

江西万年青水泥股份有限公司  
2020 年公开发行可转换  
公司债券信用评级报告



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【2020】第 Z  
【358】号 01

分析师

姓名：  
罗力 王贞姬 王贞姬  
电话：  
010-66216006  
邮箱：  
luol@cspengyuan.com

评级日期：  
2020年5月25日

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](http://www.cspengyuan.com)

## 江西万年青水泥股份有限公司 2020年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+ 发行主体长期信用等级：AA+  
发行规模：不超过10亿元（含） 评级展望：稳定  
债券期限：不超过6年（含）  
债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付

### 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”）本次拟发行总额不超过10亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到江西省水泥供需格局改善，区域水泥需求及价格具有韧性，公司系江西省水泥龙头企业，在江西省内拥有较强竞争力，近年公司经营收益持续提升，主业回款情况良好，偿债能力持续提高；同时中证鹏元也关注到疫情冲击下水泥市场价格有所回落，公司存在业务区域集中度较高等风险因素。

### 正面：

- 江西省内基础设施建设项目推进及供给侧改革政策落实推动区域水泥供需关系改善，区域水泥需求及价格具有韧性。近年江西省落实国家脱贫攻坚建设政策，2017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%；2018-2019年继续推进项目建设，基础设施投资增速分别为17.70%和8.90%。江西省基础设施建设推进加之错峰生产及环保限产等政策抑制水泥产能释放，推动区域水泥供需关系改善，区域水泥需求及价格具有韧性。
- 公司水泥产品在江西省内拥有较强竞争力。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，2019年末公司拥有13条熟料生产线及31台水泥磨机，水泥和熟料年产能分别为2,559.00万吨和1,332.00万吨。根据国家统计局数据显示，2019年江西省水泥产量为9,625.05万吨，其中公司水泥产量占比25.20%。

- **供需格局改善推动公司主要产品销售量价齐升，公司经营收益持续提升。**得益于区域市场供需格局改善，近年公司水泥及混凝土产品量价齐升，推动公司经营业绩提高，2017-2019 年公司分别实现营业收入 70.94 亿元、102.08 亿元和 113.90 亿元，净利润分别为 8.42 亿元、18.38 亿元和 20.55 亿元，经营收益持续提升。
- **公司主业回款情况良好，偿债能力持续提高。**受益于现金生成能力提高及营运资本增加，2017-2019 年公司经营活动现金净流入分别为 15.90 亿元、25.20 亿元和 24.53 亿元，主业回款情况良好。近年公司 EBITDA 随利润增长持续增加，加之有息债务减少，公司偿债指标表现较好，2019 年 EBITDA 利息保障倍数及年末有息债务与 EBITDA 的比值分别为 42.20 和 0.40。

#### 关注：

- **疫情冲击下水泥市场价格有所回落。**2019 年我国水泥价格延续上涨态势，2020 年以来受 COVID-19 疫情冲击快速回落，2020 年初江西省水泥价格自 562.00 元/吨下降至 455.40 元/吨，目前疫情对国内经济产生的消极影响仍在持续，需关注其对水泥价格的影响。
- **公司业务区域集中度较高。**公司业务主要分布在江西省内，2017-2019 年公司营业收入中江西省内收入占比分别为 86.89%、88.73%和 88.43%，业务区域集中度较高，主要销售区域较为单一。

#### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	1,174,114.83	1,180,613.58	1,005,360.68	837,402.61
归属于母公司所有者权益	531,696.47	506,487.46	403,016.39	310,706.01
有息债务	102,574.46	125,022.08	184,581.86	214,158.15
资产负债率	32.17%	36.28%	39.38%	44.67%
流动比率	1.75	1.51	1.16	0.88
速动比率	1.44	1.37	1.02	0.72
营业收入	167,144.81	1,139,043.07	1,020,751.86	709,381.12
营业利润	53,431.48	280,436.88	251,577.49	109,752.38
净利润	40,255.05	205,457.14	183,779.23	84,202.13
综合毛利率	41.23%	31.55%	32.55%	26.36%
总资产回报率	-	25.13%	26.28%	14.23%
EBITDA	-	315,231.46	286,746.35	163,680.22
EBITDA 利息保障倍数	-	42.20	32.07	12.59

---

经营活动现金流净额	-24,995.07	245,310.79	252,043.95	158,991.49
-----------	------------	------------	------------	------------

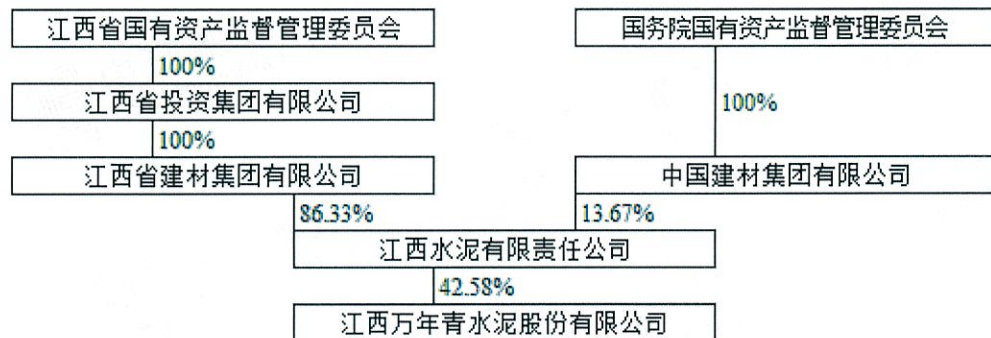
注：2018 年末流动比率、速动比率和经营性净现金流/流动负债三项指标计算中，流动负债包括 2019 年到期的应付债券，下同。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司是由始建于1958年的江西水泥厂（现“江西水泥有限责任公司”）独家发起，通过向社会公众公开发行股票，以募集方式设立的股份有限公司。经中国证监会批准，公司于1997年9月23日在深圳证券交易所挂牌上市，上市时总股本18,000万股，其中国有法人股13,000万股、社会公众股5,000万股。后经数次变更，截至2019年末，公司注册资本为7.97亿元，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。此外，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。2020年3月，江西建材股权无偿划转事项完成工商变更登记。

图 1 截至 2020 年 3 月 31 日公司与实际控制人之间股权结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要从事硅酸盐水泥、商品混凝土以及新型墙材的生产和销售，主要产品包括“万年青”牌系列普通硅酸盐水泥和复合硅酸盐水泥，以及商品熟料、商品混凝土、新型墙材等。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共65家，详见附录二。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**江西万年青水泥股份有限公司公开发行可转换公司债券；

**发行总额：**不超过10亿元（含）；

**债券期限：**不超过6年（含）；

**债券利率：**本期债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付；

**转股期限：**本期债券转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

**初始转股价格：**本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价之较高者，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

**转股价格的调整方式：**在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，转股价格相应调整。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）；当转股价格调整日为本次发行的可转债持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则及充分保护本次发行的可转债持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订；

**转股价格向下修正条款：**在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之较高者。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易

日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

如公司决定向下修正转股价格时，公司将在中国证监会指定的信息披露报刊及互联网网站上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日），开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行；

**债券赎回条款：** 在本期债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债；

**债券回售条款：** 在本期债券最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的 70%时，本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。

最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权。可转债持有人不能多次行使部分回售权；

**附加回售条款：** 若本期债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本期债券的权利。可转债持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。



### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过10亿元（含），资金投向明细如下：

表 1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
江西德安万年青水泥有限公司建设一条6600T/D熟料水泥生产线(配套余热发电)项目	112,119.50	40,000.00	35.68%
江西万年青水泥股份有限公司万年水泥厂2×5100T/D熟料水泥生产线(配套余热电站)异地技改环保搬迁工程	168,904.44	60,000.00	35.52%
合计	281,023.94	100,000.00	-

资料来源：公司提供

#### 1、项目基本情况

(1)江西德安万年青水泥有限公司建设一条6600T/D熟料水泥生产线(配套余热发电)项目

项目位于江西省九江市德安县爱民乡后门口洪家村西南侧，拟建设一条6600T/D熟料、采用五级旋风预热器带在线喷腾式分解炉的新型干法水泥生产线，设计年产熟料198万吨，最终产品为P.O.42.5水泥147万吨、P.C.32.5R早强型复合水泥146万吨。此外，项目将同步配套建设12MW纯低温余热发电系统，其电站的电力全部回用于本项目水泥熟料生产。项目计划建设期为12个月，截至2019年末已投资3.49亿元。

(2)江西万年青水泥股份有限公司万年水泥厂2×5100T/D熟料水泥生产线（配套余热电站）异地技改环保搬迁工程

项目位于江西省上饶市万年县大源镇荷溪村南侧，拟建设2×5100T/D熟料、采用五级旋风预热器带在线喷腾式分解炉的新型干法水泥生产线，设计年产熟料306万吨，最终产品为P.O.42.5水泥240万吨、P.C.32.5R水泥160万吨。此外，项目将同步配套建设2×9MW低温余热发电系统，其电站的电力全部回用于本项目熟料水泥生产；预留城市生活垃圾协同处理系统。项目将分两个阶段建设，第一条生产线预计15个月左右完成施工、安装、调试等工作，并达到点火的要求；第二条生产线从第一条生产线投产后立即着手开始建设，预计工期9个月左右，截至2019年末已投资2.47亿元。

#### 2、项目批复情况

截至2019年末，本期债券2个募投项目已完成备案，此外，江西德安万年青水泥有限公司建设一条6600T/D熟料水泥生产线（配套余热发电）项目收到江西省环境保护厅的批

复文件，江西省环境保护厅原则同意该项目环境影响报告书所列工程性质、地点、规模、生产工艺和环境保护对策措施。

**表 2 募投项目批复文件**

文件名称	文件号	发布机构	主要内容
江西德安万年青水泥有限公司 6600T/D 熟料水泥生产线项目备案通知书	德工信字[2017]51 号	德安县工业和信息化委员会 德安县发展和改革委员会	同意备案
江西省环境保护厅关于江西德安万年青水泥有限公司 6600T/D 熟料水泥生产线项目环境影响报告书的批复	赣环评字[2018]108 号	江西省环境保护厅	原则同意该项目环境影响报告书所列工程性质、地点、规模、生产工艺和环境保护对策措施
江西万年青水泥股份有限公司万年水泥厂 2×5100T/D 熟料水泥生产线异地技改环保搬迁项目备案通知书	万工信字[2017]56 号	万年县工业和信息化委员会 万年县发展和改革委员会	同意备案

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 3、项目效益分析

(1)江西德安万年青水泥有限公司建设一条6600T/D熟料水泥生产线(配套余热发电)项目

根据南京凯盛国际工程有限公司出具的项目可行性研究报告，项目固定资产静态总投资为11.21亿元，年均销售利润2.04亿元，投资利润率为17.10%，全投资静态投资回收期(含建设期)6.32年。

(2)江西万年青水泥股份有限公司万年水泥厂2×5100T/D熟料水泥生产线(配套余热电站)异地技改环保搬迁工程

根据南京凯盛国际工程有限公司出具的项目可行性研究报告，项目固定资产静态总投资为16.89亿元，年均销售利润2.35亿元，投资利润率为12.78%，全投资静态投资回收期(含建设期)7.62年。

考虑到受资金到位情况、工程进度及天气等因素影响，募投项目存在不能按期竣工的可能性，同时受外部供需环境影响，募投项目建成后预期收益实现情况尚待观察。

## 四、运营环境

房地产及基建投资有助于稳定水泥需求，但短期内受房地产增量投资减少、基建投资边际拉动作用减弱叠加COVID-19疫情冲击影响，水泥需求将趋于下降

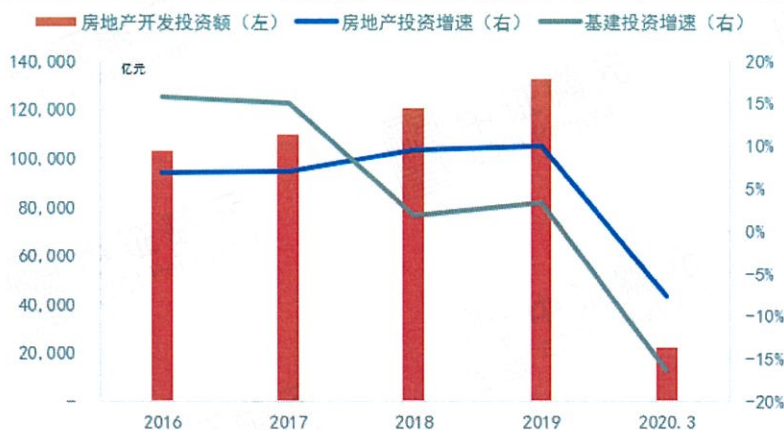
水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前仍属不可替代的基

基础建筑材料，并且不能重复利用。作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业景气度与宏观经济尤其是房地产和基建投资呈较高的正相关性。

近年我国经济得以快速发展的主要推动力来自投资，而投资领域以房地产及基础设施建设为主。2017年得益于三、四线城市商品房成交活跃，我国房地产开发投资增至10.98万亿元，同比增速与上年基本持平；2018年房屋销量增长进一步刺激投资增加，当年我国房地产投资12.03万亿元，同比增长9.5%；2019年受益房企加大推盘力度、以价换量以及棚改货币化安置时滞效果体现，当年房地产销售超预期，推动当年房地产开发投资同比增长9.9%至13.22万亿元。

基建方面，2016-2017年我国基建投资同比分别增长15.71%和14.93%，但政策“去杠杆”导致2018年基建投资增速明显放缓，当年我国基建投资同比仅增长1.79%，较2017年下降13.14个百分点。在当前我国经济增长乏力环境下，基建投资作为经济增长稳定器作用增强，2019年我国基建投资同比增长3.33%，较2018年提高1.54个百分点。

图2 2019年我国房地产投资加速、基建投资回暖拉升水泥需求



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

2020年国内房地产投资增速受增量减少叠加COVID-19疫情冲击将明显放缓。2020年我国延续“房住不炒”调控总基调，同时棚改货币化安置力度走弱、房企以价换量提前释放潜在需求导致商品房销售承压，加之我国房地产融资管控常态化、房企短期有息债务维持高位等因素收紧房企流动性，对房地产开发投资形成“挤出效应”，预计我国房地产开发增量投资趋于减少。此外，2020年1季度我国爆发的COVID-19疫情导致当期商品房开发投资及销售面积同比分别下降7.70%和26.30%，考虑到疫情对我国经济运行、就业、居民收入及消费都产生较大负面影响，部分中小房企因流动性困难出现破产，谨慎性投资及消

