

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）信用评级报告

项目负责人：杨晨晖 chhyang@ccxi.com.cn

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 4 月 7 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发行人构成委托关系外，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。
- 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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]4269D 号

江西万年青水泥股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的“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）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，本期公司债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年四月七日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
江西万年青水泥股份有限公司 ¹	不超过 6 亿元（含）	5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权	采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付	拟用于偿还公司有息债务

评级观点：中诚信国际评定“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）”的信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了较为雄厚的股东背景、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）	2018	2019	2020	2021.9
总资产（亿元）	100.54	118.06	151.39	166.43
所有者权益合计（亿元）	60.94	75.23	93.47	102.00
总负债（亿元）	39.60	42.83	57.92	64.43
总债务（亿元）	18.46	12.50	19.47	25.63
营业总收入（亿元）	102.08	113.90	125.29	96.34
净利润（亿元）	18.38	20.55	21.97	15.89
EBIT（亿元）	24.22	27.46	29.12	--
EBITDA（亿元）	28.67	31.52	33.30	--
经营活动净现金流（亿元）	25.20	24.53	22.37	5.81
营业毛利率(%)	32.55	31.55	28.15	25.78
总资产收益率(%)	26.28	25.13	21.61	--
资产负债率(%)	39.38	36.28	38.26	38.71
总资本化比率(%)	23.25	14.25	17.24	20.08
总债务/EBITDA(X)	0.64	0.40	0.58	--
EBITDA 利息倍数(X)	32.07	42.31	41.50	--

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际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 2018 年~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年三季度财务报表整理。公司财务报表均按照新会计准则编制；2、公司提供的 2021 年三季度报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

正面

■ **股东背景较为雄厚。**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”）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，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大力支持。此外，江西省区域经济实力近年来不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **区域内较强的竞争实力。**截至 2021 年 9 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 1,975 万立方米/年，在江西省内拥有较为突出的规模优势。

■ **经营业绩持续提升。**近年来受益于水泥行业较高的景气度，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，2021 年 9 月末资产负债率和总资本化比率分别为 38.71% 和 20.08%，处于行业内较好水平，资本结构稳健。

关注

■ **水泥行业波动风险。**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产能过剩矛盾依然存在，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。

¹ 以下简称“万年青”或“公司”。

发行人概况

江西万年青水泥股份有限公司由原江西水泥厂（现控股股东江西水泥有限责任公司，以下简称“江西水泥”）独家发起，于1997年8月经中国证监会批准向社会公众发行4,500万股A股股票，并在同年9月23日于深交所挂牌上市，股票代码为000789.SZ，总股本为18,000万股。后经多次资本公积转增股本、配股、非公开发行股票和可转债转股等，截至2021年9月末，公司注册资本7.97亿元，总股本79,740.15万股。

产权结构：截至2021年9月末，公司控股股东为江西水泥，对公司的持股比例为42.58%，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”）。股权质押方面，截至2021年9月末，公司前十大股东所持股权无质押。

表 1：公司主要子公司情况（万元、%）

名称	注册 资本	直接或间接持 股比例
江西南方万年青水泥有限公司	100,000	50
江西赣州万年青新型材料有限公司	6,000	66.67
江西德安万年青水泥有限公司	40,000	100

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本次债券拟发行规模为不超过11.5亿元（含），分期发行。本期债券发行规模不超过6亿元（含），期限为5年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

利率方面，本期债券采用固定利率形式，采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与簿记管理人按照有关规定，在利率询价区间内协商一致确定。

本期债券票面利率在债券存续期前3年固定不变，在债券存续期的第3年末，公司可选择调整票面利率，存续期后2年票面利率为存续期前3年票面利率加/减公司调整的基点，在存续期后2年固定

不变。

公司发出关于是否调整债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在债券的第3个计息年度付息日将持有的债券按票面金额全部或者部分回售给公司。公司将按照深交所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。

