



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪468号

新疆青松建材化工（集团）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“新疆青松建材化工（集团）股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，上调贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“新疆青松建材化工（集团）股份有限公司2012年公司债券”债项信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月十四日

新疆青松建材化工（集团）股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2019）

债券名称	新疆青松建材化工（集团）股份有限公司 2012 年公司债券		
债券简称	12 松建化（债券代码：122213）		
发行主体	新疆青松建材化工（集团）股份有限公司		
发行规模	人民币 22 亿元，2017 年 12 月 5 日投资者回售 14.12 亿元，债券余额 7.88 亿元		
存续期限	2012.12.5~2019.12.5，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权		
上次评级时间	2018/06/12		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望	稳定

概况数据

青松建化	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	41.30	40.78	40.60	39.57
总资产（亿元）	99.99	97.86	83.37	85.44
总债务（亿元）	41.71	38.84	27.94	30.34
营业收入（亿元）	18.02	21.01	24.14	1.80
营业毛利率（%）	13.40	18.23	29.69	14.24
EBITDA（亿元）	0.84	8.14	6.10	-
所有者权益收益率（%）	-18.03	-1.49	-0.61	-10.15
资产负债率（%）	58.69	58.33	51.30	53.69
总债务/EBITDA（X）	49.57	4.77	4.58	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.31	3.07	2.59	-

统众国资	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	81.49	78.70	77.92
总资产（亿元）	317.96	308.68	297.26
总债务（亿元）	145.38	158.87	148.12
营业总收入（亿元）	118.80	114.29	120.81
营业毛利率（%）	6.41	8.52	11.28
EBITDA（亿元）	6.88	18.66	18.97
所有者权益收益率（%）	-16.90	-2.29	0.46
资产负债率（%）	74.37	74.50	73.79
总债务/EBITDA（X）	21.13	8.50	7.81
EBITDA 利息倍数（X）	0.75	2.30	2.21

注：1、上述数据中所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019 年第一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2018 年，新疆青松建材化工（集团）股份有限公司（以下简称“青松建化”或“公司”）在南疆水泥市场仍保持较强的区域规模优势，当年水泥产品价格涨幅显著，经营性业务盈利大幅改善。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司产能释放率较低、错峰限产及环保监管政策的影响、煤炭价格和区域市场需求波动对公司盈利能力的影响以及债务偿还压力较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评上调青松建化主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“新疆青松建材化工（集团）股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 AA，该债项级别同时考虑了阿拉尔统众国有资产经营有限责任公司（以下简称“统众国资”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 有力的股东支持。作为实际控制人新疆生产建设兵团第一师国有资产监督管理委员会旗下水泥制造产业唯一运营平台，公司享有兵团特殊体制和经济结构调整所赋予的产业政策扶持优势和各种优惠政策优势，得到了实际控制人在业务运营及资金等方面的较大支持。
- 区域规模优势。公司已经在新疆多个地区完成新型干法水泥生产线的战略布点，截至 2018 年末，水泥和熟料产能分别为 2,035 万吨/年和 1,297 万吨/年，当年水泥产品在南疆地区和整个新疆地区的市场占有率分别为 20.00% 和 18.00%，仍占据领先地位。
- 主业发展得到夯实。2018 年以来公司出售非水泥主业公司股权，并对乌苏市青松建材有限责任公司和塔城南岗建材有限责任公司等四个下属企业申请破产预计了清算损失 5.72 亿元，低效资产处置力度的加大，有利于聚焦与发展

分析师

许芳芳 ffxu@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月14日

水泥主业，改善公司生产经营情况，对未来业绩的提升或形成正面作用。

- 经营性业务利润水平提升。受益于区域错峰生产政策的大力执行，公司水泥产品价格保持较大涨幅，全年盈利得到明显改善，2018年经营性业务利润为1.99亿元，同比增加4.55亿元。
- 统众国资对本次债券的保障。统众国资是第一师国资委出资组建的国有独资公司，经营并发展多板块业务，2018年统众国资经营性业务利润继续大幅减亏，最终盈利得到改善。统众国资在第一师经济建设中具有重要作用，为本次债券本息兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，为公司未来的还本付息提供保障。

关注

- 产能释放率较低。2018年，受下游需求趋弱的影响，公司主要产品产量下滑，熟料和水泥产能利用率分别为26.65%和28.64%，同比分别降低4.13和10.23个百分点，产能利用水平较低，当前区域产能过剩形势仍显严峻，需关注未来下游需求回暖状况及公司产能释放情况。
- 错峰限产及环保监管政策的影响。近年来国家对水泥等产能过剩行业的环保排放控制要求愈加严格，水泥行业错峰生产覆盖面趋广，相关政策的后续落实情况可能影响行业供给状况，进而影响水泥产品价格，业内企业未来生产经营仍面临不确定性。
- 煤炭价格及区域市场需求波动的影响。受新疆地区需求滑坡的影响，2018年公司水泥产销量下滑明显，其主要得益于水泥市场行情回暖、煤炭成本传导以及产品销售单价大幅提升，当年盈利状况改善，但后续仍需关注煤炭价格及区域市场需求波动对未来公司盈利能力的影
- 债务偿还压力较大。截至2019年3月末，公司总债务为27.94亿元，其中短期债务19.54亿元，相较于公司自身资本实力及近年来经营状况，其面临的债务偿还压力较大。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

重大事项说明

根据新疆生产建设兵团第一师国有资产监督管理委员会（以下简称“第一师国资委”）对公司深化改革的要求，对照兵团“四个一批”分类标准，2018年以来公司挂牌和出售了一批非水泥主业的公司股权，包括阿克苏青松机械有限责任公司 25%的股权、阿克苏青松物流有限责任公司 82%的股权和阿克苏青松龙仁塑化有限责任公司 65%的股权等。此外，2018年7月公司公告称同意对控股子公司新疆青松维纶化工有限责任公司和控股子公司伊犁青松南岗建材有限公司（以下简称“伊犁青松南岗”）的控股子公司霍尔果斯青松南岗商品混凝土有限责任公司清算解散并注销；由于伊犁青松南岗控股子公司博乐市青松南岗建材有限公司（以下简称“博乐南岗”）和奎屯青松南岗建材有限公司（以下简称“奎屯南岗”）多年亏损、资不抵债，公司对上述两个公司按照法定程序向法院申请破产并办理注销登记。2019年1月公司公告称由于公司的控股子公司乌苏市青松建材有限公司（以下简称“乌苏青松”）和塔城南岗建材有限公司（以下简称“塔城南岗”）多年亏损、资不抵债，公司拟对上述两个公司向法院申请破产。奎屯南岗于2019年2月20日收到新疆维吾尔自治区奎屯市中级人民法院的民事裁定书（【2019】新4003破申1-1号），破产清算申请得到受理。博乐南岗、塔城南岗的破产清算申请均于2019年3月得到受理。乌苏青松于2019年3月15日收到乌苏市人民法院立案登记表，案号（【2019】新4202民破1号），同意乌苏青松破产重整立案。

表 1：公司下属终止经营企业主要财务数据

公司名称	单位：亿元	
	收入	净利润
博乐南岗	0.02	-1.62
奎屯南岗	0.003	-0.35
塔城南岗	0.24	-3.16
乌苏青松	0.90	-2.43

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

2018年，公司对奎屯南岗、博乐南岗、塔城南岗和乌苏青松四个下属企业申请破产预计了清算损失 5.72 亿元，对当年整体盈利产生重大影响。但

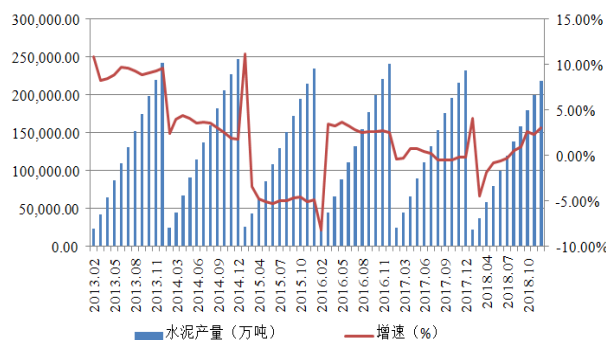
同时，公司加大对经营不善企业和运营效率低下资产的处置力度，有利于改善公司生产经营情况，对未来业绩的提升或形成正面作用；对非水泥主业公司股权的出售，有利于未来对传统水泥主业的聚焦与发展。

行业分析

2018年，在行业去产能及环保限产等政策趋严执行下，水泥新增产能维持低位，产量延续下滑态势，但当前产能过剩状态未得到根本性扭转，未来错峰生产等相关政策的变动及执行效果对水泥供应的影响需予以关注。

2018年水泥行业在环保整治、错峰限产、集中停产、优化产能结构和加强产能置换等政策推动下，整体产能规模保持相对稳定。据中国水泥协会统计，2018年全国新点火水泥熟料生产线合计 14 条，全部为产能置换项目，年度新点火熟料设计产能为 2,043 万吨，与 2017 年基本持平。截至 2018 年末，全国新型干法水泥生产线累计 1,681 条，新型干法熟料设计年产能为 18.20 亿吨，增速为 -0.05%，全国新增生产线数和新增设计产能均在相对低位。2018 年实际熟料年产能依旧超过 20 亿吨，产能总量与 2017 年相当，水泥熟料生产线平均规模继续提升，从 2017 年的 3,424 吨/天提升至 3,491 吨/天。2018 年我国水泥产量分别为 21.77 亿吨，同比下降 6.03%，水泥产量延续下滑态势，供给端控制成效显著。

图 1：2013-2018 年我国水泥产量及增速情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从环保限产来看，2018 年全国范围内大多省份继续执行错峰生产或环保限产的政策，并强调环保要禁止一刀切，需因地制宜地推进错峰生产。当年环保限产的频繁程度和力度均有所增强，其中东

