



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪297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，维持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
二零一八年六月十二日

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（2018）

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	2017/10/25		
上次评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA ⁻	列入信用评级观察名单
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	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	48.77	41.30	40.78	39.04
总资产（亿元）	111.98	99.99	97.86	92.50
总债务（亿元）	46.75	41.71	38.84	30.06
营业收入（亿元）	17.55	18.02	21.01	0.87
营业毛利率（%）	-8.20	13.40	18.23	1.11
EBITDA（亿元）	-1.12	0.84	8.14	-
所有者权益收益率（%）	-19.10	-18.03	-1.49	-10.95
资产负债率（%）	56.45	58.69	58.33	57.80
总债务/EBITDA（X）	-41.66	49.57	4.77	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.39	0.31	3.07	-

统众国资	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	97.34	81.49	78.70
总资产（亿元）	335.01	317.96	308.68
总债务（亿元）	144.12	145.38	158.56
营业总收入（亿元）	112.41	118.80	114.29
营业毛利率（%）	5.66	6.41	8.82
EBITDA（亿元）	10.97	6.88	18.66
所有者权益收益率（%）	-10.38	-16.90	-2.29
资产负债率（%）	70.95	74.37	74.50
总债务/EBITDA（X）	13.14	21.13	8.50
EBITDA 利息倍数（X）	1.22	0.75	2.30

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、2018 年第一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2017 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，当年水泥产品量价齐升，业务规模保持增长，实现大幅减亏。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、公司经营持续亏损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，中诚信证评维持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（以下简称“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生产经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局，截至 2017 年末，水泥和熟料产能分别为 2,085 万吨/年和 1,435 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 20.12% 和 16.00%，仍占据领先地位。
- 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，2017 年统众国资经营性业务利润实现大幅减亏，且投资收益的取得亦对盈利形成一定补充。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。

分析师

鄂敬军 mjwu@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcqo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月12日

关注

- 产能释放率较低。2017年公司熟料和水泥产能利用率分别为36.88%和32.77%，产能利用水平较低，在当前水泥产能过剩现状未得到根本性改善的背景下，公司未来产能释放仍面临较大压力。
- 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。
- 经营持续亏损，削弱自有资本实力。2017年，水泥市场行情明显回暖，公司水泥产品量价齐升，实现大幅减亏，但受燃料和动力成本涨幅较大及期间费用大幅吞噬经营所得的影响，公司全年仍亏损0.61亿元，进一步侵蚀自有资本，截至2017年末，公司所有者权益同比减少1.27%至40.78亿元。
- 债务偿还压力较大。截至2018年3月末，公司总债务为30.06亿元，其中短期债务12.89亿元，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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项说明

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”）控股股东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”）于2017年10月20日出具了关于“松债暂停”债券的担保函，同意为本次债券兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保的金额和范围包括：本次债券的本金及利息（含回售金额及利息）、违约金、损害赔偿金及其他应支付的合理费用。基于上述情况，中诚信证评将“松债暂停”债项级别上调至AA。

此外，2017年10月21日，公司发布上调“松债暂停”票面利率公告，票面利率由6.20%调整为8.90%，调整后起息日为2017年12月5日。根据《新疆青松建材化工（集团）股份有限公司2012年公开发行公司债券募集说明书》中所设定的公司债券回售条款，“松债暂停”的债券持有人可在回售申报日（2017年10月31日至2017年11月2日），对其所持有的全部或部分“松债暂停”债券申报回售，回售的价格为债券面值（100元/张）。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“松债暂停”债券回售申报的统计，回售有效申报数量为1,411,925手，回售金额为1,411,925,000元。截至2017年末，公司“松债暂停”余额为7.88亿元。

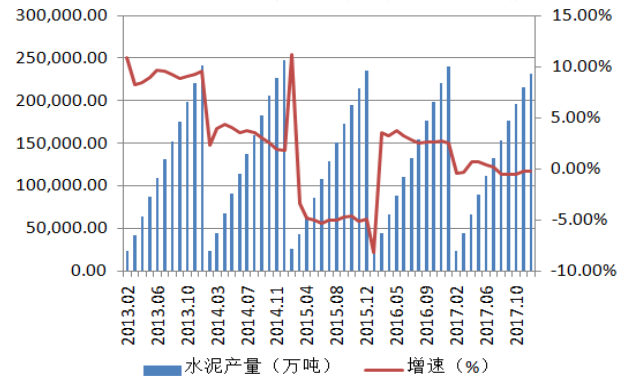
行业分析

目前我国水泥行业产能过剩形势仍显严峻，但随着供给侧改革及环保监管等政策的积极推进，供给端控制成效显著，水泥产量小幅减少，未来行业产能结构有望得到优化。

2017年以来，国家主管机构及水泥行业协会出台一系列遏制产能扩张、化解过剩产能的政策，提出在限制新增产能、淘汰落后产能的基础上，将错峰生产列入水泥行业压减过剩产能的政策。据中国水泥协会初步统计，2017年全国新点火水泥熟料生产线共有13条，合计年度新点火熟料设计产能2,046万吨，较2016年减少512万吨，降幅为20%，已连续五年呈递减走势。2017年末，水泥行业新型干法熟料设计年产能18.21亿吨，增速为-0.51%，

较上年下降1.60个百分点，产能扩张得到有效遏制。截至2017年6月底，全国实际熟料产能20.20亿吨，水泥产能38.30亿吨。2017年我国水泥产量为23.16亿吨，同比减少3.62%，错峰生产的扩大执行有效缓解了过剩产能的释放，供给端控制成效显著。

图1：2013-2017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

从水泥行业去产能政策来看，2017年12月，中国水泥协会发布《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》，提出三年压减熟料产能39,270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能平均利用率达到70%；前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上，水泥产能集中度达到60%等目标。2017年我国水泥熟料产能利用率在75%左右，同比有所上升，但与80%的合理值尚存在一定距离，产能过剩情况依然严重，水泥行业整体去产能压力仍较大。从错峰生产执行力度来看，各地方政府、行业协会和大型企业加大水泥错峰生产的力度，内蒙古、山西、重庆、山东及浙江等省份均已下发水泥夏季错峰生产计划相关文件，水泥错峰生产由北方地区延伸至南方各省，错峰生产的覆盖面趋广。从环保政策来看，目前国内仅在京津冀地区强制施行煤改气和最高标准的排污许可标准，但随着环保监管趋严，各地区环保整治力度也将加大。2017年1月5日，国务院发布《“十三五”节能减排综合工作方案》，未来将积极推进京津冀及周边地区、长三角、珠三角和东北等重点地区水泥行业升级改造，全面达标排放治理工程。2017年3月，中央层面出台“2+26”城市限产政策总纲后，环保督查逐渐在全

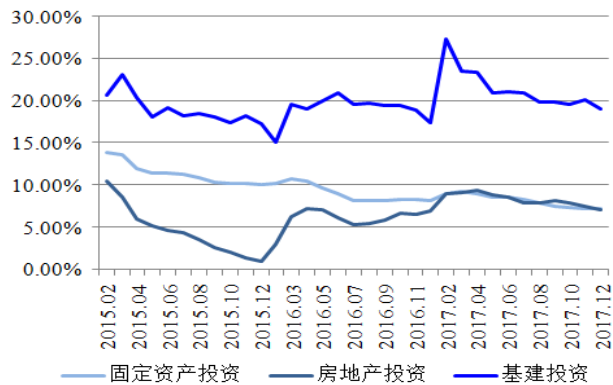
国范围铺开，力度空前。

总体看，在限制新增产能和逐步去产能的共同作用下，水泥产能释放率逐步提升，同时随着供给侧改革的稳步推进，未来行业供给结构有望进一步优化。

2017年我国基建和房地产投资增速相对稳定，对水泥市场需求形成一定支撑，但未来以基础设施建设和房地产开发投资为主的下游带动效应或趋弱，进而抑制水泥市场需求。

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。2017年全国固定资产投资631,684亿元，同比增长7.2%，增速较上年小幅回落0.9个百分点。2017年，全国完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.0%，增速较上年微增0.1个百分点。同时基础设施投资持续稳定在较高水平，当年全国基础设施投资（不含电力）140,005亿元，同比增长19.0%，增速较上年回升1.6个百分点。当前我国经济进入新常态，宏观经济增速将稳中趋缓，未来基建投资增速或将有所回落，加之2016年9月以来房地产政策持续收紧，房地产投资增速或将下滑，水泥市场需求下行压力仍存。

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

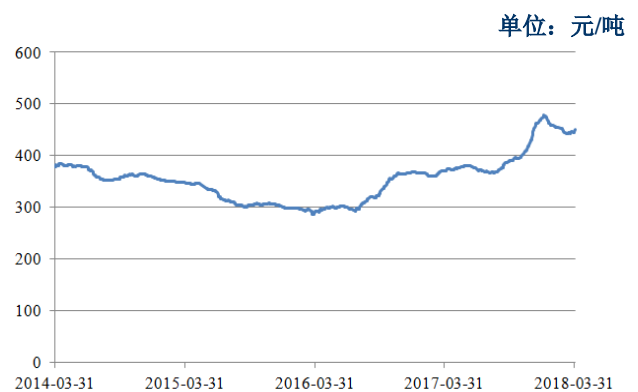
总体看，2017年我国基础设施建设和房地产开

发投资增速相对稳定，对水泥市场需求形成一定支撑。未来，随着我国经济步入新常态，以基础设施建设和房地产开发投资为主的下游需求带动效应或趋减弱，水泥需求难以得到显著提升。

2017年水泥价格涨势明显，带动行业经营效益大幅好转，但仍需关注煤炭价格变化等对水泥企业生产成本控制的影响。

价格方面，2017年9月以来，受错峰生产加强、供应紧张短期难解除影响，供给紧缩预期及上游煤炭价格高位震荡引致全国水泥价格持续大涨，截至2017年末全国P.O42.5水泥均价为440.58元/吨，同比上涨29.88%。受春节淡季及需求走弱影响，全国水泥价格自2018年1月起持续回调，但进入3月以来，全国水泥价格仍呈上涨趋势，截至2018年3月末，P.O42.5水泥销售均价为425.00元/吨。分区域来看，中南地区为我国水泥的主产区之一，2017年区域水泥市场整体呈现震荡上行的态势，当年末，中南地区的P.O42.5水泥价格为447.00元/吨，同比上涨25.56%，位居全国第二位。

图3：近年来全国P.O42.5水泥价格趋势图



资料来源：百年建筑网，中诚信证评整理

行业盈利状况方面，2017年以来，水泥需求相对稳定，但环保政策趋严，行业错峰生产时限延长，供给端产量受到严格控制，水泥价格大幅上涨，行业效益明显提升。根据国家统计局数据显示，2017年，水泥行业实现收入9,149亿元，同比增长17.89%，利润总额877亿元，同比增长94.41%，利润总额已经位居历史利润第二位，仅次于2011年历史最高点。

成本方面，水泥成本对煤炭价格波动的敏感性相对较高。2017年以来煤炭价格维持高位震荡态

势。其中，秦皇岛港 5,500 大卡动力煤市场价整体上涨，2017 年 5 月以后延续消费淡季行情，价格小幅回落，至 6 月中旬又开始回升，9 月中旬后出现小幅回落，截至 2018 年 3 月末为 609 元/吨。2017 年煤炭市场供需实现基本平衡，煤炭价格走势进入震荡调整阶段。长期来看，煤炭供需基本面长期难有大程度改观，煤价上涨幅度有限，动力煤价格将处于低位。

2017 年，受环保治理、错峰生产和节能减排等限产调控政策及煤炭价格高位运行等因素影响，水泥市场价格呈持续上升态势，为行业盈利状况的改善起到支撑作用，但煤炭价格震荡对水泥企业生产成本的影响需予以持续关注。

受益于固定资产投资、房地产开发投资增长和行业转型升级、化解过剩产能、实施“错峰生产”等政策的大力推动，2017 年新疆地区水泥供需关系有所改善，区域市场行情明显回暖。

近年来，依托资源优势和国家的大力支持，新疆自治区经济保持较快增长，2017 年实现地区生产总值 10,920.09 亿元，同比增长 7.60%；2017 年完成固定资产投资 11,795.64 亿元，同比增长 20.00%，增速较上年回升 26.90 个百分点；全年完成房地产开发投资 1,037.86 亿元，同比增长 12.40%。

表 1：2015~2017 年新疆自治区经济增长情况

	单位：亿元、%		
	2015	2016	2017
地区生产总值	9,324.80	9,617.23	10,920.09
同比增速	8.80	7.60	7.60
固定资产投资总额	10,729.32	9,983.86	11,795.64
同比增速	10.10	-6.90	20.00
房地产开发投资额	998.88	923.40	1,037.86
同比增速	-1.57	-7.60	12.40

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

2017 年 5 月 1 日，新疆地区正式取消全部 32.5 等级水泥，淘汰能耗不达标企业和生产线，全面推行高标号水泥（等级 42.5 或以上），促进行业转型升级、化解产能过剩。2017 年下半年，新疆发布《关于 2017-2018 年冬季水泥错峰生产的通知》（以下简称“通知”），通知要求，新疆所有水泥生产企业

（含兵团）都要参与错峰生产，并针对电石渣水泥企业给出具体的“错峰置换”办法，即电石渣水泥企业在冬季采暖期错峰生产期间不停窑，由区域内传统水泥熟料生产企业增加停窑时间予以置换补偿。电石渣水泥企业错峰生产期间生产的合格水泥熟料，由区域内传统水泥企业按照《乌鲁木齐昌吉石河子吐鲁番区域电石渣水泥企业“错峰置换”方案》统筹消化处理。掺加少量电石渣（15% 以下）生产熟料的传统水泥企业，按规定参与错峰生产。上述政策的实施对化解新疆地区水泥行业转型升级、化解过剩产能产生积极作用，同时有利于具备高标号水泥生产能力、低能耗、环保型企业的健康发展，行业集中度将得到提高，区域优势企业竞争实力将进一步增强。

2017 年，新疆规模以上水泥企业生产水泥 4,495.9 万吨，同比增加 10.4%，增速较上年增长 11.5%，熟料产量 3,140.5 万吨，同比增加 6.0%，增速较上年增长 6.0%。从销售情况看，新疆规模以上水泥企业销售水泥 4,300 万吨，同比增加 10.5%。2017 年新疆水泥行业一举扭转连续 3 年亏损的局面，在错峰生产、电石渣水泥“错峰置换”及取消 32.5 低档次水泥等化解产能过剩工作方面取得显著成效，供需关系得以改善，水泥价格理性回归。

总体而言，受益于固定资产投资、房地产开发投资增长和行业转型升级、化解过剩产能及实施“错峰生产”等政策的大力推动，2017 年新疆地区水泥供需有所平衡，行业景气度明显回升，带动区域内行业整体效益提升。

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”）。作为第一师国资委旗下水泥制造产业唯一运营平台，公司能够在生产经营及资金等方面得到有力支持。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。在新疆实施错峰生产、区域协同及取消 32.5 等级水泥等多项措施化解水泥过剩产能背景下，2017 年公司较好地实现了 32.5 级水泥向高

标号水泥转型升级的自然过渡，水泥产销量实现增长，且价格得到较大回升，全年实现营业总收入21.01亿元，同比增长16.58%。分产品来看，当年水泥销售收入为19.12亿元，同比增长17.61%，系公司收入的主要来源，占当年营业总收入的比重达90.99%；水泥制品系公司营业收入重要补充，占营业总收入的比重为7.27%。

表2：2015~2017年公司主营业务收入构成情况

单位：亿元

收入分类	2015	2016	2017
水泥	15.36	16.25	19.12
水泥制品	1.37	1.55	1.53
化工	-	0.10	-
其他	-	0.12	-
合计	16.73	18.02	20.65

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017年，公司较好地实现了32.5级水泥向高标号水泥转型升级的自然过渡，水泥产能基本保持稳定，受益于下游需求增加的带动，水泥产销量实现增长，但整体产能释放水平仍较低。

受新疆地区加大力度化解水泥过剩产能的影响，2017年公司无新增产能项目。在新疆地区正式取消全部32.5等级水泥的政策落实之前，公司已经在逐步开展32.5级水泥产线向高标号水泥产线转型升级的工作，且现有生产线未列入能耗不达标而需淘汰的去产能项目名单，水泥生产能力基本维持稳定，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。截至2017年末，公司共拥有22条水泥磨粉生产线，其中新型干法熟料生产线16条，水泥和熟料产能分别为2,085万吨/年和1,435万吨/年，基本较上年持平。

表3：近年来公司水泥产品产能情况

单位：万吨/年

	2015	2016	2017
水泥产能	2,180	2,090	2,085
熟料产能	1,474	1,431	1,435

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、博乐、霍城及和布克赛尔。其中，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54.44%；北疆地区拥有水泥年产能950万吨，占比为45.56%。

表4：近年来公司水泥产品产能布局情况

单位：万吨/年

北疆	熟料产能	水泥产能
乌鲁木齐	235	360
乌苏	100	130
五家渠	-	150
伊犁	105	130
塔城	100	50
博乐	60	50
霍城	30	30
和布克赛尔	30	50
合计	660	950

南疆	熟料产能	水泥产能
阿克苏	180	265
库车	185	240
和田	75	120
克州	260	360
巴州	75	150
合计	775	1,135

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受益于下游需求的增加以及水泥行业去产能、转型升级等政策导向，公司作为区域领先的生产商，竞争实力得到增强。2017年公司严格执行取消32.5级水泥生产的政策，水泥产品生产实现向高标号转型升级的自然过渡。当年公司熟料产量为529.16万吨，水泥产量为689.34万吨，同比分别增加59.87%和8.48%，熟料和水泥产能利用率分别为36.88%和32.77%，分别较上年提高13.75个百分点和2.63个百分点，产能利用情况有所改善，但产能利用率仍处于较低水平。受制于区域内水泥产能严重过剩的现状，短期内公司产能利用情况仍值得关注，未来产能释放仍面临较大压力。

表5：近年来公司水泥产品生产情况

单位：万吨/年

	2015	2016	2017
水泥产量	682.47	629.92	683.34
熟料产量	386.70	330.99	529.16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，2017年公司整体产能规模保持稳定，

且受益于水泥市场的回暖，水泥和熟料产量增加，但产能利用率仍处于较低水平，加之当前区域水泥产能过剩形势未得到根本性扭转，公司整体产能释放压力仍较大。

2017年公司水泥产品量价齐升，收入规模有所增长，但仍需关注煤炭价格高位震荡及区域水泥产能过剩严重等因素对公司业务运营构成的压力。

在水泥行业景气度回升及下游需求增长的推动下，2017年公司销售水泥687.46万吨，同比增加7.61%。同时，受区域错峰生产及取消32.5等级水泥等政策主导和成本推动等因素影响，新疆地区水泥价格明显回升，当年公司水泥销售价格同比上涨27.20%至321.89元/吨，对整体盈利的大幅减亏起到积极作用。

表 6：2015~2017 年公司水泥销售状况

单位：万吨、元/吨

	2015	2016	2017
水泥销量	680.29	638.87	687.46
水泥平均售价	222.98	253.06	321.89

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

市场占有率方面，公司产品的主要销售区域为南疆地区，但近年来随着众多水泥生产企业的不断入驻及市场竞争的日趋激烈，公司水泥产品在整个新疆地区的市场占有率呈下降趋势。2017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20.12%和16.00%，分别较上年下降2.84个百分点和0.55个百分点。但整体来看，公司在南疆地区的水泥产销仍具有较强的规模优势。

表7：2015~2017年公司水泥市场占有率情况

单位：%

	2015	2016	2017
南疆	20.07	22.96	20.12
新疆合计	17.15	16.55	16.00

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2017年末，公司水泥生产基地共拥有石灰石矿山13座，合计总储量约为1.98亿吨，开采能力0.08亿吨/年，自供比例达90%左右。2017年公司石灰石综合利用率达95%

以上。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。2017年以来煤炭价格高位震荡，公司煤炭采购成本大幅上升，当年煤炭平均采购价格（到厂价）同比上涨87.26%至430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”）双方共同出资组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。国电青松矿业已于2017年6月取得大平滩煤矿项目核准的批复，目前项目尚在建设中，未开始正常生产经营。截至2017年12月31日，公司投资金额为8,812.62万元，后续仍面临一定的资本支出需求。

电力供应方面，截至2017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90.7万千瓦，全年累计并网发电量达8.75亿千瓦时，余热发电装置的配备能够一定程度节约采购成本。此外，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，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2017年12月31日，公司已累计出资8,732.16万元，随着项目建设的推进，公司后续将面临一定的资本支出压力。

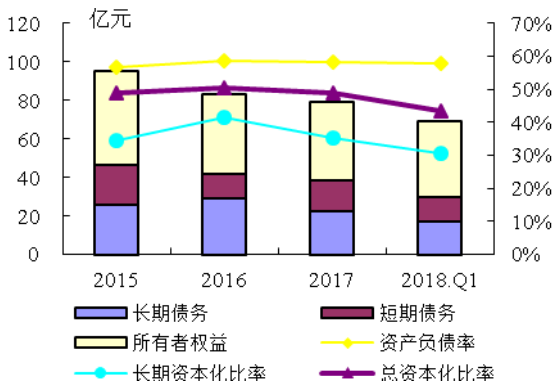
总体看，公司石灰石资源储量充足，保障其生产运营的稳定性，但煤炭价格的高位震荡走势一定程度加大成本控制压力。此外，公司在南疆地区具有较强的规模优势，行业景气度的回升带动公司水泥产品量价齐升，为改善整体盈利能力起到积极作用。但区域内水泥产能过剩仍显严重、市场竞争激烈以及考虑到在建项目推进带来的资本支出压力，未来公司仍面临较大的经营挑战。

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2015~2017年财务报告以及未经审计的2018年一季度财务报告。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

图 4：2015~2018.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

受公司控股子公司新疆青松投资集团有限责任公司（原新疆青松水泥有限责任公司）卡子湾厂区搬迁的影响，2017年公司处置了部分资产，使得年末资产总额为97.86亿元，同比减少2.13%，负债总额为57.08亿元，同比减少2.73%。2017年公司经营依然亏损，尽管亏损额大幅减少，但仍对自有资本形成侵蚀，当年末所有者权益同比减少1.27%至40.78亿元；资产负债率和总资本化比率分别为58.33%和48.78%，同比分别下降0.36个百分点和1.46个百分点。截至2018年3月末，公司资产总额和所有者权益分别为92.50亿元和39.04亿元，当期末资产负债率和总资本化比率分别为57.80%和43.50%。整体看，公司财务杠杆比率呈下降趋势，但鉴于未来项目投资尚面临一定的投资需求，未来财务杠杆比率仍面临上升压力。

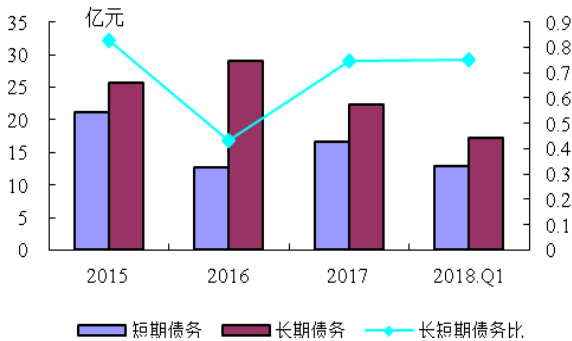
资产结构方面，公司资产以非流动资产为主，2017年末非流动资产合计77.86亿元，占总资产的比重为79.57%。公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产，2017年末规模分别为55.98亿元、10.15亿元和4.01亿元，占非流动资产的比重分别为71.90%、13.03%和5.16%。其中，固

定资产主要为房屋及建筑物和机器设备，主要受卡子湾厂区搬迁影响，固定资产同比减少7.13%；在建工程包括30万吨/年烧碱及配套项目、环保项目和青松维纶50kt/a聚乙烯醇建设工程项目等，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，当年已累计计提减值准备1.94亿元，该项目当年末账面价值7.55亿元。中诚信证评将持续关注该项目的后续进展以及进一步减值的可能性对整体盈利产生的负面影响。无形资产主要为土地使用权和采矿权。截至2017年末，公司流动资产主要由货币资金、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26.97%、12.12%、13.84%、23.57%和9.52%。其中货币资金同比增加172.19%至5.39亿元，主要由于收到卡子湾厂区搬迁土地补偿金；2017年公司通过多种措施加大对应收账款的清收，当年末应收账款账面价值为2.42亿元，同比减少25.57%；其他应收款主要为往来款项（当年末账面余额2.44亿元，同比增加99.18%），主要往来对象包括统众国资、哈密南岗建材有限责任公司、乌鲁木齐市卡子湾青松物业管理有限责任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款余额占比为67.72%，1年以上的占比32.28%，当年末累计计提坏账准备0.29亿元；存货主要为原材料和在产品，当年末计提存货跌价准备0.23亿元，同时由于水泥价格处于上升通道中，公司转回或转销0.55亿元的存货跌价准备，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。

负债结构方面，截至2017年末，公司负债总额为57.08亿元，其中流动负债32.38亿元，占比56.73%。公司流动负债以短期借款（16.28亿元）和应付账款（7.00亿元）为主，分别占流动负债50.28%和21.61%，其中短期借款主要为信用借款，应付账款主要系尚未结算的工程款。公司非流动负债主要为长期借款（9.08亿元）和应付债券（7.91亿元），其中长期借款以信用借款为主，应付债券系公司于2012年12月发行的公司债券。

债务期限结构方面,2017年,公司赎回前期发行的公司债券14.12亿元,并新增部分长期借款,当年末总债务规模为38.84亿元,较上年下降6.88%,长短期债务比(短期债务/长期债务)由2016年末的0.43倍上升至0.75倍,短期偿债压力有所加大,但其以长期债务为主的债务期限结构仍尚属合理。截至2018年3月末,公司总债务为30.06亿元,长短期债务比为0.75倍。

图5:2015~2018.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,2017年以来公司财务杠杆比率略有下降,财务结构及债务期限结构较合理,但整体经营情况仍不甚乐观,自有资本进一步受到侵蚀,且随着投资项目的持续推进,公司仍面临一定的资本支出压力。

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。2017年,随着水泥市场行情明显回暖,公司主导产品水泥的销售价格出现较大幅度地上升,产品销量亦有所增加,带动整体营收规模增长,2017年公司实现营业总收入21.01亿元,同比增加16.58%。

营业毛利率方面,2017年,公司燃料和动力成本涨幅较大,但受益于水泥价格较高的上涨幅度,全年营业毛利率为18.23%,同比提高4.83个百分点,其中水泥产品毛利率为16.78%,同比提高3.96个百分点,初始获利能力有所提升,但仍处于行业较低水平。2018年1~3月,受季节性停产因素影响,公司水泥产品销量下滑,当期营业总收入0.87亿元,同比减少19.09%,营业毛利率为1.11%。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8:2017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	152.90	29.83
万年青	70.94	26.36
天山股份	70.80	29.00
尖峰集团	28.27	34.07
青松建化	21.01	18.23

资料来源:公开资料,中诚信证评整理

表9:2015~2017年公司分板块收入及毛利率情况

单位:亿元、%			
	2015	2016	2017
营业收入			
水泥	15.36	16.25	19.12
水泥制品	1.37	1.55	1.53
营业毛利率			
水泥	-8.71	12.82	16.78
水泥制品	9.09	10.00	15.05

资料来源:公司审计报告,中诚信证评整理

期间费用方面,2017年公司压缩管理层级,严控各项费用,使得期间费用规模有所下降,当年期间费用合计5.95亿元,同比减少6.26%。具体来看,2017年公司运输包装费及工资薪酬等支出减少,使得销售费用规模同比下降5.95%至0.37亿元;受益于工资薪酬及日常办公费用的减少,管理费用同比减少15.40%至2.82亿元。财务费用方面,2017年受利息收入减少、汇总损益和其他财务支出较上年同期增加的影响,公司财务费用为2.77亿元,同比增加5.27%。2017年,公司三费收入占比为28.33%,较上年下降6.90个百分点。2018年1~3月,公司三费合计1.03亿元,同比减少22.37%,三费收入占比为118.61%,同比下降5.01个百分点。总体而言,公司期间费用增长得到一定的控制,但三费收入占比仍高企,期间费用控制能力不佳。

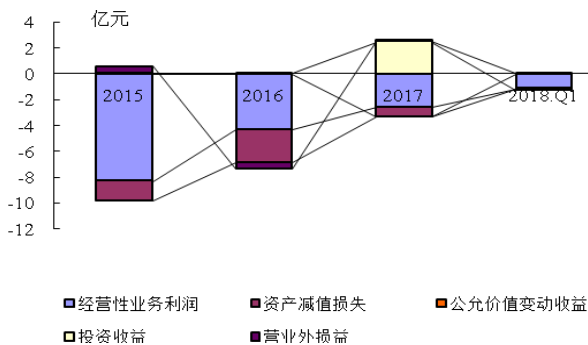
表10:2015~2018.Q1公司期间费用情况

单位:亿元、%				
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	0.58	0.39	0.37	0.06
管理费用	3.45	3.33	2.82	0.44
财务费用	2.67	2.63	2.77	0.53
三费合计	6.70	6.35	5.95	1.03
营业总收入	17.55	18.02	21.01	0.87
三费收入占比	38.21	35.23	28.33	118.61

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,2017年公司利润总额主要由经营性业务利润、资产减值损失和投资收益构成。尽管2017年公司产品出现量价齐升局面,但期间费用仍完全侵蚀经营所得,经营性业务呈亏损状态,亏损额同比减少40.45%至2.55亿元;资产减值损失主要为坏账损失(0.10亿元)、存货跌价损失(0.23亿元)和在建工程减值损失(0.44亿元),同比减少69.93%;投资收益同比增加2,947.71%至2.48亿元,主要由于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(目前公司还持有国电青松矿业30.20%股权)获得价款3.00亿元。受益于此,2017年公司利润总额亏损面由上年的-7.25亿元收窄至-14.22万元,全年净利润较上年的-7.45亿元大幅减亏至-0.61亿元。同时,公司以处置长期股权投资取得的投资收益或不具有稳定性和可持续性,且经营性业务持续亏损,未来的经营风险仍需予以关注。

图6:2015~2018.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

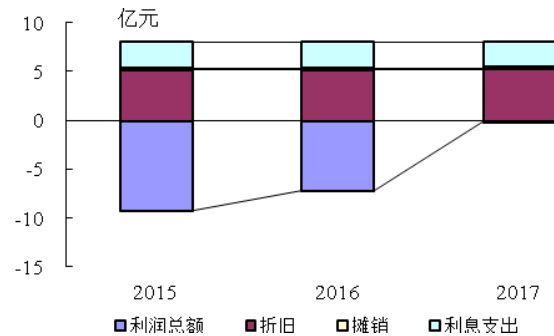
总体来看,2017年水泥行业景气度显著回升,带动公司水泥产品量价齐升,公司实现大幅减亏,但中诚信证评将持续关注季节性停产,水泥产品、煤炭价格波动以及期间费用支出刚性较强等因素对公司盈利能力的影响。

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。2017年公司利润总额亏损较上年大幅收窄,当年EBITDA增至8.14亿元,同比增加867.26%。从EBITDA对债务本息的保障程度来看,2017年公司总债务/EBITDA为4.77倍,同比下降90.37%;EBITDA利息保障倍数为3.07倍,同比增长902.77%。2017年,公司经营性业务亏损

收窄,EBITDA对债务利息的保障程度欠佳。

图7:2015~2017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

经营活动现金流方面,2017年公司经营活动净现金流为5.64亿元,同比减少20.51%,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0.15倍和2.13倍,分别同比下降14.64%和17.60%,指标较上年有所降低,经营性现金流对债务利息的保障能力有所减弱。受季节性停产的影响,2018年一季度公司经营性现金流呈净流出状态,为-0.65亿元。

表11:2015~2018.Q1公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务(亿元)	46.75	41.71	38.84	30.06
长期债务(亿元)	25.60	29.08	22.25	17.17
短期债务(亿元)	21.15	12.63	16.58	12.89
EBITDA(亿元)	-1.12	0.84	8.14	-
EBITDA利息倍数(X)	-0.39	0.31	3.07	-
总债务/EBITDA(X)	-41.66	49.57	4.77	-
经营净现金流/利息支出(X)	0.23	2.59	2.13	-
经营净现金流/总债务(X)	0.01	0.17	0.15	-0.09
资产负债率(%)	56.45	58.69	58.33	57.80
总资本化比率(%)	48.94	50.24	48.78	43.50

数据来源:公司审计报告及财务报表,中诚信证评整理

作为上市企业,公司2015~2016年度净利润连续为负值,归属于上市公司股东的净利润亦连续为负值,根据《上海证券交易所股票上市规则》相关规定,公司被实施退市风险警示。2017年公司实现归属于上市公司股东的净利润5,060.42万元,扭亏为盈。上海证券交易所于2018年4月27日同意公司撤销股票退市风险警示的申请。另外公司的“松债暂停”债券于2018年5月15日恢复上市,债券简称由“松债暂停”变更为“12松建化”。公司与多家金

融机构保持着较好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司共计获得授信额度为 22.49 亿元，未使用的授信余额为 11.36 亿元，具有一定的备用流动性。

或有负债方面，截至 2017 年末，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 2017 年末，公司受限资产合计 6.27 亿元，占当年末总资产的比重为 6.41%，包括各类保证金 0.17 亿元和用于借款抵押、反担保的固定资产 6.10 亿元。

整体而言，2017 年，受益于水泥市场景气度的显著回暖，公司经营业务大幅减亏，但较高的三费支出规模导致当年净利润仍呈亏损状态，进一步侵蚀自有资本。同时，考虑新疆地区水泥市场产能过剩和竞争激烈的状况未有明显好转，加之水泥产品和煤炭价格持续波动，业务经营及盈利情况仍需予以持续关注。

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 2017 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新疆辐射内地的建筑安装业。

截至 2017 年 12 月 31 日，统众国资总资产为 308.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 78.70 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 74.50% 和 66.83%。2017 年，统众国资实现营业总收入 114.29 亿元，净利润-1.80 亿元，经营活动净

现金流-9.40 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。2017 年，统众国资实现营业总收入 114.29 亿元，同比减少 3.80%。其中，农业、工业、电力、建筑和其他板块收入占主营业务收入（合并抵消前）的比例分别为 45.56%、24.48%、9.99%、13.36% 和 6.62%。

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”）。新农开发的主营业务是种子加工及销售、棉浆化纤、乳制品及甘草制品业务，农业板块中主要产品为棉种、棉花及其副产品。截至 2017 年末，统众国资持股新农开发比例为 40.32%。2017 年，新农开发出全资子公司阿拉尔新农化纤有限责任公司（以下简称“新农化纤”）所拥有的年产 8 万吨粘胶纤维、10 万吨棉浆粕生产线全部有效经营性资产及配套设施（包括存货、固定资产、在建工程和无形资产等），致使商品销售大幅减少，全年新农开发实现营业收入 10.85 亿元，同比减少 30.57%。同期，新农开发营业利润 0.21 亿元，净利润 0.15 亿元（上年亏损 1.78 亿元），实现扭亏为盈。2017 年，受益于皮棉销量的增加，新农开发农业板块实现营业收入 2.56 亿元，同比增加 8.47%；毛利率 27.62%，同比下降 6.23 个百分点，经营性业务获利能力有所下降。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。近年国际皮棉市场价格低迷，各地区逐渐形成增果、增粮及减棉种植结构的调整，植棉面积逐年萎缩，另外农业科技的实施，精量播种不仅在师内各团场普及，在地方县、市、乡、镇也在推广，造成销量下降。2017 年，棉麻公司皮棉收购量 24.78 万吨，同比减少 44.48%，皮棉销售量 26.94 万吨，同比减少 30.08%，实现营业收入 39.35 亿元，同比减少 12.26%；全年实现利润总额 0.36 亿元，同比增加 140.00%。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。2017年，供销公司销售各类农资肥料35.01万吨，同比增加0.75万吨；销售成品油6.46万吨，同比减少0.8万吨；销售地膜1万吨，同比增加0.2万吨。2017年，供销公司实现营业收入14.7亿元，同比增长0.7%，实现利润总额0.29亿元，同比增长61%。农业板块是统众国资最重要的收入来源，2017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。

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棉浆粕及甘草等农副产品加工。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棉浆粕、奶粉和甘草制品计入公司工业板块核算。2017年新农开发出全资子公司新农化纤资产，加工能力下降使得产品销量大幅减少，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6.80亿元，同比减少42.14%，其中浆箔制品销售收入4.10亿元，同比减少54.30%，液态奶销售收入1.88亿元，同比增加35.36%，甘草制品销售收入0.37亿元，同比减少29.88%。新农开发相关农副产品加工业务收入出现大幅波动，后续发展仍值得关注。

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2017年末，电力公司拥有4个发电厂、8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170万千瓦，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200万平方米，占阿克苏市总供热面积的39.37%，在阿拉尔市供热面积为308万平方米，占阿拉尔市总供热面积的60.63%。发电方面，2017年，电力公司完成发电量21.49亿千瓦时，同比减少5.79%，单位发电煤耗292.73克/千瓦时，同比减少1.62克/千瓦时。当年，公司购电成本共计4.61亿元，同比增加0.10亿元。电力公司向国家电网阿克苏电力有限公司采购电力协议单价为0.41元/千瓦时。供电方面，2017年，电

力公司供电量16.75亿千瓦时，售电量15.64亿千瓦时，供电量和售电量同比分别增加1.16亿千瓦时和1.13亿千瓦时；其中农业用电和工业用电电价分别为0.36元/千瓦时和0.48元/千瓦时，商业用电和居民用电电价分别为0.65元/千瓦时和0.55元/千瓦时。统众国资电力板块业务较为稳定，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”）。2017年，建安公司实现营业收入和净利润分别为15.11亿元和0.32亿元，同比分别减少2.37%和23.35%。

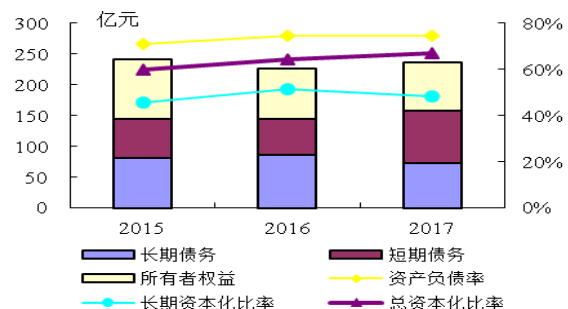
统众国资其他板块主要为煤炭开采，主要经营单位为阿克苏塔河矿业有限责任公司（以下简称“塔河矿业”）。塔河矿业拥有4个煤矿，分别为巴依里煤矿、玉尔滚煤矿及科兴煤矿、榆树泉煤矿和榆树岭煤矿。2017年，受益于煤炭市场行情的回暖，塔河矿业生产原煤99.18万吨，同比增加107.79%；2017年销售原煤101.23万吨，同比增加45.34%，原煤平均销售（不含税）单价328.44元/吨，较上年同期上涨195.94元/吨。2017年，塔河矿业实现营业收入3.41亿元，同比增长246.65%；实现营业利润1.31亿元，同比增长314.75%。

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2015~2017年审计报告，所有财务数据均为合并口径。

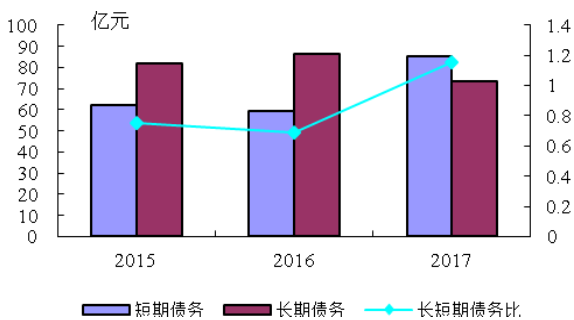
图8：2015~2017年公司资本结构分析



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 2017 年新农开发出让新农业资产等因素影响，截至当年末，统众国资总资产为 308.68 亿元，同比减少 2.92%；同期，负债总额为 229.98 亿元，同比减少 2.75%。所有者权益方面，近年统众国资经营持续亏损，不断侵蚀自有资本，当年末所有者权益为 78.70 亿元，同比减少 3.42%；当年末，资产负债率和总资本化比率分别为 74.50% 和 66.83%，分别较上年末提高 0.13 个百分点和 2.75 个百分点，财务杠杆比率处于较高水平。

图 9：2015~2017 年公司债务结构分析



资料来源：统众国资审计报告，中诚信证评整理

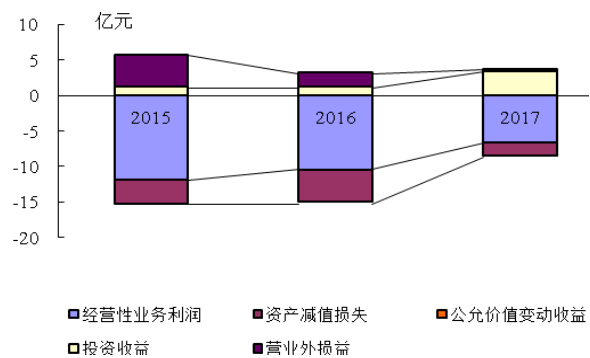
债务结构方面，截至 2017 年末，统众国资总债务同比增加 9.07% 至 158.56 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 84.97 亿元和 73.59 亿元，分别较上年末增加 43.59% 和减少 14.63%，长短期债务比由 2016 年的 0.69 倍上升至 1.15 倍，短期债务占比加大，以短期债务为主的债务结构不甚合理，债务期限结构有待优化。

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。2017 年，主要受棉麻公司皮棉销售量下滑影响，统众国资农业板块收入规模下降，加之新农开发出售新农业资产，导致统众国资工业板块业务亦有所下滑，但得益于原煤产品的量价齐升及电力板块业务的稳定发展，统众国资全年收入小幅下滑。2017 年公司实现营业总收入 114.29 亿元，同比减少 3.80%，营业毛利率为 8.82%，同比提高 2.40 个百分点。期间费用方面，当年统众国资三费收入占比为 13.76%，较上年下降 0.71 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，2017 年统众国资利润总额由经

营性业务利润、资产减值损失和投资收益构成。统众国资经营性业务持续亏损，当年经营性业务利润为 -6.65 亿元，同比减少 36.59%；资产减值损失为 1.90 亿元（包括坏账损失 0.29 亿元、存货跌价损失 0.52 亿元、固定资产减值损失 0.44 亿元和在建工程减值损失 0.44 亿元等）同比减少 57.30%；投资收益同比增加 198.37% 至 3.39 亿元，主要系处置国电青松矿业股权产生。2017 年，公司利润总额为 -0.38 亿元，减亏 12.89 亿元；净利润较上年 -13.77 亿元大幅减亏至 -1.80 亿元。

图 10：2015~2017 年公司利润总额情况



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，2017 年，统众国资总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 8.50 倍和 2.30 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力欠佳。从现金流情况来看，2017 年，统众国资经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 -0.06 倍和 -1.16 倍，经营活动净现金无法对债务利息形成保障。

表 12：2015~2017 年统众国资主要偿债能力指标

指标	2015	2016	2017
长期债务 (亿元)	82.13	86.21	73.59
总债务 (亿元)	144.12	145.38	158.56
资产负债率 (%)	70.95	74.37	74.50
总资本化比率 (%)	59.69	64.08	66.83
EBITDA (亿元)	10.97	6.88	18.66
EBITDA 利息倍数 (X)	1.22	0.75	2.30
总债务/EBITDA (X)	13.14	21.13	8.50
经营活动净现金流 (亿元)	19.96	28.44	-9.40
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.22	3.09	-1.16
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.14	0.20	-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 2018 年 3 月末，统众国资在各家银行授信总额度为 178.01 亿元，其中已使用授信额度 141.17 亿元，剩余授信额度 36.84 亿元。

受限资产方面，截至 2017 年末，统众国资受限资产合计 25.66 亿元，占同期总资产的比重为 8.31%，其中主要包括为银行借款而抵押的存货 0.04 亿元、固定资产 8.01 亿元和无形资产 0.94 亿元，为借款质押、非公开发行公司债券提供质押反担保而受限的长期股权投资 14.41 亿元以及受限货币资金 2.26 亿元。

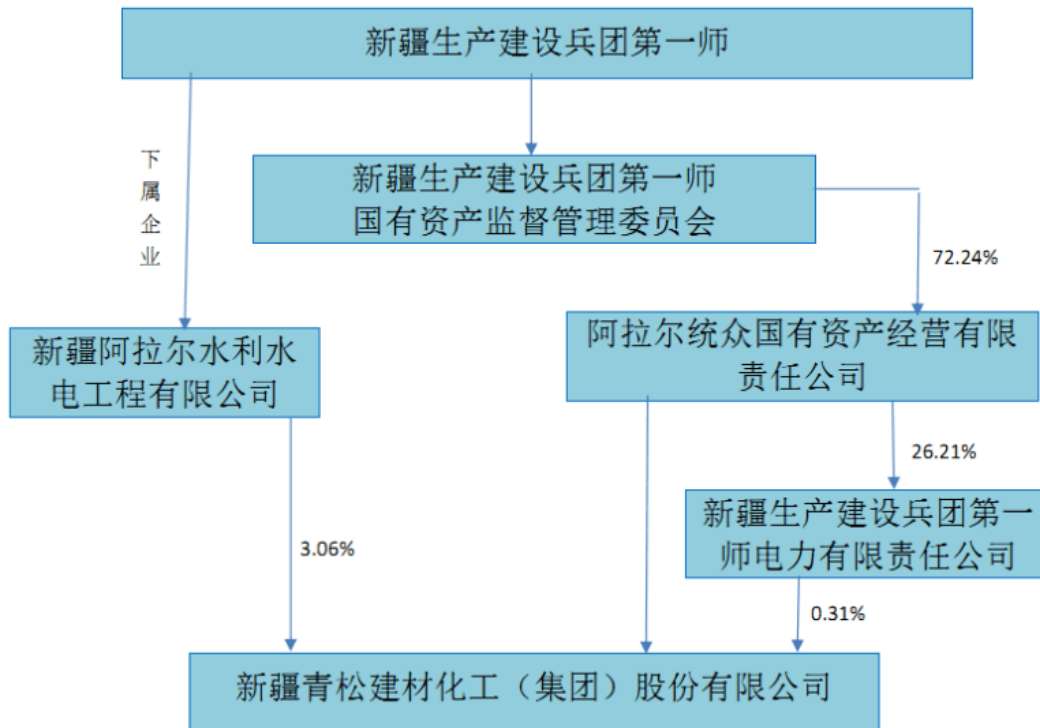
或有负债方面，截至 2017 年末，统众国资对外担保余额为 14.12 亿元，占同期净资产的 17.94%，主要是对国有控股企业阿拉尔市西北兴业城市建设投资有限公司、新鑫国资及公司重要关联方的担保。

综合来看，统众国资系第一师国资委的重要控股子公司，2017 年经营性业务实现大幅减亏，且处置国电青松矿业股权产生的投资收益亦一定程度改善盈利，统众国资在第一师经济建设中具有重要作用。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还可提供一定保障。

结 论

综上，中诚信证评维持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 2018 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	19,660.82	19,814.01	53,931.54	14,584.83
应收账款净额	47,099.00	32,553.86	24,230.68	22,543.87
存货净额	84,196.78	47,629.68	47,135.14	60,783.93
流动资产	214,177.30	156,854.31	199,962.65	162,623.64
长期投资	73,526.11	70,478.76	56,549.38	55,574.09
固定资产（合计）	790,932.34	730,551.65	664,593.17	654,488.82
总资产	1,119,803.58	999,874.19	978,588.13	925,010.21
短期债务	211,488.33	126,250.00	165,841.23	128,861.69
长期债务	255,993.96	290,848.60	222,544.24	171,719.70
总债务（短期债务+长期债务）	467,482.29	417,098.60	388,385.46	300,581.39
总负债	632,144.08	586,828.58	570,806.44	534,649.74
所有者权益（含少数股东权益）	487,659.50	413,045.62	407,781.69	390,360.47
营业总收入	175,477.29	180,235.74	210,112.03	8,699.53
三费前利润	-15,822.13	20,593.27	33,968.50	-861.72
投资收益	838.66	813.12	24,781.55	-1,138.25
净利润	-93,136.05	-74,492.50	-6,076.40	-10,688.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	-11,221.05	8,413.65	81,381.96	-
经营活动产生现金净流量	6,703.97	70,980.95	56,420.76	-6,548.80
投资活动产生现金净流量	4,215.01	-11,039.89	72,657.49	-2,569.61
筹资活动产生现金净流量	-42,669.38	-59,831.79	-95,059.79	-30,260.01
现金及现金等价物净增加额	-31,846.60	126.31	34,018.46	-39,378.43
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	-8.20	13.40	18.23	1.11
所有者权益收益率（%）	-19.10	-18.03	-1.49	-10.95
EBITDA/营业总收入（%）	-6.39	4.67	38.73	-
速动比率（X）	0.36	0.39	0.47	0.35
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.17	0.15	-0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	0.03	0.56	0.34	-0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	0.23	2.59	2.13	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.39	0.31	3.07	-
总债务/EBITDA（X）	-41.66	49.57	4.77	-
资产负债率（%）	56.45	58.69	58.33	57.80
总资本化比率（%）	48.94	50.24	48.78	43.50
长期资本化比率（%）	34.42	41.32	35.31	30.55

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、2018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2015~2017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）	2015	2016	2017
货币资金	183,517.35	158,537.12	193,384.69
应收账款净额	145,974.74	124,555.54	107,771.77
存货净额	432,922.86	457,072.79	405,852.46
流动资产	1,191,318.92	1,078,288.85	1,170,604.72
长期投资	220,777.97	212,319.87	208,536.39
固定资产（合计）	1,774,864.49	1,717,136.37	1,535,537.61
总资产	3,350,085.42	3,179,603.29	3,086,756.41
短期债务	619,884.56	591,747.58	849,695.98
长期债务	821,303.36	862,069.79	735,922.45
总债务（短期债务+长期债务）	1,441,187.92	1,453,817.37	1,585,618.44
总负债	2,376,731.00	2,364,725.31	2,299,771.81
所有者权益（含少数股东权益）	973,354.42	814,877.98	786,984.60
营业总收入	1,124,050.83	1,188,045.50	1,142,933.48
三费前利润	53,969.56	67,177.83	90,847.55
投资收益	11,976.07	11,356.99	33,885.27
净利润	-100,992.33	-137,748.00	-18,032.57
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	109,659.78	68,794.28	186,564.33
经营活动产生现金净流量	199,596.06	284,384.33	-93,996.24
投资活动产生现金净流量	-50,245.56	-65,259.90	66,409.81
筹资活动产生现金净流量	-244,527.61	-245,556.07	59,054.42
现金及现金等价物净增加额	-95,269.93	-26,397.47	31,444.72
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	5.66	6.41	8.82
所有者权益收益率（%）	-10.38	-16.90	-2.29
EBITDA/营业总收入（%）	9.76	5.79	16.32
速动比率（X）	0.55	0.46	0.54
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	0.20	-0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.32	0.48	-0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	2.22	3.09	-1.16
EBITDA 利息倍数（X）	1.22	0.75	2.30
总债务/EBITDA（X）	13.14	21.13	8.50
资产负债率（%）	70.95	74.37	74.50
总资本化比率（%）	59.69	64.08	66.83
长期资本化比率（%）	45.76	51.41	48.32

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2015~2017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
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。