



# 江西万年青水泥股份有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0217 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 15 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	江西万年青水泥股份有限公司	AA+/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“22 江泥 01”	AA+
<b>跟踪评级原因</b>	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于江西万年青水泥股份有限公司（以下简称“万年青”或“公司”）的水泥产品在江西省内保持较强的区域竞争力且市场占有率小幅提升；同时，公司保持较强的成本控制能力、较低的财务杠杆水平和很强的偿债能力。同时，中诚信国际关注到下游需求减弱及市场竞争加大使公司水泥及商砼价格降幅较大，需关注未来价格修复情况、商砼长账期问题和煤炭价格居相对高位带来的成本控制压力等因素对整体经营及信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，江西万年青水泥股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	<b>可能触发评级上调因素：</b> 公司产能及产销量规模持续显著增长，收入规模持续大幅上升，资本实力显著增强；盈利能力明显提升且具有可持续性等。 <b>可能触发评级下调因素：</b> 受市场波动和需求减弱等因素影响，公司产品产销量持续大幅下滑；产能释放及消纳不及预期；财务杠杆比率显著上升；盈利能力恶化等。	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 水泥产品在江西省内保持较强的区域竞争力且市场占有率小幅提升</li><li>■ 公司保持了较强的成本控制能力、较低的财务杠杆水平和很强的偿债能力</li></ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"><li>■ 下游需求减弱及市场竞争加大使公司水泥及商砼价格降幅较大，需关注未来价格修复情况</li><li>■ 商砼长账期问题和煤炭价格居相对高位带来的成本控制压力</li></ul>		

项目负责人：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn

项目组成员：周江玥 jyzhou@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

万年青（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3
资产总计（亿元）	174.30	182.51	170.00	165.35
所有者权益合计（亿元）	109.00	104.59	103.88	103.88
负债合计（亿元）	65.30	77.92	66.12	61.47
总债务（亿元）	29.14	36.13	30.97	28.13
营业总收入（亿元）	142.05	112.82	81.90	12.75
净利润（亿元）	23.07	5.84	3.15	-0.18
EBIT（亿元）	33.12	9.89	5.94	--
EBITDA（亿元）	38.47	15.56	11.62	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	18.73	8.45	7.63	-0.48
营业毛利率（%）	27.36	17.48	18.43	14.64
总资产收益率（%）	19.00	5.54	3.37	--
EBIT 利润率（%）	23.32	8.77	7.25	--
资产负债率（%）	37.46	42.69	38.89	37.17
总资本化比率（%）	21.32	25.95	23.22	21.55
总债务/EBITDA（X）	0.76	2.32	2.67	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	37.07	14.81	9.53	--
FFO/总债务（X）	0.92	0.19	0.22	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度财务报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年财务报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年财务报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、长期应付款以及其他权益工具中的带息债务，2024 年 3 月末债务数据未经调整，相关数据仅供参考。

## 同行业比较（2023 年数据）

2023 年部分建材企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 （亿元）	资产负债率 （%）	营业总收入 （亿元）	净利润 （亿元）	营业毛利率 （%）	经营活动净现金流 （亿元）
中建西部建设股份有限公司	344.03	67.80	228.63	7.25	11.34	3.29
<b>万年青</b>	<b>170.00</b>	<b>38.89</b>	<b>81.90</b>	<b>3.15</b>	<b>18.43</b>	<b>7.63</b>

中诚信国际认为，与其他建材企业相比，万年青水泥产品在主要市场的产能规模优势和品牌竞争实力更为突出，且具有资源控制优势，但业务布局集中在江西省内；收入和利润规模相对较小，但经营获现能力相对更强；公司杠杆水平低于同行业企业，且债务偿还压力相对较小。

