



江西万年青水泥股份有限公司

2026 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[2026]跟踪 0355 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期至受评债项到期兑付日。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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

2026 年 6 月 3 日

发行人及评级结果	江西万年青水泥股份有限公司	AA+/稳定
跟踪债项及评级结果	“25 江泥 01”	AA+
跟踪评级原因	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。	
评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于跟踪期内江西万年青水泥股份有限公司（以下简称“万年青”或“公司”）熟料及水泥在江西省内保持规模优势，区域竞争实力较强；石灰石储量较丰富，且煤炭供应稳定；较低的财务杠杆水平等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到省内水泥市场供需矛盾突出，销售规模延续下降态势；经营性业务利润由盈转亏，减值计提增大，需关注利润恢复情况；会计核算整改有待关注及权益稳定性等因素对整体经营及信用状况造成的影响。</p>	
评级展望	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。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：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。</p> <p>可能触发评级下调因素：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。</p>	
正面		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 熟料及水泥在江西省内保持规模优势，区域竞争实力较强 ■ 石灰石储量较丰富，煤炭供应稳定 ■ 较低的财务杠杆水平 		
关注		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 跟踪期内，江西省内水泥市场供需矛盾较突出，尽管公司销售结构有所优化但销售规模仍延续下降趋势 ■ 公司主要产品盈利空间继续收窄，经营性业务利润由盈转亏，同时商砼账期较长且其减值损失对利润形成侵蚀，需关注未来市场需求恢复、价格修复及应收款项实质性损失情况； ■ 跟踪期内，公司收到江西证监局行政监管措施决定书及深圳证券交易所监管函，会计核算整改情况有待关注 ■ 权益稳定性较弱，需关注重要子公司对公司实际可支配利润的贡献情况 		

项目负责人： 闫璐璐 llyan@ccxi.com.cn
项目组成员： 向 岚 lxiang@ccxi.com.cn
 张倩倩 qqzhang@ccxi.com.cn

评级总监：
 电话：(010)66428877
 传真：(010)66426100

主体财务概况

万年青(合并口径)	2023	2024	2025	2026.3/2026.1-3
资产总计 (亿元)	170.00	165.33	145.94	142.90
所有者权益合计 (亿元)	103.88	102.58	94.13	93.89
负债合计 (亿元)	66.12	62.75	51.81	49.01
总债务 (亿元)	29.12	30.68	30.08	--
营业总收入 (亿元)	81.90	59.21	45.56	8.08
净利润 (亿元)	3.15	0.19	-0.28	-0.23
EBIT (亿元)	5.94	2.18	-0.57	--
EBITDA (亿元)	11.62	7.97	4.99	--
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	7.63	7.47	5.49	-0.94
营业毛利率 (%)	18.43	17.44	15.26	16.57
总资产收益率 (%)	3.37	1.30	-0.37	--
EBIT 利润率 (%)	7.25	3.68	-1.26	--
资产负债率 (%)	38.89	37.95	35.50	34.30
总资本化比率 (%)	22.14	23.29	24.51	--
总债务/EBITDA (X)	2.51	3.85	6.02	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	9.53	7.21	4.73	--
FFO/总债务 (X)	0.24	0.24	0.15	--

注：1、中诚信国际根据中诚信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度财务报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计并出具标准无保留意见的 2024~2025 年度财务报告以及未经审计的 2026 年一季度财务报表整理。其中，2023 年、2024 年财务数据分别采用了 2024 年、2025 年财务报告期初数，2025 年财务数据采用了 2025 年财务报告期末数；2、公司未提供 2026 年一季度现金流量补充表、债务调整项数据，故相关指标失效；3、中诚信国际债务统计口径包含公司“其他应付款”以及“其他权益工具”中的带息债务；4、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。

