

远东资信评估有限公司

远东跟踪（2020）0015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 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，评级展望维持稳定，维持“凯龙转债”AA的信用等级。

特此通知



远东资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十一日

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 跟踪评级报告

远东跟踪（2020）0015号



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

二〇二〇年七月

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跟踪评级报告

远东跟踪(2020)0015号

评级结果

项目	主体信用级别	评级展望	评级时间
上次评级	AA	稳定	2019.6.18
本次评级	AA	稳定	2020.7.21

债项简称	债券规模(亿元)	债券期限(年)	首次评级	本次评级
凯龙转债	3.29 ¹	6	AA	AA

主要财务数据

人民币:亿元	2017	2018	2019	2020.3
资产总额	23.92	38.11	44.11	45.15
所有者权益	16.58	19.40	22.27	22.23
总债务	3.72	12.73	15.17	16.86
营业收入	13.59	18.65	18.91	1.73
净利润	1.38	1.32	1.13	-0.20
EBITDA	2.79	3.20	3.70	--
营业利润率(%)	12.79	9.42	8.02	-8.91
净资产收益率(%)	8.59	7.34	5.43	--
资产负债率(%)	30.71	49.10	49.52	50.76
总债务资本化比率(%)	18.31	39.63	40.52	43.13
流动比率(%)	199.45	196.82	124.33	95.07
EBITDA 利息保障倍数(倍)	20.28	9.27	6.17	--
总债务/EBITDA(倍)	1.33	3.98	4.10	--

注:2017~2019年数据来源为公司审计报告,2020年3月数据来源为公司未经审计财务报表。

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,公司产能保持平稳,工业炸药产销量在湖北省内仍稳居首位;公司各业务板块整体运营较为稳定,带动公司营业收入实现平稳增长,毛利率仍维持在较高水平;随着部分可转换公司债券转股,凯龙股份资本实力有所增强,加之其融资渠道较为畅通,其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,受宏观经济波动影响较大;随着产业链持续延伸和对外投资规模的扩大,公司债务规模进一步上升;此外,公司商誉规模较大,存在一定减值风险。上述因素可能给公司信用基本面带来不利影响。

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,综合实力很强,可为本期债券本息的偿付提供一定的保障。

¹截至2020年3月末,凯龙转债剩余债券规模为0.32亿元。

荆门城投主要财务数据

人民币：亿元	2017	2018	2019	2020.3
资产总额	331.50	332.62	334.12	347.72
所有者权益	130.82	131.97	139.86	140.17
总债务	182.49	181.65	180.41	194.90
营业收入	11.80	13.31	19.31	1.01
净利润	1.11	1.21	1.34	0.31
EBITDA	2.86	2.70	2.95	--
营业利润率(%)	13.54	12.32	9.41	31.19
净资产收益率(%)	0.85	0.92	0.99	--
资产负债率(%)	60.54	60.33	58.14	59.69
总债务资本化比率(%)	58.25	57.92	56.33	58.17
流动比率(%)	569.60	235.23	403.45	463.43
EBITDA 利息保障倍数(倍)	0.43	0.39	0.43	--
总债务/EBITDA (倍)	63.80	67.39	61.21	--

注：2017~2019 年数据来源为荆门城投审计报告，2020 年 3 月数据来源为荆门城投未经审计财务报表。

分析师：倪悦 niyue@fecr.com.cn

邵帅 shaoshuai@fecr.com.cn

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
上海市大连路 990 号海上海新城 9 层

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，评级展望维持稳定；维持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信用等级为 AA。

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。
- 跟踪期内，公司资本实力有所增强，虽总债务有所增长，但整体债务负担仍可控；同时，融资渠道畅通，再融资能力较强。
- 跟踪期内，公司整体盈利能力仍较强，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了一定保障。
- 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

- 公司产业链持续延伸，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。
- 2020 年 1 月，新型冠状病毒肺炎疫情在湖北省全面爆发，公司最重要的生产经营地均在湖北省内，受停工停产影响，公司 2020 年一季度收入及利润较去年同期下滑明显，远东资信将持续关注新型冠状病毒肺炎疫情对公司业务的影响。
- 随着城市基础设施建设业务的增加，跟踪期内荆门城投债务负担仍较重，财务杠杆亦处于较高水平，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师已履行尽职调查与诚信尽责的义务，保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了合理审慎的核查，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述及担保。
- 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本期债券到期兑付日有效，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，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议，投资者应审慎使用评级报告，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”或“公司”）前身系 1994 年 6 月成立的湖北襄沙化工股份有限公司，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、湖北卫东机械化工有限公司作为发起人设立，后经历多次股权及注册资本变更。公司于 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 8,347.00 万元。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”）为凯龙股份控股股东，邵兴祥为其一致行动人。

2019 年 8 月 13 日，荆门市国资委将其所持有凯龙股份的全部 5,584 万股股份（持股比例为 14.88%）无偿划转给其全资子公司中荆投资控股集团有限公司（以下简称“中荆投资”），至此中荆投资成为公司第一大股东；邵兴祥持股比例为 14.22%，仍为一致行动人；荆门市国资委仍为公司的实际控制人。

此外，公司发行的 32,885.48 万元可转换公司债券（以下简称“凯龙转债”）自 2019 年 6 月 27 日起可转换为公司股份。截至 2019 年 12 月 31 日，累计已有人民币 280,71.42 万元凯龙转债转为公司 A 股普通股，累计转股股数为 41,463,174 股，转股后公司总股份增加至 375,343,174 股，总股本增至 3.75 亿元。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。截至 2019 年末，凯龙股份纳

入合并范围的子公司及孙公司共 39 家，较 2018 年末增加 4 家（具体情况见附录 2）。

截至 2019 年末，公司（合并）资产总额 44.11 亿元，同比增长 15.76%，所有者权益总额 22.27 亿元（含少数股东权益 5.13 亿元），同比增长 14.79%；2019 年公司实现营业收入 18.91 亿元，同比增长 1.40%；净利润 1.13 亿元，同比下降 14.35%。

截至 2020 年 3 月末，公司（合并）资产总额 45.15 亿元，较 2019 年末增长 2.36%；所有者权益总额 22.23 亿元（含少数股东权益 5.09 亿元），较 2019 年末下降 0.16%；2020 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.73 亿元，净利润-0.20 亿元。

二、本期债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2018】1619 号文核准，凯龙股份于 2018 年 12 月 21 日公开发行了总额为 3.29 亿元人民币的可转换公司债券（以下简称“本期债券”），期限为 6 年（2018.12.21~2024.12.21），并于 2019 年 1 月 21 日起在深圳证券交易所上市交易（债券代码 128052，债券简称“凯龙转债”）。本期债券募集资金扣除发行费用后，全部用于凯龙股份生产项目建设。2020 年第一季度，本期债券因转股减少数量为 157,930 张，转股数量为 2,332,673 股。截至 2020 年第一季度末，剩余可转债余量为 323,476 张。

三、运营环境

近年我国经济总量保持增长，随着供给侧结构性改革推进，产业结构持续优化，但全球经济增长放缓，突发性公共卫生事件发生，外部不确定因素增多，同时我国经济结构性、体制性和周期性问题相互交织，固定资产投资、消费支出和出口增速均不同程度下滑，经济下行压

力加大

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、保障民生和对外开放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，2019年我国国内生产总值99.09万亿元，按可比价格计算，比上年增长6.1%，分产业看，第一、二、三产业增加值分别为7.05万亿元、38.62万亿元和53.42万亿元，同比分别增长3.1%、5.7%和6.9%，经济总体运行平稳。全年第三产业增加值占国内生产总值的比重为53.9%，比上年提高0.6个百分点，高于第二产业14.9个百分点，对国内生产总值增长的贡献率为59.4%，产业结构持续优化。

从拉动经济发展的“三驾马车”来看，我国固定资产投资增速持续下降，但投资结构有所优化。2019年全国完成固定资产投资（不含农户）55.15万亿元，比上年增长5.4%，增速回落0.5个百分点。分领域看，基础设施投资增长3.8%，制造业投资增长3.1%，房地产开发投资增长9.9%。分产业看，第一、二、三产业投资分别增长0.6%、3.2%和6.5%。高技术产业投资增长17.3%，快于全部投资11.9个百分点，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长17.7%和16.5%。

消费增速有所回落，但整体保持较快增长。2019年我国社会消费品零售总额41.17万亿元，比上年增长8.0%，增速回落1.0个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额14.80万亿元，增长3.9%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额35.13万亿元，增长7.9%；乡

