

江西万年青水泥股份有限公司

2012 年公司债券(第一期)

2017 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【385】号 01

债券剩余规模：5 亿元
债券到期日期：2017 年
10 月 18 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：
刘诗华 董斌

电话：
0755-8287 2240

邮箱：
liushh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债评
级方法，该评级方法已
披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

江西万年青水泥股份有限公司 2012 年公司债券（第一期） 2017 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	2017 年 06 月 14 日	2016 年 05 月 10 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江西万年青水泥股份有限公司（以下简称“万年青”或“公司”）及其 2012 年 10 月 18 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内江西省水泥行业景气度有所回升，公司是省内最大的水泥生产企业之一，公司盈利能力有所提升，资产负债水平有所下降，公司经营活动现金流表现较好；同时我们也关注到，公司收入区域集中度高，江西省及周边水泥产能仍在释放导致竞争加剧，公司水泥、熟料等产量有所下降，公司新型砖业务仍面临一定不确定性，资产流动性较弱，面临一定短期偿债压力及财务内部控制存在重大缺陷等风险因素。

正面：

- 2016 年江西省水泥行业景气度有所回升。受益于快速增长的基础设施投资拉动，2016 年江西省水泥产量 9,513.03 万吨，同比增长 0.79%；散装水泥使用量达 5,749.45 万吨，同比增长 5.89%，同比增幅提高 4.71 个百分点。
- 跟踪期公司营业收入略有增长，盈利能力有所提升。2016 年公司实现营业收入 565,776.57 万元，同比增长 1.34%，营业利润为 44,457.91 万元，同比增长 11.45%，当期盈利能力有所提升。
- 资产负债水平有所下降，公司经营活动现金流表现较好。因公司偿还了大量短期借款及融资租赁款，截至 2017 年 3 月末公司资产负债率为 47.91%，较 2015 年末

下降 6.73 个百分点，保持在合理水平；2016 年-2017 年 3 月，公司销货回款较为及时，收现比均为 1.06。

关注：

- **公司收入区域集中度高，江西省及周边水泥产能仍在释放导致竞争加剧。**2016 年来自江西省及福建省收入占比分别为 85.08% 及 11.75%，区域集中度高，易受当地市场波动影响；此外，2016 年江西省及周边省份水泥产能仍在释放，例如上饶市弋阳海螺水泥新增日产 5,000 吨熟料生产线、广东南雄彤置富水泥有限公司新增日产 5,000 吨熟料新型干法水泥生产线均投入使用，同业新增产能逐渐释放，行业竞争加剧。
- **公司水泥、熟料产量均出现小幅下滑，公司新型砖业务面临一定不确定性。**2016 年，公司水泥及熟料产量分别为 2,101.97 万吨及 1,477.50 万吨，较上年分别下降 1.83% 及 2.71%；此外，2016 年公司新型砖业务实现收入 5,828.97 万元，收入规模仍较小，未来该新业务增长仍具有一定不确定性。
- **公司资产流动性较弱，面临一定短期偿债压力。**2016 年末，公司固定资产账面价值为 430,527.13 万元，占总资产的 50.77%；公司已用于抵押担保的资产合计 114,574.71 万元，占总资产规模的 13.51%，公司资产流动性较弱；2016 年末公司流动比率和速动比率表现欠佳，2017 年到期的短期有息债务规模为 156,374.38 万元，面临一定短期偿债压力。
- **公司财务内部控制存在重大缺陷。**公司财务报告内部控制存在重大缺陷，因财务部原部长肖福明涉嫌挪用资金，并且违规为第三方万年县文龙实业有限公司以应收账款质押向华夏银行融资贷款 3,000 万元提供虚假证明，2016 年公司计提资产减值准备 10,703.03 万元，该项计提导致公司资产总额、净资产及净利润均减少 8,027.27 万。公安机关已受理并立案侦查，依法冻结了相关涉案人员资产。截至本报告披露日，案件还在侦查中。

主要财务指标:

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	843,360.37	848,048.42	900,807.51	883,661.37
所有者权益合计(万元)	439,286.63	438,827.51	408,612.86	420,357.94
有息债务(万元)	269,685.24	278,744.04	369,848.42	320,165.30
资产负债率	47.91%	48.25%	54.64%	52.43%
流动比率	1.01	0.98	0.98	0.95
速动比率	0.80	0.86	0.85	0.82
营业收入(万元)	115,938.46	565,776.57	558,302.81	668,275.87
资产减值损失	-747.57	15,977.30	1,042.82	3,660.04
营业利润(万元)	2,975.24	44,457.91	39,888.72	99,060.74
利润总额(万元)	5,666.99	49,121.88	46,743.87	109,106.28
综合毛利率	15.14%	23.52%	21.06%	27.24%
总资产回报率	-	7.61%	7.46%	15.57%
EBITDA(万元)	-	109,531.16	109,537.18	170,504.75
EBITDA 利息保障倍数	-	6.28	5.53	8.20
经营活动现金流净额(万元)	-10,256.30	91,296.21	79,529.63	99,763.38

资料来源: 公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告, 鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年10月18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。截至2016年12月31日募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、股本金及控股股东未发生重大变化。截至2017年3月末，公司注册资本仍为613,364,368元，控股股东仍为江西水泥有限责任公司，持有公司42.58%，实际控制人仍为江西省国有资产监督管理委员会。2016年-2017年3月公司主营业务范围未发生重大变化。

2016年公司报表合并范围未发生变化，2017年一季度公司通过股权收购方式新增纳入合并范围子公司1家，新增子公司情况见表1。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（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
海南华才建材有限公司	100%	147.71	建筑材料销售、货物运输代理	收购

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为84.80亿元，所有者权益为43.88亿元，资产负债率为48.25%；2016年度，公司实现营业收入56.58亿元，利润总额4.91亿元，经营活动现金流净额9.13亿元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为84.34亿元，所有者权益为43.93亿元，资产负债率为47.91%；2017年一季度，公司实现营业收入11.59亿元，利润总额0.57亿元，经营活动现金流净额-1.03亿元。

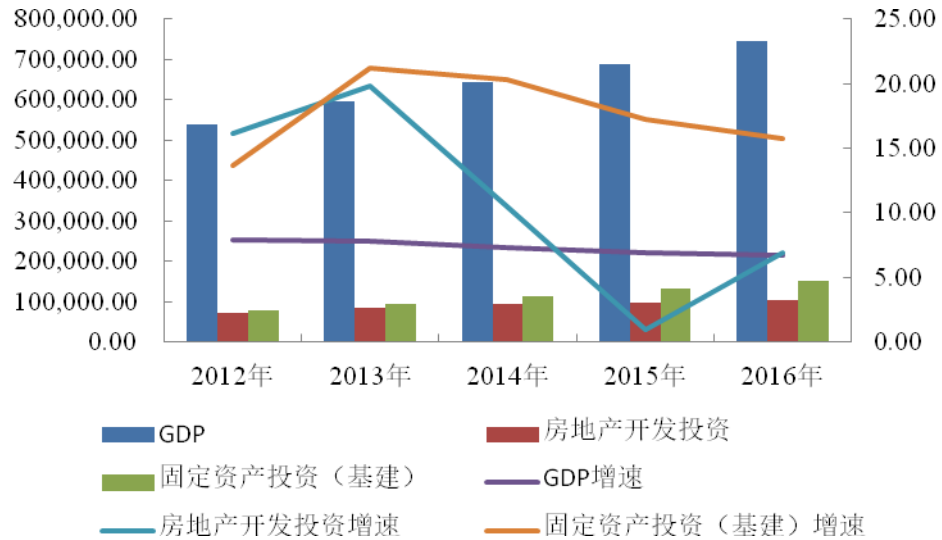
三、运营环境

2016年水泥行业供需格局有所改善，水泥价格及水泥行业经济效益明显提升

2016年我国仍处于经济转型及产业结构调整期，在通过“供给侧改革”提高经济发展质量的同时，经济增速进一步放缓，全年实现国民生产总值74.41万亿元，同比增长6.7%，较2015年下降0.2个百分点。受经济下行压力较大影响，我国持续通过高投资缓解经济下行压力，2016年我国完成基建投资15.20万亿元，同比增长15.71%。房地产市场方面，2015年我国房地产投资增速大幅下滑至1.0%，而2015年及2016年商品房销售面积增速分别为