费将加剧我国房地产投资减少。

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。2020年我国基建投资将继续加码，但对水泥需求边际拉动作用将弱化。

整体而言，近年房地产及基建投资有助于稳定水泥需求，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，未来我国水泥需求将趋于下降。

**水泥行业面临产能去化压力，近年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水泥价格有望维持高位，但价格中枢将趋于下移**

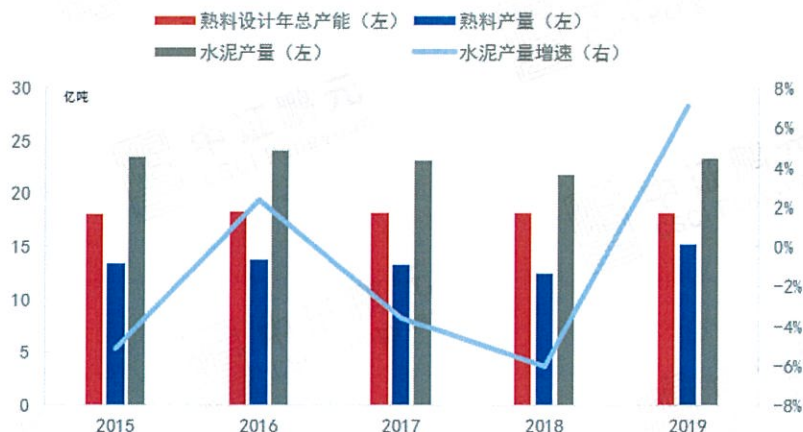
受“淘汰落后产能、严控新增产能”等去产能政策影响，近年我国水泥产能增长得到控制，2015-2018年我国水泥产量波动下降，仅2016年在投资增加助推水泥产量较上年小幅提升2.17%。在需求增长拉动下，2019年我国水泥产量同比增长7.06%至23.30亿吨；熟料总产量达15.2亿吨，创历史新高。

目前我国水泥行业仍面临产能去化压力，供给改革限制产能释放，推动行业利润增长，不利水泥产能市场化出清、“僵尸产能”及“无效产能”通过产能置换新增产能等导致水泥行业去产能进度缓慢。据中国水泥协会信息研究中心初步统计，2019年我国新增新点火水泥熟料生产线共有16条，新点火熟料设计产能2,372万吨/年，截至2019年末，我国新型干法水泥生产线累计1,624条，设计熟料产能维持在18.2亿吨<sup>1</sup>，实际年熟料产能依旧超过20亿吨。根据跟踪的在建生产线进度情况看，预计2020年仍将会有3,000万吨左右熟料产能新点火，考虑到产业结构调整下我国水泥需求长期呈下降趋势，未来水泥行业仍面临产能去化压力。

图3 我国熟料产能及水泥、熟料产量情况<sup>2</sup>

<sup>1</sup> 部分于2016年以前已经获得备案的在建产能延后建成，冲抵了减量置换腾出的产能空间。

<sup>2</sup> 2017年及2018年熟料产量系根据公开数据自行测算。

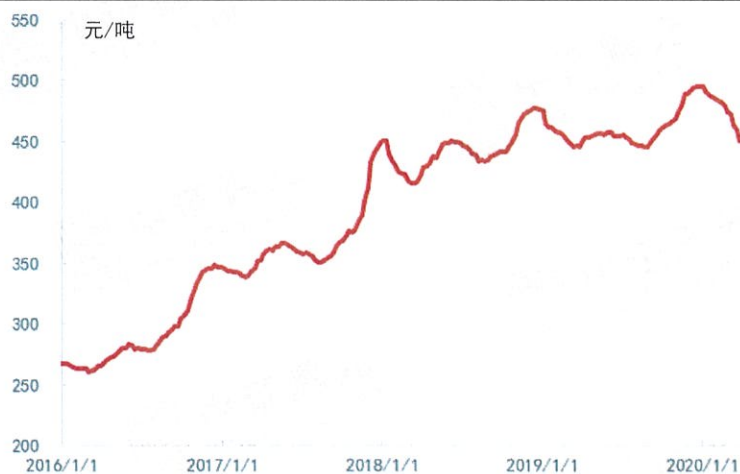


资料来源：Wind、数字水泥网，中证鹏元整理

价格方面，虽然2018年我国基建投资增速大幅下降，但2016-2017年基建投资保持较高增长，2016-2018年我国房地产投资保持加速增长态势。此外，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，2016年以来我国水泥产量持续下降。供需两端共同作用推动水泥行业供需格局改善，2016年下半年以来我国水泥价格持续上涨。

2020年水泥下游需求仍具韧性，停产限产措施仍可支撑水泥价格维持高位，但需求对水泥价格边际拉动作用难及2019年水平，同时国内水泥产能去化缓慢，水泥产能延续“由北向南”置换将对南方水泥市场价格产生一定冲击，叠加COVID-19疫情导致下游复工推迟、水泥库存高企、市场竞争加剧，4月底我国水泥价格已较年初下降10.24%，同比下降2.33%，预计全年水泥价格中枢趋于下移。

图4 2019年我国水泥价格延续上涨态势，2020年以来受COVID-19疫情冲击快速回落



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。  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2016年下半年以来煤炭价格大幅上涨并维持高位，2020年受COVID-19疫情影响煤炭

### 价格走低，煤炭-水泥价格的快速传导机制或将加速水泥价格中枢下移

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弱。

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，后续政府部门通过库存标准、长协合同等行业监管手段旨在将煤炭价格维持在绿色区间，2019年我国煤炭价格<sup>3</sup>在550元/吨~579元/吨之间波动，同比无明显变化。受COVID-19疫情影响，2020年1-2月煤企复工延迟导致煤炭短期供给偏紧，煤炭价格小幅上涨，但此后受下游复工延迟、煤电及钢铁企业库存高企、需求不达预期影响，3月以来煤炭价格急降，4月末较3月初下降5.19%，同比下降8.46%。考虑到疫情对国内经济及国际贸易产生的消极影响仍在持续，给我国制造业及出口带来沉重打击，进而影响煤炭下游需求，短期内我国煤炭价格将趋于下降。由于煤炭-水泥价格的快速传导机制，煤炭价格下降将加速水泥价格中枢下移。

图5 2019年我国煤炭价格高位运行，2020年以来受COVID-19疫情影响趋于下降



注：图中价格系环渤海动力煤（Q5500K）综合平均价格指数。  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 政策助推我国水泥熟料落后产能逐步淘汰，行业集中度提高

目前我国正处于经济体制改革和产业结构调整期，化解产能过剩、优化产业结构、增强经济增长的内生动力是我国经济发展的必然趋势。近年国家对煤炭、水泥等产能过剩行业密集出台多项调控政策。从政策调控方向来看，主要集中在淘汰落后产能、严控新增产

