

江西万年青水泥股份有限公司

2012 年公司债券（第一期）

2013 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

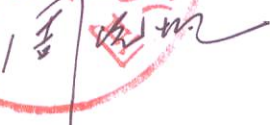
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

江西万年青水泥股份有限公司

2012 年公司债券（第一期）2013 年跟踪信用评级报告

本次跟踪信用评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：52 个月

债券剩余规模：5 亿元

跟踪日期：2013 年 06 月 05 日

上次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券发行期限：60 个月

债券发行规模：5 亿元

评级日期：2012 年 05 月 02 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江西万年青水泥股份有限公司（以下简称“江西水泥”或“公司”）2012 年发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2013 年跟踪评级结果维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
总资产（万元）	746,742.45	719,083.93	702,783.00	658,671.00
所有者权益（万元）	295,025.21	285,884.67	260,944.97	233,419.34
资产负债率	60.49%	60.24%	62.87%	64.56%
流动比率	0.74	0.63	0.66	0.51
速动比率	0.61	0.48	0.47	0.38
营业收入（万元）	110,431.76	465,843.26	564,863.29	384,711.75
营业利润（万元）	4,156.92	29,566.20	101,337.47	33,346.25
利润总额（万元）	8,461.67	39,310.17	107,767.48	38,623.22
综合毛利率	18.24%	19.62%	28.43%	20.48%
总资产回报率	-	8.50%	18.58%	8.86%
EBITDA（万元）	-	96,393.70	158,267.98	84,453.16
EBITDA 利息保障倍数	-	4.56	8.43	4.93
经营活动现金流净额（万元）	7,333.07	57,920.67	113,753.49	79,210.24

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及 2013 年第一季度财务报表

正面：

- 公司主要从事水泥生产销售业务，跟踪期内在江西市场继续保持较高的产品知名度和市场竞争力；
- 跟踪期内，公司通过股权收购向混凝土业务拓展，混凝土销售收入增长较快。

关注：

- 水泥行业景气度下滑使公司收入和毛利均大幅下降；
- 公司后续规划的固定资产投入规模较大，未来仍存在一定的资金压力；
- 公司资产以非流动资产为主，公司资产流动性一般；
- 期间费用水平的上升在一定程度上弱化了公司的盈利水平；
- 公司负债规模较大，自有资本对债务的保障程度一般；
- 公司刚性债务规模较大，且以短期债务为主，使公司面临一定的短期偿债压力；
- 公司利息支出较大，EBITDA 对利息的保障程度有所弱化。

分析师

姓名：姚 伟 祝 超

电话：021- 51035670

邮箱：yaow@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1212号文件核准，公司于2012年10月公开发行5亿元公司债券，募集资金总额人民币5亿元；扣除发行费用后，募集资金净额49,800.00万元。

本期债券的起息日为2012年10月18日，按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。2013年至2017年间每年的10月18日为上一计息年度的付息日（如遇法定及政府指定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日，顺延期间付息款项不另计利息）。本期债券的到期日为2017年10月18日，到期支付本金及最后一期利息。本期债券第一次付息日为2013年10月18日。

截至2012年12月31日，公司累计使用募集资金36,985.68万元，其中偿还公司银行贷款36,000.00万元，补充流动资金985.68万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司股本情况、注册资本和合并范围有所变化。经中国证券监督管理委员会《关于核准江西万年青水泥股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2012]590号），公司于2012年非公开发行股份1,300.00万股，公司股份总数由39,590.96万股增加到40,890.96万股，注册资本增至40,890.96万元，公司控股股东及实际控制人未发生变化。截至2012年12月31日，纳入公司合并报表范围的子公司情况见附录四。

截至2012年12月31日，公司总资产为719,083.93万元，所有者权益为285,884.67万元，资产负债率为60.24%。2012年度，公司实现营业收入465,843.26万元，利润总额39,310.17万元，经营活动产生的现金流净额为57,920.67万元。

三、经营与竞争

跟踪期内，公司产品继续保持较强的市场竞争力，但受水泥行业景气度下滑和市场集中度较高影响，公司收入和毛利表现均有所减弱

公司作为江西省内最大的水泥生产企业之一，全部采用国家鼓励的新型干法生产线，在江西省内市场具有较强的区域竞争优势。公司在江西省玉山、万年、瑞金、赣州、乐平等地拥有熟料生产基地，形成了赣东北、赣南两块核心利润市场的战略布局。

2012年受宏观经济低迷、基础设施建设和地产投资增速下滑等因素影响，我国水泥行

业景气度下滑，水泥需求疲软、水泥价格下跌。受水泥行业景气度下滑影响，2012 年公司营业收入降至 46.47 亿元，较 2011 年下降 17.54%；其中水泥产品实现收入 37.02 亿元，较 2011 年下降 22.80%；熟料产品实现收入 4.07 亿元，较 2011 年下降 48.98%。为应对水泥行业景气度下滑的不利影响，公司不断加大产业链延伸投入，主要表现为加大对混凝土产业的投入；2012 年公司混凝土产品实现收入 5.22 亿元，较 2011 年增长 1497.08%。

