



# 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2023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2023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+

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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”）水泥产品在江西省内拥有较强竞争力，产业链逐步延伸，EBITDA及总资本对债务保障能力仍较好；同时我们也关注到，2022年需求收缩下公司水泥、商砼等主要产品量价齐跌，煤炭价格高位运行推升公司生产成本，大幅压缩利润，混凝土业务回款情况减弱，公司业务区域集中度较高。

## 评级日期

2023年6月9日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	172.08	182.19	174.30	151.39
归母所有者权益	70.52	69.44	74.26	63.92
总债务	32.42	34.33	24.00	18.79
营业收入	19.54	112.82	142.05	125.29
净利润	1.42	5.84	23.07	21.97
经营活动现金流净额	-0.42	8.45	18.73	22.37
净债务/EBITDA	--	-0.97	-0.57	-0.58
EBITDA利息保障倍数	--	16.41	37.16	41.24
总债务/总资本	23.61%	24.72%	18.05%	16.74%
FFO/净债务	--	-27.96%	-113.68%	-102.69%
EBITDA利润率	--	15.28%	27.15%	26.41%
总资产回报率	--	5.08%	19.28%	21.61%
速动比率	1.70	1.47	1.39	1.41
现金短期债务比	3.19	3.45	3.49	4.36
销售毛利率	18.37%	17.48%	27.36%	28.15%
资产负债率	39.05%	42.60%	37.46%	38.26%

注：因净债务为负数，表中净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负。

资料来源：公司2020-2022年度审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：何贺  
 heh@cspengyuan.com

项目组成员：毛燕月  
 maoyy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司水泥产品在江西省内拥有较强竞争力，产业链逐步延伸。**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，2022 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，2022 年江西省水泥产量为 8,768.6 万吨，其中公司水泥产量占比超 20%。此外，公司在商砼、骨料等方面积极延伸产业链，江西省内布局商砼企业近 30 家，利润率较高的骨料收入实现增长。
- **公司 EBITDA 及总资本对债务保障能力仍较好。**2022 年公司 EBITDA 及 FFO 分别为 17.24 亿元和 4.65 亿元，公司盈余现金相对充裕，净债务为负数，EBITDA 对债务利息、总资本对债务保障能力仍较好。

## 关注

- **需求收缩下公司水泥、商砼等主要产品量价齐跌，煤炭价格高位运行推升公司生产成本，大幅压缩利润，需关注需求及成本变化对公司业绩的影响。**2022 年地产下行、需求快速收缩、行业去产能压力尚存背景下，公司水泥、商砼等主要产品量价齐跌，营业收入下滑 20.58%；煤炭价格高位运行推升公司生产成本，成本传导不佳，净利润同比下降 74.69%，需关注地产及基建等需求变化，以及煤炭、电力价格变化及“双碳”、错峰生产等推进对生产成本及业绩的影响。
- **混凝土业务回款情况减弱。**受房地产下行，房企客户资金渠道收窄等影响，2022 年公司混凝土业务销售回款情况减弱，公司应收账款大幅增长。
- **公司业务区域集中度较高。**2022 年公司营业收入中江西省内收入占比为 89.58%，业务区域集中度较高，主要销售区域较为单一。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为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，财务风险相对稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	海螺水泥	华新水泥	万年青	上峰水泥	塔牌集团
总资产	2,439.76	642.42	<b>182.19</b>	162.36	128.40
归属母公司股东的权益	1,836.39	274.46	<b>69.44</b>	84.14	112.95
营业收入	1,320.22	304.70	<b>112.82</b>	71.35	60.35
销售毛利率	21.30%	26.22%	<b>17.48%</b>	33.62%	17.00%
净利润	161.40	30.24	<b>5.84</b>	9.59	2.70
总资产净利率	6.80%	5.18%	<b>3.28%</b>	6.12%	2.03%
资产负债率	19.67%	52.00%	<b>42.60%</b>	43.35%	11.76%
速动比率	2.66	0.66	<b>1.47</b>	0.92	4.54

注：以上各指标均为 2022 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_2022V1.0

外部特殊支持评价方法和模型

cspy\_ffmx\_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa</b>
外部特殊支持					1
主体信用等级					<b>AA+</b>

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 外部特殊支持

- 公司由江西省国有资产监督管理委员会实际控制，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，江西省政府提供支持的意愿强，主要体现在公司与江西省政府联系中等，且对其较为重要。同时，中证鹏元认为江西省政府提供支持的能力极强，主要体现在极强的经济实力、财政实力和偿债能力。

### 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+/万青转债	2022-6-1	刘玮、何贺	<a href="#">水泥制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AA+/14 江泥 01	2019-5-23	万蕾、罗力	<a href="#">水泥制造企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)</a> 、 <a href="#">水泥制造企业主体长期信用评级模型 (py_mx_2016V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA/12 江泥 01	2012-5-2	郑舟、姚煜	<a href="#">水泥行业企业评级方法框架 (py_ff_2009V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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	99,959.33	2022-6-1	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2022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

跟踪期内公司控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2023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43.58%股权（无质押、标记或冻结情况），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）。

2022年公司新增5家子公司纳入合并范围，2023年1-3月，公司减少1家纳入合并范围的子公司，截至2023年3月末，公司纳入合并范围的子公司共76家（详见附录四）。

**表1 2022年至2023年3月末公司合并报表范围变化情况**

### 1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
鹰潭市信江混凝土有限公司	51.00%	混凝土生产及销售	收购
江西万磊新型材料有限公司	51.00%	道路货物运输、水泥制品、新型建材生产及销售	新设
赣州万建新型材料有限公司	100.00%	道路货物运输、水泥制品、新型建材生产及销售	新设
江西南方万年青新能源有限公司	100.00%	储能技术服务，各类发电技术服务	新设
吉安南方万年青新型材料有限公司	63.75%	道路货物运输、水泥制品、新型建材生产及销售	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	业务性质	不再纳入的原因
2023年1-3月	江西万铜环保材料有限公司	环保建材、尾矿资源综合利用	转让

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

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

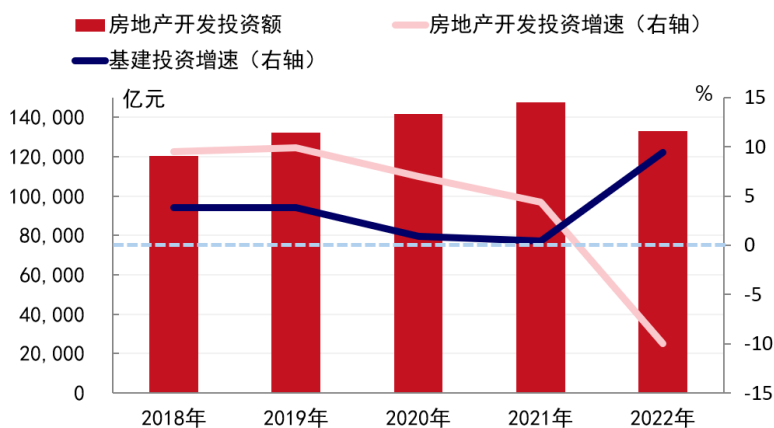
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

### 行业环境

**2022年我国房地产投资下行，基建支撑力度不及预期，导致水泥市场需求快速收缩，产量下降，且行业去产能压力依然严峻，水泥价格下行；叠加煤炭等能源价格维持高位，水泥行业利润大幅下降；预计2023年水泥供需关系难实质性改善，煤炭等成本仍将高位运行，行业盈利水平面临挑战**

水泥需求主要来源于房地产和基建。2022年经济下行压力持续加大，房地产下行周期持续，房地产开发投资同比下降10.0%，新开工数据持续走弱；基础设施投资同比增长9.4%，但基建支撑力度减弱；受此影响，水泥市场需求快速收缩。

**图1 2022年我国基建投资托底作用不及预期，房地产投资下滑拖累水泥需求**



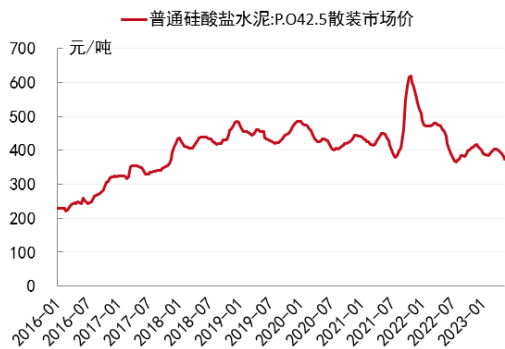
资料来源：Wind，中证鹏元整理

受利好地产政策出台、基建继续发力等影响，预计2023年水泥需求有望止跌企稳，基建仍为水泥需求的主要支撑。地产方面，2022年以来中央和地方房地产政策持续发力，合理购房需求得到释放，信贷、债券、股权融资等方面的支持一定程度缓解房企流动性紧张，“保交楼”相关政策为房地产市场注入信心，预计2023年房地产对水泥需求的下拉作用同比减弱。基建方面，政府工作报告中提及“加快实施‘十四五’重大工程，实施城市更新行动，促进区域优势互补、各展其长，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设”；拟安排地方政府专项债3.8万亿元，相比上年新增1,500亿元，预计基建仍为水泥需求的主要支撑，同时需关注政府债务化解等因素对基建投资的制约作用。整体来看，2023年水泥需求有望止跌企稳，但难有显著改善。

在需求走弱影响下，2022年全国水泥产量21.3亿吨，同比下降10.5%，产量处于近10年低位。虽然“双碳”进程持续推进，环保低碳预期“持续加码”，“错峰生产常态化”等供给端政策持续发力，但在水泥需求减弱的背景下，产能过剩问题依旧严峻，低效产能退出缓慢，结构性矛盾仍然存在。

受需求下滑、竞争加剧的影响，2022年水泥市场价格高开低走，走势颓势尽显。综合量价来看，2022年水泥行业营业收入同比降幅超10%。加之煤炭价格高位运行，企业生产成本大幅上涨，“水泥-煤炭”价差扩大，全年水泥行业利润仅为680亿元左右，同比降幅在60%左右。



**图 2 2022 年水泥价格高开低走**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图 3 京唐港动力煤（Q5500K，山西）市场价高位震荡**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

未来错峰限产常态化、双碳等系列政策推行将有助于落后产能出清，进一步优化行业供给格局，但在需求无显著改善的情况下，预计2023年水泥行业供需关系难以实质性改善。此外，水泥企业减碳降耗投资压力有所上升。煤炭方面，在全球煤炭供应紧张、国际煤炭价格高企的背景下，预计2023年保供增产仍将是政策重心，但考虑到产能核增的潜能已大部分释放，新增产能投放短期内无法立竿见影，预计煤炭供给水平难以显著抬升。煤炭需求方面，预计2023年稳增长政策发力，下游需求有望形成支撑，煤炭消费量仍有增长空间。整体来看，中证鹏元预计2023年煤炭供需格局仍将维持紧平衡，煤炭价格将继续维持高位。故在供需关系难以实质性改善，成本压力犹存的情况下，水泥企业盈利水平预计仍将面临挑战。

## 五、经营与竞争

公司系江西省水泥龙头企业，区域内拥有较高占有率及较强竞争力，骨料、商砼等产业链延伸方面积极发力，但2022年需求快速收缩导致公司水泥、商砼等主要产品量价齐跌，成本端的煤炭价格等维持高位明显压缩公司利润

公司收入仍主要来自于硅酸盐水泥及商品混凝土销售，在2022年经济增速放缓、房地产行业下行、江西农村市场建设投资放缓等多重因素冲击市场需求的背景下，公司水泥及混凝土销售收入同比减少，大宗原材料及水泥等建材贸易收入亦明显减少；此外，在公司拓展上下游产业链的背景下，骨料收入增加；熟料对公司收入贡献不大。综合来看，2022年公司营业收入同比下滑20.58%。公司毛利润仍主要由水泥销售业务贡献。毛利率方面，2022年以来水泥、混凝土、贸易及骨料等主要业务板块毛利率均呈下降态势，整体来看，2022年公司销售毛利率明显下降。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年 1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
水泥	13.16	67.36%	17.47%	63.07	55.90%	18.12%	83.59	58.84%	34.79%

混凝土	5.23	26.76%	16.76%	26.12	23.15%	22.00%	28.74	20.24%	28.20%
贸易收入	0.00	0.00%	-	16.81	14.90%	0.19%	24.60	17.32%	0.25%
骨料	0.59	3.03%	50.55%	3.54	3.14%	54.18%	2.66	1.87%	60.02%
新型墙材	0.08	0.40%	-47.21%	0.54	0.48%	-49.74%	1.21	0.85%	-27.16%
熟料	0.15	0.77%	10.73%	0.28	0.25%	1.00%	0.03	0.02%	41.36%
其他	0.33	1.68%	41.68%	2.45	2.17%	34.92%	1.22	0.86%	28.00%
<b>合计</b>	<b>19.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.37%</b>	<b>112.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.48%</b>	<b>142.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.36%</b>

资料来源：公司提供

**2022年在需求收缩、市场竞争背景下，公司水泥、商砼、新型砖等主要产品量价齐跌，熟料销量和收入有所增加，但行情走弱；产业链延伸带动骨料收入增长，但毛利率有所下滑**

根据中国水泥协会文件《关于发布2023年中国水泥上市公司综合实力排名的公告》（中水协发〔2023〕49号），2023年公司在24家中国水泥上市公司中综合实力排名第13，受盈利能力下降影响，排名较上年下降3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。国家统计局及江西省统计局数据显示，2022年江西省水泥产量为8,768.6万吨，同比下降13.44%，其中公司水泥产量为2,125万吨，占比超20%；公司水泥产能2,600万吨/年，在江西省内产能位居前三。公司水泥产品在江西省内仍拥有较高占有率及较强竞争力。

产能方面，目前“万青转债”的熟料产能置换相关募投项目已完工投产，2022年公司水泥、熟料及新型砖产能无变化。随着公司加速延伸水泥上下游产业链，2022年公司布局商砼企业近30家，混凝土产能提升至2,205万立方米，骨料产能为1,500万吨/年。此外，公司持续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。

**表3 截至2022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
<b>合计</b>	<b>11</b>	<b>32</b>	<b>1,375.00</b>	<b>2,600.00</b>

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。2022年受房地产下行、江西农村市场建设投资放缓等多重因素影响，市场需求明显收缩，公司当年水泥、混凝土、熟料、新型砖等主要产品产量及产能利用率均同比下滑；其中新型砖产量及产能利用率降幅较大，主要系该板块以房地产工程客户为主的下游需求收缩及盈利能力下降，公司调整经营策略所致。此外，熟料产能利用率虽有下降，但仍处于满负荷水平。混凝土板块，公司积极延伸产业链，已在省内布局商砼企业近30家，2022年需求仍不及产能投入，产能利用率较低。对于公司逐步拓展的骨料业务，2022年生产骨料1,141.87万吨，产能利

用率为76.12%。

**表4 2021-2022年公司主要产品生产情况**

产品	项目	2022年	2021年
水泥（万吨）	年产能	2,600.00	2,600.00
	产量	2,124.78	2,468.67
	产能利用率	81.72%	94.95%
熟料（万吨）	年产能	1,375.00	1,375.00
	产量	1,596.98	1,779.53
	产能利用率	116.14%	129.42%
混凝土（万立方米）	年产能	2,205.00	1,975.00
	产量	607.24	625.34
	产能利用率	27.54%	31.66%
新型砖（万标块）	年产能	68,000.00	68,000.00
	产量	24,469.74	54,796.84
	产能利用率	35.98%	80.58%

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。细分市场主要分为民用市场、基建、房地产等。2022年在房地产下行、江西农村市场建设投资放缓等多重影响下，市场需求收缩明显，且能耗等成本上涨传导不畅，导致公司水泥、混凝土、新型砖等主要产品量价齐跌，收入及毛利率同比下滑。熟料销量和收入有所增加，对公司整体收入贡献不大，且毛利率亦明显下滑。因公司加速上下游产业链延伸，2022年公司骨料收入同比增长，但毛利率有所下滑。

产销率方面，由于公司主要采取以销定产的业务模式，2022年主要产品产销率仍在100%左右。

**表5 2021-2022年公司主要产品销售情况**

产品	项目	2022年	2021年
水泥	销售均价（元/吨）	314.92	367.79
	销量（万吨）	2,117.66	2,450.99
	产销率	99.66%	99.28%
熟料	销售均价（元/吨）	275.19	317.80
	销量（万吨）	356.73	317.67
混凝土	销售均价（元/立方米）	433.33	459.95
	销量（万立方米）	609.86	626.30
	产销率	100.43%	100.15%
新型砖	销售均价（元/标块）	0.2143	0.2183
	销量（万标块）	26,129.94	56,932.92
	产销率	106.78%	103.90%

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包含部分外销和内销熟料。

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，且2022年主要区域销售收入明显下降

销售区域方面，公司销售地区仍以江西为主，同时辐射福建、浙江、湖北及广东等周边省份，2022年公司营业收入的89.58%来自江西市场，业务集中度仍较高，主要销售区域较为单一，且江西、福建、浙江及湖北等主要区域销售收入同比降幅均超20%。

**表6 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年	
	收入	占比	收入	占比
江西省	101.06	89.58%	126.50	89.05%
福建省	4.61	4.09%	6.70	4.72%
浙江省	3.67	3.25%	4.72	3.32%
湖北省	1.53	1.36%	2.45	1.72%
广东省	1.47	1.30%	1.22	0.86%
安徽省	0.48	0.43%	0.45	0.32%
<b>合计</b>	<b>112.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>142.05</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022 年年度报告

2022年公司前五大客户销售额合计为17.78亿元，占营业收入的比重为15.76%，较上年明显提高，主要系贸易领域的第一大客户销售额大幅增长所致，公司水泥等主要业务板块客户集中度仍较低，仍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
2022年	客户一	12.39	10.98%
	客户二	3.29	2.91%
	客户三	1.07	0.95%
	客户四	0.52	0.46%
	客户五	0.51	0.45%
	<b>合计</b>	<b>17.78</b>	<b>15.76%</b>
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%
	<b>合计</b>	<b>7.68</b>	<b>5.41%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告

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2022年煤炭价格继续高位运行，国

家开放电价浮动等多重因素推升生产成本，未来需关注煤炭及电力等价格或维持高位对公司成本端的负面影响，以及需求不振背景下价格传导的有效性

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60%。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。煤炭方面，公司使用的煤炭以外购烟煤为主，公司拓展煤炭采购渠道，与多家煤炭供应商签订长期合作协议，2022年公司煤炭直供量占比超过80%。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，余热发电装机容量80.30MW，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，加大光伏发电建设<sup>1</sup>等措施控制电力成本。但整体来看，跟踪期内煤炭价格继续高位运行，2022年公司煤炭采购均价进一步上涨约16%；国家开放电价浮动，高能耗企业不受上浮20%限制；上述多重因素推高了公司水泥制造成本，2022年以来公司水泥、混凝土等主要业务板块毛利率均呈下降态势。预计短期内煤炭和电力等能源价格将维持高位，公司生产成本仍将承压，由于需求端持续低迷，成本上升或无法有效转嫁至商品售价，或将进一步压缩公司的利润空间。

贸易业务对公司收入形成有益补充，但在水泥等建材需求收缩的背景下，2022年公司贸易收入大幅减少，盈利能力仍很弱

公司自2020年起搭建贸易平台，主要根据市场情况经营区域内煤炭等大宗原材料及水泥等建材的贸易，对公司营业收入形成有益补充。在水泥等建材需求收缩的背景下，2022年公司实现贸易业务收入16.81亿元，同比下降31.66%，该业务毛利率同比下降至0.19%，盈利能力仍很弱。2023年1-3月公司尚未开展贸易业务。

## 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2021-2022年度审计报告及未经审计的2023年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新增5家子公司纳入合并范围，2023年一季度减少一家子公司，截至2023年3月末，公司纳入合并范围的子公司共76家。

### 资本实力与资产质量

2022年以来公司资产、净资产及负债规模均有所波动，2023年3月末财务杠杆水平较2021年末有所抬升；资产以生产经营用生产线及自有矿山资源为主，货币资金仍相对充裕，但商砼业务应收账款增

---

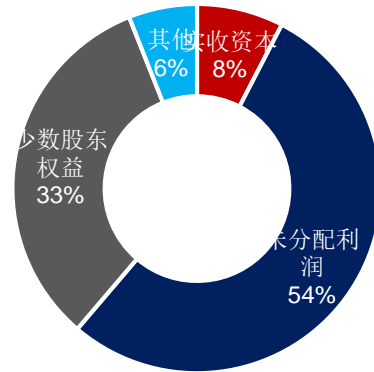
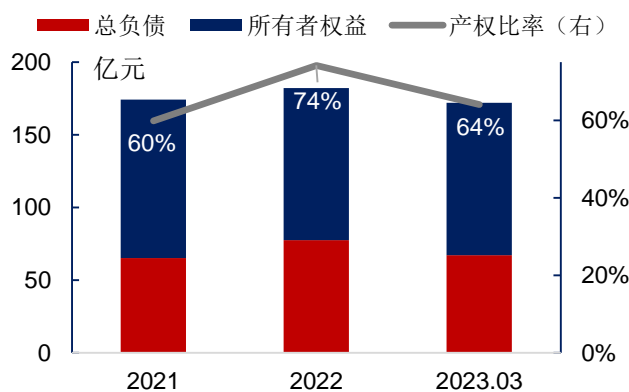
<sup>1</sup> 公司目前6个光伏项目实现并网发电，3个光伏项目建设正在有序推进。

## 长较快

因2022年利润积累减少以及其他综合收益为负数，2022年以来公司净资产有所波动。受“22江泥01”债券发行、计入其他流动负债的票据增加及终止确认等影响，近年公司总负债波动。截至2023年3月末，公司净资产104.89亿元，以未分配利润和少数股东权益为主。

图4 公司资本结构

图5 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司2021-2022年度审计报告及未经审计的2023年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的2023年第一季度报告，中证鹏元整理

公司资产呈波动态势，主要包括货币资金、应收账款、存货（原材料）、固定资产（房屋建筑物及机器设备）及无形资产（采矿权、探矿权及土地使用权），2023年3月末上述资产合计占公司总资产的83.64%。受商砼业务销售回款情况减弱影响，2022年末公司应收账款显著增长，约76%余额的账龄在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13.82%，2022年计提应收账款坏账准备0.90亿元，较上年的0.23亿元大幅增长。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，2022年以来公司存货账面价值呈减少态势。随着万年厂搬迁项目等在建工程部分竣工转固，2022年末公司固定资产有所增加。公司无形资产主要为采矿权和探矿权、土地使用权，近年账面价值相对稳定。

其他资产方面，2022年末公司货币资金中6.62亿元因长期定期存单及保证金使用受限；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4.10亿元和对景德镇农村商业银行股份有限公司投资1.14亿元，2022年末公司其他权益工具投资随着对天山股份等投资的公允价值下降而大幅下降。

受限资产情况，截至2022年末，公司因抵押等受限的资产规模合计为7.67亿元，占总资产比例为4.21%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	39.93	23.20%	44.62	24.49%	45.86	26.31%
应收账款	15.00	8.72%	14.01	7.69%	9.48	5.44%
存货	6.07	3.53%	7.93	4.35%	8.84	5.07%
<b>流动资产合计</b>	<b>72.77</b>	<b>42.29%</b>	<b>80.75</b>	<b>44.32%</b>	<b>71.84</b>	<b>41.22%</b>
其他权益工具投资	5.65	3.29%	5.46	3.00%	8.66	4.97%
固定资产	66.23	38.49%	69.44	38.11%	65.37	37.51%
无形资产	16.70	9.71%	17.16	9.42%	16.76	9.62%
<b>非流动资产合计</b>	<b>99.31</b>	<b>57.71%</b>	<b>101.43</b>	<b>55.68%</b>	<b>102.46</b>	<b>58.78%</b>
<b>资产总计</b>	<b>172.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>182.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>174.30</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

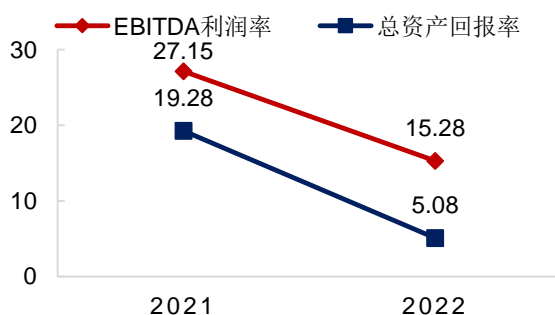
## 盈利能力

**2022年需求收缩背景下，水泥、商砼销售及贸易等业务收入及公司整体营业收入减少，成本维持高位大幅压缩利润空间，短期内公司业绩或继续承压**

2022年在经济增速放缓、需求收缩等影响下，公司水泥、混凝土销售及贸易等主要板块收入同比减少，导致公司当年营业收入同比减少20.58%，同时煤炭及电力价格高位运行推升单位产量产品的生产成本，且管理费用增加，资产减值损失亦对利润有所侵蚀，2022年公司实现净利润5.84亿元，同比下降74.69%，归属于上市公司股东的净利润同比下降75.64%。水泥、商砼、熟料、贸易等主要业务毛利率及整体销售毛利率均较上年下滑。2023年一季度，公司经营延续颓势，营业收入及净利润较上年同期分别下滑28.60%和52.52%。

盈利能力方面，2022年EBITDA及利润总额大幅下降导致公司EBITDA利润率、总资产回报率明显下滑。预计江西基建投资仍可为水泥需求提供一定支撑，但在地产低迷背景下，短期内需求整体偏弱，加之供给端产能过剩现状尚存，煤炭、电力等成本价格或维持高位，公司业绩或继续承压。需关注地产及基建等需求变化，以及煤炭、电力价格变化及“双碳”、错峰生产等推进对生产成本及产能利用的影响。

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年度审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司经营活动现金净现金流表现弱化，现金生成能力下降，2022年总债务规模有所上升但净债务仍为负，EBITDA及总资本对债务保障能力仍较好，总体偿债压力不大

2022年以来公司总负债及总债务波动，总债务占总负债的比重有所上升，总债务中的短期债务占比有所下降。2023年3月末公司总债务为32.42亿元，较2021年末增长35.07%，占总负债的比重为48.25%，长短期债务比例约为42.6：57.4；债务类型以银行借款和债券融资为主，其中银行借款多有抵质押和担保措施，债券融资包括“万青转债”和“22江泥01”，发行期限分别为6年和5年。

此外，公司应付账款主要系应付上游供应商货款，2022年末一年以上应付账款余额占比为41.83%。根据最新会计准则，公司将期末未到期已背书未终止确认的部分银行承兑汇票重分类至其他流动负债，2022年该类票据大幅增长且2023年1-3月存在大规模到期，故公司其他流动负债呈波动态势。2022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2.49亿元。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.86	17.65%	13.93	17.95%	13.32	20.40%
应付账款	13.77	20.50%	15.12	19.48%	15.92	24.38%
其他流动负债	3.04	4.53%	8.50	10.95%	2.50	3.83%
<b>流动负债合计</b>	<b>39.13</b>	<b>58.24%</b>	<b>49.44</b>	<b>63.70%</b>	<b>45.44</b>	<b>69.59%</b>
长期借款	0.99	1.48%	1.01	1.30%	0.85	1.30%
应付债券	15.31	22.79%	15.24	19.64%	8.94	13.69%
长期应付款	7.79	11.60%	7.83	10.10%	8.48	12.98%
<b>非流动负债合计</b>	<b>28.06</b>	<b>41.76%</b>	<b>28.17</b>	<b>36.30%</b>	<b>19.86</b>	<b>30.41%</b>
<b>负债合计</b>	<b>67.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>77.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>65.30</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	32.42	48.25%	34.33	44.24%	24.00	36.76%
其中：短期债务	13.81	20.56%	15.67	20.20%	14.15	21.67%
长期债务	18.61	27.70%	18.66	24.04%	9.85	15.09%

资料来源：公司 2021-2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

2022年公司EBITDA、FFO均明显下滑，现金生成能力下降，经营活动现金净流入规模大幅收窄，2023年一季度经营活动现金为净流出。此外，公司投资及筹资活动现金持续净流出。杠杆状况方面，跟踪期内公司资产负债率有所波动，整体尚可。因公司盈余现金相对充裕，2022年公司净债务、净债务与EBITDA之比、FFO与净债务之比仍均为负数；EBITDA对债务利息、总资本对债务总额保障能力虽有下降但仍较好。

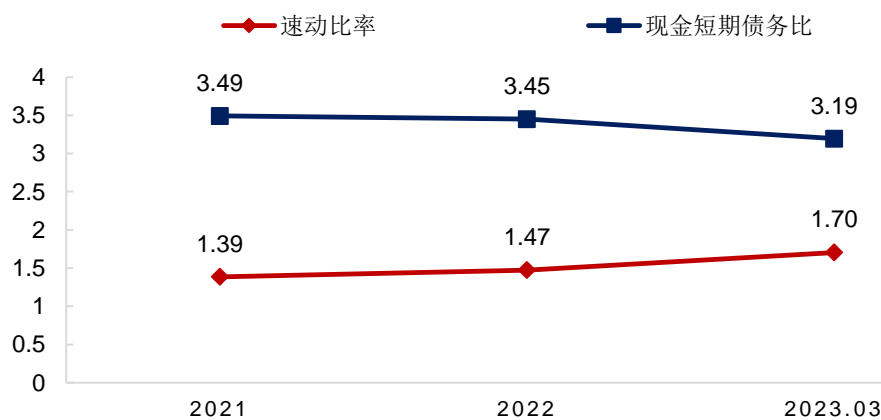


**表10 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	-0.42	8.45	18.73
FFO(亿元)	--	4.65	25.09
资产负债率	39.05%	42.60%	37.46%
净债务/EBITDA	--	-0.97	-0.57
EBITDA 利息保障倍数	--	16.41	37.16
总债务/总资本	23.61%	24.72%	18.05%
FFO/净债务	--	-27.96%	-113.68%
经营活动现金流/净债务	3.77%	-50.79%	-84.90%
自由现金流/净债务	21.33%	10.75%	-29.33%

资料来源：公司 2021-2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

2022年以来公司现金类资产、短期债务等指标呈波动态势，整体来看，现金短期债务比有所下降，速动比率逐步上升，但整体表现尚可。授信方面，2022年末公司未使用银行授信额度10.73亿元，具有一定备用流动性。

**图 7 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2021-2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### (一) ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

#### 环境因素

环境方面，公司及子公司是环境保护部门公布的重点排污单位，根据公司 2022 年年度报告及公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，公司过去一年未因环境因素受到相关部门的行政处罚。

### 社会因素

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

### 公司治理

治理方面，公司按照《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》等相关法律法规以及《公司章程》的有关规定，形成以股东大会、董事会、监事会相互制约、运作有效的内部管理和控制制度体系。根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，近 36 个月公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。2023 年 1 月，因工作调动原因，公司原董事长林榕、原总会计师兼董事会秘书彭仁宏辞职；截至 2023 年 3 月末，陈文胜任公司董事长，常务副总经理周帆代行总会计师、董事会秘书职责。

## （二）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，公司本部（报告查询日为2023年5月18日）、子公司江西南方万年青水泥有限公司（报告查询日为2023年3月13日）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。

根据中国执行信息公开网信息查询，截至2023年5月31日，中证鹏元未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、外部特殊支持分析

公司是江西省国资委实际控制的江西省水泥龙头企业。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，江西省政府提供特殊支持的意愿强，主要体现在以下方面：

（1）公司与江西省政府的联系中等。江西省国资委间接持有公司股权；公司从政府和相关单位获得的业务规模小，但当地政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，且近年公司持续获得财政补贴等外部支持，预计未来和政府联系较稳定。

（2）公司对江西省政府较为重要。公司作为江西省水泥龙头企业，主要经营硅酸盐水泥及商品混

凝土销售，在区域市场有较高占有率及较强竞争力，在就业、税收等方面对当地政府贡献很大，且系公开发行过债券的上市公司，若违约会对当地金融生态环境和融资成本造成实质性影响。

## 九、结论

2022年我国房地产投资下行，基建支撑力度不及预期，导致水泥市场需求快速收缩，产量下降，且行业去产能压力依然严峻，水泥价格下行；叠加煤炭等能源价格维持高位，水泥行业利润大幅下滑。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，2022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，2022年江西省水泥产量为8,768.6万吨，其中公司水泥产量占比超20%。此外，公司在商砼、骨料等方面积极延伸产业链，江西省内布局商砼企业近30家，利润率较高的骨料收入实现增长。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仍较好。同时，中证鹏元也关注到，需求收缩下公司水泥、商砼等主要产品量价齐跌，营业收入下滑20.58%，煤炭价格高位运行推升公司生产成本，成本传导不佳，利润同比下降74.69%；受房地产下行，房企客户资金渠道收窄等影响，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，2022年公司营业收入中江西省内收入占比为89.58%。总体来看，公司抗风险能力较强。

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+。

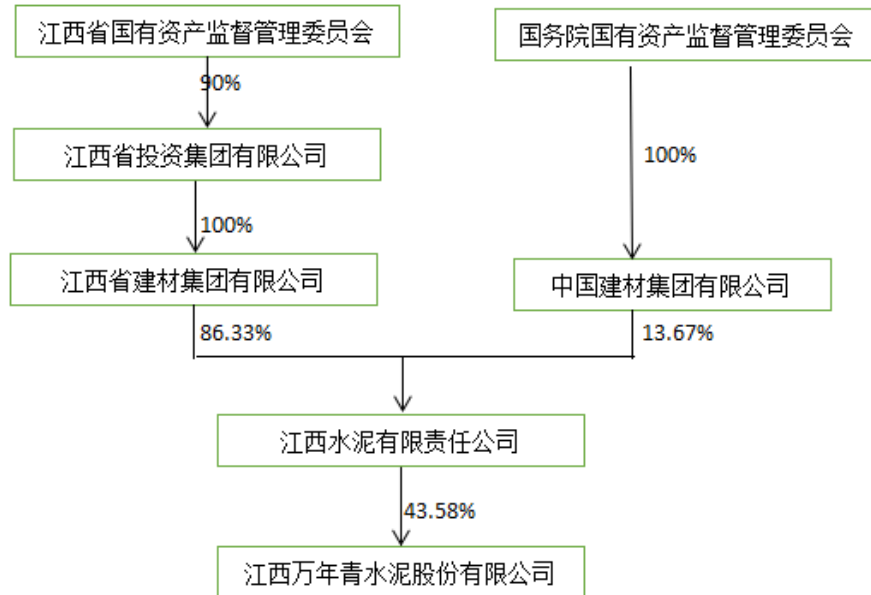
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	39.93	44.62	45.86	38.77
流动资产合计	72.77	80.75	71.84	56.77
固定资产	66.23	69.44	65.37	55.21
非流动资产合计	99.31	101.43	102.46	94.62
资产总计	172.08	182.19	174.30	151.39
短期借款	11.86	13.93	13.32	8.02
应付账款	13.77	15.12	15.92	14.64
流动负债合计	39.13	49.44	45.44	36.50
应付债券	15.31	15.24	8.94	8.63
长期应付款	7.79	7.83	8.48	9.08
非流动负债合计	28.06	28.17	19.86	21.42
负债合计	67.19	77.61	65.30	57.92
总债务	32.42	34.33	24.00	18.79
所有者权益	104.89	104.58	109.00	93.47
营业收入	19.54	112.82	142.05	125.29
营业利润	1.86	7.81	30.54	29.07
净利润	1.42	5.84	23.07	21.97
经营活动产生的现金流量净额	-0.42	8.45	18.73	22.37
投资活动产生的现金流量净额	-2.24	-13.85	-8.87	-12.71
筹资活动产生的现金流量净额	-2.36	-1.76	-2.95	-0.87
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	17.24	38.57	33.09
FFO(亿元)	--	4.65	25.09	19.62
净债务(亿元)	-11.16	-16.64	-22.07	-19.10
销售毛利率	18.37%	17.48%	27.36%	28.15%
EBITDA 利润率	--	15.28%	27.15%	26.41%
总资产回报率	--	5.08%	19.28%	21.61%
资产负债率	39.05%	42.60%	37.46%	38.26%
净债务/EBITDA	--	-0.97	-0.57	-0.58
EBITDA 利息保障倍数	--	16.41	37.16	41.24
总债务/总资本	23.61%	24.72%	18.05%	16.74%
FFO/净债务	--	-27.96%	-113.68%	-102.69%
速动比率	1.70	1.47	1.39	1.41
现金短期债务比	3.19	3.45	3.49	4.36

注：因净债务为负数，表中净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负。

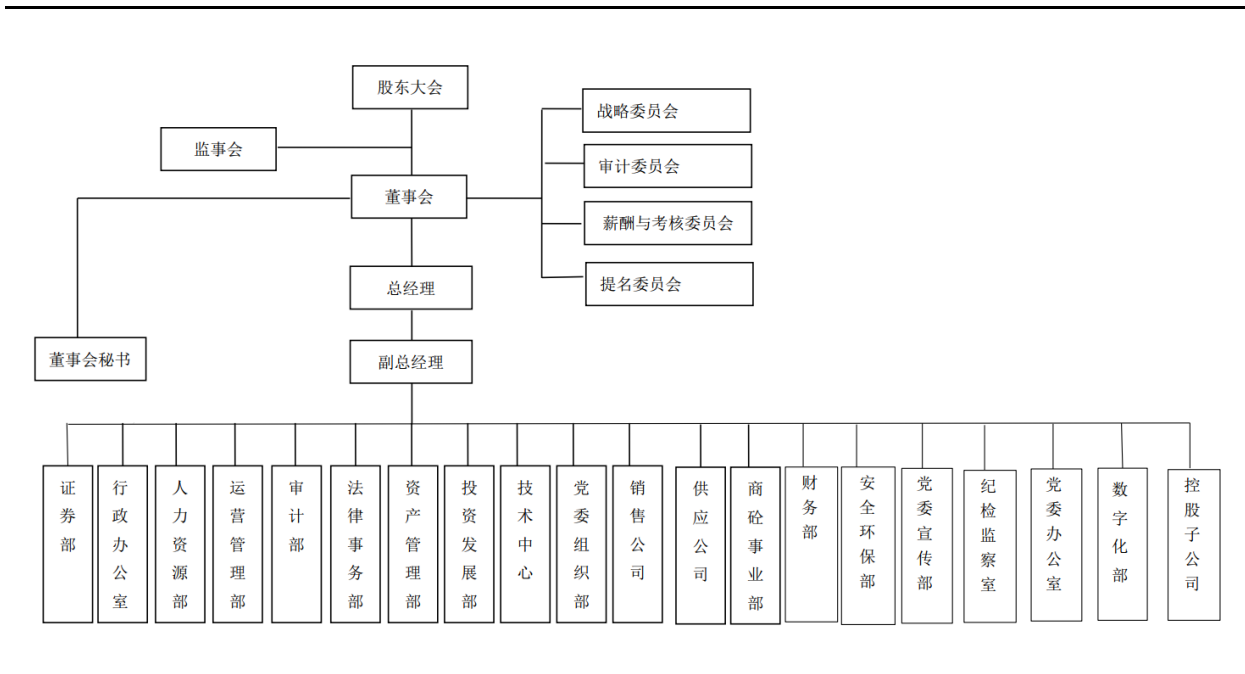
资料来源：公司 2020-2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

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

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)	水泥生产销售	40.00%	60.00%	收购
抚州市东乡区锦溪混凝土有限公司	混凝土生产及销售	-	51.00%	收购
江西湖口万年青水泥有限公司	水泥生产销售	-	100.00%	收购
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)	混凝土生产及销售	-	100.00%	收购
进贤县鼎盛混凝土有限公司	混凝土生产及销售	100.00%	-	收购
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)	编织袋生产销售	58.12%	-	收购
鄱阳县恒基建材有限公司	水泥制品、混凝土、新型墙体材料生产及销售	100.00%	-	收购
赣州永固高新材料有限公司	商品混凝土、高新墙体材料、商品砂浆生产及销售	-	100.00%	收购
江西昊鼎商品混凝土有限公司	混凝土生产及销售	100.00%	-	收购
景德镇市景磐城建混凝土有限公司	混凝土搅拌加工、销售、装卸	-	80.00%	收购
景德镇市城竟混凝土有限公司	混凝土搅拌加工、销售、装卸	-	80.00%	收购
景德镇东鑫混凝土有限公司	预拌混凝土制造、销售	-	80.00%	收购
景德镇市磐泰砼材检测有限公司	建筑工程、建筑原材料及结构检测服务	-	80.00%	收购
湖口县万年青商砼有限公司	混凝土生产及销售	100.00%	-	收购
宁都万年青商砼有限公司	混凝土生产及销售	-	70.00%	收购
共青城万年青商砼有限公司	混凝土生产及销售	100.00%	-	收购
鄱阳县恒泰商品混凝土有限公司	混凝土生产及销售	100.00%	-	收购
余干县商砼建材有限公司	混凝土生产及销售	100.00%	-	收购
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)	混凝土生产及销售	100.00%	-	收购
九江广德新型材料有限公司	混凝土生产及销售	100.00%	-	收购
海南华才建材有限公司	建材销售及货物运输代理	100.00%	-	收购
江西德安万年青水泥有限公司	水泥生产销售	100.00%	-	投资设立
江西锦溪矿业有限公司	石灰石矿产品生产及销售	-	60.00%	投资设立
安远万年青新型材料有限公司	建材生产销售、混凝土机械设备租赁服务	-	100.00%	投资设立
德安万年青电力有限公司	电力、热力生产和供应	100.00%	-	投资设立
万年县万年青电力有限公司	电力、热力生产和供应	100.00%	-	投资设立
瑞金市万年青新型材料有限公司	新型墙体等生产及销售	-	100.00%	投资设立
江西德安万年青环保有限公司	非金属废料和碎屑加工处理等	-	55.00%	投资设立
江西万年青物流有限公司	货物运输等	-	60.00%	投资设立
江西于都万年青聚通环保科技有限公司	危险废物经营、技术服务等	-	55.00%	投资设立
于都万年青矿业有限公司	石灰石矿产品生产及销售	-	100.00%	投资设立
赣州万年青供应链管理有限公司	道路货物运输、供应链管理服务等	-	100.00%	投资设立
江西南方万年青国贸有限公司	货物运输、货物进出口、国内贸易代理等	-	100.00%	投资设立
瑞昌市民杰混凝土有限公司	预拌商品混凝土的生产、运输、泵送、销售等	-	80.00%	收购



德安万年青新型建材有限公司	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	-	100.00%	投资设立
乐平万年青上堡矿业有限公司	矿产资源开采、建筑用石加工、非金属矿及制品销售等	-	60.00%	投资设立
庐山万年青新型材料有限公司	新型建筑材料制造、销售，非金属矿及制品销售、制造等	-	67.00%	投资设立
鹰潭市信江混凝土有限公司	混凝土生产及销售	-	51.00%	收购
江西万磊新型材料有限公司	道路货物运输、水泥制品、新型建材生产及销售	-	51.00%	投资设立
赣州万建新型材料有限公司	道路货物运输、水泥制品、新型建材生产及销售	-	100.00%	投资设立
江西南方万年青新能源有限公司	储能技术服务，各类发电技术服务	-	100.00%	投资设立
吉安南方万年青新型材料有限公司	道路货物运输、水泥制品、新型建材生产及销售	-	63.75%	投资设立

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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。