<sup>3</sup> 运营环境中煤炭价格均指环渤海动力煤(Q5500K)综合平均价格指数。

能、鼓励兼并重组、提高行业准入门槛和节能环保水平等方面。

表3 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
2016.05	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；严控新增产能、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	工信部、环保部	《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等15个省（自治区、直辖市）所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产；辽宁、吉林、黑龙江、新疆自11月1日至次年3月底，北京、天津、河北、山西、内蒙古、山东、河南自11月15日至次年3月15日，陕西、甘肃、青海、宁夏自12月1日至次年3月10日；除15个省（自治区、直辖市）之外的其他地区，结合当地实际情况，在春节期间、酷暑伏天和雨季开展错峰生产，可根据当地实际情况确定具体错峰生产时间。
2017.05	水利部	《关于严格水资源管理促进供给侧结构性改革的通知》	对于钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等产能严重过剩行业新增项目，以及采用《高耗水工艺、技术和装备淘汰目录（第一批）》中高耗水工艺、技术和装备的新、改、扩建项目，原则上不得办理新增取水许可和入河排污口设置等相关手续。
2017.08	环保部、发改委等	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	“2+26”城市水泥（含特种水泥，不含粉磨站）等建材行业，采暖季全部实施停产，水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。
2017.08	环保部	《关于做好钢铁、水泥行业排污许可证管理工作的通知》	各级环保部门应于2018年开展水泥工业企业和“2+26”城市及重点区域钢铁工业企业无证排污行为集中监管执法。
2017.09	工信部	《通用硅酸盐水泥》标准修改单及编制说明	取消32.5R强度等级的复合硅酸盐水泥（PC32.5R）。
2018.01	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料；用于建设项目置换的产能，在建设项目投产前必须关停，并在建设项目投产一年内拆除退出。
2018.06	国务院	《关于全面加强生态环境保护 坚决打好污染防治攻坚战的意见》	严禁水泥行业新增产能，对确有必要新建的必须实施等量或减量置换。

资料来源：数字水泥网，中证鹏元整理

从政策执行效果来看，落后产能淘汰规模随其被淘汰逐年大幅减少，我国水泥市场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，企业间强强联合、兼并重组不断推进，行业集中度不断提高。根据中国水泥协会数据，截至2019年末，中国（不含港澳台）前50家大企业集团的水泥熟料设计年产能共计13.8亿吨，占全国熟料总产能的76%；其中前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的58%。中国建材股份有限公

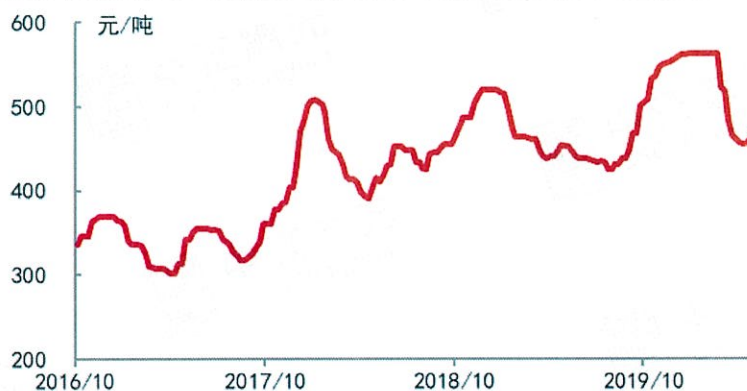
司和中国中材股份有限公司整合后的中国建材集团有限公司以4亿吨的熟料产能稳居第一，安徽海螺水泥股份有限公司和唐山冀东水泥股份有限公司（含北京金隅集团股份有限公司）分列第二和第三位。

**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及价格具有韧性**

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，近年上述品牌合计在江西省内水泥销量占当年总销量比重约80%，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。

江西省自2016年起水泥产量走低，2016-2018年水泥产量分别为9,513.03万吨、8,934.13万吨和8,813.55万吨，2019年水泥产量在前期基建加码推动下提高至9,625.05万吨。价格方面，与北方相比，江西省整体受错峰生产政策影响较小，省内水泥价格随全国水泥价格趋势同向增长，但COVID-19疫情冲击下，2020年初江西省水泥价格自1月份562.00元/吨下降至4月份455.40元/吨，此后小幅回升至476.55元/吨。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%；2019年江西省施工项目18,786个，比上年增加4,019个，完成投资增长10.4%，其中亿元以上施工项目6,819个，基础设施投资增长8.90%，虽然基础设施投资增速下滑，但仍高于全国基建投资增速。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及价格具有韧性。

图 6 江西省水泥价格波动增长，2020 年 3 月起价格有所回落



注：数据取江西省各市 42.5 级散装普通水泥价格均值。



资料来源：Wind，中证鹏元整理

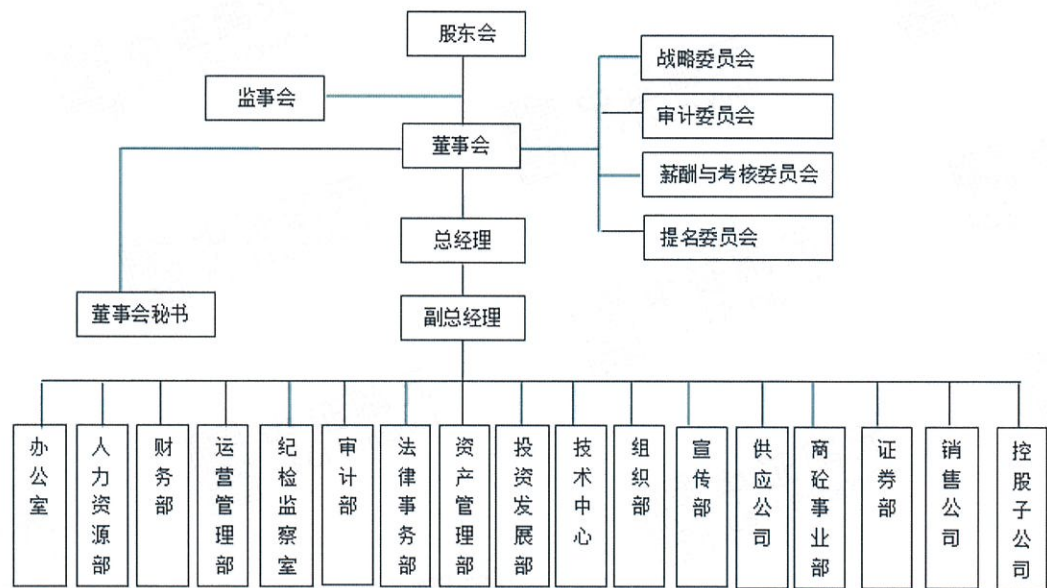
## 五、公司治理与管理

公司根据《公司法》《证券法》等相关法律法规和规范性文件的要求，建立了规范的公司治理结构。股东大会是公司的最高权力机构，董事会是股东大会的执行机构，董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会四大专业委员会，监事会是公司的内部监督机构。

公司董事会由9名董事组成，其中独立董事3人，设董事长1人；公司监事会由5名监事组成。公司高级管理人员共6名，其中总经理1名、副总经理4名，董事会秘书兼总会计师1名，管理层下辖运营管理部、销售公司、商砼事业部等十余个部门。

公司制定了公司章程，股东大会、监事会议事规则；明确了股东大会、董事会、监事会、管理层的职责和权限，形成了各司其职、各尽其责、相互协调、相互制衡的法人治理结构。近年公司股东大会、董事会、监事会及董事会各专门委员会依据相关工作程序，履行职责、实施权利，进行表决或发表相应意见。

图7 公司组织结构图



资料来源：公司提供

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1.76亿元的银行承兑汇票去向不明，公司财务部原部长肖福明挪用公司资金归个人使用，其行为构成挪用资金罪和骗取票据承兑罪。针对已出现的财务问题，2017年公司在财务管理及制度、

印鉴管理、档案资金管理、票据结算管理办法、资金审批流程等方面进行修订。根据大信会计师事务所（特殊普通合伙）2018年3月28日出具的内控审计报告，公司按照《企业内部控制基本规范》和相关规定在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。

截至2019年末，公司及主要子公司在职员工合计6,880人，从专业构成看，公司生产人员共5,201人，占比75.60%；从学历构成看，大专、本科及研究生学历员工合计占比31.57%。

**表 4 截至 2019 年末公司员工构成情况（单位：人）**

专业构成	人数	占员工总数的比例
生产人员	5,201	75.60%
销售人员	221	3.21%
技术人员	781	11.35%
财务人员	184	2.67%
行政人员	493	7.17%
合计	6,880	100.00%
学历构成	人数	占员工总数的比例
研究生	12	0.17%
本科	483	7.02%
大专	1,677	24.38%
大专以下	4,708	68.43%
合计	6,880	100.00%

资料来源：公司 2019 年年度报告，中证鹏元整理

## 六、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，其中水泥是公司收入及利润的主要来源，公司主要产品包括“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。

得益于国家脱贫攻坚政策落实推动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实行改善水泥市场供需关系，近年公司水泥和混凝土收入规模稳步增长。除主要产品销售收入外，公司其他收入系物业、技术咨询服务、场地租赁收入等，2017-2018 年收入规模较小，2019 年公司处置废旧材料等，当年其他收入有所提高。2017-2019 年公司分别实现营业收入 70.94 亿元、102.08 亿元和 113.90 亿元，三年复合增长率为 26.72%。2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 16.71 亿元，因疫情影响订单交付，收入规模较 2019 年同期有所下降。

毛利率方面，水泥价格上涨带动该业务毛利率提升，受其他业务盈利性波动影响，2017-2019年公司综合毛利率分别为26.36%、32.55%和31.55%。2020年1-3月，公司综合毛利率为41.23%，同比提高9.36个百分点，系2020年1月水泥销售价格提高所致。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
水泥	797,957.63	37.18%	751,167.43	36.81%	518,084.24	29.12%
混凝土	278,428.30	18.32%	231,702.06	19.47%	153,499.47	19.64%
新型墙材	16,666.66	6.59%	16,226.77	25.57%	10,354.58	2.27%
熟料	9,666.18	41.29%	14,999.07	29.10%	23,180.97	16.81%
其他	36,324.30	17.93%	6,656.53	32.10%	4,261.85	44.22%
合计	1,139,043.07	31.55%	1,020,751.86	32.55%	709,381.12	26.36%

资料来源：公司 2017-2019 年年度报告，中证鹏元整理

公司系江西省内水泥龙头企业，在江西省内拥有竞争优势，近年随着江西省内基础设施建设项目推进及供给侧改革政策落实，区域市场供需关系改善，公司主要产品销售均呈量价齐升态势，但混凝土业务产能利用率较低

2019年5月，中国水泥协会公布《2019年中国水泥上市公司综合实力排名》，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，2019年江西省水泥产量为9,625.05万吨，其中公司水泥产量占比25.20%，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，2019年新增子公司江西三环水泥有限公司熟料产能，2019年末公司拥有13条熟料生产线及31台水泥磨机，水泥和熟料年产能分别为2,559.00万吨和1,332.00万吨。为提升生产效率、完善市场布局，2017年起公司推动本期债券两个募投项目。2018年子公司江西崇义万年青商砼有限公司新增关田分站，当年混凝土年产能提高30万立方米；2019年公司上犹商砼二线、安远新材一期混凝土项目建成，当年混凝土年产能提高至1,850.00万立方米。近年公司新型砖年产能无变化，2019年末为68,000万标块。

表 6 截至 2019 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	13	29	1,332.00	2,419.06
福建	0	2	0.00	139.94
合计	13	31	1,332.00	2,559.00

资料来源：公司提供

生产方面，公司主要产品生产为以销定产的订单驱动模式。近年江西省区域内基础设施建设市场产品需求旺盛，错峰停产政策使得水泥市场供需结构不断调整。受上述因素叠加影响，公司水泥产量持续增长，熟料作为水泥生产环节重要原料，其产量随水泥产量同步增加，2019年公司水泥和熟料产量分别为2,425.47万吨和1,633.25万吨。公司商砼产品和新型砖产品买方主要为工程客户，近年市场工程项目量增加，公司加大对商砼市场和新材市场拓展力度，混凝土和新型砖产量均随订单增加而增长。

产能利用率方面，近年公司水泥及熟料产能利用率始终保持较高水平；因需求不及产能投入，公司混凝土产能利用率较低，2019年为32.44%；随着业务拓展，新型砖产能利用率自2017年的60.38%提高至2019年的88.56%。

**表 7 2017-2019 年公司主要产品生产情况**

产品	项目	2019年	2018年	2017年
水泥 (万吨)	年产能	2,559.00	2,350.75	2,350.75
	产量	2,425.47	2,366.89	2,182.88
	产能利用率	99.63%	100.69%	92.86%
熟料 (万吨)	年产能	1,332.00	1,307.33	1,307.33
	产量	1,633.25	1,601.20	1,545.69
	产能利用率	122.62%	122.48%	118.23%
混凝土 (万立方米)	年产能	1,850.00	1,690.00	1,660.00
	产量	600.10	574.04	471.77
	产能利用率	32.44%	33.97%	28.42%
新型砖 (万标块)	年产能	68,000.00	68,000.00	68,000.00
	产量	60,222.34	57,122.40	41,058.59
	产能利用率	88.56%	84.00%	60.38%

资料来源：公司提供

公司水泥销售以经销商模式为主，结算模式主要为先款后货，以降低资金风险。截至2019年末，公司网点总数达3,813个，联营体总数达252个。水泥市场供需关系改善在推动公司水泥销量增加的同时，助推公司水泥价格持续上涨，2017-2019年公司水泥销售均价分别为249.77元/吨、326.56元/吨和332.81元/吨。公司熟料主要为自用，近年外销占比减少，收入持续下降，因2018年熟料价格提高、2019年原材料煤炭价格下降，近年外销熟料毛利率持续提升。

公司混凝土订单货款支付相对滞后，行业整体对下游客户议价能力不强；新型砖业务结算模式为先款后货。工程市场和民用市场拓展分别为公司混凝土和新型砖产品拓宽销路，2019年公司混凝土及新型砖业务分别贡献收入27.84亿元和1.67亿元，2017-2019年复

合增长率分别为34.68%和26.87%，其中混凝土业务毛利率相对稳定，新型砖业务毛利率受原材料价格变动影响存在较大波动。

产销率方面，由于公司主要采取以销定产的业务模式，近年主要产品产销率均在100%左右。

表 8 2017-2019 年公司主要产品销售情况

产品	项目	2019年	2018年	2017年
水泥	销售均价（元/吨）	332.81	326.56	249.77
	销量（万吨）	2,439.67	2,383.31	2,186.23
	产销率	100.59%	100.69%	100.15%
熟料	销售均价（元/吨）	292.45	305.81	212.13
	销量（万吨）	319.49	361.75	436.99
	产销率	100.25%	100.02%	100.46%
混凝土	销售均价（元/立方米）	461.92	421.54	321.90
	销量（万立方米）	600.10	574.04	471.77
	产销率	100.00%	100.00%	100.00%
新型砖	销售均价（元/标块）	0.2774	0.2930	0.2423
	销量（万标块）	60,450.28	55,576.67	43,418.73
	产销率	100.38%	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，主要销售区域较为单一

销售区域方面，公司销售地区以江西和福建为主，同时辐射广东、浙江及安徽等周边省份，2017-2019年公司营业收入中江西省内收入占比分别为86.89%、88.73%和88.43%，业务区域集中度较高，主要销售区域较为单一。

表 9 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
江西省	100.73	88.43%	90.57	88.73%	61.64	86.89%
福建省	8.92	7.83%	8.52	8.35%	6.81	9.60%
广东省	0.49	0.43%	0.15	0.14%	0.72	1.01%
浙江省	3.31	2.90%	2.22	2.18%	1.27	1.79%
安徽省	0.43	0.37%	0.62	0.60%	0.51	0.71%
湖北省	0.03	0.03%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
合计	113.90	100.00%	102.08	100.00%	70.94	100.00%

资料来源：公司提供

客户方面，近年公司前五大客户随项目变化有所变动，2019年前五大客户合计销售额占当年营业收入的比重为6.60%，较2017年提高2.73个百分点，但整体客户集中度仍较低。

**表 10 公司前五大客户情况（单位：万元）**

时间	客户	销售额	占比
2019 年	客户一	35,654.10	3.13%
	客户二	14,507.79	1.27%
	客户三	9,952.30	0.87%
	客户四	7,671.90	0.67%
	客户五	7,369.93	0.65%
	合计	<b>75,156.01</b>	<b>6.60%</b>
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	<b>42,924.48</b>	<b>4.21%</b>
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	<b>27,476.95</b>	<b>3.87%</b>

资料来源：公司提供

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

公司职能部门供应公司负责全公司大宗原材料采购、市场资源调研，并对下属子公司采购部门进行管理，除统一采购外，子公司可根据实际生产需要进行其他物资采购。原材料方面，公司对煤炭、电力需求较大，其中电力价格相对稳定，煤炭均价随着市场供需关系变动存在波动。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，2019年公司煤炭直供量占比超过70%。

此外，围绕节能提产降耗，2019年公司投入2.62亿元推进三项工程及科技活动项目，实施技改345项，完成率65.22%；标煤耗同比下降1.88kg/t，余热发电量同比上升0.11kWh/t。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 11 2017-2019 年公司原材料采购情况

产品	项目	2019年	2018年	2017年
煤炭	平均单价（元/吨）	662.70	708.38	673.94
	用量（万吨）	246.09	241.99	228.74
	金额（万元）	163,086.31	171,421.73	154,157.04
	占营业成本比重	20.92%	24.90%	29.51%
电力	平均单价（元/度）	0.59	0.57	0.57
	用量（万度）	139,707.40	175,592.67	170,481.39
	金额（万元）	82,063.19	99,664.41	97,097.45
	占营业成本比重	10.52%	14.48%	18.59%

资料来源：公司提供

## 七、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2017-2019年审计报告和未经审计的2020年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共65家，近三年公司合并范围变化情况如下：

表 12 2017-2019 年公司合并范围变化情况

报告期	子公司名称	取得/处置方式
2019年	德安万年青电力有限公司	投资设立
	瑞金市万年青矿业有限公司	投资设立
	万年县万年青电力有限公司	投资设立
	玉山县万年青新型建材有限公司	投资设立
2018年	江西东鑫混凝土有限公司	转让
	安远万年青新型材料有限公司	投资设立
	江西锦溪矿业有限公司	投资设立
2017年	江西万铜环保材料有限公司	投资设立
	海南华才建材有限公司	收购
	江西德安万年青水泥有限公司	投资设立
	江西三环水泥有限公司	收购
	上饶万年青城有限公司	注销
	温州市万年青散装水泥有限公司	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 资产结构与质量

### 公司资产规模有所提升，货币资金较为充裕

得益于利润积累，近年公司资产规模有所提升，2019年末资产总额118.06亿元，较2017年末增长40.99%，其中流动资产占比39.06%。2020年初公司债券到期偿还，2020年3月末资产总额为117.41亿元。

公司货币资金主要系银行存款，近年款项较为充裕，2019年末合计29.95亿元，其中0.49亿元为应付票据保证金、生态恢复及矿山保证金，使用受限，2020年3月末货币资金为21.90亿元，占季末资产总额的18.66%。公司应收账款主要系应收下游客户购货款，近年款项规模波动增长，2019年末账面价值6.46亿元，其中超75%款项账龄在1年以内，公司对前五大欠款方合计应收款占期末应收账款余额的9.75%。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。公司存货主要包括原材料及库存商品，各原材料及产品根据销售需要储备，2017-2019年末公司存货账面价值分别为4.98亿元、5.16亿元和4.41亿元。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	219,037.82	18.66%	299,456.60	25.36%	276,256.41	27.48%	123,465.95	14.74%
应收账款	74,466.66	6.34%	64,637.52	5.47%	67,989.79	6.76%	59,216.63	10.50%
存货	76,426.77	6.51%	44,070.14	3.73%	51,584.47	5.13%	49,779.03	5.94%
<b>流动资产合计</b>	<b>431,096.56</b>	<b>36.72%</b>	<b>461,149.91</b>	<b>39.06%</b>	<b>438,689.21</b>	<b>43.64%</b>	<b>273,503.09</b>	<b>32.66%</b>
其他权益工具投资	61,428.11	5.23%	55,848.11	4.73%	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	362,776.29	30.90%	368,953.91	31.25%	386,383.90	38.43%	403,734.12	48.21%
无形资产	163,458.64	13.92%	162,092.12	13.73%	82,161.42	8.17%	73,592.47	8.79%
商誉	25,346.00	2.16%	25,346.00	2.15%	26,728.75	2.66%	28,867.64	3.45%
<b>非流动资产合计</b>	<b>743,018.27</b>	<b>63.28%</b>	<b>719,463.67</b>	<b>60.94%</b>	<b>566,671.48</b>	<b>56.36%</b>	<b>563,899.53</b>	<b>67.34%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,174,114.83</b>	<b>100%</b>	<b>1,180,613.58</b>	<b>100%</b>	<b>1,005,360.68</b>	<b>100%</b>	<b>837,402.61</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2019年初公司对可供出售金融资产重新分类，将2.63亿元可供出售金融资产指定为其他权益工具投资并按公允价值进行重新计量。2019年末公司其他权益工具投资余额5.58亿元，主要包括南方水泥有限公司3.47亿元和江西国资创新发展基金（有限合伙）1.11亿元。公司固定资产以房屋及建筑物、机器设备为主，受计提固定资产折旧影响，近年公司固定



资产规模持续下降，2019年末为36.90亿元。公司无形资产主要为土地使用权和采矿权，2017年公司取得黄墩矿区千枚岩矿、金鸡山石灰岩矿和云石山石灰岩矿采矿权；2018年取得猫子寨石灰石矿资产；2019年取得塘坞石灰岩矿、上堡石灰岩矿、中堡石灰岩矿等多项采矿权，此外，2018-2019年公司将通过网上挂牌交易方式取得土地、相关采矿权的费用计入资产，2019年末公司无形资产账面价值16.21亿元，其中0.10亿元资产用于借款抵押。公司商誉源于对江西三环水泥有限公司、江西锦溪水泥有限公司等子公司并购，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，2019年出售江西东鑫混凝土有限公司股权，年末商誉合计2.53亿元。

整体来看，利润积累推动公司资产规模增加，公司货币资金较为充裕。

### 资产运营效率

#### 公司资金周转效率持续提升，资产运营效率较高

近年公司产销情况良好，应收账款回款能力提升，存货及应收账款周转天数均持续下降，2019年分别为22.08天及20.96天。随着公司对上游供应商占款减少，2019年公司应付账款周转天数较2017年下降13.54天至34.79天。综上，近年公司净营业周期持续下降，资金周转效率提升。

公司营业收入持续增长，固定资产周转天数持续下降，流动资产周转效率受资产规模变动影响有所波动，2017-2019年公司总资产周转天数分别为427.67天、324.95天和345.44天，与同业上市公司相比，公司总资产周转效率表现较好。

表 14 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	20.96	22.43	30.45
存货周转天数	22.08	26.50	28.84
应付账款周转天数	34.79	38.72	48.33
净营业周期	8.25	10.21	10.96
流动资产周转天数	142.20	125.59	138.90
固定资产周转天数	119.36	139.33	211.69
总资产周转天数	345.44	324.95	427.67

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

表 15 2017-2019 年公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	总资产周转天数		
	2019年	2018年	2017年

万年青	345.44	324.97	427.67
海螺水泥	381.56	380.87	553.68
华新水泥	405.24	417.20	499.17
祁连山	537.24	618.45	627.40
宁夏建材	558.10	623.38	627.51
塔牌集团	601.12	562.94	651.70
天山股份	608.64	805.55	939.21
冀东水泥	649.12	601.20	971.40

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司主要产品销售量、价齐升，经营收益持续增长

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，近年公司主要产品销售量、价齐升，水泥和混凝土收入规模稳步增长，2019年公司实现营业收入113.90亿元，2017-2019年复合增长率为26.72%，综合毛利率为31.55%，较2017年提高5.19个百分点。2020年1-3月，公司实现营业收入16.71亿元，因疫情影响订单交付，收入规模较2019年同期有所下降；综合毛利率为41.23%，同比提高9.36个百分点，系2020年1月水泥销售价格提高所致。

2018年公司期间费用率随财务费用降低及营业收入提高有所下降，但销售及管理费用增加使得2019年期间费用率小幅提高至8.25%。2018-2019年公司募投项目建设中环境保护拆迁安置费支出较多，但收入增加以及包括三废退税、用电成本补贴款在内的其他收益和公允价值变动收益推动公司利润增长，2019年公司实现净利润20.55亿元，较2017年末增长144.00%。

表 16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	167,144.81	1,139,043.07	1,020,751.86	709,381.12
营业利润	53,431.48	280,436.88	251,577.49	109,752.38
利润总额	51,958.21	267,280.73	233,222.37	106,887.81
净利润	40,255.05	205,457.14	183,779.23	84,202.13
综合毛利率	41.23%	31.55%	32.55%	26.36%
期间费用率	-	8.25%	7.97%	10.25%
营业利润率	-	24.62%	24.65%	15.47%
总资产回报率	-	25.13%	26.28%	14.23%
净资产收益率	-	30.18%	34.26%	18.67%

营业收入增长率	-	11.59%	43.89%	25.38%
净利润增长率	-	11.80%	118.26%	117.80%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 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，有助于缓解公司投资及偿债资金压力

近年公司盈利能力持续提升，净利润大幅增长，计入非付现费用及非经营损益调整后，2019年公司FFO为24.34亿元，2017-2019年复合增长率为27.00%，现金生成能力显著提高。公司存货及经营性应收、应付项目受经营情况和资金管理效率影响存在波动，但各年均能释放部分营运资本。受益于现金生成能力提高及营运资本增加，2017-2019年公司经营活动现金净流入金额分别为15.90亿元、25.20亿元和24.53亿元，主业回款情况良好。考虑到本期债券募投项目计划总投资28.10亿元，公司有较大规模投资需要，经营活动现金流入将为投资活动提供支持。

投资活动方面，2017-2018年公司投资活动现金流入规模较小，2019年现金流入主要系万年县财务局汇入的搬迁补偿款；公司投资活动现金流出主要用于购建固定资产、无形资产及支付对外股权投资款。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，近年公司投资活动及筹资活动现金呈净流出状态。

表 17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
净利润	40,255.05	205,457.14	183,779.23	84,202.13
FFO	-	243,404.47	235,671.78	150,922.71
营运资本变化	-	1,868.80	16,356.82	8,068.78
其中：存货减少（减：增加）	-	8,312.44	-1,715.52	-1,526.59
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	14,983.54	-60,973.43	-2,985.09
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-21,427.18	79,045.77	12,580.46
经营活动产生的现金流量净额	-24,995.07	245,310.79	252,043.95	158,991.49
投资活动产生的现金流量净额	-31,900.48	-73,799.97	-30,069.40	-31,505.99
筹资活动产生的现金流量净额	-20,382.37	-146,028.12	-63,186.59	-122,789.64
现金及现金等价物净增加额	-77,277.92	25,482.71	158,787.97	4,695.86
收现比	1.02	1.05	1.11	1.05

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司偿债指标表现较好，偿债能力持续提升，EBITDA对债务保障程度较高

随着借款增加及利润积累，公司负债总额及所有者权益持续提高，2019年末两者分别为42.83亿元和75.23亿元，2017-2019年复合增长率分别为7.01%和27.42%。得益于所有者权益快速增长，2019年末公司产权比率为56.93%，较2017年末减少23.81个百分点，2020年3月末产权比率进一步降至47.42%。

表 18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	377,663.25	428,317.05	395,956.19	374,072.24
所有者权益	796,451.59	752,296.54	609,404.50	463,330.37
产权比率	47.42%	56.93%	64.97%	80.74%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司短期借款主要为保证借款，2019年末为10.02亿元，应付账款主要系应付上游供应商货款，近年款项规模有所波动，2017-2019年末分别为7.42亿元、7.39亿元和7.68亿元。公司其他应付款包括保证金、股权转让款、应付代垫社保款等、应付普通股股利等，2019年末账面余额2.82亿元，2020年3月末为2.54亿元。

2019年公司新增长期借款，年末余额1.30亿元，2020年3月末款项余额增至2.10亿元。2017年末公司长期应付款包含融资租赁款及专项应付款，2018年末均为专项应付款，2019年公司新增应付德安县付山水泥用灰岩矿普查探矿权、塘坞石灰岩矿等采矿权价款等，年末长期应付款余额大幅增至9.24亿元。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	70,300.00	18.61%	100,200.00	23.39%	123,799.00	31.27%	135,599.00	36.25%
应付账款	74,537.92	19.74%	76,771.04	17.92%	73,940.28	18.67%	74,164.06	19.83%
其他应付款	25,379.64	6.72%	28,183.10	6.58%	30,321.85	7.66%	29,346.46	7.85%
流动负债合计	246,565.00	65.29%	304,993.91	71.21%	328,435.86	82.95%	309,774.69	82.81%
长期借款	21,000.00	5.56%	13,000.00	3.04%	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	50,992.69	12.88%	50,951.10	13.62%
长期应付款	92,211.99	24.42%	92,404.69	21.57%	9,463.33	2.39%	6,503.35	1.74%
非流动负债合计	131,098.25	34.71%	123,323.13	28.79%	67,520.32	17.05%	64,297.55	17.19%
负债合计	377,663.25	100%	428,317.05	100%	395,956.19	100%	374,072.24	100%
其中：有息债务	102,574.46	27.16%	125,022.08	29.19%	184,581.86	46.62%	214,158.15	57.25%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司有息债务规模持续下降，截至2019年末，公司有息债务合计12.50亿元，占期末负债总额的29.19%，其中短期有息债务为11.20亿元。若本期债券足额发行，公司债