## 本次跟踪债项情况

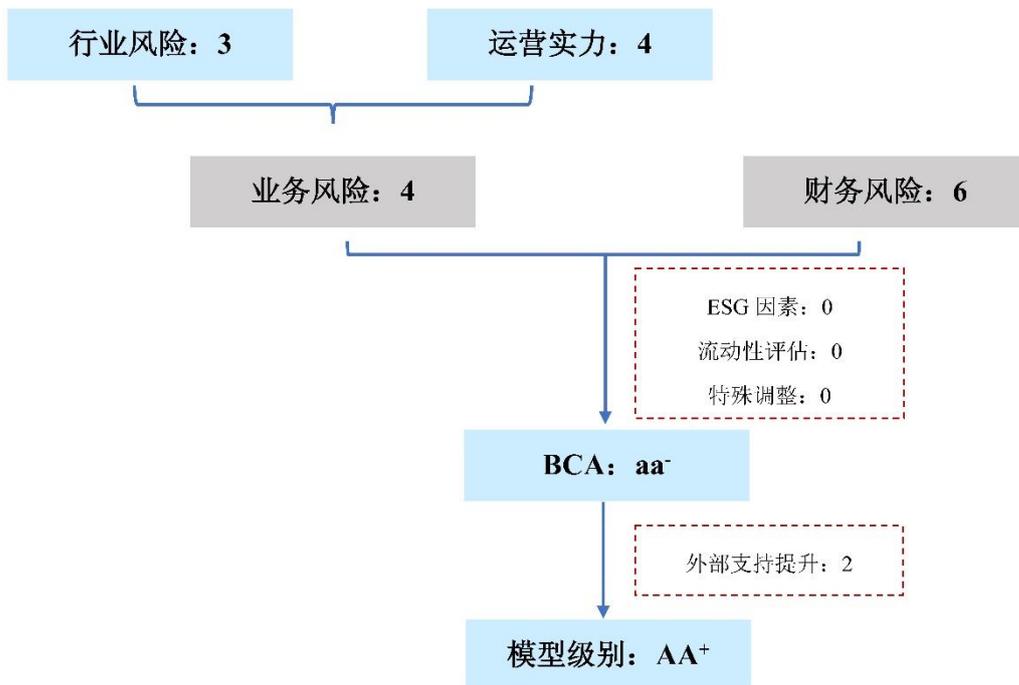
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效 期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 江泥 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/6/12 至本 报告出具日	6.00/6.00	2022/04/15~2027/04/15 (3+2)	回售，调整票面利率选择权

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
万年青	AA <sup>+</sup> /稳定	AA <sup>+</sup> /稳定	2023/6/12 至本报告出具日

## 评级模型

江西万年青水泥股份有限公司评级模型打分(C190100\_2024\_05\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 公司间接控股股东江西省建材集团有限公司(以下简称“江西省建材”)为江西省重要的国有企业,在促进地方经济建设、增加就业和税收等方面地位突出;同时,股东方实力雄厚,亦能为公司在业务发展等多方面提供较大支持,跟踪期内外部支持无变化。

**方法论:** 中诚信国际水泥行业评级方法与模型 C190100\_2024\_05

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为，2023 年错峰限产等政策持续发力，但在房地产投资下滑及落后产能退出较慢的情况下，水泥行业供需失衡加剧，竞争激烈导致行业整体经营效益进一步下滑，长期需求不足仍是制约行业回暖的首要因素，绿色低碳化和产能置换是行业高质量发展的关键，水泥企业将持续面临转型发展和盈利压力。

从水泥供给端来看，2023 年去产能化进程持续推进，各地区水泥错峰生产执行周期和停产时间均有不同程度的延长，但技术改造等带来一定的产能提升，低效产能退出相对缓慢，行业产能过剩的局面长期存在，低碳绿色发展和产能置换是目前水泥行业供给变化的最重要影响因素。受整体市场需求疲软影响，2023 年中国水泥产量已连续 3 年下滑，加之过去两年延期的产能置换项目集中投产，实际产能利用率有所下降。

需求端方面，2023 年，全国固定资产投资（不含农户）为 50.30 万亿元，同比增长 3.0%，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 5.90%，地方政府和城投平台的资金压力限制了以道路运输业为代表的部分基建项目的投资能力，基建投资增长趋缓；2023 年，道路运输业投资实现负增长，铁路运输投资同比保持两位数高速增长，对水泥需求起到一定支撑作用。地产投资方面，居民收入预期弱、房价下跌逾期、地产开发商信用风险等因素仍然制约市场恢复节奏，2023 年，房地产开发投资同比下降 9.6%，商品房销售面积、新开工面积、施工面积等指标仍承压，难以提振水泥需求，行业需求整体向下。供需结构性失衡使得全国水泥库存维持高位，叠加煤炭价格同比回落，2023 年水泥价格降至历史低位后反弹动力不足，部分区域跌破现金成本使得企业盈利空间大幅收缩，掌握优质矿山资源和产业链完整度高、规模优势突出、生产成本低、拥有其他优质资产的企业安全垫更高。