表1 公司 2011-2012 年营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

类 型	2012年		2011年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥	370,245.29	18.48%	479,598.73	29.27%
熟料	40,693.59	23.22%	79,759.03	24.32%
混凝土	52,190.57	24.52%	3,267.86	20.06%
其他业务	1,546.15	11.09%	920.56	40.50%
合 计	464,675.60	19.55%	563,546.19	28.53%

注：公司混凝土业务 2011 年 11 月份开始并表。

资料来源：公司提供

公司主要销售区域为江西市场，同时辐射福建、浙江、广东等周边省份。公司专注于江西市场，“万年青”作为公司水泥产品的品牌，在江西市场知名度较高，具有较强的区域竞争优势，公司同等标号水泥产品价格高于同类产品 20-30 元/吨。2012 年我国水泥价格较上年平均下跌 20%左右，受此影响公司 2012 年在江西等地的收入规模均有不同程度的下滑，同时公司 2012 年水泥产品的毛利水平降至 18.48%。公司熟料产品得益于较好的成本控制，毛利率水平与 2011 年基本持平。受益于产业链延伸和规模化生产，公司混凝土产品毛利率水平较 2011 年有所提升，达 24.52%。整体而言，受水泥行业景气度下滑影响，公司 2012 年收入和毛利表现均有所弱化。

同时我们也关注到，公司水泥主要销售区域为江西和福建，熟料全部销往江西省内的水泥生产企业。2012 年公司收入的 81.24%来自于江西市场，收入的 16.09%来自于福建市场。2012 年由于江西省内天气原因造成省内重大工程工期延误也是公司收入下滑的重要原因。作为区域性水泥生产企业，公司业绩受江西和福建市场需求影响较大，存在一定的市场集中风险。

表2 公司 2011-2012 年产品销售区域情况（单位：万元）

地区	2012年		2011年	
	收入	同比	收入	同比
江西	378,447.09	-18.26%	462,961.77	57.66%

福建	74,973.18	-5.53%	79,363.67	-2.80%
广东	3,132.92	-28.07%	4,355.43	18.95%
浙江	3,742.66	-41.18%	6,363.00	
安徽	4,379.75	-30.63%	6,313.89	
合计	465,843.26	-16.72%	559,357.76	47.61%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司产销情况良好，同时通过股权收购方式向下游混凝土行业拓展

在行业产能过剩和水泥行业景气度下滑的总体形势下，公司作为江西区域内的水泥行业龙头企业，利用现有的规模效应和品牌优势，把产业发展向下游相关领域延伸。公司不断通过股权收购、固定资产投入和技改等形式调整各产品的产能；同时通过产业链延伸来减弱水泥行业景气度下滑对公司经营的影响，2012 年重点向混凝土产业延伸，进一步完善产品结构，提高产品的科技含量和附加值，推动产业结构优化升级。2012 年，公司累计投入 1.37 亿元通过股权收购整合江西省内混凝土生产资源，收购包括景德镇市景磐混凝土有限公司、景德镇东鑫混凝土有限公司、景德镇市城竞混凝土有限公司在内的 7 家混凝土生产企业（详见附录六）和两家建筑材料检测企业；此外公司还出资新设崇义祥和万年青商砼有限公司、瑞金万年青商砼有限公司和南昌万年青商砼有限公司三家混凝土生产企业。2012 年公司混凝土产能增至 730.00 万方，较 2011 年增长 82.50%，预计 2013 年公司混凝土产能将进一步增长。水泥和熟料生产方面，2012 年，公司水泥产能为 1,871 万吨，较 2011 年增长 4.29%；公司熟料产能为 1,149 万吨，较 2011 年下降 2.54%，主要系公司关停立窑熟料生产线所致。由于公司系按订单生产，合理的生产安排使公司水泥和混凝土产品产销情况较好，2012 年公司水泥和混凝土产品产销率分别为 99.66%和 100.00%。

表3 公司 2011-2012 年主要产能产量和销量情况

产品名称	2012年			2011年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
水泥（万吨）	1,871	1,462.04	1,457.00	1,794	1,491.00	1,485.00
熟料（万吨）	1,149	1,126.61	268.27	1,179	1,236.00	291.00
混凝土（万方）	730	174.18	174.18	400	11.69	11.69

注：公司混凝土业务 2011 年 11 月份开始并表。

资料来源：公司提供

跟踪期内公司产能扩张项目投入资金量不大，但公司有较大规模产能扩张计划，未来存在较大资金需求

固定资产投资方面，江西石城南方万年青水泥有限公司一期 60 万吨/年水泥粉磨工程已

于 2012 年 1 月完工，该项目使公司水泥年产能提升 60 万吨。

表4 截至 2012 年 12 月 31 日公司已完工固定资产项目情况（单位：万元）

项目名称	资金来源	总投资	开工时间	完工时间	产能
江西石城南方万年青水泥有限公司一期 60 万吨/年水泥粉磨工程	企业自筹	8,400.00	2011 年 7 月	2012 年 1 月	年产水泥 60 万吨

资料来源：公司提供

公司有较大规模产能扩张计划，除已完成的项目外，仍有江西于都南方万年青水泥有限公司 4,800 吨/日水泥熟料生产线、江西兴国南方万年青水泥有限公司年 $\phi 3.8 \times 13\text{m}$ 水泥粉磨系统技改工程项目、鄱阳恒基建材有限公司等七个项目正在推进，项目计划总投资 36.18 亿元，截至 2012 年末累计已投入 1.57 亿元，尚需投入资金规模较大，从资金来源上看，主要以自有资金和银行贷款为主，未来存在一定的资金需求。

我们也关注到截至 2012 年末，我国新型干法水泥产能已达 28 亿吨，超出当年水泥需求 8 亿吨，产能富余程度达 40%；江西省内同样存在水泥产能过剩的问题。未来公司在建、拟建项目达产后将面临一定的产能过剩风险。

表5 截至 2012 年 12 月 31 日公司在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	资金来源	计划投资	已投资	建设期限	影响	类型
江西于都南方万年青水泥有限公司 4800 吨/日水泥熟料生产线	自筹及银行贷款	65,000.00	8,109.00	16 个月	年产熟料 155 万吨	技改
江西兴国南方万年青水泥有限公司年 $\phi 3.8 \times 13\text{m}$ 水泥粉磨系统技改工程项目	自筹及银行贷款	6,935.00	1,848.00	8 个月	年产水泥 100 万吨	技改
鄱阳恒基建材有限公司	自筹及银行贷款	3,000.00	1,700.00	6 个月	年产商品混凝土 60 万方	新建
江西黄金埠水泥有限责任公司三期工程	自筹及银行贷款	7,000.00	未开工	8 个月	年产水泥 60 万吨	新建
江西南昌万年青水泥粉磨技改工程	自筹及银行贷款	10,000.00	未开工	12 个月	年产水泥 100 万吨	技改
南昌万年青商砼有限公司	自筹及银行贷款	5,000.00	未开工	8 个月	年产商品混凝土 80 万方	新建
上饶万年青城	抵押借款、开发商垫资、滚动销售回流资金	264,851.00	4,000.00	24 个月	商贸物流锁定公司水泥产品的终端市场	产业链延伸新建
合计		361,786.00	15,657.00	-		

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司水泥销售均价下跌明显，整体盈利能力减弱

跟踪期内，公司煤炭采购价格降低，其中煤炭平均采购价格较 2011 年下降 10.78%，为 702.65 元/吨；电力平均采购价格较 2011 年上涨 6.67%，达到 0.64 元/度。跟踪期内，公司煤炭和电力原料用量均有所下降，。

表6 公司 2011-2012 年主要原材料平均采购价格情况

项目		2012 年	2011 年
煤炭	用量（万吨）	182.36	220.24
	平均单价（元/吨）	702.65	787.54
	金额（万元）	128,135.25	173,443.96
电力	用量（万度）	90,276.03	97,742.49
	平均单价（元/度）	0.64	0.60
	金额（万元）	57,776.66	58,524.49

资料来源：公司提供

2012 年我国水泥行业景气度下滑，水泥需求疲软、水泥价格下跌。2012 年公司水泥和熟料产品销售均价分别比 2011 年下降 15.36%和 14.53%。混凝土方面，2012 年公司通过对接重大施工工程和大客户直销等手段，实现了公司混凝土产品销售均价的逆势增长。整体而言，公司水泥销售均价下跌明显，整体盈利能力减弱。

表7 公司 2011-2012 年主要产品的平均销售价格情况

产品名称	2012年	2011年
水泥（元/吨）	273.36	322.96
熟料（元/吨）	234.27	274.09
混凝土（元/方）	302.52	279.54

资料来源：公司提供

四、财务分析

财务分析基础说明

本节所采用的财务数据来源于经中磊会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留意见的公司2011-2012年审计报告以及未经审计的2013年1-3月的财务报表。公司2010-2012年审计报告及2013年1-3月财务报表均按照新会计准则编制。

截至 2012 年 12 月 31 日，纳入公司合并报表范围内的子公司共 40 家。2012 年公司合并范围内新增 12 家子公司，无减少的子公司，具体变化情况见下表。

表8 2012 年公司财务报表合并范围变动情况

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	变化原因
上饶万年青城有限公司	4,000.00	51.00%	出资组建（新增）
瑞金万年青商砼有限公司	1,500.00	50.00%	出资组建（新增）
鄱阳县恒基建材有限公司	1,000.00	100.00%	收购获得（新增）
南昌万年青商砼有限公司	1,000.00	48.00%	出资组建（新增）
景德镇市磐泰砼材检测有限公司	100.00	32.50%	收购获得（新增）
景德镇市景磐混凝土有限公司	1,200.00	32.50%	收购获得（新增）
景德镇市城竞混凝土有限公司	1,000.00	32.50%	收购获得（新增）
景德镇东鑫混凝土有限公司	1,000.00	32.50%	收购获得（新增）
江西昊鼎商品混凝土有限公司	1,000.00	65.00%	收购获得（新增）
江西东鑫混凝土有限公司	1,000.00	65.00%	收购获得（新增）
赣州永恒建筑材料检测有限公司	100.00	66.67%	收购获得（新增）
赣州永固高新材料有限公司	2,000.00	66.67%	收购获得（新增）
崇义祥和万年青商砼有限公司	300.00	40.00%	出资组建（新增）

