

江西万年青水泥股份有限公司

2014 年公司债券(第一期)

2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由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必要的核
查和验证，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或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【38】号 02

债券简称：14 江泥 01
债券剩余规模：5 亿元
债券到期日期：2019 年
09 月 12 日
债券偿还方式：按年计
息，每年付息一次，到
期一次还本，最后一期
利息随本金兑付一起支
付

分析师

姓名：
万蕾 罗力

电话：
010-66216006

邮箱：
wanl@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
水泥制造企业主体长期
信用评级方法，该评级
方法已披露于公司官方
网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

江西万年青水泥股份有限公司 2014 年公司债券（第一期） 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA
发行主体长期信用等级	AA+	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 05 月 23 日	2018 年 04 月 28 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江西万年青水泥股份有限公司（股票代码：000789，以下简称“万年青”或“公司”）及其 2014 年 9 月 12 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AA+，发行主体长期信用等级上调为 AA+，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于区域水泥供需格局持续改善为公司发展提供了良好的外部环境，公司系江西省水泥龙头企业，在江西省内拥有较强竞争力，跟踪期内公司经营业绩大幅提升，经营活动现金流明显改善，债务压力显著降低。同时我们也关注到，公司存在业务区域集中度较高等风险因素。

正面：

- 江西省内工程项目推进及供给侧改革政策落实推动区域水泥供需关系持续改善，公司发展环境良好。2018 年江西省全年全省推进 1,315 个亿元以上项目，江西省内基础设施投资增速加快，全年基础设施投资同比增长 17.70%，较 2017 年提高 9.8 个百分点；全年全省房地产开发投资同比增长 8.00%，区域内工程市场水泥产品需求旺盛。加之江西省水泥行业继续推行错峰生产，近年公司所在区域水泥市场供需关系持续改善。

- **公司水泥产品在江西省内保持较强竞争力，同时供需格局改善推动公司水泥销售量价齐升，跟踪期内公司经营业绩大幅提升。**公司系江西省水泥龙头企业，水泥产品在江西省内拥有较强竞争力，根据国家统计局数据显示，2018年江西省水泥产量为8,813.54万吨，其中公司水泥产量占比26.86%；随着市场需求增加，2018年公司水泥销售均价及销量同比分别提高30.74%和9.01%，得益于此，2018年公司实现营业收入102.08亿元，同比增长43.89%，综合毛利率提升至32.55%，同比提高6.19个百分点，整体盈利能力有所提升。
- **公司经营活动现金流明显改善。**得益于盈利水平提高，2018年公司FFO为23.57亿元，同比增长56.15%，现金生成能力显著提高，2018年公司经营活动现金净流入25.20亿元，经营活动现金流明显改善。
- **公司资产负债率进一步下降，EBITDA和经营性现金流对债务保障程度提升，债务压力显著降低。**2018年末公司资产负债率为39.38%，同比下降5.29个百分点；2018年公司EBITDA随利润增长而提高，加之有息债务规模减少，公司EBITDA对债务本息的保障能力大幅提升，2018年EBITDA利息保障倍数及年末有息债务与EBITDA的比值分别为32.07和0.64。此外，经营活动现金流入增加使其对债务保障程度提高，2018年公司经营性现金流与负债总额之比为0.64，较上年提高0.21，公司债务压力显著降低。

关注：

- **公司业务区域集中度较高。**2018年公司营业收入中江西省内收入占比为88.73%，业务区域集中度较高。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
总资产	1,001,210.46	1,005,360.68	837,402.61	848,048.42
归属于母公司所有者权益合计	424,794.33	403,016.39	310,706.01	280,412.80
有息债务	182,770.27	184,581.86	214,158.15	278,744.04
资产负债率	35.39%	39.38%	44.67%	48.25%
流动比率	1.31	1.16	0.88	0.98
速动比率	1.15	1.02	0.72	0.86
营业收入	184,103.42	1,020,751.86	709,381.12	565,776.57
营业利润	45,621.55	251,577.49	109,752.38	44,457.91
净利润	35,865.41	183,779.23	84,202.13	38,660.25
综合毛利率	31.87%	32.55%	26.36%	23.52%
总资产回报率	-	26.28%	14.23%	7.61%
EBITDA	-	286,746.35	163,680.22	109,531.16
EBITDA 利息保障倍数	-	32.07	12.59	6.28
经营活动现金流净额	2,039.37	252,043.95	158,991.49	91,296.21

注：2018 年末和 2019 年 3 月末流动比率、速动比率和经营性净现金流/流动负债三项指标计算中，流动负债包括 2019 年到期的应付债券，下同。

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

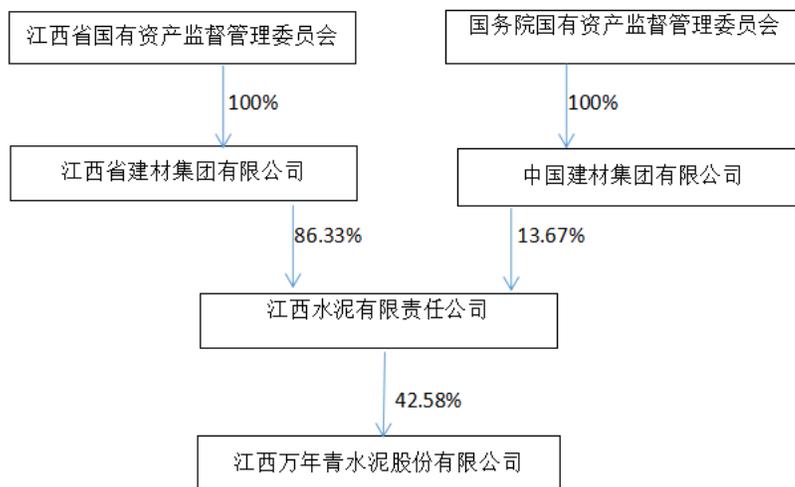
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年9月12日发行5年期5.00亿元公司债券，募集资金用于偿还银行贷款和补充流动资金，已全部使用完毕。2018年末本期债券募集资金账户已销户。

二、发行主体概况

2018年公司控股股东、实际控制人及主营业务均未发生重大变化。截至2018年末，公司注册资本为6.13亿元，江西水泥有限责任公司持有公司42.58%股权，为公司控股股东，江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）为公司最终控制人。2018年12月10日，公司接到股东江西省建材集团有限公司（以下简称“江西建材”）转来的江西省国资委的通知，江西省国资委拟将江西省投资集团有限公司（以下简称“江西投资”，实际控制人系江西省国资委）和江西省能源集团有限公司（以下简称“江西能源”）进行战略重组，并将江西建材100%股权划归重组后的江西投资。截至本报告出具日，该重组事项尚未完成。

图 1 截至 2019 年 3 月 31 日公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018年4月公司投资设立安远万年青新型材料有限公司；2018年8月公司投资设立江西锦溪矿业有限公司；2018年12月公司投资设立江西万铜环保材料有限公司。截至2018年末，公司纳入合并范围的子公司共62家。

表 1 2018 年公司新纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例		注册资本	主营业务	合并方式
	直接	间接			
江西锦溪矿业有限公司		60.00%	6,000.00	石灰石矿产品生产及销售	投资设立
安远万年青新型材料有限公司		100.00%	2,500.00	建材生产销售、混凝土机械设备租赁服务	投资设立
江西万铜环保材料有限公司	45.00%		10,000.00	环保建材、尾矿资源综合开发利用	投资设立

注：公司和江西铜业股份有限公司、江西省建筑材料工业科学研究设计院共同成立江西万铜环保材料有限公司，《协议书》约定由公司合并报表。

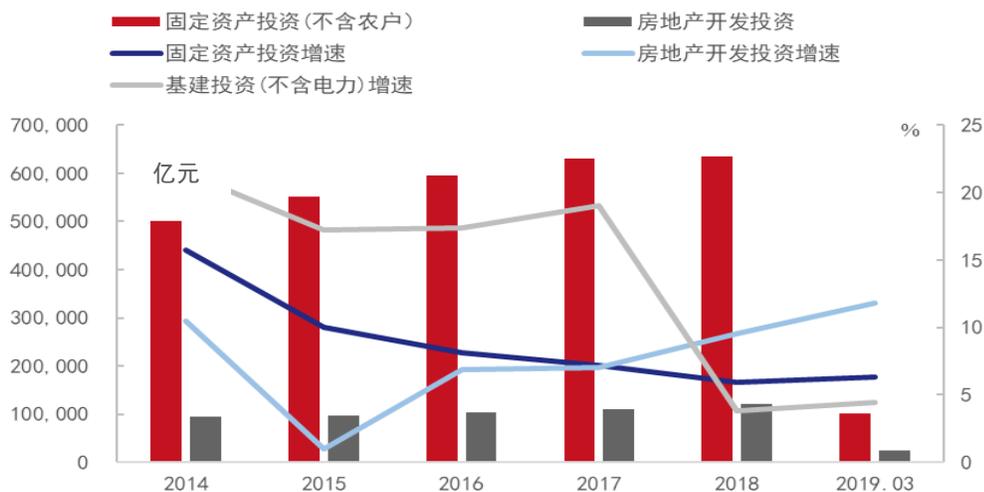
资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

2018年房地产投资提速对冲基建投资增速下滑稳定水泥需求，短期内我国水泥需求将趋于低速增长

2018 年我国房地产开发投资提速对冲基础建设投资失速下滑影响，稳定了水泥需求。2018 年我国基础设施建设投资（不含电力）同比仅增长 3.8%，增速较 2017 年下降 15.2 个百分点；同期完成房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，较 2017 年提高 2.5 个百分点；综合来看，2018 年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%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点。

图 2 我国固定资产、房地产开发及基础设施建设投资情况



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

我国房地产行业“房住不炒”政策总基调不变，虽部分区域房地产调控政策趋向松动，

2019年1季度我国房地产投资完成2.38万亿元，同比增长11.80%，较2018年同期提高1.4个百分点，但棚改货币化退坡及棚改导致三四五线城市已超前消费住房需求、一二线城市限购政策不松、乡村民建住房趋于减少、2018年房地产开工面积增速显著高于商品房销售增速延长去化周期以及投资增长主要源于三四线城市土地购置、2019年房企大量债务偿付对投资形成挤出等因素将制约后续房地产销售及后续投资，预计短期内房地产开发投资增速放缓。

在全球贸易摩擦、国内经济结构下行压力加大等背景下，财政部将适度扩大支出规模，同时较大幅度增加地方政府专项债规模并支持重大在建项目建设和补短板，国家发改委密集批复铁路、轨道交通等建设，预计2019年基建投资加码，2019年1季度我国基础设施建设投资（不含电力）同比增长4.40%，自2018年9月以来，环比持续提高，但基建投资作为经济增长的稳定器其稳定作用大于拉动作用，同时对水泥需求的边际拉动作用低于房地产，其对水泥需求拉动作用有限。

整体而言，2018年房地产投资提速对冲基建投资增速下滑稳定水泥需求，考虑到未来房地产投资受多因素叠加影响增速放缓，基建投资加码虽有助于拉动水泥需求，但预计作用有限，短期内我国水泥需求将趋于低速增长。

政策推动我国水泥产能去化取得一定成效，但供给侧改革限制国内水泥产能释放的同时导致水泥供应阶段性偏紧及价格偏高、进口量增加，考虑到下游需求增长乏力以及我国水泥产能过剩局面犹存，未来行业发展仍需产能去化

随着水泥行业供给侧改革的持续推进，2018年我国水泥熟料产能继2017年首降后继续减少，根据中华人民共和国工业和信息化部数据，2018年末我国水泥熟料设计总产能已下降至17.16亿吨。水泥生产方面，受下游需求趋缓、错峰生产、环保以及企业协同限产等因素叠加影响，2018年我国生产水泥22.10亿吨，同比下降5.18%。随着产能规模下降，我国水泥行业产能去化取得一定成效，根据中华人民共和国工业和信息化部数据，2018年我国水泥熟料产能利用率已提高至82.87%，产能利用率趋于合理，但水泥熟料产能仍过剩2.94亿吨，同时考虑到水泥熟料实际产能大于设计产能以及水泥生产的乘数效应，我国水泥行业产能过剩更甚于此。2019年1季度，房地产投资延续加速增长态势、基建投资增速环比提升等推动水泥需求及产量有所增长，当期我国生产水泥3.9亿吨，同比增长9.4%。

图3 我国熟料产能及水泥、熟料产量情况⁶

⁶ 2014-2017年熟料设计总产能、2014-2016年熟料产量及产量增速来自Wind，2018年熟料设计总产能及熟料产量来自工信部，水泥产量为国家统计局年度数据，其余数据以上述数据为基础自行计算，其中2017年熟料产量=2017年水泥产量/SUM(i年水泥产量/i年熟料产量)/5；i=2012, 2013, 2014, 2015, 2016。



资料来源：Wind、国家统计局，中证鹏元整理

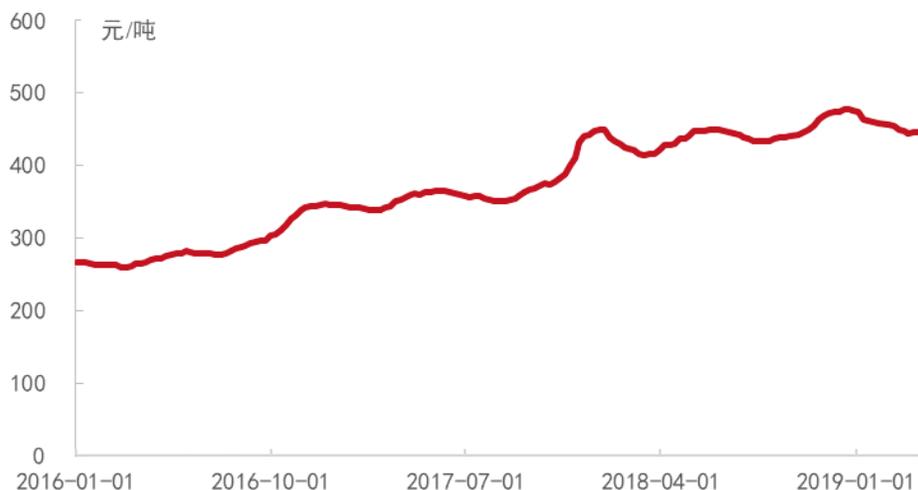
同时值得注意的是，错峰生产及环保限产导致部分沿江沿海市场水泥熟料出现阶段性紧张和价位偏高情况，刺激国外水泥进口增加，2018年我国水泥及熟料进口总量为1,363万吨，高于出口总量459万吨；2019年1季度我国水泥进口量继续大幅增加，当期进口水泥和熟料406万吨，同比增加122%。

整体而言，政策推动我国水泥产能去化取得一定成效，供给侧改革导致我国水泥产量下降、进口量增加，2019年1季度我国水泥产量虽有所增加，但考虑到我国水泥需求增长乏力以及水泥产能过剩局面犹存，未来水泥行业健康发展仍需产能去化。

供需格局改善推动我国水泥价格及行业经济效益持续提升，短期内受供需关系作用仍有望提升，但涨幅将收窄

一方面，2018年我国房地产开发投资提速对冲基础建设投资失速下滑影响，稳定了水泥需求；另一方面，错峰生产、环保及企业协同限产等多因素限制水泥产能释放，2018年我国水泥产量继续下降；供需格局改善推动2018年我国水泥价格持续上涨。以42.5级普通散装水泥为例，2018年均价为452.29元/吨，同比上涨23.67%。2019年1季度，水泥行业价格受淡季影响虽有所回落，但仍高于2018年同期水平。

图4 2016年以来我国水泥价格走势（普通水泥:42.5级散装）



注：数据取自省、自治区省会及直辖市 42.5 级散装普通水泥价格均值，未包含拉萨水泥价格，下同。
资料来源：Wind，中证鹏元整理

得益于水泥市场供需格局改善、价格上涨，2018年我国水泥行业经济效益明显提升。根据中华人民共和国工业和信息化部数据，2018年我国规模以上水泥企业实现主营业务收入8,823亿元，同比增长25%；利润1,546亿元，同比增长114%。随着水泥价格高位运行、房地产投资同比大幅增长以及基建投资环比提升，2019年1季度水泥行业经济效益进一步提升，根据国家发改委数据，2019年1季度我国水泥行业营业收入1,798亿元，同比增长20.7%；利润总额246.8亿元，同比增长38.8%。

整体而言，2018年水泥供需格局改善推动水泥价格持续上涨、行业经营效益明显提升。但考虑到下游需求增长乏力，产能置换及环保达标推动合格产能占比提升、后续产能去化空间有限，2018-2019年冬季部分省市停窑时间缩短或实行差异化错峰生产，其衍生的公平问题以及水泥价格处于高位将弱化企业协同、刺激水泥产能释放，加之水泥进口对其价格上涨的抑制作用，预计2019年我国水泥价格及行业经济效益在下游需求低速增长、供给增加共同作用下有望保持提升，但涨幅将收窄。