整体来看，经济结构转型发展使得以基建和房地产投资为主要驱动力的水泥需求高增长难以为继，水泥行业景气度自高点回落，预计未来将处于长期下行通道。2024 年“万亿国债”和“三大工程”等稳增长政策拉动的投资需求有助于水泥需求企稳，但水泥价格趋势性反转动力不足，行业整体经营效益改善压力大。

详见《中国水泥行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10944?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内，公司在江西省内继续保持较强的竞争优势，市场份额进一步提升；石灰石资源储备较为充足，生产成本有所下降；但行业需求走弱对公司产品售价带来压力，公司通过扩充商砼产能等方式增强产业链一体化优势，但未来多元化业务贡献增长、商砼长账期问题及水泥和商砼价格修复情况仍需关注。

**2023 年以来公司产权结构和两会一层均无较大变化，取得及处置子公司对合并范围及业务结构无重大影响，公司持续推进产业链建设进程，战略方向较为明确。**

跟踪期内公司控股股东及实际控制人均未发生变化。截至 2024 年 3 月末，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。

2023 年公司新增 3 家子公司纳入合并范围，其中新设立 2 家，收购并入 1 家。对外出售江西万铜环保材料有限公司 50.3% 股权<sup>2</sup>。以上合并范围变化对公司业务运营及信用风险无重大影响。

战略规划方面，公司将坚持“份额优先”战略，巩固水泥主业在江西省的市场份额及市场竞争力；稳步推进商砼等产业链延伸布局，提升相关多元化水平及综合竞争实力；加深与大型国企、战略性大客户的合作，深化“水泥+骨料”、“水泥+墙材”的一体化营销机制，探索“水泥+商砼”营销模式，发挥资源效用最大化。

**公司水泥和熟料产品产能在省内维持较突出的规模优势，跟踪期内，受外部环境影响，公司熟料产量有所下降，环保压力下小产线技改持续推进，且公司加大商砼产能布局，未来产业链一体化发展和产能利用情况需持续关注。**

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，具有相对突出的区域规模优势。跟踪期内，综合考虑产线的生产经营效率和环保政策要求等，公司对于小产能的熟料生产线停产，并按计划进行产能置换，未来仍将持续根据市场需求和政策要求变化等推进部分小产线的“拆二合一”等。2023 年以来水泥及熟料产能规模保持稳定，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。公司在稳步发展水泥业务的同时积极延伸上下游产业链，跟踪期内新增商砼生产线 6 条，商砼产能小幅增长。

**表 1：近年来公司主要产品产能情况（万吨/年、万立方米/年）**

产能	2021	2022	2023
水泥	2,600	2,600	2,600
熟料	1,375	1,375	1,375
商砼	1,975	2,205	2,365
骨料	900	1,500	1,500

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产方面，因国内房地产市场景气度低迷，水泥市场需求下降，近年来公司熟料、水泥产量整体有所下滑。具体来看，虽然江西省水泥产量同比下滑约 8%，但在增长的市场份额带动下，公司水泥产量同比基本持平；熟料产量小幅下滑，产能利用率随之下降，目前仍优于行业平均水平，但需关注市场需求较弱和产线改造等带来的产能利用效率下降问题。跟踪期商砼产量同比增长约 4%。

<sup>1</sup> 截至 2023 年末，公司第九届董事会由 9 名董事组成，非独立董事 6 名，独立董事 3 名。跟踪期内，公司原董事长林榕卸任，原非独立董事陈文胜任新一届董事长。

<sup>2</sup> 因子公司江西万铜环保材料有限公司面临无法解决尾矿质量、市场应用前不佳等难题，生产经营不及预期效果。为集中优势资源发展公司主营业务，公司在江西省产权交易所公开挂牌转让所持其 50.3% 股权，转让价格为 15,100.96 万元，受让方江西铜业股份有限公司已于 2024 年完成付款。