北、京津冀和长三角部分地区采暖季限产时长均较上年延长。2018 年我国水泥熟料产能利用率在 70% 左右，产能过剩情况依然严重，水泥行业整体去产能压力仍较大。差别化错峰生产的推行，有助于鼓励企业提高环保标准，并减轻停产带来的不利影响，但同时亦增加了市场的不公平竞争和行业自律的难度，未来需关注差别化错峰生产政策的执行效果以及相关政策的变动对水泥供应产生的影响。

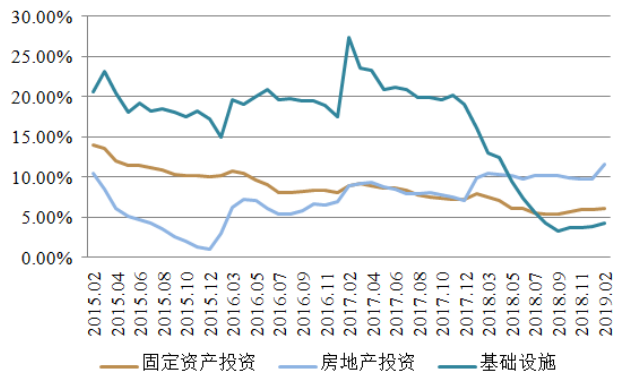
总体看，在水泥行业去产能和产能置换等政策趋严执行下，短期内水泥行业总产能规模或有望小幅下降，但同时需关注短期内仍难以化解的产能过剩矛盾以及行业政策变动对水泥供应的影响。

2018 年我国基建投资增速显著下降，但得益于房地产市场增长的需求平滑效应，整体水泥需求未有明显下滑，短期内依托于政策导向对基础设施建设的拉动以及以稳为主的房地产政策调控，水泥需求仍有支撑。

从水泥行业的下游消费需求结构来看，基础设施建设和房地产开发投资在总的水泥消费中占比分别约为 40% 和 30%，近三年水泥行业需求总量均保持在 20 亿吨以上。水泥行业与国民经济的增长速度密切相关，因此宏观经济运行的周期性波动以及国家经济政策调整，将通过影响全社会固定资产投资，进而对水泥行业的经营和发展造成较大的影响。2018 年，全国房地产开发投资 120,264 亿元，同比增长 9.5%，增速较上年提高 2.5 个百分点。随着 2019 年中央经济工作会议“房住不炒”基调的确立以及住房和城乡建设工作会议提出“稳地价、稳房价、稳预期为目标”，短期内房地产价格大幅上涨的可能性较小，价格方面对房地产需求和供给的刺激或均较为有限。受益于当前仍较为丰富的土地储备，2019 年上半年乃至前三季度房地产投资或仍将保持较高增速。后期待开发土地面积存量的消耗、销售端持续低迷影响房地产企业新开工的积极性，或将加大下半年尤其是四季度的房地产投资压力。但综合来看，受益于上半年房地产投资预期高速增长拉动，全年房地产投资或仍有望保持增长。基建投资受宏观降杠杆、PPP 清库以及地方政府债务约束等影响，增速大幅回落，2018 年全国基

础设施投资 145,325 亿元，同比增长 3.8%，增速同比下降 15.2 个百分点。自 2018 年下半年开始央行释放定向 MLF 鼓励银行投放信贷、投资中低等级产业债、资管新规细则落地对过渡期内的存量产品以及非标融资边际放松，另外国务院会议及政治局会议提出系列经济政策，确立了“保基建促投资”的发展基调；2018 年 8 月，财政部要求加快专项债发行的速度；12 月，政治局会议要求积极的财政政策要加力提效，较大幅度扩大地方政府专项债券规模。在政策大力推进基建稳增长之下，未来基建投资增速有望逐步企稳回升，但涨幅尚待观察。

图 2：我国月度累计固定资产投资、房地产投资和基建投资增速对比



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

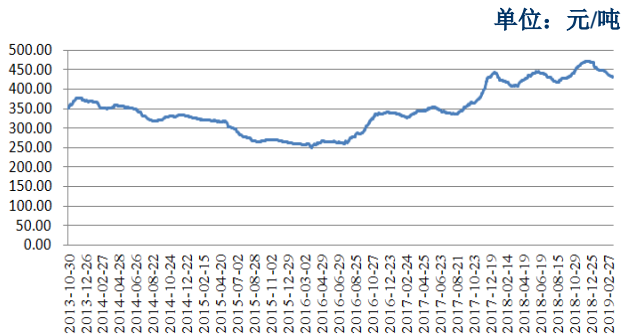
2018 年基础设施投资增速虽大幅下滑，但在较强的房地产市场需求平滑下，水泥需求依然得以支撑。地方专项债发行资金到位以及政策导向等对 2019 年的基础设施投资起到良好的促进作用。同时，在以稳为主的房地产政策调控下，房地产开发投资或仍将保有一定增速，短期内对水泥需求提供支撑作用。但我国房地产和基建投资受政策调控影响较大，其投资波动及政策变化对水泥需求的影响将持续存在。

2018 年水泥行业整体延续高景气度，水泥价格涨势明显，推动行业效益水平上升，同时在国家供给侧改革、市场阶段性供需错配以及煤炭供需转向宽松等因素带动下，行业效益仍可期。

价格方面，截至 2018 年末全国 P.O42.5 水泥价格为 469.00 元/吨，较年初仍上涨 4.65%，全年全国 P.O42.5 水泥均价为 434.76 元/吨，同比大幅上涨 22.74%。春节期间，各地工人返乡、工程停工，各

地水泥市场进入休市状态，同时南方各地企业开启错峰生产或自律停窑检修，价格持续回调，截至2019年3月末，全国P.O42.5水泥均价为429.95元/吨，较年初下降9.22%。在国家供给侧结构改革的引导和行业自律水平不断提高的背景下，市场阶段性供需错配仍将持续，短期内我国水泥市场价格仍能得到一定支撑。

图 3：全国水泥均价（散装 P.O42.5）趋势图



资料来源：百年建筑网，中诚信证评整理

行业盈利状况方面，2018年，政策段的持续发力及下游需求端的有效支撑，助推水泥价格继续攀升，行业效益创下新高，2018年水泥行业实现利润总额1,546亿元，同比增长76.28%。

成本方面，水泥成本对煤炭价格波动的敏感性相对较高。2018年国内煤炭供给仍呈现紧平衡状态，全国煤炭价格指数高位震荡，使得水泥企业生产成本维持在相对较高的位置。其中，秦皇岛动力煤5500K价格整体仍处于高位，由年初的580元/吨降至2018年6月末的570元/吨，随后降至2018年8月末的565元/吨，2018年末已回升至570元/吨，截至2019年3月29日为580元/吨。2018年，煤炭行业供给侧改革深入推进，行业由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能，煤炭供应能力增加，煤炭消费小幅增长，行业效益持续转好，但随着国家治理大气环境节能减排，非化石能源对煤炭的替代作用不断增强，煤炭消费增速将有所下降。从供给来看，当前煤炭产能仍然较大，但结构性问题依然突出，随着煤矿安全生产设施不断完善、环保措施逐步到位，煤炭行业产能利用率提高，煤炭有效供给质量提升，全国煤炭市场供需将逐步向宽松方向转变，有利于稳定煤炭价格的市场预期，降低水泥企业生产成本的控制压力。

2018年，水泥行业整体维持高景气度，全年水泥价格涨幅明显，业内企业经营效益大幅提升，同时在行业供给侧改革和市场阶段性供给错配的持续执行下，短期内水泥价格仍有支撑，加之生产成本或因煤炭市场供需转向宽松化而得到控制，行业效益仍可期。

2018年，主要受基建工程开工不足影响，西北区域水泥需求萎缩，但错峰限产政策的大力执行仍有效支撑了水泥价格的上涨，未来随着国家大力推进基建补短板项目落地，相关水泥企业发展或有望从中受益。

从区域经济来看，2018年新疆自治区经济保持较快增长，全年实现地区生产总值12,199.08亿元，同比增长6.10%，较上年回落1.50个百分点，增速有所下滑。2018年，在国家防控地方债务、规范PPP宏观政策背景下，全国基础设施建设投资增速大幅下滑，受此影响，新疆地区全年固定资产投资（不含农户）同比下降25.20%，增速大幅回落45.20个百分点；同期，基础设施投资下降36.6%，占固定资产投资的比重为36.0%；民间投资下降17.4%，占固定资产投资的比重为34.3%；民生投资下降15.8%，占固定资产投资的比重为27.7%；六大高耗能行业投资下降5.9%，占固定资产投资的比重为15.2%。房地产投资方面，2018年新疆地区房地产开发投资1,033.44亿元，同比下降0.40%。

表 2：2016-2018年新疆自治区经济增长情况

	单位：亿元、%		
	2016	2017	2018
地区生产总值	9,617.23	10,920.09	12,199.08
同比增速	7.60	7.60	6.10
固定资产投资总额	9,983.86	11,795.64	8,823.14
同比增速	-6.90	20.00	-25.20
房地产开发投资额	923.40	1,037.86	1,033.44
同比增速	-7.60	12.40	-0.40

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2018年，主要受基建工程开工不足的影响，西北地区水泥市场需求难以提振，全年水泥产量为16,734万吨，同比下降8.22%，其中新疆地区水泥产量为3,525.63万吨，同比下降20.47%，同比下滑30.97个百分点。错峰生产方面，2018年10月，新

疆地区发布《关于 2018-2019 年冬季水泥错峰生产的通知》，全疆所有水泥生产企业（含兵团）都要参与错峰生产，根据各地冬季采暖期、产能过剩和水泥市场需求情况，各地错峰生产时间有所差异，并要求相关企业严格执行错峰生产政策，强化行业自律意识。受益于区域限产政策的大力执行，2018 年西北地区水泥价格涨幅显著，全年 P.O42.5 水泥均价为 380.54 元/吨，同比上涨 17.81%，但绝对价和涨幅仍均处于全国低位。随着西北地区基础设施补短板项目工程的落地，区域内水泥企业或将一定程度受益于基建投资托底带来的需求改善。

总体看，2018 年，主要受建设工程开工不足影响，西北地区水泥需求下滑，但在区域限产政策的有力执行下，区域水泥价格继续大幅攀升，且基建补短板项目的实施有望带动需求回暖。

业务运营

目前，公司第一大股东仍为统众国资（持有公司 26.21% 的股份），实际控制人仍为第一师国资委。公司作为新疆生产建设兵团最大的工业企业之一，享有兵团特殊体制和经济结构调整所赋予的产业政策扶持优势和各种优惠政策优势，下属个别企业拥有即征即退和简易办法征收等税收优惠政策。此外，在资金支持方面，鉴于公司曾连年亏损，经营业绩不佳，公司获得第一师国资委下属企业提供的委托贷款资金支持（截至 2018 年末公司享有师内企业委托贷款 5 亿元，将于 2020 年 11 月 24 日到期）。整体看，作为第一师国资委旗下水泥制造产业唯一运营平台，公司得到了第一师国资委在业务运营及资金等方面的较大支持。

公司主要产品为 42.5 级、52.5 级水泥、HSR 油井水泥、水泥制品（商品混凝土）和少量化工产品。2018 年，国家防控地方债务、规范 PPP 宏观政策的推进致使新疆地区的固定资产等投资下降，区域水泥需求下滑明显，当年公司水泥产品销量减少，但得益于产品价格上涨的拉动，全年实现营业总收入 24.14 亿元，同比增长 14.87%。分产品看，当年水泥销售收入为 21.77 亿元，同比增长 12.19%，占营业总收入的比重为 90.21%，系公司核心的收入来源；水泥制品收入占比为 6.74%，作为公司重要的收入来

源补充。

表 3：2017~2019.Q1 公司营业收入构成情况

单位：亿元			
收入分类	2017	2018	2019.Q1
水泥	19.12	21.77	1.68
水泥制品	1.53	1.63	0.10
化工	-	-	-
其他	-	0.74	0.01
合计	20.65	24.14	1.80

注：公司各项收入明细汇总与合计数存在尾差系四舍五入造成。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年，由于处置低效资产，公司整体产能规模有所下降，同时在下游需求萎缩的不利影响下，水泥和熟料产量下滑，产能利用率趋低，后续产能释放情况值得持续关注。

受新疆地区加大力度化解水泥过剩产能的影响，2018 年公司无新增产能项目。当年公司处置低效资产，关停个别规模小、经济效益差的生产线，导致熟料产能规模有所下降，截至当年末共拥有 19 条水泥磨粉生产线，其中新型干法熟料生产线 13 条，水泥和熟料产能分别为 2,035 万吨/年和 1,297 万吨/年，同比分别下降 2.40% 和 9.62%。截至 2019 年 3 月末，公司产能未发生变化。

在生产工艺上，公司目前水泥生产均采用当前国家鼓励的新型干法水泥生产工艺。在新疆地区正式取消全部 32.5 等级水泥的政策落实之前，公司已逐步开展 32.5 级水泥产线向高标号水泥产线转型升级的工作，现有生产线中除北疆两条 1,000t/d 熟料生产线因规模小面临一定能耗不达标的压力外，其余生产线均不存在能耗不达标的情况。但新疆地区目前水泥产能过剩依然严重，不排除后续公司部分产能面临淘汰的可能性。

表 4：截至 2018 年末公司已建成生产线情况

所属子/分公司	生产线规模	单位：万吨/年	
		熟料产能	水泥产能
巴州青松绿原建材有限责任公司	1*2,500t/d	75	150
克州青松水泥有限责任公司	1*6,000t/d 1*2,500t/d	255	360
库车青松水泥有限责任公司	1*5,000t/d	150	240
和田青松建材有限责任公司	1*2,500t/d	75	120
本部老线	1*2,500t/d	75	140
本部新线	1*3,200t/d	96	125
乌苏市青松建材有限责任公司	1*3,500t/d	105	130
新疆五家渠青松建材有限责任公司	-	-	150
新疆青松建材有限责任公司	1*7,500t/d	235	360
伊犁青松南岗建材有限责任公司霍城水泥厂	1*1,000t/d	30	30
塔城南岗建材有限责任公司	1*3,200t/d	96	50
和布克赛尔县青松南岗屯南建材有限责任公司	1*1,000t/d	30	50
伊犁青松南岗建材有限责任公司	1*2,500t/d	75	130
合计	-	1,297	2,035

注：熟料、水泥设计产能按 300 天核算。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：2017-2019.Q1 公司水泥产品产能情况

	单位：万吨/年		
	2017	2018	2019.Q1
水泥产能	2,085	2,035	2,035
熟料产能	1,435	1,297	1,297

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从区域分布来看，公司定位于区域水泥市场领先生产商，生产基地分布在南疆地区的阿克苏、库车、和田、克州和巴州，以及北疆地区乌鲁木齐、乌苏、五家渠、伊犁、塔城、霍城及和布克赛尔。截至2018年末，公司在南疆地区拥有水泥年产能1,135万吨，占整体水泥产能的比重为55.77%；北疆地区拥有水泥年产能900万吨，占比为44.23%。

表 6：截至 2018 年末公司水泥产品产能布局情况

北疆	单位：万吨/年	
	熟料产能	水泥产能
乌鲁木齐	235	360
乌苏	105	130
五家渠	0	150
伊犁	75	130
塔城	96	50
霍城	30	30
和布克赛尔	30	50
合计	571	900
南疆	熟料产能	水泥产能
阿克苏	171	265

库车	150	240
和田	75	120
克州	255	360
巴州	75	150
合计	726	1,135

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司主要采用按照订单进行生产的模式。受制于区域内水泥产能严重过剩的现状，错峰生产的政策约束及新疆地区自然气候的特殊性，公司每年的11月至次年的3月为错峰停产期，该期间主要开展机器设备的检修和人员的技能培训，为后续生产经营活动的开展提供技术支持。公司错峰停产期较长，致使整体产能利用率较低。2018年，受下游需求滑坡的影响，公司水泥和熟料产量出现不同程度下滑，其中水泥产量为582.87万吨，熟料产量为345.68万吨，同比分别下降14.70%和34.67%，水泥和熟料产能利用率分别为28.64%和26.65%，同比分别下降4.13和10.23个百分点，产能利用率进一步降低。随着基建补短板政策的推进，西北地区水泥市场需求未来或将一定程度回升，同时后续公司将筹划利用伊犁青松南岗和本部新线电石渣水泥优势及水泥窑处理危废项目，部分生产线能够豁免错峰生产停机，以提高整体产能利用率。但短期内公司产能释放仍面临较大压力，未来产能利用率改善情况值得关注。

表 7: 2017~2019.Q1 公司水泥产品生产情况

	单位: 万吨、%		
	2017	2018	2019.Q1
水泥产量	683.34	582.87	35.37
水泥产能利用率	32.77	28.64	6.95
熟料产量	529.16	345.68	64.24
熟料产能利用率	36.88	26.65	19.81

注: 2019 年一季度水泥产能利用率和熟料产能利用率数据已经年化处理。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体看, 2018 年公司低效资产的处置致使整体产能规模有所回落, 同时在区域水泥需求下滑背景下, 产品产量减少, 产能利用率下降, 未来产能释放情况需予以持续关注。

2018 年水泥产品价格保持较好涨势, 有效带动了公司整体经营性业务盈利水平的提升, 但未来需长期关注煤炭价格波动、区域水泥市场需求的改善状况及自身产能释放情况等因素对公司业务运营构成的压力。

2018 年, 受宏观政策调控影响, 新疆地区基础设施建设投资大幅下滑, 对水泥市场需求造成一定冲击。当年公司销售水泥 596.18 万吨, 同比下降 13.28%。但得益于区域错峰生产政策的有效执行, 新疆地区水泥价格继续上升, 当年公司水泥平均销售价格同比大幅上涨 30.74% 至 359.70 元/吨, 带动经营性业务盈利水平显著提升, 营业毛利率为 29.69%, 同比提高 11.46 个百分点, 全年经营性业务利润为 1.99 亿元, 同比增加 4.55 亿元。

表 8: 2017~2019.Q1 公司水泥销售状况

	单位: 万吨、元/吨		
	2017	2018	2019.Q1
水泥销量	687.46	596.18	41.66
水泥平均售价	275.12	359.70	403.45

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司主要的合作对象包括大型国企、央企、上市公司、兵团系统内部大型建筑公司、各区域大型商混站以及长期合作的优质经销代理商等, 2018 年主要客户稳定性良好, 前五大客户销售收入合计占销售总额的比例为 14.02%, 客户集中度较低, 有利于分散相关经营风险。货款结算方面, 目前公司主要采用先款后货、月底结付及按合同结付的方式结

算。为保证货款的及时回收, 2018 年公司通过多种措施加大对应收账款的清收, 有利于整体资金利用效率的提升。受水泥运输半径的限制, 公司水泥产品销售区域仅限于南疆区域、北疆的乌昌地区和伊犁南岗区域, 2018 年上述区域的销售收入占营业收入的比例分别为 56.55%、15.53% 和 13.90%。从市场占有率来看, 2018 年, 公司水泥产品在南疆地区和整个新疆地区的市场占有率分别为 20.00% 和 18.00%, 分别较上年下降 0.12 和上升 2.00 个百分点。整体来看, 公司在南疆地区的水泥产销仍具有较强的规模优势。

表 9: 2017~2018 年公司水泥市场占有率情况

	单位: %、个百分点		
	2017	2018	同比
南疆	20.12	20.00	-0.12
新疆合计	16.00	18.00	2.00

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

原材料方面, 公司水泥原材料主要包括石灰石和石膏, 能源主要为原煤和电力。石灰石是水泥企业的主要资源性原材料。截至 2018 年末公司水泥生产基地共拥有石灰石矿山 12 座, 合计总储量约为 1.59 亿吨, 自供比例在 85% 左右, 开采能力 0.068 亿吨/年。2018 公司石灰石综合利用率达 95% 以上。整体看, 公司石灰石资源充足, 保障其生产运营的稳定性。