本期公司债券的募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司有息债务。

行业及区域经济环境

2020年全国水泥市场需求总体平稳，全年产量实现正增长，水泥价格高位震荡；2021年以来水泥价格震荡上行，前三季度水泥产量保持增长态势

根据国家统计局数据显示，2021年前三季度全社会完成固定资产投资（不含农户）39.78万亿元，同比增长7.3%，其中基础设施投资（不含电力）同比增长1.5%。全国房地产开发投资11.26万亿元，同比增长8.8%，房屋新开工面积15.29亿平方米，同比下降4.5%。总体上，2021年前三季度基建投资保持低速平稳增长，基础设施补短板项目持续推进，房屋新开工面积下降，但房地产开发投资增速继续保持快速增长，支撑全年水泥需求量持续向好。

2021年前三季度，水泥行业继续保持稳健发展态势，全国水泥产量17.78亿吨，同比增长5.3%。按月度来看，2021年1~4月，水泥产量延续去年下半年的多项稳增长措施持续发力拉动水泥需求向好，叠加去年同期低基数双重影响影响，全国水泥产量呈现高位增长。进入5月份，受持续强降雨天气影响，同时因大宗商品价格上涨导致部分工程进度有所放缓，需求提前回落。5~9月连续5个单月水泥产量同比出现负增长，尤其9月份受能源价格进一步暴涨、能耗双控、限电限产等影响，水泥生产受严重制约，导致9月份水泥产量增速2位数大幅下滑。

表 2：2020 年及 2021 年 1-9 月我国区域水泥价格情况
(元/吨、%)

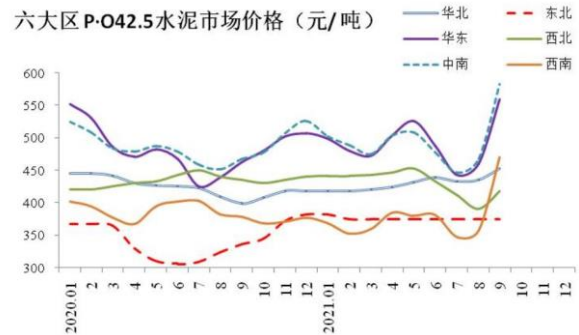
区域	2020 年 1-9 月	2021 年 1-9 月	同比
华北	427	430	0.7
东北	476	497	4.5
华东	462	469	1.5
中南	477	459	-3.9
西南	358	356	-0.6
西北	364	371	1.9
全国	437	450	2.9

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

价格方面，2020 年全国 PO42.5 水泥价格指数为 439 元/吨，与 2019 年基本持平，价位保持合理运行水平。从全年走势来看，呈“V”字型特征。分阶段来看，第一阶段为 1~8 月，价格呈现“高开低走，但总体价格处于高位，局部出现深度下调”的特点。在疫情和超长梅雨天气的双重影响下，国内水泥市场需求阶段性下滑严重，企业库存持续高位运行，但多数地区水泥价格仍保持在相对合理水平。根据公开数据，1 月份全国水泥市场均价为 468 元/吨（PO42.5 散落地价，下同），到 8 月份下滑至 418 元/吨，降幅为 50 元/吨，以华东为代表的部分区域，降幅则高达 120 元/吨。第二阶段为 9~12 月，整体表现为“环比上涨、同比下降”的特点。根据公开数据，全国水泥市场价格从 8 月份的 418 元/吨，上涨至 12 月份的 455 元/吨，主要原因系四季度水泥需求总体保持快速增长，支撑水泥价格环比持续回升。同比来看，四季度水泥均价为 444 元/吨，较去年同期下降 13 元/吨，主要是由于 2020 年四季度未出现上年同期因为环保或节能减排等因素大面积停产致使水泥价格局部暴涨，同时，东北、贵州等地区及进口低价水泥大范围流动填补了旺季局部缺口，平抑了部分阶段高价，实现了保供稳价。

2021 年前三季度，市场需求和供给均出现大幅波动，导致全国水泥市场价格总体呈现高位宽幅震荡走势，前低后高，前三季度全国水泥平均价格 450 元/吨，同比增长 2.9%。8 月中下旬后，全国水泥价格出现跳涨，9 月底至 10 月初，全国水泥价格突破 600 元/吨，环比 8 月中旬涨幅达 45%。