**表 2：近年来公司主要产品生产情况（万吨、万方、%）**

产量	2021	2022	2023
水泥	2,468.67	2,124.78	2,133.45
熟料	1,779.53	1,596.98	1,550.48
商砼	625.34	607.24	632.10
产能利用率	2021	2022	2023
水泥	94.95	81.72	82.06
熟料	129.42	116.14	112.76
商砼	31.66	27.54	26.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司产品在江西省具有稳固的市场地位和很高的知名度，跟踪期内，公司水泥销量逆势小幅增长，省内水泥市场份额进一步提升，但激烈的市场竞争下水泥价格降幅较大，价格修复情况值得关注。

销售方面，公司仍遵循“以销定产”的原则。公司旗下“万年青”牌水泥在省内竞争实力较强，2023 年，公司水泥产品在江西省内的市场占有率保持在 25% 以上，位居省内第一且市占率略有提升。公司销售地区仍以江西省为主，且聚焦于赣州、上饶、南昌、景德镇和九江等地区，受益于江西地区专项债资金保障下基础设施投资增长，跟踪期内公司水泥销量同比小幅增长。公司熟料主要自供，对外销售很少。受益于商砼业务的拓展，商砼销量亦同比增长 4.26%。售价方面，由于激烈的市场竞争和原材料价格传导效应，2023 年水泥和商砼均价降幅约 50 元/吨。2024 年一季度，整体水泥和商砼的市场价格仍在低位徘徊，未来价格修复情况仍需关注。结算模式方面，水泥产品销售以现款现货为主；商砼产品下游客户以大型建筑企业为主，结算模式为月结 70%，剩余 30% 竣工后半年到一年内付清。受行业竞争影响，商砼业务账期有所拉长，公司整体收款情况好于江西省内其他企业，但仍需关注商砼业务发展对公司资金占用情况。

**表 3：近年来公司主要产品销售情况**

销量（万吨、万立方米）	2021	2022	2023
水泥	2,450.99	2,117.66	2,136.89
商砼	626.30	609.86	635.86
销售价格（元/吨、元/立方米）	2021	2022	2023
水泥	367.79	314.92	263.27
商砼	459.97	433.33	380.26

注：商砼销量包含拌站代加工部分。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司石灰石储量较丰富，煤炭及电力供应稳定，具有一定的成本及能耗控制能力，中诚信国际将持续关注环保要求及煤炭价格变化对公司生产成本的影响。

在水泥价格持续承压及环保要求提高的情况下，成本控制成为企业改善经营效益的关键。跟踪期内，公司主要原材料和能源价格均有一定下滑，带动生产成本下降。具体来看，公司石灰石自供比例近 100%，公司石灰石矿产资源储量较丰富，跟踪期内未新增矿产储备。煤炭采购方面，公司使用的煤炭以外购烟煤为主，公司持续拓展煤炭采购渠道，与多家煤企签订长期合作协议，2023 年公司煤炭直供量占比超过 89%。同期，公司前五大供应商采购金额占比为 27.98%，同比变化不大，仍主要为煤企。电力方面，公司通过持续的自发电节省用电支出，截至 2023 年末，公司已投运的余热发电机组装机容量 80.50MW，利用余热发电可满足公司窑系统用电量 63% 的需求。2023 年，公司自发电量为 4.77 亿度，节约电费 2.79 亿元。环保方面，公司 11 条熟料产线中满足超低

排放要求的产线数量为 3 条，2024 年计划再改造 3 条熟料产线，预计投入近 1 亿元。整体来看，公司原材料和能耗控制能力较强，但持续的环保投入及处于相对高位的煤炭价格使得公司面临一定的成本控制压力。

表 4：近年来公司主要原材料采购情况（万吨、万元）

产品	2021		2022		2023	
	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额
煤炭	255.3	266,022.60	218.13	259,507.08	199.08	197,119.00
有色金属灰渣	42.22	4,735.56	65.05	7,794.62	61.00	6,258.00
脱硫石膏	51.19	5,362.18	56.44	5,612.13	57.20	2,503.00
磷石膏	12.50	888.69	20.03	1,534.76	8.55	217.00
水渣	46.41	10,361.78	48.99	8,139.20	35.87	4,915.00
合计	407.62	287,370.81	408.64	282,587.79	361.70	211,012.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**在建项目整体投资规模不大，未来资本支出压力较为可控。**

