

远东资信评估有限公司

远东跟踪（2019）0002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 2019年跟踪评级信用等级通知书

湖北凯龙化工集团股份有限公司：

通过对贵公司及“凯龙转债”的信用状况进行跟踪评级。经远东资信信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA 级，评级展望维持稳定，维持“凯龙转债” AA 级的信用等级。

特此通知

远东资信评估有限公司

二〇一九年六月十九日

评级业务专用章

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 2019 年跟踪评级报告

远东跟踪（2019）0002 号



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

二〇一九年六月

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

2019 年跟踪评级报告

远东证评（2019）0002 号

评级结果

发行主体	湖北凯龙化工集团股份有限公司
债券存续期间	2018.12.21-2024.12.21
债券规模	3.29 亿元
首次评级	评级时间：2018.04.17 主体级别：AA，评级展望：稳定 债项级别：AA
本次跟踪评级	评级时间：2019.06.19 主体级别：AA，评级展望：稳定 债项级别：AA

评级观点

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，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。跟踪期内，公司产能进一步扩大，工业炸药销售在湖北省内仍稳居首位。公司各板块业务均有不同程度的增长，经营规模持续扩大，整体盈利能力仍较好。自上市后，凯龙股份资本实力显著增强，融资渠道畅通，整体偿债能力仍较强。

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；随着产业链持续扩张和对外投资规模的扩大，公司债务规模或将进一步上升；此外 2018 年公司部分投资的标的已发生经营风险，公司计提减值准备和预计负债，未来公司还面临一定的回购风险。

荆门市城市建设投资有限公司（以下简称“荆门城投”）对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（以下简称“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，并可获得地方政府给予的支持，综合实力强，可为本期债券本息的偿付提供一定的保障。

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

凯龙股份主要财务指标

人民币：亿元	2016	2017	2018	2019.3
总资产	18.98	23.92	38.11	40.06
所有者权益	15.59	16.58	19.40	19.60
总债务	0.67	3.72	12.73	15.59
营业收入	9.54	13.59	18.65	3.59
净利润	1.24	1.38	1.32	0.21
EBITDA	2.26	2.79	3.20	--
经营性现金净流入	1.46	1.56	2.36	0.22
资产负债率(%)	17.84	30.71	49.10	51.08
流动比率(%)	324.62	199.45	196.82	218.18
总债务资本化比率(%)	4.39	18.31	39.63	43.26
毛利率(%)	41.73	37.06	33.79	31.07
净资产收益率(%)	8.48	8.59	7.34	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	46.85	20.28	9.28	--
总债务/EBITDA(倍)	0.29	1.33	3.98	--

注：2016~2018 年数据来源为凯龙股份审计报告，2019 年 1~3 月数据来源为凯龙股份未经审计财务报表。

荆门城投主要财务指标

人民币：亿元	2016	2017	2018
总资产	291.58	331.50	332.62
所有者权益	129.65	130.82	131.97
总债务	140.86	182.49	181.65
营业收入	14.33	11.80	13.31
净利润	1.68	1.11	1.21
EBITDA	3.75	2.86	2.70
经营性现金净流入	-14.30	-7.32	4.07
资产负债率(%)	55.53	60.54	60.33
流动比率(%)	527.00	569.60	235.23
总债务资本化比率(%)	52.07	58.25	57.92
毛利率(%)	28.78	21.62	20.51
净资产收益率(%)	1.32	0.85	0.92
EBITDA 利息保障倍数(倍)	0.68	0.23	0.33
总债务/EBITDA(倍)	37.60	63.80	67.39

注：2016-2018 年数据来源为荆门城投审计报告。

分析师：倪悦 niyue@fecr.com.cn

邵帅 shaoshuai@fecr.com.cn

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

优势

- 凯龙股份作为湖北省民爆行业的龙头企业，区域市场占有率高，行业竞争优势明显。
- 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。
- 跟踪期内，公司整体盈利能力较强，且经营性现金净流入规模增长明显，货币资金存量较高，可为其债务的偿付提供一定保障。
- 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，荆门城投为本期债券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一定保障。

关注

- 2019 年 5 月 27 日，荆门市人民政府国有资产监督管理委员会筹备将其所持有凯龙股份的全部股份无偿划转给其全资子公司中荆投资控股集团有限公司持有，凯龙股份股权结构将发生改变，远东资信将持续关注股权划转情况的进展。
- 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，经营易受宏观经济波动影响。
- 公司产业链持续扩张，投资规模有所增加，资金需求的扩大或推动其债务规模进一步上升。
- 跟踪期内，公司投资标的国安新能源（荆门）有限公司出现停止运营现象，未来公司将承担对申万宏源证券有限公司最高不超过 0.65 亿元的回购义务，或将对公司的经营产生一定影响。
- 随着城市基础设施建设业务的增加，荆门城投负债规模不断扩大，且有息债务占比较高，债务压力有所加大，对外担保比率较高，可能对其担保能力造成一定影响。

信用评级报告声明

- 一、除因本次评级事项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，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、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、远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据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，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。
- 六、本评级报告版权归远东资信评估有限公司所有，未经远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

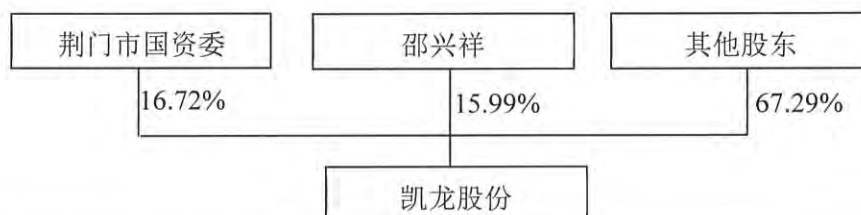
一、公司概况

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 0.25 亿元，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 0.25 亿元变更为 0.21 元。

2017 年和 2018 年凯龙股份分别以资本公积转增股本，截至 2018 年末，公司注册资本增加至 3.34 亿元，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。2019 年 5 月 27 日，荆门市国资委筹备将其所持有凯龙股份的全部股份 5,584 万股（持股比例为 16.72%）无偿划转给其全资子公司中荆投资控股集团有限公司持有，远东资信将持续关注股权划转情况的进展。

图 1：截至 2018 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。2018 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 31.66%、8.91%、17.93% 及 17.10%。截至 2018 年末，凯龙股份纳入合并范围的

子公司共 36 家，其中新纳入合并报表范围的有 5 家（具体情况见附录一）。

截至 2018 年末，凯龙股份总资产为 38.11 亿元，同比增长 59.29%，所有者权益为 19.40 亿元，同比增长 17.01%。2018 年，凯龙股份实现营业收入 18.65 亿元，同比增长 37.25%；实现净利润 1.32 亿元，同比减少 4.44%。

截至 2019 年 3 月末，凯龙股份总资产为 40.06 亿元，所有者权益为 19.60 亿元。

2019年1~3月凯龙股份实现营业收入3.59亿元，实现净利润0.21亿元。

二、运营环境分析

近年我国经济总量保持增长，随着供给侧结构性改革推进，固定资产投资结构持续优化，但我国固定资产投资、消费支出以及出口增速均不同程度下滑，贸易顺差大幅收窄，经济下行压力有所加大

近年来我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，在“四个全面”战略指导下，中央政府重点梳理改革思路，在产业结构优化、区域协调发展、国有企业改革、保障民生和对外开发等多个重点领域做出战略部署，中国经济转型战略布局基本形成。党的“十九大”报告进一步明确了要以供给侧结构性改革为主线，加快经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，推动我国经济高质量发展，在其指导下结构性改革持续、深入推进。根据国家统计局公布的数据，2018年我国国内生产总值为90.03万亿元，按可比价格计算，比上年增长6.6%，从产业结构来看，全年第三产业增加值占国内生产总值的比重为52.2%，比上年提高0.3个百分点，高于第二产业11.5个百分点，第三产业对国内生产总值增长的贡献率为59.7%，比上年提高0.1个百分点，我国产业结构持续优化，经济总体运行平稳，稳中有进态势持续显现。

从拉动经济发展的“三驾马车”来看，我国固定资产投资增速虽持续下降，但投资结构不断优化。2018年全国完成固定资产投资(不含农户)63.56万亿元，同比增长5.9%，增速回落1.3个百分点，其中民间投资39.41万亿元，同比增长8.7%，增速提高2.7个百分点。分产业看，第一产业投资2.24万亿元，