图 1：近年来分区域水泥价格走势



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

根据中国水泥协会信息研究中心统计，截至 2020 年末，全国新型干法水泥生产线累计 1,609 条，设计熟料年产能 18.3 亿吨，实际熟料年产能超过 20 亿吨。产能置换政策执行中，依旧存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目，导致去产能进度缓慢，甚至局部区域供给出现快速增长。

总体上，2021 年前三季度水泥行业表现为“宽幅震荡、前低后高”的特征，水泥产量实现正增长，价格处于高位波动，呈现出震荡上行的走势，价位较上年有所增长，行业整体依然保持了稳健发展的态势。

江西省近年来经济总量保持增长，为地方经济发展奠定良好基础，同时也为公司业务开展提供了良好的外部环境

近年来，江西省经济总量保持增长，2020 年江西省实现地区生产总值(GDP)24,757.5 亿元，同比增长 3.77%，同时产业结构不断优化，二、三产业对江西省经济的贡献程度不断提升，2020 年三次产业结构为 8.3:43.2:48.1。

不断发展的经济实力为江西省基础设施建设提供了良好的条件和基础。2020 年江西省全社会固定资产投资增速达 8.2%。从投资主要构成看，基础设施投资增长 4.2%，占全部投资的 16.5%；工业投资增长 8.0%，占全部投资的 49.6%。其中，工业技改投资增长 16.4%，占全部工业投资的 39.2%，较上年提高 2.8 个百分点。

根据江西省《关于推进交通强省建设的意见》，未来江西省将建成发达高效的快速网，以高铁、高速公路、民航为依托，着力构建“航空、高铁、通勤”三大快速交通圈，到 2035 年全省高速公路通车里程达 1 万公里。交通基础设施的改善将持续推动江西省经济和社会全面发展，亦带动省内水泥等产品需求的提升，为公司业务开展提供良好的外部环境。

发行人信用质量分析概述

公司是江西省水泥龙头企业，在省内拥有较强的竞争优势，近年来水泥、熟料等相关制品产能及产量整体保持稳定，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。近年来，公司水泥、熟料和商砼产品产能均保持增长，截至 2021 年 9 月末，公司共拥有 11 条熟料生产线、55 条商砼生产线及 33 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、1,975 万立方米/年和 68,000 万标块/年，在江西省内拥有较为突出的规模优势。

表 3：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	2018	2019	2020	2021.9
水泥	2,351	2,559	2,559	2,600
熟料	1,307	1,332	1,332	1,375
商砼	1,690	1,850	1,895	1,975
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，2020 年，公司水泥产品在江西省内的市场占有率约为 24.2%，区域内拥有较强的竞争实力。

表 4：截至 2021 年 9 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	1,975
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。近年来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，熟料及水泥产量整体呈增长态势，产能利用率处于较高水平。其中，近年来公司熟料产能利用率持续高于 100%，一方面由于设备故障较少，运转率维持高位，另一方面通过设备技术改造，实际产能大于设计产能。

公司商砼的下游客户主要为工程公司，近年来产量较为稳定，但商砼产能利用率有所下降，一方面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，为确保工程项目的施工质量，通常产能远远大于实际销量，因此商砼行业产能利用率普遍偏低属于行业特性。相对而言，公司产能利用率在同区域内处于上游水平。

新型砖业务方面，近年来公司新型砖产量和产能利用率逐年增长，但行业需求的整体下降及市场竞争激烈使得销售价格逐年下降，加之固定资产折旧和环保等成本较高，2020 年以来该业务板块持续处于亏损状态，未来公司将逐步收缩该业务板块，需对该业务的经营情况保持关注。

表 5：近年来公司产品生产情况
(万吨、万立方米、万标块、%)