本次跟踪情况

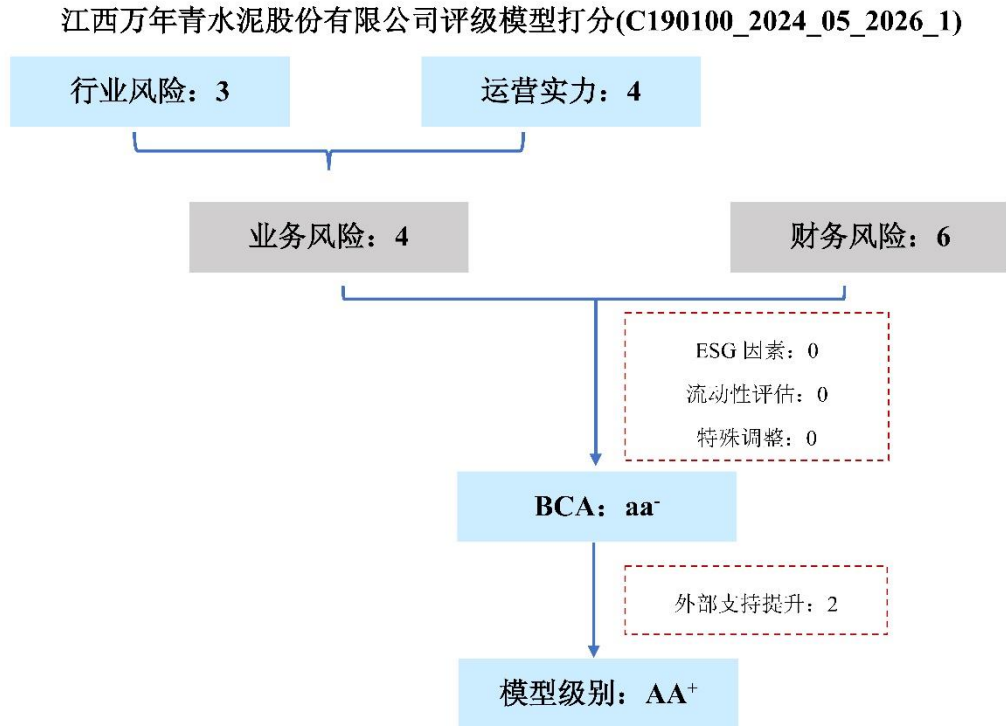
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项余 额 (亿元)	存续期	特殊条款
25 江泥 01	AA+	AA+	2025/6/6 至本报 告出具日	6/6	2025/06/19~2030/6/19 (3+2)	回售，调整票面利率，偿债 保障承诺

注：债券余额为 2026 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
万年青	AA+/稳定	AA+/稳定	2025/6/6 至本报告出具日

¹ 大信会计师事务所（特殊普通合伙）已连续 11 年为公司提供审计服务，为保证审计工作的独立性和客观性，公司不再续聘大信作为公司年度审计机构。经公开招标及中标结果，公司聘任立信会计师事务所（特殊普通合伙）为 2024 年度财务报告及内部控制审计机构。

● 评级模型



*行业风险得分范围为 1~5，运营实力、业务风险及财务风险得分范围为 1~7，分值越高，表现越好。

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： 公司为江西省水泥行业龙头企业，主要产品在江西省的市场占有率持续位居前列，江西省区域经济发展势头良好且基础设施投资增长为公司提供发展空间；公司作为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”）旗下唯一上市公司及核心业务主体，能够得到其在人员协调和业务资源倾斜等方面较大的支持，外部支持调升 2 个子级，跟踪期内无变化。

方法论： 中诚信国际水泥行业评级方法与模型 C190100_2024_05

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2026 年一季度中国经济开局良好，生产、出口、投资等多项宏观指标增速回升，新动能持续较快增长，对经济贡献增强。但同时，内需延续疲弱、供强需弱矛盾依然突出，叠加中东地缘冲突引发的输入型通胀压力上升，全球能源供给与供应链扰动加剧，中国经济增长边际承压但稳中有进态势不改。

详见《一季度经济开局良好,地缘风险外溢的扰动或于二季度显现》，报告链接：

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/12516?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，2025 年国内水泥需求持续疲软，产能利用率进一步下滑，价格震荡走低。展望 2026 年，预计政策托底作用有限，行业需求或进一步下探；供给端在严监管下产能出清速度加快，但过剩压力仍存；全年价格或延续低位震荡，若产能管控与企业自律显著增强，对价格修复有较大利好；水泥企业效益分化加剧，头部企业凭借规模与海外布局凸显韧性，整体偿债压力可控，行业信用水平维持稳定弱化。