同比增长12.9%；第二产业投资23.79万亿元，同比增长6.2%，增速提高3.0个百分点，其中制造业投资增长9.5%，增速持平；第三产业投资37.53万亿元，同比增长5.5%，增速回落0.1个百分点，其中基础设施投资同比增长3.8%，增速回落15.2个百分点，房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.5%，增速回落0.2个百分点。2018年我国民间投资增速较快，固定资产投资转向制造业，基础设施投资增速大幅回落，投资结构持续改善。

消费增速有所回落，但整体仍保持较快增长，2018年我国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速回落1.2个百分点。全国居民人均可支配收入28,228元，比上年名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，高于人均GDP增速，与经济增长基本同步；全国居民人均消费支出19,853元，比上年名义增长8.4%，增速比上年加快1.3个百分点；扣除价格因素实际增长6.2%，比上年加快0.8个百分点。近年政府颁布相关政策引导居民消费升级，提出以改革创新增加服务消费、绿色消费的供给，积极发展医养结合、文化创意、全域旅游等新兴消费，居民收入的稳步增长及消费升级将带动我国经济持续释放发展活力和内需潜力。2018年消费作为经济增长主动力作用进一步巩固，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为76.2%，比上年提高18.6个百分点。

我国出口增速大幅回落，贸易顺差持续收窄。2018年我国进出口总额30.51万亿元，同比增长9.7%，增速下滑4.5个百分点，其中，出口16.42万亿元，增长7.1%；进口14.09万亿元，增长12.9%，进出口增速下滑明显，贸易顺差2.33万亿元，较上年收窄18.3%。但我国对部分“一带一路”沿线国家进出口贸易增势良好，对“一带一路”沿线国家合计进出口增长13.3%。

“十九大”以来，我国推动货币政策和宏观审慎政策“双支柱调控框架”的建设，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，随着营改增试点全面推进，累计减税超过 2 万亿元；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，2018 年全国发行地方政府债券 4.17 万亿元，2018 年 12 月国务院提前下达 1.39 万亿元 2019 年地方政府新增债务限额。货币政策方面，2018 年以来央行运用多种货币政策工具，实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，提高政策的前瞻性、灵活性和有效性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，并规范金融市场秩序，防范化解重点领域风险。

2019 年我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，推动实施更大规模的减税降费，增加地方政府专项债券规模，与此同时维持稳健的货币政策松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制。具体来看，固定资产投资方面，受益于政府专项债券规模的增长，基础设施投资或将大幅回升，制造业投资受企业盈利的改善亦或将有所增加；消费方面，随着居民收入水平的提高将保持稳定增长，消费结构持续改善；出口贸易方面，受欧盟、东盟等地区经济复苏以及“一带一路”战略深入推进等因素影响，出口将延续增长趋势，但受中美贸易摩擦的影响，出口增速或将进一步下滑，贸易顺差持续收窄。整体来看，我国将持续、深入推进经济结构性改革，新旧动能的转换或将导致 GDP 增速进一步下降，经济下行压力有所加大。

民爆行业

跟踪期内，受益于采矿业、基础设施投资回暖，进而带动民爆行业需求稳步回升。同时，在我国加大基础设施领域补短板力度和推动行业优化升级等政策持续推动下，我国民爆行业将迎来良好的外部环境；此外，随着硝酸铵价格上涨以及民爆产品出厂价格全面放开，民爆行业竞争将进一步加剧，但民爆行业区域龙头企业仍有一定优势

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。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。2018 年以来，我国完成固定资产投资（不含农户）63.56 万亿元，同比增长 5.9%。分行业来看，采矿业投资同比增长 4.1%，基础设施投资同比增长 3.8%。整体来看，2018 年我国固定资产投资规模增速虽呈现下滑趋势，但下降幅度收窄，采矿业和基础设施投资的增长进而带动民爆行业景气度的回升。

需求方面，2018 年以来随着煤炭、钢铁等下游行业的逐步回暖，加之国家加大基础设施领域补短板的力度和稳定投资，在一定

程度上为民爆行业需求的回升提供支持。

原材料方面，硝酸铵是工业炸药的主要原料，占原料成本一半以上，硝酸铵的价格波动对民爆行业的盈利影响较大。2018年以来原材料硝酸铵均价为1,953元/吨，同比增长17.51%。原材料价格上涨进一步压缩了民爆生产企业的利润空间。

政策方面，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，但民爆行业产能审批尚未放开，地区封锁仍较为严重，民爆行业区域龙头仍有较大定价权，民爆产品价格仍相对稳定。此外，工信部为进一步推动民爆行业产业结构优化升级，提质增效，实现民爆行业的智能化、无人化，多样化，相继于2018年

11月和12月先后出台了《关于推进民爆行业高质量发展的意见》和《民用爆炸物品行业技术发展方向及目标（2018年版）》。两部文件的出台为推进民爆行业生产工艺及装备向安全可靠、绿色环保、智能制造方向发展奠定了基础。

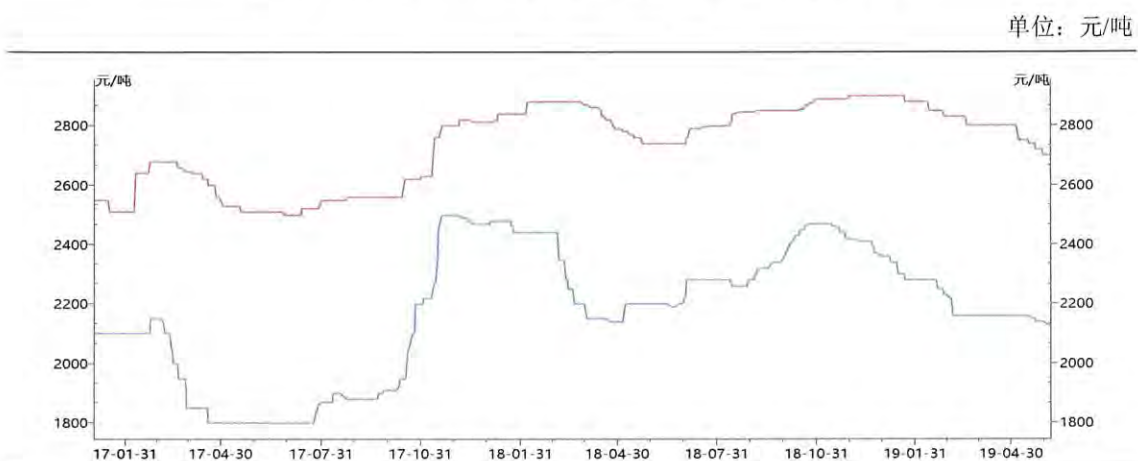
化肥行业

跟踪期内，随着供给侧改革的持续推进和环保政策执行的趋严，国内主要化肥产品市场价格保持高位，有利于化肥企业经营效益的提升

跟踪期内，公司为应对硝酸铵产能过剩，进一步延伸化工产业链，持续拓展复合肥业务。

化肥行业方面，化肥作为保证粮食生产的重要生产资料，过去、现在以及未来都再国民经济生产中占有重要地位，但受产量以及原材料价格等方面因素影响，化肥产品价格呈现出较强的周期性。

图 2：2017 年以来国内磷酸一铵和磷酸二铵价格走势



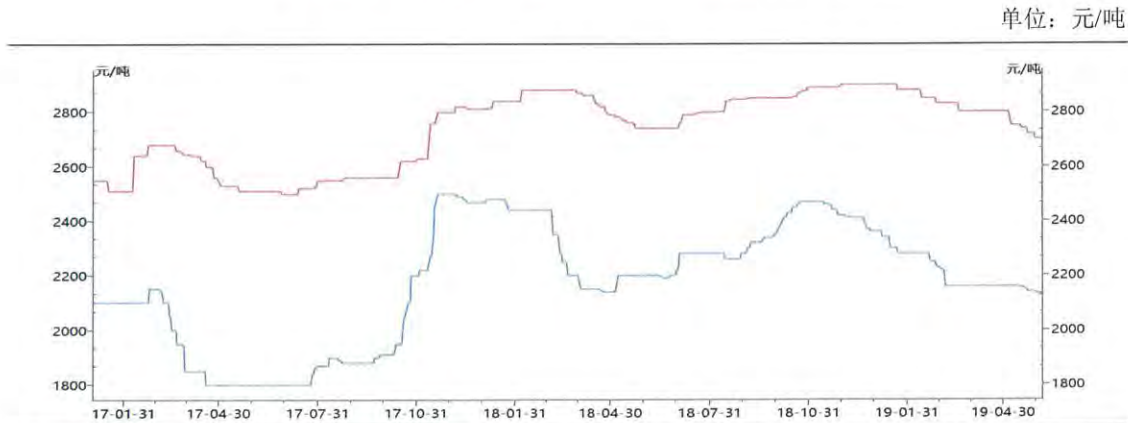
数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

