



江西万年青水泥股份有限公司

2023 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[2023]跟踪 0401 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 12 日

本次跟踪发行人及评级结果

江西万年青水泥股份有限公司

AA⁺/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“22 江泥 01”

AA⁺

评级观点

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”）熟料及水泥在江西省内拥有规模优势，区域竞争实力较强；石灰石储量较丰富，具有一定的成本及能耗控制能力；保持了较低的财务杠杆水平，偿债能力很强等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到国内市场需求下行，公司水泥及相关制品产销量同比下降；煤炭等原材料价格大幅上涨导致成本上升，盈利能力承压等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

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

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，资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升等。

可能触发评级下调因素：受市场需求减弱等因素影响，公司产品产销量持续大幅下滑，财务杠杆比率显著上升，盈利能力持续显著弱化等。

正面

- 公司熟料及水泥在江西省内拥有规模优势，区域竞争实力较强
- 石灰石储量较丰富，具有一定的成本及能耗控制能力
- 保持了较低的财务杠杆水平，偿债能力很强

关注

- 国内市场需求下行，公司水泥及相关制品产销量同比下降
- 煤炭等原材料价格大幅上涨导致成本上升，盈利能力承压

项目负责人：刘冠男 gnliu@ccxi.com.cn

项目组成员：孔令媛 lykong@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)	2020	2021	2022	2023.3
资产总计 (亿元)	151.48	174.30	182.19	172.08
所有者权益合计 (亿元)	93.46	109.00	104.58	104.89
负债合计 (亿元)	58.02	65.30	77.61	67.19
总债务 (亿元)	24.71	29.14	36.13	34.18
营业总收入 (亿元)	125.29	142.05	112.82	19.54
净利润 (亿元)	21.97	23.07	5.84	1.42
EBIT (亿元)	28.77	33.12	9.89	--
EBITDA (亿元)	32.95	38.47	15.56	--
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	22.37	18.73	8.45	-0.42
营业毛利率 (%)	28.15	27.36	17.48	18.37
总资产收益率 (%)	19.00	20.33	5.55	--
EBIT 利润率 (%)	22.97	23.32	8.77	--
资产负债率 (%)	38.30	37.46	42.60	39.05
总资本化比率 (%)	21.18	21.32	25.95	24.85
总债务/EBITDA (X)	0.75	0.76	2.32	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	41.07	37.07	14.81	--
FFO/总债务 (X)	1.04	0.92	0.41	--

注：1、中诚信国际根据万年青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 2020~2022 年度财务报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年财务报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 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。

同行业比较 (2022 年数据)

2022 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	333.04	68.68	248.56	7.15	10.51	3.09
万年青	182.19	42.60	112.82	5.84	17.48	8.45

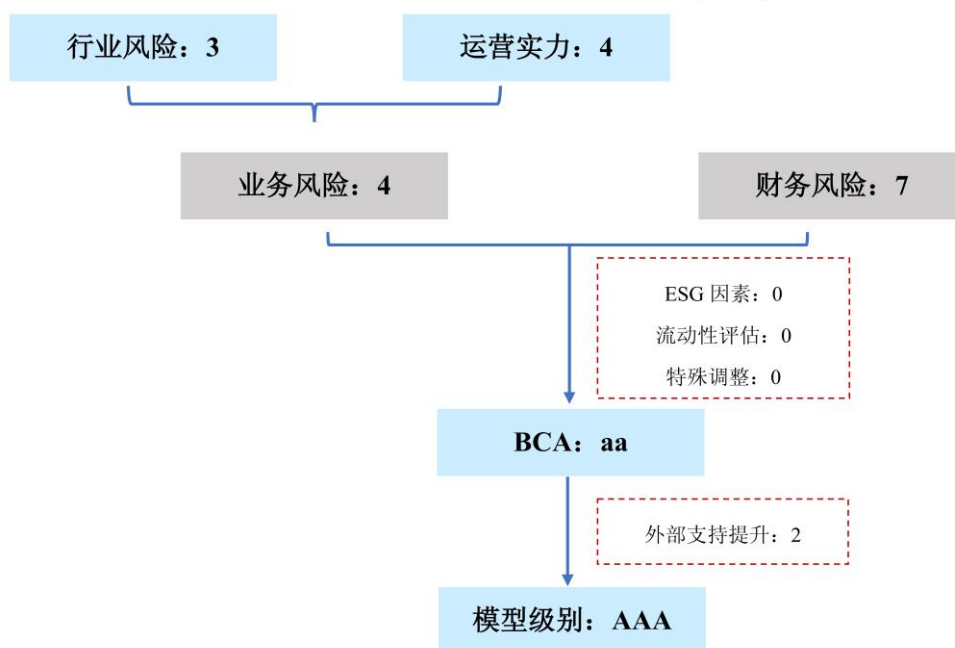
中诚信国际认为，与其他建材企业相比，万年青水泥产品在主要市场的产能规模优势和品牌竞争实力更为突出，业务多元化水平更高，且具有资源控制优势，但业务经营的区域集中度较高；收入规模相对较小，但盈利能力及经营获现能力较强，同时财务杠杆比率更低，债务压力相对较小。