	2018	2019	2020	2021.1~9
水泥产量	2,366.89	2,425.47	2,409.63	1,808.64
水泥产能利用率	100.68	94.78	94.16	92.75
熟料产量	1,601.20	1,633.25	1,674.91	1,331.46
熟料产能利用率	122.51	122.62	125.74	129.11
商砼产量	574.04	600.10	564.81	439.47
商砼产能利用率	33.97	32.44	29.81	29.67
新型砖产量	57,122.40	60,222.34	62,988.73	41,435.92
新型砖产能利用率	84.00	88.56	92.63	81.25

注：季度产能利用率数据经年化。

资料来源：公司提供

公司水泥销量保持稳定，产销率持续处于较高水平，熟料以自用为主，外销占比较低；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 9 月末，公司网点数达 3,910 个，其中经销网点 1,908 个。水泥销售为款到发货，近年来销量和产销率保持平稳。公司生产的熟料主要自用，近年来对外销量保持较低水平。商砼销售方面，近年来商砼产销率接近 100%，但由于该行业整体竞争激烈，导致 2020 年公司商砼销量同比下降 5.40%。

表 6：近年来公司产品销售情况
(万吨、万立方米、万标块)

	2018	2019	2020	2021.1~9
水泥销量	2,383.31	2,439.67	2,401.01	1,786.10
熟料对外销量	48.72	33.11	39.99	0.48
商砼销量	574.04	600.10	567.70	440.16
新型砖销量	55,576.67	60,450.28	62,273.70	41,515.53

注：商砼销量包含拌站代加工部分。

资料来源：公司提供

表 8：近年来公司水泥及相关产品分区域销售情况（亿元、%）

区域	2018		2019		2020		2021.1~9	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
江西省	90.57	88.73	100.73	88.43	113.29	90.42	86.50	89.78
福建省	8.52	8.35	8.92	7.83	7.14	5.70	4.31	4.47
广东省	0.15	0.14	0.49	0.43	0.50	0.40	0.25	0.26
浙江省	2.22	2.18	3.31	2.90	3.61	2.88	3.15	3.27
安徽省	0.62	0.60	0.43	0.37	0.19	0.15	0.62	0.64
湖北省	--	--	0.03	0.03	0.56	0.45	1.51	1.57
合计	102.08	100.00	113.90	100.00	125.29	100.00	96.34	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，为生产运营提供有力保障

公司石灰石矿产资源储量较丰富，截至 2021 年 9 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 7.22 亿吨，其中已获得采矿许可证的储量约 6.60 亿吨，年开采能力为 0.31 亿吨，石灰石自供比例约为 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。公司与山西西山煤电股份有限公司、山煤国际能源集团股份有限公

司等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，近年来单位采购成本有所降低。

表 7：近年来公司产品销售价格情况
(元/吨、元/立方米、元/标块)

	2018	2019	2020	2021.1~9
水泥售价	326.56	332.81	332.10	328.62
熟料售价	302.61	291.31	308.09	345.13
商砼售价	421.34	461.92	463.21	449.50
新型砖售价	0.29	0.28	0.26	0.23

资料来源：公司提供

公司产品销售区域仍以江西省内为主，同时辐射福建、广东、浙江等周边省份，2020 年公司营业收入中由江西市场贡献占比超过 90%，业务集中度高。

电力方面，公司电力供应分为外购及自发电两部分，其中外购电是由国家电网统一输送，自发电是利用公司各生产线配套的余热发电系统。截至 2021 年 9 月末公司已投运的余热发电机组共 10 套，余热发电装机容量 80.30MW，利用余热发电可满足公司窑系统用电量需求的一半左右。2018 年~2021

年9月，发电量分别为4.62亿度、4.73亿度、4.95亿度、2.97亿元和2.49亿元，电力成本得到有效控制。亿度和4.15亿度，可节约电费2.81亿元、2.84亿元。

表9：近年来公司原材料采购情况（万吨、万元）

产品	2018		2019		2020		2021.1~9	
	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	246.92	198,997.00	236.58	152,601.00	252.43	157,480.98	197.75	183,448.46
有色金属灰渣	52.58	5,541.23	56.24	6,026.07	52.40	5,436.72	25.24	2,747.43
脱硫石膏	42.40	4,142.58	49.16	4,603.96	46.55	4,017.77	27.75	2,866.58
磷石膏	39.62	3,597.43	44.67	4,409.86	47.11	4,786.39	9.96	709.07
水渣	23.83	5,430.13	20.75	4,049.38	30.10	6,438.60	24.89	5,177.94
合计	405.35	217,708.37	407.40	171,690.27	428.59	178,160.46	285.59	194,949.48