根据规划，公司将围绕现有水泥产能继续拓展商砼业务，并择机布局骨料矿产资源，增强产业链一体化优势，未来多元化业务贡献需关注。资本支出方面，公司在建工程主要为混凝土产能扩充、水泥熟料产线的技改优化、固废处理等项目，截至 2023 年末主要在建项目 5 个，计划总投资金额 4.98 亿元。总体来看公司的投资规模不大，资本支出压力较为可控。

## 财务风险

**中诚信国际认为，万年青经营获现能力良好，但受主要产品价格下滑及贸易业务收缩等影响，跟踪期内面临收入和利润下行压力，亦使得公司经营获现规模承压；跟踪期内资产和有息债务均有所下降，财务杠杆仍保持较低水平，公司偿债能力很强。但商砼业务发展对公司的资金占用，以及公司权益结构的稳定性等值得关注。**

### 盈利能力

跟踪期内，公司对经营战略进行调整，使得贸易业务大幅收缩，收入质量得以提升，但受水泥、商砼等产品价格下跌影响，公司主业经营仍面临一定压力。2023 年公司营业总收入同比下降 27.40%；水泥和骨料业务毛利率有所下滑，但由于低毛利的贸易收入大幅下降，2023 年营业毛利率小幅上升。同期，公司加强费用控制<sup>3</sup>，但收入下降使得期间费用率上升，当期公司经营性业务利润同比减少 31.83%，加之参股基金带来的投资收益减少等因素影响，利润总额同比下降 36.56%。此外，公司对部分利用效率低的产线陆续计提固定资产减值损失，2023 年计提金额有所下降，但仍需持续关注产线的实际产能利用情况以及带来的减值压力。综合影响下，2023 年 EBIT 利润率同比下降，公司盈利能力持续承压。2024 年第一季度，受市场需求持续低迷及费用支出相对刚性影响，公司出现亏损，中诚信国际将对未来市场景气度及燃料成本变化对公司盈利的影响保持关注。

<sup>3</sup> 2022 年受一次性计提待岗员工长期应付职工薪酬影响，当年管理费用异常上升，2023 年回落至正常水平。

**表 5：近年来公司主要板块收入及毛利率情况（亿元、%）**

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥	83.62	34.79	63.35	18.04	52.48	14.09
混凝土	28.74	28.20	26.12	22.00	24.01	25.17
骨料	--	--	3.54	43.59	3.31	31.94
贸易	24.60	0.25	16.81	0.19	--	--
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>142.05</b>	<b>27.36</b>	<b>112.82</b>	<b>17.48</b>	<b>81.90</b>	<b>18.43</b>

注：1、水泥收入含少量熟料对外销售收入，贸易业务主要涉及煤炭等水泥原材料；2、其他收入未在表中列示，主要包括装备销售收入、垃圾处理费收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 资产质量

跟踪期内公司总资产规模较上年末有所下降，其中，货币资金随债务偿还而下降，贸易业务收缩导致应收票据金额显著下降，但商砼业务发展及账期拉长导致应收账款随之增长。负债方面，2023 年贸易业务收缩带动经营性负债下降，加之短期债务减少带来的有息债务下降，负债规模随之下降，公司财务杠杆降低并处于较低水平。此外，公司少数股东权益规模仍保持较大规模，2023 年末占所有者权益的 32.82%，且南方万年青在公司整体规模中占比较高<sup>4</sup>，公司每年对少数股东根据经营业绩的分红较多，中诚信国际将持续关注南方万年青股权结构的稳定性以及公司对其控制力情况。

### 现金流及偿债情况

跟踪期内，公司保持良好的经营获现能力，收现比维持在 1.0 倍以上，但利润空间收缩使得当期经营活动净现金流入仍呈下降态势；同期，投资活动净现金流出敞口缩窄，主要由于项目建设投入和购买理财产品净额减少所致；公司当期现金分红较少，但由于净偿还部分银行借款，筹资活动现金流净流出规模上升。偿债指标方面，随着经营业绩下滑，2023 年公司主要偿债指标表现均有所弱化，但非受限货币资金对短期债务的覆盖倍数保持稳定，整体偿债能力仍保持在很强水平。