6.5%和22.5%，房地产库存得以消化，推动2016年房地产投资同比增长6.9%。

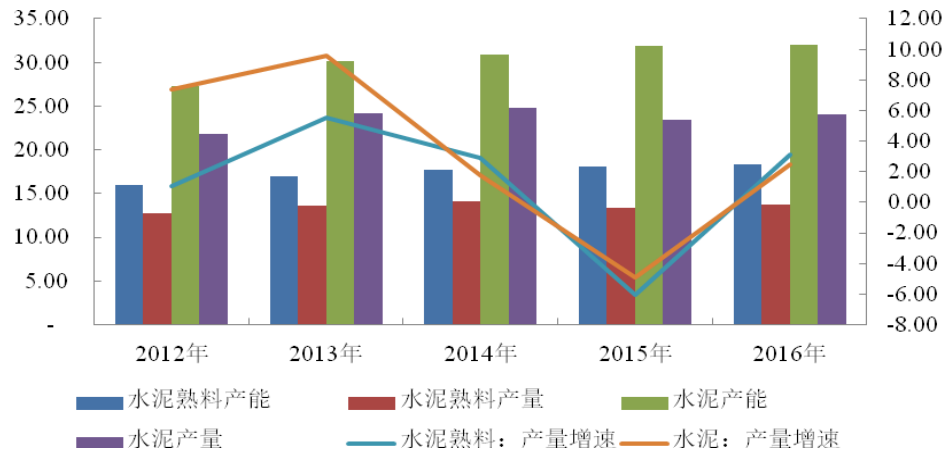
图1 2012-2016年我国GDP、房地产及基建投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

受淘汰落后产能、严控新增产能等“去产能”政策的调整影响，2016年末我国水泥熟料生产线1,769条，较2015年同期仅增加5条；设计产能增加至18.3亿吨，同比仅增长1.10%，较2015年下降1.56个百分点。产量方面，在基建投资保持高速增长以及房地产投资回暖叠加影响下，2016年我国水泥熟料、水泥产量分别为13.76亿吨和24.03亿吨，同比分别增长3.09%和2.50%，较2015年分别提高9.14和7.40个百分点。

图2 近年我国水泥及熟料产能、产量及其增长情况（单位：亿吨、%）

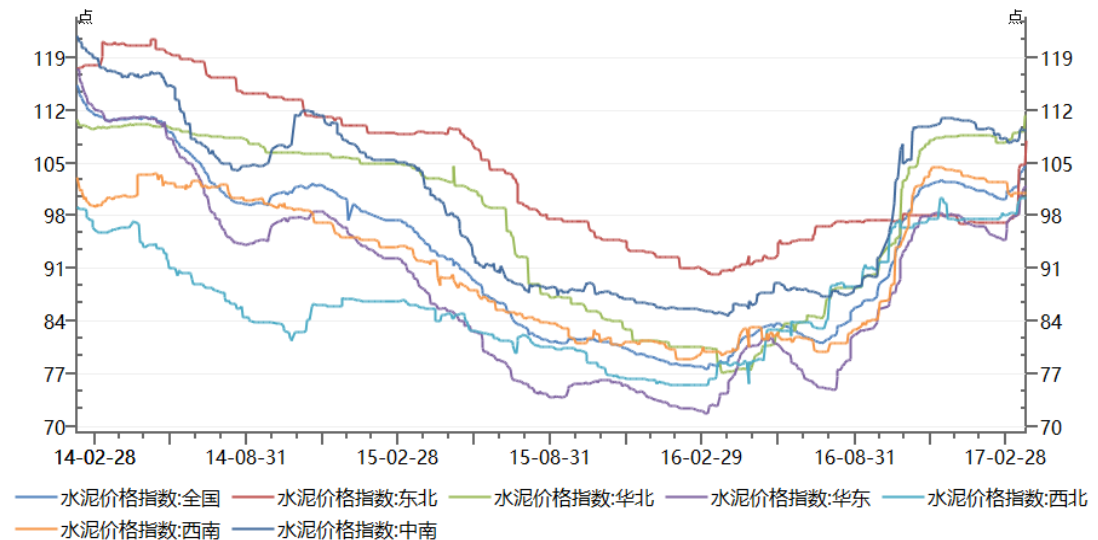


注：未考虑水泥行业实际产能大于设计产能的情况，i 年水泥产能=i 年水泥熟料产能*（i 年水泥产量/i 年水泥熟料产量）

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

在基建投资高增长、房地产市场回暖等需求好转以及政策与企业协力控制产量的共同作用下，我国水泥行业供需格局有所改善，加之煤炭价格上升的成本推动作用，2016年3月以来我国水泥行业价格逐步回升，我国水泥价格指数由2016年3月初的77.76最高提升至2016年末的102.54，增长31.87%。价格大幅提升推动水泥行业经济效益明显好转，国家统计局数据显示，2016年我国水泥行业实现收入8,764亿元，同比增长1.2%，实现利润518亿元，同比大幅增长55%。

图3 2014年1月-2017年3月我国水泥价格指数走势情况



水泥行业产能过剩局面仍未改变，预期房地产投资受到抑制以及水泥供给增加导致我国水泥价格未来大幅上涨的可能性不大

受房价提升影响，2017年以来我国各地区先后出台新一轮限购政策，房地产行业政策收紧将一定程度上抑制房地产市场投资。为缓解经济下行压力，未来我国投资规模有望保持高速增长，“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展“三大战略”以及“新一轮振兴东北老工业基地”战略的层层推进，基础设施、产业布局、生态环保等方面重大工程的实施城将为我国水泥行业打开一定需求空间。

然而，目前我国水泥行业产能过剩的局面仍未改变，2016年末我国水泥产能31.95亿吨，过剩7.93亿吨。持续推进水泥行业供给侧改革，淘汰落后产能、严控新增产仍是水泥行业政策调控的主基调。同时我们关注到，在水泥行业经济效益大幅好转的情况下企业间协同限产在利益的驱动下能否有效执行存在不确定性，同时水泥价格提升一定程度上也刺激部分亏损停产的中小水泥企业复产，进而扩大水泥供给。

整体而言，我国水泥行业产能过剩的局面仍未改变，房地产政策收紧预期将抑制房地产市场投资，而价格提升存在刺激企业间协同失效、扩大水泥供给的可能性，预计未来我国水泥价格大幅上涨的可能性不大。

政策一定程度上抑制了水泥行业新增产能，预计未来水泥行业集中度将进一步提高

2016年以来，我国水泥行业政策主要围绕严控新增产能、淘汰落后产能以及提高行业集中度等方面。2016年5月国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》，要求“到2020年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间，水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右”，各省、自治区等积极出台相应配套政策，对其所在区域在限制新增产能、淘汰落后产能、提高产能集中度等方面做了整体部署。从政策执行效果来看，2016年我国水泥熟料新增设计产能2,558万吨，较2015年减少2,154万吨，新增产能得到抑制。

从国家重点支持的12家全国大型水泥企业来看，其中11家企业（未包含山东山水水泥集团有限公司）2015年水泥熟料产能占全国水泥熟料设计产能的比重为38.56%，较2014年提高1.16个百分点。此外，在水泥生产技术趋同、产业处于成熟期及政策鼓励等多因素影响下，预计未来我国水泥行业集中度将进一步提高。

表2 2016年以来我国水泥行业主要政策梳理

发布时间	发布单位	政策文件	主要内容
2016.1	国家发改委、工信部	《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》	自2016年1月起，对淘汰类以外的通用硅酸盐水泥生产用电实行基于电耗的阶梯电价政策。
2016.5	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	到2020年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间，水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右。
2016.7	福建省人民政府	《福建省推进供给侧结构性改革总体方案（2016-2018年）》	严禁违规建设钢铁、煤炭、水泥、平板玻璃、船舶等行业新增产能项目。
2016.8	云南省工信委	《云南省建材工业稳增长调结构增效益实施方案》	到2020年，水泥熟料总产能控制在8600万吨以内，其中前5户企业产能占全省总量70%以上，全省水泥熟料产能平均发挥率保持在80%以上； 2020年底前，各级投资主管部门严禁备案扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目，严防借开展协同处置、发展工业玻璃之名建设新增水泥熟料、平板玻璃产能的项目； 淘汰落后产能、促进联合重组。
2016.8	工信部	《工业绿色发展规划（2016-2020年）》	水泥行业实施高固气比熟料煅烧、大推力多通道燃烧等技术改造；因地制宜推进水泥窑协同处置固体废物；开展水泥生产原料替代，利用工业固体废物等非碳酸盐原料生产水泥，减少