资料来源：公司提供

公司治理结构和内部控制制度整体较为规范；但仍需持续关注生产过程中的安全、节能环保问题

公司目前已形成规范的治理结构和内控体系。同时，为提升管理能力、投资效益和运行效率，公司根据行业特点和经营管理需要，建立了一套完整的内部控制制度。2020年以来，公司未发生与公司治理相关的重大变化，内控体系运行规范，日常经营活动正常运行。

安全生产方面，公司高度重视安全生产工作，各期均投入资金用于购置安全生产设备、增设安全防护设施、购置生产人员安全防护用品、进行生产人员安全培训等。同时，公司建立了相关安全生产管理制度，从安全生产、监测监控、人员责任、设备维护、网络安全等各个方面，对安全生产进行标准化建设，配备、维护、保养安全生产设备，对员工进行安全生产宣传、教育、培训及应急演练等。近三年一期，公司不存在违反安全生产监管相关法律、法规、规章或规范性文件的重大违法行为，也不存在因违反安全生产监管方面的法律、法规或规范性文件的规定而受到重大行政处罚、行政处理或行政调查的情形。

环保方面，公司所处的水泥行业属于环保重点关注行业，公司已在贯彻落实节能减排和环境保护、满足国家和地方相关法律法规要求的前提下进一步加大了环保设备投入和运行支出，近年来不存

在重大违法行为。

公司资产规模逐年增长，整体盈利能力和经营获现能力较强，但需关注营业外支出对利润的侵蚀、子公司股权结构的稳定性以及公司对其控制力情况

公司资产规模逐年增长。其中，受益于良好的获现能力，加之融资力度增加，近年末货币资金增加较多；受采购煤炭、熟料等原材料影响，公司存货规模持续增加；随着商砼业务拓展力度加大，以应收商砼销售款为主的应收账款规模随之增加。此外，水泥生产线的持续推进亦带动在建工程、固定资产等非流动资产持续增加。

公司负债亦呈现逐年增加态势，主要以流动负债为主，但近年来随着发行长周期债券以及形成长期采矿权应付款，公司流动负债占比有所下降。公司盈利能力较好，所有者权益稳步增长，杠杆水平较低，整体财务政策较为稳健，但需关注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”）股权结构的稳定性以及公司对其控制力情况。

得益于水泥行业的持续向好，公司营业总收入持续增加，贸易业务的拓展拉低了公司整体营业毛利率，但处于较高水平。公司盈利能力较强，利润主要来源于经营性业务利润，但以拆迁安置费为主的营业外支出对利润造成一定侵蚀。

公司经营获现能力较好，近年来收现比均在1倍以上且不断提升，可以满足公司投资活动和筹资

活动的资金需求。投资活动方面，公司对水泥熟料生产线持续投入使得投资活动净现金流呈现持续净流出态势。此外，公司近年来控制债务规模，筹资活动均呈现净流出态势，但 2020 年公司发行可转债，筹资活动现金净流出规模大幅减少。

表 10：近年来公司主要财务指标情况（亿元、%）

项目	2018	2019	2020	2021.9
营业总收入	102.08	113.90	125.29	96.34
营业毛利率	32.55	31.55	28.15	25.78
经营性业务利润	25.29	26.73	27.86	19.18
利润总额	23.32	26.73	28.61	20.50
总资产	100.54	118.06	151.39	166.43
总负债	39.60	42.83	57.92	64.43
所有者权益	60.94	75.23	93.47	102.00
总债务	18.46	12.50	19.47	25.63
资产负债率	39.38	36.28	38.26	38.71
总资本化比率	23.25	14.25	17.24	20.08
经营活动净现金流	25.20	24.53	22.37	5.81
投资活动净现金流	-3.01	-7.38	-12.71	-7.23
筹资活动净现金流	-6.32	-14.60	-0.87	-1.61

