权益收益率（%）	3.36	5.84	6.65	-2.01*
EBITDA/营业总收入（%）	12.27	11.13	10.71	-
速动比率（X）	0.96	1.35	1.30	1.30
经营活动净现金/总债务（X）	0.46	0.21	-0.10	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.88	0.30	-0.14	0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	4.23	3.84	-2.11	0.28
EBITDA 利息倍数（X）	2.25	3.25	3.40	-
总债务/EBITDA（X）	4.11	5.68	6.20	-
资产负债率（%）	67.70	64.30	67.22	67.51
总资本化比率（%）	41.95	49.42	52.51	44.57
长期资本化比率（%）	25.70	23.49	22.41	22.34

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、公司2019年一季度所有者权益收益率指标经年化处理；  
 3、2017和2018年末其他应付款中内部借款调至“短期债务”计算。



**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

期间费用前利润=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

期间费用收入比=（财务费用+研发费用+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

### 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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。