

江西万年青水泥股份有限公司

2014 年公司债券(第一期)

2015 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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【38】号 01

债券剩余规模: 5 亿元

债券到期日期: 2019 年
9 月 12 日

债券偿还方式: 到期一
次还本

分析师

姓名:
董斌 林心平

电话:
0755-82872104

邮箱:
dongb@pyrating.cn

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 2014 年公司债券（第一期） 2015 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	2015 年 04 月 24 日	2014 年 08 月 22 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 2014 年 9 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2015 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公司作为江西省内最大的水泥生产企业之一，跟踪期内收入、盈利均保持增长，经营状况较好。同时我们也关注到了公司未来盈利水平受煤炭价格走势影响较大、新型砖业务收益存在不确定性、资产流动性一般、面临一定的债务压力等风险因素。

正面:

- 跟踪期内，公司在江西市场继续保持较高的市场份额。2014 年公司水泥、混凝土在江西的市场份额分别约为 20.9%和 9.35%。
- 公司继续保持较强的市场竞争力，产品销售状况良好。2014 年公司销售水泥 2,047.75 万吨、同比增长 8.61%，销售商品混凝土 426.56 万方、同比增长 10.59%。
- 受益于原材料价格下跌等因素，公司盈利水平进一步提升。2014 年，公司煤炭采购平均采购价格同比下降 6.48%；当年实现销售收入 66.83 亿元、同比增长 8.15%，实现利润总额 10.91 亿元、同比增长 16.36%。

关注：

- **水泥行业整体处于产能过剩状态，可能制约公司业务的发展。**2014 年我国水泥产量为 24.76 亿吨，同比增长 1.77%，增速创近年新低，行业产能利用率约为 70%。
- **公司新型砖业务未来盈利存在一定的不确定性。**2014 年公司开始大力发展新型砖业务，未来投资规模较大，项目收益尚存在不确定性。
- **公司资产以非流动资产为主，资产流动性一般。**2014 年末，公司非流动资产占总资产的 66.65%，其中主要为固定资产。
- **公司流动比率偏低，债务中短期债务占比较高，面临一定的短期偿债压力。**2014 年末，公司流动比率仅为 0.95，流动负债占负债总额的 66.92%，其中短期借款达到 13.60 亿元。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	883,661.37	784,569.59	719,083.93
所有者权益合计（万元）	420,357.94	354,841.08	285,884.67
有息债务（万元）	320,165.30	306,458.71	331,965.18
资产负债率	52.43%	54.77%	60.24%
流动比率	0.95	0.73	0.63
速动比率	0.82	0.62	0.48
营业收入（万元）	668,275.87	617,900.22	465,843.26
营业利润（万元）	99,060.74	86,379.03	29,566.20
利润总额（万元）	109,106.28	93,770.12	39,310.17
综合毛利率	27.24%	26.10%	19.62%
总资产回报率	15.57%	15.02%	8.50%
EBITDA（万元）	170,504.75	154,101.03	96,393.70
EBITDA 利息保障倍数	8.20	8.05	4.52
经营活动净现金流（万元）	99,763.38	106,474.05	57,920.67

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1212号文件核准，公司于2014年9月公开发行5亿元公司债券，票面利率为6.85%。

本期债券的起息日为2014年9月12日，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的兑付一起支付。2014年至2019年间每年的9月12日为上一计息年度的付息日（如遇法定及政府指定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日，顺延期间付息款项不另计利息）。本期债券的到期日为2019年9月12日，到期支付本金及最后一期利息。本期债券募集资金用于偿还银行贷款和补充流动资金，扣除发行费用之后的净募集资金49,800万元，截至2014年12月31日已使用48,800万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司股本情况、注册资本未发生变化，实际控制人仍为江西省国有资产监督管理委员会。2014年公司主营业务中新增了新型砖业务。

跟踪期内，公司通过收购的方式，增加了3家纳入报表合并范围的子公司。

表1 2014年公司财务报表合并范围变动情况

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	变化原因
余干县商砼建材有限公司	1,000.00	100%	收购（新增）
九江佰力混凝土有限公司	3,000.00	100%	收购（新增）
九江广德新型材料有限公司	1,150.04	100%	收购（新增）

资料来源：公司审计报告

截至2014年12月31日，公司总资产为883,661.37万元，所有者权益合计为420,357.94万元，资产负债率为52.43%。2014年度，公司实现营业收入668,275.87万元，利润总额109,106.28万元，经营活动产生的现金流净额为99,763.38万元。

三、运营环境

近年煤炭价格走低有利于水泥行业发展，但水泥行业整体产能过剩，业内企业面临的市场环境较为严峻

煤炭是水泥的主要生产成本，其占水泥直接成本的比重在50%左右，水泥行业盈利水平受煤炭价格走势等因素影响较大。2014年以来煤炭价格整体呈下降趋势，有利于水泥生产企业盈利的提升。据国家统计局统计，2014年全国水泥行业实现利润780亿元，较2013

年增长1.8%，为仅次于2011年的历史第二高位。

图1 2013-2015年3月全国综合煤炭价格指数



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

近年政府不断出台政策淘汰落后产能，2015年1月20日，工信部印发了最新的《水泥行业规范条件（2015年本）》并于2015年3月1日实施，在涉及新增水泥熟料产能上，再次强调坚持坚持“等量或减量置换”原则，且规定了新建项目必须兼顾协同处置和固体废弃物。但是，新型干法水泥不断增长，落后产能退出缓慢。目前我国水泥行业整体处于产能过剩状态，据国家统计局统计，2014年我国水泥产量为24.76亿吨，同比增长1.77%，增速创近年新低。2014年水泥行业产能利用率约为70%，业内企业面临的市场环境较为严峻。

江西省经济发展速度较快，固定资产投资增加拉动水泥需求，行业景气度较高

近年来江西省经济快速发展，根据江西省统计局统计，2014年江西省实现地区生产总值15,708.6亿元，比上年增长9.7%。其中，第一产业增加值1,683.7亿元，增长4.7%；第二产业增加值8,388.3亿元，增长11.1%；第三产业增加值5,636.6亿元，增长8.8%。

近年来江西省固定资产投资完成额增长较快，2014年江西省全年全社会固定资产投资15,110.0亿元，比上年增长17.6%。其中，固定资产投资(不含农户)14,677.0亿元，增长18.0%。分产业看，在固定资产投资中，第一产业投资315.8亿元，增长16.3%；第二产业投资7,999.7亿元，增长11.1%，其中工业投资7,935.5亿元，增长11.2%；第三产业投资6,361.5亿元，增长28.1%。

江西省经济的快速发展、固定资产投资的持续增加有效带动了水泥需求的提升，近年江西省水泥整体产量持续增加。据中商产业研究院统计数据，2014年江西省水泥产量9,803.57万吨，占全国总产量的3.96%，同比增长6.32%。

江西省水泥行业集中度高，南方水泥、万年青、海螺水泥、亚东水泥、红狮水泥等五

大公司的总产能占全省水泥产能的70%以上，对市场控制力强，有利于将成本压力传导至下游，行业景气度较高。

整体上看，江西省经济发展速度较快，固定资产投资增加拉动水泥需求，水泥生产企业间协同涨价消化了原材料价格上涨带来的不利影响，短期内提振水泥行业景气度。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生显著变化。2014年公司收入仍主要来源于水泥和混凝土业务（合计占当年收入的96.19%），其毛利率均维持在25%以上，当年收入增长主要来自水泥和混凝土业务的增长。2014年公司开始发展新型砖业务，但其业务规模小。

表 2 公司 2013-2014 年营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

类 型	2014 年		2013 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
一、主营业务小计	667,256.44	27.19%	617,390.89	26.08%
水泥	509,179.87	27.44%	474,399.26	25.37%
混凝土	133,628.42	26.20%	118,939.60	29.50%
熟料	22,621.85	32.66%	23,136.28	22.94%
存储中转费	116.25	32.20%	239.42	26.64%
物业房租	226.76	-5.53%	368.70	34.80%
新型砖	877.21	-35.59%	-	-
其他	606.08	-66.01%	307.63	9.30%
二、其他业务小计	1,019.43	57.26%	509.33	53.61%
合计	668,275.87	27.24%	617,900.22	26.10%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

跟踪期内，公司水泥产能利用率进一步提升，依然处于很高水平，混凝土产能利用率随着产能的增加有所下滑，处于较低水平

公司作为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强的区域竞争优势。公司在江西省万年、玉山、瑞金、赣州、乐平等地拥有熟料生产基地，形成了赣东北、赣南两块核心利润市场的战略布局。

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。近年来公司不断通过股权收购、固定资产投资和技改等形式调整各产品的产能；同时通过产业链延伸来减弱水泥行业景气度欠佳对公司经营的影响，近年来重点向混凝土产业延伸，不断完善产品结构，提高产品的科技含量和附加值，推动产业结构优化升级。2014年公司通过新设、收购方式新纳入合并范围的3家企业主要从事混凝土生产业务，使得混凝土产能有所增加，这有利于优化公司混凝土业务的区域布局，同时发挥产业链优势，带动水泥业务销售。

2014年公司主要产品水泥和混凝土的产能均有所提升。近年公司水泥业务产能利用率持续维持在很高水平，2014年得到进一步提升；受行业特征影响，混凝土业务产能利用率较低，同时2014年新增产能的利用率较低，使得当年整体产能利用率有所下降。

表 3 2013-2014 年公司主要产品的产能、产量和产能利用率情况

产品	项目	2014 年	2013 年
水泥（万吨）	年产能	2,072	1,950
	产量	2,048	1,861
	产能利用率	98.84%	95.43%
熟料（万吨）	年产能	1,223	1,125
	产量	1,424	1,289
	产能利用率	116.42%	114.59%
混凝土（万方）	年产能	1,380	1,090
	产量	424	386
	产能利用率	30.75%	35.42%

注：熟料设计产能行业计算方式为理论台产*窑运转率 85%，公司窑生产线运转率为 85.6%，略高于理论值。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要原材料煤炭的采购价格有所下降，有利于降低经营成本

煤炭和电力为公司水泥生产最主要的原材料，2014年公司水泥生产总成本中，煤炭占 29.12%，电力占 10.44%，近年电力价格均相对较稳定。跟踪期内，公司煤炭采购价格下降，平均采购价格较 2013 年下降 6.48%，为 576.35 元/吨，原材料成本的下降有利于公司降低经营成本。

表 4 公司 2013-2014 年主要原材料平均采购情况

项目	2014 年	2013 年	
煤炭	用量（万吨）	222.49	202.89
	平均单价（元/吨）	576.35	616.25
	金额（万元）	128,232.11	125,030.96
电力	用量（万度）	42,013.77	100,641.62
	平均单价（元/度）	0.624	0.625
	金额（万元）	26,216.59	62,907.22

资料来源：公司提供

近年公司供应商较为分散，2014 年前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为 20.96%，较 2013 年下降 1.8 个百分点。公司在业内处于行业前列，具有一定的规模优势，原材料采购量大，对供应商也具有一定的议价能力。

跟踪期内，公司继续保持较强的市场竞争力，产品销售状况良好

公司克服国内经济增速放缓、产能过剩等不利影响，坚持“份额优先、适时涨价、以

销促产、全面推进”的经营策略，提升经营管理水平，实现了产销量、主营业务收入、净利润等的增长。坚持“巩固深化、拓展加密”原则，着力推进农村乡镇联营体建设、二级网点直签和竞争品牌网点挖掘，引导一、二级经销商之间建立定期会议的沟通机制，增强渠道的稳定性；坚持“就近销售”，强化市场份额和量价匹配意识；坚持“民用、工程市场两条腿跑”，稳定市场网络，全力抢夺区域内重点工程及各类中小工程。

跟踪期内，公司产品销量再创新高。2014年公司销售水泥2047.75万吨，同比增长8.61%；水泥熟料总销量同比增长8.72%；产销商品混凝土426.56万方，同比增长10.59%。

表 5 2013-2014 年公司主要产品销售情况

产品	项目	单位	2014 年	2013 年
水泥	销量	万吨	2,047.75	1,885.44
	销售均价	元/吨	261.49	264.47
	产销率	%	99.99	101.31
熟料	销量	万吨	411.61	376.70
	销售均价	元/吨	230.47	226.80
	产销率	%	99.92	101.26
混凝土	销量	万方	426.56	385.65
	销售均价	元/方	317.96	312.87
	产销率	%	100.00	100.22

资料来源：公司提供

公司主要销售区域为江西和福建市场，同时辐射广东、浙江等周边省份。公司专注于江西市场，“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，熟料基本销往江西省内的水泥生产企业。2014年公司主营业务收入的84.49%来自于江西市场、11.91%来自于福建市场；当年水泥、混凝土在江西的市场份额分别约为20.9%和9.35%。国家新型城镇化战略实施有利于公司业务的发展，不过房地产市场波动等因素也可能对公司经营造成一定影响。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，存在一定的市场集中风险。

表 6 公司 2013-2014 年主营业务收入分区域构成（单位：万元）

地区	2014 年		2013 年	
	收入	占比	收入	占比
江西省	563,735.56	84.49%	520,117.50	84.24%
福建省	79,494.05	11.91%	83,888.58	13.59%
广东省	11,248.98	1.69%	4,839.11	0.78%
浙江省	10,445.52	1.57%	6,410.60	1.04%
安徽省	2,332.32	0.35%	2,135.11	0.35%

合计	667,256.44	100.00%	617,390.89	100.00%
----	------------	---------	------------	---------

资料来源：公司提供

公司新型砖业务未来有较大规模产能扩张计划，存在一定的资金需求，同时项目收益尚存在不确定性

固定资产投入方面，2014年公司投入6.72亿元进行重大项目技术改造、建设生产线等，其中投资较大的于都南方万年青技改项目当年投资4.04亿元已经完工投产。

未来公司规划大力发展新型砖业务，即通过砖用页岩烧成多孔砖、空心砖，属于节能型墙体材料的一种，主要代替实心粘土砖用于永久性建筑。新型墙砖与公司主营水泥、混凝土均属于建材行业，长期来看，公司发展新型墙材具有一定的终端市场控制优势。

2014年公司石城新型砖项目建成投产，2014年末已投资4,668.97万元；产能折标砖12,000万块，3月正式试生产，3-12月产量3,090.69万块，3-12月销量2,736.59万块。受市场开拓的影响，公司新型砖业务的市场尚未打开，影响了该项业务的效益，使得2014年业务规模小、毛利率为负值。

公司有较大规模产能扩张计划，目前仍有乐平3.2亿标砖新型建材项目一期工程等多个项目正在推进，均为新型砖业务新建的生产线，未来公司尚需投入资金规模较大。从资金来源上看，主要以自有资金和银行贷款为主，未来存在一定的资金需求。

表7 截至2015年3月31日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工时间	预计产能及收益
乐平 3.2 亿标砖新型建材项目一期工程	16,000	3,600	2015 年 5 月	年产标砖 1.6 亿块，年产值 4,986 万元
万年 1.6 亿标砖新型建材项目一期工程	8,000	2,300	2015 年 5 月	年产标砖 0.8 亿块，年产值 2,500 万元
铅山 1.6 亿标砖新型建材项目一期工程	8,000	1,642	2015 年 6 月	年产标砖 0.8 亿块，年产值 2,500 万元
瑞金 1.6 亿标砖新型建材项目一期工程	8,000	1,990	2015 年 7 月	年产标砖 0.8 亿块，年产值 2,500 万元
广丰 1.6 亿标砖新型建材项目一期工程	8,000	1,143	项目暂停	年产标砖 0.8 亿块，年产值 2,500 万元
鹰潭 3.2 亿标砖新型建材项目一期工程	16,000	2,000	2015 年 10 月	年产标砖 1.6 亿块，年产值 4986 万元
合计	64,000	12,675		

注：公司在项目批复或者备案时，统筹做了一、二期建设计划，目前这些项目均只实施了第一期计划，上表中项目产能是一期项目。广丰 1.6 亿标砖新型建材项目一期工程项目环评还在和当地政府协商沟通中，沟通进展缓慢，考虑项目成本而暂停，待立项和环评手续完备后再建。

资料来源：公司提供

我们关注到，公司进入新型砖行业的时间较短，未来项目建成投产后，项目收益等尚存在不确定性。

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公司2013-2014年审计报告。2014年公司合并范围内新增3家子公司（具体情况见表2）。

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构较稳定，整体资产质量良好

截至2014年末，公司资产规模为88.37亿元，较2013年末增长12.63%，主要资产构成情况变动不大。从资产结构来看，公司作为典型的生产型企业，资产以非流动资产为主，资产流动性一般；2014年末，公司非流动资产占比为66.65%。2014年末公司货币资金余额有所上升，其中银行存款9.71亿元、其他货币资金1.63亿元（主要为银行汇票保证金和信用证保证金等）。近年公司货币资金较多，主要为保证正常生产经营所需流动资金、实施产业链延伸或者并购储备资金等。2014年末公司应收账款进一步增速，主要是由于公司混凝土产品赊销所致；其中账龄在1年以内的占83.14%、1-2年的占12.42%，前五大对象占应收账款总额的11.20%，发生大量坏账的风险不大。2014年末公司存货中原材料（主要为煤炭）占比79.32%、产成品占比17.13%。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	294,685.49	33.35%	246,331.62	31.40%
其中：货币资金	113,641.70	12.86%	107,909.92	13.75%
应收账款	55,538.01	6.28%	43,490.72	5.54%
存货	41,041.48	4.64%	38,048.91	4.85%
非流动资产合计	588,975.88	66.65%	538,237.97	68.60%
其中：可供出售金融资产	20,055.46	2.27%	20,055.46	2.56%
固定资产	459,414.13	51.99%	395,490.38	50.41%
无形资产	62,078.98	7.03%	58,418.93	7.45%
资产总计	883,661.37	100.00%	784,569.59	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要由固定资产、无形资产和可供出售金融资产等构成。固定资产主

主要为房屋建筑物和机器设备，2014年末固定资产中房屋建筑物占50.61%、机器设备占43.28%，目前机器设备基本运转正常，已经抵押的固定资产账面价值为6.55亿元。无形资产主要由土地使用权和采矿权（以石灰石采矿权为主）构成，近年来变动不大，2014年末无形资产中包括土地使用权4.14亿元、采矿权2.06亿元，已经基本抵押。2014年末可供出售金融资产全部为公司的对外投资，其中主要包括南方水泥有限公司1.4亿元（公司持股1.4%）。

总体看来，随着固定资产投资增加以及业务规模的扩大，2014年公司资产规模进一步增加，资产以非流动资产为主，整体资产质量良好。

资产运营效率

公司各项营运效率指标变化不大，整理表现良好

2014年公司收入来源变化相对不大，主营业务中水泥基本采取现款现货，混凝土业务则按照工程进度结算，资金回笼速度相对较慢，应收账款整体周转仍较快。2014年受益于收入规模上升影响，公司营业成本上升，致使存货周转天数下降。公司为生产型企业，固定资产规模较大，2013年公司收入规模上升使得总资产周转天数下降。近年公司在原材料采购过程中均获得供应商2个月左右的账期，净营业周期一直处于很低水平，整体营运效率表现良好。

表9 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014年	2013年
应收账款周转天数	26.67	19.19
存货周转天数	29.28	35.73
应付账款周转天数	61.97	54.31
净营业周期	-6.02	0.61
流动资产周转天数	145.72	135.83
固定资产周转天数	230.27	228.79
总资产周转天数	449.34	438.03

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司收入、盈利均保持增长，盈利能力较强

2014年公司继续坚持“份额优先、适时涨价、以销促产、全面推进”的经营策略，实现了营业收入、净利润的快速增长。2014年公司实现营业收入66.83亿元、同比增长8.15%，利润总额10.91亿元、同比增长16.36%；营业收入中水泥业务收入50.92亿元、同比增长

7.33%，混凝土收入13.36亿元、同比增长12.35%。2014年公司产品销售均价相对稳定，受益于原材料成本下降、规模效应等因素，公司综合毛利率略有提升，整体盈利水平进一步上升。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
营业收入	668,275.87	617,900.22
营业利润	99,060.74	86,379.03
利润总额	109,106.28	93,770.12
净利润	87,601.34	69,798.93
综合毛利率	27.24%	26.10%
期间费用率	11.41%	11.09%
总资产回报率	15.57%	15.02%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金生成能力较强，经营现金流表现良好，能满足对外投资的资金需求

近年公司盈利水平高，FFO表现良好，经营活动现金净流入金额大。近年公司投资现金净流出较多，2014年于都南方万年青技改等投入较多，公司对固定资产投入等投资规模较大，公司经营活动现金生成能力基本满足其对外投资所需。近年公司筹资现金净流出主要是偿还贷款、分红形成，目前公司债务规模较大，经营对外部资金存在一定的依赖。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	87,601.34	69,798.93
非付现费用	44,253.00	44,962.98
非经营损益	18,115.16	16,871.44
FFO	149,969.50	131,633.35
营运资本变化	-50,206.10	-25,159.30
其中：存货减少（减：增加）	-3,109.42	13,912.39
经营性应收项目的减少（减：增加）	-54,678.54	-110,138.33
经营性应付项目增加（减：减少）	7,581.86	71,066.64
经营活动现金流量净额	99,763.38	106,474.05
投资活动现金流量净额	-55,913.82	-54,003.55
筹资活动现金流量净额	-37,106.97	-59,860.13
现金及现金等价物净增加额	6,742.58	-7,389.63

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

目前公司刚性债务规模偏大，且以短期债务为主，面临一定的流动性支付压力

跟踪期内，公司利润积累使得资本实力有所提升，但负债与所有者权益比率仍处于较高水平，自有资本对债务的保障程度一般。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	463,303.43	429,728.51
所有者权益	420,357.94	354,841.08
负债与所有者权益比率	110.22%	121.10%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从公司负债构成来看，流动负债占比较高，2014年末占公司负债总额的66.92%。公司短期借款全部为短期银行贷款。2014年末应付债券显著增加，当年公司发行5亿元公司债券，期限为5年，票面利率6.85%，起息日为2014年9月12日，到期一次还本付息。长期应付款主要由融资租赁形成，期限一般为三年，售后回租业务的增加使得2014年末长期应付款显著上升。

公司负债规模大，且其中短期债务占负债总额的比重较大，使得公司面临一定的短期偿债压力。公司应付债券中，第一期5亿元的本金到期偿还时间为2017年。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	310,030.29	66.92%	335,396.80	78.05%
其中：短期借款	136,030.00	29.36%	183,450.00	42.69%
应付票据	24,868.60	5.37%	22,884.14	5.33%
应付账款	89,044.97	19.22%	78,344.92	18.23%
其他应付款	18,087.29	3.90%	17,752.73	4.13%
一年内到期的非流动负债	11,900.00	2.57%	11,740.00	2.73%
非流动负债合计	153,273.14	33.08%	94,331.71	21.95%
其中：长期借款	800.00	0.17%	11,000.00	2.56%
应付债券	100,720.79	21.74%	49,840.89	11.60%
长期应付款	45,845.91	9.90%	27,543.68	6.41%
负债总额	463,303.43	100.00%	429,728.51	100.00%
其中：有息债务	320,165.30	69.10%	306,458.71	71.31%

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年债务结构有所调整，资产负债率略有下降，不过流动负债过高导致流动比率和

速动比率偏低。2014年公司盈利上升，EBITDA利息保障倍数表现较好。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	52.43%	54.77%
流动比率	0.95	0.73
速动比率	0.82	0.62
EBITDA（万元）	170,504.75	154,101.03
EBITDA 利息保障倍数	8.20	8.05

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、评级结论

公司主要从事水泥和混凝土生产销售业务。跟踪期内，公司在江西市场继续保持较高的产品知名度和市场竞争力，水泥和混凝土销售收入均保持增长，经营状况较好。

同时我们也注意到，公司后续规划的新型砖业务投资规模较大，未来仍存在一定的资金压力，其收益尚存在不确定性。此外，公司资产以非流动资产为主，资产流动性一般；公司负债规模较大，自有资本对债务的保障程度一般；公司流动比率偏低，债务规模较大，且以短期债务为主，使公司面临一定的短期偿债压力。

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	2014年	2013年	2012年
流动资产：			
货币资金	113,641.70	107,909.92	113,075.82
交易性金融资产	33.02	31.65	26.95
应收票据	32,937.48	22,244.49	12,166.23
应收账款	55,538.01	43,490.72	22,371.68
预付款项	10,990.20	14,827.88	9,741.61
应收股利	900.07	26.54	26.54
其他应收款	23,425.17	19,305.58	9,586.07
存货	41,041.48	38,048.91	52,590.12
其他流动资产	16,178.36	445.92	349.37
流动资产合计	294,685.49	246,331.62	219,934.37
非流动资产：			
可供出售金融资产	20,055.46	20,055.46	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	20,080.55
投资性房地产	4,659.63	2,869.03	2,967.65
固定资产	459,414.13	395,490.38	389,891.91
工程物资	197.38	6,626.77	291.89
在建工程	7,438.58	26,037.57	2,868.18
固定资产清理	184.58	203.80	361.08
无形资产	62,078.98	58,418.93	55,302.61
商誉	24,351.49	22,698.46	20,479.82
长期待摊费用（递延资产）	540.95	0.00	0.00
递延所得税资产	4,709.11	3,648.36	1,829.00
其他非流动资产	5,345.58	2,189.22	5,076.87
非流动资产合计	588,975.88	538,237.97	499,149.56
资产总计	883,661.37	784,569.59	719,083.93
流动负债：			
短期借款	136,030.00	183,450.00	171,030.00
应付票据	24,868.60	22,884.14	50,511.31
应付账款	89,044.97	78,344.92	59,431.23
预收款项	11,197.49	8,375.32	7,931.95
应付职工薪酬	5,022.40	3,972.78	1,443.86
应交税费	9,358.11	6,691.71	8,064.28
应付利息	768.82	764.43	783.18

应付股利（应付利润）	1,800.00	0.00	2,000.00
其他应付款	18,087.29	17,752.73	15,489.32
一年内到期的非流动负债	11,900.00	11,740.00	29,240.00
其他流动负债	1,952.61	1,420.77	473.01
流动负债合计	310,030.29	335,396.80	346,398.15
非流动负债：			
长期借款	800.00	11,000.00	20,040.00
应付债券	100,720.79	49,840.89	49,805.63
长期应付款	45,845.91	27,543.68	11,338.24
专项应付款	1,486.41	1,486.41	1,486.41
递延收益	2,284.50	1,889.58	0.00
递延所得税负债	2,135.52	2,571.16	2,545.41
其他非流动负债	0.00	0.00	1,585.41
非流动负债合计	153,273.14	94,331.71	86,801.10
负债合计	463,303.43	429,728.51	433,199.25
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（股本）	40,890.96	40,890.96	40,890.96
资本公积	48,236.30	49,968.82	50,000.67
盈余公积	10,534.18	7,899.61	5,987.69
未分配利润	151,366.50	111,275.13	73,436.74
归属于母公司所有者权益合计	251,027.93	210,034.51	170,316.05
少数股东权益	169,330.01	144,806.57	115,568.63
所有者权益合计	420,357.94	354,841.08	285,884.67
负债和所有者权益总计	883,661.37	784,569.59	719,083.93

资料来源：公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业收入	668,275.87	617,900.22	465,843.26
减：营业成本	486,242.74	456,642.23	374,423.97
营业税金及附加	4,356.65	3,854.67	3,433.69
销售费用	26,470.21	22,592.78	15,663.32
管理费用	30,514.44	27,715.64	24,320.65
财务费用	19,294.98	18,192.25	20,556.15
资产减值损失	3,660.04	3,771.01	1,100.94
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	1.36	4.71	3.64
投资收益（损失以“-”号填列）	1,322.57	1,242.68	3,218.02
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	99,060.74	86,379.03	29,566.20
加：营业外收入	12,348.36	10,694.00	12,949.75
减：营业外支出	2,302.81	3,302.91	3,205.78
其中：非流动资产处置损失	243.90	1,232.30	1,976.63
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	109,106.28	93,770.12	39,310.17
减：所得税费用	21,504.94	23,971.19	11,209.47
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	87,601.34	69,798.93	28,100.70
减：少数股东损益	32,608.11	25,959.52	9,051.98
五、归属于母公司所有者的净利润	54,993.23	43,839.41	19,048.73

资料来源：公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012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	693,635.03	620,303.14	493,373.66
收到的税费返还	8,938.76	6,549.29	6,810.46
收到其他与经营活动有关的现金	23,467.49	23,152.73	19,772.01
经营活动现金流入小计	726,041.28	650,005.16	519,956.13
购买商品、接受劳务支付的现金	463,748.49	388,969.39	329,095.78
支付给职工以及为职工支付的现金	42,853.07	36,658.69	30,437.76
支付的各项税费	83,857.73	73,740.82	71,927.52
支付其他与经营活动有关的现金	35,818.62	44,162.22	30,574.39
经营活动现金流出小计	626,277.91	543,531.11	462,035.46
经营活动产生的现金流量净额	99,763.38	106,474.05	57,920.67
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	350.00	30.00	0.00
取得投资收益收到的现金	489.23	1,202.74	4,410.73
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	580.37	31.53	2,285.84
投资活动现金流入小计	1,419.60	1,264.27	6,696.58
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	45,766.33	49,159.58	29,277.57
投资支付的现金	7,660.37	1,241.54	3,992.87
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	3,906.72	4,866.69	8,690.99
投资活动现金流出小计	57,333.42	55,267.81	41,961.43
投资活动产生的现金流量净额	-55,913.82	-54,003.55	-35,264.85
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	1,120.00	4,897.28	16,460.25
取得借款收到的现金	202,635.88	190,750.00	186,130.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	49,800.00
收到其他与筹资活动有关的现金	44,420.04	43,079.10	49,771.45
筹资活动现金流入小计	248,175.91	238,726.38	302,161.70
偿还债务支付的现金	214,190.00	205,270.00	214,984.36
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	30,863.25	23,947.44	31,657.14
支付其他与筹资活动有关的现金	40,229.63	69,369.07	68,943.85
筹资活动现金流出小计	285,282.88	298,586.51	315,585.35
筹资活动产生的现金流量净额	-37,106.97	-59,860.13	-13,423.65
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	6,742.58	-7,389.63	9,232.17

资料来源：公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	87,601.34	69,798.93	28,100.70
加：资产减值准备	3,660.04	3,771.01	1,100.94
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	38,682.47	39,370.62	34,419.95
无形资产摊销	1,900.28	1,821.35	1,573.58
长期待摊费用摊销	10.21	0.00	0.00
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)	0.00	754.74	1,761.18
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	129.96	0.00	0.00
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	-1.36	-4.71	-3.64
财务费用(收益以“-”号填列)	20,805.51	19,157.70	21,090.00
投资损失(收益以“-”号填列)	-1,322.57	-1,242.68	-3,218.02
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-1,060.75	-1,819.36	-334.61
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-435.63	25.75	329.61
存货的减少(增加以“-”号填列)	-3,109.42	13,912.39	7,797.37
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-54,678.54	-110,138.33	-194,543.72
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	7,581.86	71,066.64	159,847.32
经营活动产生的现金流量净额	99,763.38	106,474.05	57,920.67
现金的期末余额	106,380.70	99,638.12	107,027.75
减：现金的期初余额	99,638.12	107,027.75	97,795.58
现金及现金等价物净增加额	6,742.58	-7,389.63	9,232.17

资料来源：公司审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
流动比率	0.95	0.73	0.63
速动比率	0.82	0.62	0.48
综合毛利率	27.24%	26.10%	19.62%
总资产回报率	15.57%	15.02%	8.50%
EBITDA (万元)	170,504.75	154,101.03	96,393.70
EBITDA利息保障倍数	8.20	8.05	4.52
应收账款周转天数	26.67	19.19	10.60
存货周转天数	29.28	35.73	54.27
应付账款周转天数	61.97	54.31	67.88
净营业周期 (天)	-6.02	0.61	-3.02
流动资产周转天数	145.72	135.83	166.89
固定资产周转天数	230.27	228.79	298.23
总资产周转天数	449.34	438.03	549.40
负债与所有者权益比率	110.22%	121.10%	151.53%
资产负债率	52.43%	54.77%	60.24%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本 (万元)	持股 比例	主营 业务
江西万年青科技工业园有限责任公司	3,000.00	100%	物业管理服务
江西万年青工程有限公司	1,000.00	100%	设备安装维修
江西万年青电子有限公司	1,900.00	75%	石英晶体元器件
南昌万年青水泥有限责任公司	3,125.00	68%	水泥生产销售
温州市万年青散装水泥有限公司	288.00	70%	水泥仓储
江西南方万年青水泥有限公司	100,000.00	50%	水泥生产销售
江西玉山万年青水泥有限公司	10,000.00	40%	水泥生产销售
江西瑞金万年青水泥有限责任公司	48,520.00	50%	水泥生产销售
江西万年青矿业有限公司	3,000.00	100%	非金属矿开采加工销售
江西万年县万年青商砼有限公司	1,000.00	100%	混凝土生产及销售
江西赣州新型材料有限公司	6,000.00	66.67%	水泥制品及水泥纤维板
江西兴国万年青商砼有限公司	1,000.00	66.67%	混凝土生产及销售
赣州于都万年青商砼有限公司	1,000.00	66.67%	水泥生产销售
江西石城南方万年青水泥有限公司	2,500.00	50%	水泥生产销售
崇义祥和万年青商砼有限公司	1,000.00	40%	水泥生产销售
上饶万年青城有限公司	10,000.00	51%	房地产开发等
瑞金万年青商砼有限公司	1,500.00	50%	混凝土生产及销售
南昌万年青商砼有限公司	1,000.00	48%	混凝土生产及销售
兴国万年青新型建材有限公司	1,000.00	53.336%	建材生产销售
瑞金万年青新型建材有限公司	1,000.00	53.336%	建材生产销售
石城万年青新型建材有限公司	1,000.00	53.336%	建材生产销售
江西黄金埠万年青水泥有限责任公司	3,000.00	58%	水泥生产销售
福建福清万年青水泥有限公司	2,000.00	90%	水泥生产销售
江西寻乌南方万年青水泥有限责任公司	2,000.00	35%	水泥生产销售
江西赣州南方万年青水泥有限公司	6,500.00	40%	水泥生产销售
赣州章贡南方万年青水泥有限公司	3,500.00	40%	水泥生产销售
江西于都南方万年青水泥有限公司	20,000.00	40%	水泥生产销售
江西兴国南方万年青水泥有限公司	2,044.09	40%	水泥生产销售
江西锦溪水泥有限公司	23,056.00	65%	水泥生产销售
东乡县混凝土有限公司	1,000.00	33.15%	混凝土生产及销售
江西湖口万年青水泥有限公司	2,600.00	65%	水泥生产销售

乐平锦溪商品混凝土有限公司	1,000.00	65%	混凝土生产及销售
进贤县鼎盛混凝土有限公司	1,000.00	100%	混凝土生产及销售
江西锦溪塑料制品有限公司	2,600.00	58.12%	编织袋生产销售
鄱阳县恒基建材有限公司	1,000.00	100%	混凝土生产及销售
赣州永固新材料有限公司	2,000.00	66.67%	混凝土生产及销售
赣州永恒建筑材料检测有限公司	100.00	66.67%	建筑材料检测
江西东鑫混凝土有限公司	1,000.00	65%	混凝土生产及销售
江西昊鼎商品混凝土有限公司	1,000.00	65%	混凝土生产及销售
景德镇市景磐城建混凝土有限公司	1,200.00	32.5%	混凝土生产及销售
景德镇市城竟混凝土有限公司	1,000.00	32.5%	混凝土生产及销售
景德镇东鑫混凝土有限公司	1,000.00	32.5%	混凝土生产及销售
景德镇市磐泰砼材检测有限公司	100.00	32.5%	建材检测服务
湖口县同兴混凝土有限公司	1,000.00	100%	混凝土生产及销售
鄱阳县恒泰商品混凝土有限公司	2,000.00	100%	混凝土生产及销售
余干县商砼建材有限公司	1,000.00	100%	混凝土生产及销售
九江佰力混凝土有限公司	3,000.00	100%	混凝土生产及销售
九江广德新型材料有限公司	1,150.04	100%	混凝土生产及销售

资料来源：根据公司审计报告整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

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。