			生产过程二氧化碳排放。
2016.9	甘肃省人民政府办公厅	《甘肃省建材工业转型发展实施方案》	到2020年，全省水泥行业产能集中度达到85%以上，产能发挥率达到80%以上；2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；未按规定进行产能置换的项目不得再行建设。
2016.9	安徽省人民政府办公厅	《安徽省人民政府办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的实施意见》	2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产；停止生产32.5等级复合硅酸盐水泥，重点生产42.5及以上等级产品。
2016.10	广东省人民政府办公厅	《广东省人民政府办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的实施意见》	到2020年，产业结构进一步优化，水泥熟料产能控制在1.1亿吨以内，排名前10家水泥熟料生产企业的生产集中度达80%以上；2020年底前，各地、各部门要严格落实国务院部署要求，不得以任何名义、任何方式备案水泥熟料、平板玻璃新增产能项目；淘汰落后产能、推进联合重组；停止生产32.5等级复合硅酸盐水泥，提高生产和使用42.5及以上等级水泥产品比重。
2016.11	山西省人民政府办公厅	《山西省促进建材工业稳增长调结构增效益实施方案》	到2020年，压减水泥熟料产能1000万吨以上，产业集中度明显提高，各行业产能利用率回到合理区间；2020年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目。
2016.11	新疆维吾尔自治区人民政府办公厅	《关于转发新疆水泥行业稳增长调结构增效益实施方案》	2017年力争实现水泥行业盈亏平衡，退出产能500万吨，到2020年，通过错峰生产，压减产能3000万吨。通过法律与经济手段，力争挤压退出产能3000万吨；2020年底前，严禁以任何名义、任何方式备案和新建扩大产能的水泥项目；2017年5月1日起，取消全部32.5等级水泥，全面提高水泥产品档次。

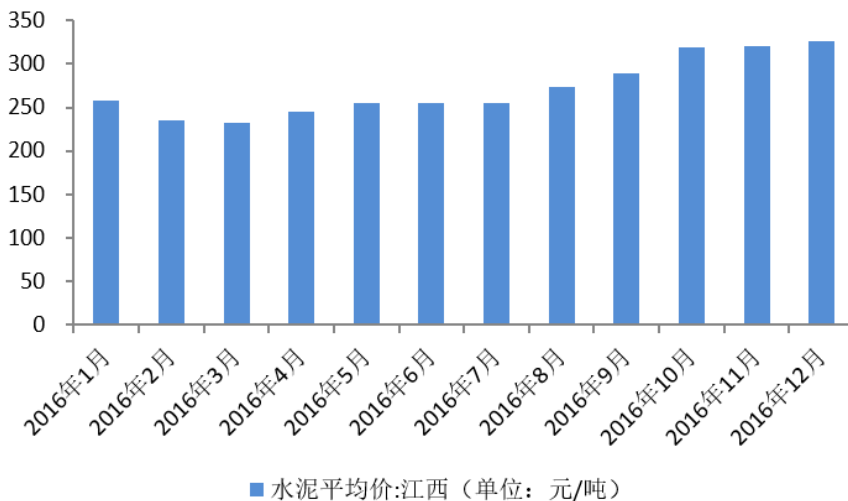
资料来源：数字水泥网，鹏元整理

受益于江西省基础设施建设拉动，水泥产量出现小幅增长，散装水泥使用量有所上升，全省行业集中度较高

受益于全省快速增长的基础设施投资拉动，固定资产投资大幅增长，2016年江西省内水泥价格出现前低后高走势，水泥产量出现小幅增长，散装水泥的使用量有所提高。据中国混凝土网数据显示，2016年江西省全省固定资产投资完成19,378.7亿元，增长14.0%。全省亿元以上施工项目4,862个，增长35.4%；完成投资11,253.20亿元，增长38.7%。其中，亿元以上新开工项目2,504个，增长56.9%；完成投资4,883.62亿元，增长35.6%。基础设施建设投资3,707.51亿元，增长22.9%。因此，江西省全年水泥产量为9,513.03万吨，同比增长0.79%；全省发放散装水泥企业82家，大中型水泥企业31家，散装水泥使用量达5,749.45万吨，同比增长5.89%，同比增幅提高4.71个百分点。水泥供应散装率为60.44%，同比提高2.91个百分点，高出全国平均水平2.39个百分点。

全年江西省水泥价格呈现前低后高的走势，尤其在四季度水泥生产企业调高了供货价格。2016年江西省水泥行业集中度仍较高，随着全省水泥行业淘汰落后产能快速推进，散装水泥生产能力不断提高，其中万年青、南方、海螺、亚东、红狮、圣塔、宝华山等7家大型水泥集团散装水泥供应量达到5,154.53万吨，占全省散装水泥供应总量的89.65%。散装水泥供应量达100万吨企业13家，供应量达到3,834.82万吨，占全省散装水泥供应总量的66.7%，行业集中度较高。

图4 2016年江西省水泥平均价格走势



资料来源：Wind资讯、鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事硅酸盐水泥、商品混凝土及新型墙材的生产与销售，报告期内，公司主营业务未发生重大变化。主要产品包括“万年青”牌普通硅酸盐水泥、“万年青”牌复合硅酸盐水泥以及商品熟料、商品混凝土、新型墙材等。2016年公司实现主营业务收入56.46亿元，较上年全年增长1.26%，主要收入来源于水泥和混凝土业务，合计占主营业务收入的比重达94.94%。

2016年，公司水泥业务实现收入42.21亿元，同比小幅下滑1.19%，主要是水泥销量小幅下降，另外公司水泥上半年销售均价较低，全年较2015年基本持平所致；混凝土业务实现收入11.38亿元，同比上升3.96%，主要是公司及时调整营销策略，加强对区域中小工程、混凝土细分市场的拓展，跟踪期内产品销量上升加快；熟料是生产水泥的重要的原料，公司熟料除满足自身生产需要外，亦向市场销售，2016年熟料业务实现收入2.16亿元，同比

上升16.68%，主要是受到水泥行业景气度提升，市场对熟料需求上升，公司产品销量提升所致，但熟料收入规模仍较小。跟踪期内，新型砖产品收入增长较快，但规模仍然偏小，全年实现收入5,828.97万元。从毛利率水平来看，2016年水泥和熟料产品毛利率分别为25.54%及11.57%，主要是公司加强并推进设备大修技改，生产线综合能耗控制较好，当期每吨熟料生产成本同比下降2.79%，每吨水泥生产成本同比下降4.91%，但熟料销售价格下滑较大，毛利率仍有所下降。混凝土毛利率下降主要是竞争加剧，市场销售价格出现下滑所致。受制于市场需求较小，新型砖销量规模较小，由于生产设备折旧较大等因素，该业务仍然亏损。

2017年一季度，公司实现主营业务收入11.59亿元，较上年同期上升11.56%，各类产品销售均价较2016年同期均有所上升，但受市场竞争加剧因素影响，公司销量同比均出现下滑。

表 3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年1-3月		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
水泥	82,990.75	15.39%	422,132.84	25.54%	427,209.51	20.48%
混凝土	25,846.39	17.73%	113,833.62	19.82%	109,501.83	25.32%
熟料	5,096.03	9.94%	21,649.60	11.57%	18,554.07	12.13%
物业房租	188.25	58.03%	569.83	58.70%	247.95	27.97%
新型砖	1,732.79	-25.23%	5,828.97	-14.75%	1,536.30	-27.68%
其他	84.24	15.46%	539.30	35.77%	455.89	53.94%
主营业务合计	115,938.46	15.14%	564,554.16	23.48%	557,505.56	21.05%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，公司提供，鹏元整理