截至 2023 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 46.67 亿元，其中尚未使用额度 26.71 亿元，备用流动性较充足。资金管理方面，公司跟踪期内仍根据经营预算制定月度资金计划，在此基础上针对重要生产基地或分子公司实施资金归集，闲置资金通过购买大额存单等方式提升资金效益，2023 年由此带来的利息收入有所增加，2024 年公司计划进一步提升资金归集率。

**表 6：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）**

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
期间费用率	6.07	9.35	10.61	13.99
经营性业务利润	30.20	8.96	6.11	0.01
利润总额	30.35	8.02	5.09	-0.04
EBIT 利润率	23.32	8.77	7.25	--
货币资金	45.86	44.62	40.57	38.89
应收账款	9.48	14.01	19.35	18.31
<b>资产总计</b>	<b>174.30</b>	<b>182.51</b>	<b>170.00</b>	<b>165.35</b>
短期借款	13.32	13.93	8.83	7.93
短期债务	14.87	15.97	11.04	9.96

<sup>4</sup> 截至 2023 年末，南方万年青的总资产占公司资产总额的 47.86%；2023 年，其营业总收入和净利润分别占公司总额的 65.13%和 55.57%。

总债务	29.14	36.13	30.97	28.13
所有者权益合计	109.00	104.59	103.88	103.88
资产负债率	37.46	42.69	38.89	37.17
总资本化比率	21.32	25.95	23.22	21.55
经营活动净现金流	18.73	8.45	7.63	-0.48
EBITDA 利息保障倍数	37.07	14.81	9.53	--
FFO/总债务	0.92	0.19	0.22	--
总债务/EBITDA	0.76	2.32	2.67	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产的账面价值共计 8.84 亿元，占总资产的比例为 5.20%，主要为长期定期存单、应付票据保证金等受限货币资金及用于抵押借款的固定资产和无形资产。

截至 2023 年末，公司无对外担保，亦不存在尚未了结的或可以合理预见的重大诉讼、仲裁或行政处罚案件。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021 年~2024 年 3 月末，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>5</sup>

### 假设

——2024 年，预计公司水泥继续保持区域竞争优势，但在下游需求回升尚不明确的情况下，营业总收入或存在增长压力。

——2024 年，预计公司固定资产类投资有所放缓，债务融资需求不大。

——2024 年，预计公司保持相对良好的经营获现能力，但回款速度预计仍将变慢。

### 预测

表 7：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率（%）	25.95	23.22	23.25~24
总债务/EBITDA（X）	2.32	2.67	2.7~3

资料来源：中诚信国际预测

## 调整项

ESG<sup>6</sup>表现方面，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行作为社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构和内控制度较为规范；目前公司 ESG 综合表现水平较高，其对持续经营和信用

<sup>5</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>6</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

风险负面影响较小<sup>7</sup>，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司保持良好的经营获现能力，未使用授信额度和未受限货币资金较充足，同时，公司作为上市公司拥有直接融资渠道，公司资金流出主要用于债务的还本付息、商砼产线建设、节能环保技改、收并购项目支出及股利分红等，公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 外部支持

**公司作为江西省建材旗下唯一上市公司及核心业务主体，能持续得到其在人员协调和业务资源倾斜等方面较大的支持。**

公司间接控股股东江西省建材为江西省重要的省属国有企业，在促进地方经济建设、增加就业和税收等方面地位突出。公司作为江西省建材旗下唯一上市公司及核心业务主体，跟踪期内继续得到其在人员协调业务资源倾斜等方面的较大支持，其对公司的支持能力以及支持意愿均较强。

## 跟踪债券信用分析

“22 江泥 01”募集资金 6 亿元，全部用于偿还公司有息负债的本金及利息。截至目前，均已按用途使用。

“22 江泥 01”设置发行人回售和调整票面利率选择权，跟踪期内尚未触发上述条款，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

