

湖北省民爆龙头企业，进军千亿爆破服务市场

投资要点

- **湖北省民爆龙头企业，民爆器材收入占据半壁江山。**公司主导产品为改性铵油炸药、膨化硝酸铵炸药、乳化炸药、震源药柱和硝酸铵，其中工业炸药的安全生产许可能力达 9.1 万吨，居湖北省第一位，产量占省内总产量的 1/2 以上。2015 年公司实现营业收入 8.9 亿元，其中民用爆破器材营收占比达 58%，毛利占比达 80%。另外，公司拟投资建设 2.5 万吨/年的金属材料爆炸复合产品，进一步确保公司工业炸药产能的充分释放，增加公司产品附加值。
- **向上游延伸建设硝酸铵，三元复合肥销售收入可观。**公司主要原材料硝酸铵生产成本占公司总成本的 50% 左右，为了稳定原材料供应，降低成本，同时延长产业链，增加抗风险能力，公司于 2005 年建设年产 6.25 万吨硝酸铵项目，成为国内为数极少的自主生产硝酸铵原材料的民爆器材生产企业之一。截止 2015 年底，公司以自筹资金 2.4 亿元预先投入年产 6.25 万吨硝酸铵扩能改造项目，预计项目建成后，公司硝酸铵产能将达到 18.8 万吨，可以完全实现内部自给，并可对外销售。另外，随着三元硝基复合肥生产线于 2014 年建成投产，2015 年该项营业收入达 1.1 亿元，同比增加 1500%，收入占比从 2014 年 0.7% 提升至 12.2%，我们认为未来三元硝基复合肥业务将会贡献更多收入。
- **进军千亿级爆破服务市场。**为了顺应民爆行业生产、销售、爆破服务一体化的趋势，公司近年来致力于向下游爆破服务领域拓展，2012 年至今已投资设立了 6 家爆破服务公司，收入规模逐年增长。2015 年公司爆破服务营业收入达 9021 万元，占比达 10.1%。另外，公司拟将 2015 年首次公开发行股票取得的部分资金用于建设“工程爆破服务建设项目”，包含 4000 吨混装炸药生产能力建设和 500 万方爆破服务能力建设。我们认为项目建成后，有利于公司依托炸药生产能力开拓爆破服务市场，进一步拓展盈利方式，增加利润增长点。
- **估值与评级：**预计公司 16-18 年 EPS 分别为 1.39 元、1.60 元和 1.90 元，对应的动态 PE 分别为 53 倍、46 倍和 39 倍，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业周期波动的风险；下游需求持续低迷的风险；项目进度低于预期的风险；安全风险。

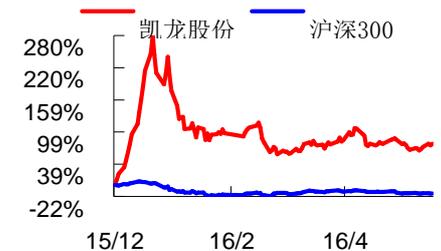
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	890.60	1029.68	1287.02	1669.35
增长率	0.72%	15.62%	24.99%	29.71%
归属母公司净利润 (百万元)	97.59	116.35	133.40	158.63
增长率	-8.92%	19.22%	14.65%	18.91%
每股收益 EPS (元)	1.17	1.39	1.60	1.90
净资产收益率 ROE	8.09%	9.28%	9.75%	10.52%
PE	63	53	46	39
PB	4.52	4.42	4.07	3.73

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 张汪强
电话: 021-68415687
邮箱: zqwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.83
流通 A 股(亿股)	0.83
52 周内股价区间(元)	41.3-156.84
总市值(亿元)	61.08
总资产(亿元)	16.57
每股净资产(元)	15.41

相关研究

1. 凯龙股份 (002783): 湖北省民爆龙头企业 (2015-12-03)

目录

1. 公司概况：省内民爆龙头企业	1
2. 投资看点	4
2.1 西部地区民爆器材需求持续提升	4
2.2 向上游延伸建设硝酸铵，三元硝基复合肥始贡献收益	6
2.3 向下游拓展进军千亿级爆破服务市场	8
3. 盈利预测与投资建议	11
4. 风险提示	11

图目录

图 1: 公司 2011 年以来营业收入及同比增速	2
图 2: 公司 2011 年以来净利润及同比增速	2
图 3: 2015 年公司营业收入构成	2
图 4: 2015 年公司毛利构成	2
图 5: 2011 年以来公司毛利率和净利率变化	3
图 6: 2011 年以来公司三费率变化	3
图 7: 公司股权结构图	3
图 8: 2014 年我国工业炸药销售流向	5
图 9: “十二五”期间全国工业炸药产量变化	5
图 10: 2008 年以来硝酸铵价格变化	6
图 11: 2011 年以来公司硝酸铵及复合肥收入变化	7
图 12: 2015 年公司复合肥销售量、生产量及库存量变化	7
图 13: 工程爆破服务业务流程图	8
图 14: 2012 年以来公司爆破服务收入变化	8
图 15: 2012 年以来公司爆破服务毛利变化	8
图 16: 2012 年至今公司设立或收购的爆破服务公司	9

表目录

表 1: 2015 度全国民爆器材生产企业生产总值前 20 名公司	1
表 2: 湖北省内民爆生产企业	1
表 3: 公司工业炸药生产量在全省产量中的比重（单位：吨）	2
表 4: 公司工业炸药类品种	4
表 5: 东西部民爆行业发展情况	5
表 6: 公司产品硝酸铵	6
表 7: 公司产品硝基复合肥	7
表 8: 湖北省内拥有爆破作业一级、二级资质的企业	9
表 9: 贵州省“十三五”规划	10
表 10: 贵州省炸药产量与需求量	10
表 11: 分业务收入及毛利率	11
附表: 财务预测与估值	12

1. 公司概况：省内民爆龙头企业

凯龙股份是湖北省民爆行业的龙头企业，2015 年公司生产总值和年产量在行业分别排名第 14 位和第 12 位。自设立以来，公司一直以工业炸药及相关产品的生产、销售为主营业务，主导产品有改性铵油炸药、膨化硝酸铵炸药、乳化炸药、震源药柱和硝酸铵。公司目前工业炸药生产许可能力和安全生产许可能力分别为 9.7 万吨和 9.1 万吨，居于湖北省第一位。