跟踪期内，公司熟料、混凝土等产品产能有所增加，但熟料产能利用率下滑

公司是江西省内最大的水泥生产企业之一，全部采用国家鼓励的新型干法生产线，在江西省内市场具有较好的品牌知名度及较强的区域竞争优势。公司利用现有的规模效应和品牌优势，把产业发展向下游相关领域延伸。近年来公司通过股权收购、固定资产投资和技改等形式调整各产品的产能，重点向混凝土、新型建材等产业延伸，不断完善产品结构，提高产品的附加值。2016年末公司拥有12条熟料生产线，熟料设计产能达 1,307.33万吨/年，水泥设计产能达到2,350.75万吨/年，新型砖分布在鹰潭、广丰及乐平等地，建材项目已达到设计产能6.4亿标块，公司生产基地主要集中在江西和福建。

从公司主要产品产能变化情况来看，2016年公司水泥产能出现下降，主要是江西万年厂4号水泥磨一台设备老化停止使用导致，熟料、混凝土及新型砖产能均出现上升，其中公司对玉山2号窑设备进行了技术改造，当期提升了熟料产能；混凝土新增产能来源于子

公司上犹万年青新型材料有限公司新增项目年产能40万立方米所致；新型砖新增产能来源于子公司鹰潭万年青新型建材有限公司的新增年产8,000万块标砖产能。2017年一季度因子公司江西东鑫混凝土有限公司搬迁，当期混凝土产能减少30万立方米。

2016年公司水泥产量实现2,101.97万吨，较上年微降1.83%，主要是2015年公司水泥增速较快，基数较大；另2016年江西省及周边省份水泥产能仍在增加，例如上饶市弋阳海螺水泥新增日产5,000吨熟料生产线、广东南雄彤置富水泥有限公司新增日产5,000吨熟料新型干法水泥生产线投入使用，同业新增产能逐渐释放，竞争加剧。熟料是生产水泥环节的重要原料，生产一吨水泥约需要70%熟料的用料，即生产1吨水泥大约需要0.7吨熟料，受到公司水泥产量小幅下降影响，公司熟料产量下跌2.71%。受行业特征影响，混凝土行业产能过剩压力有增不减，公司为抢占区域中小工程及搅拌站等市场份额当期新增年产能40万立方米。

从产能利用率来看，公司生产熟料除自用外剩余对外销售，2016年公司熟料产能利用率虽出现下滑，但仍维持在高位水平；水泥及混凝土产能利用率均出现上升，但同比变化情况不大，分别上升0.57及1.32个百分点；2016年新型砖产量实现29,318.98万标块，同比上升278.06%，主要是市场前期培育情况良好，业务量有所上升，产能利用率虽有所提高，但仍维持在较低水平，远未达到设计产能；受制于价格偏高及市场需求较小等因素，新型砖业务成长性仍具有一定不确定性。

表4 公司主要产品的产能、产量和产能利用率情况

项目	2017年一季度			2016年			2015年		
	季产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
水泥 (万吨)	587.69	428.93	72.99%	2,350.75	2,101.97	89.42%	2,409.88	2,141.16	88.85%
熟料 (万吨)	326.83	332.73	101.80%	1,307.33	1,477.5	113.02%	1,278.78	1,518.73	118.74%
混凝土 (万立方米)	415.00	85.38	20.57%	1,780.00	398.24	22.37%	1,740.00	366.22	21.05%
新型砖 (万标块)	16,000.00	4,537.89	28.36%	64,000.00	29,318.98	45.81%	56,000.00	7,755.12	13.85%

注：2017年一季度江西东鑫混凝土有限公司搬迁致使当期混凝土产能减少30万立方米。

资料来源：公司提供

跟踪期内，主要原材料煤炭采购价格上升提高经营成本

公司是传统制造型生产企业，对煤炭和电力需求量大，其中煤炭占比高。2016年煤炭及电力成本分别占营业成本的25.88%及20.20%，合计占比为46.08%；2016年公司煤炭平均采购单价503.56元/吨，较2015年每吨上升32.68元/吨；此外，2016年电力价格平均单价

下降至0.57元/度，下降幅度达6.56%，2017年一季度，煤炭及电力平均采购单价均有所上升。整体来看，由于煤炭占比高，2016年煤炭价格上涨提高水泥企业生产经营成本，一定程度削弱盈利能力。由于公司加强并推进设备大修技改，生产线综合能耗控制较好，当期每吨熟料生产成本同比下降2.79%，每吨水泥生产成本同比下降4.91%，成本控制能力有所加强。

表 5 公司主要原材料平均采购情况

成本项目		2017 年一季度	2016 年	2015 年
煤炭	用量（万吨）	49.43	222.43	223.69
	平均单价（元/吨）	671.98	503.56	470.88
	金额（万元）	33,217.01	112,004.69	105,328.91
电力	用量（万度）	33,232.11	153,213.84	118,840.00
	平均单价（元/度）	0.61	0.57	0.61
	金额（万元）	20,339.63	87,420.92	72,017.04

资料来源：公司提供

公司前五名供应商以煤炭企业及供电企业为主，2016年供应商集中度有所上升，前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为23.05%，较2015年上升7.25个百分点。

2016年公司水泥收入小幅下降，熟料及新型砖业务实现较快增长，盈利水平有所上升

2016年在基建投资高增长、房地产市场回暖等需求好转的共同作用下，我国水泥行业供需格局有所改善，江西省散装水泥使用量增速有所提升。公司水泥产品主要销往江西赣南、赣北大部分地区以及福建、浙江、广东等周边地区。水泥产品在江西的市场占有率较高，截至2016年底，公司水泥销售网点总数达3,700多个。2016年公司实现营业收入56.58亿元，同比增长1.34%；实现净利润3.87亿元，同比增长12.74%，盈利水平有所上升。水泥仍是公司主营业务收入的主要来源，2016年公司水泥产品实现销售收入42.21亿元，占主营业务收入的74.77%。2016年公司水泥销售价格呈现前低后高的走势，全年销售均价与上年水平基本持平；另外，受到江西省水泥行业竞争加剧因素影响，销售收入出现小幅下滑，较上年下降1.19%。2016年公司熟料及混凝土均出现了价跌量升的局面，当期产销情况均保持较好水平。

2017年一季度，公司实现主营业务收入11.59亿元，同比增速达11.56%，营业利润达0.30亿元，较上年同期上升577.04%。主要是2017年一季度各类产品价格仍维持在较高水平，去年同期各类产品价格相对较低，导致一季度收入较快上升。但从销量来看，混凝土销量有所上升，水泥熟料销量同比出现下降。

整体来看，我国水泥行业产能过剩的局面仍未改变，房地产政策收紧预期将抑制房地

产市场投资，水泥价格本轮因煤炭等成本要素价格推动上涨的可持续性值得关注，预计未来我国水泥价格继续大幅上涨的可能性不大。

表 6 公司各产品的销售情况（单位：元/吨，元/万立方米，万吨，万立方米）

项目	2017 年一季度			2016 年			2015 年		
	销售均价	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价	销量	产销率
水泥	213.00	409.41	95.45%	208.66	2,116.39	100.69%	208.00	2,136.29	99.77%
熟料	189.72	26.86	96.17%	155.41	455.85	101.83%	164.34	422.52	98.12%
混凝土	302.38	85.48	100.11%	283.81	398.24	100.00%	300.00	366.22	100.00%

注：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

跟踪期内，公司销售区域变化不大，仍主要集中在江西和福建市场，同时辐射广东、浙江及安徽等周边省份。“万年青”作为公司水泥产品的品牌，在江西市场知名度较高，具有较强的区域竞争优势。公司水泥主要销售区域为江西和福建，公司熟料主要用于满足公司生产水泥所需，剩余销往江西省内的水泥生产企业及向市场销售。2016年公司营业收入的85.08%来自于江西市场、11.75%来自于福建市场。作为区域性水泥生产企业，公司业绩受江西和福建市场需求影响较大，若该等区域水泥市场需求出现下滑，将直接影响公司经营业绩。公司与客户账期合作方式未发生变化，主要是收到货款后发货。

表 7 2015-2016 年公司前五大客户情况（单位：万元）

期间	前五名客户名称	销售额	销售额占比
2015	福州正昊建材有限公司	5,987.27	1.07%
	中交二公局九景衢铁路 JQJXZQ-5 标项目部	5,719.90	1.03%
	邱永明	4,326.15	0.78%
	江西南方水泥有限公司	2,943.22	0.53%
	福清明发混凝土有限公司	2,915.25	0.52%
	合计	21,891.78	3.93%
2016	福建星泽建材有限公司	6,946.73	1.23%
	福州正昊建材有限公司	4,207.25	0.74%
	赣州康大新型环保建筑材料有限公司	3,475.34	0.61%
	厦门市加州投资管理有限公司	2,499.98	0.44%
	梅州华立风实业有限公司	2,483.58	0.44%
	合计	19,612.88	3.47%