水泥行业受基建、房地产投资影响显著。2025 年以来，国内固定资产投资增速转负，基建与房地产开发投资均同比下降，水泥需求大幅萎缩，全年产量同比下降 6.9%至 16.93 亿吨，为 2010 年以来最低水平。供给端方面，尽管产能置换政策趋严叠加水泥行业纳入全国碳市场，推动熟料产能压降，供给格局有所优化，但产能过剩问题依然突出。错峰限产执行效果减弱，水泥价格呈“高开低走”态势，但受益于煤炭价格下跌，当期行业利润总额有所修复。当前水泥行业“双超多强”的寡头竞争格局稳固，截至 2025 年末，前十大企业产能集中度提升至 57.53%。头部企业为对冲国内需求压力，加速布局“一带一路”海外市场，2025 年水泥及熟料出口量同比大增 118.2%；同时，水泥企业向上游骨料、下游混凝土延伸，并布局新能源等多元化业务，扩大盈利增长点。但海外业务面临地缘政治与汇率风险，多元化业务存在管理挑战，且海外产能及出口占比仍较低，对多数企业盈利改善有限。企业财务表现分化加剧，头部企业经营获现能力良好，债券融资通畅，而部分中尾部企业受持续亏损影响，资产负债率高企、短期债务占比偏高，流动性风险值得警惕。展望 2026 年，作为“十五五”开局之年，积极的财政与适度宽松的货币政策将托底水泥需求，但地方政府化债与经济转型限制大规模财政刺激落地，传统基建投资相对饱和，房地产新开工预计仍下滑，单位投资对水泥的拉动作用继续减弱，需求仍面临下探压力。供给端方面，产能置换与绿色降碳政策持续推进，低效产能出清有望加快，但跨省产能置换或加剧区域竞争，短期供需矛盾难以根本扭转。价格方面，2026 年水泥价格或延续低位震荡，若产能管控与企业自律增强，价格有望阶段性反弹但空间有限，行业效益依托成本管控与价格上涨实现低位修复。成本方面，企业普遍通过煤炭长协、余热发电等方式降本增效，2026 年成本端煤价预计持平，盈利改善更多依赖销售端表现，行业竞争核心聚焦资源控制、成本效率、绿色转型及产业链协同。预计 2026 年水泥产量延续负增长，行业集中度进一步提升，头部企业盈利中枢有望小幅上移，中尾部企业持续承压，行业整体债务可控，但亏损企业的流动性风险仍需重

点关注。

详见《中国水泥行业展望, 2026 年 2 月》, 报告链接: <https://www.ccxi.com.cn/creditResearch/detail/12396?type=1>

运营实力

中诚信国际认为, 跟踪期内, 万年青水泥及相关制品领域保持较强的区域竞争优势, 石灰石资源储备仍较为充足; 2025 年以来煤价回落带动生产成本继续下降, 但下游需求疲软且省内供需矛盾突出对公司产品售价带来压力, 产能利用率下滑、商砼长账期问题及水泥和商砼价格修复情况仍需关注。

2025 年以来公司产权结构无较大变化, 两会一层变动对公司影响不大, 取得及处置子公司对合并范围及业务结构无重大影响, 战略方向较为明确; 需持续关注公司业务财务核算以及信息披露方面整改效果。

截至 2026 年 3 月末, 公司直接控股股东江西水泥有限责任公司持有公司 44.44% 股权, 间接控股股东仍为江西省建材, 实际控制人仍为江西省国有资产监督管理委员会, 跟踪期内均无变化。2025 年, 公司因产能置换注销三家子公司², 但对公司合并范围变化及业务结构无重大影响。

2025 年以来, 公司存在部分董事以及管理层成员变动, 且取消监事会, 上述事项对公司正常生产经营无显著影响。但中诚信国际注意到, 跟踪期内, 公司收到江西证监局行政监管措施决定书及深圳证券交易所监管函³。截至目前, 公司董事会秘书已到位, 中诚信国际将持续关注公司业务财务核算以及信息披露方面整改效果等。

2026 年, 公司计划继续聚焦主责主业, 加快推动产能置换, 推进水泥产业向绿色化、智能化升级, 持续巩固核心业务的市场竞争力; 进一步完善产业链布局, 拓展商砼租赁合作, 做强做大水泥窑协同处置固危废业务, 将循环经济打造为重要效益增长点; 审慎布局无机非金属新材料、固废资源化利用等战略新兴赛道。整体来看, 公司战略方向明确。

2025 年以来, 受区域市场需求疲软影响, 公司水泥、熟料、商砼产量均呈下降态势; 环保压力下小产线技改持续推进, 熟料产能下降而其余产品产能保持稳定, 未来产业链一体化发展和产能利用情况需持续关注。

公司是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和较高的品牌知名度。在中国水泥协会 2025 年公布的《关于发布 2025 年中国水泥上市公司综合实力排名的公告》(中水协发(2025)38 号)文件中, 公司位列 2025 年水泥上市公司综合实力排名第十三名。

跟踪期内, 公司水泥、商砼和骨料产能保持稳定, 同时为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⁴生产线停产, 并按计划进行产能置换导致熟料产能下降, 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。

表 1: 近年来公司主要产品产能情况 (万吨/年、万立方米/年)

² 分别为吉安南方万年青新型材料有限公司、吉安青原南方万年青新型材料有限公司和江西赣州南方万年青水泥有限公司。

³ 详见 <https://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?687489a7-4dde-4365-bf0b-35993fba4e07>。

⁴ 2026 年公司通过产能置换关停了瑞金 2#窑、乐平 1#窑、罗坳窑, 总共 3 条生产线, 产能相应的减少 175 万吨/年至 1,200 万吨/年, 生产线由 11 减至 8 条。