村消费品零售额6.03万亿元，增长9.0%。消费作为经济增长主动力作用持续巩固，2019年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为57.8%

我国出口增速继续回落，但贸易顺差大幅扩大。2019年我国货物进出口总额31.55万亿元，比上年增长3.4%，增速下滑6.3个百分点。其中，出口17.23万亿元，增长5.0%，增速下滑2.1个百分点；进口14.32万亿元，增长1.6%；进出口相抵，顺差为2.92万亿元，同比扩大25.32%。我国对“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10.8%。

“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，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”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，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，2019年全国发行地方政府债券43,624亿元，其中按用途划分，发行新增债券30,561亿元，发行置换债券和再融资债券13,063亿元。货币政策方面，2019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12月以来，全球开始爆发新型冠状病毒肺炎疫情，隔离防护和人流限制措施对批发和零售、交通运输、住宿和餐饮等服务业冲击较大。2020年3月，中共中央政治局召开会议，明确推出包括提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债券规模、引导贷款市场利率下行以及刺激消费等一揽子政策措施。

2020年上半年,我国经济运行稳步复苏,实现国内生产总值45.66万亿元,按可比价格计算,同比下降1.6%;分季度看,一季度同比下降6.8%,二季度增长3.2%;分产业看,第一、二、三产业增加值分别为2.61万亿元、17.28万亿元和25.78万亿元,同比增长0.9%、下降1.9%、下降1.6%。全国规模以上工业增加值同比下降1.3%,降幅较一季度收窄7.1个百分点。社会消费品零售总额17.23万亿元,下降11.4%,降幅较一季度收窄7.6个百分点。固定资产投资(不含农户)28.16万亿元,下降3.1%,降幅较一季度收窄13.0个百分点。货物进出口总额14.24万亿元,下降3.2%,降幅较一季度收窄3.3个百分点。

未来短期内,我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要更加积极有为,大力提质增效,加大逆周期调节力度,有效对冲疫情影响;有保有压,优化财政支出结构,全面实施预算绩效管理;用好地方政府专项债券,防范化解地方政府隐性债务风险。货币政策要更加灵活适度,保持总量适度,综合利用货币政策工具,保持流动性合理充裕。推动贷款实际利率持续下行和企业综合融资成本明显下降,加大对稳企业、保就业的金融支持。

整体来看,当前世界经济增长持续放缓,全球动荡源和风险点明显增多,突发性公共卫生事件发生。我国正处于转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期,结构性、体制性、周期性问题相互交织,“三期叠加”影响持续深化,经济下行压力加大。

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,我国民爆行业外部环境良好;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。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。从2019年工业炸药销售流向数据上看,用于煤炭、金属和非金属矿山开采的炸药量占炸药总销量的71.5%,其中用于金属矿山的量占炸药总量的比例最大,为24.9%;其次是非金属矿山,占炸药总量的24.1%;第三是煤炭开采,占炸药总量的22.5%;用于铁路道路、水利水电等基础设施建设方面的炸药量,占炸药总用量比重分别为5.7%和1.7%。2019年我国完成固定资产投资(不含农户)55.15万亿元,同比增长5.4%。分行业看,采矿业投资同比增长24.1%,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%。整体来看,2019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。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,长期来看我国民爆行业外部环境良好。

2019年,民爆行业总体运行情况呈现稳中向好态势,民爆行业实现生产总值332.49亿元,同比增长7.20%。同年,民爆生产企业累计实现主营业务收入378.16亿元,同比增长12.04%;累计实现利润总额47.41亿元,同比增长5.23%;累计实现利税总额74.15亿元,同比增长5.65%。截至2019年末,我国有298条炸药生产线产能超过1万吨,占炸药生产线总数80%,其中有30条生产线产能达到或超过2万吨。2019年我国工业炸药安全许可能力

约为 560 万吨，其产能平均利用率约为 79%，与去年相比增加了 2 个百分点；工业雷管安全许可能力约为 38 亿发，其产能平均利用率约为 29%。

民爆器材出厂价格放开后，民爆器材产品市场竞争加剧，产品同质化经营和无序竞争等问题频出。近年来，区域龙头的民爆企业积极响应国家“走出去，引进来”战略号召，通过并购重组、投资服务等策略，不断提升其自身实力，使其产业链完整程度提升，业务规模化效应形成，行业也逐步形成以优势企业为龙头的区域化发展，行业集中度稳步提升。2019 年，民爆行业前 20 名生产企业完成生产总值已占行业生产总值的 65%。

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。2019 年上半年，硝酸铵均价为 2,005 元/吨，同比增长 3.94%。2019 年 8 月以来，硝酸铵迎来一波上涨行情，价格由 1,967 元/吨涨至 2019 年 12 月的 2,038 元/吨，涨幅超过 15%；与去年同期相比，上涨 10.8%，创出近 3 年来的价格新高。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，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。2019 年 8 月，国家发改委发布了《产业结构调整指导目录》（2019 年本），提出一方面促进工业炸药可靠性、安全性、环保性新产品研究，另一方面要限制高危生产线的投放及应用并淘汰落后技术。

2020 年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，3 月以来疫情在全球范围内开始蔓延。疫情爆发后，国内 31 省陆续启动突发公共卫生事件一级响应，大部分行业处于停工状态。目前新型冠状病毒肺炎疫情形势好转，各行业恢复生产，对能源需求增加，民爆行业也会逐步恢复常态。

跟踪期内，我国化肥行业产能过剩，产品同质化，市场竞争激烈，下游需求不足等问题尚未得到根本性改善，整体市场仍然延续低迷状态

化肥行业方面，化肥作为保证粮食生产的重要生产资料，在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。

磷肥方面，磷肥产业资源依赖性强，产业集中度高。从国际市场供需来看，全球磷肥市场保持缓慢增长，磷肥主要需求地区为亚洲、拉美、北美，其中亚洲市场需求占比最大，同时也是绝对增长量的主要贡献区域。受磷矿石资源限制，磷肥的供应主要来自于亚洲、北非和北美地区。非洲磷肥供给增长较快，非洲富磷国家的磷矿资源进一步开采带来磷肥产量释放。受磷矿资源分布影响，国内磷肥产能主要集中在“云、贵、川、鄂”等主要磷矿资源地区。2019 年国内磷肥行业产能过剩、产品同质化、市场竞争激烈和下游需求不足等不利因素尚未得到根本性的改善。2019 年 1 月起以长江环保和“三磷”整治为核心的政策和实施方

案相继出台，特别是长江经济带“三磷”专项排查结束后，湖北、贵州、云南、四川、湖南、重庆、江苏等7省市的多家磷肥企业存在生态环境问题，磷肥供给出现一定程度减少。

氮肥方面，氮肥在全球消耗量大大超过磷肥和钾肥。从国际市场供需来看，全球氮肥增长已经进入成熟发展阶段，总需求量保持缓慢稳定增长。亚洲由于庞大的人口基数和农业基础，是全球最大的化肥和氮肥消费地区，其中，中国是世界最大的氮肥生产和使用国。氮肥的生产原材料为煤炭和天然气，由于全球资源分布不均，使得全球不同地区的化肥产出存在较大差别。受供给侧改革的影响，国内部分企业开始向液氨及甲醇等煤化产品转产，高成本、技术落后的尿素产能开始逐渐淘汰。国家发布的严控化肥使用年增长率，及不再受理过剩行业新建产能用地预审等一系列政策也极大限制了尿素的产能增长。2019年尿素行业产能7,467万吨，同比下降3.3%；产量5,174万吨，同比上升2.67%，产能利用率69.29%。

我国化肥需求来自内销及出口，其中内需占80%以上。内需方面，根据2015年2月农业部制定的《到2020年化肥使用量零增长行动方案》，提出要通过推进精准施肥、调整化肥使用结构、有机肥替代化肥，力争2020年化肥使用量实现零增长。2016年我国农用化肥用量为5,984万吨，自1974年首次实现负增长。2019年我国农用化肥用量为5,403.59万吨，同比下降7.77%，连续四年处于下降态势。

出口方面，2016~2018年中国肥料出口量连续下降，而受益于出口关税下调、海外需求增长和人民币汇率贬值等因素影响，加之印度多次在国际市场上进行尿素招标，2019年我国矿物肥料及化肥出口量为2,776万吨，同比增长11.3%；从金额方面来看，2019年我国肥料出口金额为7,343.99百万美元，同比增长2.7%。