表 1：2015 度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	20.66	7.58%
2	保利久联控股集团有限责任公司	19.23	7.05%
3	葛洲坝易普力股份有限公司	12.63	4.63%
4	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	11.18	4.10%
5	安徽江南化工股份有限公司	10.67	3.91%
6	四川雅化实业集团股份有限公司	9.26	3.40%
7	北方特种能源集团有限公司	8.56	3.14%
8	广东宏大爆破股份有限公司	7.57	2.78%
9	安徽雷鸣科化股份有限公司	6.37	2.34%
10	内蒙古生力资源（集团）有限责任公司	6.07	2.23%
11	重庆顺安爆破器材有限公司	5.52	2.02%
12	福建海峡科化股份有限公司	5.43	1.99%
13	江西国泰民爆器材股份有限公司	5.25	1.93%
14	湖北凯龙化工股份有限公司	5.06	1.86%
15	山西焦煤集团化工有限责任公司	4.85	1.78%
16	山东天宝化工有限公司	4.46	1.64%
17	新疆雪峰科技（集团）股份有限公司	4.30	1.58%
18	前进民爆股份有限公司	4.29	1.57%
19	四川通达化工有限责任公司	3.99	1.46%
20	山东同德化工股份有限公司	3.72	1.36%
	前 20 名完成额合计	159.07	58.33%
	行业合计	272.71	100%

数据来源：中国爆破器材行业工作简报，西南证券整理

表 2：湖北省内民爆生产企业

企业名称	生产许可能力/吨	安全生产许可能力/吨
凯龙股份	97,000	91,000
湖北东神化工科技集团有限公司	58,000	58,000
葛洲坝易普力湖北昌泰民爆有限公司	24,000	24,000
随州卫东化工有限公司	12,000	12,000
湖北帅力化工有限公司	8,000	8,000

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司产品近年在本省市场占有率也始终居于第一位置，其中工业炸药的产量占省内生产企业总产量的 1/2 以上。

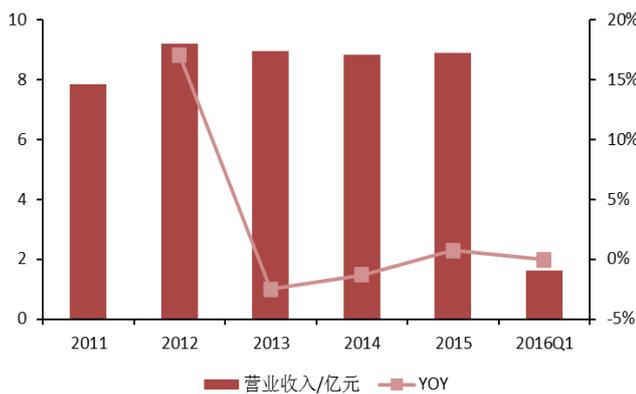
表 3：公司工业炸药生产量在全省产量中的比重（单位：吨）

年份	湖北省	凯龙股份	占全省产量比例 (%)
2014 年	162,944	87,567	53.7%
2013 年	171,990	89,980	52.3%
2012 年	166,304	88,475	53.2%

数据来源：湖北省民用爆破器材管理局，西南证券整理

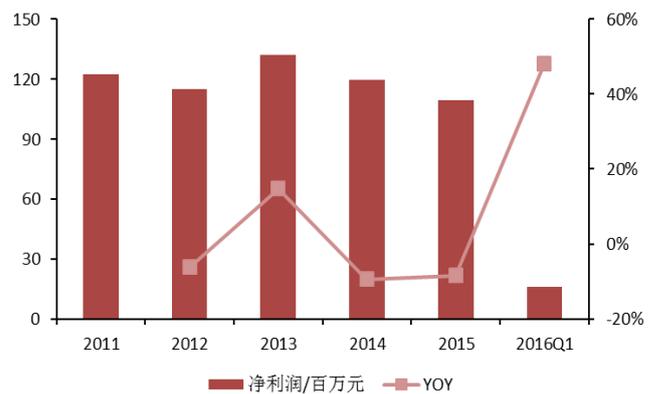
2015 年公司实现营收 8.9 亿元，同比增加 0.7%，净利润 1.1 亿元，同比下降 8.4%。营业收入略有增加主要原因是公司复合肥销售收入大幅提升；利润下滑主要原因是民爆市场需求减少，公司工业炸药销售收入下降。虽然硝基复合肥销售收入大幅提升，但其毛利率低于工业炸药，难以抵消工业炸药销售下滑对利润带来的不利影响。2016 年一季度公司业绩好转，实现营业收入 1.6 亿元，同比下降 0.04%，净利润 1600 万元，同比增长 48.1%。

图 1：公司 2011 年以来营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

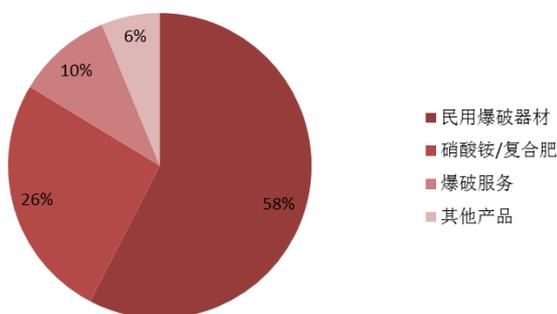
图 2：公司 2011 年以来净利润及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券

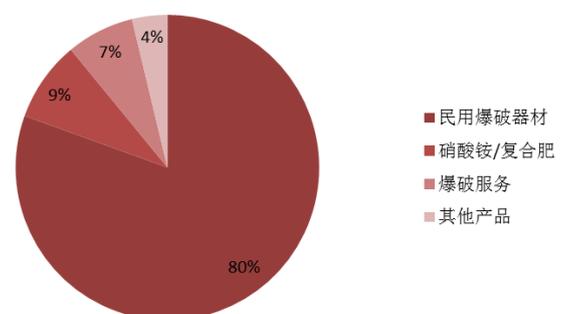
民用爆破器材（工业炸药、工业导爆管、导爆索）占据了 15 年收入的半壁江山并贡献了 8 成的毛利。近年公司硝酸铵和复合肥发展较快，2015 年营收占比 26%，利润贡献为 9%。