随着华东、中南及西南地区水泥产销量占比提升以及价差扩大，我国水泥行业“南强北弱”形势进一步加强

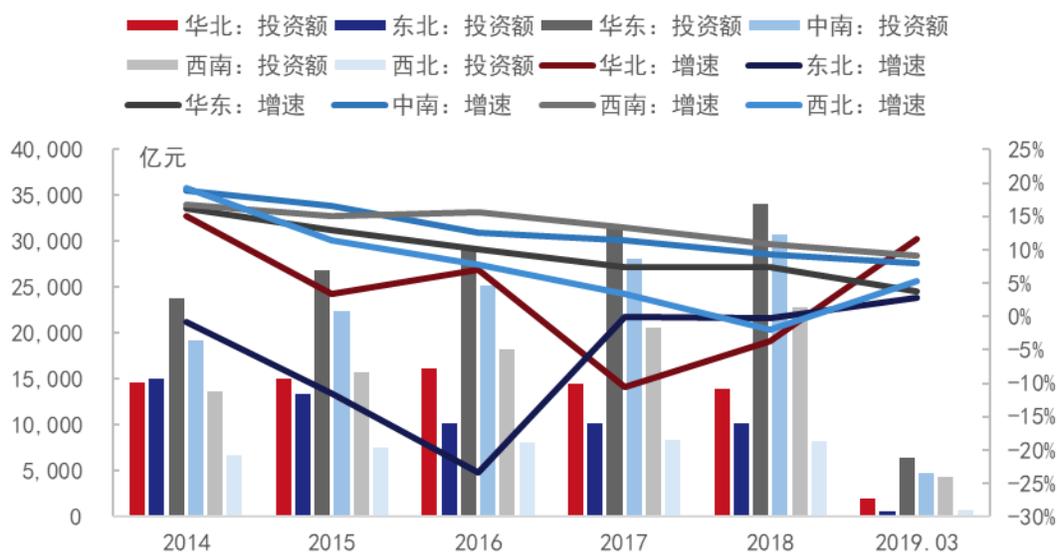
水泥行业区域性特征较为明显，受区域⁷投资水平及增速、产能过剩程度、市场集中度以及生产成本等多因素叠加影响，2018年我国水泥价格及行业经济效益仍维持“南强北弱”状态。

⁷ 水泥行业的区域主要分为华东（上海、江苏、浙江、安徽、江西、福建和山东）、中南（河南、湖北、湖南、广东、广西、海南）、西南（重庆、四川、贵州、云南）、华北（北京、天津、河北、山西和内蒙古）、西北（陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆和西藏）和东北（辽宁、吉林和黑龙江）六个区域。

投资方面，受“去杠杆”政策影响，2018年我国各区域投资增速整体趋于下降，具体来看，华东及中南地区经济发展水平较高，人口众多且吸附能力强，西南地区高投资拉动区域经济高速增长，基建及房地产投资需求旺盛，2018年投资规模及增速均保持较高水平；华北、西北及东北地区受地广人稀、经济体量较小且增长乏力等因素影响，投资规模及增速均较低，其中固定资产投资均呈负增长状态。2018年华东、中南及西南固定资产投资各省⁸均值分别为3.41万亿元、3.07万亿元和2.29万亿元，2018年同比分别增长7.44%、9.39%和10.88%；房地产开发投资各省均值分别为0.65万亿元、0.58万亿元和0.39万亿元，增速分别为11.85%、9.03%和10.10%。2018年华北、东北和西北固定资产投资各省均值分别为1.39万亿元、1.02万亿元和0.82万亿元，同比分别增长-3.74%、-0.24%和-1.87%；房地产开发投资各省均值分别为0.26万亿元、0.16万亿元和0.11万亿元，增速分别为1.78%、17.54%和6.34%。

整体而言，2018年我国各区域投资增速整体趋于下降，但经济发展水平、人口吸附能力、投资驱动力较强的华东、中南及西南地区抗跌性较强，投资规模及增速仍保持较高水平，“三北”地区投资整体趋于下滑。

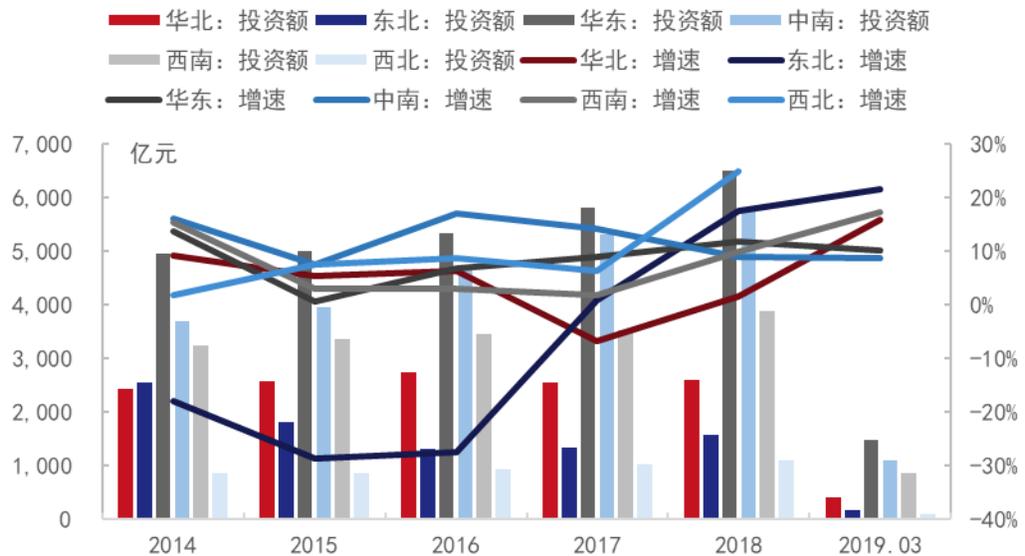
图 5 我国各区域固定资产投资均值及同比增长情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 我国各区域房地产开发投资均值及同比增长情况

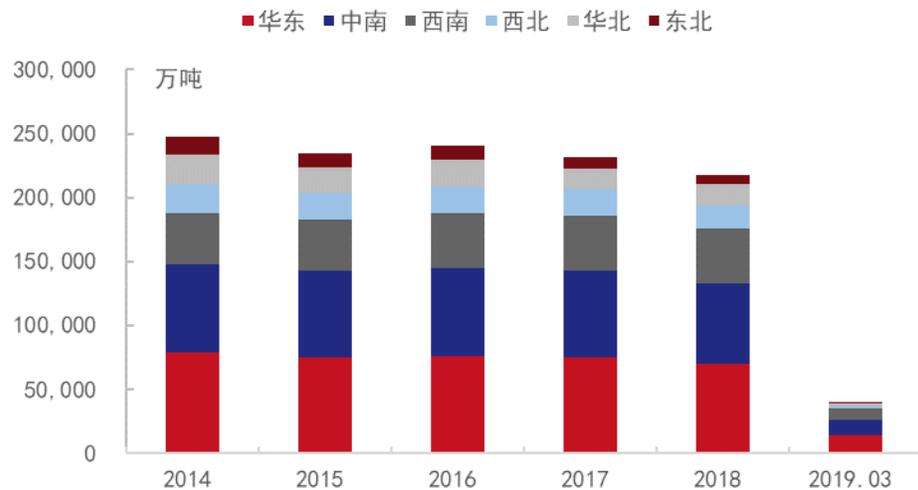
⁸ 含直辖市。



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

供给方面, 由于华东、中南及西南地区经济总量较大, 随着该区域经济保持相对较快增长, 2018年该区域水泥产量在全国水泥产量中占比进一步提升, 当年华东、中南及西南地区水泥产量合计为12.32亿吨, 占当年全国水泥产量的比重为80.78%, 较2017年提高0.47个百分点。而投资不足导致“三北”地区水泥产销仍处于较低水平。