资料来源：公司提供

2020 年以来公司债务规模持续增加，但货币资金、EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖情况较好，且具备一定的备用流动性，偿债能力很强

公司债务结构仍以短期债务为主，2020 年以来总债务规模持续增加，一方面由于公司发行 10 亿元“万青转债”，另一方面为了采购煤炭等原材料和补充流动资金，公司新增较多短期银行借款。

表 11：截至 2021 年 9 月末公司主要债务构成（亿元）

项目	类型	成本	金额
短期借款	抵押/保证/信用借款	3.50%~3.90%	14.57
长期借款	保证借款	4.50%~4.75%	0.81
应付债券	--	0.60%	8.86
合计	--	--	24.24

资料来源：公司提供

偿债指标方面，公司盈利能力良好，且债务规模相对较低，EBITDA 和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均处于高水平。此外，近年末公司货币资金均能够完全覆盖短期债务，偿债能力很强。考虑到水泥行业的高景气度及公司较强的市场竞争力，预期公司 2022 年经营稳健，经营付现压力不

大，获现水平仍将维持，但需对公司的资本支出和债务增长情况保持关注。

表 12：近年公司偿债指标情况（X）

	2018	2019	2020	2021.9
总债务/EBITDA	0.64	0.40	0.58	--
EBITDA 利息倍数	32.07	42.31	41.50	--
货币资金/短期债务	2.07	2.67	3.86	2.25
经营活动净现金流/总债务	1.37	1.96	1.15	0.30*
经营活动净现金流/利息支出	28.19	32.93	27.88	--

注：加*指标经年化。

资料来源：公司提供

公司作为 A 股上市公司，具备股权融资渠道。银行授信方面，截至 2021 年 9 月末，公司共取得银行授信总额 48.25 亿元，未使用授信 32.24 亿元，具备一定的备用流动性。

受限资产方面，截至 2021 年 9 月末公司受限资产 0.65 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。

整体来看，公司运营持续稳定，未来虽面临一定的生产线建设投资压力，但自有资金、经营留存资金可覆盖部分投资、偿债需求，且公司具备一定的备用流动性，整体偿债能力很强。

其他事项

或有负债方面，截至 2021 年 9 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。

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 1 月 18 日，公司借款均能够到期还本、按期付息。

外部支持

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。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较大支持，发行人外部支持情况较最新

主体报告无变化。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“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）”的信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于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）的跟踪评级安排

