

江西万年青水泥股份有限公司相 关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【481】号 01



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，但不对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。

江西万年青水泥股份有限公司相关债券2025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

本次等级的评定是考虑到：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”）系江西省水泥龙头企业，在省内拥有较高的品牌认知度和较强竞争力，2024年水泥产能在江西省内位居前三，水泥产量占全省水泥产量的比重保持在25%左右，跟踪期内公司继续推进产业链延伸，2024年商砼产能有所增加，毛利率较高的骨料收入继续增长，公司财务杠杆水平较低，偿债能力很强；同时我们也关注到，2024年水泥市场需求继续下滑，叠加激烈的市场竞争，公司水泥、商砼等主要产品量价齐跌，利润大幅下降，需持续关注需求及成本变化对公司业绩的影响，公司商砼业务形成的应收款项账期有所拉长，对资金占用较大，累计计提坏账准备金额较大，需关注回收风险等风险因素。

评级日期

2025年6月25日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	162.35	165.33	170.00	182.19
归母所有者权益	67.48	68.94	69.79	69.44
总债务	31.47	29.61	28.55	34.33
营业收入	10.63	59.57	81.90	112.82
净利润	0.54	0.19	3.15	5.84
经营活动现金流净额	1.79	7.98	7.63	8.45
净债务/EBITDA	--	-2.14	-0.92	-0.97
EBITDA利息保障倍数	--	7.46	9.97	16.41
总债务/总资本	23.70%	22.40%	21.56%	24.72%
FFO/净债务	--	-13.51%	-39.36%	-27.96%
EBITDA利润率	--	14.10%	15.26%	15.28%
总资产回报率	--	1.37%	3.58%	5.08%
速动比率	2.03	1.89	1.74	1.47
现金短期债务比	4.12	4.05	4.15	3.45
销售毛利率	17.48%	17.33%	18.43%	17.48%
资产负债率	37.59%	37.95%	38.89%	42.60%

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2022-2024年审计报告及未经审计的2025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：张梦真
zhangmz@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **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，跟踪期内公司继续推进产业链延伸。**公司位列 2024 年水泥上市公司综合实力排名前十，系江西省水泥龙头企业，2024 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，在江西省内具有一定的区域规模优势。2024 年公司水泥产量占江西省水泥产量的比重保持在 25% 左右，在江西省内市场份额保持稳定。此外，公司在商砼、骨料等方面积极延伸产业链，2024 年新增商砼企业 1 家，混凝土产能提升至 2,425.00 万立方米/年，毛利率较高的骨料收入继续增长。
- **公司财务杠杆水平较低，偿债能力很强。**2024 年末公司资产负债率有所下降，EBITDA 及 FFO 分别为 8.40 亿元和 2.43 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、市场竞争加剧导致公司水泥、商砼等主要产品量价齐跌，公司利润大幅下降，需持续关注需求及成本变化对公司业绩的影响。**受房地产下行、基建投资增速放缓等因素影响，水泥市场需求继续下滑，叠加激烈的市场竞争和原材料价格传导不畅，2024 年公司水泥、商砼等主要产品量价齐跌，营业收入同比下滑 27.27%，净利润同比大幅下降 93.90%。需持续关注需求下滑、原材料价格变化及“双碳”、错峰生产等推进对生产成本及业绩的影响。
- **商砼业务回款情况仍较弱，对资金占用较大。**受商砼行业竞争影响，以商砼业务为主的应收账款 1 年以上余额占比有所增加，2024 年末超过 50%，商砼业务账期有所拉长，对公司资金占用较大，且 2024 年末已累计计提坏账准备 3.67 亿元，需关注回收风险。

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，业务持续性较好，财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	海螺水泥 (600585.SH)	华新水泥 (600801.SH)	万年青 (000789.SZ)	塔牌集团 (002233.SZ)	青松建化 (600425.SH)
总资产	2,546.35	695.13	165.33	134.99	95.38
归属母公司 股东的权益	1,879.40	302.91	68.94	119.54	63.91
营业收入	910.30	342.17	59.57	42.78	43.28
销售毛利率	21.70%	24.69%	17.33%	22.14%	23.54%
净利润	76.63	29.53	0.19	5.53	3.60