资料来源：根据公司审计报告整理

财务分析

跟踪期内，公司资产规模有所增长；受水泥行业景气度下降和江西省内重大工程进度延期等因素影响，公司收入规模下滑；同时受水泥价格下行影响，公司盈利能力减弱；股票增发使公司资本实力有所提升，但公司刚性债务规模偏大，且以短期债务为主，面临一定的流动性压力

截至 2013 年 3 月末，公司资产规模为 74.67 亿元，较 2011 年末增长 6.26%，主要资产构成情况变动不大。从资产结构来看，公司作为典型的生产型企业，资产以非流动资产为主，资产流动性一般；2012 年末，公司非流动资产占比为 69.41%。跟踪期内，公司货币资金因非公开发行股票和成功发行债券而有所增长；公司应收账款增长迅速，2012 年末公司应收账款较 2011 年末增长 342.83%，主要由于公司混凝土产品赊销所致。2012 年末公司存货比上年末减少 12.78%，其中原材料（主要为煤炭）占比 69.59%，产成品占比 27.89%。公司无形资产略有增长，其中采矿权以石灰石采矿权为主（详见附录五），增长主要来自收购股权取得的新增土地使用权及采矿权。

表9 2011-2012 年及 2013 年 3 月末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	249,823.72	33.46%	219,934.37	30.59%	211,990.07	30.16%

货币资金	134,905.53	18.07%	113,075.82	15.72%	101,314.65	14.42%
应收账款	23,361.26	3.13%	22,371.68	3.11%	5,052.02	0.72%
存货	43,838.79	5.87%	52,590.12	7.31%	60,297.64	8.58%
非流动资产合计	496,918.73	66.54%	499,149.56	69.41%	490,792.93	69.84%
长期股权投资	20,080.55	2.69%	20,080.55	2.79%	19,482.40	2.77%
固定资产	380,893.22	51.01%	389,891.91	54.22%	381,927.98	54.35%
无形资产	57,294.70	7.67%	55,302.61	7.69%	48,987.14	6.97%
商誉	20,479.82	2.74%	20,479.82	2.85%	11,824.25	1.68%
资产总计	746,742.45	100.00%	719,083.93	100.00%	702,783.00	100.00%

资料来源：公司 2011-2012 年审计报告及 2013 年第一季度财务报表

2012 年受水泥行业景气度下降和江西省内重大工程进度延期等因素影响，公司营业收入较 2011 年下滑 17.53%，综合毛利率降为 19.63%，较 2011 年下降近 9 个百分点，公司主要产品水泥价格的行业性下降使公司盈利能力弱化。跟踪期内，随着公司产业规模的增长，2012 年公司管理费用和财务费用同比上升 12.59% 和 5.17%，公司期间费用率达到 13.00%，较 2011 年增加近 2.5 个百分点，在一定程度上弱化了公司的盈利水平。

表10 2011-2012 年及 2013 年 1-3 月公司盈利能力指标

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年
营业收入（万元）	110,431.76	465,843.26	564,863.29
期间费用（万元）	15,388.58	60,540.12	60,618.63
营业利润（万元）	4,156.92	29,566.20	101,337.47
营业外收入（万元）	4,767.95	12,949.75	9,007.31
利润总额（万元）	8,461.67	39,310.17	107,767.48
净利润（万元）	5,920.54	28,100.70	78,306.48
综合毛利率	18.24%	19.62%	28.43%
期间费用率	13.93%	13.00%	10.73%
总资产回报率	-	8.50%	18.58%

资料来源：公司 2011-2012 年审计报告及 2013 年第一季度财务报表

2012 年公司混凝土业务规模增长迅速，由于该业务账期较长，资金回笼速度相对较慢，导致公司 2012 年末应收账款迅速增长，公司应收账款周转天数增大。2012 年受收入规模下滑影响，公司存货周转天数略有增长。公司为生产型企业，固定资产规模较大，2012 年公司收入规模下滑非流动资产周转天数已升至 382.51 天，总资产周转天数为 549.40 天。

表11 2011-2012 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2012 年	2011 年
应收账款周转天数	10.60	3.21
存货周转天数	54.27	46.57

应付账款周转天数	67.88	67.25
净营业周期	-3.02	-17.48
流动资产周转天数	166.89	121.95
非流动资产周转天数	382.51	311.90
总资产周转天数	549.40	433.84

数据来源：公司 2011-2012 年审计报告

2012 年公司净利润较 2011 年下降 64.11%，在剔除固定资产折旧等非付现费用和非经营性损益调整之后，FFO 指标表现较 2011 年弱化。跟踪期内，公司混凝土主要销往建筑工地，一般按照工程进度结算，账款回收期较长（3-6 个月不等），资金的回笼速度相对较慢；受混凝土业务赊销产生的应收账款规模较大影响，公司营运资本波动幅度较大。2012 年公司经营活动现金净流入较 2011 年下滑。2012 年公司对外收购股权、固定资产投入等投资规模有限，公司经营活动现金生成能力基本满足其对外投资所需，但公司有较大规模产能扩张计划，未来存在一定的资金压力。