价格方面，2019年，国内化肥供需整体平衡，受环保限产、出口刺激和供需结构改善影响，近年磷肥和氮肥价格较快上涨，主要品种化肥市场批发价格处于近三年来高位水平，但年内价格整体连续下跌，已经大幅低于去年同期水平。据中国化肥价格指数系统监测，截至2019年12月30日，全国尿素、64%国产磷酸二铵、进口氯化钾、45%国产氯基复合肥平均批发价格分别为1,801.8元/吨、2,605.5元/吨、2,341.5元/吨、2,114.6元/吨，同比分别下降12.15%、10.90%、4.10%、8.51%。

整体来看，2019年化肥行业产能过剩，产品同质化，市场竞争激烈，下游需求不足，整体市场仍然延续低迷状态。

四、业务运营

2019年，公司各业务板块整体运营较为稳定，带动公司营业收入实现平稳增长，其中民爆器材业务仍为公司的第一大收入和利润来源；在硝酸铵和复合肥以及其他业务板块毛利率水平上升的带动下，公司整体毛利率有所提升；此外，受新型冠状病毒肺炎疫情爆发影响，公司2020年一季度收入及利润较去年同期下滑明显

2019年公司实现营业收入18.91亿元，同比增长1.40%。收入结构方面，2019年民爆器材板块收入规模同比变动不大，在营业收入中的占比超过30%；同年该板块对公司的毛利润贡献度同比下降4.14个百分点至43.99%。2019年硝酸铵及复合肥板块收入较2018年变动不大，但硝酸铵及复合肥板块实现毛利润1.09亿元，对毛利润贡献度同比上升1.18个百分点至15.68%。2019年工程爆破服务业务收入规模同比下降6.22%，主要系湖北和贵州地区重大工程项目投资放缓，爆破服务行业竞争加剧所

致；同时该板块对毛利润的贡献度亦有所下降。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，2019 收入与毛利润贡献度均有所增长。整体来看，民爆器材板块仍为公司的主要收入和利润来源，但硝酸铵及复合肥、爆破服务等其他业务也对公司收入和利润的提供了良好补充。

毛利率方面，2019 年公司民爆器材板块和硝酸铵及复合肥板块毛利率较 2018 年均有不

同程度的增长；同年，受爆破施工人工成本上升的影响，公司爆破服务板块毛利率有所回落。此外，公司其他业务板块的毛利率也较 2018 年有明显提升。整体来看，2019 年公司整体毛利率水平同比有所增长。

2020 年 1 月，新型冠状病毒肺炎疫情在湖北省全面爆发，公司最重要的生产经营地均在湖北省内，受停工停产影响，公司 2020 年一季度收入及利润较去年同期下滑明显。

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	2017 年			2018 年			2019 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	5.40	39.75	54.03	5.91	31.66	51.37	5.91	31.22	51.56
硝酸铵及复合肥	3.90	28.70	18.81	5.01	26.84	18.25	5.08	26.88	21.34
爆破服务	2.81	20.69	34.03	3.19	17.10	32.73	2.99	15.81	28.13
其他	1.48	10.86	28.97	4.55	24.40	28.82	4.93	26.08	40.10
合计	13.59	100.00	37.06	18.65	100.00	33.79	18.91	100.00	36.74

资料来源：凯龙股份提供，远东资信整理

民爆器材

凯龙股份是湖北省规模最大、全国排名前列的民爆器材生产企业。2019 年公司民爆器材

板块实现收入 5.91 亿元，较上年变动不大，其中工业炸药业务收入为 5.86 亿元，占爆破器材业务总收入的 99%以上。

表 2：2017~2019 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	2017 年			2018 年			2019 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	1.86	34.51	47.46	2.01	34.01	47.33	2.10	35.52	47.02
改性铵油炸药	1.28	23.66	55.48	1.24	21.04	50.10	0.98	16.56	46.62
膨化硝铵炸药	1.30	24.02	61.77	1.18	19.96	60.50	1.35	22.90	60.93
震源药柱	0.86	15.98	57.32	1.40	23.74	51.31	1.43	24.18	53.21
小计	5.30	98.17	54.50	5.83	98.75	51.54	5.86	99.16	51.67
工业导爆管等其他爆破器材	0.10	1.73	28.75	0.07	1.25	37.65	0.05	0.84	38.08
合计	5.40	100.00	54.03	5.91	100.00	51.37	5.91	100.00	51.56

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。

产能及产量方面,2019年公司的工业炸药生产许可能力为12.40万吨,较2018年维持不变。产量方面,近年来,凯龙股份工业炸药产量排名稳步上升,生产总产值稳定在前15位。2019年公司工业炸药产量10.42万吨,产能利用率80.81%,处于行业较高水平。

跟踪期内,凯龙股份民爆器材销售模式不变,湖北省内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;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。从产品分类看,2019年公司除改性铵油炸药收入规模有所下滑外,其余工业炸药产品收入均有所增长。

工业炸药原材料主要为硝酸铵、油相材料和添加剂,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年成立湖北凯龙楚兴化工集团有限公司(以下简称“楚兴化工”),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,凯龙股份硝酸铵业务主要由子公司楚兴化工运营,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。除节假日及季节性原因停工外,楚兴化工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。

2019年,凯龙股份硝酸铵年产量17.10万吨,同比增长15.42%,主要系硝酸铵市场需求量增加所致。销量方面,根据硝酸铵协会统计数据,公司液态硝酸铵销量全国行业地位排名进入前十名。

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。楚兴化工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。晋煤金楚系凯龙股份的子公司,持股比例为62.66%。2014年以来,楚兴化工自晋煤金楚采购的合成氨占全部采购量的比例均在60%左右。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,长期以来楚兴化工亦与周边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湖北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，楚兴化工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。

随着国家安全环保监管力度加大，行业优化整合，硝酸铵市场需求量增加，价格持续上涨，因此在公司硝酸铵产销量增长的带动下，收入依然能够保持增长。2019年，凯龙股份硝酸铵板块实现收入2.05亿元，毛利率34.19%。

复合肥

凯龙股份复合肥业务主要由子公司楚兴化工运营。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。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）。截至2019年末，公司复合肥产能达20万吨。

表 3：2017~2019 年凯龙股份复合肥产品生产、销售情况

单位：万吨

2017年		2018年		2019年	
生产	销售	生产	销售	生产	销售
11.64	11.23	11.19	10.73	9.21	10.14

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。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570家左右。2019年，凯龙股份复合肥业务实现收入3.03亿元，同比下降9.37%；

复合肥业务毛利率12.65%，较2018年有所下降，主要系原材料成本上升影响所致。

爆破服务

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2019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，2019年爆破服务业务实现收入2.99亿元，毛利率28.13%。

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公司内部采购，部分根据运输距离及采购价格对外采购。

其他业务

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。2019年晋煤金楚年氨醇生产能力15万吨，实际产量7.06万吨。除自用外，2019年凯龙股份合成氨及其副产品实现对外销售收入0.95亿元，毛利率为10.52%。

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1,000万平方米纸箱和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、乳化内包膜片等纸塑包装材料销售至全国30多个省市。2019年凯龙股份塑纸包装板块实现收入0.44亿元，同比增长0.15亿元。

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 2.20 亿元，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 2019 年末该项目已建成年产 200 万吨的石料生产线，已建成年产 20 万吨的氧化钙生产线，2019 年纳米碳酸钙板块实现收入 0.48 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。2019 年矿石业务收入 2.86 亿元，实现大幅增长，毛利率 56.15%，处于较高水平。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。

外部支持

新型冠状病毒肺炎疫情在湖北省全面爆发，对湖北省辖内企业的经营和发展产生巨大的负面影响。面对新型冠状病毒肺炎疫情防控的严峻形势，财政部、税务总局以及湖北省政府出台了系列应对疫情防控优惠及扶持政策，从减低企业生产成本、加大信贷支持力度、降低融资成本等多个方面，支持湖北省内的企业。

五、财务分析

公司提供了 2017~2019 年和 2020 年 3 月

合并财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017~2019 年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2020 年 3 月财务报表未经审计。

截至 2019 年末，纳入公司合并范围内的子公司及孙公司共 39 家，2019 年公司新纳入合并报表范围的企业为湖北凯龙八达物流有限公司、钟祥楚欣物流有限公司、深圳道格二十六号投资合伙企业（有限合伙）和湖北高融凯产业基金合伙企业（有限合伙）。