图7 我国各区域水泥产量情况

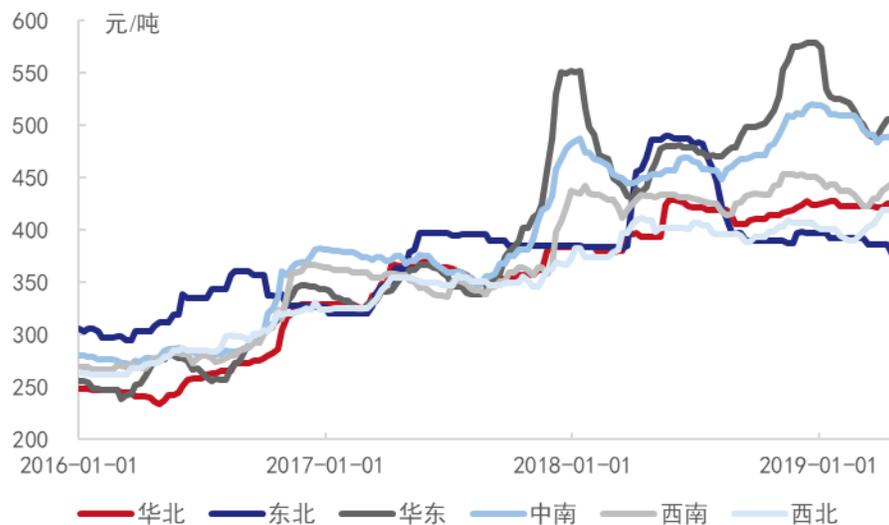


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

受供需格局改善程度差异化、水泥产能过剩不一、市场集中度不同等因素叠加影响, 2018年我国“南北”水泥价差扩大, 2018年我国华东、中南及西南水泥均价(普通水泥:42.5级散装)同比分别上涨31.69%、23.28%和21.02%至493.56元/吨、470.30元/吨和433.22元/

吨，华北、东北和西北水泥价格分别上涨14.50%、13.75%和14.39%至423.73元/吨、391.44元/吨和398.77元/吨，随着西南地区水泥价格超越东北，华东、中南及西南水泥价格已全面领先。

图8 2016年以来分区域水泥价格走势（普通水泥:42.5级散装）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

整体来看，随着华东、中南及西南地区水泥产销量占比提升以及价差扩大，我国水泥行业“南强北弱”形势进一步加强。

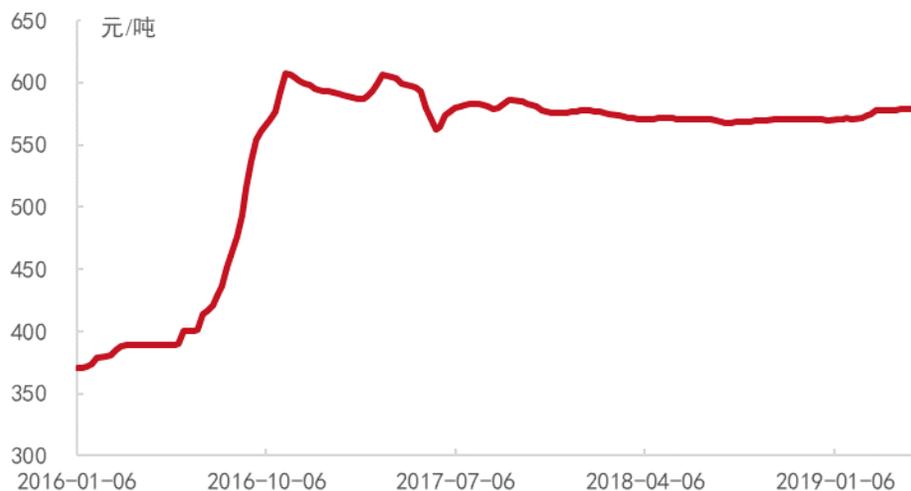
2018年煤炭价格中枢有所下移，但整体仍维持高位，未来仍需关注政策调整、供需变化等不确定因素导致煤炭价格波动对水泥企业生产成本的传导作用

水泥行业生产成本主要包括煤、电等能源成本、石灰石原材料成本以及折旧和物流等成本，其中煤、电等能源成本和石灰石原材料成本约占水泥生产成本的70%左右。我国水泥企业大多分布在矿山资源丰富的区域，石灰石自给率普遍较高，煤炭及电力等原燃料主要通过外购，此外，多数水泥企业通过低温余热发电降低外购电力比例进而降低生产成本，但电力外购部分的价格主要受政策因素影响，水泥企业议价能力较差。

我国煤炭消费的行业结构呈现多元化的特点，但主要集中在电力、钢铁、水泥等行业。受益于行业供给侧改革，2016年下半年以来煤炭价格大幅回升，其中环渤海动力煤价格由2016年初的371元/吨最高涨至11月的607元/吨，涨幅高达63.61%，之后价格维持在高位。其中，2017年环渤海动力煤价格在562元/吨~606元/吨之间波动，2018年在567元/吨~578元/吨之间波动，2018年价格中枢较2017年有所下移，但整体仍维持在高位。从2016年实行供给侧改革以来，经过三年的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，中证鹏元预计中短期内

煤炭价格仍有望维持高位，但价格中枢或有所下移，动力煤价格有望在绿色区间（500元/吨~570元/吨）内波动，同时需关注政策调整、供需变化等不确定因素对煤炭价格产生的影响。

图9 2016年以来我国环渤海动力煤(Q5500K)综合平均价格指数



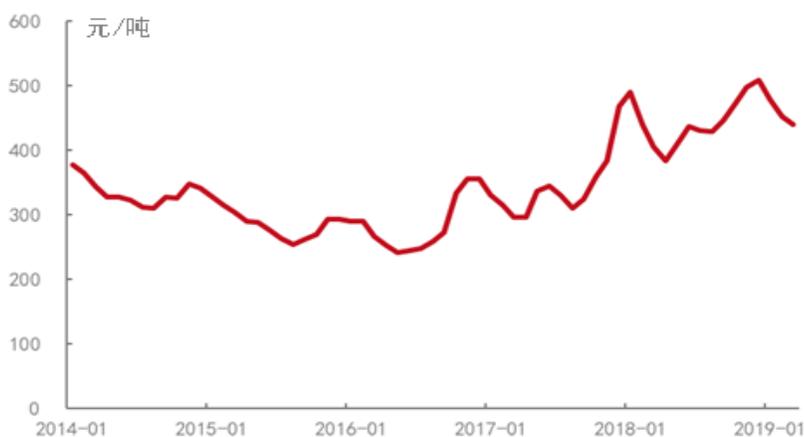
资料来源：Wind，中证鹏元整理

江西省内水泥企业竞争格局相对稳定，随着省政府持续推行基础设施建设，未来市场内水泥产品需求较有保障

江西省主要水泥品牌包括“万年青”、“海螺”、“南方”、“亚东”和“红狮”，根据江西省水泥协会及其他数据资料显示，2017-2018年上述品牌合计在江西省内水泥销量占当年总销量的80.1%和83.6%，其中万年青水泥产品销量占当年全省总销量比重均超过20%，为区域内龙头企业，整体而言江西省内水泥产业集中度较高，竞争格局相对稳定。

江西省水泥价格随全国水泥价格趋势同向增长，与北方相比，江西省整体受错峰生产政策影响较小。投资需求方面，2017年江西省落实国家脱贫攻坚建设政策，全年扶贫移民搬迁11.2万人，完成基础设施投入1,139.3亿元，同比增长59.1%；2018年江西省全年全省推进1,315个亿元以上项目，江西省内基础设施投资增速加快，全年基础设施投资同比增长17.70%，较2017年提高9.8个百分点；全年全省房地产开发投资同比增长8.00%。随着省政府持续推行基础设施建设，未来市场内水泥产品需求较有保障。

图10 2014年以来江西省水泥价格走势（普通水泥:42.5级散装）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

2018年公司主营业务无重大变化，收入仍主要来自于水泥及商品混凝土销售。得益于国家脱贫攻坚政策落实、江西省内基础设施建设工程项目量增加，以及供给侧改革政策落实等，水泥市场供需关系有所改善，公司水泥和商砼产品销售规模大幅增长，2018年两者分别实现收入75.12亿元和23.17亿元，公司全年实现营业收入102.08亿元，同比增长43.89%。得益于水泥、熟料价格提升，及新型砖成本下降，2018年公司综合毛利率提升至32.55%，同比提高6.19个百分点，公司盈利能力有所提升。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
水泥	751,167.43	36.81%	518,084.24	29.12%
混凝土	231,702.06	19.47%	153,499.47	19.64%
熟料	14,999.07	29.10%	23,180.97	16.81%
新型砖	16,226.77	25.57%	10,354.58	2.27%
物业房租	629.45	58.79%	538.42	42.60%
其他	3,614.94	25.40%	2,297.57	32.01%
主营业务收入小计	1,018,339.72	32.55%	707,955.26	26.29%
其他业务收入小计	2,412.14	35.17%	1,425.86	64.50%
合计	1,020,751.86	32.55%	709,381.12	26.36%

资料来源：公司提供

区域市场供需关系改善推动公司主要产品销售量价齐升，但混凝土业务产能利用率较低

根据中国水泥协会文件《关于发布2018年中国水泥上市公司综合实力排名的公告》(中水协字【2018】44号)，2018年公司在24家中国水泥上市公司中综合实力排名第11。作为以江西省市场为主的区域水泥龙头企业，公司在江西省内具有较好的品牌知名度及较强的区域竞争优势。根据国家统计局数据显示，2018年江西省水泥产量为8,813.54万吨，其中公司水泥产量占比26.86%，公司水泥产品在江西省内拥有较高占有率及较强竞争力。

产能方面，2018年公司水泥、熟料及新型砖产能无变化，截至2018年末，公司拥有12条熟料生产线及30台水泥磨机，水泥和熟料年产能分别为2,350.75万吨和1,307.33万吨，新型砖年产能68,000.00万标块。2018年公司混凝土年产能提高至1,690.00万立方米，主要系江西崇义万年青商砼有限公司新增关田分站所致。为提升生产效率、完善市场布局，2017年起公司推动万年厂2×5100T/D熟料水泥生产线异地技改环保搬迁项目(以下简称“万年厂项目”)和德安县6600T/D熟料水泥生产线项目(以下简称“德安县项目”)，上述项目为产能等量置换项目，不涉及产能扩充，其中万年厂项目计划总投资16.89亿元，德安县项目计划总投资11.21亿元。

表 3 截至 2018 年末公司水泥及熟料产能分布情况

地区	生产线数量		设计产能	
	熟料(条)	磨机(台)	熟料(万吨/年)	水泥(万吨/年)
江西	12	28	1,307.33	2,210.81
福建	0	2	0	139.94
合计	12	30	1,307.33	2,350.75

资料来源：公司提供

生产方面，2018年江西省区域内工程市场产品需求旺盛，错峰停产政策使得水泥市场供需结构不断调整，综合上述因素，市场需求扩大带动公司产量提高，2018年公司水泥产量为2,366.89万吨，同比增长8.43%。熟料为水泥生产环节重要原料，2018年公司熟料产量同水泥产量同步增加，同比增长3.59%至1,601.20万吨。随着工程市场业务规模扩大及公司业务拓展，2018年公司混凝土和新型砖产量均有所提升，其中新型砖业务稳定生产工艺控制，提高了成品率，产量大幅增长。

产能利用率方面，2018年公司水泥及熟料产能利用率较上年无明显变动，分别为100.69%和122.48%，混凝土和新型砖产能利用率随产品产量增加而提高，2018年两者产能利用率较2017年分别提高5.55和23.62个百分点至33.97%和84.00%，混凝土产能利用率仍处于较低水平。

表 4 2017-2018 年公司主要产品生产情况

产品	项目	2018年	2017年
----	----	-------	-------

水泥 (万吨)	年产能	2,350.75	2,350.75
	产量	2,366.89	2,182.88
	产能利用率	100.69%	92.86%
熟料 (万吨)	年产能	1,307.33	1,307.33
	产量	1,601.20	1,545.69
	产能利用率	122.48%	118.23%
混凝土 (万立方米)	年产能	1,690.00	1,660.00
	产量	574.04	471.77
	产能利用率	33.97%	28.42%
新型砖 (万标块)	年产能	68,000.00	68,000.00
	产量	57,122.40	41,058.59
	产能利用率	84.00%	60.38%

资料来源：公司提供

公司水泥销售以经销商模式销售为主，2018年公司新增网点167个，其中直签网点81个，网点总数达3,921个；新增联营体14个，联营体总数达269个。江西省内基础设施建设项目增加及水泥市场供需关系改善推动公司水泥销售均价及销量同比分别提高30.74%和9.01%，得益于此，2018年公司水泥业务盈利能力显著提高。因熟料主要留作自用，2018年公司熟料销量同比有所下降。工程市场需求扩大提高了公司混凝土产品销量，此外公司新型砖业务抓住关停砖瓦窑的有利时机，抢占市场份额，销售情况好转，2018年公司混凝土及新型砖业务分别贡献收入23.17亿元和1.62亿元，同比分别增长50.95%和56.71%。整体而言，环保政策和基建、房地产工程投资规划对公司盈利水平影响重大，市场供需环境改善为公司提供了良好的发展机会。

表 5 2017-2018 年公司主要产品销售情况

产品	项目	2018年	2017年
水泥	销售均价（元/吨）	326.56	249.77
	销量（万吨）	2,383.31	2,186.23
	产销率	100.69%	100.15%
熟料	销售均价（元/吨）	305.81	212.13
	销量（万吨）	361.75	436.99
	产销率	100.02%	100.46%
混凝土	销售均价（元/立方米）	421.54	321.90
	销量（万立方米）	574.04	471.77
	产销率	100.00%	100.00%
新型砖	销售均价（元/标块）	0.2930	0.2423

	销量（万标块）	55,576.67	43,418.73
	产销率	97.29%	105.75%

注：公司生产的熟料大部分为内部使用，少量外销；

熟料产销率=（本期销量+本期水泥内部耗用）/本期产量*100%。

资料来源：公司提供

公司业务区域集中度较高，考虑到江西省内基础设施建设进度较快，投资规模较大，加之供给侧改革影响推动，未来公司产品需求较有保障

销售区域方面，公司销售地区仍以江西和福建为主，同时辐射广东、浙江及安徽等周边省份，2018年公司营业收入中90.57亿元由江西市场贡献，占当年营业收入的88.73%，业务集中度较高。考虑到江西省内基础设施投资增速加快，投资规模较大，加之供给侧改革影响推动，区域内水泥产品需求旺盛，未来公司产品需求较有保障。

表 6 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	收入	占比	收入	占比
江西省	90.57	88.73%	61.64	86.89%
福建省	8.52	8.35%	6.81	9.60%
广东省	0.15	0.14%	0.72	1.01%
浙江省	2.22	2.18%	1.27	1.79%
安徽省	0.62	0.60%	0.51	0.71%
合计	102.08	100.00%	70.94	100.00%

资料来源：公司提供

2018年公司前五大客户有所调整，前五大客户销售额占营业收入的比重为4.21%，同比提高0.34个百分点，客户集中度仍较低，有利于分散经营风险。

表 7 公司前五大客户情况（单位：万元）

时间	客户	销售额	占比
2018年	客户一	12,261.47	1.20%
	客户二	10,801.66	1.06%
	客户三	7,177.14	0.70%
	客户四	6,878.12	0.67%
	客户五	5,806.10	0.57%
	合计	42,924.48	4.21%
2017年	客户一	9,241.02	1.30%
	客户二	5,289.09	0.75%
	客户三	5,100.16	0.72%
	客户四	4,115.99	0.58%
	客户五	3,730.69	0.53%

	合计	27,476.95	3.87%
--	-----------	------------------	--------------

资料来源：公司提供

除主要产品销售收入外，公司主营业务收入还包括物业收入及其他收入，其中物业收入为江西省南昌市高新区京东大道399号万年青科技园出租收入，其他业务包括技术咨询、服务、场地租赁等。2018年公司实现物业房租和其他业务收入0.42亿元，整体规模较小。

公司通过扩大原材料采购直供面控制成本，随着加强技改，未来对综合能耗管控能力有望提升

原材料方面，公司对煤炭、电力需求较大，2018年两者成本支出占营业成本比重分别为24.90%和14.48%，其中电力价格相对稳定。受供给侧改革等政策影响，煤炭价格水平提升，2018年公司煤炭采购平均单价增至708.38元/吨。为控制成本，公司扩大原材料采购直供面，一方面与国有大矿建立长协机制，另一方面关注煤价走势，预判煤炭市场价格涨跌情况制定采购计划。此外，通过配料优化，2018年公司万年厂和江西于都南方万年青水泥有限公司吨熟料标煤耗分别下降3.06公斤和2.55公斤。考虑到公司不断加强技改，未来对综合能耗管控能力有望提升，可进一步提高生产效率、压缩生产成本。

表 8 2017-2018 年公司原材料采购情况

产品	项目	2018年	2017年
煤炭	平均单价（元/吨）	708.38	673.94
	用量（万吨）	241.99	228.74
	金额（万元）	171,421.73	154,157.04
	占营业成本比重	24.90%	29.51%
电力	平均单价（元/度）	0.57	0.57
	用量（万度）	175,592.67	170,481.39
	金额（万元）	99,664.41	97,097.45
	占营业成本比重	14.48%	18.59%

注：原 2017 年部分煤炭数据统计有误，本报告予以修正。

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告采用新会计准则编制。2018年公司新增3家子公司纳入合并范围。

根据财政部于2018年6月15日发布的《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号），公司按照最新企业会计准则和通知要求编制2018年度及以后期间的财务报表。公司执行财会〔2018〕15号的主要影响如下：

表 9 公司财务报表调整情况（单位：万元）

会计政策变更内容和原因	受影响的报表项目名称	2018年受影响的报表项目金额	上期重述金额	上期列报的报表项目及金额
应收票据和应收账款合并列示	应收票据及应收账款	89,127.51	69,792.04	应收票据：10,575.41 应收账款：59,216.63
应收利息、应收股利并其他应收款项目列示	其他应收款	3,639.90	9,061.79	应收利息：0.00 应收股利：26.54 其他应收款：9,035.25
固定资产清理并入固定资产列示	固定资产	386,383.90	404,188.14	固定资产：403,734.12 固定资产清理：454.02
工程物资并入在建工程列示	在建工程	9,182.40	2,560.98	在建工程：2,555.29 工程物资：5.69
应付票据和应付账款合并列示	应付票据及应付账款	83,730.46	97,355.17	应付票据：23,191.12 应付账款：74,164.06
应付利息、应付股利计入其他应付款项目列示	其他应付款	30,321.85	29,346.46	应付利息：107.60 应付股利：0.00 其他应付款：29,238.86
专项应付款计入长期应付款列示	长期应付款	9,463.33	6,503.35	长期应付款：4,416.94 专项应付款：2,086.41
管理费用列报调整	管理费用	46,025.44	-	-
研发费用单独列示	研发费用	355.37	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

收入增加推动公司资产规模提高，随着货币资金储备增长，公司资产流动性有所提升。得益于收入增加，2018年公司资产规模同比增长20.06%至100.54亿元，其中流动资产占比43.64%，同比提高10.98个百分点，主要系货币资金规模增长所致。2019年3月末，公司总资产100.12亿元，其中流动资产占比44.46%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、预付款项和存货。得益于业绩提升及回款较好，2018年末公司货币资金规模27.63亿元，同比增长123.75%，其中0.27亿元银行存款因原财务部部长肖福明借款纠纷案被冻结，0.45亿元其他货币资金为应付票据保证金、生态恢复及矿山保证金使用受限，2019年3月末货币资金27.24亿元。公司应收票据及应收账款主要系银行承兑汇票及应收下游客户购货款，2018年末公司应收票据2.11亿元、应收账款6.80亿元，其中公司前五名应收对象应收账款合计0.75亿元，占应收账款总额的比重为9.82%。账龄方面，公司一年以内应收账款占其总额比重为77.24%。整体来

看，公司欠款客户相对分散，账龄偏低，益于降低回收风险，但仍需关注坏账风险。

表 10 截至 2018 年末公司前五名应收对象及其欠款情况（单位：万元）

名称	期末余额	占应收账款总额的比例	坏账准备余额
中国水利水电第十六局有限公司	2,285.93	3.02%	114.30
中铁建设集团有限公司（科创中心）	1,640.13	2.16%	82.01
华润水泥投资有限公司	1,237.74	1.63%	61.89
中电建集团江西水电有限公司	1,230.39	1.62%	61.52
美康绿色建筑工程股份有限公司	1,056.46	1.39%	52.82
合计	7,450.65	9.82%	372.53

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司预付款项合计1.63亿元，主要系预付山西西山煤电股份有限公司和新余新钢资源综合利用科技有限公司货款，其中一年以内预付款占比98.15%，2019年3月末预付款项增至2.21亿元。公司存货主要包括原材料及库存商品，2018年末公司存货账面价值5.16亿元，较上年同期小幅增加，2019年3月末为5.61亿元。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	272,411.38	27.21%	276,256.41	27.48%	123,465.95	14.74%
应收票据及应收账款	82,113.92	8.20%	89,127.51	8.86%	69,792.04	8.33%
预付款项	22,103.79	2.21%	16,286.33	1.62%	13,391.52	1.60%
存货	56,106.42	5.60%	51,584.47	5.13%	49,779.03	5.94%
流动资产合计	445,165.79	44.46%	438,689.21	43.64%	273,503.09	32.66%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	36,506.69	3.63%	34,545.46	4.13%
固定资产	376,704.05	37.62%	386,383.90	38.43%	403,734.12	48.21%
无形资产	78,566.23	7.85%	82,161.42	8.17%	73,592.47	8.79%
商誉	26,728.75	2.67%	26,728.75	2.66%	28,867.64	3.45%
非流动资产合计	556,044.67	55.54%	566,671.48	56.36%	563,899.53	67.34%
资产总计	1,001,210.46	100.00%	1,005,360.68	100.00%	837,402.61	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、固定资产、无形资产和商誉。为增加利润增长点，近年公司通过股权投资以期实现资本增值，2018年公司撤出对江西天峰建材有限公司和上海赛泽股权投资中心合计0.47亿元投资，新增对江西多功能经济区（赞比亚）投资开发有限责任公司投资0.07亿元和对江西国资创新发展基金（有限合伙）投资0.60亿

元。截至2018年末，公司可供出售金融资产合计3.65亿元，主要投资单位包括南方水泥有限公司1.40亿元、宁波鼎锋明道万年青投资管理合伙企业（有限合伙）0.98亿元和景德镇农村商业银行股份有限公司0.49亿元。2019年3月末公司可供出售金融资产为0，该部分资产纳入其他非流动金融资产科目核算。公司固定资产以房屋及建筑物、机器设备为主，2018年末公司固定资产合计38.64亿元，受计提固定资产折旧影响同比有所下降。公司无形资产主要为土地使用权和采矿权，2018年末账面价值8.22亿元，同比增长11.64%，主要系2018年公司通过网上挂牌交易方式取得土地、补缴采矿权费用计入资产和取得猫子寨石灰石矿资产所致，2018年末账面价值7.86亿元。公司商誉源于子公司并购，2018年公司增加对鄱阳县恒泰商品混凝土有限公司和江西昊鼎商品混凝土有限公司资产减值准备，年末商誉合计2.67亿元。

整体来看，2018年公司资产规模有所提高，货币资金储备增长，资产流动性有所提升。

资产运营效率

公司资金周转效率较高，资产运营效率提升

2018年公司产销情况良好，应收账款回款能力提升，存货周转天数及应收账款周转天数均有所下降，分别减少至22.43天及26.50天。随着公司应付款项减少，2018年公司应付账款周转天数同比下降9.61天至38.72天。综上，2018年公司净营业周期为10.21天，较2017年小幅缩短，资金周转效率较高。

随着收入增长，公司资产运营效率进一步提升，2018年公司流动资产和固定资产周转天数较2017年分别减少13.31天和72.36天，公司总资产天数降至324.95天。与同业上市公司相比，公司总资产周转效率表现较好。

表 12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收账款周转天数	22.43	30.45
存货周转天数	26.50	28.84
应付账款周转天数	38.72	48.33
净营业周期	10.21	10.96
流动资产周转天数	125.59	138.90
固定资产周转天数	139.33	211.69
总资产周转天数	324.95	427.67

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

表 13 2017-2018 年公司同业上市公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	净营业周期		总资产周转天数	
	2018年	2017年	2018年	2017年
万年青	10.21	10.96	324.97	427.67
海螺水泥	1.76	3.69	380.87	553.68
华新水泥	-38.28	-44.89	417.20	499.17
塔牌集团	-31.38	-25.62	562.94	651.70
冀东水泥	-54.92	-12.80	601.20	971.40
祁连山	13.09	19.42	618.45	627.40
宁夏建材	-3.84	4.89	623.38	627.51
天山股份	-15.19	-11.67	805.55	939.21

资料来源：Wind，中证鹏元整理

盈利能力

主要产品量价齐升推动公司营业收入及盈利水平提高，跟踪期内公司经营业绩大幅提升

受益于江西省内基建项目推进及环保限产政策改善水泥市场供需关系，公司水泥销售量、价齐升，此外混凝土及新型砖业务发展良好，2018年公司实现营业收入102.08亿元，同比增长43.89%，综合毛利率为32.55%，同比提高6.19个百分点。2019年1-3月，公司实现营业收入18.41亿元，综合毛利率为31.87%。

2018年公司期间费用率随财务费用降低及营业收入提高同比减少2.32个百分点，包括三废退税、用电成本补贴款在内的其他收益随业务规模扩大而增长，上述因素推动公司盈利水平提升。2018年公司实现营业利润25.16亿元，同比增长129.22%，增幅显著。因支付环境保护拆迁安置费1.72亿元，2018年公司营业外支出大幅增长，合计2.06亿元，扣除所得税费用影响，2018年公司实现净利润18.38亿元，同比增长118.26%，净资产收益率由2017年的18.67%增长至34.26%。

整体来看，公司水泥、建材等产品销售规模增加推动营业收入增长，主要产品价格提高有效提升公司盈利能力，跟踪期内公司经营业绩大幅提升。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	184,103.42	1,020,751.86	709,381.12
资产减值损失	33.54	3,755.25	8,809.22
营业利润	45,621.55	251,577.49	109,752.38
利润总额	45,271.79	233,222.37	106,887.81
净利润	35,865.41	183,779.23	84,202.13

综合毛利率	31.87%	32.55%	26.36%
期间费用率	-	7.93%	10.25%
营业利润率	-	24.65%	15.47%
总资产回报率	-	26.28%	14.23%
净资产收益率	-	34.26%	18.67%
营业收入增长率	-	43.89%	25.38%
净利润增长率	-	118.26%	117.80%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司主业回款情况良好，经营活动现金流明显改善，有助于缓解公司投资及偿债资金压力

2018年公司盈利能力进一步提升，净利润大幅增长，计入非付现费用及非经营损益调整后，公司FFO为23.57亿元，同比增长56.15%，现金生成能力显著提高。2018年公司经营性应收账款及应付项目随业务规模扩大而增加，但整体而言经营性应付项目释放更多营运成本，得益于此，2018年公司营运资本由2017年0.81亿元增至1.64亿元。现金生成能力提高及营运资本增加推动公司经营性净现金增长，2018年公司经营活动现金净流入25.20亿元。

投资活动方面，公司现金流入主要系征地拆迁补偿款0.79亿元、退出上海赛泽股权投资中心收回投资成本0.17亿元；公司现金流出主要用于购建无形资产及投资江西多功能经济区（赞比亚）投资开发有限责任公司和江西国资创新发展基金（有限合伙），2018年公司投资活动现金净流出3.01亿元；筹资活动方面，公司现金流入主要来自银行借款，现金流出主要用于偿还债务本息及分配股利，2018年筹资活动现金净流出6.32亿元。近年公司投资活动及筹资活动现金呈净流出状态，且万年厂项目和德安县项目计划总投资28.10亿元，将进一步扩大公司投融资需要，公司经营活动现金流入将为投融资活动提供支持。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	183,779.23	84,202.13
FFO	235,671.78	150,922.71
营运资本变化	16,356.82	8,068.78
其中：存货减少（减：增加）	-1,715.52	-1,526.59
经营性应收项目的减少（减：增加）	-60,973.43	-2,985.09
经营性应付项目的增加（减：减少）	79,045.77	12,580.46

经营活动产生的现金流量净额	252,043.95	158,991.49
投资活动产生的现金流量净额	-30,069.40	-31,505.99
筹资活动产生的现金流量净额	-63,186.59	-122,789.64
现金及现金等价物净增加额	158,787.97	4,695.86
收现比	1.11	1.05

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平下降，EBITDA和经营性现金流对债务保障程度提升，债务压力显著降低

随着应交税费和环境保护拆迁安置费增加，2018年末公司负债总额小幅提升至39.60亿元；得益于利润累积，2018年末公司所有者权益合计60.94亿元，同比增长31.53%，产权比率受上述因素变动影响同比下降15.77个百分点至64.97%，所有者权益对负债的保障程度有所提升。2019年3月末，公司负债总额35.43亿元，所有者权益64.69亿元，产权比率为54.78%。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	354,340.55	395,956.19	374,072.24
所有者权益	646,869.91	609,404.50	463,330.37
产权比率	54.78%	64.97%	80.74%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据及应付账款和其他应付款。2018年末公司短期借款12.38亿元，均为保证借款；应付票据0.98亿元，系银行承兑汇票，较上年同期减少1.34亿元；应付账款7.39亿元，系应付上游供应商货款。2019年3月末，公司短期借款12.53亿元、应付票据0.65亿元、应付账款6.34亿元。2018年末公司其他应付款余额3.03亿元，主要为保证金1.77亿元，其他款项包括股权转让款、应付代垫社保款等、应付普通股股利等，2019年3月末为2.75亿元。

公司非流动负债主要包括应付债券和长期应付款。2018年末公司应付债券余额5.10亿元，即本期债券本息。2018年末公司长期应付款全部为专项应付款，合计0.95亿元，包括万年厂异地搬迁款0.65亿元、水泥粉磨站退城进园搬迁款0.25亿元和鄱阳恒泰异地搬迁款0.06亿元。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	125,300.00	35.36%	123,799.00	31.27%	135,599.00	36.25%
应付票据及应付账款	69,822.91	19.71%	83,730.46	21.14%	97,355.18	26.03%
其他应付款	27,531.99	7.77%	30,321.85	7.66%	29,346.46	7.85%
流动负债合计	287,638.01	81.18%	328,435.86	82.95%	309,774.69	82.81%
应付债券	51,004.03	14.39%	50,992.69	12.88%	50,951.10	13.62%
长期应付款	9,463.33	2.67%	9,463.33	2.39%	6,503.35	1.74%
非流动负债合计	66,702.54	18.82%	67,520.32	17.05%	64,297.55	17.19%
负债合计	354,340.55	100.00%	395,956.19	100.00%	374,072.24	100.00%
有息债务	182,770.27	51.58%	184,581.86	46.62%	214,158.15	57.25%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2018年末，公司包括短期借款、应付票据和应付债券在内的有息债务合计18.46亿元，占负债总额的46.62%，其中短期有息债务13.36亿元，且应付债券5.10亿元将于2019年到期，公司短期债务规模较大。

从偿债能力指标看，2018年末公司资产负债率为39.38%，现金回流增加提高公司流动比率及速动比率至1.16和1.02，与行业内其他上市公司相比，公司资产负债率及流动比率均处于中等水平。2019年3月末，公司资产负债率为35.39%，流动负债减少优化短期债务指标，流动比率和速动比率分别提高至1.31和1.15。2018年公司EBITDA随利润增长而提高，加之有息债务规模减少，公司EBITDA对债务本息的保障能力大幅提升，2018年EBITDA利息保障倍数及年末有息债务与EBITDA的比值分别为32.07和0.64。此外，经营活动现金流入增加使其对债务保障程度提高，2018年公司经营性现金流与负债总额之比为0.64，较上年提高0.21，公司债务压力显著降低。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	35.39%	39.38%	44.67%
流动比率	1.31	1.16	0.88
速动比率	1.15	1.02	0.72
EBITDA（万元）	-	286,746.35	163,680.22
EBITDA 利息保障倍数	-	32.07	12.59
有息债务/EBITDA	-	0.64	1.31
负债总额/EBITDA	-	1.38	2.29
经营性净现金流/流动负债	-	0.66	0.51
经营性净现金流/负债总额	-	0.64	0.43

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表 19 2017-2018 年公司与同业上市公司资产负债率及流动比率比较

项目	资产负债率		流动比率	
	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年
塔牌集团	17.91%	16.38%	2.98	3.23
海螺水泥	22.15%	24.93%	2.76	2.18
宁夏建材	27.08%	34.40%	1.27	1.34
祁连山	34.77%	41.80%	0.67	0.73
万年青	39.38%	44.67%	1.16	0.88
华新水泥	44.76%	56.87%	1.04	0.95
天山股份	46.11%	55.23%	0.59	0.56
冀东水泥	61.56%	72.53%	0.83	0.51

资料来源：Wind，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年5月8日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

对外担保

截至2018年末，公司对外担保合计3,880.00万元，被担保企业均为民营企业，所有对外担保均有反担保措施。

表 20 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
德兴市天峰商品混凝土有限公司	1,290.00	2018.01-2019.01	有
上饶县天利商品混凝土有限公司	1,590.00	2018.05-2019.05	有
浙江科宇缝制设备制造有限公司	1,000.00	2018.06-2019.06	有
合计	3,880.00		

资料来源：公司提供

七、评级结论

2018年江西省内基础设施建设项目推进及全国错峰生产政策落实扩大区域水泥市场

需求，公司所处区域环境良好。随着市场需求增加，2018年公司水泥销售量价齐升，得益于此，2018年公司实现营业收入102.08亿元，同比增长43.89%，综合毛利率提升至32.55%，同比提高6.19个百分点，经营业绩大幅提升。得益于盈利水平提高，2018年公司FFO为23.57亿元，同比增长56.15%，现金生成能力显著提高，2018年公司经营活动现金净流入25.20亿元，经营活动现金流明显改善。此外，2018年公司资产负债率进一步下降，EBITDA和经营性现金流对债务保障程度提升，债务压力显著降低。但我们也关注到，2018年公司营业收入中江西省内收入占比为88.73%，业务区域集中度较高。

基于以上情况，中证鹏元上调公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定；本期债券信用等级上调为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	272,411.38	276,256.41	123,465.95	112,566.97
固定资产	376,704.05	386,383.90	403,734.12	430,527.13
资产总计	1,001,210.46	1,005,360.68	837,402.61	848,048.42
短期借款	125,300.00	123,799.00	135,599.00	121,600.00
应付票据及应付账款	69,822.91	83,730.46	97,355.17	84,418.76
应付债券	51,004.03	50,992.69	50,951.10	100,869.96
长期应付款	9,463.33	9,463.33	6,503.35	23,586.11
负债合计	354,340.55	395,956.19	374,072.24	409,220.91
有息债务	182,770.27	184,581.86	214,158.15	278,744.04
所有者权益合计	646,869.91	609,404.50	463,330.37	438,827.51
营业收入	184,103.42	1,020,751.86	709,381.12	565,776.57
营业利润	45,621.55	251,577.49	109,752.38	44,457.91
营业外收入	221.38	2,235.69	1,530.63	9,125.57
利润总额	45,271.79	233,222.37	106,887.81	49,121.88
经营活动产生的现金流量净额	2,039.37	252,043.95	158,991.49	91,296.21
投资活动产生的现金流量净额	-7,915.59	-30,069.40	-31,505.99	-12,840.71
筹资活动产生的现金流量净额	2,031.19	-63,186.59	-122,789.64	-102,624.38
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	31.87%	32.55%	26.36%	23.52%
收现比	1.10	1.11	1.05	1.06
产权比率	54.78%	64.97%	80.74%	93.25%
资产负债率	35.39%	39.38%	44.67%	48.25%
流动比率	1.31	1.16	0.88	0.98
速动比率	1.15	1.02	0.72	0.86
EBITDA（万元）	-	286,746.35	163,680.22	109,531.16
EBITDA 利息保障倍数	-	32.07	12.59	6.28
有息债务/EBITDA	-	0.64	1.31	2.54

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

序号	子公司名称	注册资本	持股比例（%）		业务性质	取得方式
			直接	间接		
1	江西万年青科技工业园有限责任公司	3,000	100.00		物业管理服务	投资设立
2	江西万年青工程有限公司	1,000	100.00		设备安装维修	投资设立
3	江西万年青电子有限公司	1,900	75.00		石英晶体器件	投资设立
4	南昌万年青水泥有限责任公司	3,125	68.00		水泥生产销售	投资设立
5	江西南方万年青水泥有限公司	100,000	50.00		水泥生产销售	投资设立
6	江西玉山万年青水泥有限公司	10,000		80.00	水泥生产销售	投资设立
7	江西瑞金万年青水泥有限责任公司	48,520		100.00	水泥生产销售	投资设立
8	江西万年青矿业有限公司	3,000	100.00		非金属矿开采加工销售	投资设立
9	江西万年县万年青商砼有限公司	1,000	100.00		混凝土生产及销售	投资设立
10	江西赣州万年青新型材料有限公司	6,000	66.67		水泥制品及水泥纤维板	投资设立
11	江西兴国万年青商砼有限公司	1,000		100.00	混凝土生产及销售	投资设立
12	赣州于都万年青商砼有限公司	1,000		100.00	水泥生产销售	投资设立
13	赣州开元万年青商砼有限公司	1,000		100.00	混凝土生产及销售	投资设立
14	崇义祥和万年青商砼有限公司	1,000		60.00	混凝土生产及销售	投资设立
15	瑞金万年青商砼有限公司	1,500		75.00	混凝土生产及销售	投资设立
16	兴国万年青新型建材有限公司	300		80.00	建材生产销售	投资设立
17	瑞金万年青新型建材有限公司	1,000		80.00	建材生产销售	投资设立
18	石城万年青新型建材有限公司	1,000		80.00	建材生产销售	投资设立
19	南昌万年青商砼有限公司	2,000	70.00		水泥砼预制构件的生产销售	投资设立
20	上饶市万年青商砼有限公司	2,500	100.00		混凝土生产及销售	投资设立
21	上饶市万年青新型建材有限公司	1,000	100.00		建材生产销售	投资设立
22	铅山县万年青新型建材有限公司	2,000	100.00		建材生产销售	投资设立
23	万年县万年青新型建材有限公司	2,000	100.00		建材生产销售	投资设立
24	鹰潭万年青新型建材有限公司	3,000	100.00		建材生产销售	投资设立

25	江西锦溪建材有限公司	2,000	51.00		建材生产销售	投资设立
26	江西石城南方万年青水泥有限公司	4,500		100.00	水泥生产销售	投资设立
27	上犹万年青新型材料有限公司	2,500		100.00	混凝土生产及销售	投资设立
28	江西黄金埠万年青水泥有限责任公司	3,000	58.00		水泥生产销售	收购
29	福建福清万年青水泥有限公司	2,000	90.00		水泥生产销售	收购
30	江西寻乌南方万年青水泥有限公司	2,000		70.00	水泥生产销售	收购
31	江西赣州南方万年青水泥有限公司	2,000		80.00	水泥生产销售	收购
32	赣州章贡南方万年青水泥有限公司	3,500		80.00	水泥生产销售	收购
33	江西于都南方万年青水泥有限公司	20,000		80.00	水泥生产销售	收购
34	江西兴国南方万年青水泥有限公司	2,044		80.00	水泥生产销售	收购
35	江西锦溪水泥有限公司	23,056	40.00	60.00	水泥生产销售	收购
36	抚州市东乡区锦溪混凝土有限公司	1,000		51.00	混凝土生产及销售	收购
37	江西湖口万年青水泥有限公司	10,000		100.00	水泥生产销售	收购
38	乐平锦溪商品混凝土有限公司	1,000		100.00	混凝土生产及销售	收购
39	进贤县鼎盛混凝土有限公司	1,000	100.00		混凝土生产及销售	收购
40	江西锦溪塑料制品有限公司	1,300	58.12		编织袋生产销售	收购
41	鄱阳县恒基建材有限公司	1,000	100.00		水泥制品、混凝土、新型墙体材料生产及销售	收购
42	赣州永固高新材料有限公司	2,000		100.00	商品混凝土、高新墙体材料、商品砂浆生产及销售	收购
43	赣州永恒建筑材料检测有限公司	500		100.00	建筑材料检测	收购
44	江西东鑫混凝土有限公司	1,000	65.00		预拌混凝土预制构件	收购
45	江西昊鼎商品混凝土有限公司	1,000	100.00		混凝土生产及销售	收购
46	景德镇市景磐城建混凝土有限公司	1,200		80.00	混凝土搅拌加工、销售、装卸	收购
47	景德镇市城竞混凝土有限公司	1,000		80.00	混凝土搅拌加工、销售、装卸	收购
48	景德镇东鑫混凝土有限公司	1,000		80.00	预拌混凝土制造、销售	收购
49	景德镇市磐泰砼材检测有限公司	100		80.00	建筑工程、建筑	收购

	司				原材料及结构检测服务	
50	湖口县万年青商砼有限公司	1,000	100.00		混凝土生产及销售	收购
51	宁都万年青商砼有限公司	1,000		70.00	混凝土生产及销售	收购
52	江西立成混凝土有限公司	3,000	100.00		混凝土生产及销售	收购
53	鄱阳县恒泰商品混凝土有限公司	2,000	100.00		混凝土生产及销售	收购
54	余干县商砼建材有限公司	1,000	100.00		混凝土生产及销售	收购
55	九江佰力混凝土有限公司	3,000	100.00		混凝土生产及销售	收购
56	九江广德新型材料有限公司	1,150.04	100.00		混凝土生产及销售	收购
57	海南华才建材有限公司	3,000	100.00		建材销售及货物运输代理	收购
58	江西德安万年青水泥有限公司	40,000	100.00		水泥生产销售	投资设立
59	江西三环水泥有限公司	10,000		100.00	水泥生产销售	收购
60	江西锦溪矿业有限公司	6,000		60.00	石灰石矿产品生产及销售	投资设立
61	安远万年青新型材料有限公司	2,500		100.00	建材生产销售、混凝土机械设备租赁服务	投资设立
62	江西万铜环保材料有限公司	10,000	45.00		环保建材、尾矿资源综合利用	投资设立

资料来源：公司 2018 年审计报告及国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
FFO	净利润+资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产的减少+递延所得税负债的增加
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+应付债券+长期应付款中付息部分

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，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	在破产或重组时可获得保护较小，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。