

江西万年青水泥股份有限公司 2022 年 公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）跟 踪评级报告（2022）

项目负责人：杨晨晖 chhyang@ccxi.com.cn

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

孔令媛 lykong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 06 月 14 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦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。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次信用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。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0584 号

江西万年青水泥股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“22 江泥 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月十四日

评级观点：中诚信国际维持江西万年青水泥股份有限公司（以下简称“万年青”或“公司”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“22 江泥 01”的信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了区域内较强的竞争实力、经营业绩持续提升和资本结构稳健等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到水泥行业市场波动风险和业务集中度高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

万年青（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	118.06	151.39	174.30	179.41
所有者权益合计（亿元）	75.23	93.47	109.00	111.78
总负债（亿元）	42.83	57.92	65.30	67.63
总债务（亿元）	12.50	19.47	24.65	25.63
营业总收入（亿元）	113.90	125.29	142.05	27.36
净利润（亿元）	20.55	21.97	23.07	2.99
EBIT（亿元）	27.46	29.12	31.39	--
EBITDA（亿元）	31.52	33.30	36.74	--
经营活动净现金流（亿元）	24.53	22.37	18.73	0.01
营业毛利率(%)	31.55	28.15	27.36	21.53
总资产收益率(%)	25.13	21.61	19.28	--
资产负债率(%)	36.28	38.26	37.46	37.70
总资本化比率(%)	14.25	17.24	18.44	18.65
总债务/EBITDA(X)	0.40	0.58	0.67	--
EBITDA 利息倍数(X)	42.31	41.50	35.40	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **区域内较强的竞争实力。**截至 2022 年 3 月末，公司拥有 11 条熟料生产线，熟料、水泥、商砼产能分别为 1,375 万吨/年、2,600 万吨/年和 2,055 万立方米/年，在江西省内拥有突出的规模优势。

同行业比较

公司名称	熟料产能 (亿吨/年)	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 (%)	净资产收益率 (%)
华新水泥	0.75	525.50	44.10	324.64	58.05	34.10	21.06
红狮集团	0.79	666.68	43.57	484.02	55.36	21.24	14.48
万年青	0.14	174.30	37.46	142.05	23.07	27.36	22.79

注：“华新水泥”为“华新水泥股份有限公司”简称；“红狮集团”为“红狮控股集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 江泥 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/04/07	6.00	6.00	2022/04/15~2027/04/15(3+2)	回售，调整票面利率选择权

■ **经营业绩持续提升。**跟踪期内公司营业收入、净利润均保持增长，经营活动净现金流持续保持较好水平，经营业绩稳步提升。

■ **资本结构稳健。**公司财务杠杆水平较低，2022 年 3 月末，资产负债率和总资本化比率分别为 37.70% 和 18.65%，处于行业内较好水平，资本结构稳健。

关注

■ **水泥行业市场波动风险。**水泥行业景气度易受宏观经济运行的周期性波动及国家政策调控影响，加之目前国内水泥行业去产能成效仍有待巩固，中诚信国际将持续关注未来水泥行业产能化解情况以及行业景气度波动对公司经营和发展的影响。

■ **业务集中度高。**公司熟料生产线全部集中在江西省内，水泥及相关制品销售收入中近九成来自省内，业务集中度高。

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。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**受市场需求减弱影响，公司产品销量大幅下滑，杠杆比例明显上升，盈利能力显著弱化等。

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。

募集资金使用情况

经与公司确认，截至报告出具日，“22 江泥 01”的募集资金均已全部使用完毕，实际使用情况与发行时披露的使用用途一致，不存在违规使用募集资金的情况。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

2021年全国水泥市场需求呈现前高后低走势，全年产量同比有所下降，水泥价格先抑后扬大幅波动；行业利润依旧处于历史较好水平

根据国家统计局数据显示，2021年全社会完成固定资产投资（不含农户）54.45万亿元，同比增长4.9%，其中基础设施投资同比增长0.4%。全国房地产开发投资14.76万亿元，同比增长4.4%，房地产开发企业房屋施工面积97.54亿平方米，同比增长5.2%。总体上，2021年主要宏观数据处于合理区间，但与水泥消费相关的多项指标出现下滑，固定资产投资、房地产投资、基建投资增速有所减弱。

2021年，水泥行业市场需求总体呈现前高后低走势，全国水泥产量23.63亿吨，同比下降1.2%。分区域来看，华东和中南地区水泥产量保持低速增长，涨幅分别为2.9%和0.3%；其余地区产量均明显下降，其中东北、西南地区水泥产量同比降幅较大，分别为8.6%和8.5%。全国31个省份中，18个省市产量同比下降，其中云、贵、藏下滑幅度最大，呈两位数下降。