跟踪期内，公司资产规模有所扩大，公司虽以非流动资产为主，但货币资金和交易性金融资产较为充裕，资产流动性尚可；资本实力较强，虽总债务有所增加，但债务压力仍可控；跟踪期内公司经营规模持续扩大，受期间费用增长的影响，盈利虽有所下降，但整体产品仍保持较大的利润空间，盈利能力较强；此外，公司持续计提商誉减值准备，商誉减值风险需关注

资本结构

2019 年末公司所有者权益总额同比增长 14.79%，主要体现在资本公积等科目上。从构成上来看，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2019 年末公司实收资本同比增长 12.42%，主要系公司可转换公司债券持有人行使转股权转换为公司股份所致。同年末，资本公积同比大幅增长 84.58%至 5.15 亿元，主要系当年公司将可转换公司债券拆分的权益部分转入资本公积所致。2019 年末公司未分配利润较上年末变动不大。截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益总额及构成较上年末变动不大。

总体来看，随着实收资本和资本公积增长，公司资本实力有所增强。

表 4：2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司权益和负债主要构成

单位：亿元、%

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 3 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
短期借款	1.80	24.50	3.03	16.20	2.90	13.28	3.60	15.71
应付账款	1.11	15.10	2.17	11.61	2.73	12.49	2.22	9.71
其他应付款	0.71	9.66	1.13	6.05	1.15	5.27	1.05	4.56
一年内到期的非流动负债	0.10	1.36	0.43	2.28	2.51	11.49	4.90	21.38
流动负债合计	5.17	70.38	8.66	46.28	12.07	55.25	14.92	65.11
长期借款	1.70	23.14	6.45	34.50	7.43	34.00	5.99	26.15
应付债券	--	--	2.37	12.66	0.37	1.70	0.25	1.08
长期应付款	0.12	1.58	0.32	1.68	0.62	2.84	0.42	1.83
非流动负债合计	2.18	29.52	10.05	53.72	9.78	44.75	8.00	34.89
负债合计	7.35	100.00	18.71	100.00	21.85	100.00	22.92	100.00
实收资本	2.09	12.59	3.34	17.21	3.75	16.86	3.78	16.99
资本公积	4.04	24.39	2.79	14.39	5.15	23.14	5.29	23.78
未分配利润	5.97	36.03	6.32	32.57	6.13	27.52	5.99	26.93
归属于母公司所有者权益合计	13.94	84.09	15.11	77.88	17.13	76.94	17.15	77.12
少数股东权益	2.64	15.91	4.29	22.12	5.13	23.06	5.09	22.88
所有者权益合计	16.58	100.00	19.40	100.00	22.27	100.00	22.23	100.00

数据来源：公司 2017~2019 年审计报告及 2020 年 3 月财务报表，远东资信整理

2019 年末，公司负债总额较上年末增长 16.76%。从构成来看，受长期借款和长期应付款重分类至一年内到期的非流动负债的影响，2019 年末公司的负债变为以流动负债为主。

2019 年末公司流动负债同比增长 39.38%。从构成上来看，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债构成。2019 年末，公司短期借款余额为 2.90 亿元，其中信用借款 2.70 亿元，抵押借款 0.20 亿元，抵押物主要为公司名下部分固定资产和无形资产。

公司的应付账款主要是应付工程设备款和材料劳务款等。2019 年末应付账款同比增长 25.62%，主要系应付工程设备款增长所致。

公司其他应付款主要以非关联方往来款及保证金构成。2019 年末，其他应付款余额同比变动不大。

2019 年末，公司一年内到期的非流动负债

同比增长 2.08 亿元，主要系部分长期借款及长期应付款重分类划入该科目所致；年末其一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款分别为 2.11 亿元和 0.40 亿元。

2019 年末公司非流动负债同比略有下降。从构成上看，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2019 年末，长期借款余额为 7.43 亿元，其中信用借款和保证借款分别为 6.93 亿元和 0.50 亿元。2019 年末，公司应付债券同比下降 2.00 亿元，主要系 2019 年部分可转换公司债转股所致。2019 年末，公司长期应付款同比增长 107.48%，主要系当年应付融资租赁款增加所致。

2020 年 3 月末，公司负债总额较 2019 年末增长 4.93%，仍以流动负债为主。流动负债方面，2020 年 3 月末公司短期借款、应付账款以及其他应付款较 2019 年末变动不大。一年内到期的非流动负债较 2019 年末增长 95.18%，主要系部分长期借款重分类划入该科

目所致。非流动负债方面，2020年3月末，公司长期借款较2019年末下降19.29%。同期末，

应付债券和长期应付款较上年末均有不同程度地下降。

表 5：2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司有息债务情况

单位：亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期债务	1.90	3.64	6.80	10.20
长期债务	1.82	9.10	8.37	6.66
总债务	3.72	12.73	15.17	16.86
总债务资本化比率	18.31	39.63	40.52	43.13
资产负债率	30.71	49.10	49.52	50.76

数据来源：公司 2017~2019 年审计报告及 2020 年 3 月财务报表，远东资信整理

有息负债方面，公司融资渠道主要为银行借款、发行债券等。2019 年末，公司总债务余额为 15.17 亿元，同比增长 19.09%。从期限结构来看，2019 年末短期债务占比有所上升，但整体债务结构较为合理。从债务负担来看，2019 年末和 2020 年 3 月末，公司资产负债率分别为 49.52%和 50.76%；总债务资本化比率

分别为 40.52%和 43.13%，债务负担整体仍可控。

资产质量

2019 年末，公司资产总额为 44.11 亿元，同比增长 15.76%，其中非流动资产占总资产的比重为 65.98%，公司资产以非流动资产为主。

表 6：2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司资产主要构成

单位：亿元、%

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 3 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	2.98	12.46	11.32	29.70	5.49	12.44	6.36	14.08
交易性金融资产	--	--	--	--	2.97	6.73	1.99	4.41
应收账款	1.82	7.60	2.34	6.14	2.48	5.62	2.47	5.48
存货	1.22	5.09	1.77	4.66	1.61	3.65	1.56	3.45
其他流动资产	2.68	11.21	0.10	0.25	1.19	2.69	0.53	1.17
流动资产合计	10.31	43.11	17.04	44.73	15.01	34.02	14.19	31.42
长期股权投资	1.56	6.50	2.47	6.48	2.43	5.52	2.44	5.40
固定资产	6.67	27.89	9.95	26.12	11.44	25.94	11.27	24.97
在建工程	0.54	2.26	0.84	2.20	4.85	10.99	5.31	11.75
无形资产	1.67	6.99	2.56	6.73	2.45	5.55	2.41	5.35
商誉	2.03	8.47	1.97	5.16	1.45	3.30	1.45	3.22
其他非流动资产	0.72	3.03	2.55	6.70	5.75	13.03	7.36	16.31
非流动资产合计	13.61	56.89	21.06	55.27	29.10	65.98	30.96	68.58
资产总计	23.92	100.00	38.11	100.00	44.11	100.00	45.15	100.00

数据来源：公司 2017~2019 年审计报告及 2020 年 3 月财务报表，远东资信整理

从构成上看，公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。2019 年，随着项目资金投入的增加，公司现金类资产有所减少，受此影响，当年末公司流动资产

同比下降 11.96%。2019 年末，公司货币资金余额为 5.49 亿元，其中受限货币资金合计 0.41 亿元，主要为银行承兑汇票保证金及矿区复垦保证金，受限比例 7.45%。2019 年末，公司新

增交易性金融资产余额为 2.97 亿元，系公司利用募集闲置资产购买的理财产品。

2019 年末公司应收账款账面价值 2.48 亿元，同比变化不大。公司针对应收账款计提坏账准备 0.12 亿元，计提比例 4.58%。账龄方面，1 年以内的应收账款占应收账款总额的 84.22%，应收账款的账龄相对较短。2019 年末，公司应收账款前五大客户账面余额占应收账款总额的 21.04%，应收账款客户集中程度不高。

公司存货主要为原材料和库存商品。2019 年末，公司存货账面价值为 1.61 亿元，同比略有下降。2019 年末公司存货中原材料和库存商品的账面价值分别为 0.81 亿元和 0.62 亿元。2019 年末公司存货跌价准备 0.02 亿元。