表12 2011-2012 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
净利润	28,100.70	78,306.04
非付现费用	37,094.47	34,497.60
非经营损益	19,624.52	11,553.13
FFO	84,819.69	124,356.77
营运资本变化	-26,899.03	-10,603.71
其中：存货减少（减：增加）	7,797.37	-16,672.24
经营性应收项目的减少（减：增加）	-194,543.72	-30,927.87
经营性应付项目增加（减：减少）	159,847.32	36,996.40
经营活动现金流量净额	57,920.67	113,753.49
投资活动现金流量净额	-35,264.85	-80,140.77
筹资活动现金流量净额	-13,423.65	-7,513.24
现金及现金等价物净增加额	9,232.17	26,099.48

资料来源：公司 2011-2012 年审计报告

跟踪期内，公司非公开募集资金后所有者权益规模有所增长，资本实力有所提升，但负债与所有者权益比率仍处于较高水平，自有资本对债务的保障程度一般。

表13 2011-2012 年及 2013 年 3 月末公司资本结构情况（单位：万元）

项 目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年
负债总额	451,717.24	433,199.25	441,838.04
其中：流动负债	338,887.63	346,398.15	322,986.09
非流动负债	112,829.61	86,801.10	118,851.95

所有者权益	295,025.21	285,884.67	260,944.97
负债与所有者权益比率	153.11%	151.53%	169.32%

资料来源：公司2011-2012年审计报告及2013年第一季度财务报表

从公司负债构成来看，流动负债占比较高，2012年末占公司负债总额的79.96%。公司应付账款和应付票据系应付供应商货款，2012年应付票据增长主要系公司增加票据融资所致。公司长期借款主要系前期固定资产投资取得的项目贷款，规模逐年减少。2012年10月公司发行“江西万年青水泥股份有限公司2012年公司债券（第一期）”，发行规模为5亿元，期限为5年，票面利率7.05%，起息日为2012年10月18日，到期一次还本付息。2012年末公司刚性负债¹规模为28.22亿元，占负债总额的比重为65.13%，其中短期债务占负债总额的比重为57.89%。公司刚性债务规模较大，且以短期债务为主，使公司面临一定的短期偿债压力。

表14 2011-2012年及2013年3月末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013年3月		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	338,887.63	75.02%	346,398.15	79.96%	322,986.09	73.10%
短期借款	184,750.00	40.90%	171,030.00	39.48%	144,260.00	32.65%
应付票据	38,542.27	8.53%	50,511.31	11.66%	35,249.09	7.98%
应付账款	47,113.22	10.43%	59,431.23	13.72%	81,773.18	18.51%
一年内到期的非流动负债	28,240.00	6.25%	29,240.00	6.75%	17,140.00	3.88%
非流动负债合计	112,829.61	24.98%	86,801.10	20.04%	118,851.95	26.90%
长期借款	20,040.00	4.44%	20,040.00	4.63%	44,180.00	10.00%
应付债券	49,814.21	11.03%	49,805.63	11.50%	39,843.45	9.02%
长期应付款	37,381.48	8.28%	11,338.24	2.62%	30,273.60	6.85%
负债合计	451,717.24	100.00%	433,199.25	100.00%	441,838.04	100.00%

资料来源：公司2011-2012年审计报告及2013年第一季度财务报表

近年公司的资产负债率一直处于高位，且流动负债过高导致流动比率和速动比率偏低，2012年分别为0.63和0.48。2012年公司盈利情况弱化且利息支出规模较大，EBITDA利息保障倍数表现弱化。

表15 2011-2012年及2013年3月公司主要偿债能力指标

项目	2013年3月	2012年	2011年
资产负债率	60.49%	60.24%	62.87%
流动比率	0.74	0.63	0.66
速动比率	0.61	0.48	0.47

