上海远东资信评估有限公司

远东证评（2018）003 号

湖北凯龙化工集团股份有限公司
2018 年公开发行可转换公司债券信用等级通知书

湖北凯龙化工集团股份有限公司：

受贵公司委托，上海远东资信评估有限公司对贵公司及贵公司拟公开发行的可转换公司债券进行了信用评级。经远东资信信用评级委员会审定，贵公司主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定，本次公开发行可转换公司债券的信用等级为 AA 级。

特此通知

上海远东资信评估有限公司

二〇一八年四月十七日

湖北凯龙化工集团股份有限公司
2018年公开发行可转换公司债券
信用评级报告

远东证评（2018）003号

上海远东资信评估有限公司
Shanghai Fareast Credit Rating Co.,Ltd.

二〇一八年四月

湖北凯龙化工集团股份有限公司

2018 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

远东证评（2018）003 号

评级结果评级观点

主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定
本期债项信用等级：AA
发行总额：不超过人民币 5.3 亿元
发行期限：6 年
偿还方式：年付息一次，到期一次还本
担保主体：荆门市城市建设投资有限公司
保障措施：荆门市城市建设投资有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

评级时间：2018 年 4 月 17 日

凯龙股份主要财务指标

人民币：亿元	2015 年	2016 年	2017 年
总资产	17.51	18.98	23.92
所有者权益	13.53	15.59	16.58
总债务	1.81	0.67	3.72
营业收入	8.91	9.54	13.59
净利润	1.09	1.24	1.38
EBITDA	2.09	2.26	2.79
经营性现金净流入	1.97	1.46	1.56
资产负债率(%)	22.74	17.84	30.71
流动比率（%）	313.52	324.62	199.45
总债务资本化比率（%）	11.79	4.09	18.31
毛利率（%）	37.75	41.73	37.06
净资产收益率（%）	10.32	8.48	8.59
EBITDA 利息保障倍数（倍）	17.05	46.85	20.28
总债务/ EBITDA（倍）	0.86	0.29	1.33

注：2015~2017 年数据来源为凯龙股份审计报告。

上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）对湖北凯龙化工集团股份有限公司（以下简称“凯龙股份”或“公司”）的评级，反映了凯龙股份作为湖北省民爆行业龙头企业，凭借“科研、生产、销售、爆破服务”一体化的经营模式，近年来收入规模持续扩大，收入结构不断优化，并具有较强的盈利能力。公司上市后资本实力显著增强，且财务弹性良好，整体偿债能力强。远东资信同时关注到，民爆行业需求与矿山开采、基础设施建设等固定资产投资密切相关，凯龙股份经营受宏观经济波动影响较大。

荆门市城市建设投资有限公司（以下简称“荆门城投”）对本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。荆门城投作为荆门市重要的城市基础设施投资和运营主体，在业务运营方面具有一定的区域专营优势，并可获得股东有力支持，综合实力强，可为本期债券本息的偿付提供较强的保障。

综上，远东资信评定湖北凯龙化工集团股份有限公司主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定；评定担保主体荆门市城市建设投资有限公司主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定；评定凯龙股份 2018 年公开发行可转换公司债券的信用等级为 AA 级。

优势

- 凯龙股份系民爆行业内少数拥有硝酸铵自主生产能力的企业，凭借全产业链优势，其对产品成本和质量有较强的把控能力，有利于增强其市场竞争力。
- 公司工业炸药销量在湖北省内市场稳居首位，且凭借优质的产品和较强的市场开拓能力，省外市场快速发展，系行业内少数具有省外强竞争力的企业。
- 通过对原材料的把控，公司硝基复合肥产品质量较好并具有较强的成本优势，发展前景良好，有利于优化其收入结构，分散经营风险。

荆门城投主要财务指标

人民币：亿元	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
总资产	178.28	232.15	291.58	333.50
所有者权益	116.90	124.45	129.65	147.29
总债务	46.62	82.63	140.86	160.24
营业收入	9.70	11.71	14.33	2.48
净利润	1.92	3.03	1.68	0.47
EBITDA	4.14	5.96	3.75	--
经营性现金净流入	-2.96	-4.69	-14.30	-8.07
资产负债率（%）	34.43	46.39	55.53	55.83
流动比率(%)	1065.03	583.66	527.00	713.43
总债务资本化比率（%）	29.51	39.89	50.79	52.10
毛利率（%）	45.87	47.14	28.78	19.59
净资产收益率（%）	1.83	2.51	1.32	--
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.75	1.64	0.68	--
总债务/ EBITDA（倍）	11.26	13.87	37.60	--

注：2014-2016 年数据来源为荆门城投审计报告，2017 年 9 月数据来源为荆门城投未经审计的财务报表。

分析师： 黄锋 huangfeng@fecr.com.cn 黄锋
倪悦 niyue@fecr.com.cn 倪悦
万骏飞 wanjunfei@fecr.com.cn 万骏飞

电话： 010-53945306 021-61428000
传真： 010-53945360 021-61428111
网址： www.sfecr.com
地址： 北京市东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层
上海市杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 2 层

- 公司财务结构稳健，有息债务规模不大，且经营性现金流表现稳定，货币资金存量较高，可为其债务的偿付提供有效保障。

- 荆门城投在荆门市城市基础设施建设投融资领域具有重要地位，荆门城投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可为本期债券本息的偿付提供较强保障。

关注

- 民爆行业受宏观经济波动影响大，近年来随着宏观经济增速的放缓，民爆行业需求增速亦有所下滑。

- 民爆器材具有易燃易爆的高危属性，使得凯龙股份面临较大的生产安全风险。

- 近年来，公司产业链持续扩张，资金需求的扩大或推动其债务规模的上升。

- 随着城市基础设施建设业务的增加，荆门城投债务规模不断扩大，且有息债务占比较高，债务压力有所加大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与湖北凯龙化工集团股份有限公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析师与湖北凯龙化工集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、上海远东资信评估有限公司与本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

三、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据上海远东资信评估有限公司内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的影响改变评级意见。

四、本报告信用等级在本报告出具之日至受评证券到期兑付日有效，在有效期限内，上海远东资信评估有限公司拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

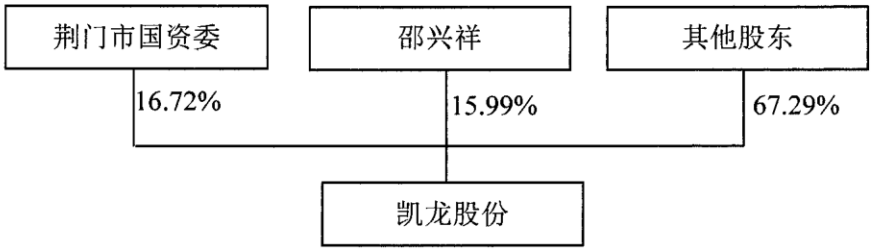
五、本评级报告观点仅为上海远东资信评估有限公司对评级对象、受评证券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

一、 公司概况

湖北凯龙化工集团股份有限公司（以下简称“凯龙股份”）前身系1994年6月成立的湖北襄沙化工股份有限公司（以下简称“襄沙股份”），初始注册资本为2498.00万元，系由国营襄沙化工厂（以下简称“襄沙化工厂”）、中国工商银行湖北省信托投资公司（以下简称“湖北信托”）、湖北卫东机械化工有限公司（以下简称“卫东机械”）作为发起人，以襄沙化工厂下属化工分厂、包装分厂、陶纤分厂为基础进行股份制改造，以定向募集方式向其他社会法人和内部职工募集设立，其中，襄沙化工厂、湖北信托、卫东机械、其他社会法人、内部职工分别持股48.86%、23.83%、7.15%、17.64%、2.53%。因向社会法人和内部职工募集股份未足额募集，襄沙股份于1995年4月申请将注册资本由2498.00万元变更为2098.00万元。

1996~2007年间，襄沙股份股权及注册资本经历多次变化，并于1997年10月更为现名。截至2007年末，凯龙股份注册资本为5622.00万元，其中襄沙化工厂持股24.83%，自然人邵兴祥持股23.73%，其他股东持股51.44%。2008年1月，襄沙化工厂将其所持凯龙股份的全部股份划至湖北省荆门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“荆门市国资委”）持有，同时深圳市君丰恒通投资合伙企业（有限合伙）（现已更名为“五莲新君富通信息技术中心（有限合伙）”）、卫东机械、以及赵国庭等6名自然人增资共计638.00万元，凯龙股份注册资本增至6260.00万元，其中荆门市国资委持股22.30%，邵兴祥持股21.31%，其他股东持股56.39%。2015年6月24日，经中国证券监督管理委员会证监许可（2015）1366号文批准，凯龙股份向社会公开发行A股2087万股，并于2015年12月9日在深圳证券交易所挂牌上市（股票代码：002783.SZ），注册资本增至8347.00万元。2017年凯龙股份以资本公积转增股本，年末注册资本增至20867.50万元，荆门市国资委、邵兴祥和其他股东分别持股16.72%、15.99%及67.29%，荆门市国资委为凯龙股份控股股东，邵兴祥为其一致行动人。

图1：截至2017年末凯龙股份股权结构



资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

目前，凯龙股份业务已涵盖民爆行业全产业链，以爆破器材的生产、销售为核心业务，同时向民爆行业上下游领域拓展，包括上游工业炸药主要原材料硝酸铵的生产，以及提供下游爆破服务。此外，凯龙股份还利

用硝酸铵生产硝基复合肥对外销售。2017 年，民爆器材、硝酸铵、复合肥及工程爆破四大业务板块收入占凯龙股份营业收入的比重分别为 39.75%、11.56%、17.14%及 20.69%。截至 2017 年末，凯龙股份纳入合并范围的子公司共 31 家，其中新纳入合并报表范围的有 9 家，因清算减少 1 家（具体情况见附录一）。

截至 2016 年末，凯龙股份总资产为 189756.39 万元，净资产为 155910.44 万元。2016 年，凯龙股份实现营业收入 95371.32 万元；实现净利润 12353.80 万元。

截至 2017 年末，凯龙股份总资产为 239230.30 万元，同比增长 26.07%，净资产为 165768.43 万元，同比增长 6.32%。2017 年，凯龙股份实现营业收入 135895.04 万元，同比增长 42.49%；实现净利润 13820.43 万元，同比增长 11.87%。

二、 本期公司债券概况

表 1：本期发行可转债基本情况

项目	具体情况
债券名称	湖北凯龙股份集团股份有限公司 2018 年公开发行可转换公司债券
发行总额	不超过人民币 5.5 亿元
债券期限	6 年
转股期限	自可转换公司债券发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日为止
债券利率	本期发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由凯龙股份股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人士）在发行前根据国家政策、市场状况和凯龙股份具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；本期可转换公司债券在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会（或由董事会授权的人士）对票面利率作相应调整
还本付息方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于投资 40 万吨/年水溶性硝基复合肥和 20 万吨/年缓控释复合肥生产线建设项目，以及农化研发及技术服务中心建设项目

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

表 2：本期募集资金用途

序号	项目	预计总投资（万元）	本期募集资金投入（万元）	实施主体
1	40 万吨/年水溶性硝基复合肥和 20 万吨/年缓控释复合肥生产线建设项目	67811.04	51300.00	钟祥凯龙楚兴化工有限公司
2	农化研发及技术服务中心建设项目	4894.62	3700.00	钟祥凯龙楚兴化工有限公司
	合计	**72705.66**	**55000.00**	

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

三、 运营环境分析

1、我国宏观经济情况

近年我国经济总量保持稳定增长，供给侧改革持续调整固定资产投资结构，消费增速和国际贸易顺差均有所回升，整体经济发展水平有望保持中高速增长

十九大报告中指出，要以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率。在以“三去一降一补”为主要内容的供给侧结构性改革推动下，近年我国经济总体运行平稳，产业结构持续优化。据国家统计局公布的数据，2017 年我国国内生产总值为 82.71 万亿元，实际 GDP 增速 6.90%，增长稳定性不断提高，从产业结构来看，三产结构比例由年初 8.6: 39.8: 51.6 转变为 7.92: 40.46: 51.63，三大产业保持稳定增长，产业结构持续改善。经济景气度方面，2017 年全国居民消费价格指数（CPI）同比涨幅回落，制造业采购经理指数（PMI）总体走势稳中有升，年均值为 51.60%，非制造业商务活动指数全年均在 53% 以上。整体来看，制造业持续回暖，非制造业保持较快扩张态势。

固定资产投资稳步增长，投资结构持续改善。2017 年全国固定资产投资（不含农户）63.17 万亿元，同比增长 7.20%。其中基础设施投资 14.00 万亿元，同比增长 19.00%，依然保持在高位水平；中高端领域投资增长明显，2017 年前三季度高新技术产业投资 30716 亿元，同比增长 16.4%，对全部投资贡献率为 13.6%；此外，得益于新型城镇化、棚户区改造、PPP 等项目相继落地，传统领域投资持续增长，借助绿色经济理念推进投资结构性转型升级，绿色相关行业投资增速保持较高水平，2017 年我国生态保护和环境治理投资增长 23.90%；随着重点城市共有产权住房、租售并举、棚户区改造等政策落地，房地产行业供给侧改革效果初现，全国房地产开发投资共 10.98 万亿元，同比增长 7.00%。

消费增速整体上较为平稳，为经济稳定增长起到了支撑作用。2017 年前三季度，我国社会消费品零售总额 26.32 万亿元，同比增长 10.4%，增速较上年同期持平。全国居民人均可支配收入 19342 元，比上年同期名义增长 9.1%，扣除价格因素，实际增长 7.5%，居民收入的稳步增长推动消费改善的持续进行。

国际贸易市场状况改善，出口贸易增速整体呈回升态势。2017 年我国进出口总额 27.79 万亿元，同比增长 14.20%。其中，出口 15.33 万亿元，增长 10.80%；进口 12.46 万亿元，增长 18.70%，进出口相抵，顺差 2.87 万亿元。机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，2017 年我国机电产品出口 8.95 万亿元，增长 12.10%，占我国出口总值的 58.40%；传统劳动密集型产品合计出口 3.08 万亿元，增长 6.90%，占出口总值的 20.10%；同期，汽车出口增长 27.20%、计算机出口增长 16.60%、手机出口增长 11.30%，整体贸易出口增速呈现回升态势。此外，2017 年我国对部分“一带一路”沿线国家进出口贸易增长明显，其中对俄罗斯、波兰和哈萨克斯坦进出口总额分别增长 23.90%、23.40% 和 40.70%。

我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策。财政政策方面，2016 年我国全面推开营改增试点，新增试点行业实现总体税负只减不增的预期目标，全年降低企业税负 5700 多亿元，2017 年全年进一步减少企业税负 3500 亿元左右；取消、停征和归并一批政府性基金，消减企业行政事业性收费；合理扩大财政支出规模，增加的赤字用于弥补减税降费带来的减收和保障重点支出需要；扩大地方政府债务置换规模，降低利息成本；2017 年地方政府新增债务限额 1.63 万亿元，较 2016 年的 1.18 万亿元有大幅增加；盘活财政存量资金，按规定用于经济社会发展亟需领域。货币政策方面，2017 年以来央行运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，调节市场流动性，保持市场利率水平基本稳定。