注：以上各指标均为 2024 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_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	评分等级	评分要素	评分等级
宏观环境	4/5	初步财务状况	6/9
业务状况	行业&经营风险状况	财务状况	杠杆状况
	行业风险状况		盈利状况
	经营状况		流动性状况
业务状况评估结果	4/7	财务状况评估结果	7/9
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			aa-
外部特殊支持			2
主体信用等级			AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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	9.9955	2024-4-26	2026-6-3

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划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2025年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0.00元，该账户已销户。

二、 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2025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44.44%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）。

跟踪期内公司董事李小平、监事李伟东、监事吴志欣因工作调动离任，独立董事周学军因任期满离任，新聘任崔伟为公司独立董事，李英、袁帅发为公司监事。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，

持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

2024年水泥需求支撑不足，“水泥-煤炭”价差高位运行削弱行业盈利能力，行业基本面偏弱；预计2025年供需格局边际改善有望推动水泥价格底部修复，水泥行业处于弱复苏区间

2024年以来房地产市场持续探底，基建投资增幅放缓，对水泥需求支撑不足，水泥产量持续下降，但库容比仍高位运行，供需矛盾进一步加剧，同时水泥-煤炭价差高位运行削弱行业盈利能力；宽松政策措施后房地产行业或迎边际改善，稳增长背景下基建将持续发力，产能置换和超低排放改造将加速进行，配合短期的错峰生产将一定程度控制水泥低效产能，供需格局改善有望推动水泥价格底部修复，预计2025年水泥行业处于弱复苏区间。

2024年下游需求减弱、供需矛盾扩大削弱水泥行业盈利水平及议价能力，加之下游房地产行业资金链趋紧，上述因素导致行业盈利能力下降明显，经营现金流紧张加剧，偿债能力指标继续弱化；预计2025年受益于地产利好政策加持、基建投资表现改善而缓解水泥需求下滑惯性，叠加行业自律加强、供给端政策发力，水泥行业盈利水平有望边际改善。

[详见《水泥行业：需求端修复与供给端优化下，行业弱复苏可期》。](#)

四、经营与竞争

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。受房地产行业持续调整、基建资金不足等影响，水泥行业下游投资对水泥需求拉动作用持续减弱，水泥市场需求下降，2024年公司水泥、商砼等主要产品量价齐跌，导致当年公司营业收入大幅下滑；此外，公司继续积极延伸上下游产业链，2024年骨料收入小幅增加。毛利率方面，受商砼板块毛利率下降影响，公司销售毛利率小幅下降。2025年1-3月受市场需求持续低迷影响，公司实现营业收入10.63亿元，同比下降16.63%，毛利率为17.48%。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
水泥	7.19	67.64%	20.99%	38.45	64.55%	15.20%	52.21	63.75%	14.00%
混凝土	2.53	23.80%	8.26%	15.19	25.50%	20.67%	24.01	29.31%	25.17%
骨料	0.57	5.38%	25.53%	3.67	6.17%	40.04%	3.31	4.04%	31.94%
贸易收入	0.14	1.28%	0.26%	0.37	0.62%	-19.21%	0.45	0.55%	0.71%

熟料	0.00	0.00%	-	0.26	0.44%	-4.69%	0.27	0.33%	31.89%
其他	0.20	1.90%	-2.89%	1.63	2.73%	-2.89%	1.65	2.03%	35.95%
合计	10.63	100.00%	17.48%	59.57	100.00%	17.33%	81.90	100.00%	18.43%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年在需求收缩、市场竞争加剧的背景下，公司水泥、商砼等主要产品量价齐跌，产销率仍处于较高水平；得益于产业链延伸布局，公司骨料销量、收入和毛利率有所增长