煤炭供给方面, 目前公司煤炭全部依赖外购。依托新疆地区丰富的煤炭资源, 公司煤炭基本从当地采购, 主要供应商为规模较大的国有煤炭生产企业。2018 年煤炭价格高位震荡, 公司煤炭采购成本继续上升, 当年煤炭平均采购价格 (到厂价) 同比上涨 11.89% 至 474.44 元/吨。此外, 公司与国电新疆电力有限公司 (以下简称“新疆电力”) 双方共同出资建国电青松库车矿业开发有限公司 (以下简称“国电青松矿业”), 以国电青松矿业为主体, 开发大平滩煤矿, 该项目预计总投资约 8 亿元, 建成规模为年产 240 万吨的大型煤矿, 可供开采年限达 50 年以上, 煤矿地质储量 2.3 亿吨, 预计可开采储量 1.56 亿吨。截至 2018 年末公司已投资金额为 8,812.62 万元。2018 年 11 月 20 日, 公司拟挂牌转让对国电青松矿业剩余的 30.20% 的股权 (2017 年 12 月, 公司向阿

拉尔市新鑫国有资产经营有限责任公司（以下简称“新鑫国资”）转让国电青松矿业 18.80% 的股权获得价款 3.00 亿元），若此次股权能够挂牌转让成功，将回笼较大规模资金并对公司的盈利表现形成正面的支持。中诚信证评将持续关注上述股权转让事宜的进展及其对公司产生的影响。

电力供应方面，除伊犁青松南岗、塔城南岗建材有限责任公司和布克赛尔县青松南岗屯南建材有限责任公司的生产线未配纯低温余热发电系统外，公司其他生产线均配有纯低温余热发电系统。截至 2018 年末，公司建有配套的余热发电机组 9 套，余热发电装机容量 9.00 万千瓦，全年累计并网发电量达 0.92 亿千瓦时，余热发电装置的配备能够一定程度节约采购成本。此外，电力投资方面，公司与新疆电力共同出资组建国电青松吐鲁番新能源有限公司，以该公司为投资主体，一期开发建设风电 5 万千瓦、水电 5 万千瓦、太阳能热发电 1.2 万千瓦，计划总投资约为 12 亿元，项目资本金由股东各方根据注册资本金比例（公司持股 35%）分期注入，截至 2018 年末，公司已累计出资 8,732.16 万元。因新疆电力产能饱和，风电成本较高，且受自然风力条件影响，收益的稳定性不如水电，在风电一期 2014 年投产后，不再投资建设风电二期。一期风电项目和水电项目已经投产，并产生效益，近年项目收益均较为稳定，截至 2018 年末，公司已累计确认投资收益 1,138 万元。同时，受新疆区域内电力产能饱和影响，太阳能发电在中置实验之后，亦不再继续投资。

表 10：2017~2019.Q1 公司主要原材料及能源年均采购价格

	2017	2018	2019.Q1
煤炭（元/吨）	424.02	474.44	461.54
电（元/度）	0.39	0.39	0.39
石灰石（元/吨）	29.44	34.58	54.36
石膏（元/吨）	49.38	62.5	41.41

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从采购金额来看，2018 年公司石灰石采购金额¹为 2.16 亿元，同比增长 4.35%；同期，煤炭采购金额为 2.59 亿元，同比下降 2.26%。从采购占比来看，

¹ 公司 2017~2018 年及 2019 年 1~3 月石灰石采购金额包含自给部分石灰石开采成本和运输费用。

2018 年，公司下属子公司新疆青松建材有限责任公司和库车青松水泥有限责任公司为减少错峰生产的限制，分别向新疆天业（集团）有限公司和库车红狮水泥有限公司购买电石渣熟料，随着电石渣熟料采购占比的增加，当年石灰石和煤炭采购金额占采购总额的比例分别为 12.71% 和 15.26%，同比分别下降 8.13 和 11.46 个百分点。2019 年一季度，公司增加原燃料的采购，以备生产期间使用，使得近期煤炭采购占比有所提升。采购结算方面，2018 年以来公司采购环节票据支付增加，并最大限度地优化了供应商的付款条件，争取了一部分供应商先供货，后办理月结和延期付款，一定程度缓解了公司营运资金周转压力。

表 11：2017~2019.Q1 公司主要原材料采购金额

单位：亿元、%

项目	2017		2018		2019.Q1	
	采购金额	占采购总额的比例	采购金额	占采购总额的比例	采购金额	占采购总额的比例
煤炭	2.65	26.72	2.59	15.26	0.33	21.52
电	1.37	13.82	2.23	13.16	0.21	13.64
石灰石	2.07	20.84	2.16	12.71	0.10	6.54
石膏	0.37	3.75	0.20	1.19	0.01	0.64

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司石灰石资源储量充足，保障其生产运营的稳定性，但煤炭价格的高位震荡走势一定程度加大成本控制压力。此外，尽管区域水泥需求萎缩对产品销量产生不利影响，但错峰生产政策的持续推进有效提升了水泥产品价格，整体收入规模稳步增长，经营获利能力显著提升，继续巩固其在南疆地区的规模优势。但区域内水泥产能过剩严重，未来下游需求的回升及公司水泥产能的释放情况需予以关注。

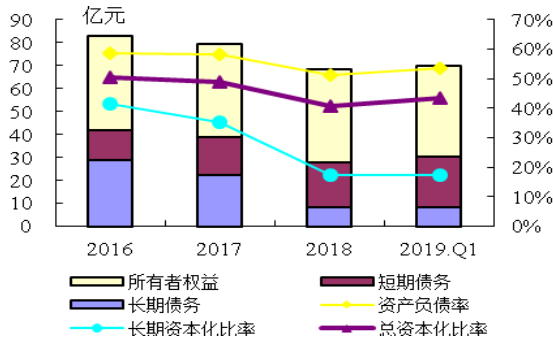
财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2017 年财务报告，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 2018 年财务报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合

并口径数据。

资本结构

图 4：2016~2019.Q1 公司资本结构



数据来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

2018 年，主要由于对申请破产的塔城南岗、乌苏青松等企业计提大量固定资产减值准备，加之到期债务偿还，使得资产总额有所减少，2018 年末资产总额为 83.37 亿元，同比下降 14.81%，负债总额为 42.76 亿元，同比下降 25.08%。2018 年，公司确认了较大规模的卡子湾厂区搬迁²收益，但受对清算单位预计大额损失的影响，当年末所有者权益基本较上年持平，为 40.60 亿元；资产负债率和总资本化比率分别为 51.30% 和 40.76%，同比分别下降 7.03 和 8.02 个百分点，整体财务杠杆比率回落明显，且与同行业水泥制造企业相比，公司资产负债率处于较合理水平。另截至 2019 年 3 月末，公司资产总额和所有者权益分别为 85.44 亿元和 39.57 亿元，当期末资产负债率和总资本化比率分别为 53.69% 和 43.40%。

² 卡子湾生产区因处于乌鲁木齐主城区被要求拆迁，三宗位于乌鲁木齐市米东区乌奇公路 2 号的土地 2015-C-165-B、2015-C-165-C、2015-C-165-A 在乌鲁木齐市国土资源局挂牌出让，挂牌时间分别为 2017 年 11 月 10 日至 2017 年 12 月 12 日和 2017 年 11 月 22 日至 2017 年 12 月 22 日，并分别于 2017 年 12 月 12 日和 2017 年 12 月 22 日由新疆碧桂园房地产开发有限公司摘牌，上述三宗土地总成交金额为 115,180 万元，截至 2018 年 11 月 2 日，公司的控股子公司新疆青松投资集团有限责任公司已经收到全部搬迁补偿金 82,817.81 万元。

表 12：2018 年末水泥行业部分公司资本结构比较

公司简称	资产 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
海螺水泥	1,495.47	22.15	8.08
冀东水泥	619.93	61.56	46.60
红狮控股	411.06	49.49	30.52
华新水泥	331.62	44.76	28.23
天山股份	170.34	46.11	34.21
万年青	100.54	39.38	23.25
青松建化	83.37	51.30	40.76
尖峰集团	49.01	29.61	13.29

数据来源：Choice，中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产以非流动资产为主，2018 年末非流动资产合计 66.76 亿元，占总资产的比重为 80.08%。公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产，2018 年末规模分别为 45.34 亿元、9.37 亿元和 3.05 亿元，占非流动资产的比重分别为 67.91%、14.04% 和 4.56%。其中，固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备，2018 年由于公司对下属塔城南岗（计提减值准备 2.23 亿元）和乌苏青松（计提减值准备 1.77 亿元）等清算处置单位计提减值准备（2018 年计提固定资产减值准备合计 5.36 亿元）以及计提固定资产折旧 3.03 亿元的影响，当年末固定资产同比下降 19.01%；由于新疆水泥行业推行错峰生产、行业协同，限制企业回转窑开窑时间，控制熟料供给，减少了机器设备的磨损，为了更加客观、公允地反映公司所属建材生产行业子公司的资产状况和经营成果，使固定资产的折旧年限与实际使用寿命更加接近，公司自 2018 年 1 月 1 日起对合并范围内企业的房屋、建筑物、机器设备的折旧年限进行调整，调整后当年计提固定资产折旧同比下降 42.57%，该会计估计变更导致增加当期利润总额 1.55 亿元；2018 年末在建工程包括 30 万吨/年烧碱及配套项目、和布克赛尔德贷余热发电项目和阿拉尔化工环保项目等，由于 30 万吨/年烧碱及配套项目在技术上已相对落后，给企业带来的经济效益具有不确定性，当年末已累计计提减值准备 1.94 亿元。上述 30 万吨/年烧碱及配套项目已于 2018 年 10 月投入试生产，预计于 2019 年下半年正式投产，中诚信证评将持续关注该项目投入运营后的经营状况及其对整体盈利产生

的影响。公司无形资产主要为土地使用权和采矿权。

表 13：2018 年公司固定资产折旧年限会计估计变更

单位：年

类别	变更前折旧年限	变更后折旧年限
房屋、建筑物	20~30	20~40
机器设备	10~12	10~16

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成，占流动资产的比重分别为 21.62%、20.83%、12.97%、32.51% 和 9.64%。其中货币资金同比下降 33.40% 至 3.59 亿元，主要受销售收现同比减少和偿还借款同比增加的影响。应收票据及应收账款中，应收票据包括银行承兑汇票 1.50 亿元和商业承兑汇票 0.12 亿元；2018 年，公司继续通过有力措施加大对应收账款的清收，当年末应收账款账面价值为 1.84 亿元，同比下降 24.00%；其他应收款主要为往来款项，由于偿还关联方委贷 1 亿元，年末余额同比下降 32.70% 至 2.15 亿元，主要往来对象包括新疆全荣投资有限公司、哈密南岗建材有限责任公司、新疆鼎源融资租赁股份有限公司、中航国际租赁有限公司和新源县双新环保新型建材有限责任公司等，其中一年以内的其他应收账余额占比为 48.61%，1~2 年的占比 8.40%，2 年以上的占比 42.99%，当年末累计计提坏账准备 0.69 亿元；存货主要为原材料和在产品，当年末累计计提存货跌价准备 0.32 亿元，同时由于水泥价格处于上升通道中，公司转回或转销 0.38 亿元的存货跌价准备，但仍需关注水泥价格波动带来的存货跌价风险；其他流动资产系应交税费中增值税留抵税额和应交税费中所得税留抵税额。

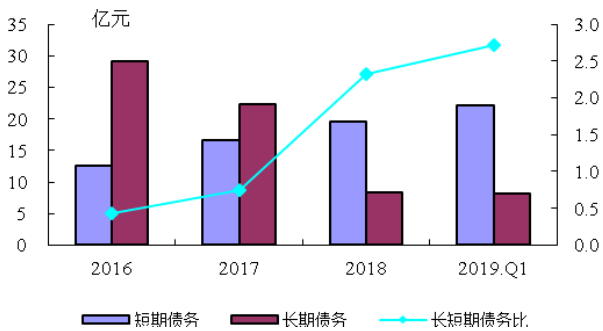
截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产分别为 44.65 亿元、9.97 亿元和 3.05 亿元；流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产分别为 4.75 亿元、2.82 亿元、1.85 亿元、6.12 亿元和 1.72 亿元。

负债结构方面，截至 2018 年末，公司负债总额为 42.76 亿元，其中流动负债 32.03 亿元，占比

74.90%。公司流动负债主要包括短期借款（6.38 亿元）、应付票据及应付账款（7.85 亿元）、其他应付款（3.78 亿元）和一年内到期的非流动负债（12.43 亿元），分别占流动负债 19.90%、24.52%、11.82% 和 38.79%。其中，短期借款主要为信用借款，随着到期债务的偿还，短期借款同比下降 60.84%；应付票据及应付账款中，应付票据包括商业承兑汇票 0.24 亿元和银行承兑汇票 0.50 亿元，应付账款主要系尚未结算的工程款；其他应付款主要为外部单位借款和暂收及垫付款，借款对象主要为新疆生产建设兵团下属企业；由于一年内到期的债券、借款转入，一年内到期的非流动负债同比增加 12.29 亿元，加大公司即期偿债压力。公司非流动负债主要为长期借款（6.15 亿元）、长期应付款（2.78 亿元）和递延收益（1.80 亿元）。其中，长期借款主要为信用借款，随着部分借款转入一年内到期的非流动负债，长期借款同比下降 32.28%；长期应付款中融资租赁款为 2.25 亿元，当年偿还克州融资租赁借款，使得长期应付款同比下降 52.84%；递延收益系 30MW 纯低温余热发电项目资金、余热发电专项资金和土地补偿金等政府补贴。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债主要包括短期借款（6.30 亿元）、应付票据及应付账款（10.67 亿元）、其他应付款（3.61 亿元）和一年内到期的非流动负债（12.46 亿元），其中应付票据及应付账款较年初增长 35.92%，主要系为旺季生产储备原燃材料使得应付款项相应增加；非流动负债主要为长期借款（6.15 亿元）、长期应付款（2.56 亿元）和递延收益（1.68 亿元）。

债务期限结构方面，2018 年，公司偿还部分到期借款，当年末总债务规模为 27.94 亿元，同比下降 28.07%，但随着一年内到期的债券和长期借款转入一年内到期的非流动负债，短期债务同比增长 17.80%，长期债务同比下降 62.25%，长短期债务比（短期债务/长期债务，下同）由上年末的 0.75 倍上升至 2.33 倍，短期偿债压力加大。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 30.34 亿元，长短期债务比为 2.71 倍，以短期债务为主的债务期限结构亟待改善。

图 5: 2016~2019.Q1 公司债务结构分析



数据来源: 公司审计报告及财务报表, 中诚信证评整理

总体看, 2018 年公司清算处置部分下属子公司, 加之到期债务的偿还, 资产和负债总额减少, 财务杠杆比率下降且处于较合理水平, 但即期偿债压力加大, 债务期限结构有待优化。

盈利能力

公司营业收入主要来自水泥及水泥制品的销售收入。2018 年, 受区域基础设施建设投资大幅下滑的影响, 新疆地区水泥市场需求萎缩, 导致公司主导产品水泥销量减少, 但得益于错峰生产常态化推进及煤炭价格高位运行对水泥产品价格的有力支撑, 全年营收规模保持增长, 2018 年公司实现营业收入 24.14 亿元, 同比增长 14.87%。其中, 水泥销售收入是公司的核心收入和利润来源, 当年水泥销售收入为 21.77 亿元, 同比增长 12.19%, 占营业收入的比重为 90.21%; 水泥制品收入 1.63 亿元, 同比增长 6.16%, 占比为 6.74%, 作为公司重要的收入来源补充。

营业毛利率方面, 2018 年, 受益于区域错峰生产政策的有力推进, 产品价格相对燃料和动力成本更高的上涨幅度, 当年营业毛利率为 29.69%, 同比提高 11.46 个百分点, 初始获利能力显著提升, 但仍处于行业偏低水平。2019 年 1~3 月, 公司水泥销量同比增加、价格同比上涨, 当期营业总收入 1.80 亿元, 同比增长 106.90%, 营业毛利率为 14.24%, 同比提高 13.13 个百分点。中诚信证评将持续关注水泥产品及煤炭价格波动对公司盈利能力的影响。

表 14: 2018 年公司与我国主要水泥企业盈利能力指标

单位: 亿元、%

企业简称	营业总收入	毛利率
冀东水泥	308.49	30.64
万年青	102.08	32.55
天山股份	79.32	36.18
尖峰集团	33.62	41.85
青松建化	24.14	29.69

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

表 15: 2016~2019.Q1 公司分板块收入及毛利率情况

单位: 亿元、%

	2016	2017	2018	2019.Q1
营业收入				
水泥	16.25	19.12	21.77	1.68
水泥制品	1.55	1.53	1.63	0.10
营业毛利率				
水泥	12.82	16.78	29.37	14.34
水泥制品	10.00	15.05	16.00	10.18

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2018 年公司继续加强内部管理, 期间费用规模得到进一步压缩, 当年期间费用合计 4.68 亿元, 同比下降 21.37%。具体来看, 2018 年工资薪酬类和日常消耗类费用支出减少, 销售费用同比下降 10.48% 至 0.33 亿元; 当年公司压缩管理层级, 严控各项费用, 管理费用为 2.04 亿元, 同比下降 27.51%; 财务费用方面, 公司债务规模的压缩使得利息费用支出减少, 当年财务费用为 2.30 亿元, 同比下降 16.85%。2018 年, 公司期间费用收入占比为 19.39%, 同比下降 8.94 个百分点。2019 年 1~3 月, 公司期间费用合计 1.07 亿元, 同比增长 3.58%, 期间费用收入占比为 59.38%, 同比下降 59.23 个百分点。总体而言, 公司近三年期间费用收入占比逐年下降, 但仍高企, 期间费用控制能力有待进一步提升。

表 16: 2016~2019.Q1 公司期间费用情况

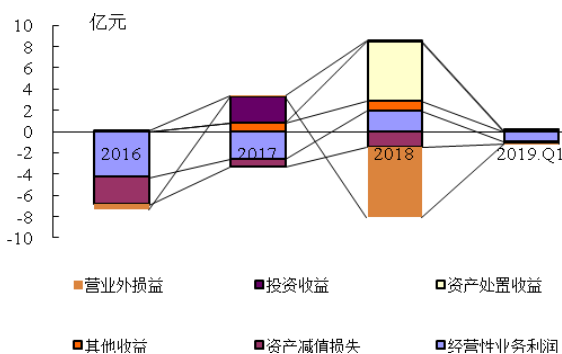
	单位: 亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	0.39	0.37	0.33	0.06
管理费用	3.33	2.82	2.04	0.46
研发费用	-	-	0.008	0.00
财务费用	2.63	2.77	2.30	0.55
期间费用合计	6.35	5.95	4.68	1.07
营业总收入	18.02	21.01	24.14	1.80
期间费用收入占比	35.23	28.33	19.39	59.38

注: 根据财会〔2018〕15号文, 将原“管理费用”拆成“管理费用”、“研发费用”两个科目列报, 以前年度未重述。

资料来源: 公司审计报告及财务报表, 中诚信证评整理

利润总额方面, 2018 年公司利润总额主要由经营性业务利润、资产处置收益和营业外损益构成。2018 年公司产品价格的上涨有效带动经营性业务利润扭亏为盈, 由上年的亏损 2.55 亿元转为盈利 1.99 亿元; 资产处置收益 (5.62 亿元) 系公司取得卡子湾生产区拆迁土地款用于弥补拆迁损失后确认无形资产处置收益; 营业外损益 (-6.54 亿元) 主要系固定资产处置损失 6.84 亿元 (其中非流动资产毁损报废损失 1.12 亿元和非流动资产预计损失 5.72 亿元); 此外, 公司当年发生资产减值损失 1.47 亿元 (坏账损失 1.08 亿元、存货跌价损失 0.09 亿元和固定资产减值损失 0.30 亿元), 同比增长 90.25%, 主要系坏账损失同比增加 0.98 亿元; 获得增值税即征即退等与经营活动相关的政府补贴 0.88 亿元。综合上述因素, 2018 年公司利润总额实现扭亏, 由上年的亏损 14.22 万元转为盈利 0.53 亿元, 全年净利润亏损面由上年的 0.61 亿元进一步收窄至 0.25 亿元, 整体盈利状况得到改善。

图 6: 2016~2019.Q1 公司利润总额情况



数据来源: 公司审计报告及财务报表, 中诚信证评整理

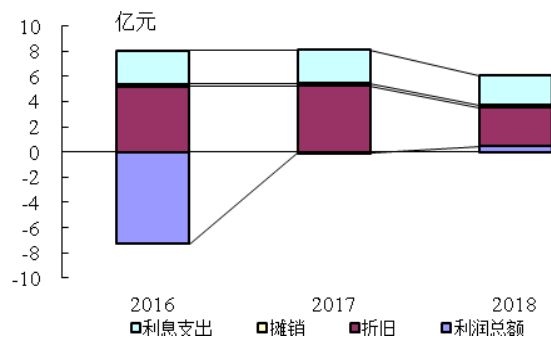
总体来看, 2018 年区域错峰生产政策的持续推

进带动水泥产品价格保持上涨, 公司收入规模呈现增长, 且经营性业务利润实现大幅扭亏, 整体盈利状况得到改善, 但中诚信证评将持续关注水泥产品、煤炭价格波动以及期间费用支出刚性较强等因素对公司盈利能力的影响。

偿债能力

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。由于折旧大幅减少的影响, 2018 年 EBITDA 减少至 6.10 亿元, 同比下降 25.03%。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看, 2018 年公司总债务/EBITDA 为 4.58 倍, 同比下降 0.19 倍; EBITDA 利息保障倍数为 2.59 倍, 同比下降 0.48 倍。总体看, 2018 年公司 EBITDA 对债务利息的保障程度欠佳。

图 7: 2016~2018 年公司 EBITDA 结构分析



数据来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

经营性现金流方面, 受益于盈利状况的改善及销售回款的加快, 2018 年公司经营活动净现金流为 7.91 亿元, 同比增长 40.23%, 同期经营活动净现金/总债务与经营活动净现金/利息支出的比率分别为 0.28 倍和 3.36 倍, 同比分别提高 0.13 倍和 1.23 倍, 经营性现金流对债务利息的保障程度提升。受季节性停产的影响, 2019 年一季度公司经营活动净现金流规模较小, 为 0.83 亿元, 上年同期为 -0.65 亿元。

表 17：2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
总债务（亿元）	41.71	38.84	27.94	30.34
长期债务（亿元）	29.08	22.25	8.40	8.18
短期债务（亿元）	12.63	16.58	19.54	22.16
EBITDA（亿元）	0.84	8.14	6.10	-
EBITDA 利息倍数 (X)	0.31	3.07	2.59	-
总债务/EBITDA (X)	49.57	4.77	4.58	-
经营净现金流/ 利息支出 (X)	2.59	2.13	3.36	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.17	0.15	0.28	0.11
资产负债率 (%)	58.69	58.33	51.30	53.69
总资本化比率 (%)	50.24	48.78	40.76	43.40

数据来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持着较好的合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司共计获得授信额度为 18.46 亿元，未使用的授信余额为 7.30 亿元，具有一定的备用流动性。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保及重大未决法律诉讼等或有事项。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计 5.17 亿元，占当年末总资产的比重为 6.05%，包括各类保证金 0.27 亿元、用于质押借款的应收票据 0.34 亿元和用于融资租赁的固定资产 4.55 亿元。

整体而言，2018 年，公司偿还部分到期债务，财务杠杆比率明显回落，但债务偿还压力依然较大。此外，当年区域基建投资下滑引致水泥需求下降，依托于错峰生产政策的持续推进对水泥价格上涨形成的有力支撑，公司经营业务实现大幅扭亏，且随着销售回款的改善，资本运营效率有所提升。2018 年以来，非水泥主业公司股权的出售以及低效资产处置力度的加大，有利于聚焦与发展公司水泥主业，减轻经营负担，为后续生产情况及经营业绩的改善奠定良好基础。

担保实力

统众国资为“新疆青松建材化工（集团）股份有限公司 2012 年公司债券”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保主体概况

统众国资是第一师国资委出资组建的国有独

资公司，其前身是 2005 年成立的阿拉尔塔河投资有限责任公司，截至 2018 年末，统众国资注册资本为 15.26 亿元，第一师国资委是其唯一股东及实际控制人。统众国资的业务范围主要涵盖农业、工业、电力和建筑施工等板块，在第一师经济建设中起到重要作用。其中，农业板块是以新疆当地农业优势资源棉花为主发展的农产品种植及销售、农资批发和畜牧业，工业板块主要是水泥生产和农副产品深加工，电力板块是为满足第一师电力供应而发展的供电业务，建筑施工板块主要是立足于南疆辐射内地的建筑安装业。

截至 2018 年 12 月 31 日，统众国资总资产为 297.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 77.92 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 73.79% 和 65.53%。2018 年，统众国资实现营业收入 120.81 亿元，净利润 0.36 亿元，经营活动净现金流 8.95 亿元。

经营状况

统众国资营业收入来源于农业、工业、电力和建筑施工等业务板块。2018 年，统众国资实现营业收入 120.81 亿元，同比增长 5.70%。其中，农业、工业、建筑、电力和其他板块收入占营业收入的比例分别为 48.20%、22.62%、17.97%、11.53% 和 2.03%。

统众国资农业板块业务主要经营主体为下属子公司新疆塔里木农业综合开发股份有限公司（以下简称“新农开发”）、新疆生产建设兵团农一师棉麻公司（以下简称“棉麻公司”）和新疆农一师供销（集团）有限公司（以下简称“供销公司”）。新农开发所从事的主要业务为种子及其副产品加工及销售、乳制品加工及销售以及甘草深加工产品的加工及销售，各项业务由专门子公司进行。种子加工及销售业务主要通过控股子公司新疆塔里木河种业股份有限公司开展，主要经营产品涉及棉花（包括长绒棉、陆地棉、彩色棉、抗虫棉）、水稻、小麦等大田作物种子以及瓜果、蔬菜、苗木花卉种子及农药、微肥等。乳制品业务主要通过公司控股子公司阿拉尔新农乳业有限责任公司（以下简称“新农乳业”）开展，主要经营业务奶牛养殖、原奶收购，液态乳

以及奶粉等乳制品的生产销售。甘草制品业务主要通过公司控股子公司新疆阿拉尔新农甘草产业有限责任公司开展，主要经营产品甘草浸膏、甘草浸膏粉、甘草霜、甘草酸粉、甘草酸单铵盐、甘草总黄酮、甘草多糖、甘草酸二钾盐和甘草甜味素等。截至 2018 年末，统众国资持股新农开发比例为 40.32%。当年由于对全资子公司阿拉尔新农化纤产业有限责任公司（以下简称“新农化纤”）整体资产出售，致使化纤收入减少，新农开发全年营业总收入 6.27 亿元，同比下降 42.24%，营业利润亏损 1.58 亿元，上年为 0.21 亿元，净利润亏损 2.21 亿元，上年为 0.15 亿元。其中，农业板块当年业务收入 2.90 亿元，同比增长 13.49%，毛利率同比上升 3.22 个百分点，板块业务获利能力有所提升。棉麻公司自 1991 年成立以来，始终承担第一师棉花收购、检验、销售、发运和结算的职能。2018 年，棉麻公司皮棉收购量 27.07 万吨，皮棉销售量 28.92 万吨，实现营业收入 42.14 亿元，同比增长 7.10%；得益于皮棉价格的上涨，全年利润总额为 0.70 亿元，同比增长 98.32%。供销公司主要经营农药、化肥和地膜等，供销公司下游企业为第一师各团场，第一师各农牧团场每年的农资采购基本都由其完成。2018 年，供销公司销售各类农资肥料 33.38 万吨，同比减少 1.63 万吨；销售成品油 6.26 万吨，同比减少 0.20 万吨；销售地膜 0.26 万吨，同比减少 0.74 万吨。2018 年，供销公司实现营业收入 13.19 亿元，同比下降 10.27%，实现利润总额 0.31 亿元，同比增长 9.05%。农业板块是统众国资最重要的收入来源，2018 年在营业总收入中占到五成左右的比重，且得益于棉麻公司和供销公司的垄断经营地位，统众国资农业板块业务发展得到一定保障。2018 年，兵团推行团场综合配套改革，全面取消了以统一种植计划、统一农机作业、统一品种和农业技术措施、统一农资采供及统一产品收购为主要内容的农业生产管理“五统一”政策，棉麻公司、供销公司在第一师内不再具有垄断地位。

统众国资工业板块主要包括青松建化的水泥制造和新农开发的甘草及液态奶等农副产品加工。其中水泥制造板块的经营情况具体如前文所述。新

农开发主营产品中的甘草及液态奶制品等计入公司工业板块核算。2018 年新农开发出售全资子公司新农化纤资产，从而导致新农开发工业收入规模下降，当年该板块营业收入 3.19 亿元，同比下降 53.02%。其中液态奶销售收入 2.56 亿元，同比增长 35.36%，主要是受益于营销网络建设稳步推进，奶制品销量同比增幅较大；甘草制品销售收入 0.36 亿元，同比下降 1.66%。

统众国资电力板块的经营主体为下属子公司新疆生产建设兵团农一师电力公司（以下简称“电力公司”）。截至 2018 年末，电力公司拥有 3 个发电厂、9 个供电所、25 个 35 千伏变电站和 14 个 110 千伏变电站，发电装机容量 85.46 万千瓦，输电线路 110 千伏为 758 公里、35 千伏为 486 公里。电力公司在阿克苏市供热面积为 193.62 万平方米，在阿拉尔市供热面积为 302 万平方米，占阿拉尔市总供热面积的 100%。发电方面，2018 年，电力公司完成发电量 19.80 亿千瓦时，单位发电煤耗 290.02 克/千瓦时。当年，公司购电成本共计 7.15 亿元，基本较上年持平。供电方面，2018 年，电力公司供电量 31.38 亿千瓦时，售电量 19.68 亿千瓦时，供电量和售电量同比分别增加 14.63 亿千瓦时和 4.04 亿千瓦时；2018 年，电力公司农业用电和工业用电售电价分别为 0.36 元/千瓦时和 0.48 元/千瓦时，同比无变动；商业用电和居民用电售电价分别为 0.65 元/千瓦时和 0.55 元/千瓦时。电力公司向国网阿克苏分公司购电，与其签订了长期合作协议，采购电价为阶梯电价，4 亿度之内采购电价为 0.41 元/千瓦时，超过 4 亿度部分为 0.3 元/千瓦时；自有水电站发电供电成本为 0.14 元/千瓦时。2018 年，得益于工业供电及居民用电增加，统众国资取得电力板块业务收入 13.93 亿元，同比增长 27.68%，业务毛利率为 -1.81%（上年同期为 0.22%），电力板块业务经营情况良好，在地区内有一定的主导地位，是统众国资主营业务收入的重要来源之一。

统众国资建筑板块的经营主体为下属子公司新疆塔里木建筑安装工程（集团）有限责任公司（以下简称“建安公司”）。2018 年，随着承揽的跨年工程稳步推进，建安公司当年实现营业收入为 21.71

亿元，同比增长 43.67%，截至 2018 年末在手订单金额合计 46.68 亿元，短期内对建安公司的收入仍形成一定支撑；主要因建筑行业钢材、水泥价格涨幅较快，以及人工工资同比上涨，建筑板块毛利率为 5.37%，同比下降 30.79%，当年净利润为 0.12 亿元，同比下降 62.79%。

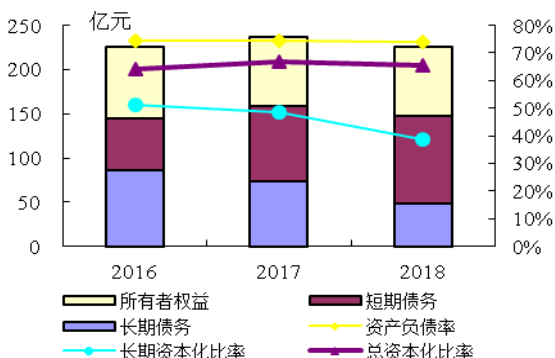
统众国资其他板块主要为煤炭开采，主要经营单位为阿克苏塔河矿业有限责任公司（以下简称“塔河矿业”）。因塔河矿业处于改制期，原煤销量减少，统众国资其他板块实现营业收入 2.45 亿元，同比下降 69.01%。此外，2018 年 12 月 26 日，统众国资与阿拉尔豫能有限责任公司（以下简称“阿拉尔豫能”）签订股权转让协议，将塔河矿业 80% 股权转让给阿拉尔豫能，转让完成后剩余股权 18.16%，已于 2019 年 1 月完成过户手续，并于当月起不再将塔河矿业纳入统众国资合并范围。

整体看，统众国资经营并发展多板块业务，在第一师经济建设中具有重要作用。

财务分析

以下财务分析基于统众国资提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2017 年审计报告，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 2018 年审计报告，公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

图 8：2016~2018 年统众国资资本结构分析

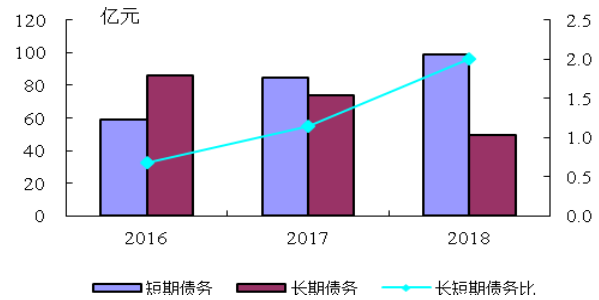


资料来源：统众国资审计报告，中诚信证评整理

资本结构方面，受 2018 年新农开发出售新农业整体资产及青松建化处置清算部分子公司等因素影响，截至当年末，统众国资总资产为 297.26 亿元，同比下降 3.70%；同期，负债总额为 219.34

亿元，同比下降 4.63%。所有者权益方面，2018 年末统众国资所有者权益为 77.92 亿元，基本较上年持平；当年末，资产负债率和总资本化比率分别为 73.79% 和 65.53%，分别较上年末下降 0.71 个百分点和 1.34 个百分点，财务杠杆比率小幅回落但仍处于较高水平。

图 9：2016~2018 年统众国资债务结构分析



资料来源：统众国资审计报告，中诚信证评整理

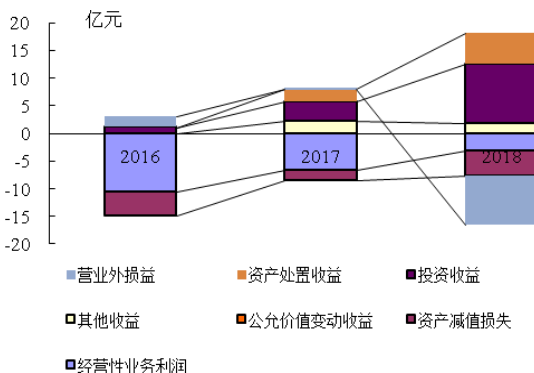
债务结构方面，截至 2018 年末，统众国资总债务同比下降 6.77% 至 148.12 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 98.74 亿元和 49.37 亿元，分别较上年末增长 16.21% 和下降 3.32%，长短期债务比由 2017 年末的 1.15 倍上升至 2.00 倍，短期债务占比进一步提高，以短期债务为主的债务结构不甚合理，债务期限结构有待优化。

盈利能力方面，统众国资营业收入主要来源于农业、工业、电力和建筑施工等板块。2018 年，主要得益于棉麻公司的稳定运营，统众国资农业板块收入稳步增长，建筑项目的稳步推进对建筑板块收入起到良好带动作用，加之水泥业务的增长平滑了工业板块新农业资产出售的影响，统众国资全年收入规模小幅增长。2018 年统众国资实现营业总收入 120.81 亿元，同比增长 5.70%，营业毛利率为 11.28%，同比提高 2.46 个百分点。期间费用方面，当年统众国资期间费用收入占比为 13.03%，较上年下降 0.73 个百分点，但仍侵蚀全部经营所得，期间费用控制能力有待提升。

利润总额方面，统众国资利润总额来源于经营性业务利润、其他收益、投资收益、资产处置收益和营业外损益等。统众国资经营性业务持续亏损，但随着下属主要经营主体业绩修复，经营性业务亏损面收窄，2018 年亏损 3.08 亿元，同比下降 53.62%；资产减值损失为 4.53 亿元（主要包括坏账损失 3.87

亿元和存货跌价损失 0.19 亿元)，同比增长 138.02%；其他收益主要为增值税即征即退和递延收益转入等；当年公司取得处置长期股权投资产生的投资收益 10.67 亿元（转让塔河矿业 80% 股权，获得投资收益 12.79 亿元），最终取得投资收益 10.69 亿元；资产处置收益（5.61 亿元）系青松建化取得卡子湾生产区拆迁土地款用于弥补拆迁损失后确认无形资产处置收益；营业外损益主要由核销往来款收入等营业外收入 1.31 亿元和破产清算阶段预计固定资产、在建工程清算产生的损失等营业外支出 10.14 亿元构成。综上，2018 年，统众国资利润总额扭亏为 1.71 亿元，同比增加 2.09 亿元；净利润较上年的-1.80 亿元扭亏为 0.36 亿元，但整体盈利水平仍有限。

图 10：2016~2018 年统众国资利润总额情况



资料来源：统众国资审计报告，中诚信证评整理

从偿债指标来看，2018 年，统众国资总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 7.81 倍和 2.21 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力偏弱。从现金流情况来看，2018 年，棉花价格同比提高和工业供电及居民用电增加推动相应板块收入增长，加之下属企业加大清收清欠工作，统众国资全年经营性现金流呈净流入状态，为 8.95 亿元（上年为-9.40 亿元），经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.06 倍和 1.04 倍，经营活动净现金对债务利息保障程度有所加大，但仍欠佳。

表 18：2016~2018 年统众国资主要偿债能力指标

指标	2016	2017	2018
长期债务（亿元）	86.21	73.59	49.37
总债务（亿元）	145.38	158.56	148.12
资产负债率（%）	74.37	74.50	73.79
总资本化比率（%）	64.08	66.83	65.53
EBITDA（亿元）	6.88	18.66	18.97
EBITDA 利息倍数（X）	0.75	2.30	2.21
总债务/EBITDA（X）	21.13	8.50	7.81
经营活动净现金流（亿元）	28.44	-9.40	8.95
经营活动净现金流/利息支出（X）	3.09	-1.16	1.04
经营活动净现金流/总债务（X）	0.20	-0.06	0.06

资料来源：统众国资审计报告，中诚信证评整理

银行授信方面，统众国资与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2019 年 3 月末，统众国资在各家银行授信总额度为 153.98 亿元，其中已使用授信额度 123.74 亿元，剩余授信额度 30.23 亿元。

受限资产方面，截至 2018 年末，统众国资受限资产合计 11.42 亿元，占同期总资产的比重为 3.84%，其中包括用于质押借款的应收票据 0.34 亿元、为银行借款而抵押的存货 0.17 亿元、固定资产 5.76 亿元和无形资产 0.06 亿元，为借款质押、非公开发行人公司债券提供质押反担保而受限的长期股权投资 2.85 亿元以及受限货币资金 2.23 亿元。

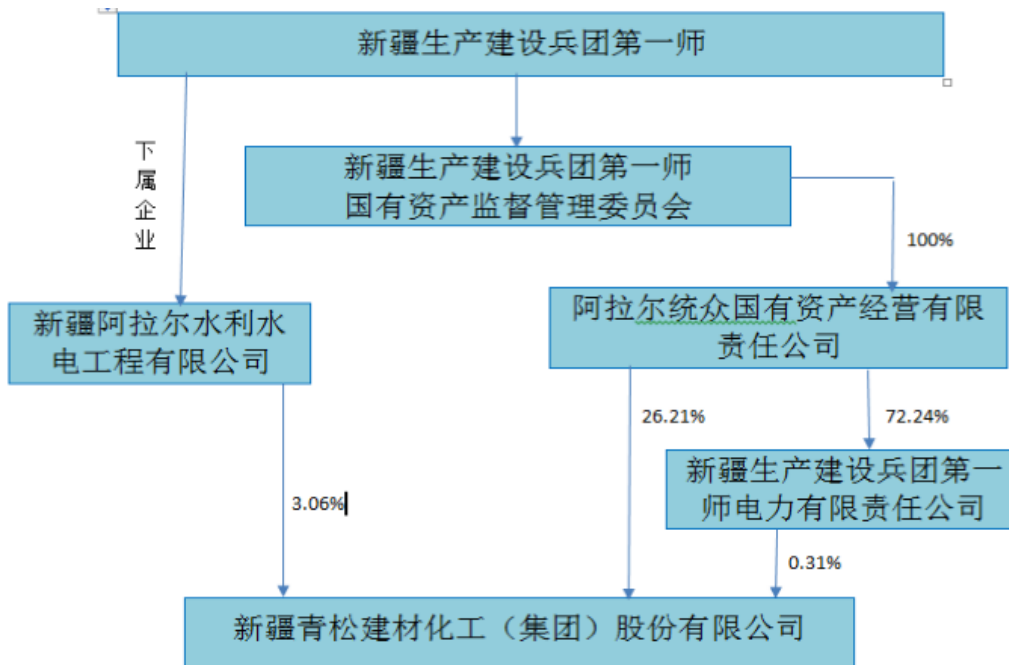
或有负债方面，截至 2018 年末，统众国资对外担保总额 18.41 亿元，占同期净资产的 23.62%，担保对象主要包括阿拉尔大漠天然气有限责任公司（6.84 亿元）、新疆生产建设兵团第一师交通局（4.59 亿元）、新鑫国资（1.00 亿元）、新疆阿拉尔水利水电工程有限公司（0.82 亿元）和阿拉尔市西北兴业城市建设投资有限公司（0.80 亿元）等，担保金额相对较大，存在一定的或有负债风险。

综合来看，统众国资系第一师国资委的重要控股子公司，2018 年经营性业务继续减亏，且转让塔河矿业股权产生的投资收益以及卡子湾厂区搬迁补偿款的到位，对经营性业务亏损及破产清算等营业外支出形成弥补，实现整体盈利改善，继续奠定统众国资在第一师经济建设中的重要地位。中诚信证评认为统众国资提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次公司债券按期偿付可提供一定保障。

结 论

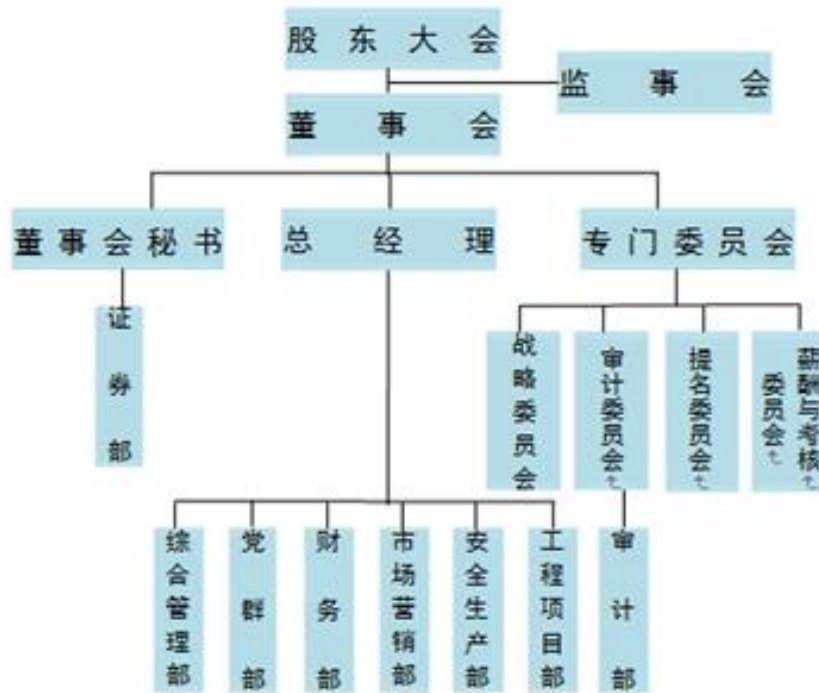
综上，中诚信证评上调青松建化主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“新疆青松建材化工（集团）股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：新疆青松建材化工（集团）股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：新疆青松建材化工（集团）股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：新疆青松建材化工（集团）股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	19,814.01	53,931.54	35,915.76	47,462.55
应收账款净额	32,553.86	24,230.68	18,416.18	20,700.39
存货净额	47,629.68	47,135.14	54,006.08	61,165.04
流动资产	156,854.31	199,962.65	166,103.13	187,811.90
长期投资	70,478.76	56,549.38	55,921.23	56,650.99
固定资产（合计）	730,551.65	664,593.17	547,068.25	546,160.94
总资产	999,874.19	978,588.13	833,665.15	854,399.06
短期债务	126,250.00	165,841.23	195,368.77	221,618.76
长期债务	290,848.60	222,544.24	84,001.59	81,787.19
总债务（短期债务+长期债务）	417,098.60	388,385.46	279,370.36	303,405.95
总负债	586,828.58	570,806.44	427,644.31	458,738.17
所有者权益（含少数股东权益）	413,045.62	407,781.69	406,020.84	395,660.90
营业总收入	180,235.74	210,112.03	241,352.72	17,999.38
期间费用前利润	20,593.27	33,968.50	66,721.92	1,424.94
投资收益	813.12	24,781.55	441.46	1,372.18
净利润	-74,492.50	-6,076.40	-2,482.49	-10,044.65
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	8,413.65	81,381.96	61,011.56	-
经营活动产生现金净流量	70,980.95	56,420.76	79,119.70	8,286.51
投资活动产生现金净流量	-11,039.89	72,657.49	38,548.83	-2,646.61
筹资活动产生现金净流量	-59,831.79	-95,059.79	-137,068.90	-2,408.68
现金及现金等价物净增加额	126.31	34,018.46	-38,800.74	3,231.22
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	13.40	18.23	29.69	14.24
所有者权益收益率（%）	-18.03	-1.49	-0.61	-10.15
EBITDA/营业总收入（%）	4.67	38.73	25.28	-
速动比率（X）	0.39	0.47	0.35	0.36
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	0.15	0.28	0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.56	0.34	0.40	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	2.59	2.13	3.36	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.31	3.07	2.59	-
总债务/EBITDA（X）	49.57	4.77	4.58	-
资产负债率（%）	58.69	58.33	51.30	53.69
总资本化比率（%）	50.24	48.78	40.76	43.40
长期资本化比率（%）	41.32	35.31	17.14	17.13

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2019年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标经年化处理；

3、公司2016~2018年末长期应付款中包含有息债务“融资租赁款”，中诚信证评将其调整至长期借款。

附四：阿拉尔统众国有资产经营有限责任公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	158,537.12	193,384.69	206,180.10
应收账款净额	124,555.54	107,771.77	96,079.30
存货净额	457,072.79	405,852.46	526,411.58
流动资产	1,078,288.85	1,170,604.72	1,440,085.92
长期投资	212,319.87	208,536.39	165,129.19
固定资产（合计）	1,717,136.37	1,535,537.61	1,274,352.16
总资产	3,179,603.29	3,086,756.41	2,972,613.25
短期债务	591,747.58	849,695.98	987,437.59
长期债务	862,069.79	738,991.45	493,732.10
总债务（短期债务+长期债务）	1,453,817.37	1,588,687.44	1,481,169.68
总负债	2,364,725.31	2,299,771.81	2,193,374.19
所有者权益（含少数股东权益）	814,877.98	786,984.60	779,239.06
营业总收入	1,188,045.50	1,142,933.48	1,208,108.53
期间费用前利润	67,177.83	90,847.55	126,609.94
投资收益	11,356.99	33,885.27	106,922.05
净利润	-137,748.00	-18,032.57	3,559.91
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	68,794.28	186,564.33	189,675.14
经营活动产生现金净流量	284,384.33	-93,996.24	89,500.39
投资活动产生现金净流量	-65,259.90	66,409.81	93,596.99
筹资活动产生现金净流量	-245,556.07	59,054.42	-165,511.28
现金及现金等价物净增加额	-26,397.47	31,444.72	17,615.85
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	6.41	8.82	11.28
所有者权益收益率（%）	-16.90	-2.29	0.46
EBITDA/营业总收入（%）	5.79	16.32	15.70
速动比率（X）	0.46	0.54	0.58
经营活动净现金/总债务（X）	0.20	-0.06	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.48	-0.11	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	3.09	-1.16	1.04
EBITDA 利息倍数（X）	0.75	2.30	2.21
总债务/EBITDA（X）	21.13	8.52	7.81
资产负债率（%）	74.37	74.50	73.79
总资本化比率（%）	64.08	66.87	65.53
长期资本化比率（%）	51.41	48.43	38.79

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、统众国资2016~2018年末长期应付款中包含有息债务“融资租赁款”，中诚信证评将其调整至长期借款。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

期间费用前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

期间费用收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 研发费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。