表 1：2021 年分区域水泥产量情况（万吨、%）

区域	水泥产量	同比增速	占比
东北	8,647	-8.6	3.66
华东	80,628	2.9	34.12
中南	64,109	0.3	27.13
西南	41,969	-8.5	17.76

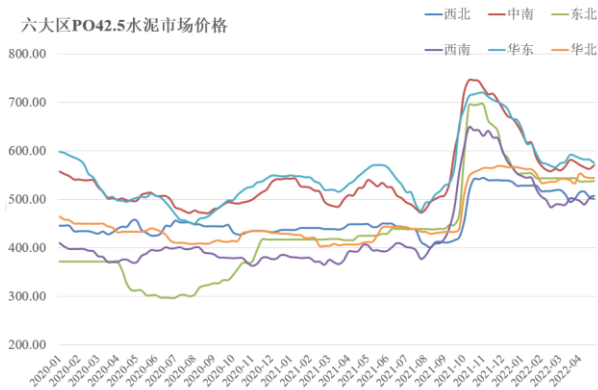
华北及西北	40,928	2.1	17.32
全国	236,281	-1.2	100.00

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

价格方面，2021年全国PO42.5水泥价格指数为486元/吨，比2020年增长10.7%，在生产成本大幅上涨和供给收缩的背景下，水泥价格整体上涨，价位创历史新高。从全年来看，水泥价格呈现出“先抑后扬”的走势。分阶段来看，第一阶段为1~8月，价格总体呈现“高位宽幅震荡”的特点。根据公开数据，2月份全国水泥市场均价为438元/吨（PO42.5散落地价，下同），8月份为429元/吨，环比涨幅1.4%，尽管市场需求恢复相对缓慢，但供给端得到有效控制，价格已经开始进入上行通道。第二阶段为9~12月，水泥价格出现跳涨。根据公开数据，全国水泥市场价格从8月份的429元/吨，上涨至10月份的623元/吨，环比和同比分别上涨44.7%和23.5%，主要原因系能耗双控力度突然收紧，导致水泥生产供应不足，库存快速下降，以及原燃料价格上涨推升水泥生产成本大幅增长。11月份，随着煤炭产能释放及保供稳价措施落实，煤炭价格出现回落，水泥价格也随之呈现出高位小幅回调。

分区域来看，中南和华东地区表现依旧较强，中南地区水泥价格居六大区域首位，2021年均价533元/吨，同比增长9.2%。其次是华东地区，2021年均价526元/吨，同比增长8.7%。东北地区价格涨幅最大，2021年均价为476元/吨，同比增长38.9%。华北地区2021年水泥均价461元/吨，同比上涨8.6%。西北地区2021年水泥均价458元/吨，同比上涨5.5%。西南地区是六大区域中价格最低的区域，2021年均价为421元/吨，同比增长9.5%。

图 1：近年来分区域水泥价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 数据库，中诚信国际整理

进入“十四五”以来，错峰限产继续常态化施行，部分北方省份停窑甚至长达 5 个月，华东、华南区域错峰限产政策相对宽松，但较上年相比范围有所扩大，停产时间亦有延长，不同区域内水泥企业产能释放或将受到不同程度的影响。双碳背景下，多部委针对水泥等重点行业明确“开展生态环境源头防控”、“把碳达峰情况纳入行业环评”等要求，敦促水泥等重点行业加快绿色低碳转型。2021 年 10 月，国家发改委等六部委联合下发《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》，其中对水泥行业节能降碳目标作出明确指示，要求到 2025 年，通过实施节能降碳行动，行业达到标杆水平的产能比例超过 30%，行业整体能效水平明显提升，碳排放强度明显下降，绿色低碳发展能力显著增强。相关政策的出台将促使水泥行业全面进入绿色低碳的高质量发展阶段，促进产业升级改造，加快落后产能出清，进一步优化行业供给格局，但同时水泥企业面临的减碳降耗成本压力亦将增加。

总体上，2021 年全国水泥市场需求端和供给端均出现较大波动，需求端呈现出“需求减弱、前高后低、压力加剧”的特征，供给端受“能耗双控、限电限产、煤价飙升”的影响，供给不足，成本大幅上涨，使得全国水泥市场价格出现“先抑后扬”的“√”型大幅波动走势，水泥价格整体上移，较 2020 年增长 10.7%。2021 年水泥行业实现营业收入 10,754 亿元，同比增长 7.3%，实现利润总额 1,694 亿元，同比下降 10.0%，行业效益总体水平同比虽

有所减弱，但韧性犹在，行业利润依旧处于历史较好水平。在双碳背景推动下，行业将步入绿色低碳的高质量发展阶段。

跟踪期内，公司产权结构稳定，公司治理保持较高标准，无高级管理岗位变动情况

跟踪期内，公司产权结构未发生变化。截至 2022 年 3 月末，公司控股股东为江西水泥有限责任公司（以下简称“江西水泥”），其对公司的持股比例为 42.58%，江西省建材集团有限公司（以下简称“江西省建材”）持有江西水泥 86.33% 的股权，公司实际控制人为江西省国有资产监督管理委员会（以下简称“江西省国资委”）。

跟踪期内，公司治理无重大变化。公司根据《公司法》、《公司章程》、《证券法》、《上市公司治理准则》及中国证监会、深圳证券交易所发布的有关上市公司治理的规范性文件要求，保持了较为完善的治理结构。根据《公司章程》，公司董事会对股东大会负责，由 9 人组成，设董事长 1 人，由董事会以全体董事的过半数选举产生；监事会由 5 名监事组成，其中职工代表比例不低于 1/3。监事会设主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司设经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。

跟踪期内，公司副总经理关宏星和洪流因退休离任；独立董事郭华平因任期满离任；公司监事霍井路因工作调动离任。根据公司第九届董事会第一次会议决议，根据总经理的推荐，由董事会提名委员会提名，董事会同意聘任孙林先生、熊汉南先生为公司副总经理。根据公司 2021 年第一次临时股东大会决议，选举黄从运为公司独立董事，选举吴志欣为公司监事。无其他高级管理岗位变动情况。

跟踪期内公司在省内继续保持较强的竞争优势，水泥、熟料等相关制品产能及产量小幅增长，产能利用率处于较高水平

公司是江西省的水泥龙头企业，旗下“万年青”牌水泥在省内拥有较强的竞争实力。2021 年以来，

公司水泥、熟料和商砼产品产能均小幅增长，截至2022年3月末，公司共拥有11条熟料生产线、57条商砼生产线及32台水泥磨机，熟料、水泥、商砼、新型砖产能分别为1,375万吨/年、2,600万吨/年、2,055万立方米/年和68,000万标块/年，在江西省内拥有突出的规模优势。

表 2：近年来公司水泥及相关制品产能情况
(万吨/年、万立方米/年、万标块/年)

产品	2019	2020	2021	2022.3
水泥	2,559	2,559	2,600	2,600
熟料	1,332	1,332	1,375	1,375
商砼	1,850	1,895	1,975	2,055
新型砖	68,000	68,000	68,000	68,000

资料来源：公司提供

布局方面，公司熟料生产线集中在江西省内，2021年，公司水泥产品在江西省内的市场占有率保持在20.0%以上，区域内拥有很强的竞争实力。

表 3：截至2022年3月末公司产能布局情况
(条、万吨/年)

所在区域	熟料生产线数量	熟料产能	水泥产能	商砼产能
江西	11	1,375	2,537	2,055
福建	--	--	63	--

资料来源：公司提供

生产方面，公司主要产品采取以销定产的生产模式。跟踪期内，江西省内地方基建的持续推进带动区域内水泥需求量提升，熟料及水泥产量同比增长，产能利用率处于很高水平。公司商砼的下游客客户主要为工程公司，受公司新增2家商砼生产企业以及下游销量增加影响，2021年商砼产量和产能利用率¹均同比小幅上升。2020年以来新型砖业务处于亏损状态，2021年，受市场竞争激烈以及公司主动收缩业务规模的影响，当期新型砖产量和产能利用率同比下降；中诚信国际将对该业务的经营情况保持关注。

表 4：近年来公司产品生产情况
(万吨、万立方米、万标块、%)

	2019	2020	2021	2022.1~3
--	------	------	------	----------

¹ 商砼行业产能利用率普遍偏低，属于行业特性，一方面系由于商砼行业产能严重过剩，市场竞争激烈；另一方面由于商砼为半成品，具有现产现用、零库存的特点，现场施工不得中断，为确保工程项目的

水泥产量	2,425.47	2,409.63	2,468.67	417.65
水泥产能利用率	94.78	94.16	94.95	64.25
熟料产量	1,633.25	1,674.91	1,779.53	340.01
熟料产能利用率	122.62	125.74	129.42	98.91
商砼产量	600.10	564.81	625.34	130.55
商砼产能利用率	32.44	29.81	31.66	25.41
新型砖产量	60,222.34	62,988.73	54,796.84	5370.28
新型砖产能利用率	88.56	92.63	80.58	31.59

注：季度产能利用率数据经年化。

资料来源：公司提供

2021年，公司水泥销量小幅增加，产销率持续处于高水平；公司产品销售区域仍以江西省内为主，业务集中度较高

公司水泥产品销售采取以经销商销售为主、直销为辅的模式，建立了多渠道、多层次的营销网络。截至2021年末，公司网点数近4,000个，其中经销网点近2,000个。水泥销售为款到发货，受益于江西省基建工作的持续推进，2021年销量同比有所上升。公司生产的熟料主要自用，2021年熟料对外销量同比大幅下降。商砼销售方面，受益于公司加大市场开发力度，当期商砼销量同比上升10.32%。因公司主动收缩新型砖业务规模，当期新型砖销量同比下降。

表 5：近年来公司产品销售情况
(万吨、万立方米、万标块)

	2019	2020	2021	2022.1~3
水泥销量	2,439.67	2,401.01	2,450.99	410.13
熟料对外销量	33.11	39.99	0.78	0.00
商砼销量	600.10	567.70	626.30	130.48
新型砖销量	60,450.28	62,273.70	56,932.92	6,054.31

注：商砼销量包含拌站代加工部分。

资料来源：公司提供

售价方面，近年来水泥行业景气度较高，2021年受市场供需关系影响，华东地区水泥均价同比上升，公司水泥和熟料产品售价同比上升，商砼售价小幅下降，但整体保持较高水平。同期，新型砖售价继续下降。

表 6：近年来公司产品销售价格情况
(元/吨、元/立方米、元/标块)

	2019	2020	2021	2022.1~3
--	------	------	------	----------

施工质量，通常产能远远大于实际销量。相对而言，公司商砼产能利用率在同区域内处于上游水平。

水泥售价	332.81	332.10	367.79	353.79
熟料售价	291.31	308.09	317.80	311.81
商砼售价	461.92	463.21	459.95	455.54
新型砖售价	0.28	0.26	0.22	0.22

资料来源：公司提供

公司产品销售区域仍是以江西省内为主，同时辐射福建、广东、浙江等周边省份。2021年，公司营业收入中江西市场贡献占比近90%，业务集中度高。

表 7：近年来公司水泥及相关产品分区域销售情况（亿元、%）

区域	2019		2020		2021		2022.1~3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
江西省	100.73	88.43	113.29	90.42	126.50	89.05	25.24	92.24
福建省	8.92	7.83	7.14	5.70	6.70	4.72	0.81	2.95
广东省	0.49	0.43	0.50	0.40	1.22	0.86	0.13	0.46
浙江省	3.31	2.90	3.61	2.88	4.72	3.32	0.71	2.58
安徽省	0.43	0.37	0.19	0.15	0.45	0.32	0.07	0.27
湖北省	0.03	0.03	0.56	0.45	2.45	1.72	0.41	1.49
合计	113.90	100.00	125.29	100.00	142.05	100.00	27.36	100.00

注：分项数之和与合计数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

公司石灰石储量较丰富，煤炭及电力供应稳定，可为生产运营提供有力保障；中诚信国际将对外部环境变化对公司生产成本的影响保持关注

公司石灰石矿产资源储量较丰富，截至2022年3月末，公司共拥有14处石灰石矿山，已获得政府批准的石灰石储量约7.07亿吨，其中已获得采矿许可证的储量约6.45亿吨，年开采能力为0.31亿吨，石灰石自供比例近100%。

煤炭及电力成本占水泥生产成本约50%，是影响水泥企业盈利情况的重要因素。公司与国内部分中大型煤炭公司建立了长期合作关系，煤炭直供量占比超过70%。公司还积极推进京东慧采平台采购物资，开辟电商采购新渠道。2021年，因煤炭价格快速上涨，公司煤炭采购金额同比大幅增加。

电力方面，公司电力供应分为外购及自发电两

部分，其中自发电是利用公司各生产线配套的余热发电系统。截至2022年3月末，公司已投运的余热发电机组装机容量82.50MW，利用余热发电可满足公司窑系统用电量一半的需求。2021年及2022年1~3月，发电量分别为5.36亿度和1.08亿度，分别节约电费3.22亿元和0.65亿元。

中诚信国际关注到，水泥生产过程中成本受煤炭、电力价格影响较大，跟踪期内煤炭供给不足及能耗“双控”政策导致了煤电价格上涨，推高了公司水泥生产成本。同时，国家相继出台结构调整、化解产能过剩、环境治理、绿色节能、错峰生产、资源综合利用、固废处置以及碳达峰碳中和等一系列政策，一定程度上使得公司环保刚性投入增加。中诚信国际将对外部环境对公司生产成本的影响保持关注。

表 8：近年来公司原材料采购情况（万吨、万元）

产品	2019		2020		2021		2022.1~3	
	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额
煤炭	236.58	152,601.00	252.43	157,480.98	255.3	266,022.60	32.72	31,931.45
有色金属灰渣	56.24	6,026.07	52.40	5,436.72	42.22	4,735.56	4.10	451.94
脱硫石膏	49.16	4,603.96	46.55	4,017.77	51.19	5,362.18	9.61	980.60
磷石膏	44.67	4,409.86	47.11	4,786.39	12.50	888.69		

水渣	20.75	4,049.38	30.10	6,438.60	46.41	10,361.78	8.88	1,897.57
合计	407.40	171,690.27	428.59	178,160.46	407.62	287,370.81	55.31	35,261.56

资料来源：公司提供

公司在建项目主要围绕水泥生产以及产线搬迁，投资压力可控

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目 1 个，

表 9：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	尚需投入	资金来源	2022 年尚需投资
万年水泥厂 2×5100t/d 熟料水泥生产线异地技改环保搬迁项目	19.39	13.66	5.73	自有资金、银行贷款	4.02

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于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 年~2021 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表，以下财务分析所用数据均为各期报表期末数。

2021 年，公司营业毛利率小幅下降但整体盈利能力仍较强，期间费用占比较低，利润构成以经营性业务利润为主

2021 年，受公司水泥和商砼销售规模的增加、贸易规模扩大等因素的影响，当期公司营业收入同比增加 13.38% 至 142.05 亿元。毛利率方面，2021 年，公司水泥和熟料业务的毛利率继续处于较高水平，其中，受原燃料采购成本升高影响，水泥业务毛利率有所下降。商砼业务毛利率同比上升，系受砂石等原材料价格下降影响所致。此外，新材产品市场竞争激烈且产量受气候影响较大，2021 年毛利率继续为负，但该业务板块收入占比较小，对公司营业毛利率影响有限。2021 年公司贸易板块毛利率有所上升但仍处于较低水平。在前述因素的共同作用下，公司营业毛利率同比下降 0.79 个百分点。2022 年 1~3 月，公司营业总收入较上年同期基本持平；营业毛利率为 21.53%，较上年同期有所下降。

表 10：近年来公司主要板块收入及毛利率情况(亿元、%)

收入	2019	2020	2021
----	------	------	------

计划总投资为 19.39 亿元，已完成投资 13.66 亿元，尚需投入 5.73 亿元，资金来源以自有资金和银行贷款为主。

水泥	79.80	74.38	83.59
熟料	0.97	0.09	0.03
商砼	27.84	26.28	28.74
新材	1.67	1.61	1.21
贸易	0.00	21.29	24.60
其他	3.63	1.64	3.87
合计	113.90	125.29	142.05
毛利率	2019	2020	2021
水泥	37.18	37.56	34.79
商砼	18.32	24.25	28.20
熟料	41.29	41.28	41.36
新型砖	6.59	-2.70	-27.16
贸易	--	0.08	0.25
合计	31.55	28.15	27.36

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用主要以销售费用和管理费用为主，2021 年销售费用同比变化不大，管理费用同比上升，主要系职工薪酬、折旧及资产摊销和安全环保支出增加所致。同时，受当期分摊未确认融资费用及计提可转债利息有所增加影响，公司财务费用有所上升。在上述因素综合影响下，2021 年公司期间费用合计和期间费用率同比均有所上升。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	3.59	1.61	1.60	0.31
管理费用（含研发费用）	5.48	5.69	6.76	1.36
财务费用	0.33	-0.02	0.26	0.04
期间费用合计	9.40	7.28	8.62	1.72
期间费用率	8.25	5.81	6.07	6.27
其他收益	1.13	0.74	0.95	0.23
经营性业务利润	26.73	27.86	30.20	4.21
投资收益	0.61	0.72	1.77	0.00
公允价值变动损益	1.16	0.81	-0.96	-0.02

营业外损益	-1.32	-0.46	-0.18	-0.01
利润总额	26.73	28.61	30.35	4.07
净利润	20.55	21.97	23.07	2.99
EBITDA	31.52	33.30	36.74	--
总资产收益率	25.13	21.61	19.28	--
EBITDA 利润率	27.68	26.57	25.86	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润贡献，受益于水泥行业的景气度较好，2021 年公司经营性业务利润保持上升。2021 年，公司实现投资收益 1.77 亿元，主要为参股子公司宁波鼎锋明道万年青投资合伙企业（有限合伙）的现金分红。同期，受投资基金公允价值变动的影响，公司公允价值变动收益为-0.96 亿元。此外，公司每年可获取一定规模的其他收益，包括三废退税补贴、节能补贴和用电成本补贴等，2021 年公司其他收益为 0.95 亿元。营业外损益方面，因子公司江西瑞金万年青水泥有限公司对厂区卫生防护范围内居民搬迁安置支付相关费用，当期公司营业外支出 0.18 亿元。2022 年一季度，公司实现利润总额 4.07 亿元。整体来看，跟踪期内，公司盈利能力很强，总资产收益率和 EBITDA 利润率保持在较高水平。

跟踪期内公司总资产规模继续增加，财务杠杆相对较低；但公司对其下属重要子公司的持股比例较低，该公司股权结构的稳定性和经营管控权值得关注

2021 年末，得益于良好的收益和获现能力，公司资产规模同比增加。公司资产以非流动资产为主，包括固定资产、在建工程和无形资产等。细分来看，2021 年受万年青水泥厂 2x5,100t/d 熟料水泥生产线项目和年产 300 万吨骨料（含机制砂）项目等转固影响，当期末公司在建工程和固定资产此消彼长。公司无形资产主要是采矿权及探矿权、土地使用权等，2021 年末规模同比基本持平。流动资产方面，公司流动资产中货币资金占比较高，2021 年公司融资力度有所增加，当期末货币资金大幅增长，截至 2021 年末公司受限货币资金 0.70 亿元，受限比例

很低。受拓展商砼业务力度较大影响，公司应收商砼产品销售款规模随之增长；截至 2021 年末，公司前五大欠款方占比 11.20%，集中度较低且有所下降。公司存货主要以原材料和库存商品为主，受生产销售周期波动影响期末存货规模有所上升。2022 年 3 月末，主要受公司应收账款规模继续增加影响，公司总资产规模上升至 179.41 亿元。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	29.95	38.77	45.86	44.03
应收账款	8.99	8.49	10.88	15.04
存货	4.41	5.44	8.84	7.53
流动资产	46.11	56.77	71.84	75.94
固定资产	36.90	55.21	65.37	65.83
在建工程	5.47	5.57	4.80	5.70
无形资产	16.21	16.27	16.76	17.14
非流动资产	71.95	94.62	102.46	103.47
总资产	118.06	151.39	174.30	179.41

注：应收账款包含应收款项融资。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末，公司负债规模同比增长，结构以流动负债为主。公司流动负债以短期借款和应付账款为主，2021 年末受产量扩大的影响，公司应付账款同比增加。同期末，公司短期借款大幅增加，主要系子公司新增短期银行借款用于采购煤炭和补充流动资金。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券²及长期应付款构成，2021 年末公司非流动负债规模同比小幅下降。2022 年 3 月末，公司总负债规模为 67.63 亿元，较年初小幅增加。

表 13：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	10.02	8.02	13.32	14.13
应付账款	7.68	14.64	15.92	15.90
流动负债	30.50	36.50	45.44	47.82
长期借款	1.30	0.80	0.85	0.90
应付债券	0.00	8.63	8.94	9.02
长期应付款	9.24	9.08	8.48	8.55
非流动负债	12.33	21.42	19.86	19.81
总负债	42.83	57.92	65.30	67.63
未分配利润	36.89	45.01	57.83	59.92
少数股东权益	24.58	29.54	34.74	36.18
所有者权益合计	75.23	93.47	109.00	111.78

² 2020 年 6 月，公司发行 10 亿可转债“万青转债”，期限 6 年，其中负债份额 8.49 亿计入应付债券，权益份额 1.51 亿计入其他权益工具。

资产负债率	36.28	38.26	37.46	37.70
总资本化比率	14.25	17.24	18.44	18.65

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年利润累积带动期末所有者权益保持增长，杠杆水平较低，整体财务政策较为稳健。分红方面，公司 2021 年度的现金分红金额为 6.38 亿元，分红金额占归属于上市公司普通股股东净利润的 40.05%。此外，公司少数股东权益规模仍较大，2021 年末占所有者权益的 31.87%，同比有所增加。公司对下属并表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”）持股比例为 50%，剩余 50% 股权由南方水泥有限公司持有，南方万年青董事长由公司总经理担任，5 名董事中由万年青派驻 3 名。南方万年青在公司整体规模中占比较高，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。

表 14：近年来南方万年青在公司整体规模中的占比情况

科目	2020 年（末） 占比	2021 年（末） 占比
总资产	45.22%	47.62%
营业收入	51.50%	69.76%
净利润	64.00%	59.56%
经营活动净现金流	66.43%	51.74%
分红比例	14.22%	--

注：截至本报告出具日，南方万年青暂未向公司支付 2021 年度分红。
资料来源：公司年报，中诚信国际整理

2021 年公司经营获现能力仍较好，能够较好平衡投资和筹资活动缺口，偿债能力很强

公司经营获现能力较好，2021 年公司收现比继续保持在 1 倍以上，可以满足公司投资活动和筹资活动的资金需求。2021 年，公司投资活动现金流仍为净流出但流出规模同比下降，系公司对水泥熟料生产线等的投入同比减少所致。因公司控制债务规模，2021 年筹资活动呈净流出态势，流出规模同比增加主要系 2020 年公司收到可转债募集资金所致。

偿债指标方面，2021 年受上游原材料价格上涨影响，公司总债务规模增速较快，但受益于公司盈利能力良好，当期 EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力虽同比下降但仍处于较好水

平。此外，2021 年末公司货币资金能够完全覆盖短期债务，偿债能力很强。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	24.53	22.37	18.73	0.01
投资活动净现金流	-7.38	-12.71	-8.87	-2.65
筹资活动净现金流	-14.60	-0.87	-2.95	0.74
总债务	12.50	19.47	24.65	25.63
短期债务	11.20	10.04	14.86	15.72
总债务/EBITDA	0.40	0.58	0.67	--
EBITDA 利息倍数	42.31	41.50	35.40	---
货币资金/短期债务	2.67	3.86	3.09	2.80
经营活动净现金流/总债务	1.96	1.15	0.76	0.001*
经营活动净现金流/利息支出	32.93	27.88	18.05	--

注：加*指标为年化数据。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司具备股权融资渠道，财务弹性较强；受限资产规模较小，无对外担保，公开市场无信用违约记录

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产 0.70 亿元，全部为受限货币资金，主要系应付票据保证金、生态恢复和矿山保证金等，受限资产占总资产比例很小。

公司作为 A 股上市公司，具备股权融资渠道。同时，银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共取得银行授信总额 55.12 亿元，未使用授信 39.26 亿元。

或有负债方面，截至 2022 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：根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供的企业信用报告，截至 2022 年 5 月 7 日，公司借款均能够到期还本、按期付息。

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，能够得到其在人员、信用背书和业务资源倾斜等方面较大的支持

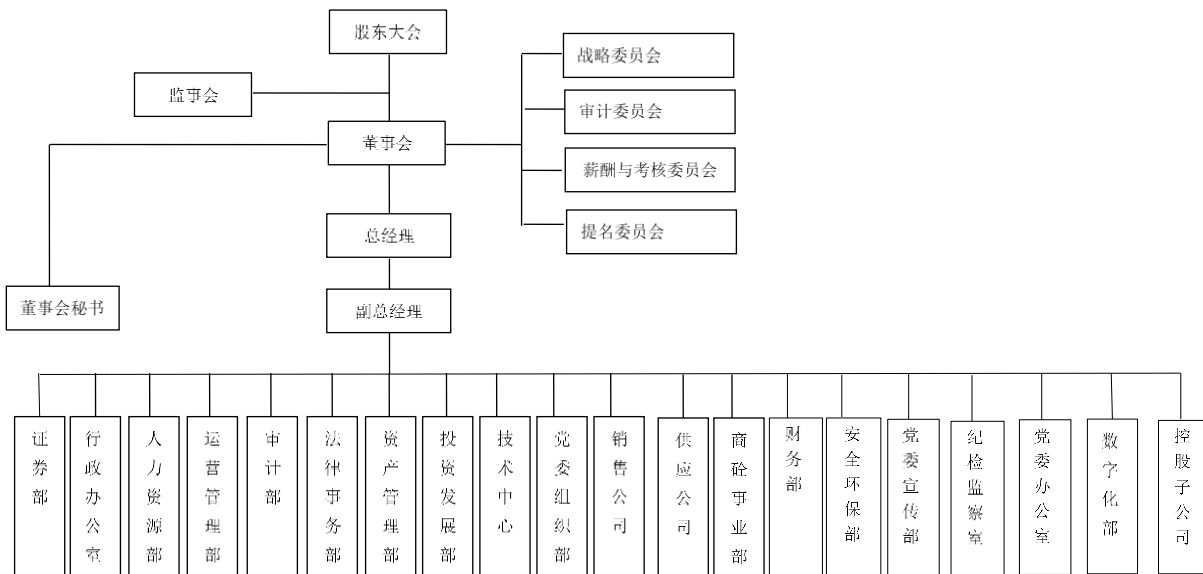
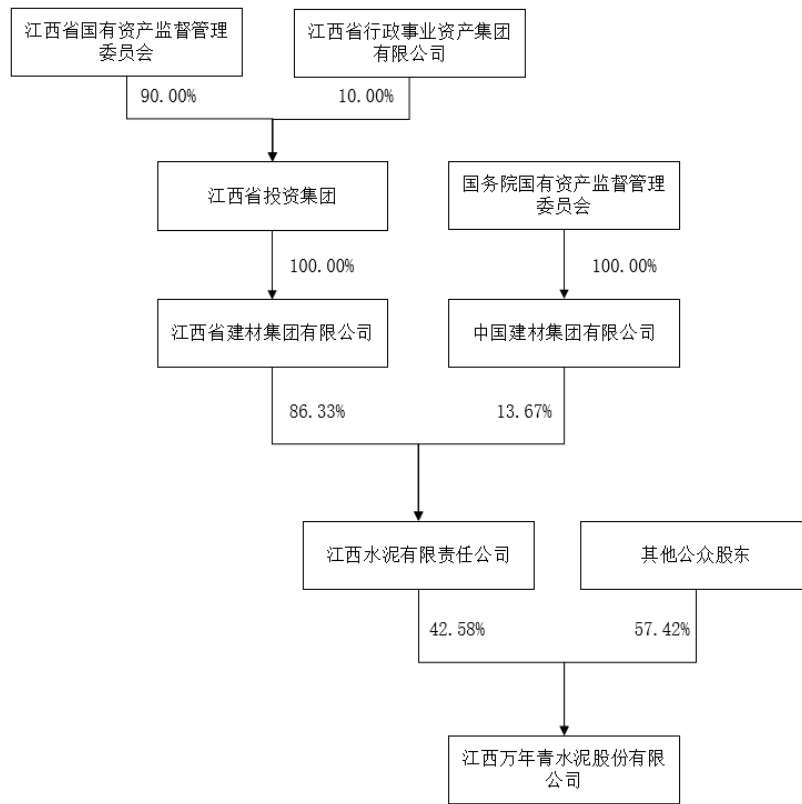
公司间接控股股东江西省建材作为江西省国

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。近年来，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，江西省建材每年均收到相应的补助资金和奖励金，得到政府的支持力度较大。公司作为江西省建材旗下唯一上市公司，能够得到其在人员、信用背书和业务资源倾斜等方面的有力支持。

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主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“22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 2022 年 3 月末）



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	299,456.60	387,694.30	458,594.78	440,309.21
应收账款净额	89,927.99	84,863.84	108,834.87	150,377.08
其他应收款	3,504.58	4,765.65	7,427.16	7,141.88
存货净额	44,070.14	54,363.83	88,427.57	75,290.66
长期投资	76,764.03	122,015.49	116,701.74	106,721.42
固定资产	368,953.91	552,107.52	653,744.15	658,286.78
在建工程	54,694.08	55,720.94	47,958.45	56,974.20
无形资产	162,092.12	162,658.01	167,595.95	171,444.00
总资产	1,180,613.58	1,513,909.49	1,742,972.64	1,794,084.09
其他应付款	28,134.08	26,615.33	31,857.25	36,696.03
短期债务	112,022.08	100,430.24	148,607.94	157,153.92
长期债务	13,000.00	94,283.85	97,902.20	99,175.26
总债务	125,022.08	194,714.09	246,510.14	256,329.18
净债务	-174,434.51	-192,980.21	-212,084.64	-183,980.03
总负债	428,317.05	579,232.96	652,958.17	676,290.97
费用化利息支出	7,343.19	5,063.19	10,378.97	--
资本化利息支出	107.12	2,960.68	0.00	--
所有者权益合计	752,296.54	934,676.53	1,090,014.46	1,117,793.12
营业总收入	1,139,043.07	1,252,901.68	1,420,458.90	273,629.60
经营性业务利润	267,343.97	278,582.97	301,967.05	42,117.13
投资收益	6,123.17	7,238.40	17,704.64	0.00
净利润	205,457.14	219,680.11	230,746.84	29,932.86
EBIT	274,623.92	291,186.02	313,928.07	--
EBITDA	315,231.46	332,955.83	367,389.24	--
经营活动产生现金净流量	245,310.79	223,683.84	187,336.93	68.38
投资活动产生现金净流量	-73,799.97	-127,088.92	-88,726.70	-26,472.46
筹资活动产生现金净流量	-146,028.12	-8,674.51	-29,535.02	7,374.73
资本支出	101,756.57	149,976.86	122,605.34	27,986.59
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	31.55	28.15	27.36	21.53
期间费用率(%)	8.25	5.81	6.07	6.27
EBITDA 利润率(%)	27.68	26.57	25.86	--
总资产收益率(%)	25.13	21.61	19.28	--
净资产收益率(%)	30.18	26.04	22.79	10.85*
流动比率(X)	1.51	1.56	1.58	1.59
速动比率(X)	1.37	1.41	1.39	1.43
存货周转率(X)	16.30	18.29	14.45	10.49*
应收账款周转率(X)	14.43	19.04	14.67	8.44*
资产负债率(%)	36.28	38.26	37.46	37.70
总资本化比率(%)	14.25	17.24	18.44	18.65
短期债务/总债务(%)	89.60	51.58	60.28	61.31
经营活动净现金流/总债务(X)	1.96	1.15	0.76	0.001*
经营活动净现金流/短期债务(X)	2.19	2.23	1.26	0.002*
经营活动净现金流/利息支出(X)	32.93	27.88	18.05	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	126.60	65.47	41.62	--
总债务/EBITDA(X)	0.40	0.58	0.67	--
EBITDA/短期债务(X)	2.81	3.32	2.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	42.31	41.50	35.40	--
EBIT 利息保障倍数(X)	36.86	36.29	30.25	--

注：1、2022年一季报未经审计；2、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；3、带*指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，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	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	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
	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=营业周期-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） 营业周期=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
盈利能力	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

附四：信用等级符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。