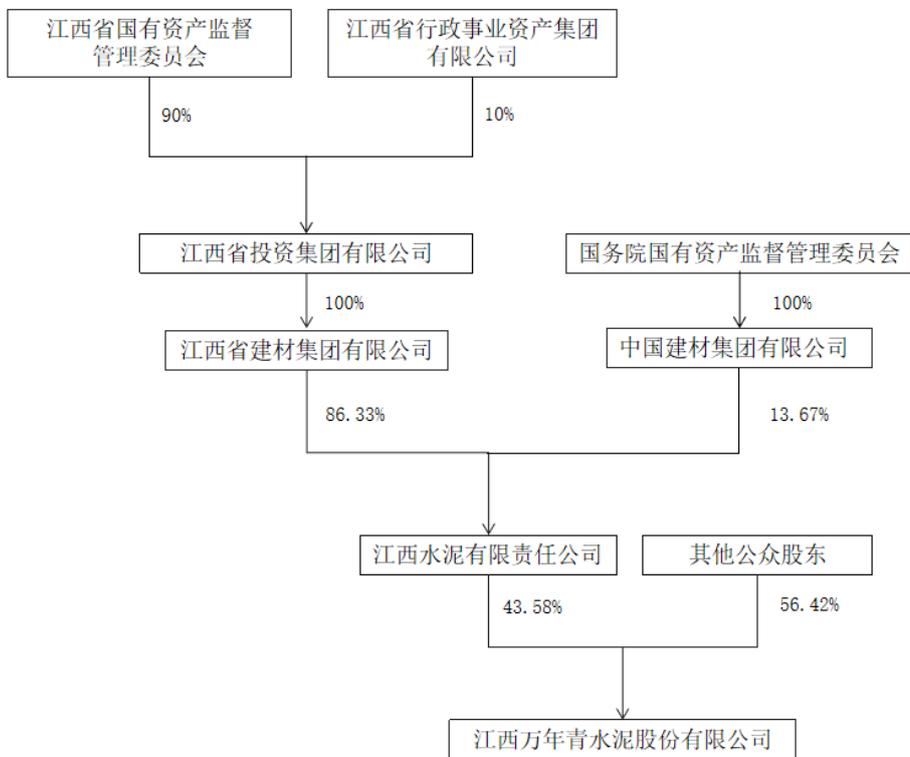
“22 江泥 01”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司保持相对稳健的经营策略和较强的区域市场优势，虽然业绩指标受行业供需格局影响出现下滑，但考虑到公司流动性良好，再融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内公司信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，短期内到期债务偿付压力及投资压力较为可控，目前跟踪债券信用风险极低。

## 评级结论

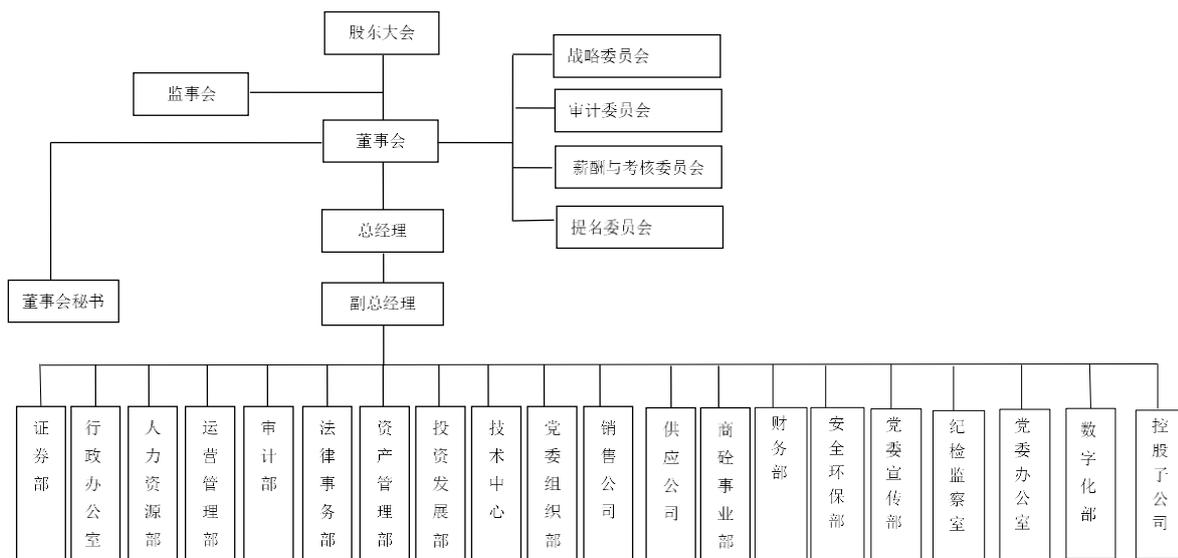
综上所述，中诚信国际维持江西万年青水泥股份有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“22 江泥 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