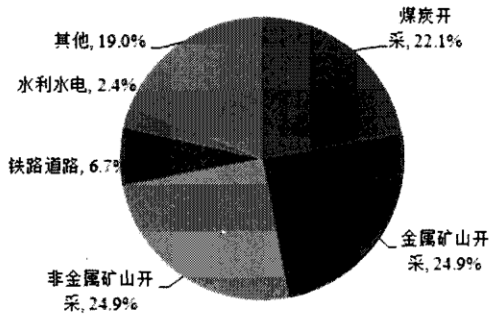
2018 年我国货币政策将继续保持稳健中性，财政政策支持力度或将有所减弱。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，地产投资缓慢回落，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加；消费随着居民收入水平的不断提高将保持稳定增长，消费结构不断改善；出口或将延续复苏趋势，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、“一带一路”建设深入推进、人民币汇率贬值等因素的影响。2018 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时加强风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持中高速增长态势。

2、民爆行业

2012 年以来我国经济经济增速放缓，受煤炭、钢铁等行业供给侧改革影响，民爆产品需求受到了较大影响，2014~2016 年工业炸药产量均出现负增长，2017 年煤炭、铁矿石需求的上升带动了民爆行业的回暖，未来随着城镇化建设、西部大开发及”一路一带”等国家战略的进一步推进，民爆产品预计仍有较好的市场需求支撑

民爆行业在基础工业、大型基础设施建设领域具有不可替代的作用，主要包括民用爆破器材生产、销售和爆破工程服务等。民用爆破器材系各种工业炸药及其制品、起爆器材和工业火工品的总称，根据《民用爆炸物品品名表》的分类，包括工业炸药、工业雷管、工业索类火工品、其他民用爆炸物品和原材料等五大类、59 个品种。民爆产品广泛运用于矿山开采、基础设施建设、能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、石油勘探等多个领域。从 2016 年我国工业炸药销售流向结构看（图 2），用于煤炭、金属和非金属矿山开采的炸药用量约占 71.9%，其中用于金属矿山和非金属矿山开采的量最大，各占炸药总量的 24.9%，其次是煤炭，占炸药总用量的 22.1%，用于铁路道路、水利水电等基础设施方面的炸药量，分别占炸药总量的 6.7%和 2.4%。

图 2：2016 年我国工业炸药销售流向

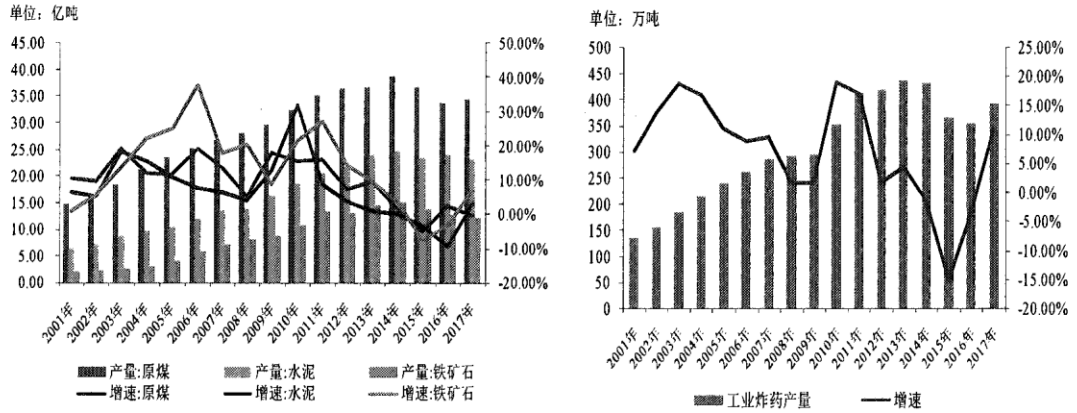


资料来源：《中国爆破器材行业工作简报》2017 年第 2 期，远东资信整理

作为基础性产业，民爆行业受宏观经济波动影响较大，民爆器材需求与矿山开采、基础设施建设等固定资产投资密切相关。2000 年以来，在我国经济高速发展的背景下，受能源工业及基础设施建设带动的影响，我国民爆行业呈快速增长态势。2001~2010 年，我国工业炸药产量从 137 万吨增长至 352 万吨，年均复合增长率达 9.90%。进入 2012 年，我国宏观经济增速明显放缓，特别是受煤炭、钢铁、水泥行业的供给侧改革影响，民爆产品需求受到了较大影响，增速明显放缓。2014 年我国工业炸药产量为 432 万吨，同比下降 1.14%，系近年来首次出现下降；2015 年降幅快速扩大至 15.50%，产量下降至 367 万吨，较 2013 年 437 万吨的峰值减少 70 万吨。2016 年我国工业炸药产量为 354 万吨，同比下降 3.67%，连续三年出现负增长。2016 年我国工业炸药安全许可能力约为 534 万吨，其产能平均利用率约为 66%，产能过剩明显，民爆行业陷入低迷。2017 年在煤炭、铁矿石等下游需求回暖情况下，加之停止新增产能，民爆行业景气度有所上升，年产量为 394 万吨，较上年增长 10.79%。

但鉴于目前全球经济仍处于深度调整期，经济增长乏力，需求不足。在全球经济一体化大背景下，我国经济增速亦放缓，煤炭、钢铁、水泥等下游行业的下行压力将传导至民爆行业。《民用爆炸物品行业发展规划（2016-2020 年）》中预计“十三五”期间，工业炸药市场需求将呈波动缓降趋势。

图 3:2001~2017 年我国原煤、铁矿石、水泥及工业炸药产量



资料来源：wind 资讯，中国爆破器材行业协会，远东资信整理

从长期来看，随着我国西部大开发、振兴东北老工业基地、促进东部地区崛起、建设社会主义新农村和继续推行城镇化建设等加强基础设施建设战略的实施，内地交通路网的快速发展，以及我国倡导开展“一带一路”建设，加大海外工程投资力度，民爆产品预计仍有较好的市场需求支撑。

凯龙股份具有良好的区位优势，有利于其开拓省外民爆市场，而湖北省丰富的矿产资源和基础设施建设的持续投入可为其省内市场需求提供支撑

凯龙股份所在地湖北位于我国中部地区，具有承启东西，连接南北的优越地理位置，有利于其开拓省外市场，依据“稳固省内、

开发省外、拓展国际”的经营方针，凯龙股份积极开拓省外市场，成为行业内少数拥有较强省外销售能力和实际销售业绩的企业之一。目前，凯龙股份民爆产品已进入河北、山东、甘肃、青海、四川、重庆、陕西、福建、江苏、贵州、海南、宁夏、内蒙古等十多个省、市、自治区，2017 年其省外营业收入占总收入的 50%以上。

从湖北省内市场看，湖北省矿产资源丰富，截至 2015 年底，湖北省已发现 149 个矿种，其中有查明资源储量矿种 92 个，分别占全国已发现 172 个矿种和已查明 162 个矿种的 86.6%和 56.8%。在查明资源储量的非油气类矿产中，磷矿、钛矿（金红石）、累托石粘土、建筑用砂岩等资源储量居全国之首，铌、锂、锶、硒及盐矿等 20 种矿产的资源储量居全国的 2~5 位，重晶石、长石、石墨、石膏及饰面用石材等29种矿产的资源储量居全国的 6~10 位。矿业及矿产品加工业在湖北省国民经济中占据举足轻重地位，2015 年度矿业在工业总产值中占比达 30.64%。根据《湖北省矿产资源总体规划（2016~2020 年）》，到 2020 年，铁、锰、铜、金、饰面用石材等矿石年产量分别达到 900 万吨、70 万吨、700 万吨、250 万吨和 3000 万立方米；磷矿、盐矿、石膏、水泥用灰岩等矿石产量分别控制在 2200 万吨（标矿）、800 万吨、250 万吨和 5500 万吨；采矿业产值达到 100 亿元，年均增长 8%。丰富的矿产储量及可观的预期产量，为湖北省民爆行业提供了持续稳定的市场需求。

此外，随着国家“促进中部地区崛起”战略深入实施以及武汉城市圈被批准为全国资源节约型和环境友好型社会建设综合配套改革试验区，由武汉、黄石、鄂州、孝感、黄冈、咸宁、仙桃、潜江和天门等九个城市共同构成的武汉城市圈建设将加快推进。根据《湖北省国民经济与发展第十三个五年规划》，湖北省将继续强化综合运输通道支撑，加快构建铁路、公路、水运、航空网络，完善以长江黄金水道、铁路、高速公路和国省干线为骨架的“五纵四横”综合运输通道；加强水利基础设施建设，努力构建功能完善的防洪抗旱减灾体系以及合理配置、高效利用的水资源保障体系，推进水利现代化。基础建设的投入也将为湖北省民爆市场需求提供支撑。

民爆行业存在较多的行政管制，行业进入壁垒高，亦在一定程度上限制了市场的竞争；随着市场化进程的推进，民爆行业地区封锁有所弱化，但短期内原有销售格局难以改变，市场分割和地方保护还将在一定时期内存在

民爆产品具有易燃易爆的高危属性，出于安全考虑，民爆行业一直以来受政府行政监管较多。目前，我国民爆行业的主管部门为工信部和公安部，工信部负责民爆器材生产、销售的安全监督管理；公安部负责民爆器材公共安全管理和民爆器材购买、运输的安全监督管理，监控民爆器材流向，同时还负责爆破作业单位的资质申请、爆破项目全过程的管理、爆破作业的安全管理等。此外，安全生产监督、铁路、交通、民用航空主管部门依照法律、行政法规的规定，负责做好民用爆炸物品的有关安全监督管理工作。

2006 年 9 月 1 日修订并实施的《民用爆炸物品安全管理条例》是我国民爆行业管理所依据的主要法规。从科研、生产到销售、进出口，从工程设计、质量检测到专用设备生产，民爆器材产品的各个环节均有严格的

准入制度，政策壁垒高（民爆行业主要法律、法规见表 3）。

表 3：民爆行业主要法律、法规

法律法规	发布部门
《安全生产许可证条例》	国务院
《生产安全事故报告和调查处理条例》	国务院
《民用爆炸物品安全管理条例》	工业和信息化部
《民用爆炸物品生产许可实施办法》	国防科工委
《民用爆炸物品安全生产许可实施办法》	国防科工委
《民用爆炸物品销售许可实施办法》	工业和信息化部
《民用爆炸物品科技管理办法》	国防科工委
《民用爆炸物品产品质量监督检验管理办法》	国防科工委
《民用爆炸物品建设项目验收管理办法》	工业和信息化部
《工业和信息化部关于民用爆炸物品行业技术进步的指导意见》	工业和信息化部
《民用爆炸物品进出口管理办法》	工业和信息化部、公安部、海关总署

资料来源：国务院、工业和信息化部、国防科工委，远东资信整理

根据《民用爆炸物品安全管理条例》，国家对民爆产品的生产、销售、购买、运输和爆破作业都实行严格的许可证制度（民爆行业主要许可证及核发部门见表 4）。许可证制度形成了民爆行业进入壁垒，同时亦限制了民爆行业生产要素跨区域的自由流动，导致民爆产能分布出现区域性不平衡的现象。此外，由于民爆行业整体处于产能过剩，根据产业政策，未来新批生产牌照和新批许可产能将变得更为困难，这使得新行业进入壁垒有所加大。

表 4：民爆行业主要许可证及核发部门

许可证	核发部门
《民用爆炸物品生产许可证》	工业和信息化部
《民用爆炸物品安全生产许可证》	工业和信息化部
《民用爆炸物品销售许可证》	工业和信息化部
《民用爆炸物品购买许可证》	公安部
《民用爆炸物品运输许可证》	公安部
《爆破作业单位许可证》	公安部
《爆破作业人员许可证》	公安部

资料来源：工业和信息化部、公安部，远东资信整理

销售方面，在《民用爆炸物品安全管理条例》（2006 年）发布以前，民爆产品的生产、流通和使用环节被人为地分割开来，即民爆器材生产企业所生产产品除小部分直接销售给主管部门批准的大型使用单位外，绝大部分需销售给各地经批准的民爆产品流通企业，民爆产品流通企业再把产品销售给本地区爆破服务企业等民爆产品使用单位。这就使得民爆产品的生产端与消费端有一定脱节，地方保护和地方封锁严重，致使民爆产品流通领域具有一定垄断性，长期以来，各省企业在省内市场形成了较稳定的销售格局，

省内价格通常高于省外销售价格。

《民用爆炸物品安全管理条例》（2006年）发布以后，在法律制度上确立了民爆产品生产经营单位的市场主体地位，允许民爆产品生产企业将民爆产品直接销售给使用单位，另一方面在企业购销管理方面，由以往的事前审批，改为事后备案制度。管理模式的转变，有利于打破地区封锁，促进优胜劣汰。但民爆行业建立市场化竞争机制是一个长期的过程，传统的销售格局短期内难以改变，虽然爆破公司开始出现越过经营企业直接采购的趋势，但亦有较多民爆产品仍通过经营企业销售，在一定程度上限制了市场竞争。

2014年12月25日，国家发改委、工信部及公安部联合发布《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号文），则进一步推进了民爆行业的市场化进程。民爆产品出厂价格全面放开，经营企业购销费率同时取消，进一步的市场化改革使民爆产品跨地区流动程度有所加强，但地区封锁仍较为严重，2015年至2017年工业炸药跨地区销售量分别约35万吨、38万吨和47万吨，约占当年总销量的9.5%、10.7%和11.8%。

我国民爆行业目前整体仍呈现规模小、布局分散、产业集中度不高的“小、散、低”的阶段，并购整合和一体化经营模式成为行业发展趋势；近年来，凯龙股份顺应行业趋势，积极向民爆行业上下游扩展，产业链的延伸有助其降低成本及培育新的利润增长点

民爆行业目前整体仍呈现规模小、布局分散、产业集中度不高的“小、散、低”的阶段。针对行业现状，国家目前正通过深化结构调整、转变发展方式、推进产业升级等方式，来推动行业实现可持续发展，行业并购整合、一体化经营以及打破市场分割成为行业发展趋势。

2006年起，我国民爆行业开始进行大规模的并购重组，兼并、联合、重组或关闭了一批生产企业和销售企业，民爆行业产业集中度持续提升。2017年，排名前20家生产企业生产总值在全行业占比由2006年的25.10%提高到62.72%，但产业集中度还有较大的提升空间。《民用爆炸物品行业发展规划（2016-2020）》提出：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%（2017年排名前15家生产企业生产总值在全行业占比为54.36%）。此外，民爆行业整体产能过剩，根据民爆行业产业政策，未来新批生产牌照或新批许可产能难度更大，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。在未来一段时间内，并购重组仍将是民爆行业的一条发展主线。

凯龙股份凭借规模、技术和安全管理优势，较早地积极开展了兼并重组活动。2008年前，凯龙股份在湖北省内即先后兼并重组了恩施、麻城等地民爆生产企业，获得荆襄、广水和黄麦岭等小型民爆器材生产企业的生产能力并异地重建新的生产线，同时获得主管部门奖励的扩产能力，生产规模快速扩张。2009年以来，全国工业炸药需求稳定增长，然而由于凯龙股份在上市筹备过程中，无法进行大规模的收购兼并，同时由于其产能已

充分利用，行业政策对新增产能又严格限制，因此行业地位被少数兼并后企业赶超，但其工业炸药生产总值行业排名稳定在前15。

表5：2017年全国民爆器材生产企业生产总值前20名公司

序号	企业名称	生产总值（亿元）	占全行业生产总值比例（%）
1	云南民爆集团有限责任公司	21.50	7.63
2	保利久联控股集团有限责任公司	18.51	6.57
3	中国葛洲坝集团易普力股份有限公司	12.69	4.51
4	广东宏大爆破股份有限公司	11.99	4.26
5	四川雅化实业集团股份有限公司	11.36	4.03
6	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	11.13	3.95
7	安徽江南化工股份有限公司	11.00	3.91
8	北方特种能源集团有限公司	9.79	3.48
9	内蒙古生力资源（集团）有限责任公司	8.93	3.17
10	福建海峡科化股份有限公司	7.07	2.51
11	抚顺隆烨化工有限公司	6.49	2.30
12	前进民爆股份有限公司	5.83	2.07
13	山西焦煤集团化工有限责任公司	5.69	2.02
14	**湖北凯龙化工集团股份有限公司**	**5.66**	**2.01**
15	新疆雪峰科技（集团）股份有限公司	5.45	1.94
16	江西国泰民爆器材股份有限公司	5.31	1.89
17	重庆顺安爆破器材有限公司	5.25	1.86
18	安徽雷鸣科化股份有限公司	4.60	1.63
19	内蒙古古吉安化工有限责任公司	4.50	1.60
20	山西同德化工股份有限公司	3.90	1.38
前20名完成额合计		**176.65**	**62.72**

资料来源：《中国爆破器材行业工作简报》2018年第2期，远东资信整理

除横向并购外，推进民爆行业生产、销售、爆破作业一体化发展，成为民爆行业经营模式的另一发展趋势。民爆行业上游硝酸铵价格波动较大，产业链向上延伸能够降低成本和控制风险；而向下游拓展爆破服务能力，则有助于企业培育新的利润增长点。民爆企业正积极推进从“传统的产品销售为主导”向“以爆破业务和一体化服务为主导”的业务模式转型。

近年来，凯龙股份顺应行业发展趋势，积极向民爆行业上下游拓展。对上游，凯龙股份于2005年投资成立了钟祥凯龙楚兴化工有限责任公司（以下简称“钟祥凯龙”），建设了工业炸药主要原材料硝酸铵生产线，截至2016年末产能达18.75万吨。凯龙股份是行业内极少数拥有硝酸铵生产能力的企业之一，在保证原材料供应、成本控制和抵抗行业波动风险等方面具有优势。2018年通过收购湖北晋煤金楚化肥有限责任公司（以下简称“晋煤金楚”），凯龙股份进一步向上游拓展硝酸铵生产原料合成氨的生产，以进一步把握对成本的控制。对下游，凯龙股份向销售领域和爆破服务领域发展，控股和参股了部分民爆经营企业，增加了产品销售阶段的

利润；同时 2012 年以来投资设立及收购了 12 家爆破服务公司，积极进入爆破服务领域。此外，凯龙股份通过扩建技术中心，增强研发实力，建立了“科研、生产、销售、爆破服务”一体化的经营模式。

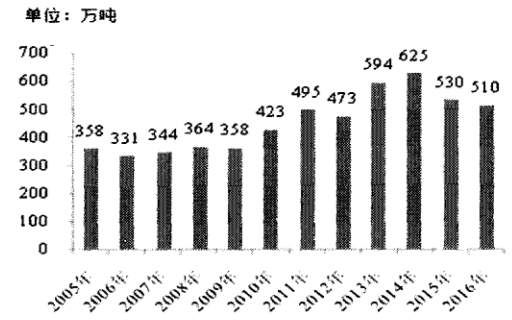
3、硝酸铵行业

受国民经济增速放缓，工业炸药需求增速下滑影响，我国硝酸铵产能过剩压力较大；而硝酸铵生产企业分布不均匀则导致部分民爆生产企业在原材料价格方面存在劣势

硝酸铵是基础化工原材料之一，其消费市场目前主要由三部分构成：一是工业领域，主要用作民爆器材的原料，制造炸药，少量用作氧化氮吸收剂、色层分析试剂、烟火、杀虫剂、冷冻剂、无碱玻璃等的原料；二是改性或加工成复合肥用作农用化肥；三是出口外销。硝酸铵系工业炸药的重要原材料，且其价格波动较大，因此为对工业炸药的生产成本影响较大。

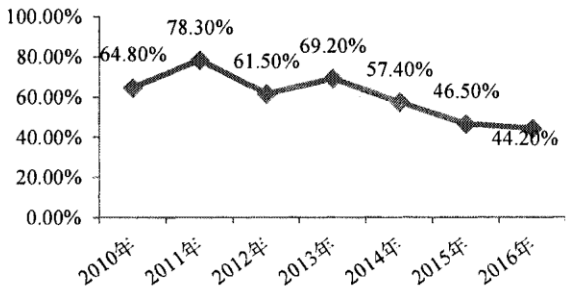
与钢铁、化肥、民爆行业一样，硝酸铵行业也同样面临着突出的产能过剩。2000 年至 2005 年，我国国民经济持续快速增长，在此期间民爆行业需求强劲、产能增速加快，硝酸铵企业也加紧扩能改造，行业产能迅速扩大。2005 年以后，民爆行业的发展速度趋缓，炸药产量增长的幅度也逐步放缓；2005 年下半年，硝酸铵新增产能逐步释放，产大于销的矛盾逐步凸显，硝酸铵价格持续下滑。2008 年以后，受四万亿投资政策刺激，公路、铁路等基础设施投资力度加大，工业炸药需求增加，硝酸铵行业供求矛盾得到缓解，硝酸铵价格上涨，并带动了新一轮的产能扩张。2012 年以来，我国经济增速放缓，工业炸药需求萎缩，而新增产能的释放，使得硝酸铵产能过剩压力再次加大。2015 年由于市场低迷，停车和退出产能增多，硝酸铵产量出现下降，2016 年进一步下降至 510 万吨（见图 4）。截至 2016 年，我国硝酸铵产能达 1153 万吨，较上年净增产能仅 13 万吨，产能增速明显放缓，行业开工率仅 44.2%，创近年新低（见图 5）。由于行业产能过剩情况严重，2012 年以来硝酸铵价格持续连续四年下跌（见图6）。2017年民爆行业景气度有所回升，对硝酸铵的需求亦有所增加，硝酸铵价格也有所上涨。但总体来看，随着我国经济进入新常态，宏观经济增速明显放缓，民爆行业需求增速亦下滑，导致对硝酸铵的需求短期内难以回升。

图 4：2005~2016 年我国硝酸铵产量



资料来源：中国氮肥工业协会，远东资信整理

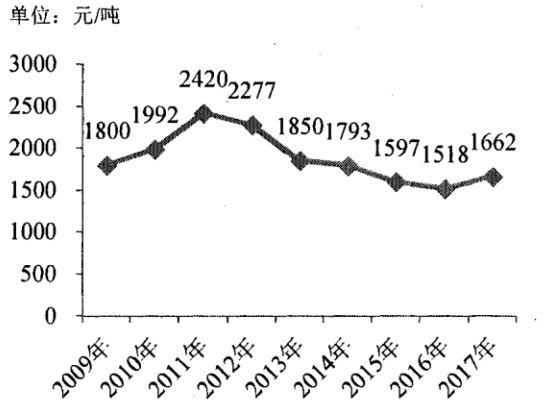
图 5：2010~2016 年我国硝酸铵开工率



资料来源：中国氮肥工业协会，远东资信整理

根据硝酸铵“十三五”发展规划，未来五年我国要淘汰常压法、综合法等硝酸落后产能200 万吨/年，淘汰常压法等硝酸铵落后产能200 万吨/年，到 2020 年硝酸产能控制在 2150 万吨，硝酸铵产能控制在 1300 万吨。此外，“十三五”规划还提出要积极调整产品结构，重点发展一些高附加值、需求潜力大的下游产品，要加大对硝铵下游肥料产品的发展，以及延伸化工产业链。长期来看，硝酸铵产能过剩情况有望缓解。

图 6: 2009~2017 年民爆企业硝酸铵平均购进价格



资料来源：中国爆破器材行业工作简报，远东资信整理

另外，我国硝酸铵产能分布较不均匀，截至 2016 年全国共有 40 家企业，分布于 18 个省份，其中河南、河北和山西是最大的生产省份，三省产能合计占全国总量的 30.8%，相对而言西北、东北地区产能分布较少。由于硝酸铵厂家分布不均，经常导致部分厂家库存积压，而部分厂家货紧价扬，民爆生产企业原材料成本亦受到较大影响。

4、复合肥行业

随着我国农业经济结构的调整，经济作物的占比越来越大，对优质复合肥的需求也愈强烈，作为肥效最快的氮肥品种，硝基复合肥前景广阔，发展硝基复合肥亦成为消化硝酸铵产能的有效途径

为应对硝酸铵产能过剩，价格持续下跌的状况，目前大多硝酸铵企业已积极开始调整产品结构，延伸化工产业链，重点发展一些高附加值、需求潜力大的下游产品，包括硝基复合肥（如硝酸铵磷肥、硝酸铵磷钾肥等）、尿素硝酸铵溶液、农业用改性硝酸铵、硝酸铵钙、高效液体肥等产品。凯龙股份亦于 2014 年起拓展硝基复合肥业务。

发展硝基复合肥是消化硝酸铵产能的一个良好途径。硝基复合肥具有易溶、速效的特点，是肥效最快的氮肥品种，除能够满足烟草、蔬菜等喜硝作物和生长期短的作物施肥需求之外，与铵态氮、酰胺态氮合理搭配使用，还有提高作物产量、改善作物品质的作用。与等量尿素相比，使用硝基复合肥可增产 8%~25%。硝基复合肥适宜滴灌喷灌等现代农业施肥方式，能满足国家发展节水环保的要求。随着农业经济结构的调整，经济作物占比越来越大，对优质复合肥的需求也越来越强烈。但我国化肥长期以来以传统单质肥为主，尽管近几年来我国化肥复合化率逐年提升，由 2000 年的 22.14%提升至 2015 年的 36.13%，目前约为 40%左右，但远低于全球 50%、发达国家 70~80%的水平，复合化率还有较大的提升空间。此外欧洲化肥研究机构做过分析，硝基复合肥的全生命周期对环境的排放要低于尿基肥料，有利于节能减排，在当前国家大力解决“三农”问题和发展循环经济的背景下，硝基复合肥发展空间广阔。

另外，硝基复合肥比普通复合肥价格高，以 2017 年 10 月中旬陕西省肥料市场批发价格为例，45%含量氯基复合肥报价在 2300 元/吨左右，42%含量的控释肥报价在 2700 元/吨左右，而 45%含量硝硫基复合肥报价在 3200 元/吨左右。硝酸铵厂家利用原料优势大力开发硝基复合肥，有利于其提高盈利能力，走出产能过剩困境。

四、 业务运营

近年，凯龙股份营业收入持续增长，民爆器材生产销售系其第一大收入来源，而爆破服务业务规模持续扩大，收入贡献亦逐年提高，2017 年随着市场的开拓，复合肥业务收入大幅增加，成为第三大收入来源，其收入结构不断优化

凯龙股份以爆破器材的生产、销售为核心业务，主导产品包括改性铵油炸药、膨化硝铵炸药、乳化炸药和震源药柱四大系列工业炸药。同时，为顺应民爆行业生产、销售、爆破服务一体化的趋势，凯龙股份近年来致力于向下游爆破服务领域拓展；为保证工业炸药主要原材料的供应，其自建了硝酸铵生产线，并为分散硝酸铵的市场风险生产硝基复合肥对外销售。凯龙股份是行业内少数具有“科研、生产、销售、爆破服务”完整产业链的企业，近年来收入呈增长态势（2015~2017 年其收入构成及毛利率情况如表 6 所示），复合肥及爆破服务两大业务板块的快速发展使得其 2017 年收入大幅增加。

2015~2016 年，受宏观经济下行，工业炸药需求下滑以及市场竞争加剧影响，凯龙股份爆破器材业务板块收入有所下滑，2017 年随着产能的扩大，该板块收入增长 7.90%。因成本控制较好，民爆器材板块毛利率维持在较好水平。近年来凯龙股份硝酸铵收入稳步增长，且从 2016 年起毛利率有较大提高。随着市场开拓力度的不断加大，凯龙股份复合肥业务板块收入逐年增长，其中 2017 年增幅达 125.20%，对凯龙股份收入和利润的贡献度逐年提高。通过新设和收购相关企业，近年来凯龙股份工程爆破服务业务规模持续扩大，收入不断增长，并具有较好的毛利水平。凯龙股份塑纸包装、纳米碳酸钙和矿石开采与加工等其他业务发展良好，对其收入和利润形成有效补充。

表 6：2015~2017 年凯龙股份营业收入及毛利率情况

单位：万元、%

类别	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
民爆器材	51295.91	57.60	52.75	50058.57	52.49	55.30	54014.41	39.75	54.03
硝酸铵	12321.37	13.83	16.45	14202.92	14.89	21.82	15715.60	11.56	20.48
复合肥	10877.12	12.21	7.76	10342.13	10.84	15.52	23290.75	17.14	17.69
爆破服务	9020.94	10.13	26.88	14902.50	15.63	37.56	28119.69	20.69	34.03
其他	5545.15	6.23	22.81	5865.19	6.15	30.99	14754.59	10.86	28.97
合计	**89060.49**	**100.00**	**37.75**	**95371.32**	**100.00**	**41.73**	**135895.04**	**100.00**	**37.06**

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

1、民爆器材

凯龙股份系湖北省民爆行业龙头企业，多年来在省内保持着市场占有率第一的地位，此外，凯龙股份系行业内少数拥有硝酸铵生产能力的企业，对原材料能够进行有效把控，具有较强的成本竞争优势，加之其市场开拓能力较强，省外市场收入增长较快

工业炸药及相关产品的生产、销售一直以来系凯龙股份的核心业务，其主导产品包括改性铵油炸药、膨化硝铵炸药、乳化炸药及震源药柱四大类工业炸药 20 个品种、145 中规格型号，是国内为数不多的品种门类齐全的工业炸药生产企业之一。此外，凯龙股份还销售少量的工业导爆管等其他爆破器材。国家对民爆产品的生产、销售、购买、运输和爆破作业都实行严格的许可证制度。2017 年 1 月收购吴忠安盛后，凯龙股份获批准的工业炸药生产许可能力和安全生产许可能力均较上年增加 12000 吨，分别达 109000 吨及 107500 吨。目前，凯龙股份拥有 3 条乳化炸药生产线、2 条改性铵油炸药生产线、2 条膨化硝铵炸药生产线、3 条震源药柱生产线、2 辆乳化炸药现场混装车及一个地面制备站。近年来，凯龙股份工业炸药产量排名稳步上升，生产总值稳定在前 15 位。

表 7：2015~2017 年凯龙股份工业炸药生产许可能力、安全生产许可能力

单位：吨

产品名称	2015 年		2016 年		2017 年	
	生产许可能力	安全生产许可能力	生产许可能力	安全生产许可能力	生产许可能力	安全生产许可能力
乳化炸药	39000	39000	39000	38500	39000	38500
改性铵油炸药	13000	13000	13000	12000	25000	24000
膨化硝铵炸药	28000	28000	28000	28000	28000	28000
震源药柱	17000	17000	17000	17000	17000	17000
合计	**97000**	**97000**	**97000**	**95500**	**109000**	**107500**

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

表 8：2015~2017 年凯龙股份工业炸药产品产销情况

单位：吨

产品	2015 年		2016 年		2017 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
乳化炸药	32903	31133	38018	34675	38488	31316
改性铵油炸药	11996	11943	10404	10355	23404	23081
膨化硝铵炸药	26318	25115	25505	23091	26896	22311
震源药柱	7752	8410	8207	8200	9216	7812
合计	**78969**	**76601**	**82134**	**76321**	**98004**	**84520**

注：上表中工业炸药销量均为对外销量，不包含销售给内部爆破服务公司的工业炸药量。

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

近年来，民爆行业景气度低，2014~2016 年以来凯龙股份民爆器材板块业务收入有所下滑，2017 年其生产能力有所扩大后，民爆器材板块收入较上年增长 7.71%。2015~2017

年，凯龙股份爆破器材业务板块分别实现收入 51295.91 万元、50058.57 万元及 54014.41 万元，其中工业炸药业务收入为 50440.79 万元、49231.51 万元及 53026.67 万元，占爆破器材业务总收入的 98%以上。

表 9：2015~2017 年凯龙股份民爆器材产品收入及毛利率情况

单位：万元，%

产品	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
乳化炸药	19106.08	37.25	50.25	20852.41	41.66	51.56	18637.86	34.51	47.46
改性铵油炸药	6984.03	13.62	55.73	5938.70	11.86	56.64	12781.61	23.66	55.48
膨化硝铵炸药	14464.12	28.20	59.05	13310.31	26.59	63.46	12975.15	24.02	61.77
震源药柱	9886.57	19.27	47.97	9130.09	18.24	53.01	8632.04	15.98	57.32
小计	**50440.79**	**98.33**	**53.09**	**49231.51**	**98.35**	**55.66**	**53026.67**	**98.17**	**54.50**
工业导爆管等其他爆破器材	855.11	1.67	33.10	827.06	1.65	34.28	987.74	1.73	28.75%
合计	**51295.91**	**100.00**	**52.75**	**50058.57**	**100.00**	**55.30**	**54014.41**	**100.00**	**54.03**

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

在生产方面，凯龙股份采取以销定产的生产模式，根据与客户签订的下年度采购框架合同，制定下年度的生产计划。工业炸药原材料主要为硝酸铵、油箱材料和添加剂，其中硝酸铵在原材料成本中占比最高。作为基础原料，硝酸铵相应的市场价格波动与其行业本身的周期性产能扩张以及国民经济的发展状态密切相关，近年硝酸铵价格波动频繁，对工业炸药企业影响较大。另外，我国硝酸铵行业的集中度较高，因此相对于下游企业，工业炸药生产企业议价能力较弱。同时由于我国主要硝酸铵生产企业分布在西南、华北及华东等地区，局部地区运输受限时常会出现供不应求及成本过高现象。

为稳定硝酸铵的供应，同时规避硝酸铵市场价格大幅波动带来的风险，增强抗风险能力，凯龙股份于 2005 年成立钟祥凯龙，初建产能为 6.25 万吨，2011 年产能改扩建后达 18.75 万吨，成为国内极少数的可生产硝酸铵原材料的民爆器材企业之一。目前除临时性的生产周期与销售周期不匹配导致需少量外购外，凯龙股份硝酸铵基本已实现自给自足。对于外部采购，凯龙股份制定了严格的供应商准入标准（包括供应价格及供货质量等）。凯龙股份对各项原材料均制定了安全库存标准，当库存量低于安全标准时即会进行原材料采购。在与工业炸药原材料外部供应商之间的结算上，凯龙股份一般在所采购批次用完后向供应商付款。得益于对原材料的有效把控，凯龙股份工业炸药毛利率较为稳定。

凯龙股份在全国范围内进行工业炸药销售，在省内多年来保持着市场占有率第一的地位。近年来凯龙股份加快了省外市场的开拓力度。目前产品已进入河北、山东、甘肃、青海、四川、重庆、陕西、福建、江苏、贵州、海南、宁夏、内蒙古等二十多个省、市、自治区，2017 年其省外营业收入占总收入的 50%以上，并有提高趋势，已成为行业内少数拥有较强省外竞争能力的企业。由于长期以来存在的地方保护主义，民爆产品的跨区域销售仍具有一定难度。近年来，凯龙股份通过市场人员激励制度，价格优惠等措施加速省外市场布局，凭借丰富的产品种类，较好的产品质量以及周到的配套服务，凯龙股

份省外销售收入增长较快（见表 10）。

表 10：2015~2017 年凯龙股份民爆器材地区收入构成情况

单位：万元，%

地区	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
湖北省内	**29399.86**	**58.29**	**27069.95**	**54.99**	**24796.13**	**46.76**
省外	**20987.08**	**41.60**	**22161.56**	**45.01**	**28230.54**	**53.24**
华北	3827.49	7.59	4986.20	10.13	4947.11	9.33
东北	36.35	0.07	0.00	0.00	21.81	0.04
华东	2013.08	3.99	2309.01	4.69	1462.43	2.76
中南（不含湖北）	1713.70	3.40	3936.57	8.00	3877.28	7.31
西南	10470.27	20.76	8540.87	17.35	9928.21	18.72
西北	2926.19	5.80	2388.91	4.85	7993.69	15.07
国外	**53.85**	**0.11**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
合计	**50440.79**	**100.00**	**49231.51**	**100.00**	**53026.67**	**100.00**

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

2006 年《民用爆炸物品安全管理条例》实施以后，凯龙股份可以凭《民用爆炸物品生产许可证》销售民爆产品，销售对象既包括民爆经营企业，也包括终端用户。目前，凯龙股份在湖北省内的销售除少数大型直供客户以外，全部通过湖北联兴民爆器材经营股份有限公司（以下简称“湖北联兴[1]”）进行销售（湖北联兴销售模式具体见附录一）；省外则基本直接销售给爆破服务公司等终端使用单位。凯龙股份震源药柱主要销售给中石油、中石化、中铁集团等大型民爆器材使用企业，其震源药柱产品在生产技术方面具有领先优势，曾获得多项产品创新成果，在石油勘探领域具有较高知名度，市场占有率处行业领先地位。

[1]湖北联兴是由凯龙股份牵头，省内民爆生产企业和经营企业在平等自愿的基础上共同出资（凯龙股份持股 13.50%），并经原国防科工委批准成立的、负责掌握民爆产品流向的民爆安全管理平台。各方对生产企业、经营企业以及湖北联兴之间的购销关系、安全监督方式等进行了具体约定。在购销关系方面，各方约定生产企业和经营企业原有的购销关系不变，购销意愿仍由双方直接达成，实际操作中则通过湖北联兴进行购销的备案和票面中转（湖北联兴销售模式见附录一）。根据湖北联兴的《公司章程》及各方签署的《民用爆破产品委托采购合同》，湖北联兴成为股东单位名义上的省内销售代理商和委托供货单位，同时湖北联兴向销售企业收取一定的销售管理费（一般为国拨基准价的 3%），用于其日常运作，剩余部分作为利润以分红形式返回给全体股东按持股比例享有。其本身不干涉生产企业和经营企业的购销行为，省内销售格局由企业自主竞争形成。

2、硝酸铵

凭借较好的区位优势及成本优势，凯龙股份硝酸铵产品竞争能力较强，收入保持稳定增长；在液态硝酸铵销售市场，其产品市场占有率处于行业领先地位

凯龙股份硝酸铵业务主要由子公司钟祥凯龙运营，如前文所述，为稳定工业炸药生产用硝酸铵的供应，抵抗行业波动风险，凯龙股份于 2005 年成立子公司凯龙钟祥进行硝酸铵的生产，初建产能为 6.25 万吨，2011 年产能改扩建后达到 18.75 万吨。除节假日及季节性原因停工外，钟祥凯龙硝酸铵生产

线基本处于连续开工状态。凯龙股份硝酸铵除满足自身工业炸药生产用需求，以及进一步加工成硝基复合肥外，一部分直接对外销售。2015~2017 年，凯龙股份硝酸铵年产量分别为 16.11 万吨、18.46 万吨及 19.59 万吨，其中对外销售量分别为 9.10 万吨、10.81 万吨及 10.56 万吨。目前，凯龙股份硝酸铵已处于超负荷生产状态，但仍无法满足快速增长的硝基复合肥产品的下游需求。

硝酸铵的生产成本中合成氨的成本占比最高，而合成氨价格波动较大。钟祥凯龙对合成氨的采购采取就近原则，由以晋煤金楚为主的周边供应商提供。晋煤金楚原系凯龙股份参股公司，持股比例为 4.81%。2014 年以来，钟祥凯龙自晋煤金楚处采购的合成氨占全部采购量的比例均在 60%左右。为进一步延伸产业链，实现优势互补，发挥规模效应，2018 年 1 月，凯龙股份以现金方式出资 5669.18 万元，收购晋煤金楚原股东晋煤金石化工投资有限公司、汉金虹电力成套设备有限公司及钟祥楚欣投资有限公司分别持有的晋煤金楚 35.00%、11.80%及 3.66%的股权，收购完成后，凯龙股份合计持有晋煤金楚 55.27%的股权，成为其控股股东。2018 年 2 月，晋煤金楚已完成股权等相关事项的工商变更。为分散采购过于集中的风险，避免晋煤金楚因意外停产等原因造成的供货不足影响，长期以来钟祥凯龙亦与周边 3~4 家其他合成氨供应商保持一定的合作关系。

凯龙股份硝酸铵外销客户主要为省内外其他工业炸药企业，其中省外客户主要位于湖南、江西等地。钟祥凯龙临近省份无大型硝酸铵生产企业，因此其具有一定的区位优势，此外，钟祥凯龙硝酸铵产能利用率高，连续开车时间长，节约了设备运行成本，因此产品还具有一定的成本优势。故近年来在硝酸铵行业竞争愈发激烈的环境下，凯龙股份硝酸铵业务得以保持较强的竞争能力，尤其在液态硝酸铵销售市场，其产品具有较高的市场占有率。

2016 年以来环保限产等政策的出台使得多地硝酸铵生产企业停产，湖北省内硝酸铵供给受到明显影响，价格有所回升，凯龙股份硝酸铵业务板块毛利率也明显上升。2015~2017 年，凯龙股份硝酸铵业务分别实现外销收入 12321.37 万元、14202.92 万元及 15715.60 万元，毛利率分别为 16.45%、21.82%及 20.48%。

表 11：2015~2017 年凯龙股份硝酸铵产品收入及毛利率情况

单位：万元，%

类别	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
液态硝酸铵	7867.66	63.85	19.94	10558.16	74.34	27.15	13761.96	87.57	21.49
颗粒硝酸铵	4453.71	36.15	10.29	3644.76	25.66	6.39	1953.64	12.43	13.36
合计	**12321.37**	**100.00**	**16.45**	**14202.92**	**100.00**	**21.82**	**15715.60**	**100.00**	**20.48**

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

表 12：2015~2017 年凯龙股份硝酸铵地区收入构成情况

单位：万元，%

地区	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
省内	5682.03	46.12	5267.16	37.09	6317.49	40.20
省外	6639.34	53.88	8935.76	62.91	9398.10	59.80
合计	**12321.37**	**100.00**	**14202.92**	**100.00**	**15715.60**	**100.00**

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

3、复合肥

凭借产业链优势，凯龙股份硝基复合肥具有较强的质量及成本优势，发展前景良好，2017 年随着省外市场的进一步开拓，复合肥业务收入大幅增长；但受制于硝酸铵产能，凯龙股份硝基复合肥产能未能完全释放，随着其硝酸铵及复合肥产能的扩张，该板块业务收入及利润贡献有望进一步增长

2014 年 6 月，钟祥凯龙三元硝基复合肥生产线基本建成，开始进行三元硝基复合肥的生产与销售，但钟祥凯龙目前的硝酸铵需同时满足凯龙股份工业炸药以及附近区域工业炸药厂的硝酸铵需求，仅剩余小部分可用于生产硝基复合肥，受制于硝酸铵产能，硝基复合肥产能未能完全释放，亦无法满足快速增长的市场需求。

表 13：2015~2017 年凯龙股份复合肥产品生产、销售情况

单位：万吨

2015 年		2016 年		2017 年	
生产	销售	生产	销售	生产	销售
5.07	4.69	5.30	5.32	9.12	11.23

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

目前凯龙股份复合肥品种主要包括高塔硝硫基、硝硫基氮肥等三元硝基复合肥系列，以及硝酸铵磷等二元复合肥系列。凭借产业链优势，凯龙股份硝基复合肥具有较强的质量及成本优势（凯龙股份可利用自产液态硝酸铵作为硝基复合肥的原材料生产的复合肥能够做到安全水溶，产品质量更优，利用回收硝酸铵生产过程中产生的蒸汽作为热源可以节约成本）。

凯龙股份复合肥业务自 2015 年起实现盈利，2016 年其收入规模略有下降，但毛利率明显上升；2017 年随着省外市场的进一步开拓，复合肥收入大幅上升，毛利率亦有所上涨。目前凯龙股份复合肥市场范围已覆盖湖北、海南、广东、福建、广西、江西、浙江、湖南、云南、贵州、四川、重庆、安徽、江苏、河南、山西、河北及内蒙古等全国 20 多个省市自治区，拥有经销商 500 家左右。2015~2017 年，凯龙股份复合肥业务分别实现外销收入 10877.12 万元、10342.13 万元及 23290.75 万元，毛利率分别为 7.76%、15.52% 及 17.69%。

表 14：2015~2017 年凯龙股份复合肥地区收入构成情况

单位：万元，%

地区	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
省内	8836.98	81.24	6164.69	69.56	4557.96	19.57

地区	2015年		2016年		2017年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
省外	2040.14	18.76	4177.44	47.14	18732.79	80.43
合计	**10877.12**	**100.00**	**10342.13**	**116.70**	**23290.75**	**100.00**

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

总的来看，硝基复合肥业务具有较广阔的市场前景，凯龙股份亦将其作为最具潜力并大力扶持的板块，但硝酸铵产能不足已限制了凯龙股份在硝基复合肥领域的进一步发展。本次募投项目的实施，将解决钟祥凯龙产能受限的问题，同时拓宽化肥品种，有助于凯龙股份复合肥业务的进一步发展。

4、爆破服务

通过新设和收购工程爆破企业，近年来凯龙股份爆破服务业务规模持续扩大，收入增长较快，有效推动其全产业链的发展

为实现生产、销售、爆破服务一体化的经营模式，2012年起凯龙股份向下游积极拓展爆破服务领域，通过新设和收购工程爆破企业，其工程爆破业务规模持续扩大。截至2017年末，凯龙股份已控股包括湖北凯龙工程爆破有限公司、武汉市江夏凯龙爆破有限公司和京山凯龙合力工程爆破有限公司等在内的12家爆破服务子公司，其中拥有二级资质的3家，三级资质的2家，四级资质的7家，主要位于湖北、宁夏、贵州等地。随着业务规模的扩大，凯龙股份爆破服务收入增长较快，2015~2017年分别为9020.94万元、14902.50万元及28119.69万元，毛利率分别为26.88%、37.56%及34.03%。未来，凯龙股份将继续推进工程爆破企业的收购，以进一步扩大其业务规模，推动全产业链的发展。

凯龙股份承揽工程爆破服务业务时一般与客户签订施工服务作业合同，合同条款对应收账款的回收予以明确约定，每一客户回款进度按最低要求在合同中进行约定。爆破服务子公司所需工业炸药部分自内部采购，部分根据运输距离及采购价格对外采购。

（五）其他业务

凯龙股份塑纸包装、纳米碳酸钙及矿石业务可对其收入及利润形成有效补充，矿石业务除可以延长碳酸钙业务产业链外，还能衍生爆破服务需求，使得其整体产业链得到进一步延伸

凯龙股份于1997年成立了天华新材料科技（荆门）股份有限公司（以下简称“天华新材料”），生产纸塑包装制品为其工业炸药提供专业包装材料，同时对外销售。天华新材料可年产纸塑包装制品1000万平米纸箱和5000吨塑料制品。2017年3月，天华新材料在全国中小企业股份转让系统挂牌，股票代码870492，其生产的纸箱包装、塑料壳体、热收缩膜、乳化内包膜片等塑纸包装材料销售至全国30多个省市。

凯龙股份纳米碳酸钙业务原由本部纳米碳酸钙事业部运营，年产能为1.6万吨。2016年11月，凯龙股份以纳米碳酸钙事业部资产为主，与自然人范体国、文仁会等16人共同发起设立荆门市东宝区凯龙矿业股份有限公司（以下简称“东宝矿业”），主要从事石料、石灰及纳米碳酸钙的生产和销售。东宝矿业注册资本10000万元，其中凯龙股份以实物资产及自有资金认缴出资6000万元，占注册资本的60%。东宝矿业拟用三年时间建

成年产千万吨石料生产线、年产百万吨石灰生产线和年产十万吨纳米碳酸钙生产线，其已于2017年11月取得荆门市东宝区邓家湾建筑石料用灰岩矿采矿权，设计生产规模为200万吨/年，截至目前该项目尚处环评阶段。除东宝矿业外，凯龙股份还于2016年底收购了京山凯龙矿业有限公司（以下简称“京山矿业”），故其2017年新增了矿石业务收入，并获得较高的毛利率。设立矿业公司除了可以延长凯龙股份碳酸钙业务产业链外，还能衍生爆破服务需求，使得凯龙股份整体产业链进一步延伸。

表15：2015~2017年凯龙股份塑纸包装、纳米碳酸钙及矿石业务收入、毛利率情况

单位：万元，%

分类	2015年		2016年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
塑纸包装	1956.66	9.29	1079.02	11.88	1088.99	4.46
纳米碳酸钙	2830.61	25.88	2833.20	27.94	3450.65	31.05
矿石	0.00	0.00	0.00	0.00	3757.77	46.52
小计	**4787.27**	**19.10**	**3912.22**	**23.51**	**8297.41**	**34.57**

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

五、管理及战略

凯龙股份组织架构合理，内部管理制度较完善，且高层管理人员任职多年，从业经验丰富，有利于其稳定发展

凯龙股份根据《公司法》、《上市公司治理准则》等法律法规规范及《公司章程》，结合公司业务特点和实际情况，建立了股东大会、董事会、监事会及总经理的法人治理结构。其中，股东会为最高权力机构，行使决定凯龙股份经营方针和投资计划，批准年度财务预算方案、决算方案等职权，股东会由股东按照出资比例行使表决权。凯龙股份董事会由11名董事组成，其中绍兴祥任董事长；董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会及薪酬与考核委员会四个专业委员会，促进董事会科学、高效决策。监事会由6名监事组成，其中职工监事3人、股东大会提名3人，行使对董事、高管人员执行公司职务的行为进行监督等职权。凯龙股份大部分高层管理人员在公司服务多年，较稳定的高管团队在一定程度上保障了公司经营与决策活动的持续性与稳健性，有利于公司业务的长远发展。

表16：凯龙股份主要高级管理人员简历

姓名	职位	履历
邵兴祥	董事长	1957年出生，大专学历，正高职高级经济师，高级政工师，高级职业经理人，曾当选为荆门市人大代表、荆门市人大常委会常委，现为湖北省人大代表、湖北省企业家协会常务理事、全国民爆行业协会常务理事及湖北省民爆行业协会副理事长。1980年进入襄沙化工厂工作，先后任车间工艺技术员、销售科工艺技术员、销售科副科长、化工分厂副厂长、供销科副科长、销售科科长、副厂长兼民爆销售处处长；1994年8月起在凯龙股份工作，任常务副总经理兼市场部经理、党委副书记；现任凯龙

姓名	职位	履历
		股份董事长、党委书记，同时兼任钟祥凯龙董事、麻城凯龙董事、荆门凯龙董事、湖北联兴副董事长、摩根凯龙副董事长、国安防务董事长、龙众能源董事。
刘卫	副董事长兼总经理	1957年出生，大专学历，高级经济师，荆门市劳动模范。1976年3月至1978年10月期间，在荆门县乔姆供销社任会计；1980年9月至1980年11月，在荆门沙洋拾桥粮管所任防化员；1980年12月至1996年4月在荆门市财贸办公室任办事员；1996年5月至2000年11月在荆门市经贸委任科长、委员；现任凯龙股份副董事长、总经理、党委副书记，同时兼任麻城凯龙董事、荆门凯龙董事、钟祥凯龙董事、摩根凯龙董事、国安防务董事。
秦卫国	董事兼总工程师	1961年出生，大学本科，高级工程师，2005年入选荆门市“113人才发展计划一层次”，国家工信部民爆行业专家委员会委员，国家工信部民爆标准化技术委员会委员，2008年度享受国务院特殊津贴，多项科研成果获得省、市科技进步奖。曾任襄沙化工厂化工车间技术员、科长、处长等职；现任凯龙股份董事、总工程师。
胡才跃	董事兼副总经理	1957年出生，大专学历，高级经济师、高级经营师。曾任襄沙化工厂陶纤车间（分厂）统计核算员、主任、副厂长、厂长，襄沙化工厂计划生产处处长、副厂长、厂党委委员，凯龙股份副总经济师，京山凯龙民爆器材有限公司董事长，巴东化工董事长和京山凯龙资产管理有限公司董事长等职；现任凯龙股份董事、副总经理、销售中心经理（兼）、荆门凯龙董事和荆飞马执行董事。
林宏	董事兼副总经理、董事会秘书	1961年出生，在职研究生学历，高级经济师、高级经营师、高级职业经理人。曾任襄沙化工厂团委副书记、物资供应处副处长、供应处处长，凯龙股份办公室主任，京山凯龙民爆器材有限公司董事长、京山凯龙资产管理有限公司董事长、经理等职；现任凯龙股份董事、副总经理、董事会秘书、投资证券处处长（兼）、国安防务董事、凯龙龙焱董事、国安新能源董事长。

资料来源：凯龙股份2017年年报，远东资信整理

凯龙股份根据企业发展需要，合理设置了与公司生产经营规模相适应的组织架构。公司总部主要承担管理职能以及负责工业炸药的生产，总部下设物资采购中心、民爆销售中心等12个职能部门，通过制度化和职业化管理明确了各职能部门责权，提高内部协调运作效率。

凯龙股份根据自身经营特点及管理需要，制定并不断完善了涵盖财务会计、对外投资、安全生产、关联交易等一系列管理制度，通过组织结构控制、会计系统控制、预算控制等多种方法，实现对各个环节的有效控制。

财务管理方面，凯龙股份制定了《资金支付审批管理办法》、《货币资金管理办法》等资金管理制度，资金申请、审核和支付职责分离，审批程序完备；制定了《账户管理办法》,对银行账户的开立、变更进行严格规范；制定了《对外投资管理办法》，明确了对外投资的类型、审批权限、管理机构、财务审计等管理；制定了《筹集资金管理办法》，实行专户存储，财务部门建立募集资金台账，对募集资金使用情况进行跟踪，规范募集资金的使用。

安全生产管理方面，凯龙股份创建了具有企业特色的“360度安全管理模式”，以安全理念文化、安全制度文化、安全执行文化、安全物态文化为构建主体，以内部控制体系、技术研发体系、质量管理体系、项目建设体系、现场管理体系、营销提升体系为创建依托将安全责任落实到作业过程中的各岗位，覆盖研发、生产、管理、服务等各环节，切

实提高企业安全管理效率。2016 年凯龙股份进一步提出从“领导层的思想下意识、管理层的管理下意识、执行层的执行下意识、员工层的行为下意识”四个方面打造“安全下意识”理论体系，保障公司安全生产形势稳定。

关联交易管理方面，凯龙股份制定了《关联交易决策制度》，对关联方交易的类型、关联方的范围及确认标准、关联交易的审批程序、关联交易的执行及披露作了明确规定，规范与关联方的交易行为。

对子公司的管理方面，凯龙股份修订完善了《子公司管理制度》，从子公司高管的委派、财务管理、经营及投资决策管理、重大信息报告、内部审计监督、人力资源管理及绩效考核制度等方面进一步规范了对子公司的管理。

凯龙股份进入第三个战略规划期，在坚持打造民爆全产业链的基础上，适时、适度向新能源、新装备等板块拓展，通过板块整合、延伸，巩固并不断提升行业优势地位，并逐步形成适度多元化的经营格局

2015 年起，凯龙股份进入第三个五年规划，其以民爆器材生产为产业基点，实施“科技研发、原材料产业提档升级、民爆器材产品产销运、工程爆破服务、建筑石料矿产品产销开发”全产业链发展模式，以巩固并不断提升行业优势地位；同时，在深耕主业的同时，适时、适度开辟新的发展领域，向新能源、新材料、新装备”领域谋求发展，逐步形成适度多元化的经营格局。

在此期间，凯龙股份继续对以民爆（爆破、矿业等业务）及化工（硝酸铵、合成氨、复合肥等业务）板块为核心的长产业链进行规模扩充及技术改造，收购了吴忠安盛，扩大了工业炸药产能；收购了多家工程爆破公司扩大了爆破服务业务规模；收购和设立了东宝矿业、京山矿业，进一步延长了民爆产业链；收购湖北晋煤金楚化肥有限责任公司（以下简称“晋煤金楚”），进一步强化对原材料的把控；建立健全复合肥研发机制，使其成为新的支柱产品。此外，凯龙股份着力将企业版图向“新能源”、“新装备”领域延伸，投资设立了湖北凯龙国安防务科技有限公司（以下简称“国安防务”），进入国防装备领域；参与设立新能源汽车并购基金—湖北金弈凯龙新能源汽车产业股权投资合伙企业（以下简称“金弈凯龙”）[2]，投资新能源汽车电池、电机、电控系统的“三电”制造，为进入新能源汽车领域打下坚实基础；拟出资设立产业基金，推动凯龙进军氢能源产业

[2]2017 年 7 月，凯龙股份与浙银信和成都资产管理有限公司（以下简称“浙银信和”）、四川省金羿股权投资基金管理有限公司（以下简称“金羿基金”）、申万宏源证券有限公司（以下简称“申万宏源”）、农谷投资控股集团有限公司(以下简称“农谷投资”)和深圳国安精密机电有限公司(以下简称“国安机电”)分别出资 10900.00 万元、10.00 万元、100.00 万元、48900.00 万元、10000.00 万元和 100.00 万元，共同发起设立新能源汽车并购基金—金羿凯龙，其中凯龙股份为引导级有限合伙人，申万宏源为优先级有限合伙人，农谷投资和国安机电为劣后级有限合伙人，浙银信和和金羿基金为普通合伙人，基金总规模为 70010.00 万元。为保证该并购基金优先级资金的募集和并购基金后续的顺利运作，凯龙股份与优先级合伙人申万宏源签订了《湖北金羿凯龙新能源汽车产业股权投资合伙企业（有限合伙）之远期回购协议》，约定收购申万宏源持有并购基金的优先级份额(具体事项见正文“七、承诺及或有事项部分”）。鉴于优先级合伙人申万宏源实际出资 5000.00 万元，经各合伙人协商，拟以优先级合伙人出资额 5000.00 万元为基数，其他合伙人按各自出资比例同比例减少认缴出资额，凯龙股份第六届董事会第二十六次会议、2017 年度股东大会已审议通过了《关于金羿凯龙新能源汽车产业股权投合伙企业（有限合伙）合伙人同比例减少认缴出资额的议案》，尚待修订相关协议。本次调整后凯龙股份回购义务也同步缩减。

链的战略目标。

六、财务分析

本次评级以凯龙股份提供的 2015~2017 年经审计的合并财务报表作为财务分析基础。凯龙股份 2015~2017 年合并报表由中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了无保留意见的审计报告。2017 年，根据《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会【2017】30 号）要求，凯龙股份在合并利润表和利润表中的“营业利润”项目之上单独列报“资产处置收益”项目，原在“营业外收入”和“营业外支出”的部分非流动资产处置损益，改为在“资产处置收益”中列报，本公司凯龙股份相应追溯重述了比较报表。

凯龙股份近年来营业收入规模不断扩大且维持了较高的毛利率水平，整体盈利能力较强；自 2015 年上市后，资本实力显著增强，有息债务占比不高，资产负债率较低，加之其经营性现金流表现稳定，货币资金存量较高，整体偿债能力强

1、资本结构

首次公开发行完成后，2015 年末凯龙股份实收资本增至 8347.00 万元，2017 年以资本公积转增股本后，其年末实收资本大幅增至 20867.50 万元。得益于成立以来业务规模及盈利积累的增长，加之上市后进行权益性融资，凯龙股份自有资本实力显著增强。2015~2017 年末凯龙股份未分配利润分别为 49894.73 万元、55618.72 万元和 59725.33 万元，净资产分别为 135322.05 万元、155910.44 万元和 165768.43 万元，均呈逐年增长态势。

凯龙股份自 2015 年末挂牌上市后自有资本实力大幅增强，于 2016 年偿还了大部分银行借款，年末负债总额由上年末的 39825.52 下降至 33845.95 万元，2017 年随着并购事项的增加和业务规模的扩大，其资金需求亦扩大，借款规模大幅增加，导致 2017 年末负债总额升至 73461.87 万元，较上年末增长 117.05%。

凯龙股份负债主要为流动负债，近年来流动负债占总负债比例均在 70%以上。凯龙股份流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成（见表 17）。2017 年末凯龙股份短期借款大幅增至 18000.00 万元，较上年末增加 14430.00 万元；应付账款主要系应付供应商货款，其他应付款主要包括应付运输费、保证金、非关联方往来和应付股权款，一年内到期的非流动负债均为即将到期的长期借款。凯龙股份非流动负债主要系长期借款，2016 年末长期借款全部到期还清后，其于 2017 年新增 17000.00 万元信用借款，2017 年末长期借款余额增至 17000.00 万元。

表 17：凯龙股份近年主要负债情况

单位：万元

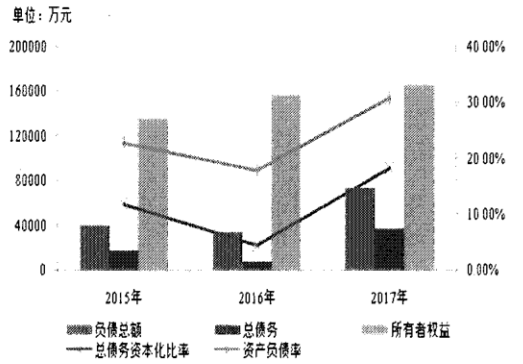
项目	2015 年	2016 年	2017 年
短期借款	5000.00	3570.00	18000.00
应付票据	0.00	500.00	0.00

项目	2015年	2016年	2017年
应付账款	9492.85	8882.47	11095.59
其他应付款	3101.57	5154.99	6821.99
一年内到期的非流动负债	8000.00	3000.00	1000.00
流动负债	**31479.10**	**29766.70**	**51703.34**
长期借款	5000.00	0.00	17000.00
长期应付款	81.82	81.82	1164.34
非流动负债	**8346.42**	**4079.25**	**21758.53**
负债总额	**39825.52**	**33845.95**	**73461.87**

资料来源：凯龙股份 2015~2017 年审计报告，远东资信整理

凯龙股份有息债务主要为银行借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和长期应付款中的有息债务部分，2015~2017 年末其总债务分别为 18081.82 万元、6651.82 万元和 37164.34 万元。从债务期限结构来看，2015~2017 年末凯龙股份短期债务/长期债务分别为 2.56 倍、80.30 倍和 1.05 倍，2017 年其债务期限结构有所改善。2015~2017 年末，凯龙股份资产负债率分别为 22.74%、17.84%和 30.71%，总债务资本化比率分别为 11.79%、4.09%和 18.31%。2017 年以来，随着有息债务的扩大，凯龙股份的负债率与总债务资本化比率均增长较快，但仍处于较低水平。未来，随着凯龙股份产能及产业链的进一步扩大，资金需求将上升，其债务规模或将有所扩大。

图 7：2015~2017 年末凯龙股份资本结构



资料来源：凯龙股份 2015~2017 年审计报告，远东资信整理

2、资产质量

2015~2017 年末凯龙股份资产总额分别为 175147.57 万元、189756.39 万元和 239230.30 万元，其中流动资产占比重分别为 56.35%、50.92%和 43.11%，主要系货币资金、应收账款、存货和其他流动资产（见表 18）。2016 年末货币资金较 2015 年末大幅下降，原因主要系凯龙股份以募集资金置换先期投入的自筹资金之后归还银行贷款、使用闲置资金购买银行理财以及以现金方式支付股权收购款所致。近年来凯龙股份应收款项增长较快，主要系业务规模扩大所致，但鉴于其应收账款账龄主要集中在一年以内，坏账风险相对可控。凯龙股份存货主要系原材料、库存商品及发出商品，在产品占比很小，2017 年随着生产经营规模扩大，库存商品大幅增加。凯龙股份的其他流动资产原先主要为预缴税费和待抵扣进项税，2016 年因流动资金存量较充足，新增 36400.00 万元理财产品，由此使得年末其他流动资产大幅增加，2017 年末凯龙股份其他流动资产为 26811.32 万元，主要仍为理财产品。总体来看，凯龙股份流动资产质量较好。

表 18：凯龙股份近年主要流动资产情况

单位：万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年
货币资金	75735.23	27789.79	29818.72
应收账款	10754.86	15067.23	18183.65
存货	7847.01	7938.07	12178.76
其他流动资产	801.88	36909.77	26811.32
流动资产合计	**98693.64**	**96629.65**	**103124.27**

资料来源：凯龙股份 2015~2017 年审计报告，远东资信整理

凯龙股份非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉（见表 19）。2017 年末凯龙股份长期股权投资大幅增长 226.13%，主要系新增对湖北金羿凯龙新能源汽车股权投资合伙企业投资 10900.00 万元所致。凯龙股份固定资产主要系厂房、构筑物、设备及运输工具等，近年来随着对相关企业的不断收购，其固定资产规模明显扩大。2017 年因技术改造及生产线建设项目的增加，凯龙股份在建工程有所增加。凯龙股份无形资产主要系土地使用权、非专利技术、专利权、采矿权等，其中 2016 年无形资产大幅增加主要系收购 2 家矿业公司取得采矿权以及国安防务少数股东深圳国安精密机电有限公司以专利技术向国安防务出资所致。凯龙股份商誉系非同一控制下企业合并产生，2017 年来商誉大幅增加，主要系收购多家子公司所致。

表 19：凯龙股份近年主要非流动资产情况

单位：万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年
可供出售金融资产	3134.56	1938.56	1669.09
长期股权投资	4804.00	4770.49	15557.95
固定资产	53838.15	60408.08	66723.81
在建工程	1037.23	1765.21	5370.05
无形资产	10392.81	15784.18	16713.42
商誉	126.42	5331.93	20253.80
非流动资产合计	**76453.93**	**93126.73**	**136106.03**

资料来源：凯龙股份 2015~2017 年审计报告，远东资信整理

3、盈利能力

近年来，凯龙股份营业收入不断增长，2015~2017 年分别为 89060.49 万元、95371.32 万元和 135895.04 万元。作为行业内拥有完整产业链的企业，凯龙股份具有较强的成本控制能力，产品利润空间较大，2015~2017 年其综合毛利率分别为 37.75%、41.73%和 37.06%。

凯龙股份期间费用以销售费用和管理费用为主，并呈逐年增长的趋势。2015~2017 年凯龙股份期间费用分别为 20520.41 万元、24693.38 万元和 33954.61 万元，销售费用的增长由工业炸药及硝酸铵、复合肥销量增加以及省外销量比重上升导致运输费用有所增长所致；管理费用的增长主要由纳入合并范围的子公司数量增加以及研发费用投入力度加大所致。凯龙股份银行借款规模控制较合

理，加之2015年末挂牌上市后货币资金存量较为充裕，银行借款大幅减少，同时亦可获得一定的利息收入，2015~2016年凯龙股份财务费用降幅明显，但随着2017年银行借款规模的增加，财务费用亦有所增长。2015~2017年凯龙股份期间费用率分别为23.04%、25.89%和24.99%，出现小幅波动。

表20：凯龙股份近年期间费用情况

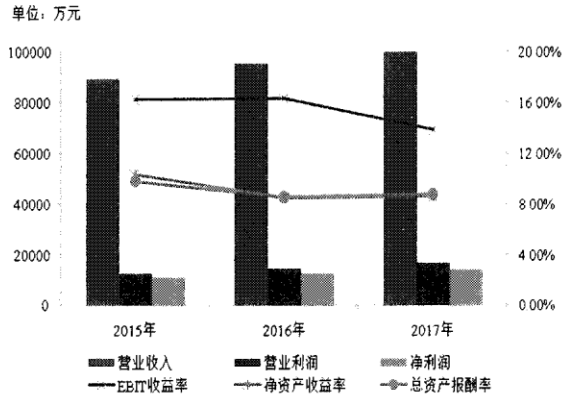
单位：万元、%

项目	2015年	2016年	2017年
销售费用	10705.83	13777.28	15851.86
管理费用	8785.74	10681.05	17060.69
财务费用	1028.84	235.05	1042.06
期间费用	20520.41	24693.38	33954.61
期间费用率	23.04	25.89	24.99

资料来源：凯龙股份2015~2017年审计报告，远东资信整理

2015~2017年凯龙股份营业利润分别为12515.51万元、14333.75万元和17380.64万元，保持逐年增长。2015~2017年，凯龙股份营业外收入分别为770.48万元、960.99万元和219.04万元，其中2015及2016年营业外收入中政府补助为628.78万元和861.17万元。2017年，根据财政部印发的《关于印发修订<企业会计准则第16号——政府补助>的通知》（财会【2017】15号），凯龙股份对当期政府补助进行了调整至其他收益科目披露，2017年凯龙股份获得的其他收益为717.54万元。2015~2017年，凯龙股份分别实现净利润10941.22万元、12353.80万元和13820.43万元。2015~2017年凯龙股份总资产报酬率分别为9.81%、8.54%和8.77%；净资产收益率分别为10.32%、8.48%和8.59%。总体来看，凯龙股份近年来经营规模逐年扩大，产品亦保持较大的利润空间，盈利能力较强。

图8：2015~2017年凯龙股份经营效益情况



资料来源：凯龙股份2015~2017年审计报告，远东资信整理。

4、现金流

2015~2017年，凯龙股份经营活动现金净流入分别为19743.64万元、14593.99万元和15640.91万元，经营性现金流表现良好。

2015~2017年凯龙股份投资活动现金净流出分别为3558.18万元、47205.15万元和36738.00万元，其中2016年因利用闲置资金新增36400.00万元理财产品，加之收购多家企业，以及新增工程项目投入，致使其投资性现金净流出大幅增加，2017年因收购企业较多，其投资性现金净流出规模仍较大。

从筹资活动的现金流情况来看，2015 年得益于年末挂牌上市，凯龙股份取得募集资金 52282.81 万元，筹资活动现金净流入高达 44900.46 万元；2016 年因偿还部分银行借款，当年其筹资活动现金流为净流出 15334.28 万元。2017 年凯龙股份现金需求扩大，主要通过新增银行借款予以弥补，当期其筹资活动现金净流入为 23126.64 万元。

表 21：2015~2017 年凯龙股份现金流相关指标

单位：万元

项目	2015 年	2016 年	2017 年
销售商品、提供劳务收到的现金	76667.12	81409.28	120996.52
经营活动现金净流入	19743.64	14593.99	15640.91
投资活动现金净流入	-3558.18	-47205.15	-36738.00
筹资活动现金净流入	44900.46	-15334.28	23126.64

资料来源：凯龙股份 2015~2017 年审计报告，远东资信整理

5、偿债能力

从短期偿债指标来看，2015~2017 年末凯龙股份流动比率分别为 313.52%、324.62% 和 199.45%，速动比率分别为 287.37%、290.15% 和 160.84%，2017 年由于短期借款的增加，流动资产对流动负债的覆盖程度有所下降，但仍处于较高水平。

随着凯龙股份经营规模的扩大，其 EBITDA 亦有所增长，2015~2017 年分别为 20910.57 万元、22592.73 万元和 27913.92 万元。凯龙股份 EBITDA 对总债务及其利息偿付的保障能力较好，2015~2017 年总债务/EBITDA 分别为 0.86 倍、0.29 倍和 1.33 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 17.05 倍、46.85 倍和 20.28 倍。此外，凯龙股份现金流获取能力较强，经营性净现金流对债务的保障程度亦较高，2015~2017 年其经营性现金净流入/总债务分别为 1.09 倍、2.19 倍和 0.42 倍。

表 22：2015~2017 年凯龙股份偿债能力相关指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
总债务（万元）	18081.82	6651.82	37164.34
EBITDA（万元）	20910.57	22592.73	27913.92
流动比率（%）	313.52	324.62	199.45
经营性现金净流入/总债务（倍）	1.09	2.19	0.42
总债务/EBITDA（倍）	0.86	0.29	1.33
EBITDA 利息保障倍数（倍）	17.05	46.85	20.28

资料来源：凯龙股份 2015~2017 年审计报告，远东资信整理

凯龙股份银企关系较好，未使用银行授信额度较大，截至 2017 年 12 月 31 日，其获得银行授信额度合计为 94000 万元，其中尚未使用授信额度为 58000 万元。同时凯龙股份为上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，具有良好的财务弹性。

七、承诺及或有事项

2017 年 7 月 26 日，凯龙股份 2017 年第三次临时股东大会审议通过了《关于拟签署新能源汽车并购基金远期回购协议的议案》，其与申万宏源签订《湖北金羿凯龙新能源汽车产业股权投资合伙企业（有限合伙）之远期回购协议》。根据协议，凯龙股份承诺，自优先级合伙人申万宏源（以其管理的“申万宏源浙蓉 1 号定向资产计划”项下资金履行出资义务）对基金的实缴出资日起，基金运营一年后，在随后的四年间的每个收购日，凯龙股份或其指定的第三方分别按照申万宏源实缴出资额的 10%、20%、20%、50%的比例对其优先级有限合伙份额进行分批收购，回购金额最高额度不超过 63000.00 万元（申万宏源实缴出资额及 5 年对应门槛收益合计数）。申万宏源认缴出资额缩减为 5000.00 万元后，凯龙股份的回购义务也同步缩减，即回购义务最高额度不超过 6500.00 万元。

截至 2017 年 12 月 31 日，凯龙股份无其他对外担保，亦无会对其产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

八、债务履约情况

根据中国人民银行信贷征信系统查询的《企业信用报告》（机构信用代码为 G1042080200012980T），截至 2018 年 3 月 7 日，凯龙股份无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

九、本期债券偿还保障措施

本期债券由荆门市城市建设投资有限公司（以下简称“荆门城投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

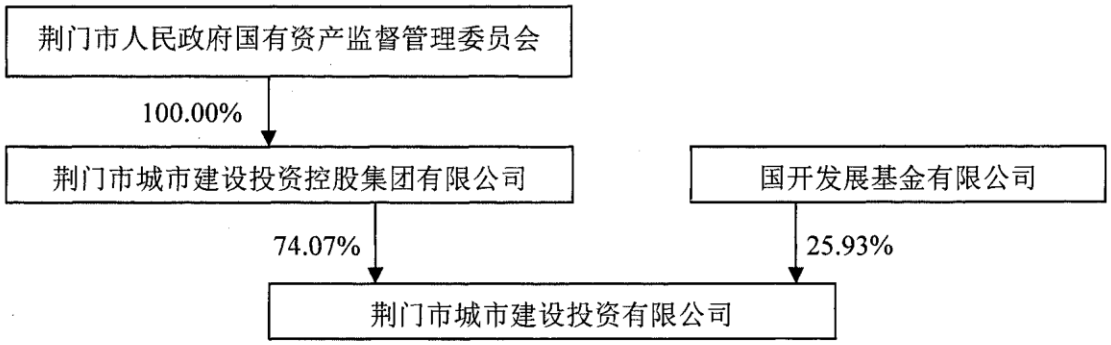
（一）担保主体概况

荆门城投前身系荆门市城市建设投资公司（以下简称“荆门城建”），成立于 2001 年 3 月 9 日，系由荆门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“荆门市国资委”）出资组建的全民所有制企业。荆门城建初始注册资本为 5.75 亿元，其中荆门市国资委以实物出资 4.23 亿元，以货币出资 1.52 亿元。2007 年 9 月与 2008 年 8 月，荆门市国资委对其进行两次增资，增资完成后其注册资本增至 13.00 亿元，截至 2016 年末其注册资本保持不变。

2016 年，根据市政府专题会议纪要（第 57 号）要求，荆门市为加强政府投融平台公司统筹管理，提高投融资能力，实现转型发展，决定整合荆门城建，荆门城建集团有限公司、荆门市物资总公司和荆门实业投资公司，组建成立荆门市城市建设投资控股集团有限公司（以下简称“荆门城控”），作为服务荆门城市建设和转型发展的专业性投融资平台，主要承担荆门市中心城区重点项目投融资和建设、城市公共资源经营和特许经营、城市棚户区改造、城中区改造、保障房开发等职能。2017 年 3 月，荆门市国资委将荆门城建划拨至荆门城控；4 月，荆门城建更为现名，同时新股东国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）向其增资 4.55 亿元，荆门城投注册资本增至 17.55 亿元，其中荆门城控持股 74.07%，国开基金持股 25.93%。截至 2017 年末，荆门城投注册资本与股权结构保持不变，实际控制人仍为荆门市国资委。本次股权转让对荆门城投业务经营无重大影响。

作为荆门市基础设施建设主要的投资主体和经营主体，荆门城投承担着筹措城市建设资金、土地开发、城市基础设施建设以及经营性项目开发等职能。经过多年的发展，荆门城投已形成了多元化业务格局，业务涵盖城市基础设施建设、土地一级开发、水务运营、公共交通运营和担保公司等。截至 2017 年 9 末，荆门城投纳入合并报表范围的子公司共 15 家（具体见附录四）。

图 9：截至 2017 年末荆门城投股权结构



资料来源：荆门城投提供，远东资信整理

截至 2016 年末，荆门城投总资产为 291.58 亿元，同比增长 25.60%，净资产为 129.65 亿元，同比增长 4.18%。2016 年，荆门城投实现营业收入 14.32 亿元，同比增长 25.60%；实现净利润 1.68 亿元，同比减少 44.75%。

截至 2017 年 9 月末，荆门城投总资产为 333.50 亿元，净资产为 147.29 亿元。2017 年 1~9 月荆门城投实现营业收入 2.48 亿元，实现净利润 0.47 亿元。

（二）担保主体业务运营

长期以来，土地开发及基础设施建设系荆门城投最重要的收入和利润来源，但受土地出让计划及基础设施建设项目收入结转不稳定影响，以上两板块的收入和利润波动性大；供水业务与公交运营业务发展稳定，对其业务收入形成有效补充，但因公益属性，公交运营业务长期处于毛利亏损状态

荆门城投主要从事城市基础设施建设、土地储备开发、公交运营、供水运营、融资担保等业务。土地开发及基础设施建设长期以来系荆门城投最重要的收入和利润来源，但受土地出让计划及基础设施建设项目建设周期长收入结转不稳定影响，以上两板块的收入和利润波动性大。2017 年前三季度，荆门城投未有土地出让，无土地开发业务，且因完工项目少，工程施工收入规模亦较小。供水业务与公交运营业务发展稳定，对荆门城投主营业务收入形成有效补充，但因公益属性，公交运营业务毛利处于亏损状态。得益于荆门城投在荆门市城市基础设施建设投资领域的重要地位，其获得了股东的有力支持，有助于其业务的稳定发展。

表 23：2015~2016 年及 2017 年 1~9 月荆门城投主营业务收入构成情况

单位：亿元，%

类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发	5.34	69.31	6.22	70.00	2.29	100.00	0.00	0.00
工程施工	1.75	11.81	2.55	19.81	9.27	15.37	0.28	58.21
供水业务	0.64	27.87	0.63	23.98	1.32	39.86	0.82	31.94
材料销售	0.55	29.87	0.63	23.95	0.07	66.63	0.00	0.00
公交运营	0.81	-50.53	0.85	-51.73	0.94	-63.16	0.70	-86.70
担保费	0.49	100.00	0.40	100.00	0.24	100.00	0.07	100.00
其他	0.12	99.46	0.42	93.95	0.20	94.27	0.62	96.46
合计	9.70	45.87	11.70	47.14	14.33	28.78	2.48	19.60

资料来源：荆门城投提供，远东资信整理

（三）担保主体财务分析

本次财务分析以荆门城投 2014~2016 年经审计合并财务报表以及 2017 年 9 月未经审计合并财务报表作为财务分析基础。2014、2015 年合并报表由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016 年合并报表由中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均出具了无保留意见的审计报告。

近年来，随着城市基础设施业务的增加，荆门城投债务规模不断扩大，且有息债务占比较高，债务压力有所加大；但荆门城投在荆门市基础设施建设投融资领域具有显著地位，可获得较大的财政支持，且其银企关系良好，融资渠道较通畅，财务弹性良好，整体偿债能力较强

2017 年增资后，荆门城投实收资本由 2016 年末的 13.00 亿元增至 2017 年 9 月末的 17.55 亿元，加之盈利的积累，其资本实力进一步加强。2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，荆门城投所有者权益分别为 116.90 亿元、124.45 亿元、129.65 亿元和 147.29 亿元。随着荆门城投承建城市基础设施项目的不断增加，其负债规模亦持续增长。2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，荆门城投总负债分别为 61.38 亿元、107.70 亿元、161.93 亿元和 186.21 亿元，且以非流动负债为主，近年来非流动负债占总负债的比重均在 80%以上（荆门城投主要负债情况见表 24）。长期借款和应付债券的快速增加导致荆门城投有息债务亦逐年增长，且主要集中于长期债务。2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，荆门城投资产负债率分别为 34.43%、46.39%、55.53%和 55.83%；总债务资本化比率分别为 29.51%、39.89%、50.79%和 52.10%，均呈逐年上升态势。未来随着基础设施建设项目的增加，荆门城投负债规模或将进一步扩大。

表 24：荆门城投近年主要负债情况

单位：亿元

科目	2014	2015	2016	2017.9
应付账款	1.36	2.36	1.86	1.71
其他应付款	2.98	13.25	17.07	17.01
流动负债合计	**6.41**	**18.83**	**24.16**	**20.30**
长期借款	21.69	45.25	73.01	90.14
应付债券	24.85	24.54	41.90	55.69
非流动负债合计	**54.97**	**88.87**	**137.77**	**165.90**

科目	2014	2015	2016	2017.9
负债总计	**61.38**	**107.70**	**161.93**	**186.21**
有息债务	**46.62**	**82.63**	**140.86**	**160.24**

资料来源：荆门城投 2014~2016 年审计报告及 2017 年 9 月未经审计财务报表，远东资信整理

随着业务规模的扩大，近年来荆门城投总资产增长较快。2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，其总资产分别为 178.28 亿元、232.15 亿元、291.58 亿元和 333.50 亿元，其中非流动资产占总资产的比重在 55%以上。荆门城投流动资产主要为存货、货币资金和其他应收款（荆门城投主要资产构成见表 25）。荆门城投非流动资产主要为在建工程和无形资产，其中无形资产占比较大，主要包括土地使用权、林业资产等。荆门城投 2016 年起不再新增土地，随着存量土地的出让，其无形资产规模有所减少。而随着城市基础设施建设力度加大，荆门城投在建工程规模逐年增长。

表 25：荆门城投近年主要资产情况

单位：亿元

科目	2014	2015	2016	2017.9
存货	42.00	58.33	54.08	54.67
货币资金	12.27	34.07	47.31	55.09
其他应收款	12.36	14.44	21.35	24.29
流动资产合计	**68.30**	**109.91**	**127.31**	**144.85**
在建工程	28.28	41.18	72.99	96.56
无形资产	74.80	74.00	68.52	68.45
非流动资产合计	**109.99**	**122.24**	**164.27**	**188.65**
资产总计	**178.28**	**232.15**	**291.58**	**333.50**

资料来源：荆门城投 2014~2016 年审计报告及 2017 年 9 月未经审计财务报表，远东资信整理

2014~2016 年，荆门城投分别实现营业收入 9.70 亿元、11.71 亿元和 14.33 亿元，其中土地开发和工程施工为主要收入来源。2016 年荆门城投毛利率为 28.78%，较前两年大幅下降，主要系其 2016 年毛利率较高的土地开发业务数量减少所致。2017 年 1~9 月，由于期间荆门城投无土地开发收入，加之基础设施建设完工项目少，收入大幅减少，毛利率亦有所下降。从期间费用来看，2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，荆门城投期间费用分别为 2.70 亿元、3.19 亿元、3.01 亿元和 0.66 亿元，其中管理费用占比较高。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，荆门城投营业外收入分别为 0.47 亿元、1.00 亿元和 1.01 亿元和 0.54 亿元，以政府补助利得为主，可对其盈利形成补充。

2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，荆门城投分别实现净利润 1.92 亿元、3.03 亿元、1.68 亿元和 0.47 亿元。从盈利指标来看，2014~2016 年荆门城投总资产报酬率分别为 2.04%、2.29%和 0.98%；净资产收益率分别为 1.83%、2.51%和 1.32%。

受新基建项目启动等因素影响，荆门城投项目投入资金规模较大，而资金回笼较少，近三年其经营活动现金净流出规模持续扩大，2014~2016 年分别净流出 2.96 亿元、4.69 亿元和 14.30 亿元，经营性现金流无法对债务提供有效保障。2014~2016 年，荆门城投投资性活动现金分别净流出 1.58 亿元、0.42 亿元及 34.14 亿元。因参股、新设多家公司及参与设立项目产业基金，2016 年荆门城投投资活动现金净流出规模较大。近年来荆门城投通过债务融资为项目运营提供资金，2014~2016 年筹资活动现金分别净流入 2.59 亿元、23.90 亿元及 61.77 亿元，2016 年同比大幅增长，主要系 12 亿元荆门管廊项目债及 10 亿元非金融企业债务融资工具的发行所致。

2014~2016 年末及 2017 年 9 月末荆门城

投流动比率分别为 10.65 倍、5.84 倍、5.27 倍和 7.13 倍；速动比率分别为 4.10 倍、2.74 倍、3.02 倍和 4.38 倍，流动资产对流动负债的保障能力有所减弱。2014~2016 年，荆门城投 EBITDA 分别为 4.23 亿元、5.96 亿元和 3.29 亿元，EBITDA 利息保障倍数分别为 3.43 倍、4.07 倍和 4.15 倍，总债务/EBITDA 分别为 11.02 倍、13.86 倍和 42.81 倍，EBITDA 对其债务的覆盖程度大幅下降。但荆门城投在荆门市基础设施建设投融资领域具有显著地位，荆门市政府提供的财政补贴，可为其债务偿还提供一定支持。荆门城投银企关系良好，截至 2016 年末，荆门城投共获得银行授信额度 67.10 亿元，其中尚未使用额度为 28.00 亿元，充足的授信额度可为公司未来发展提供一定的资金来源，此外，荆门城投还通过发行债券进行融资，具有良好的财务弹性。整体来看，荆门城投偿债能力较强。

（四）债务履约情况

截至 2018 年 2 月末，荆门城投发行的债券均正常付息，未发生违约情况。根据中国人民银行信贷征信系统查询的《企业信用报告》（机构信用代码为 G1042080200016700H），截至 2018 年 1 月 10 日，荆门城投无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

综合以上，远东资信评定荆门城投主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。整体看，荆门综合实力强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可为本期债券本息的偿付提供较强保障。

十、评级结论

凯龙股份作为湖北省民爆行业龙头企业，系行业内少数拥有硝酸铵自主生产能力的企业，通过“科研、生产、销售、爆破服务”一体化的经营模式建立了全产业链优势，对产品成本和质量有较强的把控能力，市场竞争能力强。其工业炸药销售在湖北省内稳居首位，且省外市场发展快速。近年来凯龙股份收入规模持续扩大，复合肥及爆破服务板块发展良好，收入结构不断优化，并具有较强的盈利能力。自上市后凯龙股份资本实力显著增强，并具有良好的财务弹性，整体偿债能力强。远东资信同时关注到，民爆行业需求与矿山开采、基础设施建设等固定资产投资密切相关，凯龙股份经营受宏观经济波动影响较大；此外近年来其产业链持续扩张，资金需求的扩大或推动其债务规模的上升。

本期债券由荆门城投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。荆门城投作为荆门市重要的城市基础设施投资和运营主体，在业务运营方面具有一定的区域专营优势，并可获得股东有力支持，综合实力强，可为本期债券本息的偿付提供较强的保障。

综上，远东资信评定凯龙股份主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定；评定担保主体荆门城投主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定；评定凯龙股份 2018 年公开发行可转换公司债券的信用等级为 AA 级。

湖北凯龙化工集团股份有限公司

2018年公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据国际惯例与监管部门的要求，上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）将在本次债券的存续期内，每年对湖北凯龙化工集团股份有限公司（以下简称 “凯龙股份”）本次发行的债券进行一次定期跟踪评级和不定期跟踪评级，持续揭示其信用状况变化。

定期的跟踪评级将于凯龙股份及担保主体荆门市城市建设投资有限公司（以下简称“荆门城投”）每个会计年度审计报告出具后进行一次。届时，凯龙股份及荆门城投需向远东资信提供最新的财务报告及其他相关资料。远东资信将根据其信用状况的变化对凯龙股份及荆门城投进行电话访谈或实地调查并据此综合分析，决定是否调整其信用等级，并在凯龙股份及荆门城投公布年度审计报告后2个月内出具跟踪评级报告，并按照监管部门要求进行信息披露。

不定期的跟踪评级是指远东资信在本次债券存续期内，将持续关注凯龙股份及荆门城投的经营情况及相关信息，对公司的风险程度和偿还能力进行全面的跟踪监测。如发现凯龙股份及荆门城投发生影响债券信用等级的重大事项，远东资信将要求凯龙股份或荆门城投提供相关资料并就该事项进行电话访谈或实地调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用级别，出具不定期跟踪评级报告，并按照主管部门的要求进行信息披露。凯龙股份或荆门城投在发生上述重大事项时，应及时通知远东资信并详细说明情况，提供相关资料，配合远东资信进行跟踪评级工作。

如凯龙股份或荆门城投未能及时提供上述资料，远东资信将根据收集的公开材料进行分析，并据此调整信用等级。必要时，远东资信可宣布信用等级暂时失效直至凯龙股份或荆门城投提供上述资料。

每期跟踪评级结束后，跟踪评级结果在向凯龙股份提交的同时报送交易场所和监管机构。跟踪评级结果将在交易所、证券业协会、本公司及中国证监会指定的其他网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于其他网站）。

上海远东资信评估有限公司

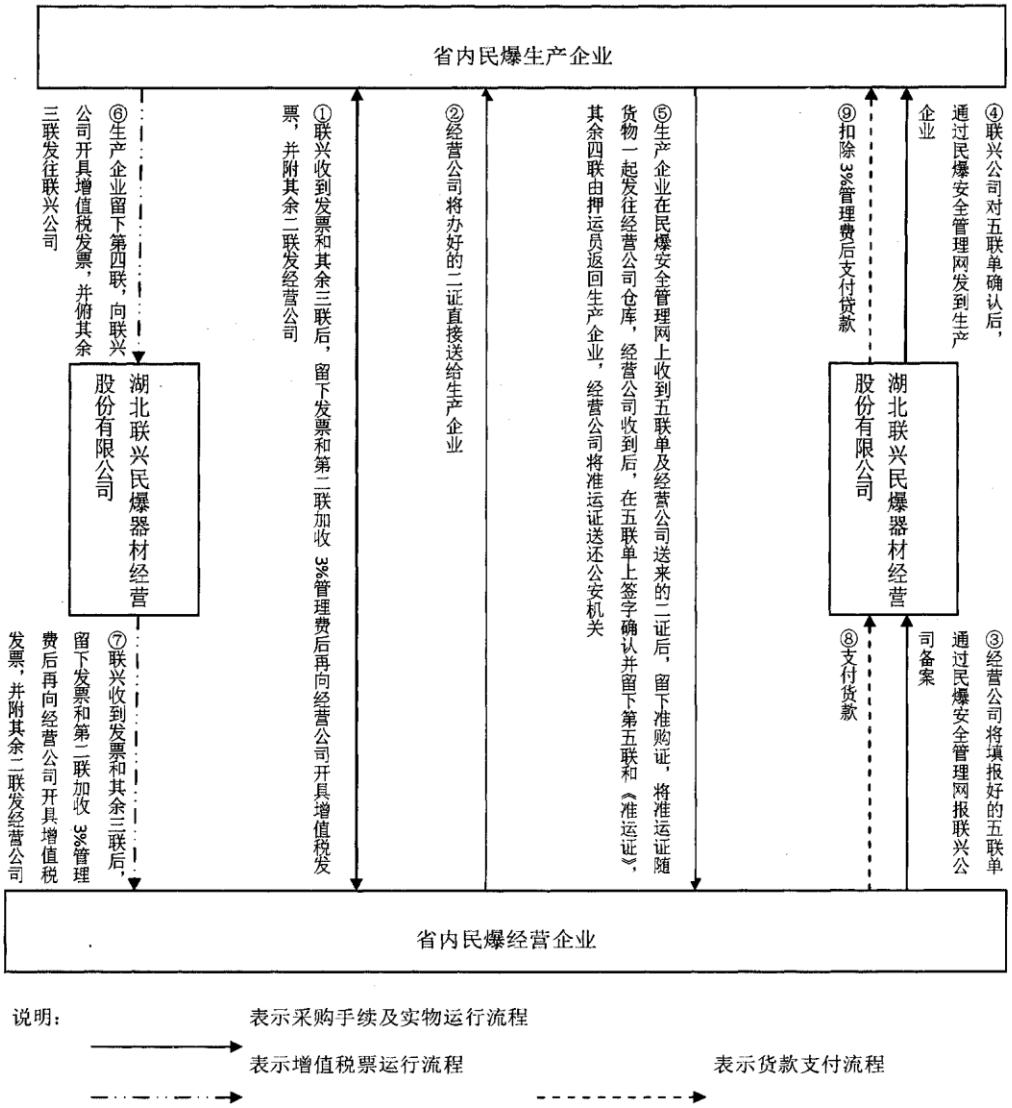
二〇一八年四月十七日

附录一： 2017 年凯龙股份纳入合并范围的子公司情况

序号	子公司名称	简称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	天华新材料科技（荆门）股份有限公司	天华新材料	一般制造业	1322.00	65.05
2	钟祥凯龙楚兴化工有限责任公司	钟祥凯龙	化工制造业	19090.00	93.03
3	荆门凯龙民爆器材有限公司	荆门凯龙	民爆器材销售	1600.00	51.00
4	武汉市江夏凯龙爆破工程有限公司	江夏凯龙爆破	爆破服务	100.00	51.00
5	湖北凯龙工程爆破有限公司	湖北凯龙爆破	爆破服务	3938.00	100.00
6	京山凯龙合力工程爆破有限公司	京山凯龙爆破	爆破服务	800.00	70.00
7	湖北荆飞马货物运输有限公司	荆飞马货运	货物运输	200.00	100.00
8	宁夏三和工程爆破有限公司	宁夏三和爆破	爆破服务	300.00	92.00
9	麻城凯龙科技化工有限公司	麻城凯龙	化工制造业	706.00	51.00
10	贵州兴宙爆破工程有限公司	贵州兴宙爆破	爆破服务	1000.00	51.00
11	毕节市贵铃爆破工程及监理有限公司	毕节贵铃爆破	爆破服务	1000.00	51.00
12	贵州兴宙运输有限公司	兴宙运输	货物运输	100.00	51.00
13	贵州凯龙万和爆破工程有限公司	贵州凯龙爆破	爆破服务	3468.32	51.00
14	贵州凯龙和兴危险货物运输有限公司	和兴货运	货物运输	100.00	51.00
15	湖北凯龙国安防务科技有限公司	国安防务	制造业	19608.00	51.00
16	荆门市东宝区凯龙矿业股份有限公司	东宝矿业	矿产开采	10000.00	60.00
17	京山凯龙矿业有限公司	京山矿业	矿产开采	10000.00	41.00
18	吴忠市安盛民爆有限公司	安盛民爆	民爆器材生产销售	1100.00	85.00
19	吴忠市天力民爆器材专营有限公司	天力民爆	民爆器材销售	10.00	85.00
20	贵定县顺翔危险货物运输有限公司	顺翔货运	货物运输	600.00	51.00
21	黔南州安平泰爆破工程有限公司	黔南安平泰爆破	爆破服务	800.00	51.00
22	湖北凯龙龙焱能源科技有限公司	龙焱能源	制造业	16000.00	51.00
23	湖北新锐祥机电股份有限公司	新锐祥机电	工程设备安装制造	3000.00	55.00
24	巴东凯龙化工建材有限公司	巴东建材	建材化工销售	700.00	94.00
25	黄冈市永佳爆破有限公司	黄冈永佳爆破	爆破服务	350.00	51.00
26	巴东县拓能爆破工程有限公司	巴东拓能爆破	爆破服务	200.00	75.00
27	湖北凯龙楚兴商贸有限责任公司	楚兴商贸	商业贸易	1000.00	100.00
28	京山花山矿业有限公司	花山矿业	矿产开采	4980.00	91.97
29	京山长档口矿业有限公司	长档口矿业	矿产开采	1800.00	80.00
30	京山京安工程爆破有限公司	京安爆破	爆破服务	600.00	51.00
31	荆门市强锐爆破服务有限公司	强锐爆破	爆破服务	300.00	51.00

资料来源：凯龙股份 2017 年审计报告，远东资信整理

附录二：湖北联兴销售模式



资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

附录三：凯龙股份主要财务数据及指标

单位：万元、%

科目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
资产总额	175147.57	189756.39	239230.30
所有者权益	135322.05	155910.44	165768.43
总债务	18081.82	6651.82	37164.34
净债务	-57653.41	-21137.97	7345.62
营业收入	89060.49	95371.32	135895.04
利润总额	13231.41	15099.63	17433.25
净利润	10941.22	12353.80	13820.43
EBITDA	20910.57	22592.73	27913.92
经营性净现金流	19743.64	14593.99	15640.91
财务指标			
应收账款周转速度（次）	6.40	5.38	5.74
存货周转速度（次）	6.23	6.90	8.37
总资产周转速度（次）	0.60	0.52	0.63
现金收入比	240.59	93.36	57.67
毛利率	37.75	41.73	37.06
总资产报酬率	9.81	8.54	8.77
净资产收益率	10.32	8.48	8.59
总债务资本化比率	11.79	4.09	18.31
资产负债率	22.74	17.84	30.71
流动比率	313.52	324.62	199.45
速动比率	287.37	290.15	160.84
经营性现金流动负债比	62.72	49.03	30.25
EBITDA 利息保障倍数(倍)	17.05	46.85	20.28
总债务/ EBITDA (倍)	0.86	0.29	1.33

资料来源：凯龙股份 2015~2017 年审计报告，远东资信整理

附录四： 2017 年 9 月末荆门城投纳入合并范围的子公司情况

序号	子公司名称	简称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	荆门实业投资公司	实业投资	投资开发	10000.00	100.00
2	荆门市供水总公司	供水总共公司	自来水供应	4411.00	100.00
3	荆门市城市公共交通总公司	公交总公司	城市公交客运	2200.00	100.00
4	荆门市天城小额贷款公司	天城小贷	小额贷款	10000.00	50.00
5	荆门市十里牌林场	十里牌林场	苗木生产销售	1500.00	100.00
6	荆门市天城市政建设有限公司	天城市政	工程建设	20000.00	1000.00
7	荆门中小企业信用担保有限责任公司	中小企业担保	担保及相关业务	26000.00	57.40
8	荆门顺泰城镇化建设投资有限公司	顺泰建设	工程建设	20000.00	100.00
9	荆门盛业城镇化建设投资有限公司	盛业建设	工程建设	14000.00	70.00
10	荆门宾馆经营有限公司	荆门宾馆	宾馆经营	190.00	95.00
11	荆门市天城地下管廊有限公司	荆门地下管廊	地下综合管廊投资融、建设及运营	2700.00	90.00
12	荆门市天城户外广告资产经营有限公司	天城广告	户外广告资源管理	100.00	100.00
13	荆门市财源城市投资有限公司	财源投资	市政项目投资	3010.00	86.00
14	荆门城投停车场投资经营有限公司	荆门停车场	停车场投资、建设及经营	1000.00	100.00
15	江汉枢纽（荆门）保税物流有限公司	江汉保税物流	保税物流	10000.00	100.00

资料来源：荆门城投提供，远东资信整理

附录五：荆门城投主要财务数据及指标

单位：亿元、%

科目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
资产总额	178.28	232.15	291.58	333.50
所有者权益	116.90	124.45	129.65	147.29
总债务	46.62	82.63	140.86	160.24
净债务	34.35	48.56	93.55	105.14
营业收入	9.70	11.71	14.33	2.48
利润总额	2.10	3.23	1.78	0.47
净利润	1.92	3.03	1.68	0.47
EBITDA	4.14	5.96	3.75	--
经营性净现金流	-2.96	-4.69	-14.30	-8.07
财务指标				
应收账款周转速度（次）	17.59	7.94	4.37	--
存货周转速度（次）	0.13	0.12	0.18	--
总资产周转速度（次）	0.06	0.06	0.05	--
现金收入比	191.26	180.91	195.82	271.36
毛利率	45.87	47.14	28.78	19.59
总资产报酬率	2.04	2.29	0.98	--
净资产收益率	1.83	2.51	1.32	--
总债务资本化比率	29.51	39.89	50.79	52.10
资产负债率	34.43	46.39	55.53	55.83
流动比率	1065.03	583.66	527.00	713.43
速动比率	409.81	273.68	302.20	438.12
经营现金流动负债比	-46.11	-24.90	-59.19	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	1.75	1.64	0.68	--
总债务/ EBITDA (倍)	11.26	13.87	37.60	--

资料来源：荆门城投 2014~2016 年审计报告及 2017 年 9 月财务报表，远东资信整理

附录六：主要财务指标定义

EBIT=利润总额+计入财务费用的利息支出；

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产及长期待摊费用摊销；

总债务=短期债务+长期债务；

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的长期借款+其他短期有息债务；

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务；

毛利率=（营业收入–营业成本）/营业收入×100%；

期间费用率=（销售费用+管理费用+财务费用）/营业收入×100%；

应收账款周转次数=营业收入/ [（期初应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收账款余额+期末应收票据余额）/2]；

存货周转次数=营业成本/ [（期初存货余额+期末存货余额）/2]；

总资产周转次数=营业收入/ [（期初资产总额+期末资产总额）/2]；

现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%；

总资产报酬率=EBIT/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%；

净资产收益率=净利润/ [（期初净资产余额+期末净资产余额）/2]×100%；

总债务资本化比率=总债务/[总债务+所有者权益（包括少数股东权益）]×100%；

资产负债率=负债总额/总资产×100%；

流动比率=流动资产/流动负债×100%；

速动比率=（流动资产-存货-预付账款）/流动负债×100%；

经营现金流动负债比=经营性现金净流入/流动负债×100%；

EBITDA 利息保障倍数= EBITDA /（计入财务费用的利息支出+ 资本化利息支出）；

担保比率=担保余额/所有者权益×100%。

附录七：信用等级符号及含义

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义
AAA	偿还债务能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	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	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	在破产或重组时能获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	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，表示略高或略低于本等级。

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

附录八：适用的评级方法

本报告依据远东资信的“公司债券资信评级方法”、“中国民爆行业企业信用评级方法”和“中国城投公司信用评级方法”进行评估，该评级方法已在远东资信网站披露。

仅用于评级报告使用

营业执照

(副 本)

统一社会信用代码 91310101132508092K

证照编号 01000000201802010026

名　　称	上海远东资信评估有限公司
类　　型	其他有限责任公司
住　　所	上海市黄浦区淮海中路622弄7号
法定代表人	杨秋岭
注册资本	人民币30000.0000万元整
成立日期	1988年2月15日
营业期限	1988年2月15日 至 不约定期限
经营范围	证券市场资信评级，评估各类有价证券、企业资产、企业资信等级、其他与主营业务有关的咨询、培训、经济信息服务。 【依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动】

登记机关　上海市黄浦区市场监督管理局

2018年02月01日

企业信用信息公示系统网址：https://www.sgs.gov.cn/notice

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制

中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：上海远东资信评估有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：邢军

注册地址：上海市黄浦区淮海中路622弄7号

编号：ZPJ 007

中国证券监督管理委员会(公章)

2016年 9月 1日

6-10-47

中国证券业执业证书

姓　　名：黄锋

性　　别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海远东资信评估有限公司

编　　号：R0090214080010

执业注册记录

证书取得日期 2014-08-02　　证书有效截止日期 2018-12-31

2017 年 06 月 06 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

6-10-48

中国证券业执业证书

执业注册记录

证书取得日期 2015-09-27　　证书有效截止日期 2019-12-31

姓　　名：倪悦

性　　别：女

执业岗位：证券投资咨询业务（其他）

执业机构：上海远东资信评估有限公司

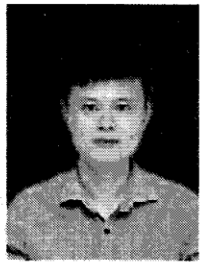
编　　号：R0090215090001

2017 年 11 月 27 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

6-10-49

中国证券业执业证书



执业注册记录

证书取得日期 2017-12-03　　证书有效截止日期 2019-12-31

姓　　名：万骏飞

性　　别：男

执业岗位：证券投资咨询业务（其他）

执业机构：上海远东资信评估有限公司

编　　号：R0090217120001

2018 年 01 月 08 日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

6-10-50