2019 年末，公司其他流动资产主要为待抵扣及预缴税金和财务资助借款。当年末公司其他流动资产为 1.19 亿元，同比增加 1.09 亿元，主要系当年增加公司向山东天宝化工股份有限公司提供 0.70 亿元财务资助借款所致。

受新增在建工程项目的影 响，2019 年末公司非流动资产同比增长 38.18%。2019 年末公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产以及其他非流动资产构成。

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。2019 年末公司长期股权投资账面价值为 2.43 亿元，同比略有下降。

固定资产方面，公司固定资产包括房屋及建筑物、构筑物、机器设备等。2019 年末公司固定资产 11.44 亿元，同比增长 14.95%，主要系部分在建工程完工后转入固定资产所致。

在建工程方面，2019 年末公司在建工程同比增长 4.01 亿元，主要系对复合肥生产线项目和合成氨节能环保技改项目增加投资所致。

无形资产方面，公司的无形资产主要为土

地使用权、采矿权和专利权。2019 年末公司无形资产 2.45 亿元，同比略有下降。

商誉方面，近年来公司商誉规模持续下降，其中 2019 年末商誉 1.45 亿元，同比下降 26.05%，主要系公司对贵州兴宙爆破工程有限公司、吴忠市安盛民爆有限公司、湖北晋煤金楚化肥有限责任公司等公司计提高誉减值所致。对于公司商誉减值情况，远东资信将持续关注。

其他非流动资产方面，公司其他非流动资产主要为预付工程设备款和预付股权款。2019 年末公司其他非流动资产同比增加 125.03%，主要系当年新增 2.14 亿元的预付股权款所致。

截至 2020 年 3 月末公司资产总额 45.15 亿元，较 2019 年末增长 2.36%。资产构成方面，公司资产仍以非流动资产为主。2020 年 3 月末公司货币资金较 2019 年末增长 15.89%，但应收账款、存货和其他流动资产较 2019 年末均有不同程度地下降，导致当期公司流动资产规模有所下滑；另一方面，受公司在建工程和其他非流动资产持续增加的影响，公司非流动资产的规模及在总资产中的占比均有所提高。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产账面价值合计 0.53 亿元，受限比例为 1.21%，其中受限货币资金、固定资产及无形资产账面价值分别为 0.41 亿元、0.08 亿元和 0.05 亿元。2019 年末公司受限资产主要系货币资金、固定资产、无形资产因融资受限。

总体来看，公司资产以非流动资产为主，但货币资金和交易性金融资产较为充裕，资产流动性尚可。

盈利能力

2019 年以来，公司营业收入进一步增长，2019 年公司实现营业收入 18.91 亿元，同比增长 1.40%。作为行业内拥有完整产业链的民爆

企业，公司毛利率较高，2019 年公司实现综合毛利率 36.60%，较上年提高了 2.81 个百分点。

期间费用方面，公司期间费用以销售费用和管理费用为主。2019 年公司期间费用为 4.76 亿元，其中销售费用 2.11 亿元，同比增长 19.15%，管理费用 1.67 亿元，同比增长 12.11%，主要系纳入合并范围的子公司数量增加所致；财务费用 0.47 亿元，同比增长 73.20%，主要系公司债务规模上升导致利息支出增加所致；研发费用 0.51 亿元，较 2018 年有所增长。2019 年公司期间费用率为 25.18%，较上年增长了 4.08 个百分点。公司期间费用规模相对较大，对公司利润形成了一定的侵蚀。

2019 年，公司资产减值损失为 0.60 亿元，同比增长 28.29%，主要系商誉等减值损失所致。

2019 年，公司收到的政府补助收入为 0.13 亿元，相较于 2018 年增加 0.05 亿元；政府补

助收入主要计入其他收益。

盈利方面，受期间费用增长影响，公司营业利润、利润总额及净利润均有不同程度的下降。从盈利指标来看，2019 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.89%和 5.43%，同比将均有所下降。但整体来看，公司为湖北省民爆行业龙头企业，产业链较完整，毛利率较高，整体盈利能力仍较强。2020 年 1 月，新型冠状病毒肺炎疫情在湖北省全面爆发，公司 2020 年一季度收入及净利润均较去年同期下滑，对业绩的影响较大。2020 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.73 亿元，同比下降 51.98%，净利润-0.20 亿元，同比下降 195.45%。

整体来看，跟踪期内，公司营业收入及毛利率均有不同程度地增长，但期间费用增长对利润形成一定侵蚀，其利润规模有所下降，考虑到较高的毛利率水平，公司整体盈利能力仍较强。

表 7：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司盈利能力情况

单位：亿元、%

科目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
营业收入	13.59	18.65	18.91	1.73
营业成本	8.55	12.35	11.99	1.22
销售费用	1.59	1.77	2.11	0.17
管理费用	1.71	1.49	1.67	0.37
研发费用	--	0.40	0.51	0.05
财务费用	0.10	0.27	0.47	0.12
其他收益	0.07	0.08	0.13	0.03
营业利润	1.74	1.76	1.52	-0.15
利润总额	1.74	1.67	1.53	-0.18
净利润	1.38	1.32	1.13	-0.20
毛利率	37.06	33.79	36.60	29.00
期间费用率	24.99	21.10	25.18	40.73
总资产报酬率	8.77	6.47	4.89	--
净资产收益率	8.59	7.34	5.43	--

数据来源：公司 2017~2019 年审计报告及 2020 年 3 月财务报表，远东资信整理

现金流

经营活动现金流方面，2019 年公司经营活动产生的现金流量呈净流入状态且净流入规

模为 2.81 亿元，较上年有所增长，主要系当年公司经营活动现金流入规模增加所致。2019 年，公司现金收入比为 93.85%，较上年有所下降，但整体获现水平仍较高。

投资活动现金流方面, 2019年, 公司投资活动产生的现金流量仍为净流出状态且净流出规模为 11.02 亿元, 同比大幅增长, 主要系当年公司在建工程持续推进所致。

筹资活动现金流方面, 2019年, 公司筹资活动产生的现金流量仍为净流入状态, 但净流入规模同比有所减少, 主要系当年公司取得借

款收到的现金大幅下降, 带动筹资活动现金流入规模下降所致。

2020年 1~3月, 公司经营活动产生的现金流量净额为-0.40 亿元; 投资活动产生的现金流量净额为-0.03 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额为 1.30 亿元。

表 8: 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司现金流情况

单位: 亿元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1~3月
销售商品、提供劳务收到的现金	12.10	16.50	17.75	2.31
经营活动现金流入小计	12.48	17.11	18.52	2.85
经营活动现金流出小计	10.92	14.75	15.71	3.26
经营活动产生的现金流量净额	1.56	2.36	2.81	-0.40
投资活动现金流入小计	9.92	5.25	14.06	1.38
投资活动现金流出小计	13.59	7.65	25.09	1.41
投资活动产生的现金流量净额	-3.67	-2.40	-11.02	-0.03
筹资活动现金流入小计	4.09	12.53	7.49	2.40
筹资活动现金流出小计	1.78	4.24	5.30	1.10
筹资活动产生的现金流量净额	2.31	8.30	2.18	1.30

数据来源: 公司 2017~2019 年审计报告及 2020 年 3 月财务报表, 远东资信整理

偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2019 年末公司流动比率和速动比率均在 100%以上, 但资产负债中其他应收款及存货占比较高, 资产流动性较弱。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额同比有所增加, 经营活动净现金流对流动负债

的保障能力有所下降; 整体来看, 公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看, 公司总债务的规模依旧较大, EBITDA 对债务本金和利息的保障能力虽有所下滑。但整体来看, 公司长期偿债能力仍然较好。

表 9: 2017~2019 年及 2020 年 3 月公司偿债能力情况

单位: 亿元、%、倍

科目	2017年	2018年	2019年	2020年 3月
总债务	3.72	12.73	15.17	16.86
EBITDA	2.79	3.20	3.70	--
流动比率	199.45	196.82	124.33	95.07
速动比率	160.84	173.90	108.89	81.43
经营现金流流动负债比	30.25	27.26	23.31	--
EBITDA 利息保障倍数	20.28	9.27	6.17	--
总债务/EBITDA	1.33	3.98	4.10	--

数据来源: 公司 2017~2019 年审计报告及 2020 年 3 月财务报表, 远东资信整理

截至 2020 年 3 月末, 公司获得银行授信合计 20.50 亿元, 未使用授信额度 6.09 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。另外, 考虑