产能	2023	2024	2025	2026.3
水泥	2,600	2,600	2,600	2,600
熟料	1,375	1,375	1,375	1,200
商砼	2,365	2,425	2,425	2,425
骨料	1,500	1,500	1,500	1,500

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产方面，受行业整体需求承压且江西省内供需矛盾凸显影响，公司水泥、商砼产能利用率发挥不足现象进一步加重，熟料产能利用率亦呈下滑态势，主要产品产量延续下滑态势，其中水泥下滑幅度略大于全国⁵。

表 2：近年来公司主要产品生产情况

产量（万吨、万方）	2023	2024	2025
水泥	2,133.45		1,697.04
熟料	1,550.48		1,262.72
商砼	632.10		471.33
骨料	--		1,419.82
产能利用率（%）	2023	2024	2025
水泥	82.06		65.27
熟料	112.76		91.83
商砼	26.73		19.44
骨料	--		94.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司区域市场地位稳固但对省内市场依赖度很高；2025 年以来受区域市场竞争加剧及需求下降影响，公司水泥销量进一步下滑且价格承压，未来价格修复情况以及商砼业务资金占用情况值得关注。

2025 年，公司 90%以上收入来自江西省内，区域结构变化不大。同期，公司水泥产品在江西省内销量占比约 80%，市场占有率保持在 23%以上，位居省内第一，但受市场竞争激烈等因素影响，区域市场占有率小幅下滑，导致公司水泥销量同比减少 11.29%。

细分市场方面，2025 年，受益于省内基础设施投资 5.4%的增长，基建市场销量占比有所提升；房地产市场占比 30%，民用市场占比 15%，市场结构进一步优化。产品结构方面，公司持续优化产品布局，高标号水泥（42.5 级及以上）销量占比持续提升，中热水泥等特种水泥销量大幅增长。公司熟料主要自供，对外销售很少。2025 年，受市场需求收缩影响，商砼销量同比下降 17.42%。售价方面，由于激烈的市场竞争和原材料价格传导效应，2025 年水泥和商砼销售均价同比进一步下降，未来价格修复情况仍需关注。结算回款方面，跟踪期内，公司加强清收力度，收现比指标表现向好，整体收款情况好于 2024 年，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）	2023	2024	2025
水泥	2,136.89		1,699.91
商砼	635.86		471.76
销售价格（元/吨、元/立方米）	2023	2024	2025
水泥	263.27		241.27
商砼	380.26		323.81

⁵ 根据国家统计局及行业数据，2025 年全国水泥总产量为 16.93 亿吨，较 2024 年的 18.25 亿吨下降了约 6.9%。根据《江西省 2025 年国民经济和社会发展统计公报》数据显示，2025 年江西省水泥产量为 6,311 万吨，同比下降 8.7%。

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。

公司石灰石矿产资源储量较丰富且跟踪期内进一步增大了资源获取力度。截至 2026 年 3 月末，公司共拥有 12 处石灰石矿山，已获得政府批准的石灰石储量约 10 亿吨，其中已获得采矿许可证的储量约 7.45 亿吨，年开采能力为 0.33 亿吨，石灰石自供比例近 100%，具有一定的资源储备优势。

煤炭及电力成本占水泥生产成本约 60%，是影响水泥企业盈利情况的重要因素。2025 年，公司主要原材料和能源价格均明显下滑，带动生产成本下降。截至 2026 年 3 月末，公司已投运的余热发电机组装机容量 66⁶MW，利用余热发电可满足公司窑系统用电量约 64% 的需求；2025 年公司光伏发电项目新增并网容量 6,470kW，全年光伏发电 3,068 万度，折合节约标煤 0.98 万吨。2025 年自备发电项目发电量共计 3.58 亿度，节约电费 2.15 亿元。环保方面，截至 2026 年 3 月末，公司 8 条熟料产线中满足超低排放要求的产线数量为 5 条，2026 年计划继续推进超低排放产线改造，预计投入约 4,298 万元。整体来看，跟踪期内，公司保持了一定的原材料和能耗控制能力，但持续的环保投入及煤炭价格波动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	2023		2024		2025	
	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额
煤炭	199.08	197,119.00	176.31	150,759.00	142.88	98,913.73
有色金属灰渣	61.00	6,258.00	53.44	4,185.00	46.97	2,763.93
脱硫石膏	57.20	2,503.00	68.70	615.00	70.87	-158.38
磷石膏	8.55	217.00	26.02	647.00	8.30	48.59
水渣	35.87	4,915.00	30.63	2,615.00	59.75	3,922.80
合计	361.70	211,012.00	355.10	158,821.00	328.77	105,490.67

注：公司原材料脱硫石膏及磷石膏属于工业固废，受建筑下游需求减弱及环保政策愈发严格等因素影响，2025 年上述原材料消纳压力显著加大，采购产生危废处理正收益，因而采购金额合计为负。

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，截至 2026 年 3 月末公司无大规模在建项目，在建项目主要围绕新增屋顶式光伏电站、充电桩及技改等项目，未来资本支出压力可控。

财务风险

中诚信国际认为，市场竞争激烈、经营较为依赖单一区域及下游需求疲软导致 2025 年万年青营业总收入及盈利水平进一步下降，经营性业务利润由盈转亏，非经常损益对利润贡献明显上升；财务杠杆保持较低水平但权益稳定性一般；公司经营获现规模有所下降但保持正流入；部分偿债指标弱化，基于相对

⁶ 2026 年通过产能置换关停了瑞金 2#窑、乐平 1#窑、罗坳窑 3 条生产线，关停了对应的预热发电机组，装机规模较前期披露下降。

充足的资金储备，整体仍保持了很强的偿债能力。

盈利能力

跟踪期内，公司产品量价齐跌导致主业盈利进一步下降，同时减值损失对利润侵蚀有所加重，确认拆迁补偿对利润形成补充但不具有持续性，后续主业盈利改善情况有待观察。

2025 年，受市场需求持续低迷影响，水泥、商砼等产品仍呈量价齐跌态势，当年公司营业总收入同比下降 23.06%，经营仍面临一定压力。毛利率方面，煤炭等原材料价格下跌未能完全弥补主要产品价格降幅，2025 年公司营业毛利率同比下降 2.18 个百分点。2026 年 1~3 月，公司营业总收入同比下降 23.98%，降幅有所扩大，营业毛利率同比下降 0.91 个百分点。2025 年，受营收规模下降但费用支出相对刚性影响，公司经营性业务利润由盈转亏。同时，公司应收账款单项计提损失增加且继续对低效固定资产计提损失，对利润总额侵蚀进一步加重，需持续关注应收账款的实质损失、产线实际产能利用情况以及带来的减值压力。2025 年，受确认万年厂异地搬迁项目⁷及水泥粉磨站退城进园搬迁项目相关资产处置收益影响，非经常损益大幅增加弥补了主业利润的下降，但不具备持续性。综合影响下，2025 年公司利润总额同比下降 38.55%，总资产收益率亦明显下降，盈利能力承压。2026 年一季度，受无确认拆迁补偿影响，公司净利润亏损较多，中诚信国际将对未来市场景气度及公司盈利恢复情况保持关注。

表 5：近年来公司收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2023		2024		2025	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥	52.21	14.00	38.45	15.20	30.33	9.89
混凝土	24.01	25.17	15.19	20.67	11.19	17.88
贸易、骨料和其他	5.68	30.63	5.57	25.47	4.04	48.34
营业总收入/营业毛利率	81.90	18.43	59.21	17.44	45.56	15.26

注：1、2024 年数据已追溯调整；2、贸易、骨料及其他毛利率上升主要系产业链一体化带来石灰石原料采购成本优化，叠加公司全流程降本增效落地，生产成本有效下降，盈利水平提升。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

基于折旧、分配股利、债务偿付等因素影响，2025 年以来公司资产、负债及权益规模均呈收缩态势，有息债务变化不大，但债务期限结构有待优化；财务杠杆比率仍处于低水平，权益稳定性有待关注。

公司资产以非流动资产为主，2025 年末总资产规模较期初有所下降。其中，收入下行背景下，购买理财、子公司现金分红及到期偿付债务规模增加导致货币资金较期初减少 39.85%，但为满足日常生产经营需要，公司仍维持一定规模货币资金，2025 年末非受限货币资金规模 24.53 亿元。同时，公司加大清收力度且减值计提增加，2025 年末应收账款较期初下降 28.75%，但后续款项回收情况仍有待关注。非流动资产主要由以采矿权及探矿权、土地使用权为主的无形资产和以水泥生产线为主的固定资产构成，受折旧及处置等因素影响，固定资产（含固定资产清理）较期初下降 14.56%；此外公司提升资金使用效率购买定期存单等，上述投资列入债权投资、一年内到期的非流动资产和其他债权投资核算，相关科目余额明显上升。截至 2026 年 3 月末，随着货币

⁷ 截至 2025 年末，公司万年厂异地搬迁项目尚余 2,500 万元未收回。

资金减少、减值和折旧等影响，公司总资产规模小幅下降，资产结构变化不大。

公司负债规模呈逐年收缩态势，2025 年水泥主业随市场行情下行减少采购，期末应付账款和应付票据均同比下降。截至 2025 年末，公司总债务规模变化不大，但受可转债临近到期影响，短期债务大幅上升，期限结构弱化，但财务杠杆仍处于较低水平。