¹ 刚性负债=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+长期应付款

EBITDA(万元)	-	96,393.70	158,267.98
EBITDA 利息保障倍数	-	4.56	8.43

资料来源：公司 2011-2012 年审计报告及 2013 年第一季度财务报表

五、评级结论

公司主要从事水泥生产销售业务。跟踪期内，公司在江西市场继续保持较高的产品知名度和市场竞争力；公司通过股权收购向混凝土业务拓展，混凝土销售收入增长较快。

同时我们也注意到，跟踪期内，水泥行业景气度下滑使公司收入和毛利均大幅下降；公司后续规划的固定资产投入规模较大，未来仍存在一定的资金压力。此外，公司资产以非流动资产为主，公司资产流动性一般；期间费用水平的上升在一定程度上弱化了公司的盈利水平；公司负债规模较大，自有资本对债务的保障程度一般；公司刚性债务规模较大，且以短期债务为主，使公司面临一定的短期偿债压力；公司利息支出较大，EBITDA 对利息的保障程度有所弱化。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA 和本期债券信用等级 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	134,905.53	113,075.82	101,314.65	92,632.13
交易性金融资产	26.95	26.95	23.31	31.51
应收票据	12,545.29	12,166.23	21,325.22	1,626.58
应收账款	23,361.26	22,371.68	5,052.02	5,009.46
预付款项	18,272.36	9,741.61	9,967.18	15,821.32
应收股利	26.54	26.54	-	4,232.22
其他应收款	16,237.37	9,586.07	13,786.15	6,849.02
存货	43,838.79	52,590.12	60,297.64	44,309.36
其他流动资产	609.63	349.37	223.91	181.81
流动资产合计	249,823.72	219,934.37	211,990.07	170,693.42
长期股权投资	20,080.55	20,080.55	19,482.40	19,230.84
投资性房地产	2,943.00	2,967.65	2,994.31	3,091.52
固定资产	380,893.22	389,891.91	381,927.98	363,669.77
在建工程	7,871.91	2,868.18	12,632.36	25,789.45
工程物资	243.66	291.89	1,971.61	4,949.05
固定资产清理	345.76	361.08	835.56	43.01
无形资产	57,294.70	55,302.61	48,987.14	48,364.67
商誉	20,479.82	20,479.82	11,824.25	11,684.46
长期待摊费用	-	-	-	-
递延所得税资产	1,689.71	1,829.00	1,494.39	1,697.84
其他非流动资产	5,076.41	5,076.87	8,642.93	9,456.98
非流动资产合计	496,918.73	499,149.56	490,792.93	487,977.58
资产总计	746,742.45	719,083.93	702,783.00	658,671.00
短期借款	184,750.00	171,030.00	144,260.00	134,810.00
应付票据	38,542.27	50,511.31	35,249.09	63,915.08
应付账款	47,113.22	59,431.23	81,773.18	69,288.85
预收款项	11,579.65	7,931.95	6,372.88	7,039.98
应付职工薪酬	883.70	1,443.86	1,151.37	1,116.56
应交税费	5,255.76	8,064.28	25,560.13	12,110.39
应付利息	1,661.15	783.18	988.65	263.18
应付股利	2,002.98	2,000.00	-	1,800.00
其他应付款	15,609.37	15,489.32	10,442.83	10,824.05
一年内到期的非流动负债	28,240.00	29,240.00	17,140.00	33,740.00
其他流动负债	3,249.53	473.01	47.97	-
流动负债合计	338,887.63	346,398.15	322,986.09	334,908.09
长期借款	20,040.00	20,040.00	44,180.00	47,920.00

应付债券	49,814.21	49,805.63	39,843.45	-
长期应付款	37,381.48	11,338.24	30,273.60	39,268.77
专项应付款	1,486.41	1,486.41	986.41	1,000.00
递延所得税负债	2,527.45	2,545.41	2,215.79	2,154.79
其他非流动负债	1,580.05	1,585.41	1,352.69	-
非流动负债合计	112,829.61	86,801.10	118,851.95	90,343.57
负债合计	451,717.24	433,199.25	441,838.04	425,251.66
实收资本（或股本）	40,890.96	40,890.96	39,590.96	39,590.96
资本公积	50,000.67	50,000.67	42,250.94	58,791.14
盈余公积	5,987.69	5,987.69	4,599.68	2,066.12
未分配利润	76,545.72	73,436.74	66,218.17	21,363.50
归属于母公司股东权益合计	173,425.03	170,316.05	152,659.75	121,811.72
少数股东权益	121,600.18	115,568.63	108,285.22	111,607.62
所有者权益（或股东权益）合计	295,025.21	285,884.67	260,944.97	233,419.34
负债和所有者权益（或股东权益）总计	746,742.45	719,083.93	702,783.00	658,671.00

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
一、营业收入	110,431.76	465,843.26	564,863.29	384,711.75
减：营业成本	90,284.95	374,423.97	404,300.08	305,911.35
营业税金及附加	601.99	3,433.69	3,978.11	1,798.69
销售费用	4,138.66	15,663.32	19,571.46	15,946.95
管理费用	6,263.71	24,320.65	21,601.83	16,135.36
财务费用	4,986.21	20,556.15	19,445.34	15,262.14
资产减值损失	-0.09	1,100.94	2,704.77	995.97
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-	3.64	-8.20	0.59
投资收益（损失以“-”号填列）	0.59	3,218.02	8,083.97	4,684.37
二、营业利润	4,156.92	29,566.20	101,337.47	33,346.25
加：营业外收入	4,767.95	12,949.75	9,007.31	7,593.63
减：营业外支出	463.20	3,205.78	2,577.29	2,316.66
三、利润总额	8,461.67	39,310.17	107,767.48	38,623.22
减：所得税费用	2,541.13	11,209.47	29,461.00	9,581.05
四、净利润	5,920.54	28,100.70	78,306.48	29,042.16
归属于母公司所有者的净利润	3,108.99	19,048.73	50,555.50	15,326.33
少数股东损益	2,811.55	9,051.98	27,750.98	13,715.83