到公司的股东背景以及行业的区域龙头地位，公司综合偿债能力很强。

或有事项

经公司 2017 年第二次及第三次临时股东大会审议通过，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、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“国安精密”）共同发起设立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）（以下简称“金羿凯龙”）。

根据《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）合伙协议》，金羿凯龙第一期基金规模为 7.001 亿元，其中优先级合伙人（申万宏源）认缴出资额为 4.89 亿元，劣后级有限合伙人（农谷投资）认缴出资额为 1.00 亿元，引导级有限合伙人（凯龙股份）认缴出资额为 1.09 亿元，劣后级有限合伙人（国安精密）认缴出资额为人民币 0.01 亿元，普通合伙人（浙银信和）认缴出资额为 0.001 亿元，普通合伙人（金羿基金）认缴出资额为 0.01 亿元。

为保证金羿凯龙优先级资金的募集及该基金后续的顺利运作，凯龙股份与申万宏源证券有限公司签订《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（优先级有限合伙人的实缴出资额及 5 年对应门槛收益合计数）。

金羿凯龙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”）。在运营过程中，金羿凯龙发现国安精密严重违约以致金羿凯龙与国安精密签署的协议之目的无法实现，为此向湖北省荆门市中级人民法院提起诉讼，请求解除《增资协议》与《增资扩股补充协议书》，并要求国安新能源、国安精密返还金羿凯龙 6,918.80 万元投资款，并赔偿相关损失。湖北省荆门市中级人民法院立案受理后，金羿凯龙申请并实际查封冻结了国安精密的 4,100.00 万元银行存款。鉴于上述事项，凯龙股份已于 2018 年将金羿凯龙的实际投资成本 1,114.52 万元全部计提减值准备，并对优先级合伙人申万宏源的回购义务预计 1,298.63 万元损失确认预计负债。

2019 年 11 月，金羿凯龙与国安精密和国安新能源签署《和解协议》，国安新能源向金羿凯龙返还现金 0.40 亿元，12 月金羿凯龙收到上述款项。2020 年 1 月，金羿凯龙向优先合伙人申万宏源支付截止到 2020 年 1 月 22 日门槛收益 120.04 万元，返还优先合伙人申万宏源出资本金 3,808.77 万元，剩余 190.89 万元用于金羿凯龙处理清算时支出。

2019 年，凯龙股份履行回购义务，支付申万宏源未收回出资本金部分门槛相关收益，年末其由申万宏源的回购义务产生的预计负债调整为 1,211.07 万元。2020 年 4 月，公司与申万宏源证券有限公司签订补充协议，公司一次性支付 1,211.07 万元回购申万宏源证券有限公司持有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）的优先级有限合伙份额的剩余份额。2020 年 4 月 23 日，公司完成支付该笔回购款项，相关或有事项消除。

六、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》(统一社会信用代码为91420800271750145D),截至2020年7月3日,凯龙股份无不良信贷信息,过往债务履约情况良好。

直接债务融资方面,截至本报告出具之日,公司已按相关约定按时如期偿还债券本金、利息,未有逾期违约记录。

七、增信措施

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,荆门城建陆续获得国开发展基金有限公司(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股权划拨至荆门城控,荆门城建更为现名,注册资本变更为17.55亿元。截至2019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,行使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2019年末,荆门城投纳入合并报表范围的子公司共20家。

截至2019年末,荆门城投合并口径资产总额334.12亿元,同比增长0.45%;所有者权益总额139.86亿元,同比增长5.98%。2019年,荆门城投合并口径实现营业收入19.31亿元,同比增长45.12%;实现净利润1.34亿元,同比增长11.09%。

截至2020年3月末,荆门城投合并口径资产总额347.72亿元,较2019年末增长4.07%,所有者权益总额140.17亿元,较2019年末增长0.22%。2019年1~3月荆门城投合并口径实现营业收入1.01亿元,实现净利润0.31亿元。

(二) 担保主体业务运营

跟踪期内,荆门城投工程施工业务收入规模大幅增长推动了其整体营收规模扩大;同时,荆门城投供水业务发展稳定,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共交通集团有限公司100.00%股份转让给荆门市交通旅游投资集团有限公司，主营业务中不再包括公交运营业务，荆门城投业务结构发生变化。工程施工业务成为荆门城投主要的收入和利润来源。2019年荆门城投实现营业收入19.31亿元，同比增长45.12%，主要系部分工程施工项目进入回款阶段，进而带动2019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，也对荆门城投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 10：2017~2019 年荆门城投收入构成及毛利率情况

单位：亿元、%

类别	2017年		2018年		2019年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	9.00	25.69	11.76	16.75	17.56	13.99
供水业务	0.72	28.94	0.95	39.77	0.98	38.74
公交运营	0.97	-79.54	--	--	--	--
其他	1.11	72.32	0.60	63.94	0.78	68.93
合计	11.80	21.62	13.31	20.51	19.31	17.46

数据来源：荆门城投2017~2019年审计报告，远东资信整理

（三）担保主体财务分析

荆门城投提供了2017~2019年和2020年3月的合并财务报表，其中2017~2019年合并财务报表均由大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计意见均为标准无保留。2020年3月合并财务报表未经审计。2019年末荆门城投合并范围内子公司包括20家，较上年末新增2家子公司。

跟踪期内，荆门城投债务负担仍较重，财务杠杆水平亦处于较高水平，但得益于收到往来款增加，其经营活动现金净流入规模大幅增长，加之其货币资金较充裕，短期偿债能力仍较强；此外荆门城投银企关系良好，融资渠道较通畅，财务弹性良好

（1）资本结构

得益于经营利润的累积和资本公积的增长，2019年末荆门城投所有者权益同比增长

5.98%。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。2019年末，荆门城投实收资本为17.55亿元，与2018年末保持一致。同年末，资本公积为97.56亿元，同比增长6.90%，主要系荆门市财政局对荆门城投注资5.51亿元并计入资本公积所致。随着荆门城投经营利润不断累积，2019年末荆门城投盈余公积和未分配利润有所增长，分别为2.35亿元和19.86亿元。

2019年末荆门城投总负债194.26亿元，同比下降3.19%。荆门城投的负债以非流动负债为主，近年来非流动负债占总负债的比重均在75%以上。

荆门城投流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。荆门城投其他应付款主要系往来款和关联方资金，随着2019年关联方资金规模大幅减小，同年末荆门城投其他应付款为7.71亿元，同比大幅下降50.97%。2019年末其他应付款中往来款为5.28亿元，占比68.62%，其中应付荆门市

财政局 2.31 亿元。

一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款、应付债券、长期应付款等，2019 年末一年内到期的非流动负债为 11.75 亿元，同比减少 58.45%，其中一年内到期的长期借款为 4.36 亿元，一年内到期的应付债券为 4.40 亿元，一年内到期的长期应付款 2.99 亿元。

荆门城投非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款，2019 年末非流动负债为 168.66 亿元，同比增长 9.97%。长期借款以保证借款和信用借款为主。2019 年末荆门城投长期借款为 86.40 亿元，同比变化不大。

应付债券主要系荆门城投发行的企业债、

非定向债务融资工具(PPN)和项目收益债等，2019 年末荆门城投应付债券余额为 58.95 亿元，同比增长 35.70%，主要系当年荆门城投发行了三期 PPN 合计发行规模 20.00 亿元所致。

长期应付款主要系应付资金拆借款，2019 年末荆门城投长期应付款为 23.31 亿元，其中信托公司的借款 25.98 亿元(包含一年内到期的信托借款)。

2020 年 3 月末，荆门城投负债总额较 2019 年末大幅增长 6.84%，主要系应付债券规模增长所致；荆门城投负债仍以非流动负债为主，负债结构较 2019 年末变动不大。

表 11：2017~2019 年末及 2020 年 3 月末荆门城投权益和负债主要构成

单位：亿元、%

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 3 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
其他应付款	16.25	8.10	15.72	7.83	7.71	3.97	6.42	3.09
一年内到期的非流动负债	6.75	3.36	28.28	14.09	11.75	6.05	10.89	5.24
流动负债合计	24.94	12.43	47.28	23.56	25.60	13.18	23.96	11.55
长期借款	87.96	43.83	84.89	42.31	86.40	44.48	88.81	42.79
应付债券	57.72	28.76	43.44	21.65	58.95	30.34	68.95	33.22
长期应付款	30.06	14.98	25.04	12.48	23.31	12.00	25.83	12.45
非流动负债合计	175.74	87.57	153.37	76.44	168.66	86.82	183.58	88.45
负债合计	200.68	100.00	200.66	100.00	194.26	100.00	207.55	100.00
实收资本	17.55	13.42	17.55	13.30	17.55	12.55	17.55	12.52
资本公积	91.26	69.76	91.27	69.16	97.56	69.76	97.56	69.60
未分配利润	17.46	13.35	18.44	13.97	19.86	14.20	20.17	14.39
所有者权益合计	130.82	100.00	131.97	100.00	139.86	100.00	140.17	100.00

数据来源：荆门城投 2017~2019 年审计报告及 2020 年 3 月财务报表，远东资信整理

有息债务方面，荆门城投融资渠道包括银行借款、发行债券、信托借款等，2019 年末总债务 180.41 亿元，同比变动不大；2020 年 3 月末，荆门城投总债务为 194.90 亿元，较年初增长 8.03%。从债务期限结构来看，近年来荆门城投长期债务占总债务的比例在 80%~90%，债务以长期债务为主，债务期限结构较合理。近年来荆门城投债务规模虽有

下降，但整体债务规模较大，近年来资产负债率维持在 60%左右的适中水平，总债务资本化比率均在 50%以上，债务负担相对较重。

表 12: 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末荆门城投有息债务情况

单位: 亿元、%

科目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期债务	6.75	28.28	11.75	11.32
长期债务	175.74	153.37	168.66	183.58
总债务	182.49	181.65	180.41	194.90
总债务资本化比率	58.25	57.92	56.33	58.17
资产负债率	60.54	60.33	58.14	59.69

数据来源: 荆门城投 2017~2019 年审计报告以及 2020 年 3 月财务报表, 远东资信整理

(2) 资产质量

近年末荆门城投总资产持续增长, 2019

年末为 334.12 亿元, 同比变动不大; 2019 年末非流动资产占资产总额比重 69.08%, 荆门城投资产以非流动资产为主。

表 13: 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末荆门城投资产主要构成

单位: 亿元、%

科目	2017 年末		2018 年末		2019 年末		2020 年 3 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	51.95	15.67	26.77	8.05	14.24	4.26	19.96	5.74
其他应收款	26.60	8.02	28.72	8.63	21.04	6.30	21.04	6.05
存货	54.69	16.50	50.77	15.26	57.34	17.16	59.18	17.02
流动资产合计	142.05	42.85	111.23	33.44	103.30	30.92	111.06	31.94
在建工程	105.92	31.95	138.55	41.65	147.20	44.06	154.98	44.57
无形资产	67.74	20.43	66.98	20.14	66.69	19.96	66.69	19.18
非流动资产合计	189.44	57.15	221.39	66.56	230.82	69.08	236.66	68.06
资产总计	331.50	100.00	332.62	100.00	334.12	100.00	347.72	100.00

数据来源: 荆门城投 2017~2019 年审计报告以及 2020 年 3 月财务报表, 远东资信整理

荆门城投流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2019 年末荆门城投货币资金为 14.24 亿元, 同比减少 46.82%; 2019 年末受限货币资金为 0.18 亿元, 受限比例为 1.26%, 主要系定期存款和银行保函保证金。

荆门城投其他应收款主要系应收往来款。2019 年末荆门城投其他应收款为 21.04 亿元, 同比减少 26.75%, 前五大债务人分别为荆门掇刀新源城乡建设投资有限公司、中房集团荆门房地产开发有限责任公司、荆门市财政局、荆门市国资委和农谷投资控股集团有限公司, 应收前五大债务人余额合计为 11.34 亿元, 占其他应收款总额的 53.41%, 集中度较高。荆门城投计提坏账准备 0.21 亿元, 同时, 部分其他应收款账龄较长, 资金存在被占用

风险, 需关注其他应收款的回收情况。

荆门城投存货主要为开发成本和工程施工等, 2019 年末存货账面价值为 57.34 亿元, 同比增长 12.95%, 其中开发成本和工程施工账面价值分别为 41.32 亿元和 15.69 亿元。

荆门城投非流动资产主要由在建工程和无形资产等构成。随着工程建设项目持续推进, 近年荆门城投在建工程规模逐年增长, 2019 年末在建工程为 147.20 亿元, 主要系基础设施建设、政务中心建设项目、东宝区征地拆迁等项目。无形资产主要为土地使用权, 2019 年末无形资产同比变动不大, 其中土地使用权账面价值为 38.23 亿元。

2020 年 3 月末, 荆门城投资产规模持续

增长，主要系货币资金和在建工程增长所致；同期资产结构较 2019 年末变化不大。

受限资产方面，截至 2019 年末荆门城投受限资产合计为 31.03 亿元，占总资产的 9.29%，主要系货币资金、存货、固定资产、无形资产等因保证金、抵质押受限。

总体来看，近年荆门城投总资产规模较稳定，但资产中其他应收款和存货占比较高，对资金形成较大占用，资产流动性较弱。

(3) 盈利能力

随着工程施工业务规模的扩大，近年荆门城投营业收入规模持续增长，2019 年荆门城投营业收入为 19.31 亿元，同比增长 45.12%。毛利率方面，2019 年荆门城投综合毛利率 17.46%，同比下降 3.05 个百分点，主要系荆门城投工程施工业务毛利率下降，进而带动整体毛利率下降。

期间费用方面，2019 年荆门城投期间费用 1.65 亿元，同比有所增长，期间费用中管理费用占比较高，其中 2019 年为 1.34 亿元。2019 年，荆门城投获得的政府补助资金 0.03 亿元，并计入其他收益，对荆门城投盈利影响有限。

盈利规模方面，2019 年荆门城投分别实

现利润总额和净利润 1.81 亿元和 1.34 亿元，较上年均有不同程度增长。从盈利指标来看，2019 年荆门城投净资产收益率和总资产报酬率分别为 0.99%和 0.58%。

2020 年 1~3 月，荆门城投实现营业收入 1.01 亿元；实现净利润 0.31 亿元。

(4) 现金流

受收到往来款增多的影响，2019 年荆门城投经营活动现金流入规模大幅增长，经营活动现金流仍为净流入状态且净流入规模大幅增长，当年经营活动净流入规模 15.07 亿元，对债务偿付提供一定的保障。2019 年，荆门城投现金收入比 75.93%，同比有所下降，经营获现能力一般。受收回投资收到的现金大幅缩减的影响，2019 年荆门城投投资活动现金净流出 24.51 亿元，较 2018 年净流出规模有所增长。2019 年荆门城投筹资活动现金流仍为净流出状态，且净流出 2.97 亿元，主要系当年荆门城投偿还债务支付的现金增长所致。

2020 年 1~3 月，荆门城投经营活动现金流呈净流出状态；随着在建项目的推进，投资活动现金流仍为净流出；由于 2020 年一季度荆门城投发行了中期票据且偿还债务支付的现金较少，荆门城投筹资性现金流转为净流入。

表 14：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月荆门城投现金流情况

单位：亿元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
经营活动产生的现金流量净额	-7.32	4.07	15.07	-3.42
投资活动产生的现金流量净额	-31.37	-15.38	-24.51	-3.39
筹资活动产生的现金流量净额	43.23	-11.48	-2.97	12.54

数据来源：荆门城投 2017~2019 年审计报告及 2020 年 3 月未经审计财务报表，远东资信整理

(5) 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2019 年荆门城投经营性现金流呈净流入状态，经营性净现金流可对流动负债形成一定保障。2019 年末

荆门城投流动比率和速动比率均在 150%以上，但流动资产中其他应收款和存货占比较高，实际资产流动性较弱。考虑到荆门城投货币资金充裕，荆门城投短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017~2019 年，

荆门城投 EBITDA 波动增长, EBITDA 利息保障倍数和总债务/EBITDA 指标均有所改善, 但由于荆门城投总债务规模较大, EBITDA 对

债务的保障能力仍较弱。考虑到荆门城投的职能定位、股东背景以及近年来获得的当地政府支持, 荆门城投综合偿债能力仍很强。

表 15: 荆门城投偿债能力指标

单位: 亿元、%、倍

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
总债务	182.49	181.65	180.41	194.90
EBITDA	2.86	2.70	2.95	--
流动比率	569.60	235.23	403.45	463.43
速动比率	349.90	126.99	176.74	213.65
经营现金流动负债比	-29.36	8.62	58.85	--
EBITDA 利息保障倍数	0.43	0.39	0.43	--
总债务/EBITDA	63.80	67.39	61.21	--