<sup>7</sup> 2024 年 4 月 8 日，因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，公司收到深圳证券交易所的监管函，中诚信国际将对公司信息披露方面持续关注。

### 附一：江西万年青水泥股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



主要子公司	简称	截至 2023 年末（亿元）			2023 年（亿元）	
		持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
江西南方万年青水泥有限公司	南方万年青	50.00%	81.37	62.09	53.34	1.75



资料来源：公司提供

## 附二：江西万年青水泥股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3
货币资金	458,594.78	446,181.74	405,712.07	388,869.25
应收账款	94,828.69	140,058.56	193,458.65	183,149.18
其他应收款	7,427.16	6,698.98	8,712.35	9,515.74
存货	88,427.57	79,305.63	61,314.38	58,952.98
长期投资	116,701.74	71,729.02	62,515.08	60,130.36
固定资产	653,744.15	694,362.37	675,458.42	662,984.55
在建工程	47,958.45	24,109.65	12,496.56	15,706.69
无形资产	167,595.95	171,637.52	163,126.18	161,634.79
资产总计	1,742,972.64	1,825,098.53	1,700,040.69	1,653,504.77
其他应付款	31,857.25	35,411.74	69,617.93	66,995.40
短期债务	148,667.94	159,665.60	110,433.70	99,606.10
长期债务	142,714.46	201,605.57	199,224.74	181,706.21
总债务	291,382.40	361,271.17	309,658.43	281,312.30
净债务	-160,174.57	-18,677.41	-20,822.11	-107,556.95
负债合计	652,958.17	779,223.13	661,217.32	614,690.08
所有者权益合计	1,090,014.46	1,045,875.39	1,038,823.37	1,038,814.69
利息支出	10,378.97	10,505.23	12,194.06	--
营业总收入	1,420,458.90	1,128,162.81	819,015.68	127,495.40
经营性业务利润	301,967.05	89,632.38	61,105.68	122.35
投资收益	17,704.64	20,043.31	3,739.42	892.71
净利润	230,746.84	58,448.61	31,492.64	-1,839.29
EBIT	331,213.52	98,884.85	59,401.73	--
EBITDA	384,744.87	155,562.10	116,150.33	--
经营活动产生的现金流量净额	187,336.93	84,531.96	76,327.64	-4,793.03
投资活动产生的现金流量净额	-88,726.70	-138,533.99	-41,675.65	-6,155.01
筹资活动产生的现金流量净额	-29,535.02	-17,606.11	-84,120.05	-4,501.01
财务指标	2021	2022	2023	2024.3
营业毛利率（%）	27.36	17.48	18.43	14.64
期间费用率（%）	6.07	9.35	10.61	13.99
EBIT 利润率（%）	23.32	8.77	7.25	--
总资产收益率（%）	19.00	5.54	3.37	--
流动比率（X）	1.58	1.63	1.90	2.06
速动比率（X）	1.39	1.47	1.74	1.88
存货周转率（X）	11.67	11.10	9.50	7.24*
应收账款周转率（X）	14.98	9.61	4.91	2.71*
资产负债率（%）	37.46	42.69	38.89	37.17
总资本化比率（%）	21.32	25.95	23.22	21.55
短期债务/总债务（%）	51.02	44.20	35.66	35.41
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.61	-0.01	0.10	-0.08*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	1.19	-0.03	0.29	-0.22*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	18.05	8.05	6.26	--
总债务/EBITDA（X）	0.76	2.32	2.67	--
EBITDA/短期债务（X）	2.59	0.97	1.05	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	37.07	14.81	9.53	--
EBIT 利息保障倍数（X）	31.91	9.41	4.87	--
FFO/总债务（X）	0.92	0.19	0.22	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司其他应付款中的带息部分纳入短期债务核算，将长期应付款和其他权益工具中的带息部分纳入长期债务核算，2024 年 3 月末债务数据未经调整，相关数据仅供参考；3、带“\*”指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，2024 年一季度部分指标无法计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
经营效率	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) ×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	现金周转天数	
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn