



# 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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 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2024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高的品牌认知度和较强竞争力，跟踪期内市场份额持续巩固，公司继续推进产业链延伸，商砼、骨料等产品销售量均有所增长，公司财务杠杆水平较低，偿债能力仍较强；同时我们也关注到，2023年需求收缩、产能过剩导致供需矛盾加剧，公司水泥、商砼等主要产品价格持续下跌，煤炭价格高位震荡导致公司生产成本较高，大幅压缩利润，需持续关注供需矛盾日趋尖锐及成本变化等因素对公司业绩的影响，受商砼业务销售回款情况减弱影响，应收款项对资金占用加大，需关注回收风险，跟踪期内公司收到深圳证券交易所上市公司管理一部（以下简称“深交所”）出具的监管函等风险因素。

## 评级日期

2024年4月26日

## 联系方式

**项目负责人：**何贺  
 heh@cspengyuan.com

**项目组成员：**杨雯琪  
 yangwq@cspengyuan.com

**评级总监：**

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	170.00	182.19	174.30
归母所有者权益	69.79	69.44	74.26
总债务	28.55	34.33	24.00
营业收入	81.90	112.82	142.05
净利润	3.15	5.84	23.07
经营活动现金流净额	7.63	8.45	18.73
净债务/EBITDA	-0.92	-0.97	-0.57
EBITDA利息保障倍数	9.97	16.41	37.16
总债务/总资本	21.56%	24.72%	18.05%
FFO/净债务	-39.36%	-27.96%	-113.68%
EBITDA利润率	15.26%	15.28%	27.15%
总资产回报率	3.58%	5.08%	19.28%
速动比率	1.74	1.47	1.39
现金短期债务比	4.15	3.45	3.49
销售毛利率	18.43%	17.48%	27.36%
资产负债率	38.89%	42.60%	37.46%

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2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **公司水泥产品在江西省内拥有较高的品牌认知度和较强竞争力，跟踪期内市场份额持续巩固。**公司系江西省水泥龙头企业，2023年末拥有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，水泥产能在江西省内位居前三，在江西省内拥有较强竞争力。2023年江西省水泥产量约为8,276.05万吨，其中公司水泥产量为2,133.45万吨，占比超25%；2023年公司实现水泥销售2,136.89万吨，同比逆势增长0.91%，市场份额持续巩固。
- **跟踪期内公司继续推进产业链延伸，商砼、骨料等产品销售量均有所增长。**公司持续坚持“水泥+”发展战略，立足于水泥主业的同时积极延伸上下游产业链，2023年公司新增商砼企业1家，目前在省内布局商砼企业近32家，拥有61条商砼生产线，商品混凝土产能2,365万立方米/年，骨料产能1,500万吨/年。2023年公司实现商砼销售635.86万立方米，同比增长4.26%；骨料销售1,296.41万吨，同比增长15.54%。
- **公司财务杠杆水平较低，偿债能力仍较强。**2023年公司总债务有所减少，资产负债率有所下降，EBITDA及FFO分别为12.50亿元和4.55亿元，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、产能过剩导致供需矛盾加剧，公司水泥、商砼等主要产品价格持续下跌，煤炭价格高位震荡导致公司生产成本较高，大幅压缩利润，需持续关注供需矛盾日趋尖锐及成本变化等因素对公司业绩的影响。**受房地产下行、投资增速放缓等因素影响，水泥市场需求继续下滑，叠加行业产能过剩，2023年公司水泥、商砼等主要产品价格持续下跌，导致当年营业收入同比下滑27.40%；2023年煤炭均价同比有所回落但仍居相对高位窄幅震荡，成本传导不佳，供需失衡以及成本的高位运行使得公司净利润同比大幅下降46.07%，盈利继续趋弱。需持续关注需求下滑、产能过剩矛盾日趋尖锐以及原材料价格上涨、错峰生产等因素对公司业绩的影响。
- **公司应收款项对资金占用加大。**受商砼业务销售回款情况减弱影响，公司应收账款持续增长，资金占用加大，且2023年末已累计计提坏账准备3.33亿元，需关注回收风险。
- **跟踪期内公司收到深交所出具的监管函。**公司因未按相关规定及在规定时间内及时披露修正或者不修正可转债转股价格的提示性公告，违反相关规定，深交所于2024年4月对公司出具监管函，提醒公司及全体董事、监事、高级管理人员严格遵守相关法律法规履行信息披露义务。

## 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好的品牌知名度及较强的区域竞争优势，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	塔牌集团	青松建化
总资产	2,461.89	688.00	<b>170.00</b>	134.84	96.94
归属母公司股东的权益	1,853.21	289.33	<b>69.79</b>	119.52	62.29
营业收入	1,409.99	337.57	<b>81.90</b>	55.35	44.90
销售毛利率	16.57%	26.71%	<b>18.43%</b>	26.28%	24.79%
净利润	107.49	32.18	<b>3.15</b>	7.49	4.92
总资产净利率	4.39%	4.84%	<b>1.79%</b>	5.69%	5.30%
资产负债率	19.59%	51.61%	<b>38.89%</b>	11.06%	33.30%

速动比率	3.07	0.62	<b>1.74</b>	5.09	1.24
------	------	------	-------------	------	------

注：以上各指标均为 2023 年度/末数据。

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_2023V1.0
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	8/9
	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	中
	经营状况	4/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
<b>个体信用状况</b>					<b>aa-</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>2</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA+</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 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非常强，主要体现为：一方面，江西省国有资产监督管理委员会间接持有公司股权，为公司实际控制人，公司作为江西省水泥龙头企业，2023 年水泥产量在全省产量占比超 25%，业务在江西省具有较强的竞争力，政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，近年公司持续获得政府给予的三废退税、技改补助资金、节能补贴款等多项财政补贴，预计未来与政府的联系大体上稳定。另一方面，公司主要经营硅酸盐水泥及商品混凝土销售，系当地基建、房地产领域重要的上游企业，收入规模较大，在职员工数较多，在基础设施建设、税收、就业方面对政府存在很大贡献，公司作为上市公司和已公开发债企业，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为江西省人民政府提供支持的能力极强，主要体现为极强的经济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	2023-6-9	何贺、毛燕月	<a href="#">水泥制造企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ffmx_2022V1.0)</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（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
万青转债	10.00	9.9959	2023-6-9	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2023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）。

2023年公司合并范围子公司新增3家，减少1家，截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共78家（详见附录四）。

**表1 2023年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
江西新瑜新型建材有限公司	65.00%	非金属矿及制品销售	收购
吉安青原南方万年青新型材料有限公司	67.00%	道路货物运输、水泥制品、新型建材生产及销售	新设
崇义县龙勾万年青新型材料有限公司	51.00%	道路货物运输、水泥制品、新型建材生产及销售	新设
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况			
子公司名称	业务性质	不再纳入的原因	
江西万铜环保材料有限公司	环保建材、尾矿资源综合利用	对外出售	

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

2024年我国经济内生动能将不断增强，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，继续实施积极的财

## 政政策和稳健的货币政策

2023 年国内经济逐步恢复，呈现波浪式发展、曲折式前进态势，但复苏基础仍需巩固。全年实际 GDP 同比增长 5.2%，当季 GDP 同比增速分别为 4.5%、6.3%、4.9%、5.2%，消费贡献大幅增加，就业物价稳中有降，工业和服务业延续恢复，基建和制造业投资平稳增长，但出口低位徘徊，地产投资仍处谷底。

展望 2024 年，需求不足的问题仍待改善，经济内生循环有待进一步畅通，中央经济工作会议强调稳中求进，以进促稳，先立后破，牢牢把握高质量发展这个首要任务。预计今年 GDP 增速目标或在 5.0% 左右，物价水平仍保持低位。宏观政策稳健积极，强化逆周期和跨周期调节，实施稳货币+宽财政。稳健的货币政策灵活适度、精准有效，着力宽信用，降息降准仍可期，结构货币政策继续发力，同时注意盘活存量、提升效能。积极的财政政策适度加力、提质增效，适当提高赤字率，中央有望加杠杆，落实万亿增发国债，储备超长期特别国债；地方政府新增专项债券保持支出强度，资本金范围有望进一步扩大，继续实施结构性减税降费政策。以科技创新引领现代化产业体系建设，发展新质生产力，持续加大民企的支持力度。防范化解地方政府债务风险，“遏增化存”的基调不变，特殊再融资债继续发行。基础设施投资类企业融资监管易紧难松，分类推进市场化转型，新增融资或有所缩量。房地产供求关系已变，供需两端政策继续大幅松绑，重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设。建立城市房地产融资协调机制，报送项目“白名单”，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。

当前我国正处于高质量发展和产业转型升级的关键期，内外部环境依然复杂严峻，海外主要经济体通胀高位回落，经济发展压力仍不小，有望开启降息周期，叠加地缘政治冲突和大国博弈，不确定和不稳定因素明显增多。国内有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素正在不断累积。我国经济发展潜力大、韧性强，长期向好的基本面没有变，只要保持战略定力、增强发展信心，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业环境

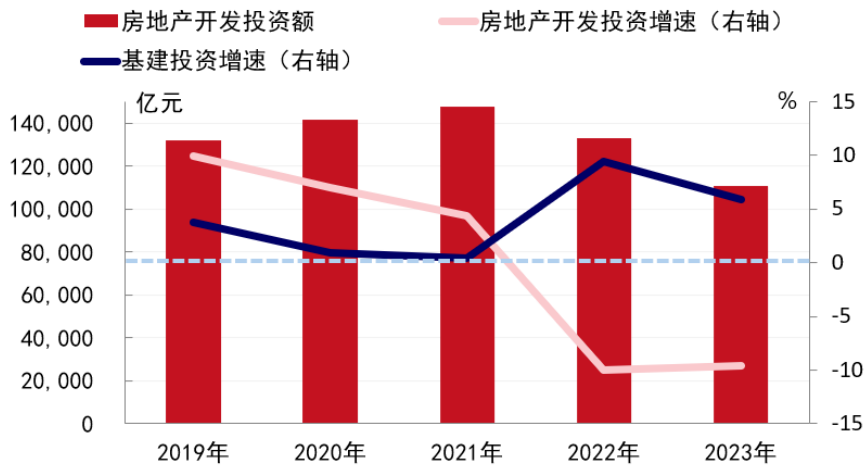
**2023 年我国房地产市场开发投资继续探底、固定投资增速放缓，导致水泥市场需求持续萎缩，叠加行业去产能压力依然严峻、错峰生产日趋严格，水泥产量继续下降，水泥价格持续下行；煤炭等能源价格维持高位，水泥行业利润大幅下降；预计 2024 年水泥供需关系难实质性改善，煤炭等成本仍将高位运行，行业经营业绩仍将承压**

水泥需求主要来源于房地产和基建。2023 年房地产市场继续探底，全国房地产开发投资同比下降 9.6%，新开工面积同比大幅下降 20.4%，持续走弱；全国固定资产投资同比增长 2.8%，其中基础设施投



资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 5.9%，增速均有所放缓，基建支撑力度减弱；受此影响，水泥市场需求持续萎缩。

图 1 2023 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

在需求走弱影响下，2023 年全国水泥产量 20.23 亿吨，同比下降 0.7%，降至近十年的最低值。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以缓解库存压力，但效果甚微，2023 年全国平均水泥库容比为 72%，较上年高出 3 个百分点，库存水平为近 8 年同期最高。高库存导致区域市场竞争加剧，部分地区无序竞争。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，结构性矛盾日益尖锐。

受需求下滑、竞争加剧的影响，2023 年水泥市场价格整体低位震荡下行，走势颓势尽显。加之煤炭供需关系相对稳定，虽全年均价较上年有所回落但仍处于高位窄幅震荡，企业生产成本仍较高，“水泥-煤炭”价差继续扩大，全年水泥行业利润仅约为 320 亿元，同比下降约 50%，行业利润总额跌至十六年来最低值。

图 2 2023 年水泥价格震荡下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 京唐港动力煤（Q5500K，山西）市场价大幅波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

现阶段我国房地产行业进入深度调整阶段，虽然随着2024年初万亿国债发行对应的新增基建项目陆续落地，“三大工程”持续推进建设，基础设施建设将保持稳中有增的发展态势，但难以弥补下降空间，中国水泥协会预计2024年全年水泥需求比2023年将略有下降，降幅在2%-3%。未来“错峰限产常态化”、“双碳”等系列政策持续推进将有助于落后产能出清和提高行业集中度，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2024年水泥行业供需关系仍难以实质性改善。此外，水泥企业作为高能耗高排放企业，在“双碳”背景下，企业减碳降耗投资压力以及技改投入将有所上升。煤炭方面，随着增产保供以来，产能潜力的充分挖掘，国内煤矿产能利用率触顶，煤炭保供压力已经得到一定程度缓解，但国内新建产能规模有限，再加上安全事故影响下安监常态化，或将对供给持续形成扰动，预计2024年仍是煤炭保供与安监政策的相互平衡，供给水平难以显著抬升。需求方面，预计2024年稳增长政策发力，终端需求有望形成支撑，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固，煤炭消费量仍有增长空间。整体来看，中证鹏元预计2024年煤炭供需格局仍将维持适度平衡，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，水泥企业经营业绩仍将承压。

## 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，商砼、骨料等产业链延伸方面继续发力，2023年公司水泥、商砼、骨料等主要产品销量均不同程度增加，但供需矛盾继续加剧导致公司主要产品价格持续下跌，成本端的煤炭价格等高位震荡继续压缩公司利润

公司收入及毛利润仍主要来自于硅酸盐水泥及商品混凝土销售，受房地产继续下行、江西农村市场建设投资放缓等多重因素影响，水泥市场需求继续下滑，2023年公司水泥、商砼等主要产品价格持续下跌，导致当年公司各业务板块收入均有所下降；毛利率方面，2023年由于毛利率较高的混凝土、骨料等收入占比提升以及毛利率很低的贸易收入大幅下降综合导致公司销售毛利率小幅上升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
水泥	52.21	63.75%	14.00%	63.07	55.90%	18.12%
混凝土	24.01	29.31%	25.17%	26.12	23.15%	22.00%
骨料	3.31	4.04%	31.94%	3.54	3.14%	54.18%
贸易收入	0.45	0.55%	0.71%	16.81	14.90%	0.19%
熟料	0.27	0.33%	31.89%	0.28	0.25%	1.00%
其他	1.65	2.03%	35.95%	2.99	2.65%	19.63%
<b>合计</b>	<b>81.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.43%</b>	<b>112.82</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.48%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

2023年得益于公司较强的区域竞争力以及产业链延伸布局，公司水泥、商砼等主要产品产销量均

有所增加，产销率仍处于较高水平，但需求收缩、市场竞争加剧导致主要产品价格下跌

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。根据中国水泥网，2023年江西省水泥产量约为8,276.05万吨，同比下降8.02%，其中公司水泥产量为2,133.45万吨，占比超25%。截至2023年末，公司共拥有11条熟料生产线和32台水泥磨机，水泥产能2,600万吨/年，在江西省内产能位居前三，具有一定的区域规模优势。

公司在立足于水泥主业的同时积极延伸上下游产业链，2023年公司新增商砼企业1家，2023年末公司在省内布局商砼企业近32家，商砼生产线增加至61条，混凝土产能提升至2,365万立方米/年，骨料产能为1,500万吨/年。根据公司经营计划及发展战略，公司将继续坚持份额优先，围绕现有水泥产能继续拓展商砼业务布局以作为新的利润增长来源，产业链一体化优势及相关多元化程度有望进一步提升。

**表3 截至2023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，公司主要产品采取以销定产的生产模式，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。2023年得益于江西省基础设施投资同比增长19.1%，为江西地区水泥需求起到了一定的支撑作用，公司当年水泥产品产量及产能利用率均同比小幅提升；公司熟料产量和产能利用率小幅下降，但仍处于满负荷水平；混凝土板块，公司积极延伸产业链新增产能，2023年产量小幅增加，但由于商砼运输半径较短、行业集中度较低、市场竞争激烈等因素导致需求仍不及产能投入，产能利用率小幅下降且较低；受房地产下行、江西农村市场需求高度饱和等影响，公司调整经营策略，以房地产工程客户为主的新型砖业务继续收缩，2023年新型砖产量大幅下降至6,551.25万标块，产能利用率下降9.63%。此外，公司继续拓展骨料业务，2023年生产骨料1,319.40万吨，产能利用率提升至87.96%。

**表4 2022-2023年公司主要产品生产情况**

产品	项目	2023年	2022年
水泥（万吨）	年产能	2,600.00	2,600.00
	产量	2,133.45	2,124.78
	产能利用率	82.06%	81.72%
熟料（万吨）	年产能	1,375.00	1,375.00

	产量	1,550.48	1,596.98
	产能利用率	112.76%	116.14%
	年产能	2,365.00	2,205.00
混凝土（万立方米）	产量	632.10	607.24
	产能利用率	26.73%	27.54%
新型砖（万标块）	年产能	68,000.00	68,000.00
	产量	6,551.25	24,469.74
	产能利用率	9.63%	35.98%
骨料（万吨）	年产能	1,500.00	1,500.00
	产量	1,319.40	1,141.80
	产能利用率	87.96%	76.12%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售方面，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。售价方面，2023年受固定投资增速放缓、房地产市场开发投资继续探底等多重因素影响，水泥销售市场持续萎缩，叠加行业产能过剩、市场竞争加剧，导致公司水泥、混凝土、骨料、新型砖等主要产品价格均呈不同程度下跌，公司水泥、骨料等业务收入和毛利率均同比下滑，混凝土业务得益于生产规模增加单位成本下降毛利率小幅上升。公司熟料大部分为内部使用，对公司整体收入利润贡献不大。产销率方面，由于公司主要采取以销定产的业务模式，2023年主要产品产销率仍维持在100%左右。

**表5 2022-2023年公司主要产品销售情况**

产品	项目	2023年	2022年
水泥	销售均价（元/吨）	263.27	314.92
	销量（万吨）	2,136.89	2,117.66
	产销率	100.16%	99.66%
熟料	销售均价（元/吨）	244.29	275.19
	销量（万吨）	311.73	356.73
混凝土	销售均价（元/立方米）	380.26	433.33
	销量（万立方米）	635.86	609.86
	产销率	100.59%	100.43%
新型砖	销售均价（元/标块）	0.2032	0.2143
	销量（万标块）	7,624.08	26,129.94
	产销率	116.38%	106.78%
骨料	销售均价（元/吨）	38.46	44.26
	销量（万吨）	1,296.41	1,121.97
	产销率	98.25%	98.26%

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

2023年公司销售区域仍以江西省内为主，集中度较高，主要区域销售收入均明显下降，客户结构分散。

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，2023年公司营业收入逾90%来自江西市场，区域集中度仍较高，主要销售区域较为单一，且主要区域销售收入同比降幅均较大。

**表6 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	收入	占比	收入	占比
江西省	73.72	90.01%	101.06	89.58%
福建省	3.92	4.78%	4.61	4.09%
浙江省	2.75	3.36%	3.67	3.25%
湖北省	0.73	0.89%	1.53	1.36%
安徽省	0.42	0.51%	0.48	0.43%
广东省	0.37	0.45%	1.47	1.30%
<b>合计</b>	<b>81.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>112.82</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

2023年公司前五大客户销售额合计为8.28亿元，占营业收入的比重为10.11%，客户集中度进一步下降且较低，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
2023年	客户一	3.61	4.41%
	客户二	2.45	2.99%
	客户三	0.77	0.94%
	客户四	0.73	0.89%
	客户五	0.72	0.88%
	<b>合计</b>	<b>8.28</b>	<b>10.11%</b>
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>

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告

公司通过余热发电、扩大煤炭采购直供量、寻找替代燃料等措施控制成本，但2023年煤电价格仍高位运行导致生产成本仍较高，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，截至2023年末公司共拥有13处石灰石矿山，年产量可达900万吨，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，持续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，2023年公司煤炭直供量占比超过89%。电力方面，公司电力供应分为外购及自发电两部分，其中自发电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82.50MW，可满足公司窑系统约63%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，2023年公司发电量为4.77亿度，节约电费2.79亿元。同时，公司通过精细化生产控制以降低煤电耗用量，并加大技术研发以寻找替代燃料等降低能源成本，2023年公司水泥及商砼生产成本分别降低13.16%及11.83%。但整体来看，水泥生产过程中成本受煤炭、电力价格影响较大，2023年煤炭价格全年均价较上年有所回落但仍处于高位窄幅震荡，同时国家开放电价浮动，高能耗企业不受上浮20%限制，上述多重因素使得公司水泥制造成本维持高位。预计短期内煤炭和电力等能源价仍将维持高位，同时能耗、安全、环保、碳减排要求不断提高，导致公司不断加大技改投入，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。

#### 公司贸易业务收入在水泥等建材需求收缩的背景下继续大幅减少，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。近年在水泥等建材需求收缩的背景下公司主动收缩贸易业务，2023年公司贸易业务收入大幅下降至0.45亿元，毛利率为0.71%，盈利能力仍很弱。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

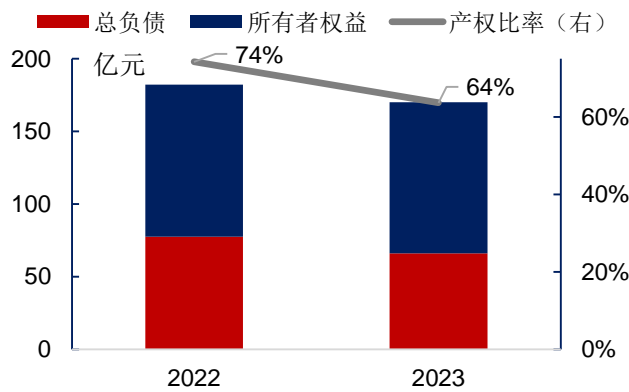
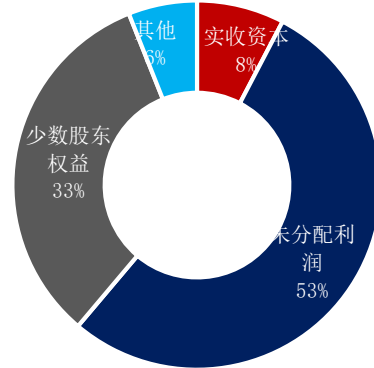
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新增3家子公司纳入合并范围，减少1家子公司，截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司共78家。

### 资本实力与资产质量

2023年末公司资产、净资产及负债规模均有所减少，财务杠杆水平有所下降；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，但应收账款继续增长，资金占用加大

<sup>1</sup> 2023年末公司光伏总装机容量达到21.3MW，2023年光伏发电约1,621万度。

因其他权益工具投资中计入其他综合收益的利得为负，导致其他综合收益继续为负数，2023年末公司净资产下降至103.88亿元，仍以未分配利润和少数股东权益为主；受公司偿还债务、计入其他流动负债的票据减少等影响，2023年末公司总负债亦有所减少，产权比率有所下降。

**图4 公司资本结构**

**图5 2023年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

公司资产主要包括货币资金、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）等，2023年末上述资产合计占公司总资产的88.18%。2023年末公司货币资金主要为银行存款，其中7.52亿元因长期定期存单及保证金使用受限。受商砼业务销售回款较慢影响，2023年末公司应收账款继续增长，约70%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14.78%，2023年新计提应收账款坏账准备0.84亿元，已累计计提3.33亿元，需关注公司应收账款坏账风险。公司存货主要包括原材料及库存商品，各原材料及产品根据经营需要储备，2023年末有所下降。公司固定资产主要为水泥厂房、生产线机器设备等，2023年末随着计提折旧小幅下降。公司无形资产主要为采矿权和探矿权、土地使用权，账面价值相对稳定。

其他资产方面，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3.21亿元和对景德镇农村商业银行股份有限公司投资1.25亿元，2023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有所下降。

受限资产情况，截至2023年末，公司包括部分货币资金、固定资产、无形资产等合计账面价值8.67亿元资产使用受限，占总资产比例为5.10%。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	40.57	23.86%	44.62	24.49%
应收账款	19.35	11.38%	14.01	7.69%
存货	6.13	3.61%	7.93	4.35%
<b>流动资产合计</b>	<b>73.04</b>	<b>42.97%</b>	<b>80.75</b>	<b>44.32%</b>

其他权益工具投资	4.71	2.77%	5.46	3.00%
固定资产	67.55	39.73%	69.44	38.11%
无形资产	16.31	9.60%	17.16	9.42%
<b>非流动资产合计</b>	<b>96.96</b>	<b>57.03%</b>	<b>101.43</b>	<b>55.68%</b>
<b>资产总计</b>	<b>170.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>182.19</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

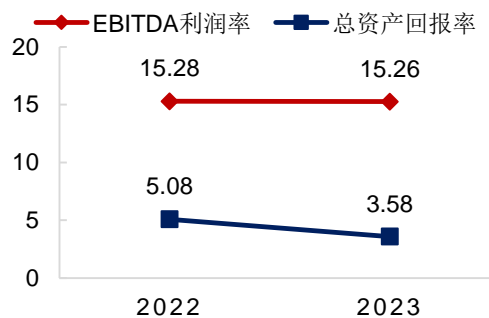
## 盈利能力

**2023年需求收缩、产品价格下降的背景下，公司各业务板块营业收入均不同程度减少，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**

2023年需求继续收缩，水泥、商砼等主要产品价格持续下跌，导致当年公司各业务板块收入同比均有所下降，公司营业收入同比减少27.40%，同时煤炭及电力价格高位运行导致公司生产成本仍较高，信用和资产减值损失亦对利润有所侵蚀，2023年公司实现净利润3.15亿元，同比下降46.07%，归属于上市公司股东的净利润同比下降41.10%，利润继续同比大幅下滑。毛利率方面，2023年由于毛利率较高的混凝土、骨料等收入占比提升以及毛利率很低的贸易收入大幅下降综合导致公司销售毛利率小幅上升。

盈利能力方面，2023年EBITDA及利润总额下降导致公司EBITDA利润率、总资产回报率均有所下滑。预计江西基建投资仍可为水泥需求提供一定支撑，但在地产持续低迷背景下，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 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

**2023年公司经营活动现金净流入规模小幅收窄，现金生成能力下降，但总债务规模有所下降，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**



2023年随着银行短期借款到期偿还，当期末公司总负债及总债务均有所减少，总债务占总负债的比重以及总债务中的短期债务占比均有所下降。公司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，平均融资成本约3%；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，2023年末一年以上应付账款余额占比为37.89%。公司其他应付款主要系商砼业务形成的应付保证金、备用金等，2023年末增幅较大。公司其他流动负债主要为期末未到期已背书未终止确认的部分银行承兑汇票，2023年随着该类票据大规模到期而大幅下降。2023年末公司长期应付款主要包括专项应付款5.19亿元（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1.62亿元。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.83	13.36%	13.93	17.95%
应付账款	13.30	20.12%	15.12	19.48%
其他应付款	6.96	10.53%	3.54	4.56%
一年内到期的非流动负债	1.45	2.19%	0.89	1.15%
其他流动负债	2.34	3.54%	8.50	10.95%
<b>流动负债合计</b>	<b>38.42</b>	<b>58.10%</b>	<b>49.44</b>	<b>63.70%</b>
长期借款	1.14	1.72%	1.01	1.30%
应付债券	15.50	23.45%	15.24	19.64%
长期应付款	7.09	10.72%	7.83	10.10%
<b>非流动负债合计</b>	<b>27.70</b>	<b>41.90%</b>	<b>28.17</b>	<b>36.30%</b>
<b>负债合计</b>	<b>66.12</b>	<b>100.00%</b>	<b>77.61</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	28.55	43.18%	34.33	44.24%
其中：短期债务	10.21	15.44%	15.67	20.20%
长期债务	18.34	27.74%	18.66	24.04%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年公司EBITDA、FFO均有所减少，现金生成能力下降，经营活动现金净流入规模小幅收窄。此外，公司投资及筹资活动现金持续净流出。杠杆状况方面，2023年公司资产负债率有所下降。因公司盈余现金相对充裕，2023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继续下降但仍较好。

**表10 公司现金流及杠杆状况指标**

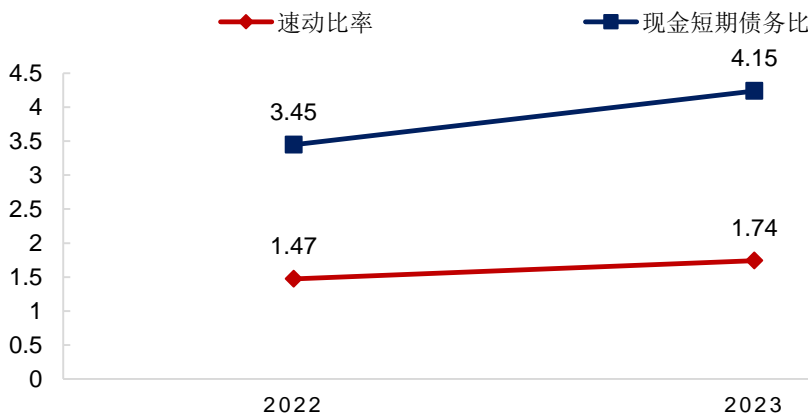
指标名称	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	7.63	8.45
FFO（亿元）	4.55	4.65

资产负债率	38.89%	42.60%
净债务/EBITDA	-0.92	-0.97
EBITDA 利息保障倍数	9.97	16.41
总债务/总资本	21.56%	24.72%
FFO/净债务	-39.36%	-27.96%
经营活动现金流/净债务	-66.06%	-50.79%
自由现金流/净债务	-13.69%	10.75%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

得益于短期债务减少，2023年公司现金短期债务比及速动比率均小幅上升。授信方面，2023年末公司未使用银行授信额度13.35亿元，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 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

#### 跟踪期内公司收到深交所出具的监管函

##### 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 2023 年年度报告及公司提供的相关情况的说明，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，根据公司提供的相关情况的说明，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。根据公司提供的相关情况的说明，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，公司原董事胡显坤先生、原独立董事郭亚雄先生、原常务副总经理周帆先生离任，公司新聘任董事陈钊先生、董事韩勇先生和独立董事邹玲女士。

2024 年 4 月，深交所下发的《关于对江西万年青水泥股份有限公司的监管函》（公司部监管函【2024】第 号），因公司发行的“万青转债”前期已存在触发《公开发行可转换公司债券募集说明书》中规定的转股价格修正条件的情形，公司于 2024 年 3 月 28 日披露《关于董事会提议向下修正“万青转债”转股价格的公告》，公司未在预计触发转股价格修正条件的 5 个交易日前及时披露提示性公告，未在触发转股价格修正条件次日一交易日开市前披露修正或者不修正可转债转股价格的提示性公告，违反了深交所《股票上市规则（2023 年 8 月修订）》第 1.4 条、第 2.1.1 条及《上市公司自律监管指引第 15 号——可转换公司债券》第十五条的规定。深交所希望公司及全体董事、监事、高级管理人员认真吸取教训，及时整改，杜绝上述问题的再次发生，同时，提醒公司及全体董事、监事、高级管理人员严格遵守《证券法》《公司法》等法律法规以及深交所《股票上市规则》等相关规定，真实、准确、完整、及时、公平地履行信息披露义务。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（报告查询日为 2024 年 3 月 20 日）、子公司江西南方万年青水泥有限公司（报告查询日为 2024 年 1 月 29 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，无逾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 2024 年 4 月 23 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非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与江西省政府的联系非常紧密。江西省国资委和国务院国有资产监督管理委员会分别间接持有公司股权；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大体上稳定。

(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

2023年我国房地产市场开发投资继续探底，固定资产投资增速放缓，导致水泥市场需求持续萎缩，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，2023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。中国水泥网数据显示，2023年江西省水泥产量约为8,276.05万吨，其中公司水泥产量占比超25%。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32家，商砼年产能增加至2,365万立方米，2023年商砼、骨料等产品销售量均有所增长。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、产能过剩导致供需矛盾加剧，公司水泥、商砼等主要产品价格持续下跌，当年营业收入同比下滑27.40%，煤炭价格高位震荡导致公司生产成本较高，成本传导不佳，净利润同比大幅下降46.07%；受商砼业务销售回款情况减弱影响，公司应收账款继续增长，资金占用加大；公司收到深交所出具的监管函。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）

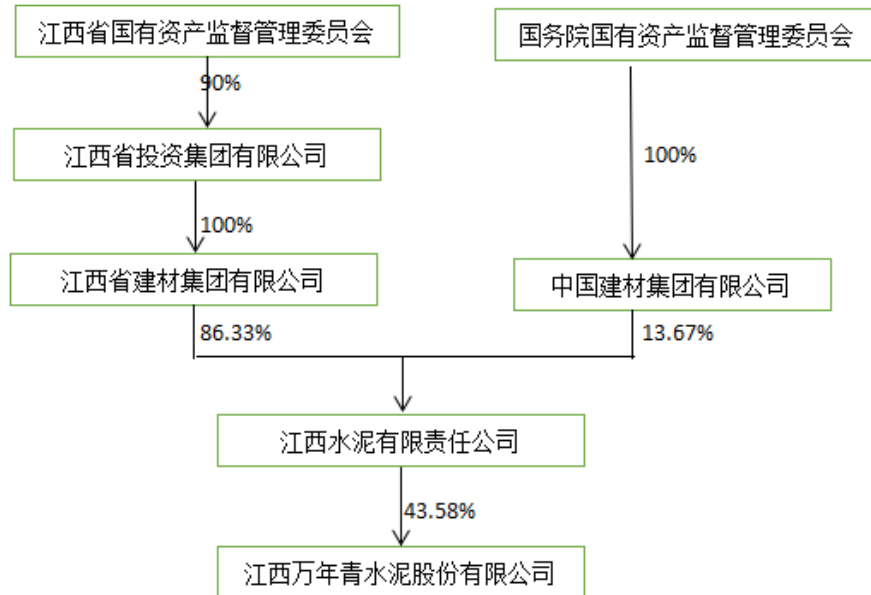
财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	40.57	44.62	45.86
应收账款	19.35	14.01	9.48
存货	6.13	7.93	8.84
流动资产合计	73.04	80.75	71.84
固定资产	67.55	69.44	65.37
无形资产	16.31	17.16	16.76
非流动资产合计	96.96	101.43	102.46
资产总计	170.00	182.19	174.30
短期借款	8.83	13.93	13.32
应付账款	13.30	15.12	15.92
合同负债	2.12	1.96	1.78
其他应付款	6.96	3.54	3.19
一年内到期的非流动负债	1.45	0.89	0.71
其他流动负债	2.34	8.50	2.50
流动负债合计	38.42	49.44	45.44
长期借款	1.14	1.01	0.85
应付债券	15.50	15.24	8.94
长期应付款	7.09	7.83	8.48
非流动负债合计	27.70	28.17	19.86
负债合计	66.12	77.61	65.30
总债务合计	28.55	34.33	24.00
其中：短期债务	10.21	15.67	14.15
所有者权益	103.88	104.58	109.00
营业收入	81.90	112.82	142.05
营业利润	5.10	7.81	30.54
净利润	3.15	5.84	23.07
经营活动产生的现金流量净额	7.63	8.45	18.73
投资活动产生的现金流量净额	-4.17	-13.85	-8.87
筹资活动产生的现金流量净额	-8.41	-1.76	-2.95
<b>财务指标</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA（亿元）	12.50	17.24	38.57
FFO（亿元）	4.55	4.65	25.09
净债务（亿元）	-11.55	-16.64	-22.07
销售毛利率	18.43%	17.48%	27.36%
EBITDA 利润率	15.26%	15.28%	27.15%
总资产回报率	3.58%	5.08%	19.28%

资产负债率	38.89%	42.60%	37.46%
净债务/EBITDA	-0.92	-0.97	-0.57
EBITDA 利息保障倍数	9.97	16.41	37.16
总债务/总资本	21.56%	24.72%	18.05%
FFO/净债务	-39.36%	-27.96%	-113.68%
经营活动现金流/净债务	-66.06%	-50.79%	-84.90%
自由现金流/净债务	-13.69%	10.75%	-29.33%
速动比率	1.74	1.47	1.39
现金短期债务比	4.15	3.45	3.49

注：因净债务为负数，表中净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负。

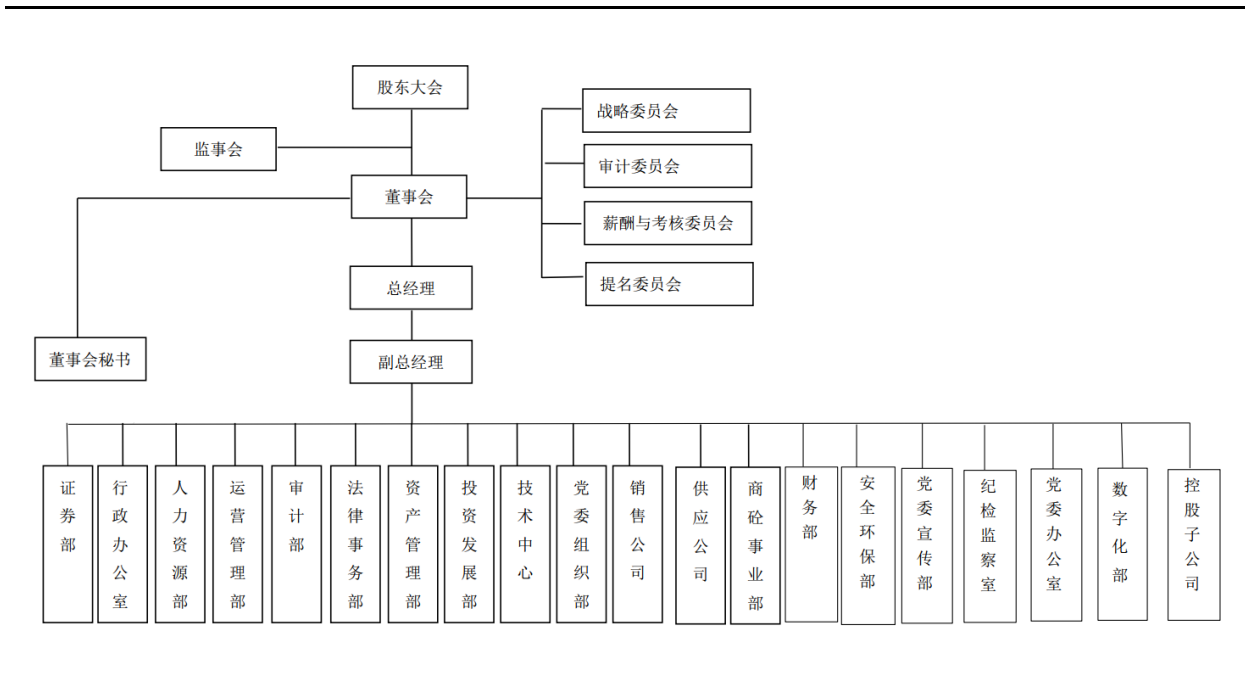
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司 2023 年年度报告

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供



## 附录四 2023 年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
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
江西新瑜新型建材有限公司	非金属矿及制品销售	-	65.00%	收购
吉安青原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	-	67.00%	投资设立
崇义县龙勾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	-	51.00%	投资设立

资料来源: 公司 2023 年年度报告

## 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
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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	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。
aa	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。
a	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。
bbb	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。
bb	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	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。
ccc	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。
cc	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。
c	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
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。