数据来源: 荆门城投 2017~2019 年审计报告以及 2020 年 3 月未经审计财务报表, 远东资信整理

截至 2020 年 3 月末, 荆门城投共获得银行授信额度 123.66 亿元, 其中尚未使用额度为 22.12 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, 其具有良好的财务弹性。整体来看, 荆门城投偿债能力仍较强。

担保方或有事项

截至 2019 年末, 荆门城投对外担保余额 9.00 亿元, 对外担保比率为 6.44%。荆门城投对外担保对象主要为湖北农谷实业集团有限公司(以下简称“农谷实业”)、万华香禾板业(荆门)有限责任公司及道生国际融资租赁有限公司。上述企业除农谷实业为荆门市国资委下属国有公司, 其余均为民营企业。综合考虑, 荆门城投或有负债风险值得关注。

担保方履约情况

根据中国人民银行信贷征信系统查询的《企业信用报告》(统一社会信用代码为 91420800726121258B), 截至 2020 年 6 月 28 日, 荆门城投无不良信贷信息, 过往债务履约情况良好。

截至本报告出具日, 荆门城投及子公司已

发行的债券均按照约定还本付息, 无不良记录。

七、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, 公司产能保持平稳, 工业炸药产销量在湖北省内仍稳居首位。公司各业务板块整体运营较为稳定, 带动公司营业收入实现平稳增长, 毛利率仍维持在较高水平; 随着部分可转换公司债券转股, 凯龙股份资本实力有所增强, 加之其融资渠道较为畅通, 其整体偿债能力仍较强。

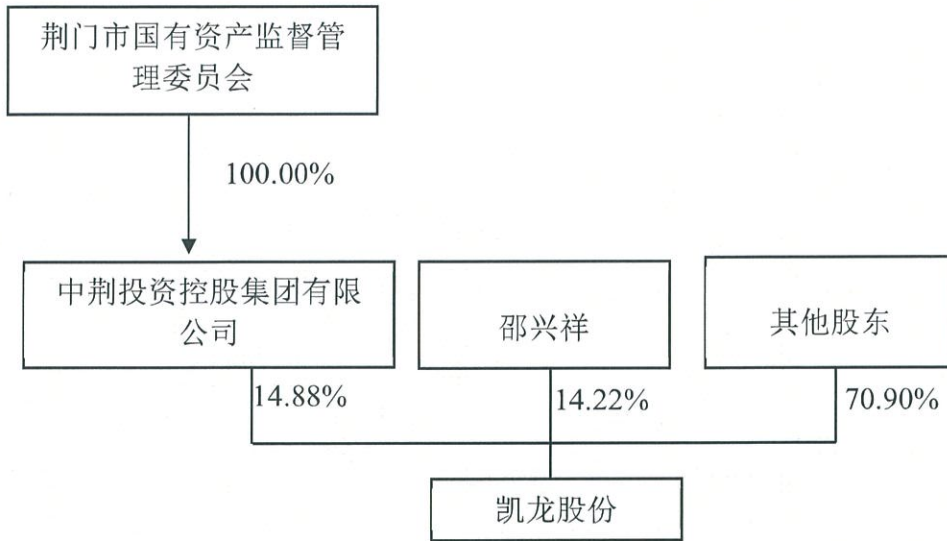
远东资信同时关注到, 新型冠状病毒肺炎疫情在湖北省全面爆发后, 公司 2020 年一季度收入及利润较去年同期下滑明显; 随着产业链持续延伸和对外投资规模的扩大, 公司债务规模进一步上升; 此外, 公司商誉规模较大, 存在一定减值风险。上述因素可能给公司信用基本面带来不利影响。

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，并可获得地方政府给予的支持，综合实力很强，可为本期债券本息的偿付提供一定的保障。

综上，远东资信维持湖北凯龙化工集团股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望维持稳定；维持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，评级展望为稳定；维持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信用等级为 AA。

附录 1 2020 年 3 月末公司股权结构图



附录 2 截至 2019 年末纳入公司合并报表范围的子公司及孙公司明细

单位：万元、%

序号	子公司名称	简称	注册资本	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	湖北凯龙楚兴化工集团有限公司	楚兴化工	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	荆门市吉鑫物业管理有限公司	吉鑫物业	600.00	70.00
33	湖北晋煤金楚化肥有限责任公司	晋煤金楚	15,416.00	62.66
34	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
35	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
36	湖北凯龙八达物流有限公司	八达物流	6,000.00	54.54

37	钟祥楚欣物流有限公司	楚欣物流	200.00	62.66
38	深圳道格二十六号投资合伙企业（有限合伙）	深圳道格二十六号	--	99.95
39	湖北高融凯产业基金合伙企业（有限合伙）	高融凯产业基金	--	97.22

资料来源：公司提供，远东资信整理

附录3 凯龙股份主要财务数据及指标

单位：亿元、%

科目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
财务数据				
资产总额	23.92	38.11	44.11	45.15
所有者权益	16.58	19.40	22.27	22.23
短期债务	1.90	3.64	6.80	10.20
长期债务	1.82	9.10	8.37	6.66
总债务	3.72	12.73	15.17	16.86
营业收入	13.59	18.65	18.91	1.73
利润总额	1.74	1.67	1.53	-0.18
净利润	1.38	1.32	1.13	-0.20
EBITDA	2.79	3.20	3.70	--
经营性净现金流	1.56	2.36	2.81	-0.40
财务指标				
应收款项周转次数(次)	6.01	6.48	6.18	--
存货周转次数(次)	8.50	8.26	7.09	--
总资产周转次数(次)	0.63	0.60	0.46	--
现金收入比	89.04	88.45	93.85	133.89
营业利润率	12.79	9.42	8.02	-8.91
总资产报酬率	8.77	6.47	4.89	--
净资产收益率	8.59	7.34	5.43	--
长期债务资本化比率	9.88	31.93	27.32	23.05
总债务资本化比率	18.31	39.63	40.52	43.13
资产负债率	30.71	49.10	49.52	50.76
流动比率	199.45	196.82	124.33	95.07
速动比率	160.84	173.90	108.89	81.43
经营现金流动负债比	30.25	27.26	23.31	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	20.28	9.27	6.17	--
总债务/EBITDA (倍)	1.33	3.98	4.10	--

资料来源：公司2017~2019年审计报告及2020年3月未经审计财务报表，远东资信整理

附录 4 荆门城投主要数据及指标

单位：亿元、%

科目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
财务数据				
资产总额	331.50	332.62	334.12	347.72
所有者权益	130.82	131.97	139.86	140.17
短期债务	6.75	28.28	11.75	11.32
长期债务	175.74	153.37	168.66	183.58
总债务	182.49	181.65	180.41	194.90
营业收入	11.80	13.31	19.31	1.01
利润总额	1.60	1.63	1.81	0.31
净利润	1.11	1.21	1.34	0.31
EBITDA	2.86	2.70	2.95	--
经营性净现金流	-7.32	4.07	15.07	-3.42
财务指标				
应收款项周转次数(次)	4.03	4.80	2.82	--
存货周转次数(次)	0.17	0.20	0.29	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.06	--
现金收入比	129.93	86.20	75.93	108.56
营业利润率	13.54	12.32	9.41	31.19
总资产报酬率	0.59	0.51	0.58	--
净资产收益率	0.85	0.92	0.99	--
长期债务资本化比率	57.33	53.75	54.67	56.71
总债务资本化比率	58.25	57.92	56.33	58.17
资产负债率	60.54	60.33	58.14	59.69
流动比率	569.60	235.23	403.45	463.43
速动比率	349.90	126.99	176.74	213.65
经营现金流流动负债比	-29.36	8.62	58.85	--
EBITDA 利息保障倍数(倍)	0.43	0.39	0.43	--
总债务/EBITDA(倍)	63.80	67.39	61.21	--

资料来源：荆门城投2017~2019年审计报告及2020年3月未经审计财务报表，远东资信整理

附录 5 有关指标计算公式

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+一年内到期的非流动负债+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+研发费用)/营业收入×100%；

应收款项周转次数=营业收入/[(期初应收账款+期初应收票据+期末应收账款+期末应收票据) /2]；

存货周转次数=营业成本/[(期初存货+期末存货) /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%；

营业利润率=营业利润/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%；

长期债务资本化比率=长期债务/[长期债务+所有者权益(包括少数股东权益)]×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 6 级别释义

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 7 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”、“中国民用爆破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。