磷肥方面，跟踪期内以中国为主的亚洲市场仍为全世界磷肥的主要需求地区，受磷

矿石资源限制，磷肥供应主要集中在亚洲、北非及北美地区。2018年以来，受国内环保

政策进一步趋严影响，国内磷矿石产量持续下降，磷矿石价格有所上升，硫磺和合成氨等原材料价格保持高位运行，导致 2018 年磷肥价格保持相对较高的走势。

图 3：2017 年以来国内磷酸一铵和磷酸二铵价格走势

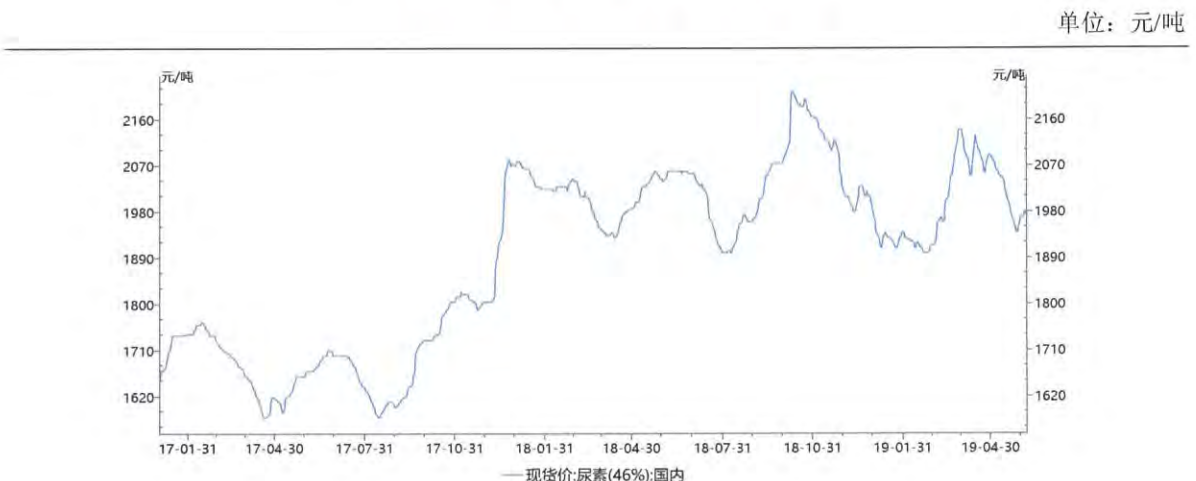


数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

氮肥方面，氮肥在全球的使用量远超磷肥和钾肥。近年来从氮肥国际市场供需走势情况来看，全球氮肥市场已经进入成熟发展阶段，总需求量保持稳定增长态势，亚洲由于巨大的人口基数和农业基础，是全球最大的氮肥消费地区，跟踪期内中国仍保持为世界最大的氮肥生产和使用国。从国内氮肥市场运营情况来看，跟踪期内随着供给侧改革的持续推进，作为氮肥主要生产原材料的煤

炭和天然气价格保持高位运行，此外受氮肥行业自身供给侧改革的推进和国家整体环保政策的趋严，跟踪器内国内尿素市场加快行业兼并和落实产能出清，尿素产量较之前年度有所下降，市场整体逐步回归供需平衡局面，2018 年国内尿素价格保持高位运行，尿素行业企业盈利普遍有所好转。

图 4：2017 年以来国内尿素价格走势



数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、业务运营

跟踪期内，公司各业务板块均有不同程度的增长，进而带动公司 2018 年整体营业收入快速增长；2018 年民爆器材收入占比和毛利润贡献度均有所降低，但仍为公司的主要收入和利润来源

跟踪期内，公司通过收购相关公司，进一步扩大工业炸药的产能并新增合成氨业务板块，此外公司在复合肥系列产品产销也进一步提升，公司各业务板块收入均有所增加。2018 年公司实现营业收入 18.65 亿元，同比增长 37.25%。收入结构方面，2018 年民爆器材板块收入在整体收入中的占比较 2017 年有所减少，该板块收入在整体收入中的占比下降至 31.66%，同年该板块对公司的毛利润贡献度亦下降至 48.13%；同年硝酸铵板块收入稳步增长；2018 年复合肥板块收入及占总收

入的比重较 2017 年均有所增加，但复合肥板块对毛利润贡献度却略有下滑；工程爆破服务业务规模持续扩大，收入不断增长；公司合成氨及其副产品、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。整体来看，民爆器材板块仍为公司的主要收入和利润来源，但其他业务板块对公司收入和利润的提供良好补充。

毛利率方面，受主要原材料价格涨幅较大影响，2018 年公司民爆器材板块和复合肥板块毛利率较 2017 年均有所下降；相反，受硝酸铵价格上升的影响，公司硝酸铵毛利率回升明显。此外，公司爆破服务板块和其他业务板块的毛利率也较 2017 年有所下降。整体来看，2018 年公司整体毛利率水平同比有所下降。

表 1：公司各业务板块业务收入及毛利率情况

单位：亿元、%

类别	2016 年			2017 年			2018 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	5.01	52.49	55.30	5.40	39.75	54.03	5.91	31.66	51.37
硝酸铵	1.42	14.89	21.82	1.57	11.56	20.48	1.66	8.91	23.36
复合肥	1.03	10.84	15.52	2.33	17.14	17.69	3.35	17.93	15.71
爆破服务	1.49	15.63	37.56	2.81	20.69	34.03	3.19	17.10	32.73
其他	0.59	6.15	30.99	1.48	10.86	28.97	4.55	24.40	28.82
合计	9.54	100.00	41.73	13.59	100.00	37.06	18.65	100.00	33.79

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

民爆器材

凯龙股份为湖北省民爆行业龙头企业，此外其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，跟

跟踪期内，通过收购，公司产能及收入规模进一步扩大

凯龙股份是湖北省规模最大、全国排名前列的民爆生产企业。跟踪期内，2018 年公

司新增工业炸药产能 1.50 万吨，公司工业炸药产能增至 12.40 万吨。2018 年民爆器材板块实现收入 5.91 亿元，较上年增长 9.32%，

其中工业炸药业务收入为 5.83 亿元，占爆破器材业务总收入的 98% 以上。

表 2：2016~2018 年凯龙股份民爆器材产品收入及毛利率情况

单位：亿元，%

产品	2016 年			2017 年			2018 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	2.09	41.66	51.56	1.86	34.51	47.46	2.01	34.01	47.33
改性铵油炸药	0.59	11.86	56.64	1.28	23.66	55.48	1.24	21.04	50.10
膨化硝铵炸药	1.33	26.59	63.46	1.30	24.02	61.77	1.18	19.96	60.50
震源药柱	0.91	18.24	53.01	0.86	15.98	57.32	1.40	23.74	51.31
小计	4.92	98.35	55.66	5.30	98.17	54.50	5.83	98.75	51.54
工业导爆管等其他爆破器材	0.08	1.65	34.28	0.10	1.73	28.75	0.07	1.25	37.65
合计	5.01	100.00	55.30	5.40	100.00	54.03	5.91	100.00	51.37

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

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 种规格型号，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。

2018 年公司响应行业政策，实施撤点并线、兼并重组。当年工业和信息化部安全生产司批复同意公司转入江苏东海明达化工有限公司原有的 9,000 吨乳化炸药产能，并额外给予公司 6,000 吨混装炸药产能。整体来看，截至 2018 年末，公司的工业炸药生产许可能力增加到 12.40 万吨。目前，产量方面，近年来，凯龙股份工业炸药产量排名稳步上升，生产产值稳定在前 15 位。2018 年公司工业炸药产量 10.49 万吨，产能利用率 84.57%，处于行业较高水平。

跟踪期内，凯龙股份除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”）进行销售（湖北联兴销售模式具体见附录二）；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。2018 年公司震源药柱收入规模有较大幅度的增长。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 年成立钟祥凯龙楚兴化工有限责任公司（以下简称“钟祥凯龙”），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相对稳定。

硝酸铵

跟踪期内，凭借较好的区位优势及成本优势，凯龙股份硝酸铵产品保持竞争优势，收入保持稳定增长；在液态硝酸铵销售市场，公司产品市场占有率处于行业领先地位

跟踪期内，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，2018 年末产能达到 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。

2018 年，凯龙股份硝酸铵年产量 14.82 万吨，其中对外销售量 9.69 万吨，产量和对外销售量均较 2017 年有所下滑。

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，公司采购的合成氨由以湖北晋煤金楚化肥有限责任公司（以下简称“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 0.57 亿元，收购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。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，价格持续上涨。因此硝酸铵在对外销量下滑的情况下，收入依然能够保持增长。2018年，凯龙股份硝酸铵板块实现外销收入1.66亿元，毛利率23.36%。

复合肥

跟踪期内，凯龙股份凭借技术改造，复合肥产量进一步提升，并凭借较好的质量及成本优势，收入规模进一步增长；未来随着市场的进一步开拓以及募投向项目的产能的逐步释放，该板块业务收入及利润贡献有望进一步增长

凯龙股份复合肥业务主要由子公司钟祥凯龙运营。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，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完全水溶，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）。2018年9月，凯龙股份收购了复合肥生产企业湖北云之丰生态农业企业，公司复合肥产能进一步扩大。截至2018年末，公司硝酸铵和复合肥复合产能达30万吨。

表3：2016~2018年凯龙股份复合肥产品生产、销售情况

单位：万吨

2016年		2017年		2018年	
生产	销售	生产	销售	生产	销售
5.30	5.32	9.12	11.23	11.19	10.54

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

跟踪期内，凯龙股份复合肥业务通过技术改造，已全部实现自动化、智能化生产，加之销售市场的进一步开拓，公司复合肥的产量实现进一步增长。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577家左右。2018年，凯龙股份复合肥业务实现收入3.35亿元，同比增加43.62%；毛利率15.71%较2017年有所下降，主要系原材料成本上升影响所致。

爆破服务

跟踪期内，凯龙股份爆破服务业务板块规模持续扩大，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2018年末，凯龙股份已控股12家爆破服务子公司，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，2018年爆破服务业务实现收入3.19亿元，毛利率32.73%。

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。

其他业务

跟踪期内，凯龙股份新增合成氨及其副产品业务，同时矿石业务板块收入增长较快，毛利水平较高，与塑纸包装、纳米碳酸钙业务一起可使得公司整体产业链得到进一步延伸，并对收入和利润形成有效补充

合成氨及其副产品业务，如前文所述，目前该业务由公司子公司晋煤金楚负责运营。2018年晋煤金楚年氨醇生产能力15万吨，实际产量9.46万吨。除自用外，2018年凯龙股份合成氨及其副产品实现对外销售收入1.02亿元，毛利率为5.94%。

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1,000万平米纸箱和10,000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。2018年凯龙股份塑纸包装板块实现收入0.29亿元，同比增长0.18亿元。

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22,000万元，其中凯龙股份以实物资产及自有资金认缴出资6,000万元，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，截至报告出具日该项目尚处环评阶段。2018年纳米碳酸钙板块实现收入0.42亿元。

凯龙股份于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年起新增了矿石业务收入，并获得较高的毛利率。2018年矿石业务收入1.80亿元，实现大幅增长，并取得了较高的毛利率。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。

四、财务分析

本次评级以凯龙股份提供的2016~2018年经审计的合并财务报表、2019年3月未经审计的合并财务报表作为财务分析基础。凯龙股份2016~2018年合并报表由中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计意见均为标准无保留。

会计报表合并范围方面，2018年公司通过收购股权的方式，将晋煤金楚、宁夏吴忠市安盛洪兴危货运输有限公司和湖北云之丰生态农业发展有限公司纳入合并报表范围。此外，2018年公司新投资设立湖北凯龙化工集团股份有限公司武汉高新技术设计研究院和荆门市吉鑫物业管理有限公司2家子公司，截至2018年末纳入公司合并范围的子公司数量由2017年末的31家上升至36家（详见附录一）。

跟踪期内，在业务规模快速增长的

带动下，公司资产、负债、收入规模同比均有较明显上升；2018年以来公司总债务规模亦有大幅增长，但短期偿债资金储备较充裕，且再融资渠道通畅，公司偿债压力可控；跟踪期内公司经营规模持续扩大，虽受预计负债的影响，盈利有所下降，但整体产品仍保持较大的利润空间，盈利能力较强；此外，公司部分投资的标的已发生经营风险，公司已计提减值准备和预计负债，未来存在一定的回购风险，需持续关注

资本结构

在未分配利润和少数股东权益增长的带动下，2018年末公司所有者权益总额较2017年末增长17.01%。从构成来看，公司所有者权益主要为实收资本、未分配利润以及少数股东权益。2018年公司以资本公积转增股本后，其年末实收资本增加至3.34亿元。随着盈利的积累，2018年末公司未分配利润进一步增长。2019年3月末，公司所有者权益进一步增长至19.60亿元。

表4：公司所有者权益构成情况

单位：亿元、%

科目	2016年末		2017年末		2018年末		2019年3月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
实收资本(或股本)	0.83	5.35	2.09	12.59	3.34	17.21	3.34	17.04
资本公积金	5.29	33.96	4.04	24.39	2.79	14.39	2.77	14.13
盈余公积金	0.95	6.12	1.03	6.19	1.08	5.57	1.08	5.51
未分配利润	5.56	35.67	5.97	36.03	6.32	32.57	6.44	32.85
归属于母公司所有者权益合计	13.43	86.15	13.94	84.09	15.11	77.88	15.26	77.86
少数股东权益	2.16	13.85	2.64	15.91	4.29	22.12	4.33	22.14
所有者权益合计	15.59	100.00	16.58	100.00	19.40	100.00	19.60	100.00

资料来源：公司2016~2018年审计报告及2019年1~3月未经审计财务报表，远东资信整理

2018年，凯龙股份对外收购继续推进，同时产能扩建、技术改造以及对外投资规模亦进一步扩大，公司资金需求进一步增加。受银行借款和应付债券增长影响，2018年以来公司负债总额较2017年末显著增长，截至2018年末公司负债总额18.71亿元，同比增长154.68%。

负债构成方面，2018年以来长期借款规模显著增长以及新增应付债券后，公司非流动负债规模及在负债总额中的占比大幅增加。

2018年末，公司流动负债为8.66亿元，同比增长67.48%，占总负债的比例为46.28%。公司流动负债以短期借款、应付账款及其他

应付款为主。公司短期借款仍以信用借款为主，2018年末其短期借款大幅增至3.03亿元，较上年末增加1.23亿元。应付账款主要系应付材料劳务款，2018年末公司应付材料劳务款1.60亿元，在应付账款中的占比为73.66%，2018年应付材料劳务款规模的显著上升亦为导致公司应付账款规模上升的主要原因。公司其他应付款主要包括保证金和非关联方往来款，2018年末公司其他应付款0.98亿元，同比增加44.17%，主要系非关联方往来款增加所致。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款（0.27亿元）和长期应付款（0.16亿元）。

非流动负债方面，公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。公司长期借款为保证借款和信用借款，2018年长期借款大幅增加至6.45亿元，较上年末增加4.75亿元。2018年公司发行可转换公司债，导致2018年公司新增2.37亿元的应付债券。

2019年以来，公司负债总额较2018年末进一步上升，2019年3月末公司负债总额20.46亿元，较2018年末上升9.38%，主要系公司长期借款持续增加所致。

表5：公司主要负债情况

单位：亿元、%

科目	2016年末		2017年末		2018年末		2019年3月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
短期借款	0.36	10.55	1.80	24.50	3.03	16.20	2.33	11.39
应付账款	0.89	26.24	1.11	15.10	2.17	11.61	2.52	12.34
其他应付款	0.52	15.23	0.68	9.29	0.98	5.26	0.64	3.12
一年内到期的非流动负债	0.30	8.86	0.10	1.36	0.43	2.28	0.43	2.11
流动负债合计	2.98	87.95	5.17	70.38	8.66	46.28	7.36	35.97
长期借款	--	--	1.70	23.14	6.45	34.50	9.51	46.45
应付债券	--	--	0.00	0.00	2.37	12.66	2.38	11.62
非流动负债合计	0.41	12.05	2.18	29.62	10.05	53.72	13.10	64.03
负债合计	3.38	100.00	7.35	100.00	18.71	100.00	20.46	100.00

资料来源：公司2016-2018年审计报告及2019年1-3月未经审计财务报表，远东资信整理

有息负债方面，公司有息负债主要银行借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中的有息债务部分，2018年以来短期借款、长期借款和应付债券规模的显著增长带动公司总债务规模亦呈明显上升态势。截至2018年末，公司总债务12.73亿元，较2017年末增加9.01亿元。债务期限结构方面，2018年末公司有息债务以长期债务为主，其中短长期债务比0.40，公司债务期限结构较为合理。

资本化比率以及资产负债率进一步上升，且上升幅度亦相对较大，但目前公司债务负担仍在可控范围内。未来，随着公司产能及产业链的进一步扩大，资金需求将上升，其债务规模或将进一步扩大。

2019年以来，公司长期债务规模较2018年末进一步增加，导致总债务规模较2018年末有所上升。2019年3月末，公司总债务资本化比率和资产负债率均较2018年末有所上升，公司债务负担有所加重。

债务负担方面，2018年以来公司总债务

表6：公司债务负担情况

单位：亿元、倍、%

项目	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
短期债务	0.66	1.90	3.64	3.41
长期债务	0.01	1.82	9.10	12.18
总债务	0.67	3.72	12.73	15.59
短长期债务比	66.00	1.04	0.40	27.30
长期债务资本化比率	0.05	9.88	31.93	38.32

总债务资本化比率	4.09	18.31	39.63	44.31
资产负债率	17.84	30.71	49.10	51.08

资料来源：公司 2016~2018 年审计报告及 2019 年 1~3 月未经审计财务报表，远东资信整理

资产质量

随着收购及投资规模的增加，2018 年以来公司资产规模亦有同比显著增长。截至 2018 年末，公司资产总额 38.11 亿元，同比增长 59.29%。2018 年以来公司资产规模增长

主要体现在货币资金、固定资产以及长期股权投资等方面。资产构成方面，2018 年以来公司资产结构以非流动资产为主。

表 7：公司主要资产情况

单位：亿元、%

科目	2016 年末		2017 年末		2018 年末		2019 年 3 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	2.78	14.64	2.98	12.46	11.32	29.70	7.78	19.41
应收账款	1.51	7.94	1.82	7.60	2.34	6.14	2.76	6.90
存货	0.79	4.18	1.22	5.09	1.77	4.66	1.64	4.09
其他流动资产	3.69	19.45	2.68	11.21	0.10	0.25	0.07	0.18
流动资产合计	9.66	50.92	10.31	43.11	17.04	44.73	16.06	40.09
长期股权投资	0.48	2.51	1.56	6.50	2.47	6.48	4.23	10.55
固定资产	6.04	31.83	6.67	27.89	9.95	26.12	9.80	24.45
无形资产	1.58	8.32	1.67	6.99	2.56	6.73	2.53	6.31
商誉	0.53	2.81	2.03	8.47	1.97	5.16	1.97	4.91
非流动资产合计	9.31	49.08	13.61	56.89	21.06	55.27	24.00	59.91
资产总计	18.98	100.00	23.92	100.00	38.11	100.00	40.06	100.00

资料来源：公司 2016~2018 年审计报告及 2019 年 1~3 月未经审计财务报表，远东资信整理

货币资金方面，2018 年末公司货币资金 11.32 亿元，较 2017 年末增长 8.34 亿元，主要系公司对外融资增加以及收到发行可转换公司债券资金所致。2018 年末公司受限货币资金合计 0.11 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。考虑到公司短期债务规模，公司短期偿债资金准备较充足。

应收账款方面，受 2018 年以来公司合并报表范围增加以及部分货款未到结算期的影响，公司应收账款同比增长 28.74%。从账龄情况来看，1 年以内的应收账款占 89.65%，计提坏账准备 0.15 亿元，计提比例 6.00%。鉴于其应收账款账龄主要集中在一年以内，2018 年末，公司应收账款前五大客户欠款余

额合计 0.41 亿元，占应收账款总额 16.29%，应收账款客户较为分散。

存货方面，公司存货主要为原材料和库存商品，2018 年末公司存货规模同比有明显增长，2018 年末存货同比增长 45.66%。2018 年末公司存货跌价准备计提比例为 4.87%，较 2017 年末的 3.63% 有所上升。

其他流动资产方面，2018 年末公司其他流动资产 0.10 亿元，较 2017 年末减少 2.62 亿元，主要系公司赎回全部委托理财资金所致。

非流动资产方面，2018 年末公司非流动资产以长期股权投资、固定资产、无形资产和

商誉为主要构成。2018 年末公司非流动资产同比增加 54.75%。公司非流动资产的增长主要体现在长期股权投资、固定资产和无形资产等方面。

长期股权投资方面，公司长期股权投资主要系对联营企业的投资。2018 年末公司长期股权投资大幅增长 58.62%，主要系新增对深圳市君丰华盛投资合伙企业 2.10 亿元所致。

固定资产方面，公司固定资产主要系房屋及建筑物、构筑物、机器设备等，近年来随着对相关企业的不断收购以及产能扩建和技术改造，其固定资产规模明显扩大。2018 年末，公司固定资产 9.95 亿元，同比增加 49.16%。

无形资产方面，无形资产主要系土地使用权、非专利技术、专利权、采矿权等。2018 年末公司无形资产 2.56 亿元，较 2017 年末增加 53.38%，主要系公司合并范围增加及新购建土地使用权所致。

商誉方面，2018 年公司因收购晋煤金楚、湖北云之丰生态农业发展有限公司和宁夏吴忠市安盛洪兴危货运输有限公司等公司增加商誉 0.20 亿元，同时对因收购贵定县顺翔危险货物运输有限公司、吴忠市安盛民爆有限公司、吴忠市天力民爆器材专营有限公司等 9 家公司产生的商誉计提了减值准备 0.26 亿元。2018 年末公司商誉较 2017 年末减少 2.94%。

受限资产方面，截至 2018 年末公司受限资产合计 0.45 亿元，在资产总额中的占比为 1.20%。2018 年末公司受限资产中主要为货币资金、固定资产、无形资产因融资受限。

周转效率方面，2018 年公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 6.34 次、8.22 次和 0.60 次，其中存货周转次数和总资产周转次数均较 2017 年水平略有下降，应收账款周转次数较 2017 年略有上升。

2019 年以来，公司资产规模较 2018 年末略有增长，截至 2019 年 3 月末公司资产总额 40.06 亿元，较 2018 年末上升 5.13%。资产构成方面，公司仍以非流动资产为主。2019 年以来公司货币资金和存货较 2018 年末有所下降，导致当期公司流动资产规模有所下滑；另一方面，受公司长期股权投资和在建工程持续增加的影响，公司非流动资产的规模及在总资产中的占比均有所提高。

盈利能力

2018 年以来，公司营业收入进一步增长，2018 年公司实现营业收入 18.65 亿元，同比增长 37.25%。作为行业内拥有完整产业链的企业，2018 年公司实现综合毛利率 33.79%，较 2017 年虽然有所下降，但整体产品利润空间仍然较大。

表 8：公司盈利能力情况

单位：亿元、%

科目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
营业收入	9.54	13.59	18.65	3.59
营业成本	5.56	8.55	12.35	2.48
销售费用	1.38	1.59	1.77	0.31
管理费用	1.07	1.71	1.49	0.31

研发费用	-	-	0.40	0.11
财务费用	0.02	0.10	0.27	0.15
资产减值损失	0.03	0.07	0.47	-0.00
投资净收益	0.07	0.27	0.05	0.01
营业利润	1.43	1.74	1.76	0.30
利润总额	1.51	1.74	1.67	0.30
营业外收入	0.10	0.02	0.08	0.00
营业外支出	0.02	0.02	0.17	0.00
净利润	1.24	1.38	1.32	0.21
EBITDA	2.26	2.79	3.20	--
毛利率	41.73	37.06	33.79	31.07
期间费用率	25.89	24.99	21.10	24.42
营业利润率	15.01	12.79	9.42	8.26
总资产报酬率	8.54	8.77	6.47	--
净资产收益率	8.48	8.59	7.34	--

资料来源：公司 2016~2018 年审计报告及 2019 年 1~3 月未经审计财务报表，远东资信整理

期间费用方面，公司期间费用以销售费用和管理费用为主。2018 年公司期间费用 3.94 亿元，其中销售费用 1.77 亿元，同比增长 11.90%，管理费用 1.49 亿元，同比增长 15.54%，主要系纳入合并范围的子公司数量增加所致；财务费用 0.27 亿元，同比增长 158.56%，主要系 2018 年公司贷款规模上升导致利息支出增加所致；研发费用 0.40 亿元，较 2017 年略有下降。2018 年公司期间费用率 21.10%，期间费用率较之前年度有所下降。

2018 年公司资产减值损失 0.47 亿元，较上年大幅增加 0.40 亿元，主要系长期股权投资及商誉资产减值损失所致。

盈利规模方面，2018 年凯龙股份营业利润 1.76 亿元，较之前年度持续增长。2018 年公司营业外收入 0.08 亿元。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，2018 年凯龙股份获得

的其他收益为 0.08 亿元。2018 年，受预计负债增长（具体可见“或有事项”部分）的影响，公司营业外支出大幅增长，进而导致公司利润总额和净利润较 2017 年有所下滑。

盈利能力方面，2018 年凯龙股份总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.47% 和 7.34%。总体来看，2018 年公司经营规模持续扩大，产品仍保持较大的利润空间，盈利能力较强。

现金流

经营性现金流方面，2018 年公司营业收入大幅增长，销售商品、提供劳务收到的现金亦有较明显增长，导致公司 2018 年经营活动现金净流入规模较 2017 年有所增长。同期，公司现金收入比为 88.45%，较 2017 年略有下降，但公司经营获现能力仍维持较高水平。

投资性现金流方面，2018 年以来公司因支付理财产品和股权并购投资支付的现金同比大幅减少，导致 2018 年公司投资活动现金净流出规模同比有所收窄。

筹资性现金流方面，2018 年以来公司加大了银行融资和债券融资力度，当年筹资活

动现金净流入规模较 2017 年同比大幅增加。

表 9：公司现金流情况

单位：亿元、%

科目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
经营活动产生的现金流量净额	1.46	1.56	2.36	0.22
投资活动产生的现金流量净额	-4.72	-3.67	-2.40	-5.89
筹资活动产生的现金流量净额	-1.53	2.31	8.30	2.14
现金收入比	85.36	89.04	88.45	92.02

资料来源：公司 2016~2018 年审计报告及 2019 年 1~3 月未经审计财务报表，远东资信整理

偿债能力

从短期偿债能力指标情况来看，2018 年末公司流动比率和速动比率分别为 196.82% 和 173.90%，其中流动比率较 2017 年末略有下滑。2018 年末由于短期借款和应付账款的增加，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。

从长期偿债能力指标情况来看，尽管 2018 年 EBITDA 有所增长，但债务规模大幅度增长，致使当年公司 EBITDA 对债务本息的覆盖程度同比大幅下降，但 EBITDA 对利息支出的保障能力仍然尚可。

表 10：公司偿债能力情况

单位：亿元、%、倍

科目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
总债务	0.67	3.72	12.73	15.59
EBITDA	2.26	2.79	3.20	--
流动比率	324.62	199.45	196.82	218.18
速动比率	290.15	160.84	173.90	192.38
EBITDA 利息保障倍数	46.85	20.28	9.28	--
总债务/EBITDA	0.29	1.33	3.98	--

资料来源：公司 2016~2018 年审计报告及 2019 年 1~3 月未经审计财务报表，远东资信整理

截至 2018 年末，公司获得银行授信合计 13.80 亿元，未使用授信额度 3.77 亿元。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。

整体来看，随着有息债务规模的增长，凯龙股份偿债能力指标质量表现有所下滑，但考虑到公司货币资金较为充足，融资渠道较为畅通，整体偿债能力仍较好。

五、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 2019 年 5 月 17 日，凯龙股份无不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

六、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》,其与申万宏源证券有限公司(以下简称“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。申万宏源实际认缴出资额缩减为0.50亿元后,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0.65亿元。

鉴于金羿凯龙已将资金投向标的公司国安新能源(荆门)有限公司(以下简称“国安新能源”),目前国安新能源已经停止经营,财务及经营状况严重恶化;截至2018年末,公司实际投资金羿凯龙成本0.11亿元全部计提减值准备,对优先级合伙人申万宏源的回购义务预计0.13亿元计提预计负债。

此外,2018年公司为履行对优先级合伙人申万宏源的承诺及维护自身权益,代金羿凯龙支付了申万宏源88.09万元门槛收益及起诉国安精密及国安新能源的诉讼费用38.77万元预计也无法收回,公司已对该款项合计126.87万元全额计提了减值准备。

截至2018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。

七、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。2015年以来,荆门城投陆续获得国发展基金有限公司(以下简称“国开基金”)的注资4.55亿元。截至2016年末,荆门城建实收资本为17.55亿元,荆门市国资委与国开基金分别持股74.07%和25.93%。

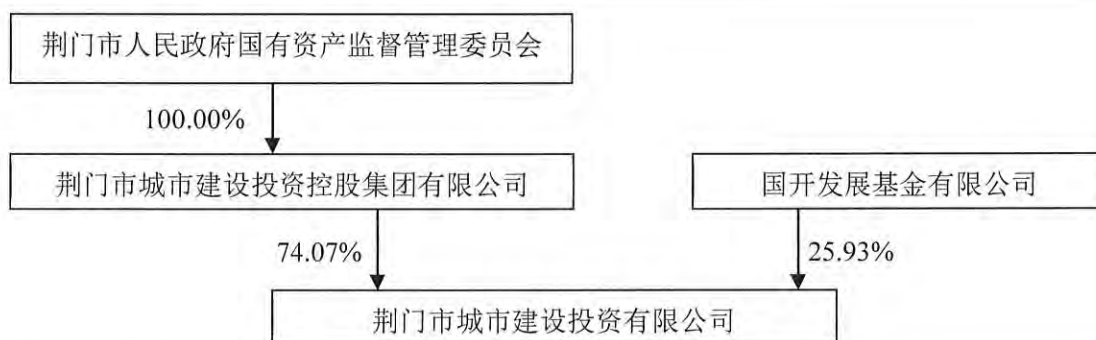
2016年,根据市政府专题会议纪要(第57号)要求,荆门市为加强政府投融资平台公司统筹管理,提高投融资能力,实现转型发展,决定整合荆门城建,荆门城建集团有限公司、荆门市物资总公司和荆门实业投资公司,组建成立荆门市城市建设投资控股集团有限公司(以下简称“荆门城控”),作为服务荆门市城市建设和转型发展的专业性投融资平台,主要承担荆门市中心城区重点项目投融资和建设、城市公共资源经营和特许经营、城市棚户

区改造、城中区改造、保障房开发等职能。2017年6月，荆门市国资委将荆门城建划拨至荆门城控，荆门城建更为现名，注册资本变更为17.55亿元。截至2018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。

作为荆门市基础设施建设主要的投资主体和经营主体，荆门城投在荆门市政府授权

范围内管理市属国有企业单位经营性资产，行驶国有资本出资人职责，承担着国有资管保值增值的责任。经过多年发展，荆门城投亦形成了基础设施建设、水务运营、保障性住房建设开发、停车场运营、综合廊管运营、城市广告经营等多元化业务发展模式。截至2018年末，荆门城投纳入合并报表范围的子公司共18家（具体见附录四）。

图 5：截至 2018 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2018年末，荆门城投总资产为332.62亿元，同比增长0.34%，净资产为131.97亿元，同比增长0.87%。2018年，荆门城投实现营业收入13.31亿元，同比增长12.77%；实现净利润1.21亿元，同比增长8.60%。

（二）担保主体业务运营

跟踪期内，荆门城投收入规模有所增长，工程施工业务系荆门城投最重要的收入和利润来源；供水业务发展稳定，对其业务收入形成有效补充

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。2017年以来，荆门城投因政策原因，不再开展土地开发业务；此外，2017年

12月31日，荆门城投将其所持有的荆门公交集团100.00%股份转让给荆门市交通建设投资有限公司，主营业务中不再包括公交运营业务，公司业务结构发生变化。工程施工业务成为荆门城投主要的收入和利润来源。2018年荆门城投实现营业收入13.31亿元，同比增长12.77%，主要系2013年棚户区改造项目和经济开发区基础设施建设项目于2017年进入回款阶段，进而带动2018年收入有所增长所致。供水业务发展稳定，对荆门城投主营业务收入形成有效补充。此外，荆门城投其他业务板块还包括利息收入、担保费等收入，也对公司营业收入形成一定的补充。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 11：2016~2018 年荆门城投主营业务收入构成情况

单位：亿元，%

类别	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发	2.29	100.00	--	--	--	--
工程施工	9.27	15.37	9.00	25.69	11.76	16.75
供水业务	1.32	39.86	0.72	28.94	0.95	39.77
材料销售	0.07	66.63	--	--	--	--
公交运营	0.94	-63.16	0.97	-79.54	--	--
担保费	0.24	100.00	0.10	100.00	0.02	100.00
利息	--	--	0.54	79.81	0.25	69.81
其他	0.20	94.27	0.47	58.10	0.33	56.87
合计	14.33	28.78	11.80	21.62	13.31	20.51

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 2016~2018 年经审计合并财务报表为财务分析基础。2016 年合并报表由中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017~2018 年合并报表由大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均出具了标准无保留意见的审计报告。

跟踪期内，荆门城投负债规模虽略有下降，但有息债务占比仍然较高，债务压力有所加大；得益于部分基础设施项目进入回款期，荆门城投经营活动现金流呈现净流入状态，并对债务偿付提供一定的保障；此外荆门城投与银企关系良好，融资渠道较通畅，财务弹性良好，整体偿债能力较强

得益于经营利润的累计，2018 年末荆门城投所有者权益较 2017 年末略增长，同比增长 0.87%。从构成来看，荆门城投所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2018 年末，荆门城投实收资本为 17.55 亿元，较 2017 年末保持一致。同年末，资本公积为 91.27 亿元，同比变动不大。随着荆门城

投经营利润不断累积，2018 年末荆门城投盈余公积和未分配利润有增长，分别为 2.25 亿元和 18.44 亿元。随着荆门城投承建城市基础设施项目的增加，近年来负债规模亦有所增长。2018 年末荆门城投总负债 200.66 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 70%以上（荆门城投主要负债情况见表 24）。尽管 2018 年末荆门城投短期债务大幅提升，但有息债务仍以长期债务为主，且 2018 年末荆门城投有息债务规模较 2017 年末略有下降。截至 2018 年末，荆门城投资产负债率和总债务资本化分别为 60.33%和 57.92%，同比均略有下降，荆门城投债务负担进一步加重。截至 2018 年末，荆门城投项目投资需求约 58.48 亿元，随着基础设施建设项目的增加，其仍有较大规模的资金需求，负债规模或将进一步扩大。

表 12：荆门城投近年主要负债情况

单位：亿元

科目	2016	2017	2018
应付账款	1.86	0.99	1.27
其他应付款	17.07	14.97	14.44
一年内到期的	3.60	6.75	28.28

科目	2016	2017	2018
非流动负债			
流动负债			
合计	24.16	24.94	47.28
长期借款	73.01	87.96	84.89
应付债券	41.90	57.72	43.44
非流动负债合			
 计	137.77	175.74	153.37
负债总计	161.93	200.68	200.66
有息债务	140.86	182.49	181.65

资料来源：荆门城投 2016~2018 年审计报告，远东资信整理

随着业务规模的扩大，近年来荆门城投资产规模逐年增长。截至 2018 年末，荆门城投资产 332.62 亿元，其中非流动资产占总资产的比重在 65% 以上。荆门城投流动资产主要为货币资金、其他应收款和存货（荆门城投主要资产构成见表 14）。荆门城投非流动资产主要为在建工程和无形资产，其中在建工程占比较大，且主要以基础设施建设工程为主。随着城市基础设施建设力度加大，荆门城投在建工程或将规模进一步增长。

表 13：荆门城投近年主要资产情况

单位：亿元

科目	2016	2017	2018
货币资金	47.31	51.95	26.77
其他应收款	21.35	26.60	28.72
存货	54.08	54.69	50.77
流动资产合计	127.31	142.05	111.23
在建工程	72.99	105.92	138.55
无形资产	68.52	67.74	66.98
非流动资产合计	164.27	189.44	221.39
资产总计	291.58	331.50	332.62

资料来源：荆门城投 2016~2018 年审计报告，远东资信整理

2018 年，荆门城投实现营业收入 13.31 亿元，其中工程施工为主要收入来源。2018 年荆门城投毛利率为 20.51%，较之前年度有所下降，主要系 2017 年以来荆门城投不再开展土地开发业务所致。从期间费用来看，2018 年荆门城投期间费用 1.40 亿元，同比下降 19.08%，其中管理费用占比较高。2018 年，荆门城投获得的政府补助资金 0.26 亿元，并计入其他收益，对荆门城投盈利有一定的补充作用。

盈利规模方面，2018 年荆门城投分别实现利润总额和净利润 1.63 亿元和 1.21 亿元，较上年均有不同程度增长。从盈利指标来看，2018 年荆门城投净资产收益率和总资产报酬率分别为 0.92% 和 0.51%。

得益于部分项目进入回款期，经营活动现金流出规模大幅缩减，2018 年荆门城投经营活动现金流由净流出转为净流入，当年经营活动净流入 4.07 亿元，对债务偿付提供一定的保障。随着城市基础设施逐步完善，荆门城投投资活动逐步放缓，2018 年荆门城投投资性活动现金分别净流出 15.38 亿元，较 2017 年末净流出规模明显缩减。2018 年荆门城投筹资活动现金流由净流入转为净流出，且净流出 11.48 亿元，主要系荆门城投融资规模下降，收到的借款金额大幅下降所致。

2018 年末荆门城投流动比率和速动比率分别为 235.23% 和 126.99%，流动资产对流动负债的保障能力有所减弱。2018 年，荆门城投 EBITDA 为 2.70 亿元，EBITDA 利息保障倍数和总债务/EBITDA 分别为 0.33 倍和 67.39 倍，虽然 EBITDA 对其利息支出的覆盖程度略有上升，但 EBITDA 对债务及利息支

出整体保障较弱。

考虑到荆门城投在荆门市基础设施建设投融资领域具有的显著地位，其在业务运营方面具有一定的区域专营优势，并可获得地方政府给予的支持。此外，荆门城投银企关系良好，截至 2018 年末，荆门城投共获得银行授信额度 132.80 亿元，其中尚未使用额度为 26.38 亿元，授信额度可为荆门城投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，融资渠道较为畅通。整体来看，荆门城投偿债能力仍较强。

截至 2018 年末，荆门城投对外担保余额 10.30 亿元，对外担保比率为 58.69%。公司对外担保对象主要为湖北农谷实业股份有限公司、荆门万华生态家居股份有限公司及道生国际融资租赁有限公司等 6 家公司。综合考虑，荆门城投或有负债风险值得关注。

（四）债务履约情况

截至 2019 年 5 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 2019 年 5 月 28 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。

八、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。跟踪期内，公司产能进一步扩大，工业炸药销售在湖北省内仍稳居首位。2018 年公司各板块业务均有不同程度的增长，经营规模持续扩大，整体盈利能力仍较好。自上市后凯龙股份资本实力显著增强，融资渠道畅通，整体偿债能力仍较强。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；随着其产业链持续扩张和对外投资规模的扩大，需关注其资金需求的增加带来的债务规模的上升；此外 2018 年公司投资的标的已发生经营风险，公司已计提减值准备和预计负债，未来公司还面临一定的回购风险。

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，在业务运营方面仍具有一定的区域专营优势，并可获得地方政府给予的支持，综合实力较强。可为本期债券本息的偿付提供一定的保障。

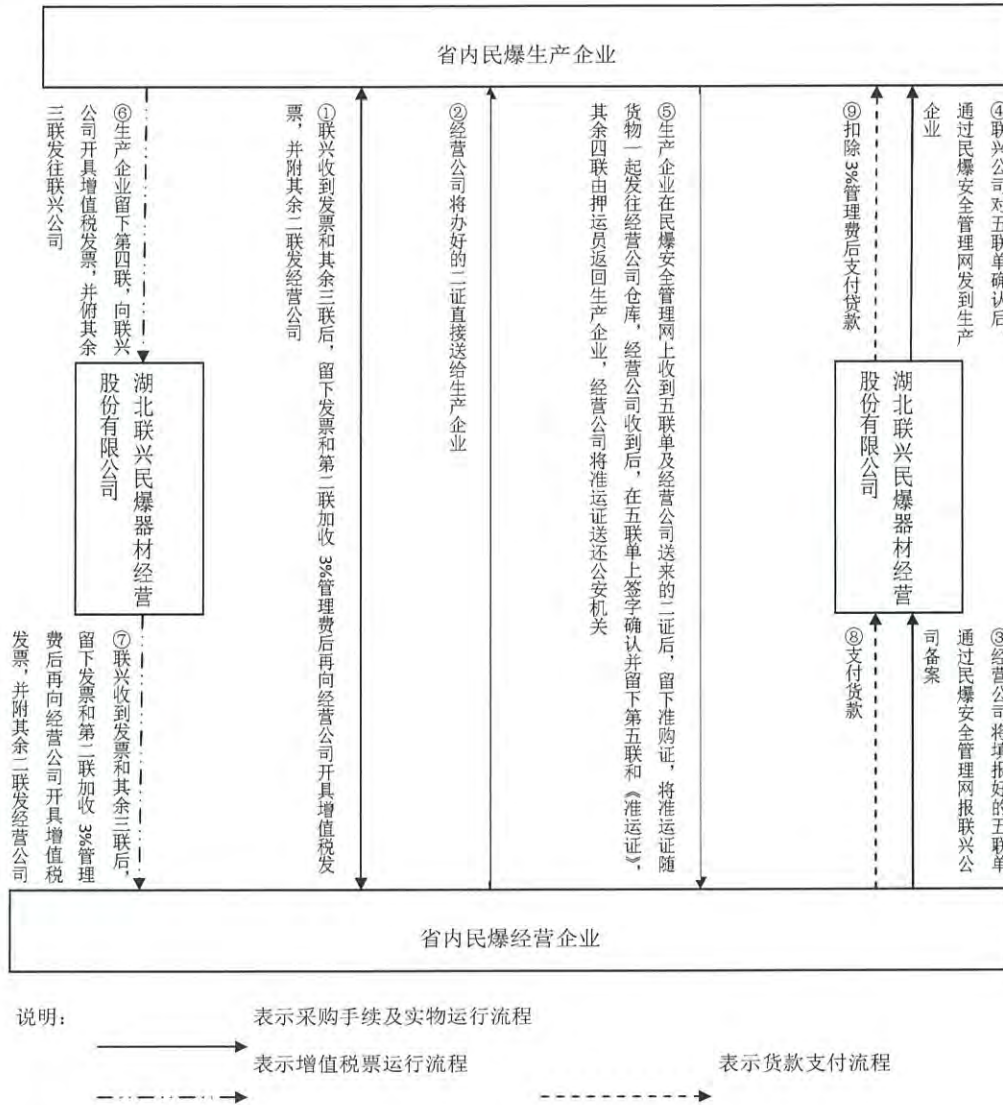
综上，远东资信评定凯龙股份主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定；评定担保主体荆门城投主体信用等级为 AA 级，评级展望为稳定；评定凯龙股份 2018 年公开发行可转换公司债券的信用等级为 AA 级。