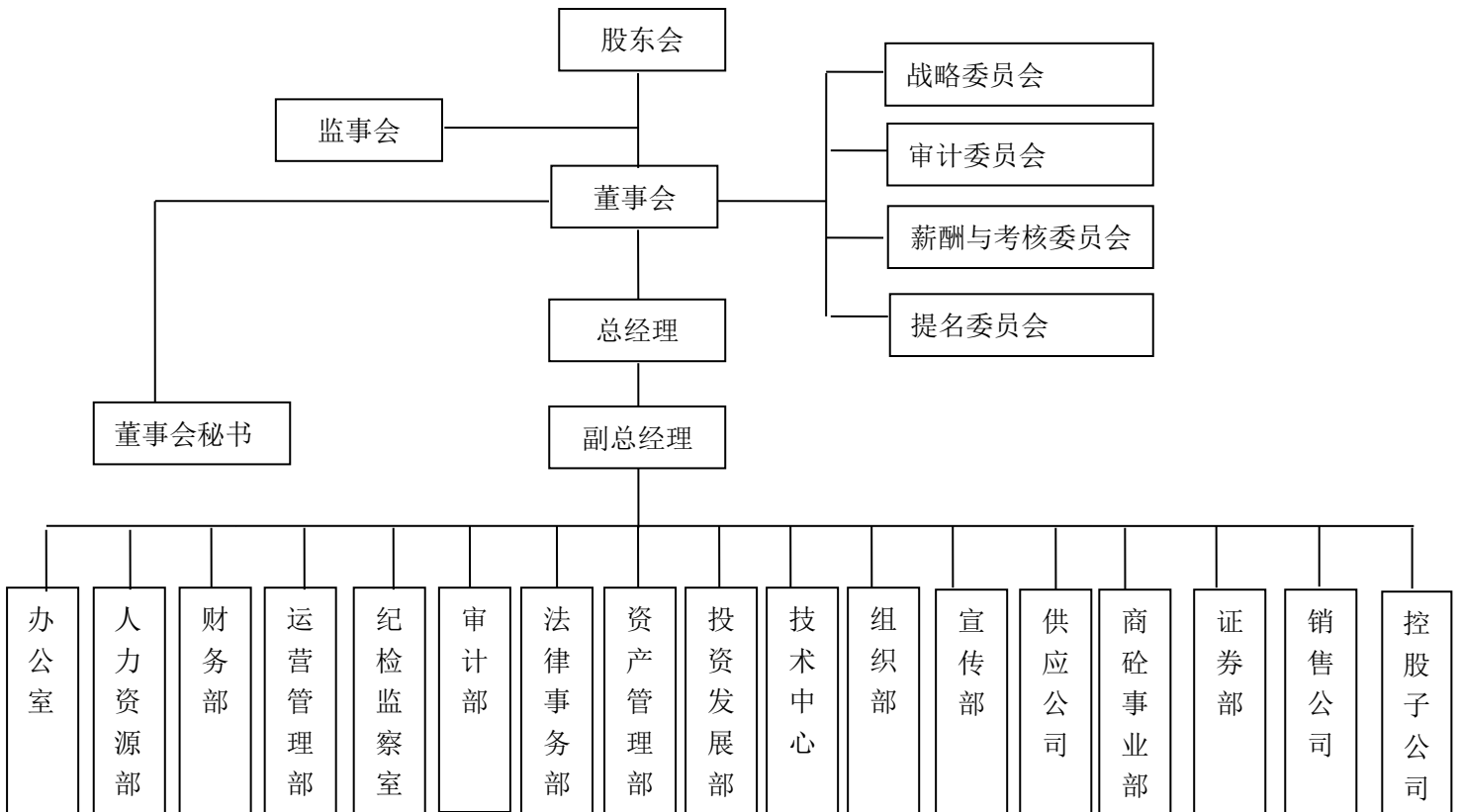
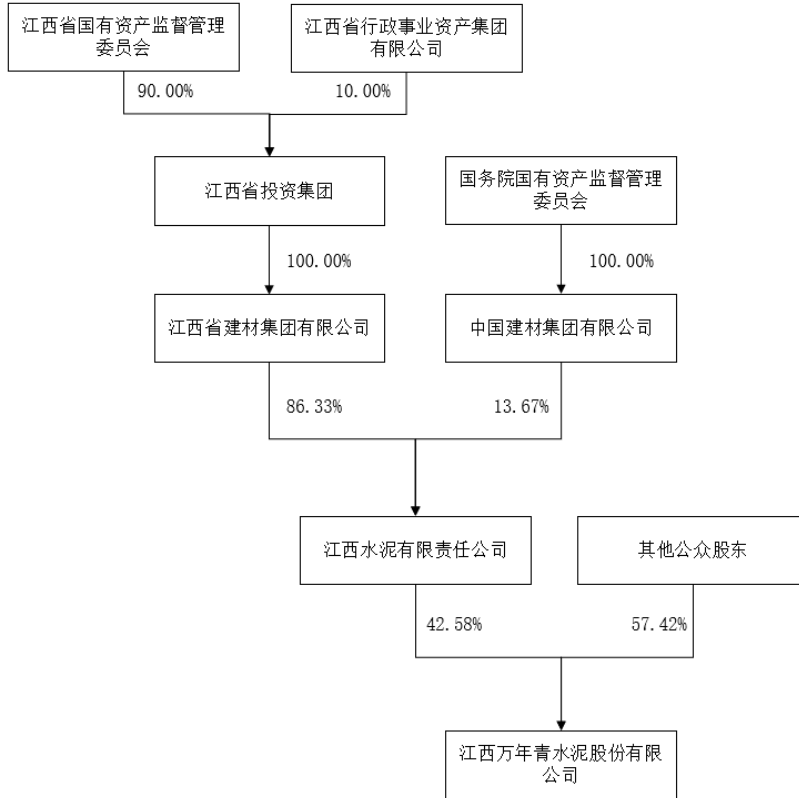
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