根据中国水泥协会文件《关于发布2024年中国水泥上市公司综合实力排名的公告》（中水协发〔2024〕34号），公司位列2024年水泥上市公司综合实力排名前十。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，2024年江西省水泥产量约为6,858.79万吨，同比下降18.57%，其中公司水泥产量为1,697.04万吨，占比仍保持在25%左右，在江西省内市场份额保持稳定。截至2024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，在江西省内产能仍位居前三，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，2024年新增商砼企业1家，商砼生产线增加至62条，混凝土产能提升至2,425.00万立方米/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2 截至2024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，受房地产市场下行、基建投资增速放缓等因素影响，市场需求明显收缩，2024年公司熟料、水泥、混凝土、新型砖等产品产量及产能利用率均不同程度下滑。其中，熟料产能利用率虽有下降，但仍处于较高水平；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32家，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，产能利用率继续下降且较低；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，2024年新型砖生产线停产。此外，公司继续拓展骨料业务，2024年生产骨料1,419.82万吨，产能利用率提升至94.65%。

表3 2023-2024年公司主要产品生产情况

产品	项目	2024年	2023年
水泥（万吨）	年产能	2,600.00	2,600.00
	产量	1,697.04	2,133.45

	产能利用率	65.27%	82.06%
熟料（万吨）	年产能	1,375.00	1,375.00
	产量	1,262.72	1,550.48
	产能利用率	91.83%	112.76%
混凝土（万立方米）	年产能	2,425.00	2,365.00
	产量	471.33	632.10
	产能利用率	19.44%	26.73%
新型砖（万标块）	年产能	68,000.00	68,000.00
	产量	0.00	6,551.25
	产能利用率	-	9.63%
骨料（万吨）	年产能	1,500.00	1,500.00
	产量	1,419.82	1,319.40
	产能利用率	94.65%	87.96%

注：新型砖于2024年停产。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售方面，公司水泥销售仍以经销商模式为主，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，由于下游需求收缩，行业市场竞争加剧，叠加原材料价格传导不畅，导致公司水泥、混凝土、新型砖等主要产品量价齐跌，收入亦同比下降。水泥业务得益于公司降本增效单位成本下降推动毛利率小幅上升。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，且毛利率亦明显下滑。因公司加速上下游产业链延伸，2024年公司骨料收入同比增长，毛利率亦有所上升。产销率方面，由于公司主要采取以销定产的业务模式，2024年主要产品产销率仍维持在100%左右。

表4 2023-2024年公司主要产品销售情况

产品	项目	2024年	2023年
水泥	销售均价（元/吨）	241.27	263.27
	销量（万吨）	1,699.91	2,136.89
	产销率	100.17%	100.16%
熟料	销售均价（元/吨）	217.33	244.29
	销量（万吨）	202.07	311.73
	销售均价（元/立方米）	323.81	380.26
混凝土	销量（万立方米）	471.76	635.86
	产销率	100.09%	100.59%
	销售均价（元/标块）	0.13	0.2032
新型砖	销量（万标块）	793.86	7,624.08
	产销率	-	116.38%
	销售均价（元/吨）	34.16	38.46
骨料	销量（万吨）	1,391.27	1,296.41
	产销率	97.99%	98.25%

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

2024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，2024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5 公司营业收入区域分布情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年	
	收入	占比	收入	占比
江西省	54.16	90.92%	73.72	90.01%
福建省	2.24	3.75%	3.92	4.78%
浙江省	2.23	3.74%	2.75	3.36%
湖北省	0.47	0.78%	0.73	0.89%
安徽省	0.22	0.36%	0.42	0.51%
广东省	0.26	0.43%	0.37	0.45%
合计	59.57	100.00%	81.90	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

2024年公司前五大客户销售额合计为2.60亿元，占营业收入的比重为4.37%，客户集中度进一步下降且较低，有利于分散经营风险。

表6 2024年公司前五大客户情况（单位：亿元）

时间	客户	销售额	占比
2024年	第一名	0.97	1.62%
	第二名	0.57	0.96%
	第三名	0.39	0.66%
	第四名	0.37	0.62%
	第五名	0.31	0.51%
	合计	2.60	4.37%

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司继续通过余热发电、扩大煤炭采购直供量、寻找替代燃料等措施控制成本，2024年煤炭震荡下行，为水泥行业释放一定利润空间，未来需关注煤炭及电力等价格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

跟踪期内，公司继续通过加强生产运营管理、拓展煤炭采购渠道、峰谷错峰生产、提高余热发电效率、加大光伏发电建设等方式来降低生产成本。具体来看，公司所用石灰石全部由自有矿山开采所得，

截至2024年末公司共拥有13处石灰石矿山，年产量可达3,300万吨，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，2024年公司与多家煤炭供应商签订长期合作协议，煤炭直供量占比超过85%，同时受益于煤炭价格全年震荡下行，公司煤炭采购均价同比下降138元/吨。电力方面，2024年末公司已投运的余热发电机组共10套，余热发电装机容量80.30MW，利用余热发电可满足公司窑系统用电量需求的50%左右。同时公司采取峰谷用电错峰生产、加大光伏发电建设等措施控制电力成本，2024年末公司光伏发电项目装机容量26.5MW，2024年实现光伏发电1,851万度，折合节约标煤1.54万吨，使用替代燃料1.8万吨，折合节约标煤1.2万吨。2024年公司自发电量合计为4.19亿度，节约电费2.51亿元。此外，公司发挥集中采购优势，水渣、有色金属灰渣、石膏等添加材料采购价格均有下降，节约生产成本近5,000万元。整体来看，公司原材料和能耗控制能力较强，但近年随着能耗、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，需关注对公司利润空间的压缩。

五、 财务分析

财务分析基础说明

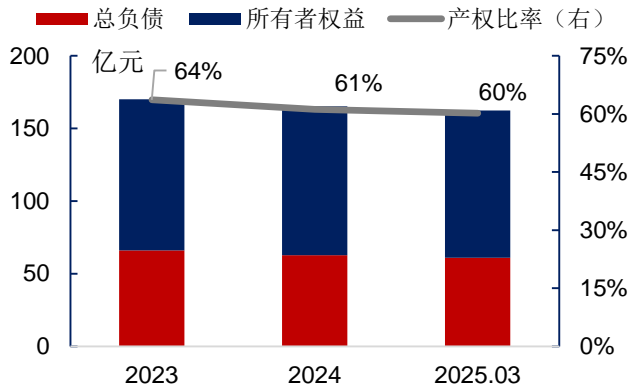
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及未经审计的2025年第一季度报告。

2024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，EBITDA及总资本对债务保障能力仍较好，总体偿债压力不大；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，但应收账款账期有所拉长，资金占用仍较大；2024年需求收缩、产品价格下降的背景下，公司收入和利润均下滑明显

资本实力与资产质量

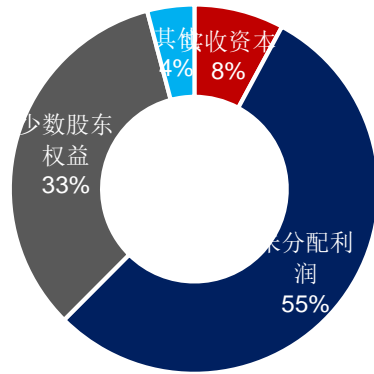
因其他权益工具投资中计入其他综合收益的利得为负，导致其他综合收益继续为负数，2025年3月末公司净资产下降至101.33亿元，仍以未分配利润和少数股东权益为主；受公司应付上游供应商货款减少等因素影响，公司总负债亦有所减少，产权比率有所下降。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 2 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，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，2025年3月末上述资产合计占公司总资产的90.28%。

2024年末公司货币资金主要为银行存款，其中19.80亿元因长期定期存单及保证金使用受限。随着商砼业务销售下降以及回款增加，2024年末公司应收账款有所下降，但账期有所拉长，1年以上余额占比超过50%；2024年末公司对前五大欠款方合计应收款占期末应收账款余额的11.35%，当年新计提坏账准备0.34亿元，已累计计提3.67亿元，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，由于公司主要产品销售下滑，2024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，2024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天山材料股份有限公司（以下简称“天山股份”，股票代码为000877.SZ）、景德镇农村商业银行股份有限公司等企业的股权投资，2024年末随着对天山股份等股权投资的公允价值下降而有所下降。

受限资产情况，2024年末公司受限资产账面价值合计21.28亿元，占总资产比例为12.87%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	47.13	29.03%	46.59	28.18%	40.57	23.86%
应收账款	15.46	9.52%	16.54	10.00%	19.35	11.38%
存货	4.07	2.50%	4.57	2.77%	6.13	3.61%
流动资产合计	71.77	44.21%	73.62	44.53%	73.04	42.97%
其他权益工具投资	4.00	2.47%	4.03	2.44%	4.71	2.77%
固定资产	64.31	39.61%	65.40	39.56%	67.55	39.73%
无形资产	15.63	9.62%	15.64	9.46%	16.31	9.60%

非流动资产合计	90.58	55.79%	91.71	55.47%	96.96	57.03%
资产总计	162.35	100.00%	165.33	100.00%	170.00	100.00%

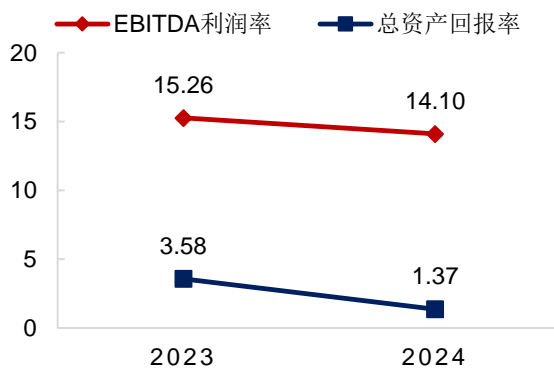
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年需求继续收缩，水泥、商砼等主要产品量价齐跌，导致当年公司水泥、混凝土等业务板块收入同比均有所下降，公司营业收入同比减少27.27%，2024年煤炭价格震荡下行为水泥行业释放一定利润空间，但整体生产成本仍较高，难以弥补产品价格下降对利润的影响。同时，2024年公司继续加大研发投入导致研发费用继续增加，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产的公允价值变动损失、信用和资产减值损失对利润有所侵蚀。综合影响下，2024年公司实现净利润0.19亿元，同比下降93.90%，归属于上市公司股东的净利润同比下降94.24%，利润继续同比大幅下滑。2025年1-3月由于下游需求仍较弱，公司实现营业收入10.63亿元，同比下降16.63%，毛利率为17.48%，由于公司研发投入下降以及确认拆迁补助收益0.49亿元，当期实现净利润0.54亿元，同比扭亏为盈。

盈利能力方面，2024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，在水泥供需矛盾不断加剧的背景下，水泥企业低价竞争、商砼企业赊销经营的局面难以根本性改变，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 3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

截至2025年3月末，公司总债务规模为31.47亿元，仍以长期债务为主。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；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，其中“22江泥01”已于2025年4月全额回售摘牌，2025年6月公司新发行“25江泥

01”，发行规模6.00亿元，期限5年。

此外，公司应付账款主要系应付上游供应商货款，2024年末一年以上应付账款余额占比为41.32%。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。2024年末公司长期应付款主要包括专项应付款5.07亿元（主要系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0.90亿元等。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.64	12.53%	7.71	12.29%	8.83	13.36%
应付账款	9.29	15.22%	11.42	18.19%	13.30	20.12%
其他应付款	6.05	9.91%	6.42	10.24%	6.96	10.53%
一年内到期的非流动负债	1.60	2.61%	1.46	2.33%	1.45	2.19%
流动负债合计	33.32	54.60%	36.51	58.18%	38.42	58.10%
长期借款	2.55	4.18%	0.65	1.03%	1.14	1.72%
应付债券	15.78	25.85%	15.73	25.06%	15.50	23.45%
长期应付款	5.75	9.43%	6.21	9.89%	7.09	10.72%
非流动负债合计	27.70	45.40%	26.24	41.82%	27.70	41.90%
负债合计	61.02	100.00%	62.75	100.00%	66.12	100.00%
总债务	31.47	51.57%	29.61	47.19%	28.55	43.18%
其中：短期债务	12.07	38.37%	12.19	41.16%	10.21	35.76%
长期债务	19.39	61.63%	17.42	58.84%	18.34	64.24%

资料来源：司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司EBITDA、FFO均有所减少，现金生成能力下降，受益于经营收现情况有所好转，经营活动现金净流入规模小幅增加。此外，公司投资及筹资活动现金持续净流出。杠杆状况方面，2024年公司资产负债率有所下降。因公司盈余现金相对充裕，2024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9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	1.79	7.98	7.63
FFO（亿元）	--	2.43	4.55
资产负债率	37.59%	37.95%	38.89%
净债务/EBITDA	--	-2.14	-0.92
EBITDA 利息保障倍数	--	7.46	9.97
总债务/总资本	23.70%	22.40%	21.56%
FFO/净债务	--	-13.51%	-39.36%
经营活动现金流净额/净债务	-9.94%	-44.33%	-66.06%

自由现金流/净债务

-7.70%

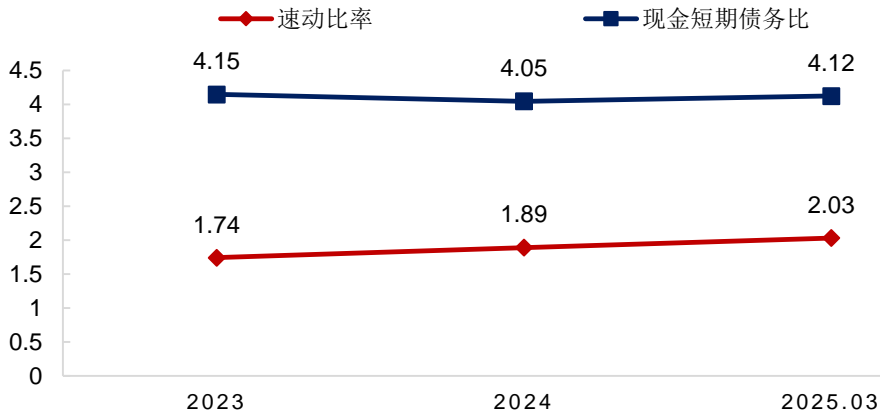
-31.03%

-13.69%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司现金短期债务比有所下降，但仍保持较高水平，速动比率小幅提升，流动性比率仍整体较好。授信方面，2024年末公司未使用银行授信额度15.00亿元，具有一定备用流动性。

图 4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

2024 年公司收到深圳证券交易所出具的监管函

2024年4月，深圳证券交易所（以下简称“深交所”）下发《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。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（公司本部2025年5月8日，子公司江西南方万年青水泥有限公司2025年4月8日），公司本部和重要子公司不存在未结清不良类信贷记录；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，截至报告查询日（2025年6月17日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、 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。公司系江西省水泥龙头企业，水泥产能在江西省内位居前三，公司以市场化方式经营水泥、熟料等业务，从政府和相关单位获得的业务规模小，但江西省国资委作为公司的实际控制人，对公司的经营战略和业务运营有绝对控制权。近年公司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，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，在就业、税收、基础设施建设等方面对当地政府贡献很大。公司作为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。

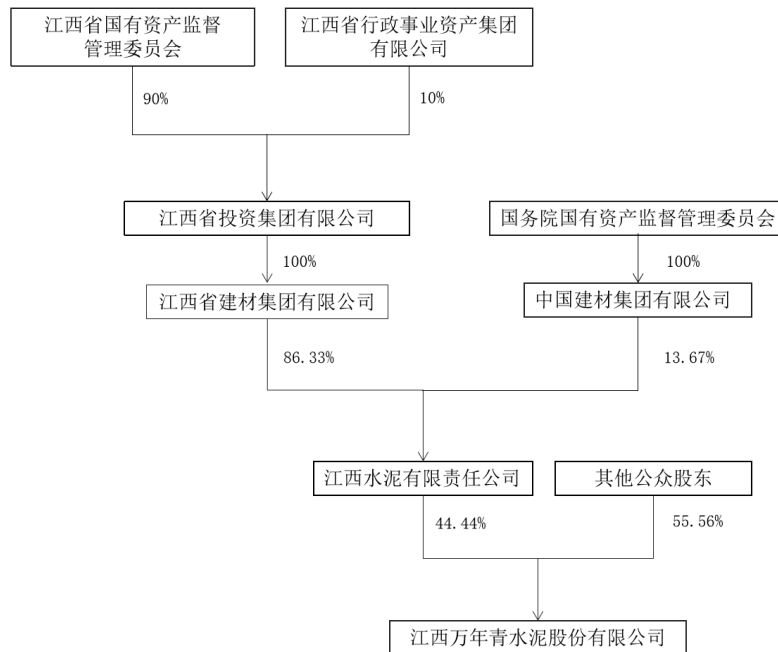
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	47.13	46.59	40.57	44.62
流动资产合计	71.77	73.62	73.04	80.75
固定资产	64.31	65.40	67.55	69.44
非流动资产合计	90.58	91.71	96.96	101.43
资产总计	162.35	165.33	170.00	182.19
短期借款	7.64	7.71	8.83	13.93
应付账款	9.29	11.42	13.30	15.12
一年内到期的非流动负债	1.60	1.46	1.45	0.89
流动负债合计	33.32	36.51	38.42	49.44
长期借款	2.55	0.65	1.14	1.01
应付债券	15.78	15.73	15.50	15.24
长期应付款	5.75	6.21	7.09	7.83
非流动负债合计	27.70	26.24	27.70	28.17
负债合计	61.02	62.75	66.12	77.61
总债务	31.47	29.61	28.55	34.33
其中：短期债务	12.07	12.19	10.21	15.67
长期债务	19.39	17.42	18.34	18.66
所有者权益	101.33	102.58	103.88	104.58
营业收入	10.63	59.57	81.90	112.82
营业利润	0.80	1.09	5.10	7.81
净利润	0.54	0.19	3.15	5.84
经营活动产生的现金流量净额	1.79	7.98	7.63	8.45
投资活动产生的现金流量净额	-0.23	-12.12	-4.17	-13.85
筹资活动产生的现金流量净额	-0.08	-2.12	-8.41	-1.76
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	8.40	12.50	17.24
FFO（亿元）	--	2.43	4.55	4.65
净债务（亿元）	-18.02	-18.00	-11.55	-16.64
销售毛利率	17.48%	17.33%	18.43%	17.48%
EBITDA 利润率	--	14.10%	15.26%	15.28%
总资产回报率	--	1.37%	3.58%	5.08%
资产负债率	37.59%	37.95%	38.89%	42.60%
净债务/EBITDA	--	-2.14	-0.92	-0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	7.46	9.97	16.41
总债务/总资本	23.70%	22.40%	21.56%	24.72%
FFO/净债务	--	-13.51%	-39.36%	-27.96%

经营活动现金流净额/净债务	-9.94%	-44.33%	-66.06%	-50.79%
速动比率	2.03	1.89	1.74	1.47
现金短期债务比	4.12	4.05	4.15	3.45

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司 2024 年年度报告

附录三 2024年末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（单位：亿元）

公司名称	公司类型	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
江西南方 万年青水 泥有限公 司	子公司	水泥生产 销售	10.00	77.85	61.56	38.85	0.88	0.42

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

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+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

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号