截至 2025 年末，受并表的重要非全资子公司江西南方万年青水泥有限公司（以下简称“南方万年青”）分红 10 亿元影响，加上经营亏损导致未分配利润有所减少，公司权益规模呈下降态势。截至 2026 年 3 月末，公司少数股东权益占净资产的 29.68%，权益稳定性一般。此外，南方万年青作为重要子公司在公司财务指标中占比较高⁸，公司每年对少数股东根据经营业绩的分红较多⁹，中诚信国际将持续关注公司对南方万年青控制力情况以及其对公司实际可支配利润的贡献。

现金流及偿债情况

跟踪期内，公司经营获现保持正向流入，分红及偿还债务力度较大，偿债指标因盈利能力下降而走弱，但公司货币资金充足，债务规模较小，整体偿债能力仍处于很好水平。

2025 年，受经营规模下降影响，公司经营活动现金流入流出规模均有所收缩，整体经营获现下滑，但仍保持净流入，且加速清收使得收现比上升至 1.15 倍；同期，公司购买定期存单投资净额大幅减少且处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额增加使得投资活动净现金流呈小幅净流入态势；受子公司当期现金分红增多、债务偿付规模增加影响，筹资活动现金流缺口扩大。2026 年 1~3 月，受采购支出等因素影响，当期经营性现金净流出 0.94 亿元；同期，投资活动净现金流和筹资活动净现金流均呈净流出态势。

偿债指标方面，随着经营业绩下滑，2025 年公司主要偿债指标表现均有所弱化，但考虑到公司保有一定规模的非受限货币资金及定期存单等，可对债务形成良好覆盖，整体偿债能力仍保持在很强水平。

截至 2026 年 3 月末，公司共获得银行综合授信额度 19.91 亿元，其中未使用额度 11.39 亿元，备用流动性一般。资金管理方面，公司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。

表 6：近年来公司财务相关指标情况（亿元）

科目/财务指标	2023	2024	2025	2026.3/2026.1-3
营业总收入	81.90	59.21	45.56	8.08
营业毛利率（%）	18.43	17.44	15.26	16.57
经营性业务利润	6.11	1.81	-0.72	-0.43
资产减值损失	-0.77	-0.61	-0.53	-0.005
信用减值损失	-0.81	-0.36	-0.77	0.17
资产处置收益	0.02	0.18	2.54	-0.002
利润总额	5.09	1.19	0.73	-0.17
净利润	3.15	0.19	-0.28	-0.23
总资产收益率（%）	3.37	1.30	-0.37	--

⁸ 截至 2025 年末，南方万年青的总资产占公司资产总额的 44.13%；2025 年，其营业总收入占公司总额的 56.27%。

⁹ 2025 年南方万年青向少数股东宣告分派股利约 5 亿元，其中本期归属于少数股东的损益为-0.29 亿元。2025 年，万年青母公司投资收益为 5.66 亿元。

货币资金	40.57	46.59	28.02	25.39
应收账款	19.35	16.54	11.78	11.00
固定资产	62.94	65.40	55.87	54.73
无形资产	16.31	15.64	15.58	16.69
债权投资	0.00	0.00	7.62	7.65
其他债权投资	0.00	0.00	3.08	3.10
总资产	170.00	165.33	145.94	142.90
总负债	66.12	62.75	51.81	49.01
未分配利润	55.56	54.97	54.12	53.92
少数股东权益	34.09	33.64	27.87	27.87
所有者权益合计	103.88	102.58	94.13	93.89
总债务	29.12	30.68	30.08	--
短期债务/总债务 (%)	36.94	41.25	67.26	--
资产负债率 (%)	38.89	37.95	35.50	34.30
总资本化比率 (%)	22.14	23.29	24.51	--
经营活动净现金流	7.63	7.47	5.49	-0.94
收现比 (X)	1.02	1.07	1.15	1.17
投资活动净现金流	-4.17	-12.12	1.02	-0.29
筹资活动净现金流	-8.41	-2.12	-8.26	-0.51
非受限货币资金/短期债务 (X)	3.07	2.12	1.21	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	9.53	7.21	4.73	--
FFO/总债务 (X)	0.24	0.24	0.15	--
总债务/EBITDA (X)	2.51	3.85	6.02	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2026 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 3.10 亿元，占当期末总资产的比重为 2.17%，主要系保证金等受限货币资金，以及用于抵押借款的固定资产和无形资产。

截至 2026 年 3 月末，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，2023 年~2026 年 4 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。根据公开资料显示，截至评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测¹⁰

假设

——2026 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，营业总收入或呈下滑趋势。

——2026 年，预计公司固定资产类投资以产线整合及技改投入为主，债务融资需求不大。

¹⁰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。

——2026 年，预计公司经营获现保持净流入态势。

预测

表 7：预测情况表

重要指标	2024 年实际	2025 年实际	2026 年预测
总资本化比率(%)	23.29	24.51	23.00~24.00
总债务/EBITDA(X)	3.85	6.02	5.00~6.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

调整项

万年青潜在 ESG 风险较小，公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求。

ESG¹¹表现方面，万年青注重可持续发展和安全管理，并积极履行作为行业头部企业的社会责任；整体来看，公司潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，万年青具有良好的经营获现能力，现金及等价物储备较多，未使用授信额度较充足，具备较强的财务弹性。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、产线整合、节能环保技改、收并购项目支出及股利分红等，短期内到期债务偿付压力及投资压力较为可控。整体来看，公司资金平衡状态尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

外部支持

江西省区域经济发展势头良好，公司作为江西省建材旗下唯一上市公司及核心业务主体，能够得到其在人员协调和业务资源倾斜等方面较大的支持。

近年来江西省经济及财政实力持续增强，同时，江西省政府相继出台一系列降低企业成本和减税降费措施，公司每年均收到相应的补助资金和奖励金，在税收优惠、产业扶持、业务资源倾斜等方面能够得到政府的较大支持。

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，能够得到其在人员协调和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

“25 江泥 01”募集资金 6 亿元，用于置换已用于偿还到期公司债券本金的自有资金，截至目前已按用途使用完毕。

“25 江泥 01”设置回售和调整票面利率条款，跟踪期内尚未进入回售期，亦未进行票面利率调整，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。

“25 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。公司保持区域建

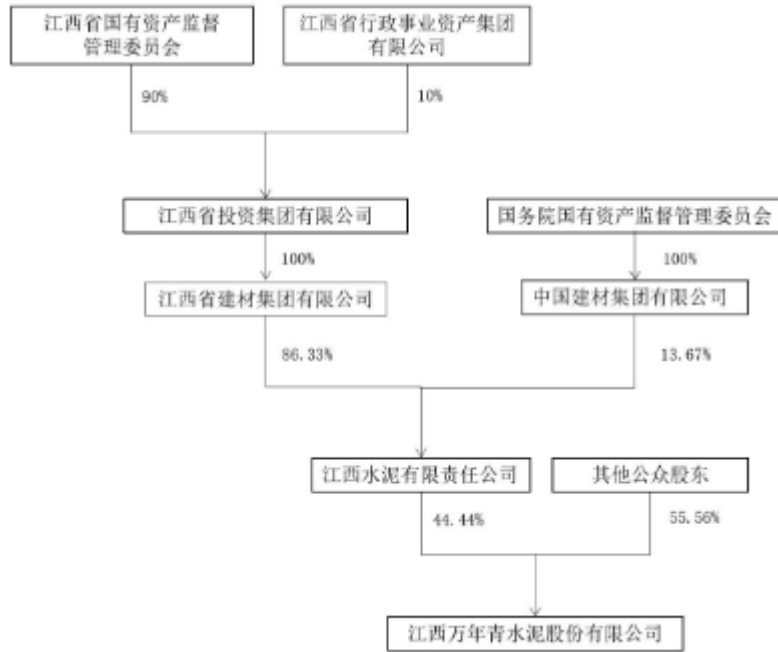
¹¹中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

材龙头地位，虽然业绩指标出现阶段性下滑，但考虑到公司流动性良好，融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，公司存续债券规模不大但存续可转债面临到期，考虑到公司较充裕的货币资金储备等因素，目前跟踪债券信用风险很低。

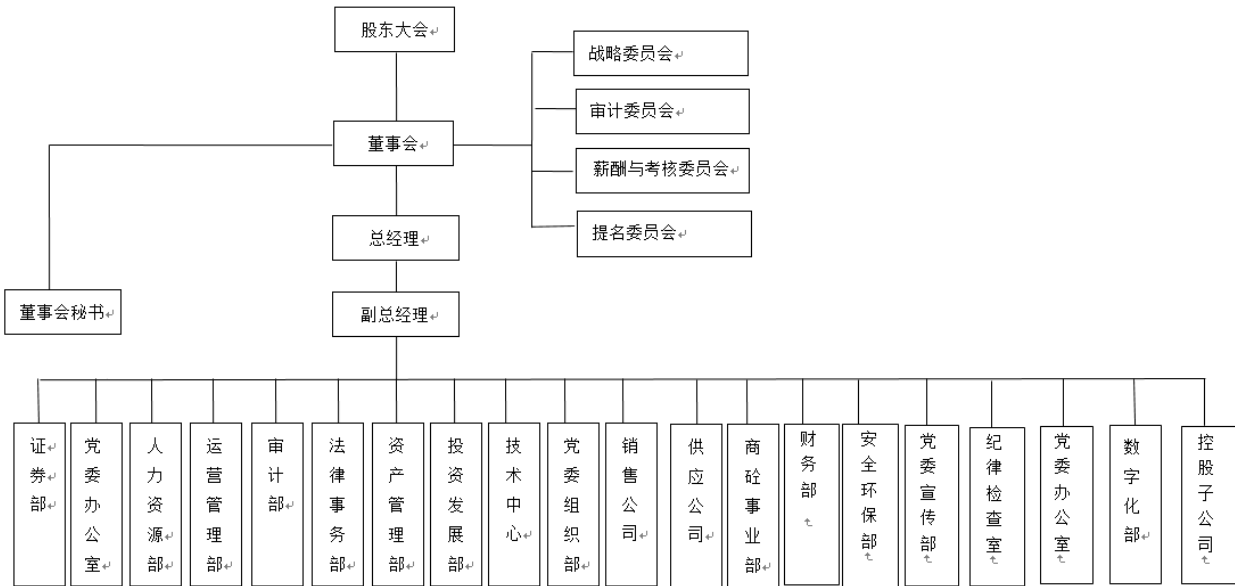
评级结论

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⁺**，评级展望为稳定；维持“25 江泥 01”的信用等级为 **AA⁺**。

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 2025 年末）



主要子公司	简称	截至 2026 年 3 月末 (亿元)			2025 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%	62.95	50.63	25.64	-0.81



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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：亿元）	2023	2024	2025	2026.3/2026.1-3
货币资金	40.57	46.59	28.02	25.39
应收账款	19.35	16.54	11.78	11.00
其他应收款	0.87	0.67	0.60	0.60
存货	6.13	4.57	3.88	3.88
长期投资	6.25	5.01	15.18	15.11
固定资产	62.94	65.40	55.87	54.73
在建工程	1.25	0.17	0.33	0.47
无形资产	16.31	15.64	15.58	16.69
资产总计	170.00	165.33	145.94	142.90
其他应付款	6.96	6.42	5.50	5.02
短期债务	10.75	12.66	20.23	--
长期债务	18.36	18.03	9.85	--
总债务	29.12	30.68	30.08	--
净债务	-3.93	3.90	5.55	--
负债合计	66.12	62.75	51.81	49.01
所有者权益合计	103.88	102.58	94.13	93.89
利息支出	1.22	1.11	1.05	--
营业总收入	81.90	59.21	45.56	8.08
经营性业务利润	6.11	1.81	-0.72	-0.43
投资收益	0.37	0.23	0.38	0.07
净利润	3.15	0.19	-0.28	-0.23
EBIT	5.94	2.18	-0.57	--
EBITDA	11.62	7.97	4.99	--
经营活动产生的现金流量净额	7.63	7.47	5.49	-0.94
投资活动产生的现金流量净额	-4.17	-12.12	1.02	-0.29
筹资活动产生的现金流量净额	-8.41	-2.12	-8.26	-0.51
财务指标	2023	2024	2025	2026.3/2026.1-3
营业毛利率(%)	18.43	17.44	15.26	16.57
期间费用率(%)	10.61	13.99	16.31	20.93
EBIT 利润率(%)	7.25	3.68	-1.26	--
总资产收益率(%)	3.37	1.30	-0.37	--
流动比率(X)	1.90	2.02	1.37	1.42
速动比率(X)	1.74	1.89	1.27	1.31
存货周转率(X)	9.50	9.13	9.13	6.95*
应收账款周转率(X)	4.91	3.30	3.22	2.84*
资产负债率(%)	38.89	37.95	35.50	34.30
总资本化比率(%)	22.14	23.29	24.51	--
短期债务/总债务(%)	36.94	41.25	67.26	62.40
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务(X)	0.11	0.24	0.17	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务(X)	0.29	0.59	0.25	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数(X)	6.26	6.75	5.20	--
总债务/EBITDA(X)	2.51	3.85	6.02	--
EBITDA/短期债务(X)	1.08	0.63	0.25	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.53	7.21	4.73	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.87	1.97	-0.54	--
FFO/总债务(X)	0.24	0.24	0.15	--

注：1、2026 年一季报未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司计入“其他权益工具”的永续债以及计入“其他应付款”的有息债务；3、带“*”指标已经年化处理；4、公司未提供 2026 年一季度现金流量补充表、债务调整项数据，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
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
现金周转天数	(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)
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
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
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[2023]65 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：[1]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。

[2]个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

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。



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