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 2021 年 9 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）	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	276,256.41	299,456.60	387,694.30	358,776.58
应收账款净额	67,989.79	89,927.99	84,863.84	131,793.84
其他应收款	3,613.37	3,504.58	4,765.65	8,672.20
存货净额	51,584.47	44,070.14	54,363.83	99,092.44
长期投资	36,506.69	76,764.03	122,015.49	111,866.58
固定资产	386,383.90	368,953.91	552,107.52	563,027.31
在建工程	9,144.16	50,713.97	54,888.31	114,846.43
无形资产	82,161.42	162,092.12	162,658.01	168,632.32
总资产	1,005,360.68	1,180,613.58	1,513,909.49	1,664,346.26
其他应付款	29,587.21	28,134.08	26,615.33	32,793.89
短期债务	133,589.18	112,022.08	100,430.24	159,576.51
长期债务	50,992.69	13,000.00	94,283.85	96,734.29
总债务	184,581.86	125,022.08	194,714.09	256,310.81
净债务	-91,674.54	-174,434.51	-192,980.21	-102,465.77
总负债	395,956.19	428,317.05	579,232.96	644,332.63
费用化利息支出	8,942.14	7,343.19	5,063.19	--
资本化利息支出	0.00	107.12	2,960.68	--
所有者权益合计	609,404.50	752,296.54	934,676.53	1,020,013.63
营业总收入	1,020,751.86	1,139,043.07	1,252,901.68	963,438.56
经营性业务利润	252,912.83	267,343.97	278,582.97	191,798.15
投资收益	2,862.10	6,123.17	7,238.40	26,063.95
净利润	183,779.23	205,457.14	219,680.11	158,929.44
EBIT	242,164.50	274,623.92	291,186.02	--
EBITDA	286,746.35	315,231.46	332,955.83	--
经营活动产生现金净流量	252,043.95	245,310.79	223,683.84	58,121.46
投资活动产生现金净流量	-30,069.40	-73,799.97	-127,088.92	-72,284.90
筹资活动产生现金净流量	-63,186.59	-146,028.12	-8,674.51	-16,051.08
资本支出	33,628.63	101,756.57	149,976.86	102,360.72
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率(%)	32.55	31.55	28.15	25.78
期间费用率(%)	7.97	8.25	5.81	6.06
EBITDA 利润率(%)	28.09	27.68	26.57	--
总资产收益率(%)	26.28	25.13	21.61	--
净资产收益率(%)	34.26	30.18	26.04	21.68*
流动比率(X)	1.34	1.51	1.56	1.49
速动比率(X)	1.18	1.37	1.41	1.27
存货周转率(X)	13.58	16.30	18.29	12.43*
应收账款周转率(X)	16.05	14.43	19.04	12.93*
资产负债率(%)	39.38	36.28	38.26	38.71
总资本化比率(%)	23.25	14.25	17.24	20.08
短期债务/总债务(%)	72.37	89.60	51.58	62.26
经营活动净现金流/总债务(X)	1.37	1.96	1.15	0.30*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.89	2.19	2.23	0.49*
经营活动净现金流/利息支出(X)	28.19	32.93	27.88	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	110.26	126.60	65.47	--
总债务/EBITDA(X)	0.64	0.40	0.58	--
EBITDA/短期债务(X)	2.15	2.81	3.32	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	32.07	42.31	41.50	--
EBIT 利息保障倍数(X)	27.08	36.86	36.29	--

注：1、2021年三季度报未经审计；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，将信用减值损失计入资产减值损失；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
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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
	经调整的经营活动净现金流（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：信用等级的符号及定义

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。