图 3：2015 年公司营业收入构成



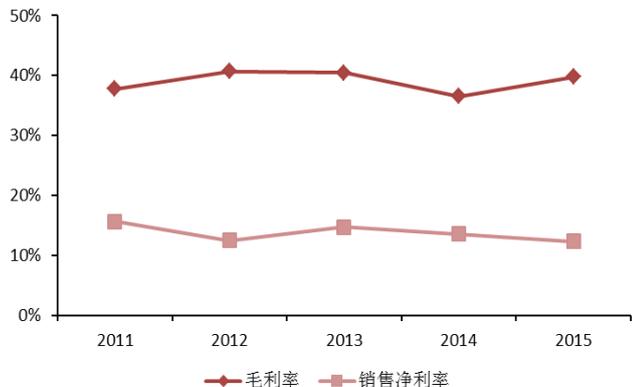
数据来源：公司公告，西南证券

图 4：2015 年公司毛利构成

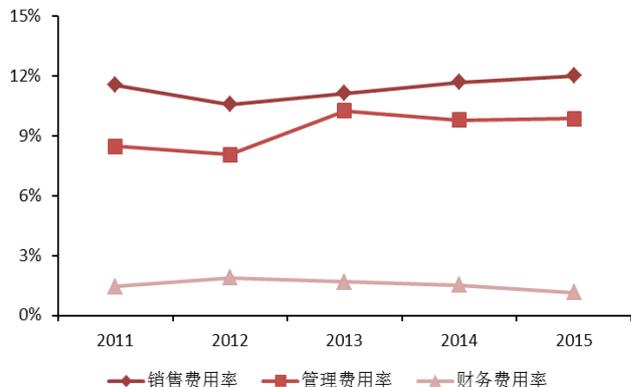


数据来源：公司公告，西南证券

公司近年来毛利率和净利率变化不大，基本维持在 40% 和 15% 左右。近年来三费率保持稳定，表明公司整体运行较为平稳。

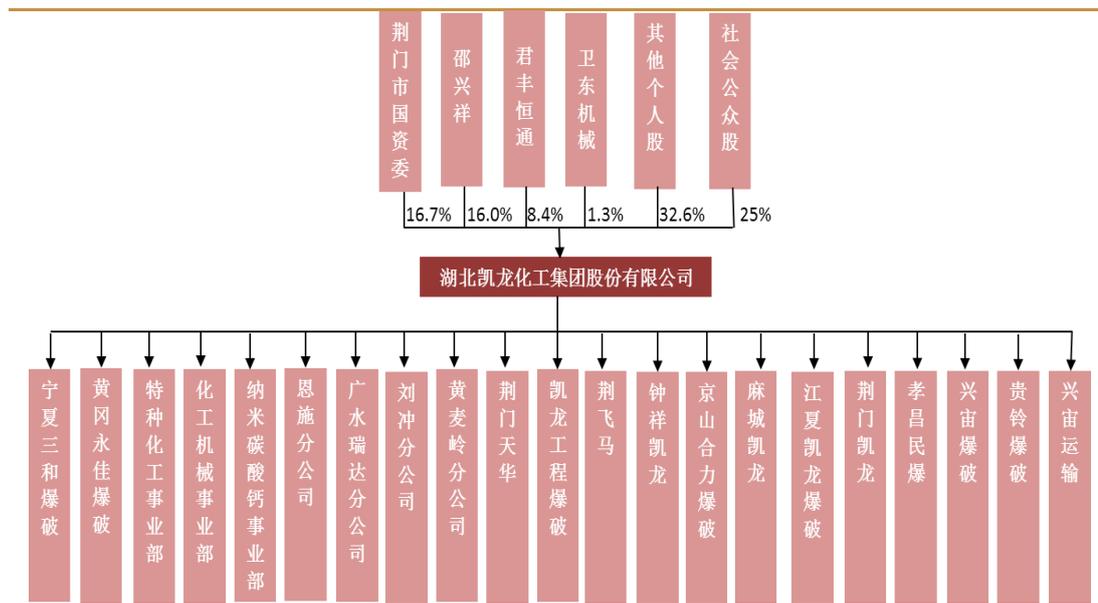
图 5：2011 年以来公司毛利率和净利率变化


数据来源：公司公告，西南证券

图 6：2011 年以来公司三费率变化


数据来源：公司公告，西南证券

公司第一大股东和实际控制人为荆门市国资委，持有股份占公司上市后总股本的 16.7%。公司董事长邵兴祥先生持有公司 16% 的股权，与荆门市国资委持股比例相近。

图 7：公司股权结构图


数据来源：公司公告，西南证券

2. 投资看点

2.1 西部地区民爆器材需求持续提升

2015 年公司民用爆破器材营收占比达 58%，毛利占比达 80%。公司工业炸药产品涵盖了包括乳化炸药、膨化硝酸炸药、改性铵油炸药、震源药柱等四大系列的 20 个品种、145 种规格型号，是我国为数不多的品种门类齐全的工业炸药生产企业之一。“凯龙”品牌在行业内具有较高的知名度，产品曾用于京九铁路、三峡大坝、沪蓉高速等多个国家重点建设工程项目。公司震源药柱产品生产技术领先，曾获得多项产品创新成果，产品在石油勘探领域内建立了较高的知名度，获得了中石油集团、中石化集团的供货资质认证，被中石油集团评定为一级供应网络成员并取得优先供应权。公司在震源药柱产品市场具有较强的竞争力，市场占有率保持在行业前列。

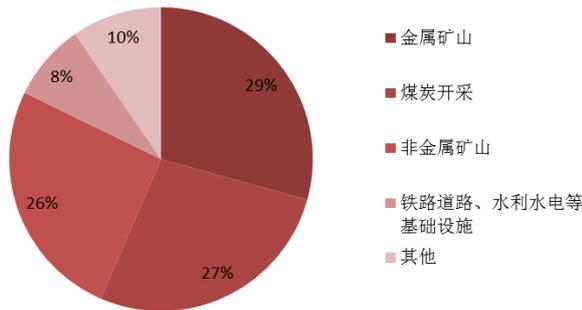
表 4：公司工业炸药类品种

产品类别	产品品种	执行标准	适用范围	猛度 (mm)	爆速 (m/s)	殉爆距离 (cm)
膨化硝酸炸药	岩石膨化硝酸炸药	WJ9026-2004	露天及无可燃气和矿尘爆炸危险的地下爆破工程	≥12	≥3.2×10 ³	≥4
	一级煤矿许用膨化硝酸炸药	《膨化硝酸炸药》	有可燃气和煤尘爆炸危险的爆破工程	≥10	≥2.8×10 ³	≥4
改性铵油炸药	岩石改性铵油炸药	WJ9062-2010 《改性铵油炸药》	露天及无可燃气和矿尘爆炸危险的地下爆破工程	≥12	≥3.2×10 ³	≥4
乳化炸药	2 号岩石乳化炸药	GB18095-2000 《乳化炸药》	露天及无可燃气和矿尘爆炸危险的地下爆破工程	≥12	≥3.2×10 ³	≥3
	二级煤矿许用乳化炸药		有可燃气和煤尘	≥10	≥3.0×10 ³	≥2
震源药柱	低爆速震源药柱	GB15563-2005 《震源药柱》	在激发层为低阻抗的地质地层作勘探震源。也可用于航道疏浚、水底爆破、爆炸夯填等爆破工程		<3.5×10 ³	
	中爆速震源药柱		在激发层为中、低阻抗的地质地层作勘探震源。也可用于航道疏浚、水底爆破、爆炸夯填等爆破工程		≥3.5×10 ³ ~<5.0×10 ³	
	高爆速震源药柱		在高阻抗地区及地质条件复杂地区作地震勘探震源		≥5.0×10 ³	
	聚能震源药柱		在高阻抗地区及地质条件复杂地区作地震勘探震源		≥5.0×10 ³	

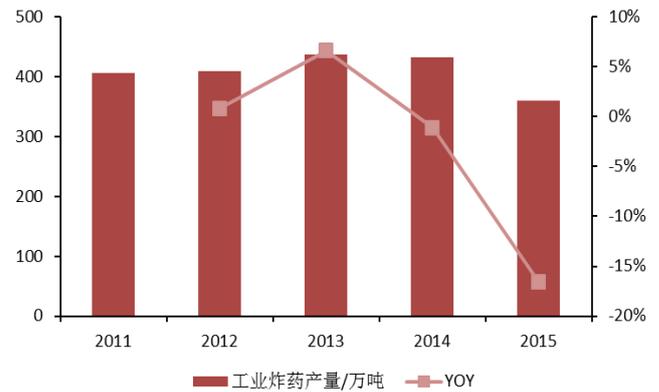
数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司主营民爆器材的需求与矿山开采、基础设施建设等固定资产投资密切相关，产品需求受到经济景气周期的波动影响明显。从 2014 年我国工业炸药销售流向分布来看，用于煤炭、金属和非金属矿山开采的炸药用量占工业炸药总用量绝大部分，所占比例为 82.2%；其中金属矿山的工业炸药用量比例最大，占工业炸药总用量的 29.3%，其次为煤炭开采和非金属矿山，分别占到 27.2%和 25.7%。此外，用于铁路道路、水利水电等基础建设方面的炸药量占 8.2%。

“十一五”期间，在我国基础设施建设和固定资产投资迅速增长的拉动下，民爆行业保持一定的年增长速度，主要产品工业炸药的年产量由 260.7 万吨增长至 351.5 万吨，年复合增长率为 7.8%。进入“十二五”，尤其是 2012 年后，随着宏观经济增速明显放缓，民爆产品需求也受到了一定影响，增速明显放缓，近年来呈现下降趋势，主要是由于电力、钢材和建材行业耗煤量减少，煤矿开采用炸药量同比下降导致。

图 8：2014 年我国工业炸药销售流向


数据来源：招股说明书，西南证券

图 9：“十二五”期间全国工业炸药产量变化


数据来源：公司公告，西南证券

长期来看，未来我国将进一步加强城市公共交通、防洪防涝等设施建设，加快开放电力、电信、交通、石油、市政公用等自然垄断行业的竞争性业务，制定实施西部大开发“十三五”规划，实施新一轮东北地区等老工业基地振兴战略，出台促进中部地区崛起新十年规划。基础设施建设尤其是铁路、高速公路、重要支线机场等交通设施建设仍是重点投资领域，民爆产品需求预计仍然有较稳定的增长。另外，随着能源日趋紧张，国家更加重视石油战略储备，石油勘探力度进一步加大，这又会刺激民爆产品的需求。

随着国内产业分工的调整，我国东部沿海地区产业向中西部地区转移步伐加快。2000-2015 年，西部大开发累计新开工重点工程 270 项，投资总规模 56077 亿元。2014 年国家新开工西部大开发重点工程 33 项，投资总规模为 8353 亿元，重点投向了西部地区铁路、大型水利枢纽等重大基础设施建设、生态环保和民生工程。2015 年国家新开工西部大开发重点工程 30 项，投资总规模为 7687 亿元，重点投向中西部地区铁路、公路、大型水利枢纽和能源等重大基础设施建设领域。

表 5：东西部民爆行业发展情况

	东部	中西部
GDP 增长情况	维持稳定增长	快速增长
基建投入	维持稳定增长	快速增长
资源储量	较少	大量
民爆企业发展情况	维持稳定增长	快速增长
民爆企业设备水平	较高	较低
民爆企业技术水平	较高	较低
爆破项目特点	以基建项目为主，项目精细化分包，每部分都由专业的企业实施	以资源开采项目为主，一体化外包和爆、采、剥、分、装、运单独外包并存

数据来源：海峡科化，西南证券

中西部地区发挥资源丰富、要素成本低、市场潜力大的优势，积极承接国内外产业转移。未来几年，以中西部地区为主的基础设施建设未来将为民爆行业带来强劲的增长需求，预计需求量年均增长率将维持在 5%-10%。

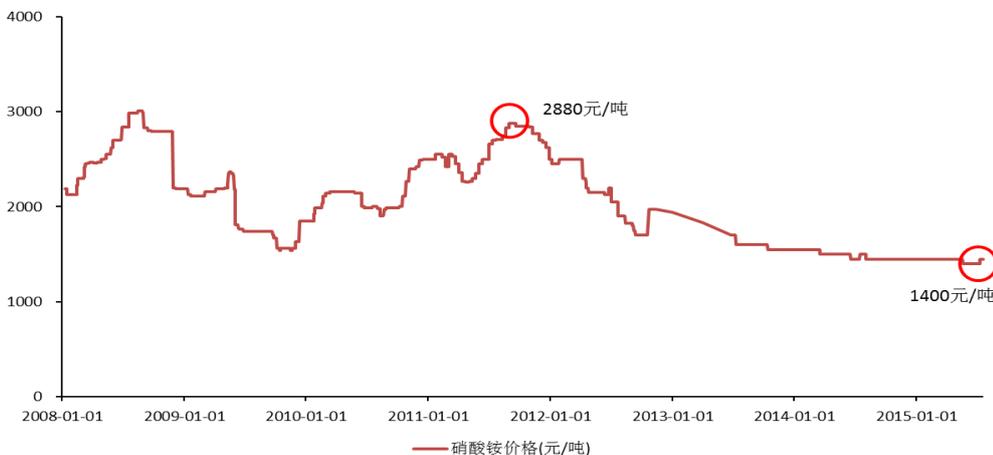
中西部民爆产品需求的增长带动公司发展。公司所在地湖北位于我国中部地区，具有承东启西、连接南北的优越地理位置。公司总部（荆门）、麻城、黄麦岭、恩施、广水等五个生产点分布在省内的中部、东部、西部、北部等地区，良好的地理位置使公司能够迅速有效的应对市场需求，在巩固并发展湖北市场的同时，开拓提高省外市场份额。凭借这种地缘优势，公司已实现了省外销售的大幅增长。公司将凭借产品、服务、地缘等优势，加速市场开拓步伐，力争实现省内、外市场齐头并进。

2016 年，公司拟投资 1.2 亿元用于“金属材料爆炸复合建设项目”，建设 2.5 万吨/年的金属材料爆炸复合产品的加工能力，预计项目建成后有助于公司确保工业炸药产能的充分释放，增加公司产品附加值。

2.2 向上游延伸建设硝酸铵，三元硝基复合肥始贡献收益

公司产品工业炸药的主要原材料是硝酸铵，占公司生产成本的 50% 左右。近年来硝酸铵价格波动频繁，对下游企业影响较大。另外，我国硝酸铵行业的行业集中度较高，2012 年国内前 10 位厂家的年产能为 423 万吨，约占总产量的 56.4%，因此相对于上游硝酸铵企业，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厂商分布在西南、西北、华北及华东等地区，局部地区运输受限制时常会出现供不应求及成本过高状况。

图 10：2008 年以来硝酸铵价格变化



数据来源：wind，西南证券

为了稳定工业炸药主要原材料硝酸铵的供应，同时延长产业链，增加利润增长点和抗风险能力，公司于 2005 年 10 月成立钟祥凯龙，负责实施建设年产 6.25 万吨硝酸铵项目，投资总额为 5000 万元，成为国内为数极少的自主生产硝酸铵原材料的民爆器材生产企业之一。

表 6：公司产品硝酸铵

产品类别	执行标准	适用范围	硝酸铵含量	游离水含量，%	PH 值
硝酸铵	GB2945-89《硝酸铵》	适用于工业炸药、化工等领域	≥99.5%	≤0.5 或 ≤1.0	4.5-6.0

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2015 年公司上市首次公开募集资金 5.2 亿元，其中 2.3 亿元用于 6.25 万吨/年硝酸铵扩能改造项目，目前项目已经建成投产，子公司钟祥凯龙硝酸铵产能已达 18.75 万吨，完全实现内部自给，另有一部分用于对外销售，一部分用于下游硝基复合肥的生产。

硝基复合肥作为复合肥中的新兴品种，具有速溶性、速效性、肥效持久性等特点，特别适用于经济作物。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，硝基复合肥发展空间广阔。

我国 18 亿亩耕地中约有 7 亿亩耕地适用硝基肥，目前我国目前硝基肥用量占氮肥总用量仅为 4.1%，相比于 12% 的世界平均水平也仍有很大提升空间。根据“十二五”规划，2015 氮肥需求 4350 万吨，假定硝基肥用量占氮肥比重提高到 10%，以 35% 的含氮量测算，则我国硝基肥的年需求量有望达到 1200 万吨以上。

表 7：公司产品硝基复合肥

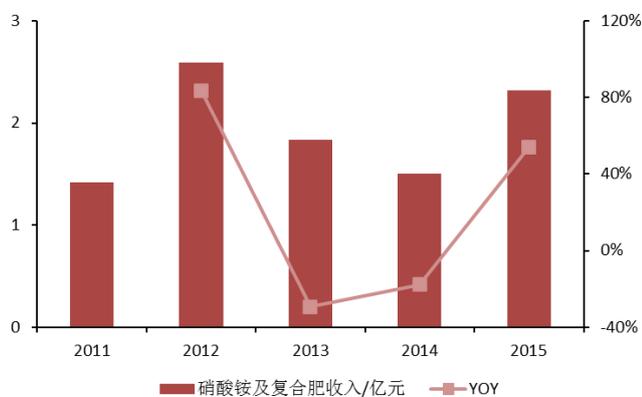
产品类别	产品品种	执行标准	适用范围	总养分质量百分数	水溶性磷占有效磷比率	水分的质 量分数
硝基复合肥	N-P、N-K、N-P-K 及中微量元素复合肥等品种	GB15063-2009《复混肥料（复合肥料）》	温室大棚作物、果树、蔬菜、烟草、棉花等经济作物，特别适合于旱地作物施用，适用于弱酸性、中性及偏碱性等各类土壤，可用作基肥和追肥。	≥25%	≥40	≤2.5%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司复合肥的主要品种为三元硝基复合肥，于 2014 年下半年开始实现对外销售。2015 年公司硝基复合肥营业收入达 1.1 亿元，同比增加 1500%，收入占比从 2014 年 0.7% 提升至 12.2%。2016 年 Q1 子公司钟祥凯龙营业收入同比增长 7258 万元、增幅达 31.1%，硝基复合肥对公司营业收入的贡献显著。

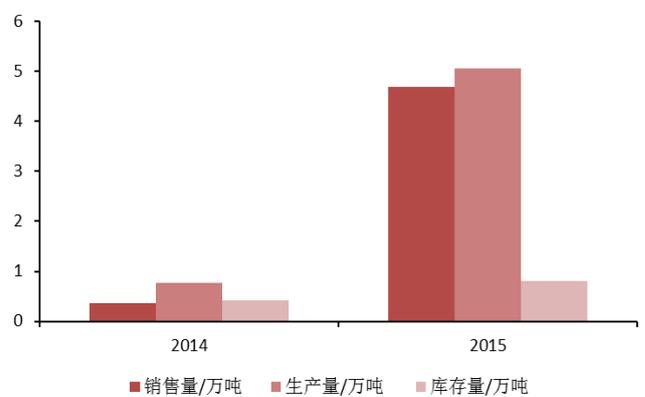
2015 年 12 月，凯龙股份对子公司钟祥凯龙增资 16428 万元，增资后，股权比例由 87.3% 上升到 93.0%。鉴于近年来钟祥凯龙对公司合并报表营收贡献逐步增大，钟祥凯龙复合肥收入处于快速增长期，后续将逐步放量，我们预计 2016 年公司业绩因此提升。

图 11：2011 年以来公司硝酸铵及复合肥收入变化



数据来源：公司公告，西南证券

图 12：2015 年公司复合肥销售量、生产量及库存量变化

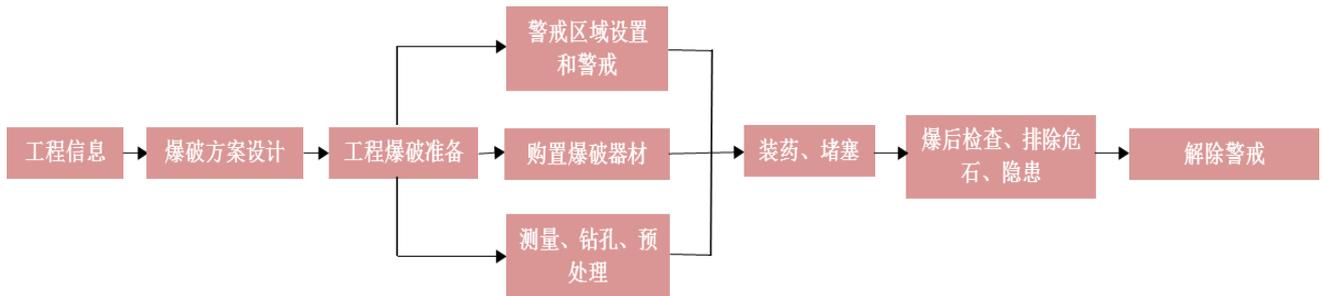


数据来源：公司公告，西南证券

2.3 向下游拓展进军千亿级爆破服务市场

近年来民爆行业产能过剩,全国炸药需求量为500万吨左右,而产能预计有600多万吨,且下游基建的需求随着经济形势在萎缩,民爆行业的民爆器材收入增速处于放缓状态,目前全国收入规模仅为300多亿元。与此同时,爆破服务业近年来发展较快,市场规模达2000亿元,在国家鼓励民爆行业生产、销售、爆破服务一体化的情况下,越来越多的民爆企业开始向其下游爆破服务业扩展。

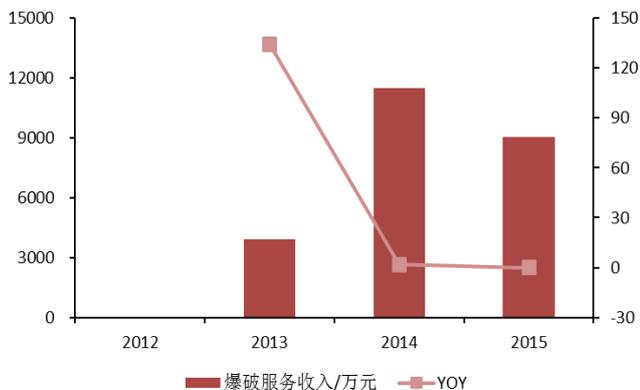
图 13: 工程爆破服务业务流程图



数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

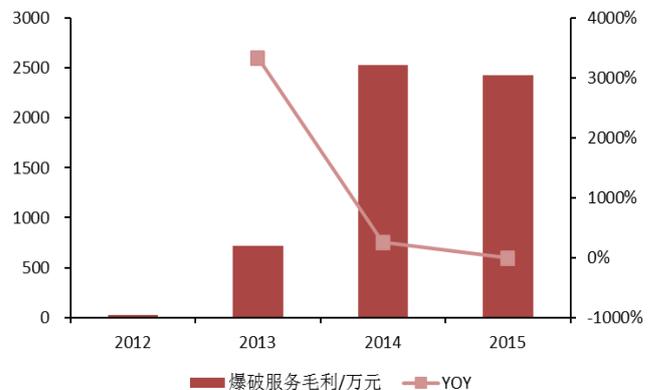
2012年至2015年底凯龙股份已投资设立了6家爆破服务公司,2015年底又对子公司凯龙爆破增资3152万元,公司在爆破服务业务的收入规模逐步增长。2015年公司爆破服务营业收入达9021万元,毛利达2425万元。

图 14: 2012 年以来公司爆破服务收入变化



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 15: 2012 年以来公司爆破服务毛利变化



数据来源: 公司公告, 西南证券

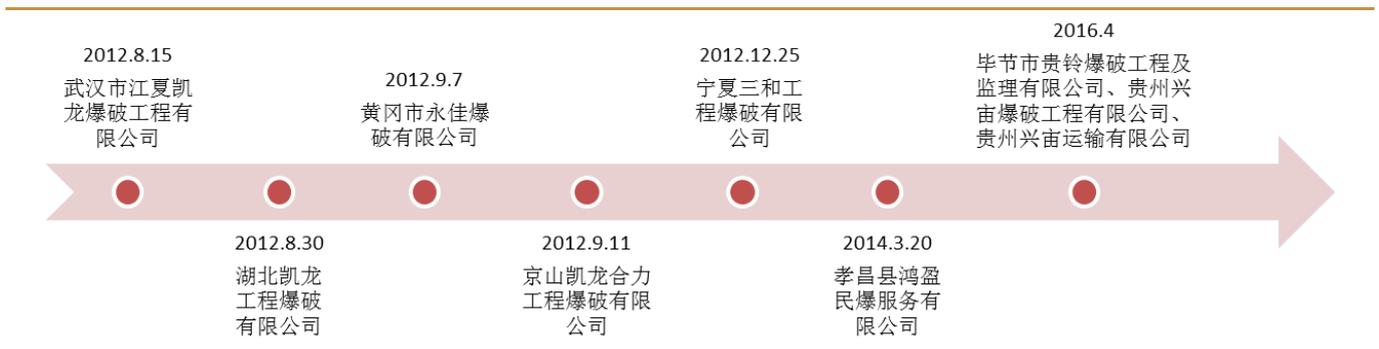
公司目前主要在湖北省内开展工程爆破服务业务。湖北省内目前有160多家爆破作业单位,其中拥有爆破作业一级、二级资质的企业仅18家,在这18家企业中,同时拥有工业炸药生产背景的企业仅3家。公司子公司凯龙工程爆破目前已申请获得爆破作业二级资质和矿山工程施工总承包三级资质(增项土石方工程专业承包三级)。

表 8：湖北省内拥有爆破作业一级、二级资质的企业

序号	企业名称	资质等级
1	中国核工业第二二建设有限公司	一级
2	中钢集团武汉安全环保研究院有限公司	一级
3	武汉爆破有限公司	一级
4	湖北卫东爆破工程有限公司	一级
5	湖北皓昇爆破工程有限公司	一级
6	葛洲坝集团第一工程有限公司	一级
7	湖北宜昌力神建设工程有限公司	二级
8	中铁十一局集团有限公司	二级
9	宜昌大兴爆破有限责任公司	二级
10	武汉铁四院控制爆破技术有限公司	二级
11	武汉市江夏俊崎爆破有限公司	二级
12	武汉山友爆破科技工程有限公司	二级
13	武汉林元爆破工程有限公司	二级
14	武汉理工大产业集团有限公司	二级
15	湖北中爆爆破工程有限公司	二级
16	湖北凯龙工程爆破有限公司	二级
17	葛洲坝集团三峡实业有限公司	二级
18	葛洲坝集团第五工程有限公司	二级

数据来源：湖北省工程爆破协会，西南证券整理

2016 年 4 月，公司又完成了对三家贵州省民爆公司的收购，分别是毕节市贵铃爆破工程及监理有限公司、贵州兴宙爆破工程有限公司和贵州兴宙运输有限公司。贵州对基础设施建设的需求较大，2016 年 2 月，《贵州省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》正式发布，按照纲要，十三五期间，贵州将完成交通总投资 5000 亿元，较“十二五”增长 12.9%。

图 16：2012 年至今公司设立或收购的爆破服务公司


数据来源：招股说明书，西南证券

表 9：贵州省“十三五”规划

十三五规划	实施项目	主要目标
铁路建设规划	三环 ：一环为贵阳枢纽环线；二环起自凯里，经都匀—惠水—安顺—普定—织金—黔西—息烽—开阳—瓮安—黄平接凯里；三环起自铜仁，经玉屏—黎平—独山—兴义—六盘水—威宁— 毕节 —遵义接铜仁 八射 ：贵广高铁；沪昆客专贵阳—长沙段；沪昆客专贵阳—昆明段；渝黔快铁；成贵铁路；贵阳—南宁；贵阳—兴义；贵阳—瓮安—铜仁铁路	力争到 2020 年建成贵阳至省内主要城市群 1 小时，至周边省会城市 2 小时，至全国主要经济区 3 至 7 小时的高速铁路交通网。
公路交通规划	罗甸至望谟高速公路；铜仁至怀化高速公路；余安高速平塘至罗甸段；三穗至施秉高速公路；三都至荔波高速公路；紫云至望谟高速公路；遵义至绥阳高速延伸线；遵义乐冷高速公路；正安至习水高速公路	完成投资突破 1000 亿元，建设里程约 8500 公里，实现普通国道二级及以上公路比例 90%以上、普通省道三级及以上公路比例 50%以上。
水运建设规划	董箐库区航运建设工程；乌江渡库区航运建设工程	确保全省通航里程达 4100 公里，高等级航道达 1000 公里以上，通过水运深化与相邻省（区、市）的省际间交流。
航空建设规划	目前贵州已有贵阳龙洞堡国际机场一个干线机场，同时有铜仁、新舟、毕节、盘水等 9 个支线机场，另有仁怀机场将于今年建成投运。除此以外，威宁机场、黔北机场、罗甸机场正在筹建中	到 2020 年，全省有望形成“一千十五支”的机场布局。

数据来源：贵州省发改委，西南证券整理

从近年贵州省炸药产量与需求量变化来看，2014 年全省炸药产量 20.1 万吨，需求量则达到 34.4 万吨，贵州省民爆行业明显产能不足，与此同时工信部也不再对民爆企业批准新产能。随着十三五规划的开局，贵州省对基础设施建设的推进将进一步提高其对民爆器材及爆破服务的需求。因此凯龙股份此次收购贵州省三家爆破服务公司有利于其开拓贵州省爆破服务市场，我们预计 2016 年公司在爆破服务业务的收入会有大幅度提升。

表 10：贵州省炸药产量与需求量

	2011	2012	2013	2014
炸药产量（万吨）	11.8	15.0	19.0	20.1
增速	-	27.1%	26.7%	5.8%
炸药需求量（万吨）	30.0	31.5	33.0	34.4

数据来源：西南证券

2016 年，公司还将继续建设“工程爆破服务建设项目”，现已投入资金 990.9 万元，预计总投入 4083 万元。该项目包括两部分，一部分为 4000 吨混装炸药生产能力建设，一部分为 500 万方爆破服务能力建设，建设期为 9 个月。项目建成后，有利于公司依托炸药生产能力开拓爆破服务市场，进一步拓展盈利方式，增加利润增长点。另外，公司拟投资 3216 万元用于技术中心扩建项目，增强公司研发实力，2015 年公司研发支出同比增加 9.8%，预计 2016 年公司会继续加大研发投入，立志实现“科研、生产、流通、爆破服务一体化”的经营模式。

3. 盈利预测与投资建议

假设 1: 受公司募投项目“工程爆破服务建设项目”和“金属材料爆炸复合建设项目”的拉动, 预计 2016-2018 年公司民用爆破器材业务收入增速分别为 10%、15%、20%。

假设 2: 随着募投硝酸铵项目的建设, 收入继续提升, 预计 2016-2018 年同比增速分别为 30%、50%、50%。

假设 3: 随着公司加大拓展爆破服务市场, 爆破服务业务保持较快的增速, 预计 2016-2018 年公司爆破服务业务的收入增速分别为 25%、20%、20%。

假设 4: 三费率保持稳定。

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 万元		2015A	2016E	2017E	2018E
民用爆破器材	收入	51,295.91	56,425.50	64,889.33	77,867.19
	增速	-8.20%	10.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	52.75%	52.00%	52.00%	52.00%
硝酸铵/复合肥	收入	23,198.48	30,158.02	45,237.04	67,855.55
	增速	54.19%	30.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	12.38%	20.00%	20.00%	20.00%
爆破服务	收入	9,020.94	10,825.13	12,990.15	15,588.18
	增速	-21.36%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	26.88%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	收入	5,454.92	5,454.92	5,454.92	5,454.92
	增速	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	23.19%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	88,970.25	102,863.57	128,571.44	166,765.85
	增速	1.63%	15.62%	24.99%	29.71%
	毛利率	37.79%	38.34%	36.87%	35.57%

数据来源: 公司公告, 西南证券

根据上述假设, 我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 10.3 亿元、12.9 亿元和 16.7 亿元, 归属母公司所有者的净利润分别为 1.16 亿元、1.33 亿元和 1.59 亿元。预计公司 16-18 年 EPS 分别为 1.39 元、1.60 元和 1.90 元, 对应的动态 PE 分别为 53 倍、46 倍和 39 倍, 首次给予“增持”评级。

4. 风险提示

行业周期波动的风险; 下游需求持续低迷的风险; 项目进度低于预期的风险; 安全风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	890.60	1029.68	1287.02	1669.35	净利润	109.41	128.42	146.40	172.63
营业成本	554.39	634.85	812.53	1075.52	折旧与摊销	64.53	86.03	86.03	86.03
营业税金及附加	9.87	11.41	14.26	18.49	财务费用	10.29	-1.10	-3.13	-3.89
销售费用	107.06	123.78	154.71	200.67	资产减值损失	4.95	3.00	3.00	3.00
管理费用	87.86	102.04	127.12	165.03	经营营运资本变动	-10.60	8.88	-12.57	-16.91
财务费用	10.29	-1.10	-3.13	-3.89	其他	18.86	-2.61	-0.97	-0.24
资产减值损失	4.95	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	197.44	222.62	218.77	240.63
投资收益	8.96	-0.70	0.00	0.00	资本支出	-98.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	63.28	-0.70	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-35.58	-0.70	0.00	0.00
营业利润	125.16	155.01	178.54	210.52	短期借款	10.00	-50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.16	1.60	0.00	0.00	长期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	132.31	156.61	178.54	210.52	股权融资	522.44	0.00	0.00	0.00
所得税	22.90	28.19	32.14	37.89	支付股利	-50.08	-24.40	-29.09	-33.35
净利润	109.41	128.42	146.40	172.63	其他	-13.35	-152.53	3.13	3.89
少数股东损益	11.82	12.07	13.00	14.00	筹资活动现金流净额	449.00	-226.93	-25.96	-29.46
归属母公司股东净利润	97.59	116.35	133.40	158.63	现金流量净额	610.86	-5.00	192.81	211.16
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	757.35	752.35	945.16	1156.32	成长能力				
应收和预付款项	143.10	152.46	194.01	254.04	销售收入增长率	0.72%	15.62%	24.99%	29.71%
存货	78.47	90.49	115.98	153.81	营业利润增长率	-13.94%	23.86%	15.17%	17.92%
其他流动资产	8.02	9.27	11.59	15.03	净利润增长率	-8.42%	17.38%	14.00%	17.92%
长期股权投资	48.04	48.04	48.04	48.04	EBITDA 增长率	-8.67%	19.99%	8.96%	11.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	548.75	476.29	403.83	331.36	毛利率	37.75%	38.34%	36.87%	35.57%
无形资产和开发支出	105.19	91.62	78.05	64.48	三费率	23.04%	21.82%	21.65%	21.67%
其他非流动资产	62.55	62.55	62.55	62.55	净利率	12.29%	12.47%	11.38%	10.34%
资产总计	1751.48	1683.08	1859.21	2085.63	ROE	8.09%	9.28%	9.75%	10.52%
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.25%	7.63%	7.87%	8.28%
应付和预收款项	153.77	180.47	229.35	301.77	ROIC	14.48%	17.68%	22.17%	27.91%
长期借款	50.00	50.00	50.00	50.00	EBITDA/销售收入	22.45%	23.30%	20.31%	17.53%
其他负债	144.49	68.99	78.94	93.65	营运能力				
负债合计	398.26	299.46	358.28	445.43	总资产周转率	0.60	0.60	0.73	0.85
股本	83.47	83.47	83.47	83.47	固定资产周转率	1.59	2.05	3.00	4.67
资本公积	528.86	528.86	528.86	528.86	应收账款周转率	8.82	9.08	9.90	9.85
留存收益	584.57	676.52	780.84	906.12	存货周转率	6.23	7.42	7.80	7.91
归属母公司股东权益	1270.53	1288.85	1393.16	1518.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.08%	—	—	—
少数股东权益	82.69	94.76	107.76	121.76	资本结构				
股东权益合计	1353.22	1383.61	1500.93	1640.21	资产负债率	22.74%	17.79%	19.27%	21.36%
负债和股东权益合计	1751.48	1683.08	1859.21	2085.63	带息债务/总负债	25.11%	16.70%	13.96%	11.23%
					流动比率	3.14	4.65	4.61	4.36
					速动比率	2.89	4.23	4.19	3.94
					股利支付率	51.31%	20.97%	21.80%	21.02%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	199.97	239.95	261.44	292.67	每股收益	1.17	1.39	1.60	1.90
PE	62.63	52.54	45.82	38.53	每股净资产	16.21	16.58	17.98	19.65
PB	4.52	4.42	4.07	3.73	每股经营现金	2.37	0.00	0.00	0.00
PS	6.86	5.94	4.75	3.66	每股股利	0.60	0.29	0.35	0.40
EV/EBITDA	27.37	22.29	19.72	16.89					
股息率	0.82%	0.40%	0.48%	0.55%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn