



# 2020年江西万年青水泥股份有限公司 可转换公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



# 2020年江西万年青水泥股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告



	本次	首次
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-05-24	2020-05-25

## 评级观点

- 中证鹏元对江西万年青水泥股份有限公司（股票代码：000789，以下简称“万年青”或“公司”）及其2020年6月3日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司水泥产品在江西省内拥有较强竞争力，跟踪期内经营收益保持增长，现金生成能力有所提高，总债务结构改善，EBITDA及总资本对债务保障能力较好。同时也关注到，疫情及汛情冲击下公司水泥等主要产品销量有所下滑，后疫情时代下需关注房地产投资增速放缓及新基建对水泥需求可能的削弱作用；业务区域集中度较高等风险因素。

## 债券概况

债券简称：万青转债  
 债券剩余规模：99,969.76万元  
 债券到期日期：2026-06-03  
 偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

## 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	2021.3	2020	2019	2018
总资产	154.88	151.39	118.06	100.54
归母所有者权益	67.14	63.92	50.65	40.30
总债务	20.17	18.79	12.50	18.46
营业收入	27.10	125.29	113.90	102.08
净利润	4.43	21.97	20.55	18.38
经营活动现金流净额	-1.24	22.37	24.53	25.20
销售毛利率	26.18%	28.15%	31.55%	32.55%
EBITDA 利润率	-	26.41%	28.05%	30.30%
总资产回报率	-	21.61%	25.13%	26.28%
资产负债率	36.75%	38.26%	36.28%	39.38%
净债务/EBITDA	-	-0.52	-0.47	-0.28
EBITDA 利息保障倍数	-	41.24	42.78	34.59
总债务/总资本	17.07%	16.74%	14.25%	23.25%
FFO/净债务	-	-111.97%	-115.40%	-221.87%
速动比率	1.43	1.41	1.37	1.18
现金短期债务比	3.26	4.17	2.68	2.20

资料来源：公司2018-2020年度审计报告、未经审计的2021年第一季度报告及公司提供，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：罗力  
 luol@cspengyuan.com

项目组成员：万蕾  
 wanl@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。**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，2020年末公司拥有13条熟料生产线及31台水泥磨机，水泥和熟料年产能分别为2,559.00万吨和1,332.00万吨。国家统计局数据显示，2020年江西省水泥产量为9,769.73万吨，其中公司水泥产量占比24.66%。
- **公司经营收益保持增长，现金生成能力有所提高，债务结构改善，EBITDA及总资本对债务保障能力较好。**得益于降本增效措施的实施，2020年公司营业利润及净利润保持增长；当年EBITDA及FFO分别增至33.09亿元和19.39亿元，现金生成能力提高；本期债券发行带动当年末长期债务占总债务比提高至50%；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

- **疫情及汛情冲击下水泥等主要产品销量有所下滑。**受疫情及汛情影响，2020年上半年江西省内工程市场产品需求下滑明显，拖累公司水泥全年销量从上年的2,439.67万吨减少至2,401.01万吨，混凝土销量从上年的600.10万立方米减少至567.7立方米。后疫情时代下需关注房地产投资增速放缓及新基建对水泥需求可能的削弱作用。
- **公司业务区域集中度较高。**2020年公司营业收入中江西省内收入占比为90.42%，业务区域集中度较高，主要销售区域较为单一。

## 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	塔牌集团	上峰水泥	祁连山
总资产	2,009.73	589.47	439.29	<b>151.39</b>	126.11	113.04	110.00
营业收入	1,762.43	354.80	293.57	<b>125.29</b>	70.47	64.32	78.12
净利润	363.70	51.84	61.74	<b>21.97</b>	17.83	20.47	15.49
销售毛利率	28.45%	34.05%	39.54%	<b>27.65%</b>	38.75%	47.84%	34.34%
总资产净利率	18.52%	4.76%	13.98%	<b>10.99%</b>	14.63%	19.11%	13.24%
资产负债率	16.38%	45.46%	41.40%	<b>38.26%</b>	17.09%	36.62%	21.93%
速动比率	4.38	0.96	1.10	<b>1.41</b>	2.85	1.25	1.19

注：以上各指标均为2020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

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

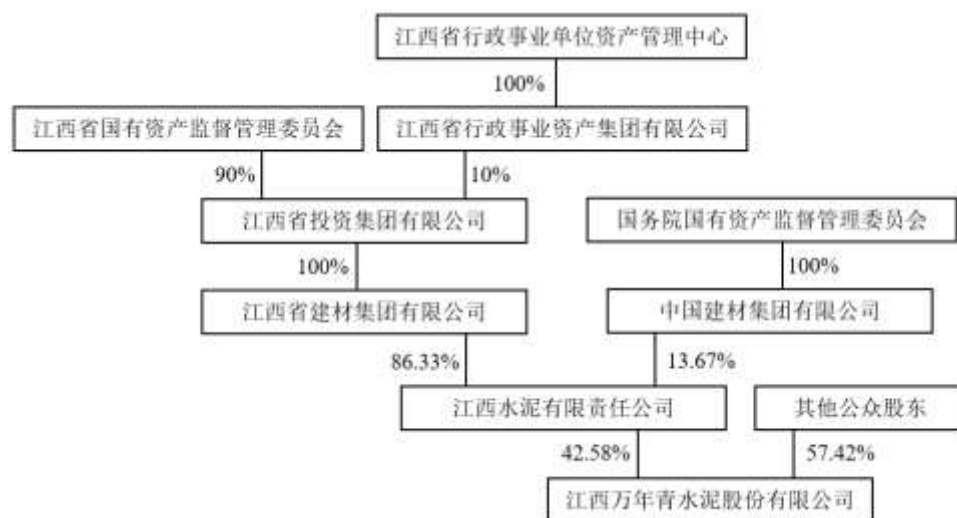
## 二、本期债券募集资金使用情况

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”）。截至2021年5月7日，本期债券募集资金专项账户余额为115.54万元。

## 三、发行主体概况

2020年公司控股股东及实际控制人均未发生重大变化。截至2020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42.58%股权，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”）为公司最终控制人。此外，江西水泥股东江西省建材集团有限公司100%股权无偿划转至江西省投资集团有限公司（以下简称“江西投资”），该事项于2020年3月完成工商变更登记。2020年7月，江西投资由江西省国资委全资控股变更为由江西省国资委和江西省行政事业资产集团有限公司分别持股90%和10%。

图1 截至2021年3月31日公司股权结构图



资料来源：公司提供

2020年公司前任董事长江尚文、董事周彦和顾有红、监事会主席李元本因工作调动离任，董事会选



举林榕为董事长。此外，经股东大会审议通过，陈文胜、李小平任公司董事，徐正华任监事会主席，李伟东任职工代表监事。

2020年公司新设立7家子公司纳入合并范围，2021年1-3月公司减少2家子公司，截至2021年3月末，公司纳入合并范围的子公司共69家（详见附录三）。

**表1 2020年及2021年1-3月公司合并报表范围子公司变化情况（单位：亿元、%）**

**1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例		注册 资本	主营业务	合并 方式	成立 时间
	直接	间接				
瑞金市万年青新型材料有限公司	-	100.00	0.20	新型墙材等生产及销售	投资设立	2020-04
江西德安万年青环保有限公司	-	55.00	0.50	非金属废料和碎屑加工处理等	投资设立	2020-05
江西赣州万年青物流有限公司	-	60.00	0.50	货物运输等	投资设立	2020-08
江西于都万年青聚通环保有限公司	-	55.00	0.50	危险废物经营、技术服务等	投资设立	2020-08
于都万年青矿业有限公司	-	100.00	0.10	石灰石矿产品生产及销售	投资设立	2020-09
赣州万年青供应链管理服务有限公司	-	100.00	0.01	道路货物运输、供应链管理服务等	投资设立	2020-12
江西南方万年青国贸有限公司	-	100.00	0.80	货物运输、货物进出口、国内贸易代理等	投资设立	2020-10

**2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况**

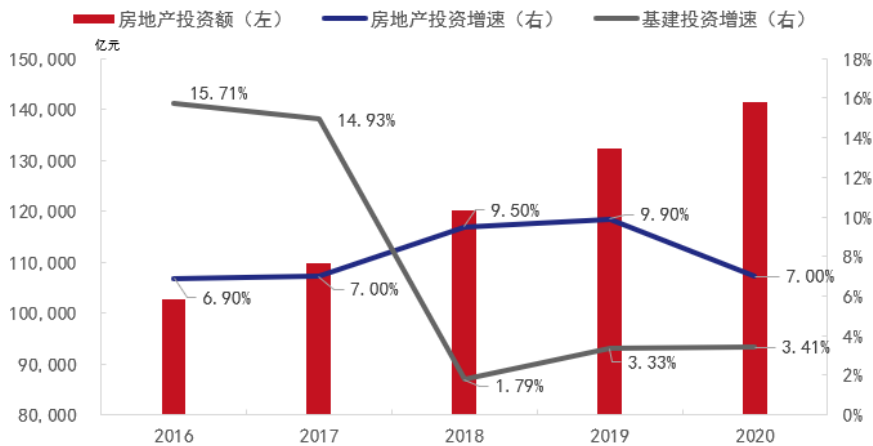
子公司名称	持股比例		原注 册资 本	主营业务	不再纳入 的原因	出表时间
	直接	间接				
玉山县万年青新型建材有限公司	-	100.00	0.20	建材生产销售	注销	2021-01
瑞金市万年青矿业有限公司	-	100.00	0.30	石灰石矿产品生产及销售	注销	2021-02

资料来源：公司2020年度审计报告、2020年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

**2020年我国房地产投资仍具韧性、基建投资加速支撑水泥需求，预计2021年房地产投资增速放缓、新基建与新型城镇化建设对水泥需求拉动作用减弱将导致水泥需求减弱**

2020年我国房地产投资仍具韧性、基建投资加速支撑水泥需求。受COVID-19疫情影响，2020年一季度我国房地产及基建投资增速同比分别下降7.7%和16.36%；随着疫情陆续得到控制，二季度以来房地产及基建项目赶工期、基建投资稳增长作用增强等多利好叠加，推动房地产及基建投资持续加速，全年我国房地产及基建投资同比分别增长7.00%和3.41%，支撑水泥需求。

**图 2 2020 年我国房地产投资仍具韧性、基建投资加速支撑水泥需求**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2021 年我国房地产投资受政策、供需等因素叠加影响增速将进一步放缓。政策方面，我国“房住不炒”调控总基调未发生变化，2020 年以来，政府对房地产融资延续强监管态势，当年 8 月，我国住建部联合央行召开重点房企座谈会，提出“三道红线”融资监管新规，坚定推进房地产企业降杠杆；12 月央行出台银行业金融机构房地产贷款集中管理制度，房企融资管控持续趋严，楼市资金供给端有所收紧；房企流动性趋紧继续对房地产投资形成“挤出效应”。供需方面，受政策、新冠疫情及自身经营管理等多因素影响，2020 年以来我国房企流动性趋紧、破产房企增加、房企拿地意愿更趋谨慎，2020 年我国土地购置面积同比下降 1.1%；此外，棚改停止、出生人口下降导致刚需减少、疫情影响下的谨慎性消费以及三四线城市房价下跌等将抑制房地产需求，房企销售端亦将承压；上述因素均将限制房地产投资。

作为我国经济增长的稳定器，2021 年我国基建投资预计将保持稳步增长。后疫情时代我国经济发展仍面临诸多挑战，加之国际环境复杂多变，作为我国“十四五”规划开局之年，2021 年基建投资仍将作为稳增长的重要举措。据国家发改委消息，2021 年我国投资将聚焦“两新一重”和短板弱项，即加快 5G、工业互联网、大数据中心等新型基础设施建设；推进城镇老旧小区改造、支持保障性租赁住房建设以及加强城市防洪排涝设施建设等新型城镇化建设；积极推动重点城市群，以及铁路、轨道交通、公路、机场枢纽、水利等重大工程建设。根据 Mysteel 统计，截至 2021 年 3 月 16 日，24 省明确 2021 年重点项目建设计划，其总投资额达 44.6 万亿元，年度计划投资超 7.48 万亿元。但仍需关注新基建及新型城镇化相较传统基建投资对水泥需求的边际拉动作用减弱。

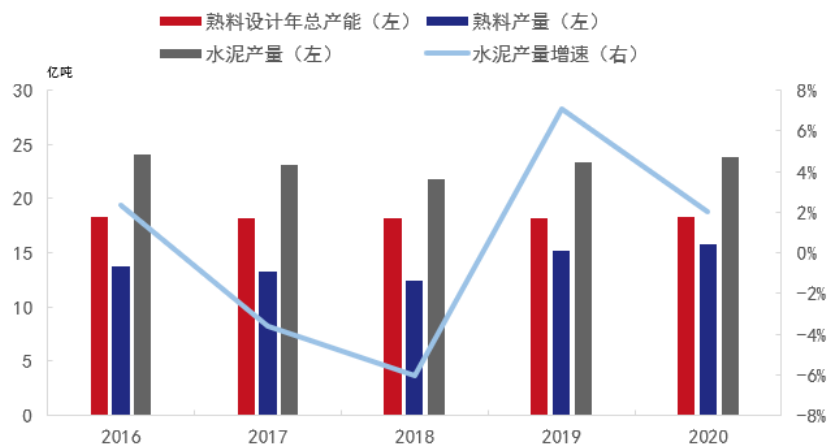
### 2020 年我国水泥产量及产能利用率继续提升，进口量保持增长，但水泥行业去产能压力依然严峻

2020 年需求支撑水泥产量及产能利用率进一步提升，进口量继续增长。在房地产投资保持韧性以及基建投资加速下，2020 年我国规模以上企业生产水泥 23.77 亿吨，同比增长 2.00%，全年水泥熟料产量 15.79 亿吨，续创新高；按熟料设计产能计算，其产能利用率提高 2.77 个百分点至 86.28%。疫情后我国水

泥需求恢复以及疫情未得到有效控制导致东南亚等国水泥需求不足、产能过剩，加速我国水泥进口，2020年我国进口水泥熟料总量为3,337万吨，同比增长47%，2021年预计仍将保持增长。

我国水泥行业去产能压力依然严峻。受水泥行业经济效益可观、“僵尸产能”及“无效产能”产能置换影响，2020年我国新点火新型干法水泥熟料生产线共有26条，熟料设计产能3,940万吨/年，导致我国水泥熟料产能不降反增；据中国水泥协会信息研究中心初步统计，截至2020年末，我国新型干法水泥生产线累计共有1,609条<sup>1</sup>，设计熟料年产能18.3亿吨，实际熟料年产能仍超过20亿吨。

**图3 我国熟料产能及水泥、熟料产量情况<sup>2</sup>**



资料来源：Wind、数字水泥网，中证鹏元整理

### 2020年全国水泥价格及行业利润均窄幅下降，2021年预计仍将延续

2020年我国水泥价格中枢下移、利润水平下降，但仍维持高位。受COVID-19疫情及超长梅雨叠加影响，我国水泥需求阶段性下滑明显，企业库存高企，2020年1-8月水泥价格震荡下行，由年初的500.52元/吨降至8月初的436.18元/吨，降幅为12.83%；随着疫情得到控制及超长梅雨消退，三季度以来房地产投资及基建投资增速持续修复，拉动水泥需求，水泥库存在7月阶段性增加之后下降至低位，加之供给端政策延续偏紧基调，8月份以来水泥价格持续上行，由月初的436.18元/吨提高9.68%至12月中旬的478.42元/吨。全年来看，2020年我国水泥价格同比下降1.22%。综合量价来看，2020年我国水泥行业实现销售收入9,960亿元，同比下降2.2%，实现利润1,833亿元，同比下降2.1%。

2021年我国水泥价格中枢仍将下移，行业利润仍趋于下行。受COVID-19疫情反复叠加淡季影响，2021年一季度水泥价格持续下行。一方面，我国房地产投资增速放缓及新基建与新型城镇化建设对水泥

<sup>1</sup> 剔除部分已关停和拆除生产线，不包括日产700吨以下规模生产线。

<sup>2</sup> 2017年及2018年熟料产量系根据公开数据自行测算。



需求拉动作用减弱将制约水泥需求；另一方面，我国水泥熟料产能不降反增，叠加进口数量持续增长、东北水泥通过海运南下、贵州长距离的大量熟料调运等供给冲击平抑区域市场价格，但供给侧改革、错峰生产及行业自律等有助于控制市场供给，预计2021年我国水泥价格仍将窄幅下降，加之环保标准提升、碳达峰、矿山治理、长途运输等多因素抬升水泥行业成本，预计2021年水泥行业利润仍趋于下降。

**图 4 受 COVID-19 疫情及超长梅雨影响，2020 年我国水泥价格先抑后扬**

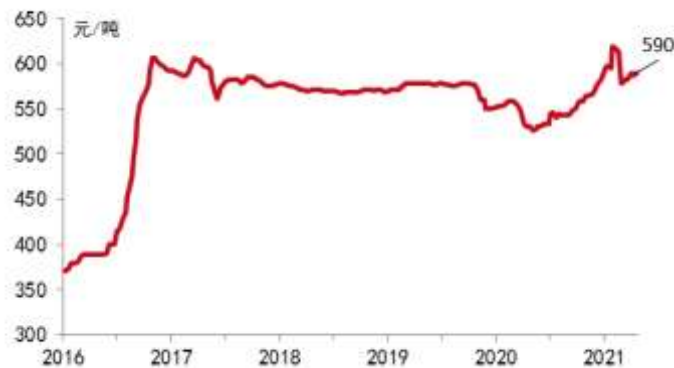


注：数据取自省、自治区省会及直辖市 42.5 级散装普通水泥价格均值。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### **2020年煤炭价格先抑后扬，2021年长协煤合同比例增加且定价机制延续，预计煤炭价格仍有望维持高位**

2021年长协煤合同比例增加且定价机制延续，预计长协价波动更加平缓。2020年煤炭价格整体呈现先抑后扬的走势，上半年受疫情影响，环渤海动力煤价格短暂下行至526元/吨，但随着下游需求恢复，供给端受“内蒙古倒查20年”、安全生产检查等因素影响，价格由下半年以来逐步回升，2021年一季度最高上涨至619元/吨。整体来看，2020年以来煤炭价格仍维持高位，但受上半年疫情影响，全年中枢有所下移。2021年一季度，煤炭供需整体偏紧，煤炭价格维持较高水平。根据国家发改委《关于做好2021年煤炭中长期合同签订履约工作的通知》，要求2021年进一步提高中长期合同签订比例，且在基准价方面，“下水煤合同基准价首先由双方协商确定，协商不一致的按2020年度水平执行”。总体而言，2021年的煤炭长协延续了2020年的定价机制不变，在此基础上，长协煤签订比例以及签订期限均有增加，长协价价格相对将更加稳定，2021年煤炭价格仍有望维持高位。

**图 5 环渤海动力煤价格维持高位**


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，受疫情和汛情叠加影响，2020年上半年市场需求下降明显，公司水泥等主要建材产品2020年全年销售收入同比下滑；同时，随着大宗原材料及建材贸易平台搭建运营，2020年公司贸易收入大幅增长，拉升当年营业收入。毛利率方面，得益于成本控制，水泥业务毛利率同比提高；原材料价格上涨导致新型墙材销售毛利率下降为负数；受低利润率的贸易业务大幅扩张影响，2020年公司综合毛利率同比下降。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
水泥	15.87	38.36%	74.38	37.56%	79.80	37.18%
混凝土	5.73	16.59%	26.28	24.25%	27.84	18.32%
新型墙材	0.31	-25.62%	1.61	-2.70%	1.67	6.59%
熟料	-	-	0.09	41.28%	0.97	41.29%
贸易	4.81	0.13%	21.29	0.08%	2.34	1.20%
其他	0.38	35.00%	1.64	57.30%	1.29	48.30%
<b>合计</b>	<b>27.10</b>	<b>26.18%</b>	<b>125.29</b>	<b>28.15%</b>	<b>113.90</b>	<b>31.55%</b>

注：表中熟料销售收入仅指熟料外销收入。

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，受疫情及汛情叠加影响，2020年公司水泥、商砼销量有所下滑，得益于下半年区域市场供需关系改善，公司主要产品价格基本维持上年水平，但混凝土产能利用率仍较低

根据中国水泥协会文件《关于发布2020年中国水泥上市公司综合实力排名的公告》（中水协字（2020）17号），2020年公司在23家中国水泥上市公司中综合实力排名第9，较上年有所提升。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，2020年江西省水泥产量为9,769.73万吨，其中公司水泥产量占比24.66%，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，2020年公司水泥、熟料及新型砖产能无变化。为实现产能置换、提升生产效率、完善市场布局，2017年起公司推动本期债券两个募投项目建设；其中，德安县项目于2020年建成投产（系等量置换项目），同年万年厂搬迁项目的8#熟料生产线点火试运行。得益于玉山新材30万方商砼生产线建成，以及于都、永固商砼2方机改造为3方机，2020年末公司混凝土年产能提高至1,895.00万立方米。

**表3 截至2020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	13	29	1,332.00	2,419.06
福建	0	2	0.00	139.94
<b>合计</b>	<b>13</b>	<b>31</b>	<b>1,332.00</b>	<b>2,559.00</b>

资料来源：公司提供

生产方面，2020年错峰停产政策得到延续，但受疫情及汛情影响，上半年江西省区域内工程市场产品需求明显减少，进而导致公司水泥、混凝土全年产量有所下滑。熟料为水泥生产环节重要原料，2020年公司熟料产量增至1,674.91万吨。公司商砼产品和新型砖产品买方主要为房地产工程客户，随着下半年工程市场业务规模扩大及公司业务拓展，2020年新型砖产量有所提升。

产能利用率方面，产品产量增加推动熟料及新型砖产能利用率继续增长；水泥及混凝土产能利用率随产品产量减少而有所下滑，但水泥产能利用率仍保持较高水平；因疫情及汛情影响，2020年公司混凝土产能利用率进一步下降至29.81%。

**表4 2019-2020年公司主要产品生产情况**

产品	项目	2020年	2019年
水泥（万吨）	年产能	2,559.00	2,559.00
	产量	2,409.63	2,425.47
	产能利用率	94.57%	99.63%
熟料（万吨）	年产能	1,332.00	1,332.00
	产量	1,674.91	1,633.25
	产能利用率	125.74%	122.62%
混凝土（万立方米）	年产能	1,895.00	1,850.00
	产量	564.81	600.10
	产能利用率	29.81%	32.44%
新型砖（万标块）	年产能	68,000.00	68,000.00
	产量	62,988.73	60,222.34
	产能利用率	92.63%	88.56%



资料来源：公司提供

公司水泥销售以经销商模式为主，建立了多渠道、多层次的营销网络。因疫情及汛情导致产品需求收缩，2020年公司水泥及混凝土销量同比有所下滑；随着2020年下半年产品需求全面恢复叠加环保限产政策，水泥、混凝土市场供需关系改善对价格形成支撑，水泥全年销售均价与2019年基本持平，混凝土均价同比上涨；受此影响，叠加成本控制措施，当年公司水泥、商砼业务毛利率分别同比提升至37.56%、24.25%。公司熟料主要为自用，2020年公司熟料销售均价及销量同比分别提高5.35%和7.46%；因自用比例提高，当年熟料外销收入继续减少。公司加大对新材市场拓展力度，但受市场竞争激烈、供需关系恶化影响，2020年公司新型砖销售均价及收入小幅下滑，毛利率随之继续下滑。

产销率方面，由于公司主要采取以销定产的业务模式，2020年主要产品产销率仍在100%左右。

**表5 2019-2020 年公司主要产品销售情况**

产品	项目	2020 年	2019 年
水泥	销售均价（元/吨）	332.10	332.81
	销量（万吨）	2,401.01	2,439.67
	产销率	99.64%	100.59%
熟料	销售均价（元/吨）	308.09	292.45
	销量（万吨）	343.31	319.49
	产销率	100.50%	100.25%
混凝土	销售均价（元/立方米）	463.21	461.92
	销量（万立方米）	567.7	600.10
	产销率	100.51%	100.00%
新型砖	销售均价（元/标块）	0.2617	0.2774
	销量（万标块）	62,273.70	60,450.28
	产销率	98.86%	100.38%

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；

熟料产销率=（本期销量+本期水泥内部耗用）/本期产量\*100%。

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，2020年公司营业收入的90.42%由江西市场贡献，业务集中度进一步提高，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	2020 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比
江西省	113.29	90.42%	100.73	88.43%
福建省	7.14	5.70%	8.92	7.83%
广东省	0.50	0.40%	0.49	0.43%

浙江省	3.61	2.88%	3.31	2.90%
安徽省	0.19	0.15%	0.43	0.37%
湖北省	0.56	0.45%	0.03	0.03%
<b>合计</b>	<b>125.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>113.90</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

2020年公司前五大客户销售额占营业收入的比重为5.39%，同比下降1.21个百分点，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
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%
	<b>合计</b>	<b>6.76</b>	<b>5.39%</b>
2019年	客户一	3.57	3.13%
	客户二	1.45	1.27%
	客户三	1.00	0.87%
	客户四	0.77	0.67%
	客户五	0.74	0.65%
	<b>合计</b>	<b>7.52</b>	<b>6.60%</b>

资料来源：公司提供

#### 公司通过扩大原材料采购直供面控制成本，同时加强技改，未来对综合能耗管控能力有望提升

原材料方面，公司对煤炭、电力需求较大，其中电力价格相对稳定，2020年公司煤炭采购均价受下游需求相对不足等影响降至623.86元/吨，用量及采购总额亦有所下降。为控制成本，公司扩大原材料采购直供面，一方面与国有大矿建立长协机制，另一方面关注煤价走势，预判煤炭市场价格涨、跌情况制定采购计划，2020年公司煤炭直供量占比近70%。此外，围绕节能提产降耗，各水泥、商砼子公司推进节能减排环保技改。2020年扣除新收入准则执行对营业成本的影响，公司主业实际毛利率随成本管控有所提高，未来对综合能耗管控能力有望提升。

#### 随着大宗原材料及建材贸易平台搭建运营，2020年公司贸易业务收入大幅增长，但盈利能力弱

2020年公司搭建贸易平台，主要经营区域内煤炭等大宗原材料及水泥等建材的贸易。当年公司实现贸易业务收入21.29亿元，对营业收入形成有益补充，但盈利能力弱，2020年该业务毛利率为0.08%。

## 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2019-2020年度审计报告及未经审计的2021年第一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司新设立7家子公司，2021年1-3月减少2家子公司，截至2021年3月末，公司纳入合并范围的子公司共69家。

财政部于2017年颁布了修订后的《企业会计准则第14号——收入》（以下简称“新收入准则”）。公司于2020年1月1日起执行新收入准则以及通知，对会计政策相关内容进行调整。公司执行新收入准则对2020年1月1日合并资产负债表、2020年12月31日合并利润表各项目影响如下：

**表8 公司财务报表调整情况（单位：亿元）**

合并资产负债表项目	会计政策变更前 2019年12月31日余额	新收入准则影响	会计政策变更后 2020年1月1日余额
预收货款	1.63	-1.63	0.00
合同负债	0.00	1.45	1.45
其他流动负债	2.39	0.18	2.57
合并利润表项目	报表数	假设按原准则	影响
营业成本	90.03	90.91	0.88
销售费用	1.61	2.50	-0.88
其中：运输费用	0.00	0.48	-0.47
装卸费	0.00	0.41	-0.41

资料来源：公司2020年度审计报告，中证鹏元整理

### 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

得益于利润积累及外部融资，2020年末公司资产规模保持增长，其中流动资产占比同比小幅下降，主要系生产线项目投入相对较大所致。

2020年末公司货币资金同比增长，其中0.52亿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、履约保证金使用受限。

2020年末公司应收账款余额超75%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11.94%。整体来看，公司欠款客户相对分散，账龄偏短，益于降低回收风险，但仍需关注坏账风险。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，2020年末公司存货账面价值同比增长。

2020年末公司其他权益工具投资主要包括对南方水泥有限公司（以下简称“南方水泥”）投资6.94亿元和对景德镇农村商业银行股份有限公司投资0.89亿元，当年同比增速超40%主要系公司所持南方水



泥股权公允价值提高所致。

公司固定资产以房屋及建筑物、机器设备为主，随着德安县项目、万年厂搬迁项目等等项目新增投入，2020年末公司固定资产规模增幅明显；其中，0.53亿元房屋产权证尚在办理中，0.08亿元固定资产因应付票据授信抵押受限。公司无形资产主要为土地使用权、采矿权和探矿权，近年账面价值较稳定；2020年公司分别购置土地使用权、采矿权和探矿权0.28亿元、0.11亿元；当年因子公司江西万铜环保材料有限公司接受江西建筑材料工业科学研究设计院技术入股而新增专利权0.15亿元；截至2020年末，0.13亿元无形资产用于借款及应付票据授信抵押。公司商誉源于子公司并购，2020年公司增加对赣州永固高新材料有限公司资产减值准备导致年末商誉减少。

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。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	34.70	22.41%	38.77	25.61%	29.95	25.36%
应收账款	8.36	5.40%	6.70	4.42%	6.46	5.47%
存货	6.63	4.28%	5.44	3.59%	4.41	3.73%
<b>流动资产合计</b>	<b>57.04</b>	<b>36.83%</b>	<b>56.77</b>	<b>37.50%</b>	<b>46.11</b>	<b>39.06%</b>
其他权益工具投资	8.01	5.17%	8.01	5.29%	5.58	4.73%
其他非流动金融资产	4.51	2.91%	4.19	2.77%	2.09	1.77%
固定资产	56.05	36.19%	55.21	36.47%	36.90	31.25%
在建工程	7.49	4.84%	5.57	3.68%	5.47	4.63%
无形资产	16.22	10.47%	16.27	10.74%	16.21	13.73%
商誉	2.47	1.59%	2.47	1.63%	2.53	2.15%
<b>非流动资产合计</b>	<b>97.84</b>	<b>63.17%</b>	<b>94.62</b>	<b>62.50%</b>	<b>71.95</b>	<b>60.94%</b>
<b>资产总计</b>	<b>154.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>151.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>118.06</b>	<b>100.00%</b>

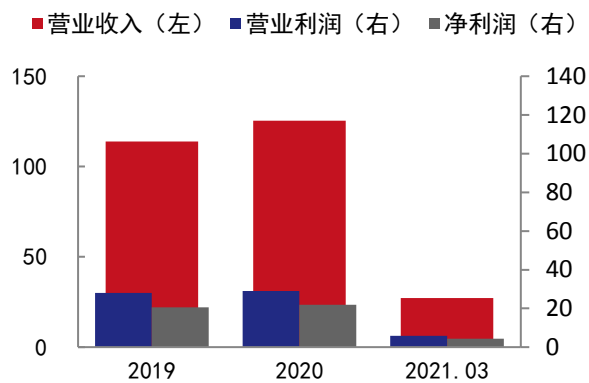
资料来源：公司 2019-2020 年度审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

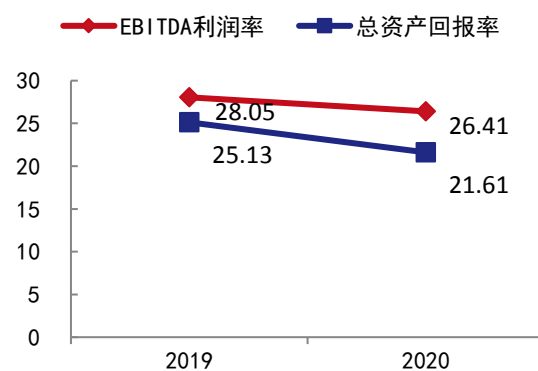
### 2020年新增贸易收入推动公司收入增长，降本增效措施推动盈利水平提升

2020年公司贸易业务带动全年收入增长。当年包括三废退税、用电成本补贴款在内的其他收益减少，公司营业利润及净利润小幅增长主要得益于期间费用下降（其中财务费用首次降为负数）。

盈利能力方面，2020年公司EBITDA利润率及总资产回报率均同比下滑，主要系当年低盈利性的贸易业务收入大幅增长所致。考虑到交通、水利等基建发展重点领域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一定保障。但需关注房地产投资增速放缓对水泥需求可能的削弱作用。

**图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）**


资料来源：公司 2019-2020 年度审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

**图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2019-2020 年度审计报告，中证鹏元整理

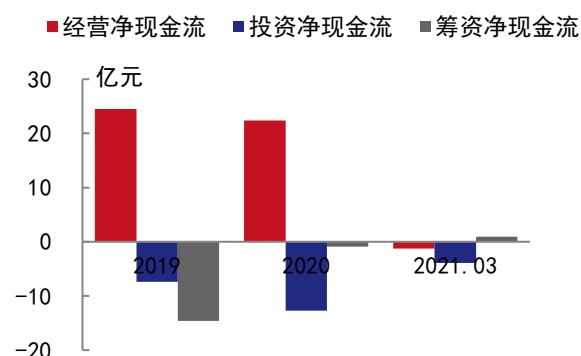
## 现金流

### 公司经营现金流表现尚可，现金生成能力有所提高，有助于缓解公司投资及偿债资金压力

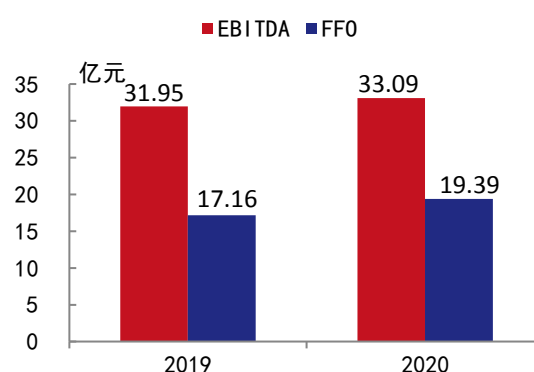
经营活动方面，2020 年公司经营净现金流由上年的 24.53 亿元小幅降至 22.37 亿元，整体表现尚可。随着利润水平提高，EBITDA 及 FFO 较上年均增长，公司现金生成能力有所提高。考虑到万年厂搬迁项目和德安县项目尚需投资额超 10 亿元<sup>3</sup>，经营活动现金流入将为投资活动提供支持。

投资活动方面，2020 年公司现金流入主要系征地拆迁补偿款；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扩大。筹资活动方面，2020 年公司现金流入主要来自银行借款及发行本期债券，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 0.87 亿元。

<sup>3</sup> 累计已投资额按公司实际支付口径计算。

**图 8 公司现金流结构**


资料来源：公司 2019-2020 年度审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

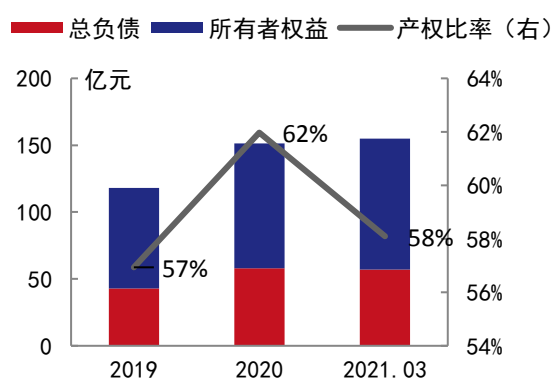
**图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2019-2020 年度审计报告，中证鹏元整理

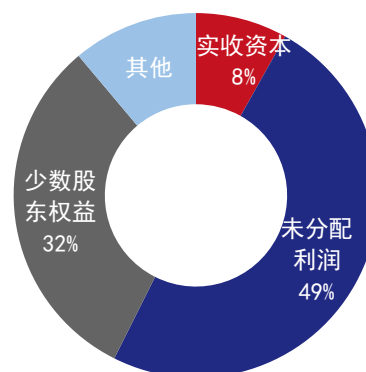
## 资本结构与偿债能力

公司债务增长，但债务结构改善，EBITDA及总资本对债务保障能力较好，短期偿债能力指标优化

随着应付账款增加以及本期债券发行，2020年末公司负债总额增长快于利润积累等所致的所有者权益增长，当年末产权比率提高。随着利润积累，2021年3月末公司产权比率回落。公司所有者权益仍以未分配利润及少数股东权益为主。

**图 10 公司资本结构**


资料来源：公司 2019-2020 年度审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

**图 11 2021 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2021 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。2020年末公司短期借款主要包括保证借款7.71亿元、抵押借款0.06亿元以及当年新增的信用借款0.25亿元。公司应付账款主要系应付上游供应商货款，2020年末余额大幅增长系暂未支付两个募投项目建设款项所致。2020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10亿元本期债券，当年因转股减少2,472张本期债券，2020年末应付债券余额为8.63亿元。2020年末公司长期应付款主要包括专项应付款4.93亿元（主要系万年县人民政府提供的万年厂异地搬迁



补偿资金4.55亿元)、购买探矿权及采矿权价款合计4.23亿元。

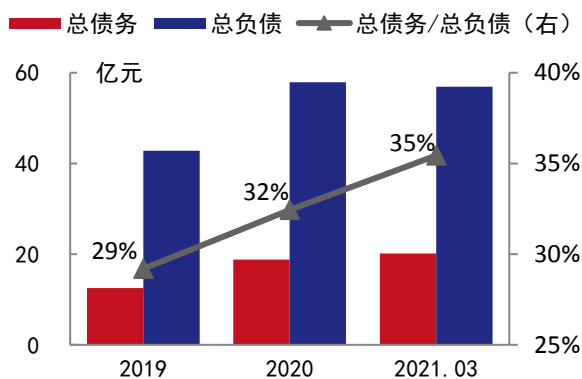
**表10 公司主要负债构成情况 (单位: 亿元)**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.02	15.85%	8.02	13.85%	10.02	23.39%
应付票据	1.64	2.88%	1.34	2.31%	1.18	2.76%
应付账款	13.97	24.55%	14.64	25.28%	7.68	17.92%
<b>流动负债合计</b>	<b>35.33</b>	<b>62.09%</b>	<b>36.50</b>	<b>63.02%</b>	<b>30.50</b>	<b>71.21%</b>
长期借款	0.80	1.41%	0.80	1.38%	1.30	3.04%
应付债券	8.71	15.30%	8.63	14.90%	0.00	0.00%
长期应付款	9.14	16.06%	9.08	15.68%	9.24	21.57%
<b>非流动负债合计</b>	<b>21.58</b>	<b>37.91%</b>	<b>21.42</b>	<b>36.98%</b>	<b>12.33</b>	<b>28.79%</b>
<b>负债合计</b>	<b>56.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>57.92</b>	<b>100.00%</b>	<b>42.83</b>	<b>100.00%</b>

资料来源: 公司 2019-2020 年度审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告, 中证鹏元整理

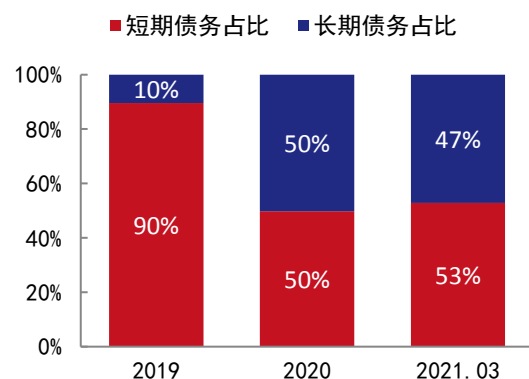
本期债券发行带动总债务规模增至2020年末的18.79亿元, 2021年3月末总债务随短期借款增加而增至20.17亿元, 总债务占总负债比重随之提升, 从债务结构来看, 2020年末长期债务占比亦显著提高。

**图 12 公司债务占负债比重**



资料来源: 公司 2019-2020 年度审计报告及公司提供, 中证鹏元整理

**图 13 公司长短期债务结构**



资料来源: 公司 2019-2020 年度审计报告及公司提供, 中证鹏元整理

杠杆状况方面, 2020年末公司资产负债率随负债相对较快增长而提高, 利润积累带动2021年3月末资产负债率小幅回落。因公司盈余现金相对充裕, 2019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较好。

**表11 公司杠杆状况指标**

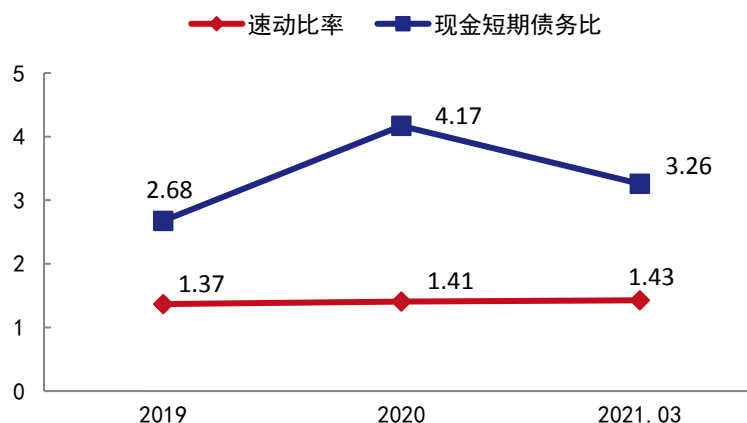
指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	36.75%	38.26%	36.28%
净债务/EBITDA	-	-0.52	-0.47
EBITDA 利息保障倍数	-	41.24	42.78

总债务/总资本	17.07%	16.74%	14.25%
FFO/净债务	-	-111.97%	-115.40%

资料来源：公司 2019-2020 年度审计报告、未经审计的 2021 年第一季度报告及公司提供，中证鹏元整理

2020 年末货币资金增长提高公司现金短期债务比及速动比率，短期偿债能力指标优化。

**图 14 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2019-2020 年度审计报告、未经审计的 2021 年第一季度报告及公司提供，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 2018 年 1 月 1 日至报告查询日<sup>4</sup>，公司本部及子公司江西南方万年青水泥有限公司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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、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，维持本期债券信用等级为 AA+。

<sup>4</sup> 公司本部的报告查询日为 2021 年 4 月 17 日，子公司江西南方万年青水泥有限公司的报告查询日为 2021 年 4 月 7 日。

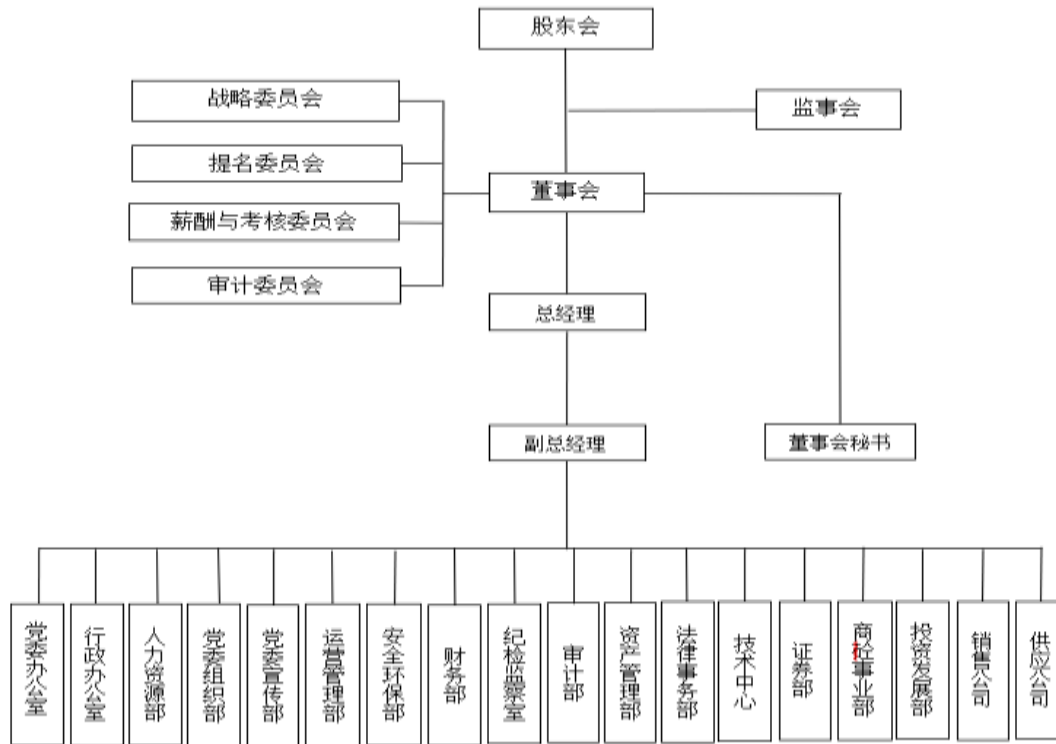
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	34.70	38.77	29.95	27.63
流动资产合计	57.04	56.77	46.11	43.87
固定资产	56.05	55.21	36.90	38.64
无形资产	16.22	16.27	16.21	8.22
非流动资产合计	97.84	94.62	71.95	56.67
资产总计	154.88	151.39	118.06	100.54
短期借款	9.02	8.02	10.02	12.38
应付账款	13.97	14.64	7.68	7.39
一年内到期的非流动负债	0.69	0.68	0.00	0.00
流动负债合计	35.33	36.50	30.50	32.84
长期借款	0.80	0.80	1.30	0.00
应付债券	8.71	8.63	0.00	5.10
长期应付款	9.14	9.08	9.24	0.95
非流动负债合计	21.58	21.42	12.33	6.75
负债合计	56.91	57.92	42.83	39.60
总债务	20.17	18.79	12.50	18.46
归属于母公司的所有者权益	67.14	63.92	50.65	40.30
营业收入	27.10	125.29	113.90	102.08
净利润	4.43	21.97	20.55	18.38
经营活动产生的现金流量净额	-1.24	22.37	24.53	25.20
投资活动产生的现金流量净额	-3.91	-12.71	-7.38	-3.01
筹资活动产生的现金流量净额	0.93	-0.87	-14.60	-6.32
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	26.18%	28.15%	31.55%	32.55%
EBITDA 利润率	-	26.41%	28.05%	30.30%
总资产回报率	-	21.61%	25.13%	26.28%
产权比率	58.09%	61.97%	56.93%	64.97%
资产负债率	36.75%	38.26%	36.28%	39.38%
净债务/EBITDA	-	-0.52	-0.47	-0.28
EBITDA 利息保障倍数	-	41.24	42.78	34.59
总债务/总资本	17.07%	16.74%	14.25%	23.25%
FFO/净债务	-	-111.97%	-115.40%	-221.87%
速动比率	1.43	1.41	1.37	1.18
现金短期债务比	3.26	4.17	2.68	2.20

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告、未经审计的 2021 年第一季度报告及公司提供，中证鹏元整理



## 附录二 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 2021年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

序号	公司名称	注册资本	持股比例（%）		业务性质	取得方式
			直接	间接		
1	江西万年青科技工业园有限责任公司	0.30	100.00	-	物业管理服务	投资设立
2	江西万年青工程有限公司	0.10	100.00	-	设备安装维修	投资设立
3	江西万年青电子有限公司	0.19	75.00	-	石英晶体器件	投资设立
4	南昌万年青水泥有限责任公司	0.31	68.00	-	水泥生产销售	投资设立
5	江西南方万年青水泥有限公司	10.00	50.00	-	水泥生产销售	投资设立
6	江西玉山万年青水泥有限公司	1.00	-	80.00	水泥生产销售	投资设立
7	江西瑞金万年青水泥有限责任公司	4.85	-	100.00	水泥生产销售	投资设立
8	江西万年青矿业有限公司	0.30	100.00	-	非金属矿开采加工销售	投资设立
9	江西万年县万年青商砼有限公司	0.10	100.00	-	混凝土生产及销售	投资设立
10	江西赣州万年青新型材料有限公司	0.60	66.67	-	水泥制品及水泥纤维板	投资设立
11	江西兴国万年青商砼有限公司	0.10	-	100.00	混凝土生产及销售	投资设立
12	赣州于都万年青商砼有限公司	0.10	-	100.00	水泥生产销售	投资设立
13	赣州开元万年青商砼有限公司	0.10	-	100.00	混凝土生产及销售	投资设立
14	崇义祥和万年青商砼有限公司	0.10	-	60.00	混凝土生产及销售	投资设立
15	瑞金万年青商砼有限公司	0.15	-	75.00	混凝土生产及销售	投资设立
16	兴国万年青新型建材有限公司	0.03	-	80.00	建材生产销售	投资设立
17	瑞金万年青新型建材有限公司	0.10	-	80.00	建材生产销售	投资设立
18	石城万年青新型建材有限公司	0.10	-	80.00	建材生产销售	投资设立
19	南昌万年青商砼有限公司	0.20	70.00	-	水泥砼预制构件的生产销售	投资设立
20	上饶市万年青商砼有限公司	0.25	100.00	-	混凝土生产及销售	投资设立
21	上饶市万年青新型建材有限公司	0.10	100.00	-	建材生产销售	投资设立
22	铅山县万年青新型建材有限公司	0.40	100.00	-	建材生产销售	投资设立
23	万年县万年青新型建材有限公司	0.40	100.00	-	建材生产销售	投资设立
24	鹰潭万年青新型建材有限公司	0.75	100.00	-	建材生产销售	投资设立
25	江西锦溪建材有限公司	0.20	51.00	-	建材生产销售	投资设立
26	江西石城南方万年青水泥有限公司	0.45	-	100.00	水泥生产销售	投资设立
27	上犹万年青新型材料有限公司	0.25	-	100.00	混凝土生产及销售	投资设立
28	江西黄金埠万年青水泥有限责任公司	0.30	58.00	-	水泥生产销售	收购
29	福建福清万年青水泥有限公司	0.20	90.00	-	水泥生产销售	收购
30	江西寻乌南方万年青水泥有限公司	0.20	-	70.00	水泥生产销售	收购
31	江西赣州南方万年青水泥有限公司	0.70	-	80.00	水泥生产销售	收购
32	赣州章贡南方万年青水泥有限公司	0.35	-	80.00	水泥生产销售	收购
33	江西于都南方万年青水泥有限公司	2.00	-	80.00	水泥生产销售	收购
34	江西兴国南方万年青水泥有限公司	0.20	-	80.00	水泥生产销售	收购

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）	2.31	40.00	60.00	水泥生产销售	收购
36	抚州市东乡区锦溪混凝土有限公司	0.10	-	51.00	混凝土生产及销售	收购
37	江西湖口万年青水泥有限公司	1.00	-	100.00	水泥生产销售	收购
38	乐平锦溪商品混凝土有限公司	0.10	-	100.00	混凝土生产及销售	收购
39	进贤县鼎盛混凝土有限公司	0.10	100.00	-	混凝土生产及销售	收购
40	江西锦溪塑料制品有限公司	0.13	58.12	-	编织袋生产销售	收购
41	鄱阳县恒基建材有限公司	0.10	100.00	-	水泥制品、混凝土、新型墙体材料生产及销售	收购
42	赣州永固高新材料有限公司	0.20	-	100.00	商品混凝土、高新墙体材料、商品砂浆生产及销售	收购
43	江西昊鼎商品混凝土有限公司	0.10	100.00	-	混凝土生产及销售	收购
44	景德镇市景磐城建混凝土有限公司	0.12	-	80.00	混凝土搅拌加工、销售、装卸	收购
45	景德镇市城竟混凝土有限公司	0.10	-	80.00	混凝土搅拌加工、销售、装卸	收购
46	景德镇东鑫混凝土有限公司	0.10	-	80.00	预拌混凝土制造、销售	收购
47	景德镇市磐泰砼材检测有限公司	0.01	-	80.00	建筑工程、建筑原材料及结构检测服务	收购
48	湖口县万年青商砼有限公司	0.10	100.00	-	混凝土生产及销售	收购
49	宁都万年青商砼有限公司	0.10	-	70.00	混凝土生产及销售	收购
50	共青城万年青商砼有限公司	0.30	100.00	-	混凝土生产及销售	收购
51	鄱阳县恒泰商品混凝土有限公司	0.20	100.00	-	混凝土生产及销售	收购
52	余干县商砼建材有限公司	0.10	100.00	-	混凝土生产及销售	收购
53	九江万年青商砼有限公司	0.30	100.00	-	混凝土生产及销售	收购
54	九江广德新型材料有限公司	0.12	100.00	-	混凝土生产及销售	收购
55	海南华才建材有限公司	0.30	100.00	-	建材销售及货物运输代理	收购
56	江西德安万年青水泥有限公司	4.00	100.00	-	水泥生产销售	投资设立
57	江西三环水泥有限公司	1.00	-	100.00	水泥生产销售	收购
58	江西锦溪矿业有限公司	0.60	-	60.00	石灰石矿产品生产及销售	投资设立
59	安远万年青新型材料有限公司	0.25	-	100.00	建材生产销售、混凝土机械设备租赁服务	投资设立
60	江西万铜环保材料有限公司	3.00	45.00	-	环保建材、尾矿资源综合利用	投资设立
61	德安万年青电力有限公司	0.20	100.00	-	电力、热力生产和供应	投资设立
62	万年县万年青电力有限公司	0.20	100.00	-	电力、热力生产和供应	投资设立
63	瑞金市万年青新型材料有限公司	0.20	-	100.00	新型墙材等生产及销售	投资设立
64	江西德安万年青环保有限公司	0.50	-	55.00	非金属废料和碎屑加工处理等	投资设立
65	江西赣州万年青物流有限公司	0.50	-	60.00	货物运输等	投资设立
66	江西于都万年青聚通环保有限公司	0.50	-	55.00	危险废物经营、技术服务等	投资设立
67	于都万年青矿业有限公司	0.10	-	100.00	石灰石矿产品生产及销售	投资设立
68	赣州万年青供应链管理有限公司	0.01	-	100.00	道路货物运输、供应链管理服务等	投资设立

69	江西南方万年青国贸有限公司	0.80	-	100.00	货物运输、货物进出口、 国内贸易代理等	投资设立
----	---------------	------	---	--------	------------------------	------

资料来源：公司提供



## 附录四 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
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

## 附录五 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。