资料来源：2015-2016年公司年报

表 8 2015-2016 年公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比
江西省	48.14	85.08%	47.31	84.73%
福建省	6.65	11.75%	6.92	12.40%
广东省	1.04	1.83%	0.74	1.32%
浙江省	0.68	1.19%	0.74	1.32%
安徽省	0.08	0.14%	0.13	0.23%
合计	56.58	100.00%	55.83	100.00%

资料来源：2015-2016年公司年报

跟踪期内，公司计提较大规模资产减值损失，对公司当期利润产生较大影响

公司根据《企业会计准则》以及公司会计政策、会计估计的相关规定，对截至2016年12月31日的应收账款（或应收票据）、存货、固定资产减值及固定资产清理、商誉等资产计提了减值损失，具体见下表：

表 9 公司对截至 2016 年 12 月 31 日计提资产减值损失情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
坏账损失	12,527.42	978.97
存货跌价损失	45.50	63.85
固定资产减值损失	841.53	0.00
商誉减值损失	2,128.27	0.00
固定资产清理减值损失	434.58	0.00
合计	15,977.30	1,042.82

资料来源：公司 2016 年审计报告

2016年，公司在财务检查中发现子公司江西南方万年青水泥有限公司价值约17,600万元人民币的银行承兑汇票去向不明。公司财务部原部长肖福明涉嫌挪用资金，案件还在侦查中，根据目前冻结涉案的资产情况及相关资料，计提资产减值准备10,703.03万元；对“公司财务部原部长肖福明违规为万年县文龙实业有限公司以应收账款质押向华夏银行贷款3,000万元人民币提供虚假证明”，根据目前被冻结资产情况及相关资料，计提资产减值准备802.79万元、计提预计负债1,297.21万元。另外固定资产清理损失金额是434.58万元，主要为清理公司万年厂技术改造淘汰的设备。

综上，根据2017年4月29日公司披露的《关于计提资产减值损失的公告》，上述计提各项资产减值损失减少2016年度利润总额17,274.51万元，占当期经审计的利润总额的35.17%，资产减值损失规模较大，削减当期利润，今后需继续关注公司财务内部控制执行情况。

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2016年审计报告及未经审计的2017年一季度报表，报告均采用新会计准则编制。

2016年公司财务报表合并范围未发生变化，2017年一季度公司新增纳入1家子公司，系海南华才建材有限公司，明细见表1。

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，以固定资产为主，资产流动性较弱

2016年-2017年3月，因公司偿还短期借款及融资租赁款，公司总资产规模小幅下滑，截至2017年3月末，公司总资产84.34亿元，较2015年末下降6.38%。公司资产构成变动不大，以非流动资产为主，主要是固定资产。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货及其他流动资产等构成。截至2016年末，公司货币资金余额为11.26亿元，包括银行存款10.11亿元，其中因票据丢失被银行冻结0.28亿元，使用受到限制；其他货币资金1.12亿元，应付票据保证金等使用受到限制金额0.42亿元；应收账款主要是公司应收下游客户的购货款，公司收款形式主要系银行电汇、银行转账、银行承兑汇票；其中账龄在1年以内应收账款占68.48%、1-2年的占19.46%，前五大应收对象占应收账款总额的12.44%，具有一定的减值风险。截至2016年末，公司其他应收款余额2.19亿元，前五大应收对象包括公司已支付中国外贸金融租赁有限公司、招银金融租赁有限公司的融资租赁保证金0.74亿元，因肖福明挪用票据应收回票据款项1.76亿元、向江西金宜科技实业有限公司提供借款0.51亿元等，按单项金额重大并单独计提坏账准备金额1.15亿元，主要是因票据挪用计提1.07亿元；存货主要包括原材料及库存商品等，2016年水泥需求回升，公司加大水泥、混凝土等出库力度，导致库存同比下降16.78%，2017年一季度公司迅速补充煤炭等原材料，存货有所回升。公司其他流动资产主要是待抵扣税金1.85亿元。

表 10 2015-2017 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	280,642.30	33.28%	273,889.30	32.30%	306,795.59	34.06%
其中：货币资金	93,481.79	11.08%	112,566.97	13.27%	135,447.26	15.04%
应收账款	57,994.61	6.88%	60,792.31	7.17%	57,108.92	6.34%
其他应收款	22,178.75	2.63%	21,892.16	2.58%	21,202.34	2.35%
存货	58,001.16	6.88%	33,907.77	4.00%	40,917.79	4.54%
其他流动资产	18,957.27	2.25%	18,832.52	2.22%	19,734.95	2.19%
非流动资产合计	562,718.06	66.72%	574,159.12	67.70%	594,011.93	65.94%
其中：可供出售金融资产	31,555.46	3.74%	31,555.46	3.72%	31,555.46	3.50%
固定资产	420,145.29	49.82%	430,527.13	50.77%	444,873.66	49.39%
无形资产	65,856.53	7.81%	66,371.06	7.83%	67,442.86	7.49%
资产总计	843,360.37	100.00%	848,048.42	100.00%	900,807.51	100.00%

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告，鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产及无形资产等构成。为寻求新的利润增长点及实现产业结构调整 and 转型升级，公司通过多种投资工具实现资本增值，公司可供出售金融资产均是公司对外的股权投资，2016 年及 2017 年一季度未发生变化，主要包括宁波鼎锋明道万年青投资管理合伙企业（有限合伙）出资额 0.98 亿元（公司占出资份额 98%）、上海赛泽股权投资中心出资额 0.17 亿元（公司占出资份额 1.63%）及南方水泥有限公司股权款 1.40 亿元等。公司固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备等，截至 2016 年末，公司固定资产账面价值为 43.05 亿元，占资产总额的 50.77%，其中用于借款及融资抵押担保的固定资产账面价值合计 9.70 亿元，占固定资产账面价值的 22.53%。2016 年末公司无形资产主要包括 4.04 亿土地使用权及 2.57 亿元采矿权等，其中 1.06 亿元无形资产用于借款抵押担保，使用权受到限制。

整体来看，2016 年公司资产规模小幅下降，结构变化不大，以固定资产为主，公司使用权受限资产账面价值合计占总资产规模的 13.51%，资产流动性较弱。

资产运营效率

公司净营业周期有所延长，但资产运营效率整体有所提升，好于同业上市公司平均表现

受省内投资基础设施等需求拉动，水泥等行业景气度有所回升，公司加大去库存力度，2016 年公司存货周转天数下降至 31.13 天，较 2015 年下降 2.34 天。但是，公司应收账款周转

天数小幅延长至37.51天，应收款回款能力有所下降；另外，公司占用供应商货款能力降低，应付账款周转天数下降至57.55天，较上年同比下降8.32天。综合来看，公司净营业周期有所延长，与同业上市公司相比，公司净营业周期表现一般。

公司为生产型企业，行业周期性特征明显，固定资产规模较大，从固定资产周转天数及总资产周转天数等指标来看，2016年公司资产运营效率均有所提高，与同业上市公司相比，公司总资产周转效率表现较好。考虑到江西省基础设施建设及铁路工程的陆续推进，公司作为省内水泥龙头企业，预计公司资产运营效率仍有提高空间。

表 11 2015-2016 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	37.51	36.32
存货周转天数	31.13	33.47
应付账款周转天数	57.55	65.87
净营业周期	11.09	3.92
流动资产周转天数	184.74	193.92
固定资产周转天数	278.51	291.55
总资产周转天数	556.39	575.32

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

表 12 2015-2016 公司与同业上市公司资产运营效率比较（单位：天）

项目	净营业周期		总资产周转率	
	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年
福建水泥	-71.53	-45.22	0.28	0.29
华新水泥	-49.95	-40.81	0.51	0.52
天山股份	-29.59	-31.64	0.26	0.24
海螺水泥	5.86	6.01	0.52	0.49
万年青	11.09	3.92	0.65	0.63
冀东水泥	23.41	32.29	0.30	0.26
祁连山	35.12	37.90	0.48	0.45