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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 江泥 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/06/14	6.00	6.00	2022/04/15~2027/04/15 (3+2)	回售，调整票面利率选择权

评级模型

江西万年青水泥股份有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际水泥行业评级方法与模型 C190100_2022_04

■ 业务风险：

万年青属于水泥行业，因具有强周期属性，中国水泥行业风险评估为中等；公司水泥及相关制品在江西省内保持了一定的规模优势，区域竞争实力较强，且石灰石资源储备较为充足，具有一定的成本及能耗控制能力，但受市场需求弱化影响，公司水泥、商砼等产品产销量均同比下降明显，业务风险评估为中等。

■ 财务风险：

万年青 2022 年受市场行情影响，利润规模及经营获现规模均同比下降，但有息债务管控情况良好，财务杠杆比率保持低位，整体偿债能力很强，财务风险评估为极低。

■ 模型级别：

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对万年青个体基础信用等级无影响，万年青具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和极低的财务风险。

■ 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。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、信用背书和业务资源倾斜等方面的较大支持，外部支持调升 2 个子级。

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

表 1：公司募集资金使用情况（亿元）

债项简称	募集资金	已使用募集资金	募集资金用途	资金用途是否变更
22 江泥 01	6.00	6.00	偿还公司有息债务	未变更

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，在房地产投资下滑、煤炭价格高位运行的情况下，2022 年水泥行业供需失衡加剧，行业整体经营效益显著回落，预计短期内行业供需关系难以实现实质性改善，水泥企业仍将面临业绩增长和经营获

现压力。

从水泥供给端来看，淘汰落后产能、严控新增产能的政策依然延续，水泥行业整体产能规模保持相对平稳，但产能过剩的问题尚未得到根本解决，结构性矛盾仍然存在。2022 年以来地产下行周期持续，水泥产量持续呈现负增长。此外，尽管全国各地水泥错峰生产执行情况良好，部分地区企业甚至延长错峰生产，但在需求疲软的背景下，2022 年全国水泥库容比持续在 60% 以上高位波动，第二季度更是升至历史同期新高水平，达 70~80%，市场供需失衡加剧。需求端方面，2022 年 1~11 月，全国固定资产投资（不含农户）52.00 万亿元，同比增长 5.30%，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 8.90%，基建投资增速有所反弹，但其中与水泥强相关的道路运输业、铁路运输业投资分别仅增长 2.30% 和 2.10%，远低于基建投资整体增速，对水泥需求的拉动作用不明显。地产投资方面，2022 年以来，受行业资金压力加大影响，房地产开发投资增速持续下降，自 4 月起降至负增长，1~11 月房地产开发投资同比增速降至 -9.80%，创 2016 年来新低，房地产新开工面积亦同比回落 38.90%，对水泥需求形成较大抑制。

整体来看，目前水泥行业产能过剩的矛盾依然存在，错峰限产常态化等一系列政策的推行将有助于落后产能出清，优化行业供给格局，但同时水泥企业在减碳降耗方面面临的投资压力有所增加。在房地产投资下滑、煤炭价格高位运行的影响下，2022 年水泥行业供需失衡加剧，行业整体经营效益显著回落。预计 2023 年水泥行业供需关系难以实现实质性改善，能源价格高位运行造成的成本压力犹存，水泥企业盈利及获现水平仍面临较大挑战，流动资金需求或将进一步扩大。

详见《中国水泥行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9750?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内，公司水泥及相关制品在江西省内保持了一定的规模优势，区域内经销网络布局较为完善；石灰石资源储备较为充足，具有一定的成本及能耗控制能力；但受外部环境影响，水泥、商砼等产品产销量均同比减少，未来恢复情况有待关注。

公司水泥产品在江西省内保持了一定的规模优势，相关产业布局较为完善；跟踪期内，受外部环境影响，水泥、熟料等相关制品产量及产能利用率同比明显下降，后续经营恢复情况有待关注。

公司聚焦水泥及相关业务发展，产能几乎全部集中于江西省内，区域性特征明显；2022 年以来水泥及熟料产能规模较为稳定。截至 2022 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，在江西省内水泥产能位居前三，具有一定的区域规模优势。

公司在稳步发展水泥业务的同时积极延伸上下游产业链，目前在省内布局商砼企业近 30 家，跟踪期内商砼产能小幅增长，截至 2022 年末已拥有 55 条商砼生产线。根据规划，公司将在保持水泥业务竞争力的同时，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：近年来公司主要产品产能情况（万吨/年、万立方米/年）

产能	2020	2021	2022
水泥	2,559	2,600	2,600
熟料	1,332	1,375	1,375
商砼	1,895	1,975	2,205

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产方面，公司主要产品采取以销定产的生产模式。受房地产市场景气度下行、江西农村建设投资放缓等多重因素影响，2022 年江西省水泥需求大幅下滑，使得公司水泥及相关产品产量和产能利用率均同比下降，但水泥及熟料产能利用情况仍处于行业较优水平。商砼运输半径较短，且具有季节性特征，因此产能利用率普遍较低，但公司商砼产能利用率已高于区域内平均水平。中诚信国际将对公司未来主要产品产量恢复情况保持关注。

表 3：近年来公司主要产品生产情况（万吨、万立方米、%）

产量	2020	2021	2022
水泥	2,409.63	2,468.67	2,124.78
熟料	1,674.91	1,779.53	1,596.98
商砼	564.81	625.34	607.24
产能利用率	2020	2021	2022
水泥	94.16	94.95	81.72
熟料	125.74	129.42	116.14
商砼	29.81	31.66	27.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司产品销售区域仍以江西省内为主，营销网络布局较完善，区域竞争实力较强；受市场需求弱化影响，2022 年公司水泥及相关产品销量下滑，产销率仍处于较高水平。

公司是江西省的水泥龙头企业之一，近年来省内销售额占比保持在 90%左右，市场集中度很高，在省内享有较强的品牌优势和区域竞争实力。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，已建立了多渠道、多层次的营销网络。对大型重点工程，如高速公路、铁路等国家大型项目，公司以直销为主；对于民用市场、中小型工程，由于量少点多，公司采取经销为主的销售模式，以提升保供和售后服务质量。截至 2022 年末，公司拥有销售网点近 4,000 个，其中经销网点近 2,000 个，同比变化不大，区域销售布局较为完善。

受需求弱化影响，2022 年公司水泥销量同比下降 13.60%，商砼销量亦同比减少，但产销率均处于较高水平。公司生产的熟料主要自用，2022 年熟料无对外销售。2022 年，公司水泥产品在江西省内的市场占有率保持在 20% 以上，在区域内的控制力较强。

表 4：近年来公司主要产品销量情况（万吨、万立方米）

销量	2020	2021	2022
水泥	2,401.01	2,450.99	2,117.66
熟料	39.99	0.78	0
商砼	567.72	626.30	609.86

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

售价方面，水泥及相关产品价格走势的一致性较高，在行业产能过剩、市场竞争加剧的背景下，2022 年公司水泥和熟料产品售价同比分别下降 14.38% 和 15.36%，商砼售价亦延续下降态势。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。

表 5：近年来公司主要产品销售价格情况（元/吨、元/立方米）

销售价格	2020	2021	2022
水泥	332.10	367.79	314.92
熟料	308.09	317.80	--
商砼	463.21	459.95	433.33

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，跟踪期内未新增矿产储备。截至 2023 年 3 月末，公司共拥有 13 处石灰石矿山，已获得政府批准的石灰石储量 6.77 亿吨，其中已获得采矿许可证的储量 6.15 亿吨，年开采能力为 0.31 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。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 80%。2022 年，国内煤炭价格持续高位震荡，但受水泥及相关制品产量下降影响，公司煤炭采购量及采购金额同比减少。同期，公司前五大供应商采购金额占比为 26.24%，同比变化不大，仍主要为煤炭采购。

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 年末，公司已投运的余热发电机组装机容量 80.30MW，利用余热发电可满足公司窑系统用电量一半的需求，同比无变化。2022 年及 2023 年 1~3 月，发电量分别为 4.90 亿度和 1.04 亿度，分别节约电费 2.94 亿元和 0.62 亿元。整体来看，公司具有一定的成本及能耗控制能力。

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，跟踪期内煤炭现货价格高位运行及能耗“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 6：近年来公司主要原材料采购情况（万吨、万元）

产品	2020		2021		2022	
	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额
煤炭	252.43	157,480.98	255.3	266,022.60	218.13	259,507.08
有色金属灰渣	52.40	5,436.72	42.22	4,735.56	65.05	7,794.62
脱硫石膏	46.55	4,017.77	51.19	5,362.18	56.44	5,612.13
磷石膏	47.11	4,786.39	12.50	888.69	20.03	1,534.76
水渣	30.10	6,438.60	46.41	10,361.78	48.99	8,139.20
合计	--	178,160.46	--	287,370.81	--	282,587.79

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目尚需投资规模较小，未来资本支出压力较为可控。

资本支出方面，截至 2022 年末，公司在建项目 1 个，为万年水泥厂 2×5100t/d 熟料水泥生产线异地技改环保搬迁项目，预计总投资 19.39 亿元，尚需投资 4.82 亿元。根据规划，公司未来新增投资将以现有产能技改投入以及商砼产线布局为主，单项投资规模较小，资本支出压力较为可控。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受行业需求下行影响，公司营业收入及利润规模均同比下降，盈利能力承压，经营获现减少；有息债务规模上升，但财务杠杆比率仍处在较低水平，公司仍保持了很强的偿债能力。此外，公司权益中少数股东权益占比较大，公司股权结构的稳定性和对重要子公司的经营管控程度值得关注。

受市场景气度下行影响，公司营业总收入同比下降；原材料价格上涨且产品销售价格下降导致主营业务毛利率明显下降，盈利能力承压。

2022 年公司营业总收入同比下降 20.58%。毛利率方面，2022 年国内煤炭价格涨幅较大，公司生产成本随之上升，而国内市场竞争加剧导致水泥销售端无法将成本涨幅完全向下传导，使得公司主营业务各板块毛利率均有所下降。2023 年一季度，公司实现营业总收入 19.54 亿元，同比延续下降态势；营业毛利率为 18.37%，较上年变化不大。

表 7：近年来公司分板块收入及毛利率情况（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥	74.47	37.57	83.62	34.79	63.35	18.04
商砼	26.28	24.25	28.74	28.20	26.12	22.00
贸易	21.29	0.08	24.60	0.25	16.81	0.19
其他	3.25	--	5.09	--	6.54	--
营业总收入/营业毛利率	125.29	28.15	142.05	27.36	112.82	17.48

注：1、贸易业务主要涉及煤炭等水泥原材料；2、其他收入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

公司期间费用以销售费用和管理费用为主。2022 年销售费用和财务费用同比基本持平，管理费用同比增加 28.71%，主要系当期一次性计提了待岗员工长期应付职工薪酬所致。同期，公司营业总收入有所下降，期间费用率同比进一步上升，公司费用管控能力仍有提升空间。

公司利润总额主要由经营性业务利润贡献，2022 年公司经营性业务利润同比减少 70.33%，利润总额随之下降，盈利能力指标显著弱化。2022 年，公司实现投资收益 2.00 亿元，主要为南方水泥有限公司、景德镇农村商业银行股份有限公司等公司参股企业的分红收益。2023 年一季度，市场需求延续低迷，公司利润总额同比下降 53.32%，中诚信国际将对未来市场景气度及生产成本变化对公司盈利的影响保持关注。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售费用	1.61	1.60	1.67	0.43
管理费用	5.31	6.51	8.37	1.26
研发费用	0.38	0.25	0.24	0.07
财务费用	-0.02	0.26	0.28	0.06
期间费用合计	7.28	8.62	10.55	1.82
期间费用率	5.81	6.07	9.35	9.29
经营性业务利润	27.86	30.20	8.96	1.70
投资收益	0.72	1.77	2.00	0.15
利润总额	28.61	30.35	8.02	1.90
EBITDA	32.95	38.47	15.56	--
总资产收益率	19.00	20.33	5.55	--
EBITDA 利润率	26.30	27.09	13.79	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司应收销售款项增加推升资产规模增长，财务杠杆比率有所上升但仍保持在较低水平；所有者权益中少数股东权益仍较大，公司对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。

公司资产总额仍以非流动资产为主，应收账款及应收票据规模的增加推升 2022 年末总资产规模较年初增长 4.53%。2022 年公司商砼业务应收销售款规模扩大，带动期末应收账款同比增长 12.40%，但整体资金占用较为可控。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，规模同比变化不大。截至 2023 年 3 月末，公司总资产规模较上年末有所下降，主要系期末未到期但已背书的应收票据减少及货币资金规模下降所致。

公司负债主要由应付账款、长期应付款和有息债务构成。长期应付款主要为分期支付的采矿权及探矿权购买价款，2022 年末规模同比下降。有息债务方面，2022 年公司发行“22 江泥 01”，长期债务规模增加，总债务规模随之上升。但整体来看公司有息债务规模较小，财务杠杆比率处于低位。

公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益的占比较大，其中，2022 年公司利润规模下降，加之同期发放上年度现金分红 6.38 亿元，使得期末未分配利润规模同比减少；公司 2022 年度的现金分红金额为 2.07 亿元，约占归属于上市公司普通股股东净利润的 50%。此外，公司少数股东权益规模仍较大，2022 年末占所有者权益的 33.60%，同比进一步增加。公司对控股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¹，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 9：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

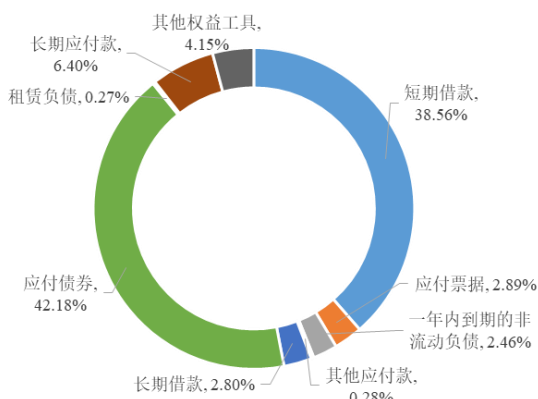
	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	38.77	45.86	44.62	39.93
应收票据	0.40	2.54	8.47	2.72
应收账款	6.70	9.48	14.01	15.00
存货	5.44	8.84	7.93	6.07
固定资产	55.21	65.37	69.44	66.23
无形资产	16.27	16.76	17.16	16.70
资产总计	151.48	174.30	182.19	172.08
应付账款	14.64	15.92	15.12	13.77
长期应付款	9.08	8.48	7.83	7.79
负债总计	58.02	65.30	77.61	67.19
短期债务	10.09	14.87	15.97	14.07
长期债务	14.62	14.27	20.16	20.11
总债务	24.71	29.14	36.13	34.18
未分配利润	45.00	57.83	55.34	56.26
少数股东权益	29.54	34.74	35.14	34.36
所有者权益合计	93.46	109.00	104.58	104.89
资产负债率	38.30	37.46	42.60	39.05

¹ 截至 2022 年末，南方万年青的总资产占公司资产总额的 48.53%；2022 年，其营业总收入和净利润分别占公司总额的 71.23% 和 69.01%。

总资本化比率	21.18	21.32	25.95	24.85
--------	-------	-------	-------	-------

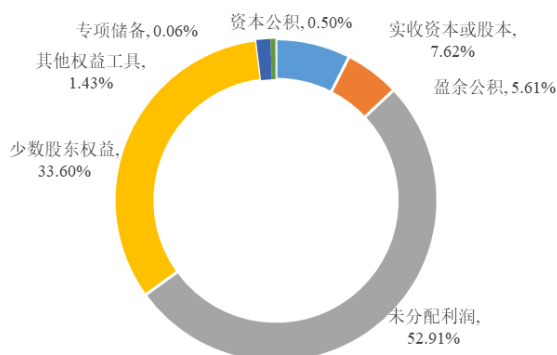
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营获现水平同比下降；偿债能力相关指标有所弱化，但整体仍保持了很强的偿债能力。

2022 年，受营业收入和盈利下降影响，公司经营活动净现金流同比减少，但收现比仍保持在 1 倍以上。同期，公司新增商砼产线等投资支付的现金较多，投资活动现金净流出规模同比扩大；公司当期现金分红较多，筹资活动现金流继续为净流出态势。

偿债指标方面，2022 年公司盈利和经营获现减少，同时有息债务规模增加，使得经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本金的保障能力减弱，但仍能够对利息支出形成良好覆盖。此外，2022 年末公司货币资金能够完全覆盖短期债务。整体来看，跟踪期内公司偿债能力相关指标有所弱化，但整体仍保持了很强的偿债能力。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动净现金流	22.37	18.73	8.45	-0.42
投资活动净现金流	-12.71	-8.87	-13.85	-2.24
筹资活动净现金流	-0.87	-2.95	-1.76	-2.36
货币资金/短期债务	3.84	3.08	2.79	2.84
总债务/EBITDA	0.75	0.76	2.32	--
EBITDA 利息保障倍数	41.07	37.07	14.81	--
经营活动净现金流/总债务	0.91	0.64	0.23	-0.05*
经营活动净现金流利息保障倍数	27.88	18.05	8.05	--
FFO/总债务	1.04	0.92	0.41	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产的账面价值共计 7.67 亿元，占总资产的比例为 4.20%，主要为长期定期存单、应付票据保证金、生态恢复和矿山保证金等受限货币资金。

或有负债方面，截至 2023 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，2020 年~2023 年 5 月，公司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，截至本评级报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测²

假设

- 2023 年，预计公司水泥及熟料业务规模相对稳定，营业总收入有望同比小幅增长。
- 2023 年，预计公司成本压力减弱，盈利水平有望回升。
- 2023 年，预计随着公司在建项目投资收尾，全年新增投融资规模同比下降。

预测

表 11：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	21.32	25.95	25.5-25.8
总债务/EBITDA（X）	0.76	2.32	1.6-1.9

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，万年青整体经营获现能力仍较强，备用流动性较充足，财务弹性较好，债务融资工具发行顺畅，资金平衡状况尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

受业绩下滑影响，2022 年公司经营活动净现金流大幅下降，但整体上经营获现能力仍较强。截至 2022 年末，公司账面货币资金为 44.62 亿元，其中受限部分 6.62 亿元，资金储备状况良好。银行授信方面，截至 2022 年末，公司共获得银行授信额度 47.12 亿元，其中尚未使用额度为 33.69 亿元，备用流动性较充足。同时，公司作为上市公司拥有直接融资渠道，财务弹性较好，债务融资工具发行顺畅。

公司资金流出主要用于债务的还本付息及商砼产线建设支出及股利分红等，短期内到期债务偿付压力及投资压力较为可控。此外，2020~2022 年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出合计为 26.96 亿元。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。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司合并口径债务到期分布情况（亿元）

	1 年内到期	超过 1 年到期
银行融资等借款	11.86	0.99
应付票据	1.29	0
公开债务（永续债等）	0	16.81
其他（一年内到期的非流动负债等）	0.92	2.31

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，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人的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析³

中诚信国际认为，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风险负面影响较小，潜在 ESG 风险较小。

环境方面，作为水泥生产企业，公司在生产过程中面临的能源消耗和环境保护问题较为突出。污染物处理方面，公司水泥熟料生产线配套安装了除尘设施、烟气脱硝系统和污染源自动监控系统等环保设施，各类环保设施运行维护良好，各类污染物排放达标。在降碳方面，公司各生产单位积极推进节能降碳科技活动，大力实施节能减排和减污降碳技术改造项目，通过实施预热器、篦冷机、水泥磨和生料辊压机终端粉磨系统等技术改造，实现了减污降碳协同增效。

社会方面，公司员工激励机制健全，通过设立全面薪酬体系及股票期权激励计划等激励措施将公司业绩同个人发展相结合。公司注重对员工开展职业技能、环保管理、生产安全等方面的培训，培养体系健全，人员稳定性较高。

公司治理方面，公司根据《公司法》等规范性文件要求，建立了较为完善的治理结构。目前公司董事会共 9 人，包括非独立董事 6 人，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，其中职工代表监事 2 人，设监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。跟踪期内，公司原董事长林榕卸任，原非独立董事陈文胜任新一届董事长。**中诚信国际认为**，上述变动系正常职务调整，对公司日常管理、业务运营、信用水平无实质性影响。内部控制方面，公司在财务管理、投融资管理等方面制定了较为完善的管理制度；资金管理方面，公司目前以预算管理为主，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，尚未覆盖全部下属企业；投资管理方面，子公司定期上报技改等投资需求，由公司总部审批后实施，产能建设等重要投资由公司总部层面实施；融资管理方面，重要子公司拥有独立融资预算，预算范围内的每一笔实际融资需上报公司总部财务部审批，审批通过后，具体的融资协议由子公司和银行签署。

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，积极探索“水泥+商砼”营销模式，发挥最大资源利用效用。

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、信用背书和业务资源倾斜等方面较大的支持。

近年来江西省经济实力不断增强，主要经济指标稳步提升，2022 年实现地区生产总值 32,075 亿

³ 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。

元，同比增长 4.7%。同时，江西省产业结构不断优化，二、三产业对江西省经济的贡献程度不断提升。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，公司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、信用背书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。

同行业比较

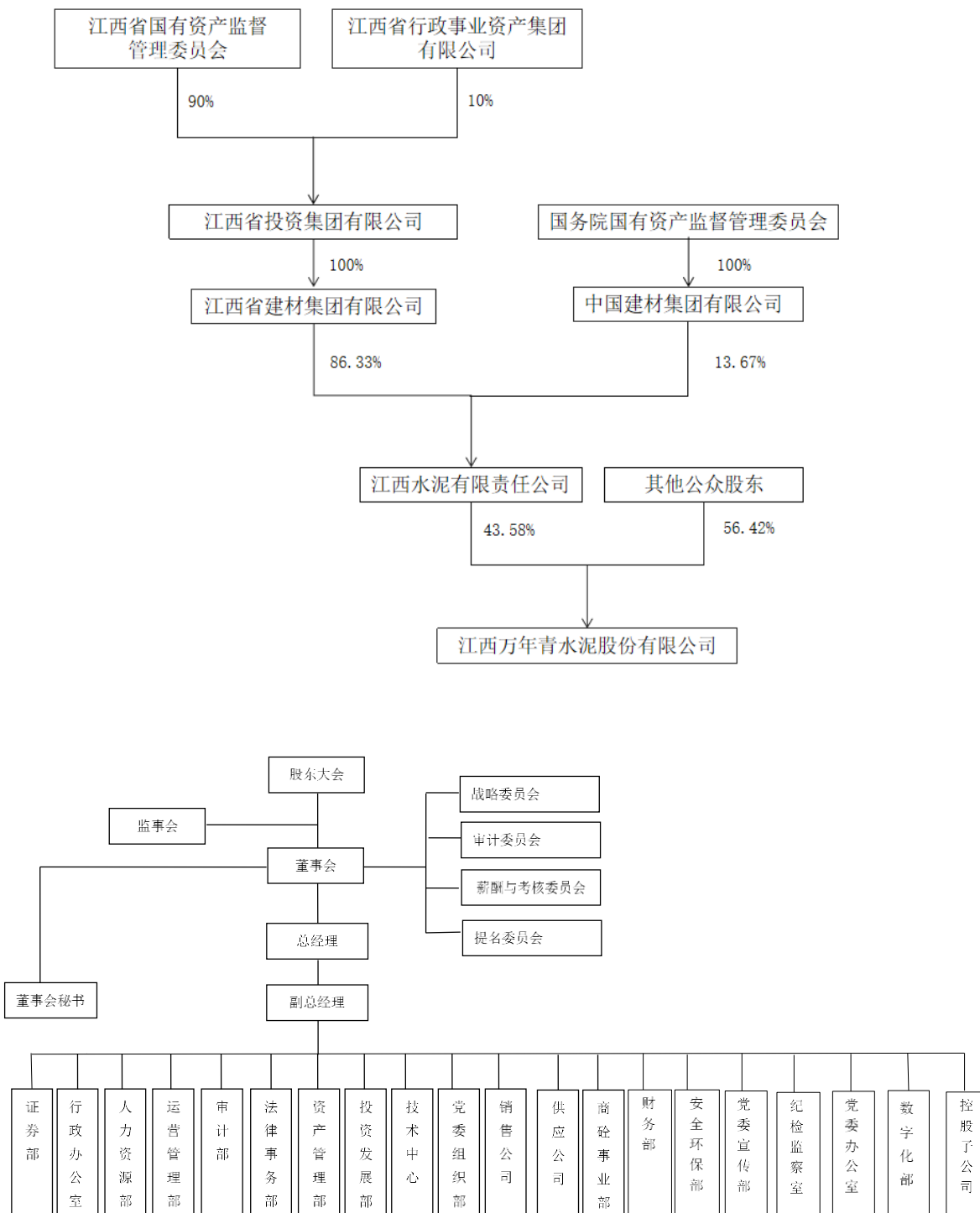
中诚信国际选取了中建西部建设股份有限公司作为万年青的可比公司，上述公司为建筑材料生产企业，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

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，业务多元化水平更高，且具有资源控制优势，但业务经营的区域集中度较高；收入规模相对较小，但盈利能力及经营获现能力较强，同时财务杠杆比率更低，债务压力相对较小。

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“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 2023 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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	387,694.30	458,594.78	446,181.74	399,289.16
应收账款	66,950.66	94,828.69	140,058.56	149,993.78
其他应收款	4,765.65	7,427.16	6,698.98	22,264.53
存货	54,363.83	88,427.57	79,305.63	60,690.32
长期投资	122,015.49	116,701.74	71,729.02	74,147.63
固定资产	552,107.52	653,744.15	694,362.37	662,294.64
在建工程	55,720.94	47,958.45	24,109.65	37,639.07
无形资产	162,658.01	167,595.95	171,637.52	167,027.57
资产总计	1,514,820.62	1,742,972.64	1,821,886.03	1,720,760.89
其他应付款	26,615.33	31,857.25	35,411.74	36,133.38
短期债务	100,948.62	148,667.94	159,665.60	140,730.75
长期债务	146,196.71	142,714.46	201,605.57	201,097.39
总债务	247,145.33	291,382.40	361,271.17	341,828.14
净债务	-135,336.42	-160,174.57	-18,677.41	-57,461.02
负债合计	580,200.87	652,958.17	776,061.87	671,898.27
所有者权益合计	934,619.75	1,090,014.46	1,045,824.16	1,048,862.62
利息支出	8,023.86	10,378.97	10,505.23	--
营业总收入	1,252,901.68	1,420,458.90	1,128,162.81	195,381.44
经营性业务利润	278,582.97	301,967.05	89,632.38	16,963.76
投资收益	7,238.40	17,704.64	20,043.31	1,518.46
净利润	219,680.11	230,746.84	58,397.37	14,213.15
EBIT	287,748.73	331,213.52	98,884.85	--
EBITDA	329,518.54	384,744.87	155,562.10	--
经营活动产生的现金流量净额	223,683.84	187,336.93	84,531.96	-4,209.60
投资活动产生的现金流量净额	-127,088.92	-88,726.70	-138,533.99	-22,426.64
筹资活动产生的现金流量净额	-8,674.51	-29,535.02	-17,606.11	-23,597.10
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	28.15	27.36	17.48	18.37
期间费用率（%）	5.81	6.07	9.35	9.29
EBIT 利润率（%）	22.97	23.32	8.77	--
总资产收益率（%）	19.00	20.33	5.55	--
流动比率（X）	1.55	1.58	1.63	1.86
速动比率（X）	1.41	1.39	1.47	1.70
存货周转率（X）	16.56	14.45	11.10	9.11*
应收账款周转率（X）	18.71	17.56	9.61	5.39*
资产负债率（%）	38.30	37.46	42.60	39.05
总资本化比率（%）	21.18	21.32	25.95	24.85
短期债务/总债务（%）	40.85	51.02	44.20	41.17
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.87	0.61	0.20	-0.05*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	2.14	1.19	0.46	-0.12*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	27.88	18.05	8.05	--
总债务/EBITDA（X）	0.75	0.76	2.32	--
EBITDA/短期债务（X）	3.26	2.59	0.97	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	41.07	37.07	14.81	--
EBIT 利息保障倍数（X）	35.86	31.91	9.41	--
FFO/总债务（X）	1.04	0.92	0.41	--

注：1、2023 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；3、带“*”指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，2023 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	
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	
资本结构	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
	总资产化比率	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)
经营效率	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
盈利能力	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
现金流	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)
偿债能力	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：“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