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年	2010 年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	116,302.57	493,373.66	613,793.66	427,938.12
收到的税费返还	1,953.71	6,810.46	7,465.54	6,446.04
收到的其他与经营活动有关的现金	3,458.75	19,772.01	11,612.88	15,112.94
经营活动现金流入小计	121,715.03	519,956.13	632,872.09	449,497.10
购买商品、接受劳务支付的现金	79,428.22	329,095.78	406,868.19	298,710.57
支付给职工以及为职工支付的现金	9,211.94	30,437.76	24,041.42	15,969.40
支付的各项税费	14,437.72	71,927.52	61,052.14	29,409.18
支付其他与经营活动有关的现金	11,304.08	30,574.39	27,156.86	26,197.71
经营活动现金流出小计	114,381.96	462,035.46	519,118.60	370,286.86
经营活动产生的现金流量净额	7,333.07	57,920.67	113,753.49	79,210.24
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资所收到的现金	-	-	1,748.44	-
取得投资收益所收到的现金	0.59	4,410.73	4,819.84	433.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	2.37	2,285.84	32.76	15.27
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	-	-
投资活动现金流入小计	2.96	6,696.58	6,601.04	448.73
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	8,756.71	29,277.57	35,869.56	50,711.45
投资所支付的现金	-	3,992.87	47,752.52	375.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	8,690.99	3,119.73	2,741.40
支付其他与投资活动有关的现金	65.42	-	-	-
投资活动现金流出小计	8,822.13	41,961.43	86,741.82	53,827.85
投资活动产生的现金流量净额	-8,819.17	-35,264.85	-80,140.77	-53,379.12
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资所收到的现金	3,220.00	16,460.25	6,148.00	692.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	-	692.00
取得借款收到的现金	66,600.00	186,130.00	166,461.00	191,073.62
发行债券收到的现金	-	49,800.00	39,840.00	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	33,051.30	49,771.45	37,227.24	31,076.38
筹资活动现金流入小计	102,871.30	302,161.70	249,676.24	222,842.00
偿还债务所支付的现金	37,880.00	214,984.36	185,471.95	190,034.63
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	18,677.70	31,657.14	28,155.25	14,663.17
支付的其他与筹资活动有关的现金	22,997.79	68,943.85	43,562.27	21,823.45
筹资活动现金流出小计	79,555.49	315,585.35	257,189.47	226,521.26

筹资活动产生的现金流量净额	23,315.81	-13,423.65	-7,513.24	-3,679.25
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	21,829.72	9,232.17	26,099.48	22,151.87
加：期初现金及现金等价物余额	107,027.75	97,795.58	71,696.09	49,544.23
六、期末现金及现金等价物余额	128,857.47	107,027.75	97,795.58	71,696.09

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	28,100.70	78,306.04	29,042.16
加：资产减值准备	1,100.94	2,704.77	995.97
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	34,419.95	30,153.59	27,714.72
无形资产摊销	1,573.58	1,632.25	1,853.59
长期待摊费用摊销	-	6.99	15.16
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	1,761.18	84.25	353.98
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	-	-	-
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	-3.64	8.20	0.59
财务费用(收益以“-”号填列)	21,090.00	19,280.21	13,181.03
投资损失(收益以“-”号填列)	-3,218.02	-8,083.97	-4,684.37
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-334.61	203.44	448.50
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	329.61	61.00	64.87
存货的减少(增加以“-”号填列)	7,797.37	-16,672.24	282.26
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-194,543.72	-30,927.87	-19,558.29
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	159,847.32	36,996.40	29,500.06
经营活动产生的现金流量净额	57,920.67	113,753.49	79,210.24
现金的期末余额	107,027.75	97,795.58	71,696.09
减：现金的期初余额	97,795.58	71,696.09	49,544.23
现金及现金等价物净增加额	9,232.17	26,099.48	22,151.87

附录四 截至 2012 年末纳入公司合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	经营范围
江西万年青科技工业园有限责任公司	3,000.00	100.00%	物业管理等
江西万年青工程有限公司	1,000.00	100.00%	机电设备安装、维修，水泥设备制造及销售等
江西万年青电子有限公司	1,900.00	75.00%	石英晶体元器件
南昌万年青水泥有限责任公司	3,125.00	68.00%	水泥生产销售
温州市万年青散装水泥有限公司	280.00	70.00%	水泥仓储
江西南方万年青水泥有限公司	100,000.00	50.00%	水泥生产销售
江西玉山万年青水泥有限公司	10,000.00	40.00%	水泥生产销售
江西瑞金万年青水泥有限责任公司	48,520.00	50.00%	水泥生产销售
江西万年青矿业有限公司	3,000.00	100.00%	非金属矿开采、加工、销售
万年县万年青商砼有限公司	1,000.00	100.00%	混凝土、混凝土外加剂（不含危险化学品）、小型建筑预制构件生产、销售
江西永利万年青商砼有限公司	10,000.00	100.00%	混凝土、混凝土外加剂（不含危险化学品）、小型建筑预制构件、管桩、管片生产、销售
江西赣州万年青商砼有限公司	6,000.00	66.67%	水泥制品生产和销售
江西兴国万年青商砼有限公司	1,000.00	100.00%	混凝土、混凝土外加剂（不含危险化学品）、小型建筑预制构件生产、销售
赣州于都万年青商砼有限公司	1,000.00	66.67%	水泥制品生产和销售
江西石城南方万年青水泥有限公司	2,500.00	50.00%	水泥生产和销售
崇义祥和万年青商砼有限公司	300.00	40.00%	水泥制品生产和销售
上饶万年青城有限公司	4,000.00	51.00%	房地产开发等
瑞金万年青商砼有限公司	1,500.00	50.00%	商品混凝土、水泥制品生产和销售
南昌万年青商砼有限公司	1,000.00	48.00%	水泥砼预制构件的生产销售
江西黄金埠万年青水泥有限责任公司	3,000.00	58.00%	水泥生产销售
福建福清万年青水泥有限公司	2,000.00	90.00%	水泥生产销售
江西寻乌南方万年青水泥有限责任公司	2,000.00	35.00%	水泥生产销售
江西赣州南方万年青水泥有限公司	10,000.00	40.00%	水泥生产销售
江西于都南方万年青水泥有限公司	10,282.00	40.00%	水泥生产销售
江西兴国南方万年青水泥有限公司	2,044.09	40.00%	水泥生产销售
江西锦溪水泥有限公司	23,056.00	65.00%	水泥生产销售
东乡县混凝土有限公司	1,000.00	65.00%	建筑材料加工、销售
江西湖口万年青水泥有限公司	2,600.00	65.00%	水泥生产销售
乐平锦溪商品混凝土有限公司	1,000.00	33.15%	建筑材料加工、销售
进贤县鼎盛混凝土有限公司	1,000.00	100.00%	建筑材料加工、销售
江西锦溪塑料制品有限公司	4,000.00	51.00%	熟料编织袋生产销售