附录一： 2018 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	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	1,322.00	65.05
2	钟祥凯龙楚兴化工有限责任公司	钟祥凯龙	19,090.00	93.03
3	荆门凯龙民爆器材有限公司	荆门凯龙	1,600.00	51.00
4	武汉市江夏凯龙爆破工程有限公司	江夏凯龙爆破	100.00	51.00
5	湖北凯龙工程爆破有限公司	湖北凯龙爆破	3,938.00	100.00
6	京山凯龙合力工程爆破有限公司	京山凯龙爆破	800.00	70.00
7	湖北荆飞马货物运输有限公司	荆飞马货运	200.00	100.00
8	宁夏三和工程爆破有限公司	宁夏三和爆破	300.00	92.00
9	麻城凯龙科技化工有限公司	麻城凯龙	706.00	51.00
10	贵州兴宙爆破工程有限公司	贵州兴宙爆破	1,000.00	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	1,000.00	51.00
12	贵州兴宙运输有限公司	兴宙运输	1,00.00	51.00
13	贵州凯龙万和爆破工程有限公司	贵州凯龙爆破	3,468.32	51.00
14	贵州凯龙和兴危险货物运输有限公司	和兴货运	100.00	51.00
15	湖北凯龙国安防务科技有限公司	国安防务	19,608.00	51.00
16	荆门市东宝区凯龙矿业股份有限公司	东宝矿业	22,000.00	51.00
17	京山凯龙矿业有限公司	京山矿业	10,000.00	41.00
18	吴忠市安盛民爆有限公司	安盛民爆	1,100.00	85.00
19	吴忠市天力民爆器材专营有限公司	天力民爆	10.00	85.00
20	贵定县顺翔危险货物运输有限公司	顺翔货运	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	800.00	51.00
22	湖北凯龙龙焱能源科技有限公司	龙焱能源	16,000.00	51.00
23	湖北新锐祥机电股份有限公司	新锐祥机电	3,000.00	55.00
24	巴东凯龙化工建材有限公司	巴东建材	700.00	94.00
25	黄冈市永佳爆破有限公司	黄冈永佳爆破	350.00	51.00
26	巴东县拓能爆破工程有限公司	巴东拓能爆破	200.00	75.00
27	湖北凯龙楚兴商贸有限责任公司	楚兴商贸	1,000.00	100.00
28	京山花山矿业有限公司	花山矿业	4,980.00	91.97
29	京山长档口矿业有限公司	长档口矿业	1,800.00	80.00
30	京山京安工程爆破有限公司	京安爆破	600.00	51.00
31	荆门市强锐爆破服务有限公司	强锐爆破	300.00	51.00
32	湖北凯龙化工集团股份有限公司武汉高新技术设计研究院	高新设计院	--	100.00
33	荆门市吉鑫物业管理有限公司	吉鑫物业	600.00	70.00
34	湖北晋煤金楚化肥有限责任公司	晋煤金楚	15,616.00	55.26
35	宁夏吴忠市安盛洪兴危货运输有限公司	安盛洪兴运输	50.00	100.00
36	湖北云之丰生态农业发展有限公司	云之丰农业	3,000.00	70.00

资料来源：凯龙股份 2018 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：亿元、%

科目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
财务数据				
资产总额	18.98	23.92	38.11	40.06
所有者权益	15.59	16.58	19.40	19.60
短期债务	0.66	1.90	3.64	3.41
长期债务	0.01	1.82	9.10	12.18
总债务	0.67	3.72	12.73	15.59
营业收入	9.54	13.59	18.65	3.59
利润总额	1.51	1.74	1.67	0.30
净利润	1.24	1.38	1.32	0.21
EBITDA	2.26	2.79	3.20	--
经营性净现金流	1.46	1.56	2.36	0.22
财务指标				
应收账款周转速度（次）	5.38	5.74	6.34	--
存货周转速度（次）	6.90	8.37	8.22	--
总资产周转速度（次）	0.52	0.63	0.60	--
现金收入比	85.36	89.04	88.45	92.02
营业利润率	15.01	12.79	9.42	8.26
总资产报酬率	8.54	8.77	6.47	--
净资产收益率	8.48	8.59	7.34	--
总债务资本化比率	4.39	18.31	39.63	43.26
资产负债率	17.84	30.71	49.10	51.08
流动比率	324.62	199.45	196.82	218.18
速动比率	290.15	160.84	173.90	192.38
经营性现金流动负债比	49.03	30.25	27.26	2.95
EBITDA 利息保障倍数(倍)	46.85	20.28	9.28	--
总债务/EBITDA (倍)	0.29	1.33	3.98	--

资料来源：凯龙股份 2016~2018 年审计报告及 2019 年 1~3 月未经审计财务报表，远东资信整理

附录四：2018 年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	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	荆门实业投资公司	实业投资	10,000.00	100.00
2	荆门市供水总公司	供水总公司	4,411.00	100.00
3	荆门京环保科技有限公司	京环环保	693.00	72.29
4	荆门市天城小额贷款公司	天城小贷	10,000.00	50.00
5	荆门市十里牌林场	十里牌林场	1,500.00	100.00
6	荆门市天城市政建设有限公司	天城市政	20,000.00	100.00
7	荆门市慧泉房地产开发有限公司	慧泉地产	1,000.00	85.00
8	荆门顺泰城镇化建设投资有限公司	顺泰建设	20,000.00	100.00
9	荆门盛业城镇化建设投资有限公司	盛业建设	14,000.00	70.00
10	荆门宾馆经营有限公司	荆门宾馆	190.00	95.00
11	荆门市天城地下管廊有限公司	荆门地下管廊	2,700.00	90.00
12	荆门市天城户外广告资产经营有限公司	天城广告	100.00	100.00
13	荆门市财源城市投资有限公司	财源投资	3,010.00	86.00
14	荆门城投停车场投资经营有限公司	荆门停车场	1,000.00	100.00
15	江汉枢纽（荆门）保税物流有限公司	江汉保税物流	10,000.00	100.00
16	荆门市咏泉水质检测有限公司	咏泉水检	100.00	100.00
17	荆门市天城置业有限公司	天城置业	5,000.00	100.00
18	荆门市智慧城市建设运营有限公司	荆门智慧城市	1,000.00	85.00

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	2016年	2017年	2018年
财务数据			
资产总额	291.58	331.50	332.62
所有者权益	129.65	130.82	131.97
总债务	140.86	182.49	181.65
营业收入	14.33	11.80	13.31
利润总额	1.78	1.60	1.63
净利润	1.68	1.11	1.21
EBITDA	3.75	2.86	2.70
经营性净现金流	-14.30	-7.32	4.07
财务指标			
应收账款周转速度（次）	4.56	4.03	3.30
存货周转速度（次）	0.18	0.17	0.21
总资产周转速度（次）	0.05	0.04	0.04
现金收入比	53.22	129.93	86.20
毛利率	28.78	21.62	20.51
总资产报酬率	0.98	0.59	0.51
净资产收益率	1.32	0.85	0.92
总债务资本化比率	52.07	58.25	57.92
资产负债率	55.53	60.54	60.33
流动比率	527.00	569.60	235.23
速动比率	302.20	349.90	126.99
经营现金流流动负债比	-59.19	-29.36	8.62
EBITDA 利息保障倍数(倍)	0.68	0.23	0.33
总债务/EBITDA (倍)	37.60	63.80	67.39

资料来源：荆门城投 2016~2018 年审计报告，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；

短长期债务比=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。

巨潮资讯