



2020年江西万年青水泥股份有限公司公开发行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2020年江西万年青水泥股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次评级 | 上次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA+ | AA+ |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 万青转债 | AA+ | AA+ |

评级日期

2022年6月1日

联系方式

项目负责人：刘玮
liuw@cspengyuan.com

项目组成员：何贺
heh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元维持江西万年青水泥股份有限公司（股票代码：000789.SZ，以下简称“万年青”或“公司”）的主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定；维持“万青转债”的信用等级为AA+。
- 该评级结果是考虑到：公司水泥产品在江西省内拥有较强竞争力，2021年经营收益保持增长，现金生成能力有所提高，EBITDA及总资本对债务保障能力较好；同时也关注到，2021年煤炭价格高位运行推升公司生产成本，混凝土业务回款情况减弱，业务区域集中度较高以及疫情对公司业绩的影响等风险因素。

未来展望

- 公司水泥产品在江西省内有望保持较强竞争力，业务具有持续性，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2022.3 | 2021 | 2020 | 2019 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 179.41 | 174.30 | 151.39 | 118.06 |
| 归母所有者权益 | 75.60 | 74.26 | 63.92 | 50.65 |
| 总债务 | 24.97 | 24.00 | 18.79 | 12.50 |
| 营业收入 | 27.36 | 142.05 | 125.29 | 113.90 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 37.16 | 41.24 | 42.78 |
| 净利润 | 2.99 | 23.07 | 21.97 | 20.55 |
| 经营活动现金流净额 | 0.01 | 18.73 | 22.37 | 24.53 |
| 销售毛利率 | 21.53% | 27.36% | 28.15% | 31.55% |
| EBITDA 利润率 | - | 27.15% | 26.41% | 28.05% |
| 总资产回报率 | - | 19.28% | 21.61% | 25.13% |
| 资产负债率 | 37.70% | 37.46% | 38.26% | 36.28% |
| 净债务/EBITDA | - | -0.57 | -0.58 | -0.54 |
| 总债务/总资本 | 18.26% | 18.05% | 16.74% | 14.25% |
| FFO/净债务 | - | -1.10 | -1.01 | -0.99 |
| 速动比率 | 1.43 | 1.39 | 1.41 | 1.37 |
| 现金短期债务比 | 3.10 | 3.49 | 4.36 | 2.90 |

资料来源：公司 2019-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **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，2021 年末公司拥有 11 条熟料生产线及 32 台水泥磨机，水泥和熟料年产能分别为 2,600.00 万吨和 1,375.00 万吨。国家统计局数据显示，2021 年江西省水泥产量为 10,130.68 万吨，其中公司水泥产量占比超 20%。
- **公司经营收益保持增长，现金生成能力有所提高，EBITDA 及总资本对债务保障能力较好。**2021 年公司经常性投资收益等增加带动营业利润及净利润增长；当年 EBITDA 及 FFO 分别增至 38.57 亿元和 24.30 亿元，现金生成能力提高；因公司盈余现金相对充裕，净债务为负数，EBITDA 对债务利息、总资本对债务总额保障能力较好。

关注

- **煤炭价格高位运行推升公司生产成本。**2021 年煤炭价格在需求旺盛、安检及环保检查力度加大、自然灾害限制产能释放等综合作用下高位运行，公司煤炭采购均价同比增幅超 60%，整体生产成本攀升。未来需关注“双碳”进程、煤炭供需关系对生产成本的影响，以及价格传导的有效性。
- **混凝土业务回款情况减弱。**受下游房地产客户融资渠道收窄等影响，公司混凝土业务销售回款情况减弱，2021 年末及 2022 年 3 月末公司应收账款显著增长。
- **公司业务区域集中度较高。**2021 年公司营业收入中江西省内收入占比为 89.05%，业务区域集中度较高，主要销售区域较为单一。
- **需关注疫情对公司经营业绩的影响。**受疫情等影响，2022 年一季度下游需求不足，公司销售毛利率下滑；2022 年 4 月下旬至 5 月中旬，万年县疫情导致部分子公司临时停工停产，公司上半年业绩承压。

同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 海螺水泥 | 冀东水泥 | 华新水泥 | 万年青 | 上峰水泥 | 塔牌集团 | 福建水泥 |
|------------|----------|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 2,305.15 | 603.30 | 525.50 | 174.30 | 151.25 | 138.28 | 46.46 |
| 归属母公司股东的权益 | 1,836.85 | 318.09 | 267.30 | 74.26 | 82.90 | 117.20 | 19.30 |
| 营业收入 | 1,679.53 | 363.38 | 324.64 | 142.05 | 83.15 | 77.13 | 36.17 |
| 销售毛利率 | 29.63% | 26.89% | 34.10% | 27.36% | 43.58% | 37.22% | 21.97% |
| 净利润 | 341.66 | 41.82 | 58.05 | 23.07 | 22.54 | 18.37 | 3.81 |
| 总资产净利率 | 15.84% | 7.01% | 12.03% | 14.17% | 17.06% | 13.90% | 8.32% |
| 资产负债率 | 16.78% | 44.01% | 44.10% | 37.46% | 40.29% | 15.03% | 55.36% |
| 速动比率 | 3.48 | 0.95 | 0.99 | 1.39 | 1.17 | 2.91 | 0.29 |

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：Wind, 中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|-----------------|--------------------|
| 水泥制造企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2021V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法 | cspy_ff_2019V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 | 评分要素 | 评分指标 | 指标评分 |
|----------|-----------|------|----------|---------------|------|
| 业务状况 | 行业风险 | 4 | 财务状况 | 杠杆状况 | 最小 |
| | 经营状况 | 中等 | | 净债务/EBITDA | 7 |
| | 经营规模 | 4 | | EBITDA 利息保障倍数 | 7 |
| | 产品、服务和技术 | 5 | | 总债务/总资本 | 7 |
| | 品牌形象和市场份额 | 4 | | FFO/净债务 | 7 |
| | 经营效率 | 4 | | 杠杆状况调整分 | 0 |
| | 业务多样性 | 3 | | 盈利状况 | 非常强 |
| | | | 盈利趋势与波动性 | 优秀 | |
| | | | 盈利水平 | 5 | |
| 业务状况评估结果 | | 强 | 财务状况评估结果 | | 最小 |
| 指示性信用评分 | | | | | aa+ |
| 调整因素 | | 无 | 调整幅度 | | 0 |
| 独立信用状况 | | | | | aa+ |
| 外部特殊支持调整 | | | | | 0 |
| 公司主体信用等级 | | | | | AA+ |

历史评级关键信息

| 主体评级 | 债项评级 | 评级日期 | 项目组成员 | 适用评级方法和模型 | 评级报告 |
|--------|------|-----------|-------|---|----------------------|
| AA+/稳定 | AA+ | 2021-5-24 | 罗力、万蕾 | 水泥制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0) | 阅读全文 |
| AA+/稳定 | AA+ | 2019-5-23 | 万蕾、罗力 | 水泥制造企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0) 、 水泥制造企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2016V1.0) | 阅读全文 |
| AA/稳定 | AA | 2012-5-2 | 郑舟、姚煜 | 水泥行业企业评级方法框架 (py_ff_2009V1.0) | 阅读全文 |

本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模 (万元) | 债券余额 (万元) | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|------|------------|-----------|-----------|----------|
| 万青转债 | 100,000.00 | 99,959.55 | 2021-5-24 | 2026-6-3 |

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年6月3日发行6年期10亿元可转换公司债券，募集资金用于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（以下简称“德安县项目”）、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建设（以下简称“万年厂搬迁项目”）。根据公司公告，截至2021年12月31日，万青转债募集资金专项账户余额为0.00元，该账户已销户。

三、发行主体概况

2021年公司控股股东及实际控制人均未发生重大变化。截至2022年3月末，公司注册资本仍为7.97亿元，江西水泥有限责任公司（以下简称“江西水泥”）持有公司42.58%股权（均为流通股），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”）为公司实际控制人（公司股权结构图见附录二）。2021年公司原独立董事郭华平、副总经理关宏星和洪流、监事霍井路离任；经股东大会审议通过，黄从运任公司独立董事，吴志欣任公司监事，董事会聘任熊汉南为公司副总经理。

2021年公司新增5家子公司纳入合并范围，注销1家子公司，2022年1-3月新增3家子公司纳入合并范围，截至2022年3月末，公司纳入合并范围的子公司共75家（详见附录四）。

表1 2021年-2022年3月末公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

| 时间 | 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 业务性质 | 合并方式 |
|-----------|----------------|------|------|---------------------------------|------|
| 2021年 | 赣州万年青供应链管理有限公司 | 100% | 0.10 | 道路货物运输、供应链管理服务等 | 新设 |
| | 德安万年青新型建材有限公司 | 100% | 0.30 | 建筑用石加工，非金属矿及制品销售、制造，固体废物治理，建筑材料 | 新设 |
| | 乐平万年青上堡矿业有限公司 | 60% | 0.60 | 矿产资源开采、建筑用石加工、非金属矿及制品销售等 | 新设 |
| | 庐山万年青新型材料有限公司 | 67% | 0.30 | 新型建筑材料制造、销售，非金属矿及制品销售、制造等 | 新设 |
| 2022年1-3月 | 瑞昌市民杰混凝土有限公司 | 80% | 0.40 | 预拌商品混凝土的生产、运输、泵送、销售等 | 收购 |
| | 鹰潭市信江混凝土有限公司 | 51% | 0.20 | 水泥制品制造及销售 | 收购 |
| | 江西南方万年青新能源有限公司 | 100% | 0.45 | 发电、输电、供（配）电业务 | 新设 |
| | 江西万磊新型材料有限公司 | 40% | 0.50 | 隔热、隔音材料制造及销售 | 新设 |

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

| 时间 | 子公司名称 | 持股比例 | 注册资 本 | 业务性质 | 不再纳入 的原因 |
|-------|------------|------|----------|--------|-------------|
| 2021年 | 江西三环水泥有限公司 | 100% | 1.00 | 水泥生产销售 | 注销 |

注：赣州万年青供应链管理有限公司成立于2020年12月，于2021年纳入合并范围。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资

基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

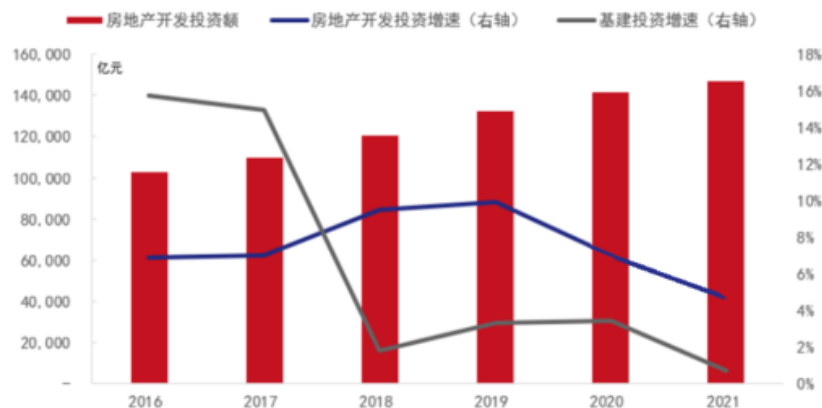
2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

2021年我国房地产、基建投资增速放缓，预计2022年我国房地产投资回落，叠加“新基建”边际需求减少，将削弱水泥需求

2021年我国房地产及基建投资同比分别增长4.4%和0.4%，增速持续放缓，房地产开发投资147,602亿元，水泥行业需求走弱。

图1 2022年我国房地产投资或将回落、“新基建”对水泥边际需求预计减少



资料来源：Wind，中证鹏元整理

受政策收紧、资金趋紧及房地产先行指标下滑等因素综合影响，预计2022年我国房地产开发投资回落。中央层面延续“房住不炒”总基调；销售端收紧使2021年下半年以来商品房销售额持续下降，“三道红线”叠加多家房企持续违约导致房地产行业融资困难加剧，销售遇阻叠加融资受限将加剧2022年房企现金流紧张局势；同时2021年6月以来我国单月土地购置费同比均下降，房建工程支出亦自2021年9月开始出现回落；上述因素均将限制房地产投资。

2022年我国基建投资将加码，但“新基建”对水泥边际需求预计减少。2021年以来受持续强降雨天气、大宗商品原材料物价上涨以及地方政府债务压力等多因素影响，我国基建投资增长乏力，进出口表现强劲；随着全球生产秩序逐步恢复及制造业回流，预计2022年我国进出口难以延续2021年行情，内循环将成为稳增长的主要着力点，基建投资作为我国经济发展的稳定器，其作用将得到加强。2021年

下半年以来我国专项债发行明显提速，财政部要求尽量 11 月底前完成 3.65 亿元新增专项债发行，2022 年财政政策将发力以稳定经济增长。但需关注的是，5G 基站建设、特高压、大数据中心、人工智能、工业互联网等“新基建”将成为我国基建投资的重心，其较传统基建对水泥边际需求减少，同时需关注政府债务化解等因素制约基建投资规模。

2021年我国水泥产量及进口量下降，但水泥行业去产能压力依然严峻

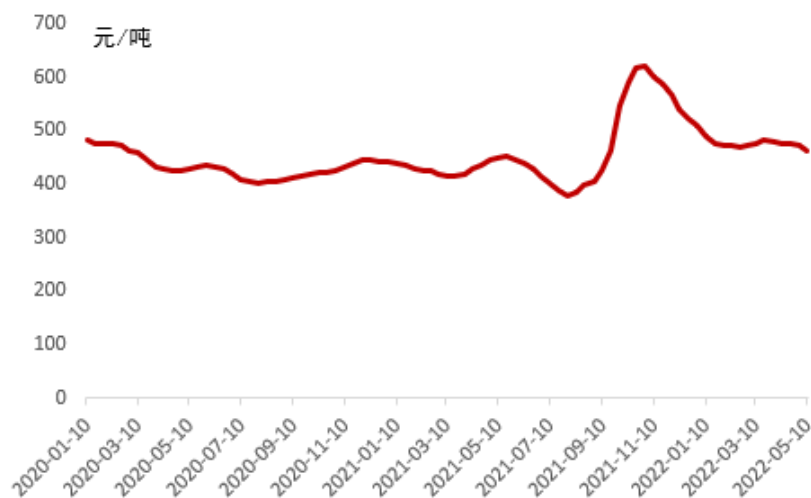
2021年需求走弱导致水泥产量下降，进口量减少。2021年全国水泥产量23.63亿吨，同比下降1.2%。随着全球海运费大幅上涨，压缩了贸易利润，我国熟料进口量在连续三年大幅增长后，2021年首次出现下降，当年进口水泥熟料总量为2,772万吨，同比下降16.9%。根据中国水泥协会信息研究中心统计，2021年水泥熟料产能利用率为74%，产能过剩依旧是当前水泥行业面临的主要问题。2021年二、三季度受水泥需求明显趋弱，产能充分发挥、供给不减的推动下，水泥库存高涨，行业运行形势严峻。说明水泥产能一旦不能充分发挥，需求收缩，过剩问题凸显。产能总体过剩，低效产能退出缓慢，先进产能比例偏低，依旧是行业急待解决的问题。

2021年全国水泥价格上移，行业利润下降，2022年预计价格中枢趋于下移，但仍将维持高位

2021年我国水泥价格中枢上移、利润水平下降。2021年上半年受年初水泥产能快速释放而需求不足影响，水泥价格低迷；错峰生产、能耗双控等推动5月以来水泥产量持续下降、供需关系改善，叠加煤炭价格上涨，8月中旬后水泥价格触底反弹并随煤价快速上行；同期煤炭价格因需求旺盛、安检及环保检查力度加大叠加自然灾害限制产能释放等综合作用下震荡上行；此后国家发改委等有关部门高频开展保供稳价工作，煤价高位迅速回落，水泥价格亦随之下跌；整体来看，2021年价格整体上移，2021年全国水泥市场平均价格486元/吨，比2020年增长10.7%，但水泥行业盈利能力下降。综合量价来看，2021年水泥行业营业收入10,754亿元，同比增长7.3%，利润总额1,694亿元，同比下降10.0%。

2022年水泥需求因房地产投资下降、“新基建”边际需求减少而被削弱，水泥产量仍将受到需求不足、错峰生产、能耗双控等因素制约，供需弱平衡下水泥价格趋于下移，但仍将维持高位，同时不排除需求下降、产能集中投放、销售半径扩大导致部分区域打价格战的可能性。2021年四季度煤炭价格虽在政府保供稳价干预下快速回落，但仍处于较高水平，随着我国经济稳定复苏、企业生产用电需求保持旺盛，加之短期内双碳政策影响有限，预计2022年煤炭价格仍将保持强势，水泥企业议价能力因需求不足被削弱，但“水泥-煤炭”价差扩大，行业盈利能力将随之下降。

图 2 受能耗双控、煤炭价格波动影响，2021 年我国水泥价格先抑后扬



注：数据取自全国 42.5 级散装普通水泥市场价。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

2021年煤炭价格大幅波动，全年价格中枢显著抬升，预计2022年煤炭价格维持高位

2021年煤炭价格大幅波动，全年价格中枢显著抬升。2021年春节前受供给偏紧以及寒冬采暖需求旺盛影响，动力煤价格形成首轮上涨；随着春节期间下游需求减弱，动力煤价格迅速回归至全年低点；随后开工季需求快速恢复，叠加晋陕蒙主产地安全环保检查频繁，动力煤价格开启上涨。至2021年10月中旬，秦皇岛动力煤市场价（Q5500K，山西产）最高攀升至2,593元/吨，较年内低点涨幅达到356.83%。2021年10月下旬以来，动力煤价格大幅回落，由最高点下跌至年末的800元/吨左右。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，由于山西省环保检查频繁，炼焦煤供给紧张，下游需求较为旺盛，价格持续上涨至10月中旬的4,250元/吨，较年内低点涨幅超过165%，随后跌至年末的2,350元/吨。整体来看，全年价格中枢显著抬升。在“两会”明确了绿色转型要立足资源禀赋，坚持先立后破、通盘谋划的指导方针下，2022年稳产保供政策有望继续延续，预计短期内煤炭供给较为充裕。需求方面，预计2022年稳增长政策发力，下游需求继续保持增长，煤炭消费量仍有增长空间。整体来看，预计2022年煤炭供需格局将相对平衡，上年供应紧张的局面将会有所缓解，煤炭价格将继续维持高位。

图 3 环渤海动力煤价格大幅波动，全年价格中枢显著抬升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司收入仍主要来自于硅酸盐水泥及商品混凝土销售，2021年水泥及混凝土等主要建材产品销售收入同比增长；同时，大宗原材料及建材贸易平台持续运营，贸易收入保持增长，综合拉升当年营业收入。毛利率方面，2021年煤炭供给不足及能耗“双控”政策导致煤电价格上涨，推高公司水泥制造成本，水泥业务毛利率同比下滑；市场竞争叠加需求收缩导致新型墙材盈利表现进一步弱化；叠加低利润率的贸易业务占比提高影响，2021年公司销售毛利率同比下降。2022年1-3月，疫情等因素拖累需求释放，公司混凝土及新型墙材毛利率下降，整体销售毛利率亦明显下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年1-3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|-----------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 水泥 | 13.27 | 35.79% | 83.59 | 34.79% | 74.38 | 37.56% |
| 混凝土 | 5.96 | 15.26% | 28.74 | 28.20% | 26.28 | 24.25% |
| 贸易 | 6.89 | 0.46% | 24.60 | 0.25% | 21.29 | 0.08% |
| 新型墙材 | 0.13 | -31.42% | 1.21 | -27.16% | 1.61 | -2.70% |
| 熟料 | 0.00 | - | 0.03 | 41.36% | 0.09 | 41.28% |
| 其他 | 1.12 | 21.80% | 3.87 | 49.96% | 1.64 | 57.30% |
| 合计 | 27.36 | 21.53% | 142.05 | 27.36% | 125.29 | 28.15% |

资料来源：公司提供

公司系江西省水泥龙头企业，域内拥有较高占有率及较强竞争力，2021年公司水泥、商砼销量提高，能耗成本抬升水泥、熟料价格，但市场竞争下商砼及新型砖行情走弱；2022年4-5月，部分子公司受疫情影响出现短期停工停产

根据中国水泥协会文件《关于发布2022年中国水泥上市公司综合实力排名公告》（中水协发〔2022〕56号），2022年公司在23家中国水泥上市公司中综合实力排名第10，较上年下降1位。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。国家统计局数据显示，2021年江西省水泥产量为10,130.68万吨，其中公司水泥产量占比超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，2021年公司新型砖产能无变化，其余主要产品产能均得到提升。为实现熟料产能置换、提升生产效率、完善市场布局，2017年起公司推动“万青转债”两个募投项目建设；其中，德安县项目于2020年建成投产（系等量置换项目），2021年万年厂搬迁项目的8#窑建成投产，7#窑基本完工。此外，公司开始建设年产60万立方米商砼、60万吨水稳项目，有序推进水泥窑协同处置固废和危废项目等，未来仍有相应资本支出。随着募投项目逐步投产实现产能置换，公司相应旧线停产，熟料生产线由2020年末的13条减少至2021年末的11条，此外，公司拥有55条商砼生产线，水泥及混凝土设计产能得到提高。

表3 截至 2021 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 | 11 | 30 | 1,375.00 | 2,537.00 |
| 福建 | 0 | 2 | 0.00 | 63.00 |
| 合计 | 11 | 32 | 1,375.00 | 2,600.00 |

资料来源：公司提供

生产方面，公司通常根据上年销售情况以及当年市场需求，对宏观经济政策进行研判后做出预测，并结合自身产能、错峰生产计划及下游需求制定全年生产计划。2021年常态化错峰生产政策得到延续，“双碳”目标和能耗“双控”持续深化，但水泥、熟料、混凝土全年产量稳步提高，其中熟料为水泥生产环节重要原料，公司以满足生产自用需求为主。公司新型砖产品买方主要为房地产工程客户，随着下半年下游需求收缩，2021年新型砖产量同比下降。

此外，根据公司于2022年4月29日发布的公告，因受江西省上饶市万年县突发疫情影响，公司万年厂、江西万年县万年青商砼有限公司、江西万年青矿业有限公司等万年县辖区部分全资子公司已根据有关疫情防控政策临时停工停产。上述子公司分别是水泥（含熟料）、商砼和骨料生产企业，2021年营业收入合计约占公司营业总收入的14%，营业利润合计约占公司营业总利润的27%，净利润约占公司归母净利润的39%。上述子公司的临时停产预计将对公司短期经营业绩产生不利影响，具体影响程度暂无法准确预计，但公司已及时调整生产经营策略，统筹做好水泥、熟料、原材料的调运和仓储，做好采购、销售相关工作安排或调整，以将不利影响最小化。本次临时停产为万年县防疫工作的短期措施，预计不会对公司的长期发展带来不利影响。根据公司于2022年5月18日发布的公告，从2022年5月18日零时起，万年县解除全域静态管理（除划定的封控区、管控区外），公司所在万年县辖区内的子公司已具备复工复产的条件，将逐步有序复工复产。

产能利用率方面，2021年水泥产能利用率较稳定，熟料产能利用率仍处于满负荷水平；新型砖产能利用率随产品产量减少而有所下滑；混凝土需求不及产能投入，公司混凝土产能利用率仍较低，但符合行业整体特性。

表4 2020-2021 年公司主要产品生产情况

| 产品 | 项目 | 2021 年 | 2020 年 |
|-----------|-------|----------|----------|
| 水泥（万吨） | 年产能 | 2,600.00 | 2,559.00 |
| | 产量 | 2,468.67 | 2,409.63 |
| | 产能利用率 | 94.95% | 94.57% |
| 熟料（万吨） | 年产能 | 1,375.00 | 1,332.00 |
| | 产量 | 1,779.53 | 1,674.91 |
| | 产能利用率 | 129.42% | 125.74% |
| 混凝土（万立方米） | 年产能 | 1,975.00 | 1,895.00 |

| | | | |
|----------|-------|-----------|-----------|
| | 产量 | 625.34 | 564.81 |
| | 产能利用率 | 31.66% | 29.81% |
| | 年产能 | 68,000.00 | 68,000.00 |
| 新型砖（万标块） | 产量 | 54,796.84 | 62,988.73 |
| | 产能利用率 | 80.58% | 92.63% |

资料来源：公司提供

公司建立了多渠道、多层次的营销网络，水泥销售以经销商模式为主，直销为辅；商砼产品以直销为主、经销为辅。2021年公司水泥销量稳步增加，叠加能耗成本上涨及价格传导，2021年公司水泥及熟料价格上涨，但水泥业务毛利率受成本端挤压同比下降至34.79%；同时因自用比例提高，2021年熟料销量及销售收入减少。公司商砼产品和新型砖产品下游客户主要为房地产工程公司。2021年公司混凝土销量提高，但由于商砼行业产能过剩，竞争激烈，当年混凝土销售均价同比下降；整体来看混凝土销售收入增加，但回款情况受下游客户融资渠道收窄等影响而减弱。得益于骨料成本把控、规模化生产等措施，2021年公司混凝土业务毛利率有所提高。市场竞争叠加下半年下游需求收缩的影响，2021年新型砖销量及售价均同比下降，收入及毛利率进一步下滑。

产销率方面，由于公司主要采取以销定产的业务模式，2021年主要产品产销率仍在100%左右。

表5 2020-2021 年公司主要产品销售情况

| 产品 | 项目 | 2021年 | 2020年 |
|-----|-------------|-----------|-----------|
| 水泥 | 销售均价（元/吨） | 367.79 | 332.10 |
| | 销量（万吨） | 2,450.99 | 2,401.01 |
| | 产销率 | 99.28% | 99.64% |
| 熟料 | 销售均价（元/吨） | 317.80 | 308.09 |
| | 销量（万吨） | 317.67 | 343.31 |
| | 销售均价（元/立方米） | 459.95 | 463.21 |
| 混凝土 | 销量（万立方米） | 626.30 | 567.7 |
| | 产销率 | 100.15% | 100.51% |
| 新型砖 | 销售均价（元/标块） | 0.2183 | 0.2617 |
| | 销量（万标块） | 56,932.92 | 62,273.70 |
| | 产销率 | 103.90% | 98.86% |

注：公司生产的熟料大部分为内部使用，少量用于内销和外销，表中熟料销售均价及销量统计口径均为外销和内销熟料。
资料来源：公司提供

公司客户结构分散，但业务区域集中度仍较高

销售区域方面，公司销售地区仍以江西和福建为主，同时辐射广东、浙江及安徽等周边省份，2021年公司营业收入的89.05%来自江西市场，业务集中度较高，主要销售区域较为单一。

表6 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年 | 2020年 |
|----|-------|-------|
|----|-------|-------|

| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
|-----------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| 江西省 | 126.50 | 89.05% | 113.29 | 90.42% |
| 福建省 | 6.70 | 4.72% | 7.14 | 5.70% |
| 广东省 | 1.22 | 0.86% | 0.50 | 0.40% |
| 浙江省 | 4.72 | 3.32% | 3.61 | 2.88% |
| 安徽省 | 0.45 | 0.32% | 0.19 | 0.15% |
| 湖北省 | 2.45 | 1.72% | 0.56 | 0.45% |
| 合计 | 142.05 | 100.00% | 125.29 | 100.00% |

资料来源：公司提供

2021年公司前五大客户销售额占营业收入的比重为5.41%，客户集中度仍较低，有利于分散经营风险。

表7 公司前五大客户情况（单位：亿元）

| 时间 | 客户 | 销售额 | 占比 |
|-------|-----------|-------------|--------------|
| 2021年 | 客户一 | 3.48 | 2.45% |
| | 客户二 | 1.25 | 0.88% |
| | 客户三 | 1.05 | 0.74% |
| | 客户四 | 1.03 | 0.73% |
| | 客户五 | 0.88 | 0.62% |
| | 合计 | 7.68 | 5.41% |
| 2020年 | 客户一 | 2.59 | 2.07% |
| | 客户二 | 1.18 | 0.94% |
| | 客户三 | 1.15 | 0.92% |
| | 客户四 | 0.95 | 0.76% |
| | 客户五 | 0.88 | 0.70% |
| | 合计 | 6.76 | 5.39% |

资料来源：公司提供

公司通过余热发电、扩大煤炭采购直供量等措施控制成本，但2021年煤炭供给不足及能耗“双控”政策推升煤电价格及整体生产成本，未来需关注“双碳”进程、煤炭供需关系对生产成本的影响，以及价格传导的有效性

原材料方面，石灰石为水泥产品的主要原材料，同时公司对煤炭及电力能耗需求较大，煤炭及电力成本占水泥生产成本超50%。公司生产用石灰石主要由自有矿山供应，开采费用相对较低，对经营业绩影响较小。2021年煤炭供给不足及能耗“双控”政策导致煤电价格上涨。电力方面，公司充分利用水泥窑余热资源发电（已投运余热发电机组10套，可满足公司窑系统约50%的用电量需求），同时采取峰谷

用电错峰生产，新建光伏发电¹等措施缓解了外购电电价上涨的影响，公司当年电力成本总体平稳。煤炭方面，为控制成本，公司一方面进一步拓宽煤炭采购渠道，扩大直供煤的采购比例，另一方面关注煤价走势，踩准采购节奏，以降低采购费用，2021年公司煤炭直供量占比超过80%，但2021年煤炭价格整体高位运行，公司采购均价同比上涨67.02%至1,042元/吨，当年煤炭采购成本大幅攀升。短期内煤炭价格预计将维持高位，未来需关注“双碳”进程、煤炭供需关系对生产成本的影响，以及价格传导的有效性。

随着大宗原材料及建材贸易持续经营，2021年公司贸易业务收入保持增长，但盈利能力仍很弱

公司自2020年起搭建贸易平台，主要经营区域内煤炭等大宗原材料及水泥等建材的贸易。2021年公司实现贸易业务收入24.60亿元，同比增长15.54%，对营业收入形成有益补充，但盈利能力仍很弱，2021年该业务毛利率为0.25%。

六、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2020-2021年度审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新增5家子公司纳入合并范围，注销1家子公司，2022年1-3月新增3家子公司纳入合并范围，截至2022年3月末，公司纳入合并范围的子公司共75家。

资产结构与质量

公司资产规模增长，以生产经营用生产线为主，货币资金仍较充裕，但应收及预付款项增长较快

得益于利润积累及外部融资，2021年末公司资产规模保持增长，其中流动资产占比同比有所提高，主要系货币资金及原材料库存增加所致。

2021年末公司货币资金同比增长，其中0.70亿元其他货币资金为应付票据保证金、生态恢复及矿山保证金等使用受限。受商砼业务销售回款情况减弱影响，2021年末及2022年3月末公司应收账款显著增长，2021年末余额超80%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11.20%。受预付煤炭等材料款增加影响，2022年3月末公司预付款项增长209.83%。整体来看，公司欠款客户相对分散，账龄偏短，有利于降低回收风险，但仍需关注坏账风险，且应收及预付款项增长较快，需关注对公司营运资金的占用情况。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经营需要储备，2021年末公司存货账面价值同比增长，主要系原材料价格上涨导致的库存金额增加所致。

¹ 2021年1月，上犹万年青新材公司500KW分布式屋顶光伏电站成功并入国网运行。

2021年末公司其他权益工具投资主要包括对新疆天山水泥股份有限公司（以下简称“天山股份”，股票代码为000877.SZ）投资7.36亿元和对景德镇农村商业银行股份有限公司投资1.08亿元，其中对天山股份投资系天山股份发行股份并购买公司原持有的南方水泥有限公司股份所致，该股权置换于2021年完成，上述投资具有一定持续性。公司固定资产以房屋及建筑物、机器设备、运输设备为主，随着万年厂搬迁项目等项目新增投入并从在建工程部分转出，2021年末公司固定资产增加，其中8.86亿元房屋产权证尚在办理中；在建工程仍以万年厂搬迁项目为主。公司无形资产主要为采矿权和探矿权、土地使用权，近年账面价值较稳定；2021年公司分别购置土地使用权、采矿权和探矿权0.99亿元、0.41亿元，当年因瑞昌市民杰混凝土有限公司纳入合并范围增加土地使用权0.05亿元。公司商誉源于子公司并购，2021年公司增加对景德镇市景磐、城竞等子公司资产减值准备及子公司江西三环水泥有限公司注销导致年末商誉减少。

整体来看，利润积累及外部融资推动公司资产规模增加，货币资金仍较充裕，受限资产规模小（2021年末合计受限资产1.55亿元），但应收及预付款项增长较快，需关注公司经营议价能力。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 44.03 | 24.54% | 45.86 | 26.31% | 38.77 | 25.61% |
| 应收账款 | 13.30 | 7.42% | 9.48 | 5.44% | 6.70 | 4.42% |
| 预付款项 | 6.37 | 3.55% | 2.05 | 1.18% | 1.87 | 1.24% |
| 存货 | 7.53 | 4.20% | 8.84 | 5.07% | 5.44 | 3.59% |
| 流动资产合计 | 75.94 | 42.33% | 71.84 | 41.22% | 56.77 | 37.50% |
| 其他权益工具投资 | 7.68 | 4.28% | 8.66 | 4.97% | 8.01 | 5.29% |
| 固定资产 | 65.83 | 36.69% | 65.37 | 37.51% | 55.21 | 36.47% |
| 在建工程 | 5.70 | 3.18% | 4.80 | 2.75% | 5.57 | 3.68% |
| 无形资产 | 17.14 | 9.56% | 16.76 | 9.62% | 16.27 | 10.74% |
| 商誉 | 1.15 | 0.64% | 1.15 | 0.66% | 2.47 | 1.63% |
| 非流动资产合计 | 103.47 | 57.67% | 102.46 | 58.78% | 94.62 | 62.50% |
| 资产总计 | 179.41 | 100.00% | 174.30 | 100.00% | 151.39 | 100.00% |

资料来源：公司 2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

盈利能力

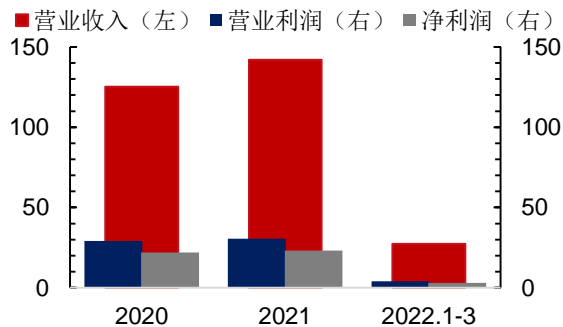
2021年水泥、商砼销售及贸易业务推动公司收入增长，经常性金融资产投资收益增加助推盈利水平提升

2021年水泥、商砼销售及贸易业务推动公司营业收入增长，同时管理费用及利息费用增加；其他非流动金融资产投资收益等增加助推公司营业利润及净利润小幅增长。

盈利能力方面，2021年公司EBITDA利润率小幅提高，主要系经常性金融资产投资收益增加等因素

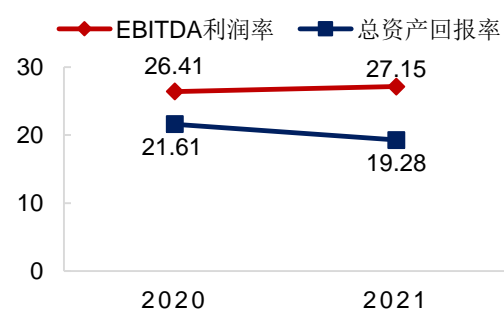
所致；同时，当年总资产回报率有所下降。考虑到江西省基建仍可为水泥需求动力提供一定支撑，加之供给端环保限产等政策的持续性及降本增效措施的实施，预计未来公司水泥等产品收入及整体利润水平仍有较强保障。但需关注房地产市场环境变化对水泥需求可能的削弱作用，以及煤炭价格变化及“双碳”推进对生产成本及产能发挥的影响。

图 4 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

图 5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年度审计报告，中证鹏元整理

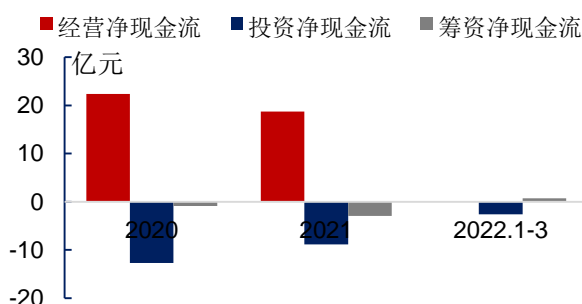
现金流

公司经营现金流表现尚可，现金生成能力有所提高，有助于满足公司投资及偿债资金需求

经营活动方面，2021 年公司经营净现金流由上年的 22.37 亿元降至 18.73 亿元，但整体表现尚可。随着利润水平及其他经常性收益等提高，EBITDA 及 FFO 较上年均增长，公司现金生成能力有所提高。

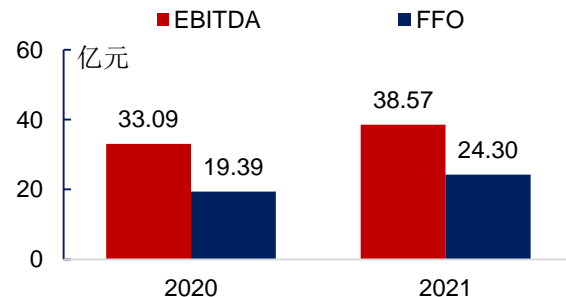
投资活动方面，2021 年公司现金流入主要系取得投资收益收到的现金；公司现金流出主要用于购建长期资产，投资支出快速增长导致当年投资现金净流出规模仍较大。筹资活动方面，2021 年公司现金流入主要来自银行借款等融资渠道，现金流出主要用于偿还债务本息及分配股利，当年筹资活动现金净流出 2.95 亿元。

图 6 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2020-2021 年度审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务增长，EBITDA及总资本对债务保障能力较好，债务偿付压力较小

2021年以来，公司利润积累带动所有者权益增长，同时总负债增加，产权比率随之小幅波动。2022年3月末，公司所有者权益仍以未分配利润及少数股东权益为主。

图8 公司资本结构

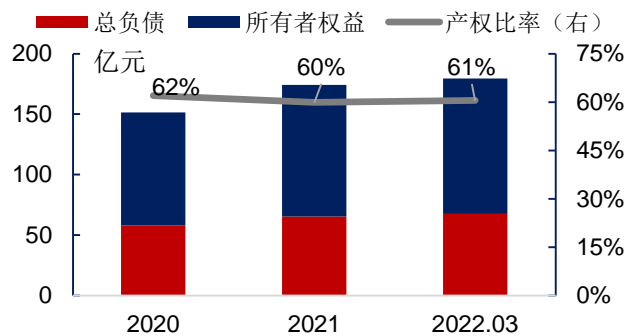
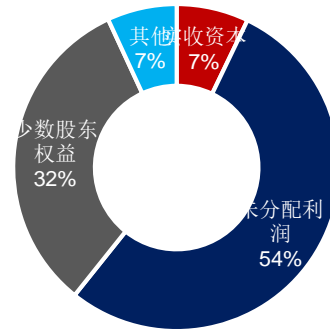


图9 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2020-2021年度审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2022年第一季度报告，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，且流动负债占比有所提高。2021年末公司保证借款增至12.98亿元导致短期借款大幅增长。公司应付账款主要系应付上游供应商货款，一年以上应付账款余额占比从2020年末的3.76%提高至2021年末的40.32%。2022年3月末预收水泥等货款增加导致合同负债大幅增长。2021年末公司长期借款均为保证借款。应付债券系公司于2020年发行的10亿元“万青转债”，2021年共1,563张可转换公司债券转股，年末应付债券余额为8.94亿元。此外，公司于2022年4月发行“22江泥01”。2021年末公司长期应付款主要包括专项应付款5.10亿元（主要系万年县人民政府提供的万年厂异地搬迁补偿资金4.65亿元）、购买探矿权及采矿权价款合计3.36亿元。

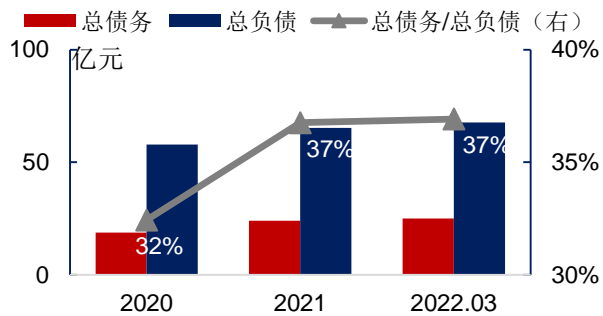
表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2022年3月 | | 2021年 | | 2020年 | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 14.13 | 20.90% | 13.32 | 20.40% | 8.02 | 13.85% |
| 应付账款 | 15.90 | 23.51% | 15.92 | 24.38% | 14.64 | 25.28% |
| 合同负债 | 5.11 | 7.56% | 1.78 | 2.73% | 2.36 | 4.08% |
| 流动负债合计 | 47.82 | 70.71% | 45.44 | 69.59% | 36.50 | 63.02% |
| 长期借款 | 0.90 | 1.33% | 0.85 | 1.30% | 0.80 | 1.38% |
| 应付债券 | 9.02 | 13.33% | 8.94 | 13.69% | 8.63 | 14.90% |
| 长期应付款 | 8.55 | 12.65% | 8.48 | 12.98% | 9.08 | 15.68% |
| 非流动负债合计 | 19.81 | 29.29% | 19.86 | 30.41% | 21.42 | 36.98% |
| 负债合计 | 67.63 | 100.00% | 65.30 | 100.00% | 57.92 | 100.00% |

资料来源：公司2020-2021年度审计报告及未经审计的2022年第一季度报告，中证鹏元整理

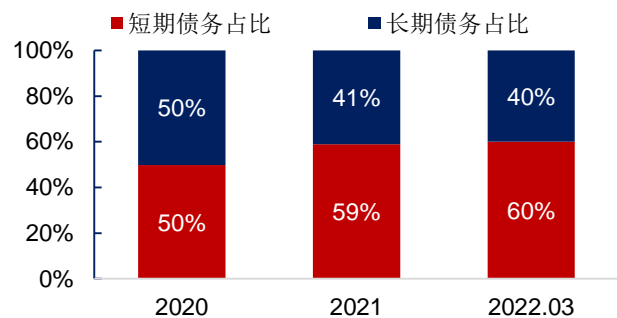
2021年末、2022年3月末公司总债务规模分别增至24.00亿元和24.97亿元，总债务占总负债比重较2020年末提升；从债务结构来看，公司长期债务占比呈下降态势。

图 10 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

图 11 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

杠杆状况方面，2021年末公司资产负债率略有下降，因公司盈余现金相对充裕，2020年以来公司净债务、净债务与EBITDA之比、FFO与净债务之比均为负数；EBITDA对债务利息、总资本对债务总额保障能力仍较好。

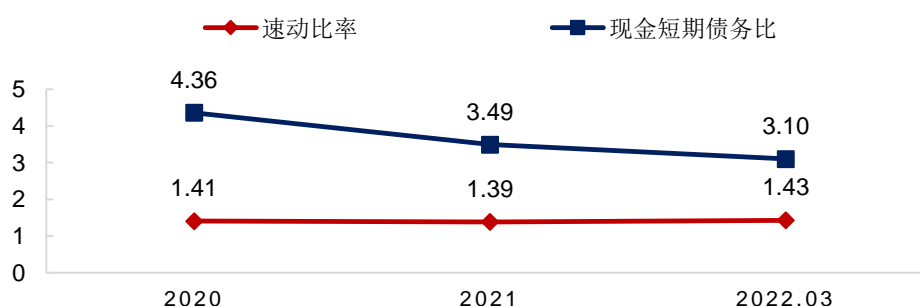
表10 公司杠杆状况指标

| 指标名称 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 |
|---------------|---------|----------|----------|
| 资产负债率 | 37.70% | 37.46% | 38.26% |
| 净债务/EBITDA | - | -0.57 | -0.58 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 37.16 | 41.24 |
| 总债务/总资本 | 18.26% | 18.05% | 16.74% |
| FFO/净债务 | - | -110.12% | -101.47% |

资料来源：公司 2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

2021年以来公司速动比率较稳定，短期债务相对较快增长导致公司现金短期债务比下降，但整体表现尚可。

图 12 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

七、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2020年1月1日至报告查询日（2022年5月7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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

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，2021年末公司拥有11条熟料生产线及32台水泥磨机，水泥和熟料年产能分别为2,600.00万吨和1,375.00万吨。国家统计局数据显示，2021年江西省水泥产量为10,130.68万吨，其中公司水泥产量占比24.37%。2021年水泥、商砼销售及贸易业务推动公司营业收入增长，营业利润及净利润亦保持增长。同时，中证鹏元也关注到，2021年煤炭价格高位运行推升公司生产成本；受下游房地产客户融资渠道收窄等影响，公司混凝土业务销售回款情况减弱；公司业务区域集中度较高，2021年营业收入中江西省内收入占比为89.05%。

此外，2021年公司EBITDA及FFO分别增至38.57亿元和24.30亿元，现金生成能力提高；因公司盈余现金相对充裕，净债务为负数，EBITDA对债务利息、总资本对债务总额保障能力较好。总体来看，公司抗风险能力较好。

九、结论

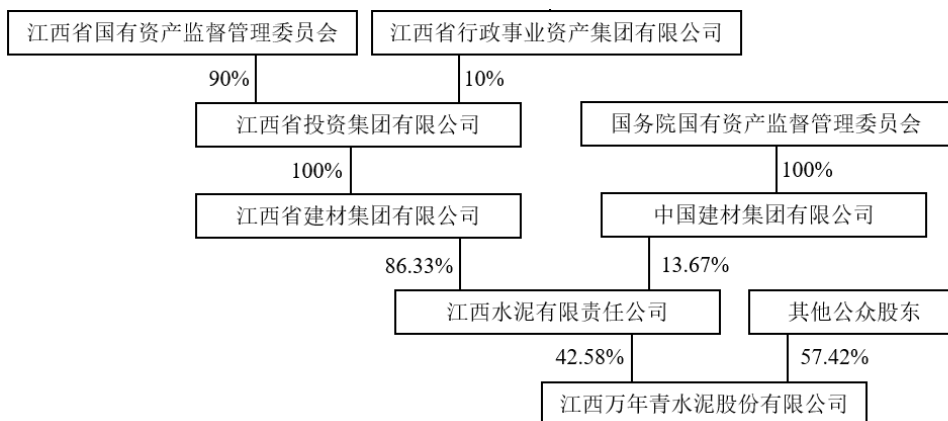
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“万青转债”的信用等级为AA+。

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：亿元） | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|---------------|---------|----------|----------|---------|
| 货币资金 | 44.03 | 45.86 | 38.77 | 29.95 |
| 流动资产合计 | 75.94 | 71.84 | 56.77 | 46.11 |
| 固定资产 | 65.83 | 65.37 | 55.21 | 36.90 |
| 非流动资产合计 | 103.47 | 102.46 | 94.62 | 71.95 |
| 资产总计 | 179.41 | 174.30 | 151.39 | 118.06 |
| 短期借款 | 14.13 | 13.32 | 8.02 | 10.02 |
| 应付账款 | 15.90 | 15.92 | 14.64 | 7.68 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.73 | 0.71 | 0.68 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 47.82 | 45.44 | 36.50 | 30.50 |
| 长期借款 | 0.90 | 0.85 | 0.80 | 1.30 |
| 应付债券 | 9.02 | 8.94 | 8.63 | 0.00 |
| 长期应付款 | 8.55 | 8.48 | 9.08 | 9.24 |
| 非流动负债合计 | 19.81 | 19.86 | 21.42 | 12.33 |
| 负债合计 | 67.63 | 65.30 | 57.92 | 42.83 |
| 总债务 | 24.97 | 24.00 | 18.79 | 12.50 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 75.60 | 74.26 | 63.92 | 50.65 |
| 营业收入 | 27.36 | 142.05 | 125.29 | 113.90 |
| 净利润 | 2.99 | 23.07 | 21.97 | 20.55 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 0.01 | 18.73 | 22.37 | 24.53 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -2.65 | -8.87 | -12.71 | -7.38 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 0.74 | -2.95 | -0.87 | -14.60 |
| 财务指标 | 2022年3月 | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
| 销售毛利率 | 21.53% | 27.36% | 28.15% | 31.55% |
| EBITDA 利润率 | - | 27.15% | 26.41% | 28.05% |
| 总资产回报率 | - | 19.28% | 21.61% | 25.13% |
| 产权比率 | 60.50% | 59.90% | 61.97% | 56.93% |
| 资产负债率 | 37.70% | 37.46% | 38.26% | 36.28% |
| 净债务/EBITDA | - | -0.57 | -0.58 | -0.54 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 37.16 | 41.24 | 42.78 |
| 总债务/总资本 | 18.26% | 18.05% | 16.74% | 14.25% |
| FFO/净债务 | - | -110.12% | -101.47% | -98.62% |
| 速动比率 | 1.43 | 1.39 | 1.41 | 1.37 |
| 现金短期债务比 | 3.10 | 3.49 | 4.36 | 2.90 |

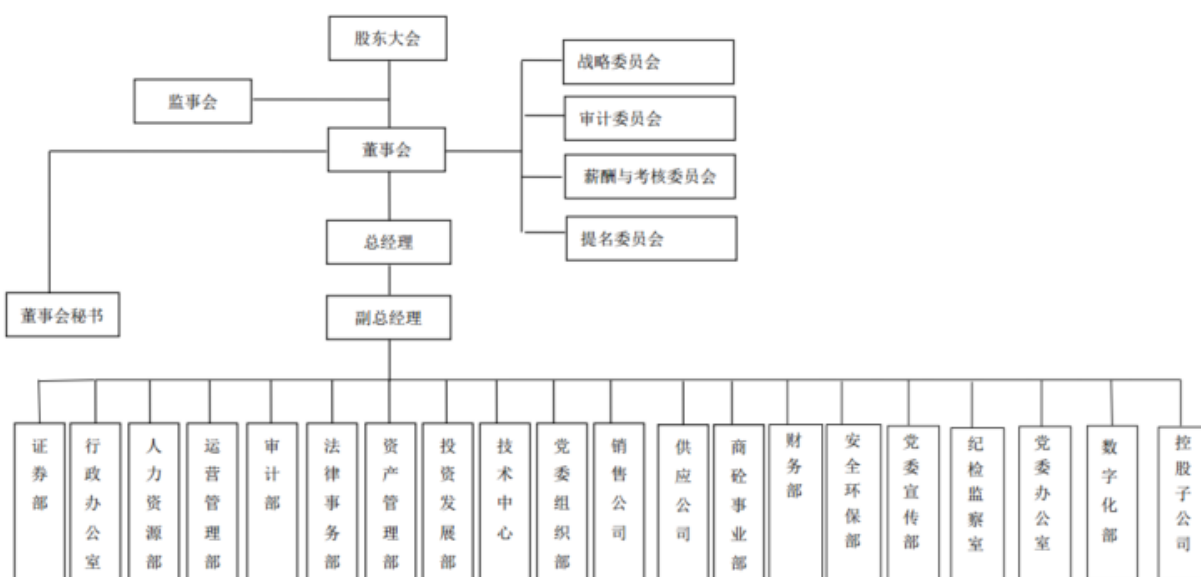
资料来源：公司 2019-2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

| 序号 | 子公司名称 | 持股比例 | | 业务性质 |
|----|------------------|---------|---------|--------------|
| | | 直接 | 间接 | |
| 1 | 江西万年青科技工业园有限责任公司 | 100.00% | - | 物业管理服务 |
| 2 | 江西万年青工程有限公司 | 100.00% | - | 设备安装维修 |
| 3 | 江西万年青电子有限公司 | 75.00% | - | 石英晶体器件 |
| 4 | 南昌万年青水泥有限责任公司 | 68.00% | - | 水泥生产销售 |
| 5 | 江西南方万年青水泥有限公司 | 50.00% | - | 水泥生产销售 |
| 6 | 江西玉山万年青水泥有限公司 | - | 80.00% | 水泥生产销售 |
| 7 | 江西瑞金万年青水泥有限责任公司 | - | 100.00% | 水泥生产销售 |
| 8 | 江西万年青矿业有限公司 | 100.00% | - | 非金属矿开采加工销售 |
| 9 | 江西万年县万年青商砼有限公司 | 100.00% | - | 混凝土生产及销售 |
| 10 | 江西赣州万年青新型材料有限公司 | 66.67% | - | 水泥制品及水泥纤维板 |
| 11 | 江西兴国万年青商砼有限公司 | - | 100.00% | 混凝土生产及销售 |
| 12 | 赣州于都万年青商砼有限公司 | - | 100.00% | 水泥生产销售 |
| 13 | 赣州开元万年青商砼有限公司 | - | 100.00% | 混凝土生产及销售 |
| 14 | 崇义祥和万年青商砼有限公司 | - | 60.00% | 混凝土生产及销售 |
| 15 | 瑞金万年青商砼有限公司 | - | 75.00% | 混凝土生产及销售 |
| 16 | 兴国万年青新型建材有限公司 | - | 80.00% | 建材生产销售 |
| 17 | 瑞金万年青新型建材有限公司 | - | 80.00% | 建材生产销售 |
| 18 | 石城万年青新型建材有限公司 | - | 80.00% | 建材生产销售 |
| 19 | 南昌万年青商砼有限公司 | 70.00% | - | 水泥砼预制构件的生产销售 |
| 20 | 上饶市万年青商砼有限公司 | 100.00% | - | 混凝土生产及销售 |
| 21 | 上饶市万年青新型建材有限公司 | 100.00% | - | 建材生产销售 |
| 22 | 铅山县万年青新型建材有限公司 | 100.00% | - | 建材生产销售 |
| 23 | 万年县万年青新型建材有限公司 | 100.00% | - | 建材生产销售 |
| 24 | 鹰潭万年青新型建材有限公司 | 100.00% | - | 建材生产销售 |
| 25 | 江西锦溪建材有限公司 | 51.00% | - | 建材生产销售 |
| 26 | 江西石城南方万年青水泥有限公司 | - | 100.00% | 水泥生产销售 |
| 27 | 上犹万年青新型材料有限公司 | - | 100.00% | 混凝土生产及销售 |
| 28 | 江西黄金埠万年青水泥有限责任公司 | 58.00% | - | 水泥生产销售 |
| 29 | 福建福清万年青水泥有限公司 | 90.00% | - | 水泥生产销售 |
| 30 | 江西寻乌南方万年青水泥有限公司 | - | 70.00% | 水泥生产销售 |
| 31 | 江西赣州南方万年青水泥有限公司 | - | 80.00% | 水泥生产销售 |
| 32 | 赣州章贡南方万年青水泥有限公司 | - | 80.00% | 水泥生产销售 |
| 33 | 江西于都南方万年青水泥有限公司 | - | 80.00% | 水泥生产销售 |
| 34 | 江西兴国南方万年青水泥有限公司 | - | 80.00% | 水泥生产销售 |

| | | | | |
|----|---------------------------------|---------|---------|------------------------|
| 35 | 江西乐平万年青水泥有限公司（曾用名：江西锦溪水泥有限公司） | 40.00% | 60.00% | 水泥生产销售 |
| 36 | 抚州市东乡区锦溪混凝土有限公司 | - | 51.00% | 混凝土生产及销售 |
| 37 | 江西湖口万年青水泥有限公司 | - | 100.00% | 水泥生产销售 |
| 38 | 乐平万年青商砼有限公司（曾用名：乐平锦溪商品混凝土有限公司） | - | 100.00% | 混凝土生产及销售 |
| 39 | 进贤县鼎盛混凝土有限公司 | 100.00% | - | 混凝土生产及销售 |
| 40 | 江西万年青塑料包装有限公司（曾用名：江西锦溪塑料制品有限公司） | 58.12% | - | 编织袋生产销售 |
| 41 | 鄱阳县恒基建材有限公司 | 100.00% | - | 水泥制品、混凝土、新型墙体材料生产及销售 |
| 42 | 赣州永固高新材料有限公司 | - | 100.00% | 商品混凝土、高新墙体材料、商品砂浆生产及销售 |
| 43 | 江西昊鼎商品混凝土有限公司 | 100.00% | - | 混凝土生产及销售 |
| 44 | 景德镇市景磐城建混凝土有限公司 | - | 80.00% | 混凝土搅拌加工、销售、装卸 |
| 45 | 景德镇市城竞混凝土有限公司 | - | 80.00% | 混凝土搅拌加工、销售、装卸 |
| 46 | 景德镇东鑫混凝土有限公司 | - | 80.00% | 预拌混凝土制造、销售 |
| 47 | 景德镇市磐泰砼材检测有限公司 | - | 80.00% | 建筑工程、建筑原材料及结构检测服务 |
| 48 | 湖口县万年青商砼有限公司 | 100.00% | - | 混凝土生产及销售 |
| 49 | 宁都万年青商砼有限公司 | - | 70.00% | 混凝土生产及销售 |
| 50 | 共青城万年青商砼有限公司 | 100.00% | - | 混凝土生产及销售 |
| 51 | 鄱阳县恒泰商品混凝土有限公司 | 100.00% | - | 混凝土生产及销售 |
| 52 | 余干县商砼建材有限公司 | 100.00% | - | 混凝土生产及销售 |
| 53 | 九江万年青商砼有限公司（曾用名：九江佰力混凝土有限公司） | 100.00% | - | 混凝土生产及销售 |
| 54 | 九江广德新型材料有限公司 | 100.00% | - | 混凝土生产及销售 |
| 55 | 海南华才建材有限公司 | 100.00% | - | 建材销售及货物运输代理 |
| 56 | 江西德安万年青水泥有限公司 | 100.00% | - | 水泥生产销售 |
| 57 | 江西锦溪矿业有限公司 | - | 60.00% | 石灰石矿产品生产及销售 |
| 58 | 安远万年青新型材料有限公司 | - | 100.00% | 建材生产销售、混凝土机械设备租赁服务 |
| 59 | 江西万铜环保材料有限公司 | 50.30% | - | 环保建材、尾矿资源综合开发利用 |
| 60 | 德安万年青电力有限公司 | 100.00% | - | 电力、热力生产和供应 |
| 61 | 万年县万年青电力有限公司 | 100.00% | - | 电力、热力生产和供应 |
| 62 | 瑞金市万年青新型材料有限公司 | - | 100.00% | 新型墙材等生产及销售 |
| 63 | 江西德安万年青环保有限公司 | - | 55.00% | 非金属废料和碎屑加工处理等 |
| 64 | 江西赣州万年青物流有限公司 | - | 60.00% | 货物运输等 |
| 65 | 江西于都万年青聚通环保有限公司 | - | 55.00% | 危险废物经营、技术服务等 |
| 66 | 于都万年青矿业有限公司 | - | 100.00% | 石灰石矿产品生产及销售 |
| 67 | 赣州万年青供应链管理有限公司 | - | 100.00% | 道路货物运输、供应链管理服务等 |
| 68 | 江西南方万年青国贸有限公司 | - | 100.00% | 货物运输、货物进出口、国内贸易代理等 |
| 69 | 瑞昌市民杰混凝土有限公司 | - | 80.00% | 预拌商品混凝土的生产、运输、泵送、销售等 |



| | | | | |
|----|----------------|---|---------|---------------------------------------|
| 70 | 德安万年青新型建材有限公司 | - | 100.00% | 建筑用石加工, 非金属矿及制品销售、制造, 固体废物治理, 建筑材料销售等 |
| 71 | 乐平万年青上堡矿业有限公司 | - | 60.00% | 矿产资源开采、建筑用石加工、非金属矿及制品销售等 |
| 72 | 庐山万年青新型材料有限公司 | - | 67.00% | 新型建筑材料制造、销售, 非金属矿及制品销售、制造等 |
| 73 | 鹰潭市信江混凝土有限公司 | - | 51.00% | 水泥制品制造及销售 |
| 74 | 江西南方万年青新能源有限公司 | - | 100.00% | 发电、输电、供(配)电业务 |
| 75 | 江西万磊新型材料有限公司 | - | 40.00% | 隔热、隔音材料制造及销售 |

资料来源: 公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+所有者权益 |
| EBITDA | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| 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) |
| FFO | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费 |
| 自由现金流 (FCF) | 经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出 |
| 毛利率 | (营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA / 营业收入 × 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% |
| 产权比率 | 总负债/所有者权益合计*100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产*100% |
| 速动比率 | (流动资产-存货) / 流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 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。 |