务规模将显著提高，负债结构将随长期有息债务占比提高而调整。

偿债能力方面，利润积累不断扩大所有者权益规模，公司资产负债率随之持续下降，2019年末为36.28%，较2017年末下降8.39个百分点，财务弹性提高。流动资产规模快速增长提高公司流动比率及速动比率，2019年末两者分别为1.51和1.37，较2017年末分别增加0.63和0.65。近年公司EBITDA随利润增长持续增加，加之有息债务减少，EBITDA对债务本息的保障能力明显提升，公司偿债能力持续提高，2019年EBITDA利息保障倍数及年末有息债务与EBITDA的比值分别为42.20和0.40。

**表 20 公司偿债能力指标**

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	32.17%	36.28%	39.38%	44.67%
流动比率	1.75	1.51	1.16	0.88
速动比率	1.44	1.37	1.02	0.72
EBITDA（万元）	-	315,231.46	286,746.35	163,680.22
EBITDA 利息保障倍数	-	42.20	32.07	12.59
有息债务/EBITDA	-	0.40	0.64	1.31
债务总额/EBITDA	-	1.36	1.38	2.29
经营性净现金流/流动负债	-	0.80	0.66	0.51
经营性净现金流/负债总额	-	0.57	0.64	0.43

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

首先，公司自身经营所产生的收益及现金流入是本期债券还本付息资金的主要来源。江西省内基础设施建设项目推进及供给侧改革政策落实推动区域水泥供需关系改善，近年公司水泥和混凝土销售规模稳步增长，加之随着市场开拓，公司新型砖业务收入持续增加，对业务收入形成良好补充，2019年公司实现营业收入113.90亿元，2017-2019年复合增长率为26.72%，经营活动现金净流入分别为15.90亿元、25.20亿元和24.53亿元。需关注的是，2017-2019年公司营业收入中江西省内收入占比分别为86.89%、88.73%和88.43%，业务区域集中度较高，主要销售区域较为单一。

其次，本期债券募投项目的资金回流是本期债券还本付息资金的重要来源。江西德安万年青水泥有限公司建设一条6600T/D熟料水泥生产线（配套余热发电）项目固定资产静态总投资为11.21亿元，年均销售利润2.04亿元，投资利润率为17.10%，全投资静态投资回收期（含建设期）6.32年；江西万年青水泥股份有限公司万年水泥厂2×5100T/D熟料水泥生产线（配套余热电站）异地技改环保搬迁工程项目固定资产静态总投资为16.89亿元，

年均销售利润2.35亿元，投资利润率为12.78%，全投资静态投资回收期（含建设期）7.62年。受资金到位情况、工程进度及天气等因素影响，募投项目存在不能按期竣工的可能性，同时募投项目建成后能否实现预期收益受外部供需环境影响尚待观察。

此外，本期债券为可转换公司债券，在转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

## 九、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年3月18日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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。

## 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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	219,037.82	299,456.60	276,256.41	123,465.95
应收账款	74,466.66	64,637.52	67,989.79	59,216.63
存货	76,426.77	44,070.14	51,584.47	49,779.03
其他权益工具投资	61,428.11	55,848.11	0.00	0.00
固定资产	362,776.29	368,953.91	386,383.90	403,734.12
无形资产	163,458.64	162,092.12	82,161.42	73,592.47
总资产	1,174,114.83	1,180,613.58	1,005,360.68	837,402.61
短期借款	70,300.00	100,200.00	123,799.00	135,599.00
应付账款	74,537.92	76,771.04	73,940.28	74,164.06
其他应付款	25,379.64	28,183.10	30,321.85	29,346.46
长期借款	21,000.00	13,000.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	50,992.69	50,951.10
长期应付款	92,211.99	92,404.69	9,463.33	6,503.35
总负债	377,663.25	428,317.05	395,956.19	374,072.24
有息债务	102,574.46	125,022.08	184,581.86	214,158.15
所有者权益合计	796,451.59	752,296.54	609,404.50	463,330.37
营业收入	167,144.81	1,139,043.07	1,020,751.86	709,381.12
营业利润	53,431.48	280,436.88	251,577.49	109,752.38
净利润	40,255.05	205,457.14	183,779.23	84,202.13
经营活动产生的现金流量净额	-24,995.07	245,310.79	252,043.95	158,991.49
投资活动产生的现金流量净额	-31,900.48	-73,799.97	-30,069.40	-31,505.99
筹资活动产生的现金流量净额	-20,382.37	-146,028.12	-63,186.59	-122,789.64
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	20.96	22.43	30.45
存货周转天数	-	22.08	26.50	28.84
应付账款周转天数	-	34.79	38.72	48.33
净营业周期	-	8.25	10.21	10.96
流动资产周转天数	-	142.20	125.59	138.90
固定资产周转天数	-	119.36	139.33	211.69
总资产周转天数	-	345.44	324.95	427.67
综合毛利率	41.23%	31.55%	32.55%	26.36%
期间费用率	-	8.25%	7.97%	10.25%
营业利润率	-	24.62%	24.65%	15.47%
总资产回报率	-	25.13%	26.28%	14.23%
净资产收益率	-	30.18%	34.26%	18.67%

营业收入增长率	-	11.59%	43.89%	25.38%
净利润增长率	-	11.80%	118.26%	117.80%
资产负债率	32.17%	36.28%	39.38%	44.67%
流动比率	1.75	1.51	1.16	0.88
速动比率	1.44	1.37	1.02	0.72
EBITDA (万元)	-	315,231.46	286,746.35	163,680.22
EBITDA 利息保障倍数	-	42.20	32.07	12.59
有息债务/EBITDA	-	0.40	0.64	1.31
债务总额/EBITDA	-	1.36	1.38	2.29
经营性净现金流/流动负债	-	0.80	0.66	0.51
经营性净现金流/负债总额	-	0.57	0.64	0.43

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



## 附录二 截至 2019 年末公司合并范围情况（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	4,500	-	100.00	水泥生产销售	投资设立

司						
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	7,000	-	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、高墙新材料、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
45	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
46	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
47	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
48	景德镇市磐泰砼材检测有限公司	100	-	80.00	建筑工程、建筑原材料及结构检测服务	收购
49	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

50	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
51	共青城万年青商砼有限公司	3,000	100.00	-	混凝土生产及销售	收购
52	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
53	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
54	九江万年青商砼有限公司	3,000	100.00	-	混凝土生产及销售	收购
55	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
56	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
57	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
58	江西三环水泥有限公司	10,000	-	100.00	水泥生产销售	收购
59	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
60	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
61	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
62	德安万年青电力有限公司	2,000	100.00	-	电力、热力生产和供应	投资设立
63	瑞金市万年青矿业有限公司	3,000	-	100.00	石灰石矿产品生产及销售	投资设立
64	万年县万年青电力有限公司	2,000	100.00	-	电力、热力生产和供应	投资设立
65	玉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

资料来源：公司 2019 年审计报告，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 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中有息部分

## 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。