鄱阳县恒基建材有限公司	1,000.00	100.00%	水泥制品、混凝土、新型墙体材料生产及销售
赣州永固高新材料有限公司	2,000.00	66.67%	商品混凝土、水泥预制构件、高新墙体材料、商品砂浆生产、销售
赣州永恒建筑材料检测有限公司	100.00	66.67%	建筑材料检测
江西东鑫混凝土有限公司	1,000.00	65.00%	预拌混凝土、预制构件
江西昊鼎商品混凝土有限公司	1,000.00	65.00%	生产销售砂浆及泵送商品混凝土
景德镇市景磐混凝土有限公司	1,200.00	32.50%	混凝土搅拌加工、销售、装卸
景德镇市城竞混凝土有限公司	1,000.00	32.50%	混凝土搅拌加工、销售、装卸
景德镇东鑫混凝土有限公司	1,000.00	32.50%	预拌混凝土制造、销售
景德镇市磐泰砼材检测有限公司	100.00	32.50%	建筑工程、建筑原材料及结构检测服务

资料来源：根据公司审计报告整理

附录五 截至 2013 年 3 月末公司拥有的采矿权情况

矿山名称	证号	开采矿种	生产规模	有效期
江西水泥瑞金水泥厂猫子寨石灰石矿	C3600002010097120076202	石灰岩	400 万吨/年	2035.09
江西水泥布角湾粘土矿	C 3600002011017220104157	粘土、硅质粘土	22.05 万立方米/年	2018.08
江西水泥鹅岭石灰石矿	C3600002011017120103833	石灰岩	100 万吨/年	2013.09
江西万年青水泥股份有限公司石灰石矿	C3600002011017120103841	石灰岩	130 万吨/年	2016.11
江西水泥古塘千枚岩矿	C3611012009067120024295	页岩	20 万吨/年	2016.03
江西水泥玉山县大垄粘土矿	C3611012010127120085414	粘土	17.24 万立方米/年	正在办理延期
江西水泥玉山县后背山鸡头山灰岩矿	C3600002011017000103866	石灰岩	200 万吨/年	2033.08
赣州万年青水泥横塘面上泥岩矿	C3607002009077130029936	水泥配料用泥岩	3 万立方米/年	2013.08
于都万年青金鸡山石灰岩矿	C3600002009087120031503	水泥用石灰岩	200 万吨/年	2042.11
锦溪水泥上堡石灰岩矿	C3602002010127130084585	石灰岩	30 万吨/年	2020.12
锦溪水泥中堡石灰岩矿	C3602002010127120084402	石灰岩	30 万吨/年	2020.12
锦溪水泥鸡公山石灰石矿	C3602002011047140110447	石灰岩	10 万吨/年	2022.09
锦溪水泥塘坞石灰岩矿	C3600002010127110097365	石灰岩	50 万吨/年	2014.12
锦溪水泥坞家山石灰岩矿	3602000820009	石灰岩	50 万吨/年	2013.08
涌峰采石场	C3602812010107120105435	建筑石料用灰岩	5 万吨/年	2013.06

资料来源：公司提供

附录六 2012 年以来公司资产收购、出售及内部整合情况

收购情况		
收购标的	完成时间	价格（万元）
鄱阳县恒基建材有限公司 100%股权	2012.01	640.00
景德镇市景磐混凝土有限公司 50%股权	2012.01	5,039.09
景德镇东鑫混凝土有限公司 50%股权	2012.01	544.83
景德镇市城竟混凝土有限公司 50%股权	2012.01	697.63
景德镇市磐泰砼材检测有限公司 50%股权	2012.01	96.58
江西东鑫混凝土有限公司 65%股权	2012.01	2,009.50
赣州永固高新材料有限公司 100%股权	2012.03	2,764.13
赣州永恒建筑材料检测有限公司 100%股权	2012.03	100.00
江西昊鼎商品混凝土有限公司 65%股权	2012.08	1,797.71
合 计	-	13,689.47
内部整合情况		
整合标的	完成时间	价格（万元）
江西永利万年青商砼有限公司 49%股权	2012.09	2,800.00
江西锦溪塑料制品有限公司 7.12%股权	2013.04	325.68
合 计	-	3,125.68

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数 (天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期 (天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

附录八 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。