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入小幅增长，盈利能力有所上升，计提资产减值损失规模较大削减利润水平

2016年及2017年一季度公司分别实现主营业务56.46亿元及11.59亿元，同比分别上升1.26%及11.56%，实现营业利润4.45亿元及0.30亿元，同比上涨11.45%及577.04%，公司盈

利水平有所上升。从产品上看，2016年公司水泥板块（含熟料）实现营收44.38亿元，同比下降0.44%，主要是水泥行业竞争加剧，当期销量略有下降导致，但下降幅度不大。混凝土板块实现营收11.38亿元，同比上升3.96%。主要是公司调整营销策略，加强对区域中小工程、混凝土细分市场的拓展。公司主营业务收入毛利率有所上升，主要是公司推进大修技改工作，生产线综合能耗指标均较好，其中每吨熟料生产成本同比下降2.79%，每吨水泥生产成本同比下降4.91%，公司主营业务毛利率为23.48%，较上年上升2.43个百分点。

2016年，因公司银行承兑汇票丢失及子公司江西东鑫混凝土有限公司厂区土地被征用等原因，计提资产减值损失合计15,977.30万元，减少当期利润17,274.51万元，占当期经审计的利润总额的35.17%。公司内部财务控制存在缺失，给公司带来较大损失，未来内部控制仍待加强。公司当期投资收益主要是来自参股公司南方水泥有限公司700万及景德镇市商业银行股份有限公司345万分红款项。2016年公司营业外收入主要是政府补助0.72元，其中包括“三废”退税0.53亿元。从公司支出费用来看，2016年及2017年一季度，公司期间费用率分别为12.22%及12.46%，较2015年均有所下降，主要是公司偿还短期借款所致，另外固定资产融资租赁合同逐渐到期，兑付费用减少所致。

整体来看，2016年及2017年一季度公司营业收入保持增长，盈利水平有所上升，计提资产减值损失规模较大削减利润水平。

表13 2015-2017年3月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入	115,938.46	565,776.57	558,302.81
资产减值损失	-747.57	15,977.30	1,042.82
营业利润	2,975.24	44,457.91	39,888.72
利润总额	5,666.99	49,121.88	46,743.87
净利润	3,889.12	38,660.25	34,291.68
综合毛利率	15.14%	23.52%	21.06%
期间费用率	12.46%	12.22%	13.33%
营业利润率	2.57%	7.86%	7.14%
总资产回报率	-	7.61%	7.46%

资料来源：公司2016年审计报告及未经审计的2017年一季度报告，鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现较好，投资活动现金流出放缓，筹资活动依赖性有所下降

2016年公司盈利能力有所提高，净利润上升较快，固定资产占比较高，折旧、摊销等非付现费用上升等因素导致FFO表现较好。近年公司经营现金流表现均较好，主要是

因为公司水泥产品以现金结算为主的特点所致。2016年公司经营活动现金净流入91,296.21万元，从收现比指标来看，2016年收现比较2015年略有下降，但仍表现较好。近年公司投资活动现金流持续净流出，主要是公司购置固定资产投入资金所导致，但公司大型在建工程已基本完工，2016年公司固定资产投资活动现金流出继续放缓，投资活动有所收缩。公司经营性现金流能较好满足投资需求，公司对筹资活动现金流入依赖有所下降，呈现持续净流出，主要是偿还贷款形成。此外，本期债券将于2017年10月到期，截至2017年3月末，公司货币资金93,481.79万元，现金流仍较充足。

表 14 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	38,660.25	34,291.68
FFO	110,741.60	98,508.18
营运资本变化	-19,445.38	-18,978.54
其中：存货减少（减：增加）	7,168.32	1,147.70
经营性应收项目的减少（减：增加）	-27,250.84	-409,678.28
经营性应付项目的增加（减：减少）	637.14	389,552.04
经营活动产生的现金流量净额	91,296.21	79,529.63
投资活动产生的现金流量净额	-12,840.71	-36,478.69
筹资活动产生的现金流量净额	-102,624.38	-19,667.95
现金及现金等价物净增加额	-24,168.87	23,382.98
收现比	1.06	1.08

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率有所下降，但仍面临一定的短期偿债压力

公司负债总额持续下降，截至2017年一季度末，公司负债总额为40.41亿元，较2015年末下降17.90%，公司刚性债务规模较大。

表 15 2015-2017 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
负债总额	404,073.74	409,220.91	492,194.66
所有者权益	439,286.63	438,827.51	408,612.86
产权比率	91.98%	93.25%	120.46%

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告，鹏元整理

从公司负债构成来看，流动负债占比较高。截至2016年末，公司流动负债占负债总额的68.24%。公司流动负债由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款及一年内到期的

非流动负债构成。2016年末公司短期借款余额12.16亿元，较上年末下降29.95%，主要是公司当期偿还了较大规模的保证借款及信用借款等。应付票据均为银行承兑汇票1.83亿元，将于2017年到期。截至2016年末，公司其他应付款余额2.49亿元，主要包括融资租赁资产保证金等1.29亿元、公司往来款0.27亿元及社保代垫款等。公司一年内到期的非流动负债1.64亿元包括一年内到期的长期借款及一年内到期的长期应付款。

非流动负债主要包括应付债券及长期应付款等。截至2016年末，公司已偿还所有长期借款；长期应付款是公司机器设备进行融资租赁形成，期限一般为三年，租赁利率通常为中国人民银行公布的一年至三年基准贷款利率下浮10%，2014-2015年公司先后与中国外贸金融租赁有限公司及招银金融租赁有限公司签订《融资租赁合同》，随着合同逐渐到期，长期应付款余额有所下降。公司应付债券分别为本期债券及“14江泥01”债，本期债券将于2017年10月到期，“14江泥01”债将于2019年9月到期。公司负债规模大，其中短期债务占比较高，使得公司面临一定的短期偿债压力。

表 16 2015-2017 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	278,293.55	68.87%	279,267.58	68.24%	313,522.87	63.70%
其中：短期借款	122,600.00	30.34%	121,600.00	29.72%	173,600.00	35.27%
应付票据	14,675.81	3.63%	18,334.68	4.48%	23,265.13	4.73%
应付账款	80,639.97	19.96%	66,084.08	16.15%	72,249.12	14.68%
其他应付款	22,646.53	5.60%	24,915.77	6.09%	20,772.69	4.22%
一年内到期的非流动负债	14,203.00	3.51%	16,439.70	4.02%	1,934.64	0.39%
非流动负债合计	125,780.19	31.13%	129,953.32	31.76%	178,671.79	36.30%
其中：长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	14,503.00	2.95%
应付债券	100,891.25	24.97%	100,869.96	24.65%	100,791.69	20.48%
长期应付款	17,315.18	4.29%	21,499.70	5.25%	56,888.60	11.56%
负债总额	404,073.74	100.00%	409,220.91	100.00%	492,194.66	100.00%
有息债务	269,685.24	66.74%	278,744.04	68.12%	369,848.42	75.14%

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告，鹏元整理

2017年公司需偿付短期有息债务合计156,374.38万元，偿付压力集中，公司面临一定兑付压力。2016年末，公司资产负债率达48.25%，较2015年末下降6.39个百分点；虽然公司有息债务余额有所下降，但公司刚性债务规模仍较大，且流动负债过高导致流动比率和速动比率低。2016年公司负债规模有所下降，EBITDA利息保障倍数有所提升。

表 17 2015-2017 年 3 月公司偿债能力指标

指标名称	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
资产负债率	47.91%	48.25%	54.64%
流动比率	1.01	0.98	0.98
速动比率	0.80	0.86	0.85
EBITDA (万元)	-	109,531.16	109,537.18
EBITDA 利息保障倍数	-	6.28	5.53
有息债务/EBITDA	-	2.54	3.38

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告，鹏元整理

六、或有事项分析

2017 年 4 月 27 日，大信会计师事务所（特殊普通合伙）出具了《江西省万年青有限公司内控审计报告》（大信审字【2017】第 6-00072 号），该所对财务内部控制的有效性发表审计意见，注意到非财务报告内部控制存在重大缺陷，并推测未来内部控制的有效性具有一定风险。

2016 年公司子公司江西南方万年青水泥有限公司票面价值约 1.76 亿元人民币的银行承兑汇票去向不明。公司财务部原部长肖福明涉嫌挪用资金，案件还在侦查中，根据目前冻结涉案的资产情况及相关资料，计提资产减值准备 10,703.03 万元。另外，公司财务部原部长肖福明违规为万年县文龙实业有限公司以应收账款质押向华夏银行贷款 3,000 万元人民币提供虚假证明，根据目前被冻结资产情况及相关资料，计提资产减值准备 802.79 万元、计提预计负债 1,297.21 万元。

上述事项可能会对公司造成重大财产损失。

七、评级结论

公司主要从事水泥和混凝土等生产、销售业务。跟踪期内，江西省水泥行业景气度有所回升，公司是省内最大的水泥生产企业之一，公司盈利能力有所提升，资产负债水平有所下降，公司经营活动现金流表现较好；同时我们也关注到，公司收入区域集中度高，江西省及周边水泥产能仍在释放导致竞争加剧，公司水泥、熟料等产量有所下降，公司新型砖业务仍面临一定不确定性，资产流动性较弱，面临一定短期偿债压力及财务内部控制存在重大缺陷等风险因素。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA和本期债券信用等级AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
流动资产：				
货币资金	93,481.79	112,566.97	135,447.26	113,641.70
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	32.48	32.48	31.71	33.02
应收票据	7,176.83	13,233.38	25,791.14	32,937.48
应收账款	57,994.61	60,792.31	57,108.92	55,538.01
预付款项	22,792.86	12,605.17	6,534.93	10,990.20
应收股利	26.54	26.54	26.54	900.07
其他应收款	22,178.75	21,892.16	21,202.34	23,425.17
存货	58,001.16	33,907.77	40,917.79	41,041.48
其他流动资产	18,957.27	18,832.52	19,734.95	16,178.36
流动资产合计	280,642.30	273,889.30	306,795.59	294,685.49
非流动资产：				0.00
可供出售金融资产	31,555.46	31,555.46	31,555.46	20,055.46
投资性房地产	5,419.08	5,465.02	5,648.75	4,659.63
固定资产	420,145.29	430,527.13	444,873.66	459,414.13
工程物资	15.72	15.68	38.58	197.38
在建工程	5,516.30	4,978.46	11,530.67	7,438.58
固定资产清理	143.80	75.40	228.17	184.58
无形资产	65,856.53	66,371.06	67,442.86	62,078.98
商誉	22,273.43	22,273.43	24,401.70	24,351.49
长期待摊费用（递延资产）	581.95	588.77	616.07	540.95
递延所得税资产	7,811.13	7,804.81	3,629.93	4,709.11
其他非流动资产（其他长期资产）	3,399.38	4,503.89	4,046.09	5,345.58
非流动资产合计	562,718.06	574,159.12	594,011.93	588,975.88
资产总计	843,360.37	848,048.42	900,807.51	883,661.37
流动负债：				0.00
短期借款	122,600.00	121,600.00	173,600.00	136,030.00
应付票据	14,675.81	18,334.68	23,265.13	24,868.60
应付账款	80,639.97	66,084.08	72,249.12	89,044.97
预收款项	10,361.21	10,999.74	11,013.11	11,197.49
应付职工薪酬	1,373.94	5,337.16	4,607.70	5,022.40
应交税费	4,960.34	11,929.00	4,499.46	9,358.11
应付利息	2,535.42	770.40	781.02	768.82
应付股利（应付利润）	400.00	0.00	0.00	1,800.00

其他应付款	22,646.53	24,915.77	20,772.69	18,087.29
一年内到期的非流动负债	14,203.00	16,439.70	800.00	11,900.00
其他流动负债	3,897.33	2,857.04	1,934.64	1,952.61
流动负债合计	278,293.55	279,267.58	313,522.87	310,030.29
非流动负债：				
长期借款	0.00	0.00	14,503.00	800.00
应付债券	100,891.25	100,869.96	100,791.69	100,720.79
长期应付款	17,315.18	21,499.70	56,888.60	45,845.91
专项应付款	2,086.41	2,086.41	2,086.41	1,486.41
递延收益	2,043.18	2,595.18	2,528.70	2,284.50
预计负债	1,297.21	1,297.21	0.00	0.00
递延所得税负债	2,146.96	1,604.86	1,873.38	2,135.52
非流动负债合计	125,780.19	129,953.32	178,671.79	153,273.14
负债合计	404,073.74	409,220.91	492,194.66	463,303.43
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（股本）	61,336.44	61,336.44	61,336.44	40,890.96
资本公积	27,790.75	27,790.75	27,790.75	48,236.30
盈余公积	16,146.10	16,146.10	15,195.32	10,534.18
未分配利润	175,791.31	175,139.51	159,298.94	151,366.50
归属于母公司所有者权益合计	281,064.60	280,412.80	263,621.45	251,027.93
少数股东权益	158,222.03	158,414.71	144,991.41	169,330.01
所有者权益合计	439,286.63	438,827.51	408,612.86	420,357.94
负债和所有者权益总计	843,360.37	848,048.42	900,807.51	883,661.37

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	115,938.46	565,776.57	558,302.81	668,275.87
减：营业成本	98,390.24	432,702.37	440,732.60	486,242.74
营业税金及附加	929.98	4,603.30	3,290.93	4,356.65
销售费用	4,498.48	21,875.60	24,868.82	26,470.21
管理费用	6,439.32	29,805.14	30,430.97	30,514.44
财务费用	3,502.90	15,422.42	19,144.79	19,294.98
资产减值损失	-747.57	15,977.30	1,042.82	3,660.04
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	0.00	0.77	-1.30	1.36
投资收益（损失以“-”号填列）	50.13	1,066.70	1,098.15	1,322.57
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	2,975.24	44,457.91	39,888.72	99,060.74
加：营业外收入	2,900.13	9,125.57	9,334.19	12,348.36
其中：非流动资产处置利得	0.00	7.36	14.89	113.94
减：营业外支出	208.38	4,461.60	2,479.03	2,302.81
其中：非流动资产处置损失	0.00	1,212.42	735.50	243.90
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	5,666.99	49,121.88	46,743.87	109,106.28
减：所得税费用	1,777.87	10,461.63	12,452.20	21,504.94
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	3,889.12	38,660.25	34,291.68	87,601.34
减：少数股东损益	3,237.32	15,735.25	9,430.81	32,608.11
五、归属于母公司所有者的净利润	651.80	22,925.00	24,860.87	54,993.23

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	122,843.93	601,603.08	601,152.77	693,635.04
收到的税费返还	1,854.33	5,282.97	6,170.79	8,938.76
收到其他与经营活动有关的现金	4,711.54	28,269.64	26,368.99	23,467.49
经营活动现金流入小计	129,409.81	635,155.69	633,692.55	726,041.28
购买商品、接受劳务支付的现金	102,412.80	410,398.47	416,046.57	463,748.49
支付给职工以及为职工支付的现金	14,796.66	46,198.39	44,768.16	42,853.07
支付的各项税费	13,382.12	49,062.61	58,083.94	83,857.73
支付其他与经营活动有关的现金	9,074.52	38,200.01	35,264.26	35,818.62
经营活动现金流出小计	139,666.11	543,859.48	554,162.92	626,277.91
经营活动产生的现金流量净额	-10,256.30	91,296.21	79,529.63	99,763.38
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	410.00	310.00	350.00
取得投资收益收到的现金	50.13	1,998.74	1,971.68	489.23
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	91.19	48.73	580.37
投资活动现金流入小计	50.13	2,499.93	2,330.41	1,419.60
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,225.10	15,340.64	24,995.96	45,766.33
投资支付的现金	18.76	0.00	11,500.00	7,660.37
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	341.03	0.00	2,313.15	3,906.72
投资活动现金流出小计	2,584.89	15,340.64	38,809.10	57,333.42
投资活动产生的现金流量净额	-2,534.76	-12,840.71	-36,478.69	-55,913.82
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	87.45	0.00	1,120.00
取得借款收到的现金	39,487.75	165,300.00	242,103.00	202,635.88
收到其他与筹资活动有关的现金	2,000.00	4,285.00	46,522.33	44,420.04
筹资活动现金流入小计	41,487.75	169,672.45	288,625.33	248,175.91
偿还债务支付的现金	38,400.00	206,612.08	202,686.00	214,190.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,182.11	34,970.91	62,515.28	30,863.25
支付其他与筹资活动有关的现金	5,199.75	30,713.83	43,092.00	40,229.63
筹资活动现金流出小计	47,781.86	272,296.83	308,293.28	285,282.88
筹资活动产生的现金流量净额	-6,294.11	-102,624.38	-19,667.95	-37,106.97
四、现金及现金等价物净增加额	-19,085.18	-24,168.87	23,382.98	6,742.58

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	38,660.25	34,291.68	87,601.34
加：资产减值准备	15,977.30	1,042.82	3,660.04
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	40,547.11	40,734.00	38,682.47
无形资产摊销	2,406.36	2,234.27	1,900.28
长期待摊费用摊销	27.30	26.96	10.21
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-5.22	0.00	0.00
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	1,210.86	720.61	129.96
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-0.77	1.31	-1.36
财务费用（收益以“-”号填列）	17,428.51	19,798.08	20,805.51
投资损失（收益以“-”号填列）	-1,066.70	-1,098.15	-1,322.57
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-4,174.88	1,018.74	-1,060.75
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-268.52	-262.14	-435.63
存货的减少（增加以“-”号填列）	7,168.32	1,147.70	-3,109.42
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-27,250.84	-409,678.28	-54,678.54
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	637.14	389,552.04	7,581.86
经营活动产生的现金流量净额	91,296.21	79,529.63	99,763.38

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	47.91%	48.25%	54.64%	52.43%
有息债务（万元）	269,685.24	278,744.04	369,848.42	320,165.30
流动比率	1.01	0.98	0.98	0.95
速动比率	0.80	0.86	0.85	0.82
总资产回报率	-	7.61%	7.46%	15.57%
EBITDA（万元）	-	109,531.16	109,537.18	170,504.75
EBITDA 利息保障倍数	-	6.28	5.53	8.20
净营业周期（天）	-	11.09	3.92	-6.02
收现比	1.06	1.06	1.08	1.04

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报告，鹏元整理

附录五 截至 2016 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

序号	子公司名称	注册地	业务性质	持股比例	持股比例	主营业务
				直接 (%)	间接 (%)	
1	江西万年青科技工业园有限责任公司	南昌市	物业管理服务	100.00		投资设立
2	江西万年青工程有限公司	万年县	设备安装维修	100.00		投资设立
3	江西万年青电子有限公司	南昌市	石英晶体器件	75.00		投资设立
4	南昌万年青水泥有限责任公司	南昌市	水泥生产销售	68.00		投资设立
5	温州市万年青散装水泥有限公司	温州市	水泥仓储	70.00		投资设立
6	江西南方万年青水泥有限公司	南昌市	水泥生产销售	50.00		投资设立
7	江西玉山万年青水泥有限公司	玉山县	水泥生产销售		80.00	投资设立
8	江西瑞金万年青水泥有限责任公司	瑞金市	水泥生产销售		100.00	投资设立
9	江西万年青矿业有限公司	万年县	非金属矿开采加工销售	100.00		投资设立
10	江西万年县万年青商砼有限公司	万年县	混凝土生产及销售	100.00		投资设立
11	江西赣州万年青新型材料有限公司	赣州市	水泥制品及水泥纤维板	66.67		投资设立
12	江西兴国万年青商砼有限公司	兴国县	混凝土生产及销售		100.00	投资设立
13	赣州于都万年青商砼有限公司	于都县	水泥生产销售		100.00	投资设立
14	赣州开元万年青商砼有限公司	赣州市	混凝土生产及销售		100.00	投资设立
15	崇义祥和万年青商砼有限公司	崇义县	混凝土生产及销售		60.00	投资设立
16	上饶万年青城有限公司	上饶市	房地产开发等	51.00		投资设立
17	瑞金万年青商砼有限公司	瑞金市	混凝土生产及销售		75.00	投资设立
18	兴国万年青新型建材有限公司	兴国县	建材生产销售		80.00	投资设立
19	瑞金万年青新型建材有限公司	瑞金市	建材生产销售		80.00	投资设立
20	石城万年青新型建材有限公司	石城县	建材生产销售		80.00	投资设立
21	南昌万年青商砼有限公司	南昌市	水泥砼预制构件的生产	70.00		投资设立

			销售			
22	上饶市万年青商砼有限公司	广丰县	混凝土生产及销售	100.00		投资设立
23	上饶市万年青新型建材有限公司	广丰县	建材生产销售	100.00		投资设立
24	铅山县万年青新型建材有限公司	铅山县	建材生产销售	100.00		投资设立
25	万年县万年青新型建材有限公司	万年县	建材生产销售	100.00		投资设立
26	鹰潭万年青新型建材有限公司	鹰潭市	建材生产销售	100.00		投资设立
27	江西锦溪建材有限公司	乐平市	建材生产销售	51.00		投资设立
28	江西石城南方万年青水泥有限公司	石城县	水泥生产销售		100.00	投资设立
29	上犹万年青新型材料有限公司	上犹县	混凝土生产及销售		100.00	投资设立
30	江西黄金埠万年青水泥有限责任公司	余干县	水泥生产销售	58.00		收购
31	福建福清万年青水泥有限公司	福清市	水泥生产销售	90.00		收购
32	江西寻乌南方万年青水泥有限公司	寻乌县	水泥生产销售		70.00	收购
33	江西赣州南方万年青水泥有限公司	于都县	水泥生产销售		80.00	收购
34	赣州章贡南方万年青水泥有限公司	赣州市	水泥生产销售		80.00	收购
35	江西于都南方万年青水泥有限公司	于都县	水泥生产销售		80.00	收购
36	江西兴国南方万年青水泥有限公司	兴国县	水泥生产销售		80.00	收购
37	江西锦溪水水泥有限公司	乐平市	水泥生产销售	40.00	50.00	收购
38	东乡县锦溪混凝土有限公司	东乡县	混凝土生产及销售		51.00	收购
39	江西湖口万年青水泥有限公司	九江市	水泥生产销售		100.00	收购
40	乐平锦溪商品混凝土有限公司	乐平市	混凝土生产及销售		100.00	收购
41	进贤县鼎盛混凝土有限公司	进贤县	混凝土生产及销售	100.00		收购
42	江西锦溪塑料制品有限公司	乐平市	编织袋生产销售	58.12		收购
43	鄱阳县恒基建材有限公司	鄱阳县	水泥制品、混凝土、新型墙体材料生产及销售	100.00		收购
44	赣州永固高新材料有限公司	赣州市	商品混凝土、高新墙体材料		100.00	收购

			料、商品砂浆生产及销售			
45	赣州永恒建筑材料检测有限公司	赣州市	建筑材料检测		100.00	收购
46	江西东鑫混凝土有限公司	南昌市	预拌混凝土预制构件	65.00		收购
47	江西昊鼎商品混凝土有限公司	抚州市	混凝土生产及销售	65.00		收购
48	景德镇市景磐城建混凝土有限公司	景德镇市	混凝土搅拌加工、销售、装卸		80.00	收购
49	景德镇市城竞混凝土有限公司	湖口县	混凝土搅拌加工、销售、装卸		80.00	收购
50	景德镇东鑫混凝土有限公司	浮梁县	预拌混凝土制造、销售		80.00	收购
51	景德镇市磐泰砼材检测有限公司	吕蒙县	建筑工程、建筑原材料及结构检测服务		80.00	收购
52	湖口县同兴混凝土有限公司	湖口县	混凝土生产及销售	100.00		收购
53	宁都万年青商砼有限公司	宁都县	混凝土生产及销售		70.00	收购
54	江西立成混凝土有限公司	共青城市	混凝土生产及销售	100.00		收购
55	鄱阳县恒泰商品混凝土有限公司	鄱阳县	混凝土生产及销售	100.00		收购
56	余干县商砼建材有限公司	余干县	混凝土生产及销售	100.00		收购
57	九江佰力混凝土有限公司	九江市	混凝土生产及销售	100.00		收购
58	九江广德新型材料有限公司	九江市	混凝土生产及销售	100.00		收购

注：公司持有江西南方万年青水泥有限公司 50% 股权，该公司五名董事中由公司派出三名，具有实质控制权，因此纳入合并报表。

资料来源：公司提供

附录六 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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
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年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

附录七 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。