

2022 年度江西万年青水泥股份有限公司信用评级报告

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 3 月 11 日

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象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。
- 本次评级依据评级对象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、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、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，未受评级对象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。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 3 月 11 日至 2022 年 6 月 30 日。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]0768M 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，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。该信用评级结果有效期为 2022 年 3 月 11 日至 2022 年 6 月 30 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年三月十一日

评级观点：中诚信国际评定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。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：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年三季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：水泥(C190100_2019_03)

江西万年青水泥股份有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (15%)	EBITDA 利润率(%)*	27.45	10
	总资产收益率(%)*	24.34	10
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	17.24	10
	总债务/EBITDA(X)*	0.54	10
	FCF/总债务(%)*	41.90	10
	(CFO-股利)/总债务(%)*	100.78	10
规模与多元 化(30%)	EBITDA 利息保障倍数(X)*	38.62	10
	营业总收入(亿元)*	113.76	7
	产能及相关多元	8	8
运营实力 (25%)	区域竞争实力	8	8
	成本及能耗控制	8	8
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑了支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

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。

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，公司产品产销量大幅下滑，杠杆比例明显上升，盈利能力显著弱化等。

评级历史关键信息

江西万年青水泥股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
无	无	无	无	--	无

同行业比较

2020年部分水泥企业主要指标对比表							
公司名称	熟料产能 (亿吨/年)	资产总额 (亿元/亿港元)	资产负债率 (%)	营业总收入/营业额 (亿元/亿港元)	净利润/年度盈利 (亿元/亿港元)	营业毛利率 (%)	净资产 收益率 (%)
华新水泥	0.74	439.29	41.40	293.57	61.74	40.59	25.14
华润水泥	0.63	685.33	27.00	400.87	90.30	39.00	19.56
红狮集团	0.62	607.23	42.97	332.62	65.36	29.03	21.20
万年青	0.13	151.39	38.26	125.29	21.97	28.15	26.04

注：“华新水泥”为“华新水泥股份有限公司”简称；“华润水泥”为“华润水泥控股有限公司”简称，华润水泥报表按香港会计准则编制；“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

评级对象概况

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

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021年中国经济持续修复，全年实现8.1%的同比增长，两年复合增速5.2%，基本回归至潜在增速水平，受基数效应影响，全年经济增长呈现出显著的前高后低特征。展望2022年，虽然经济运行面临供给冲击、需求收缩和预期转弱三重压力，但考虑到政策稳增长力度加强，经济下行仍有“底”，预计全年增速或呈现前低后稳走势，但下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的力度和效果。

回顾2021年，经济运行基本遵循疫后修复的逻辑，低基数影响下一季度GDP同比大幅上升，二、三季度以来经济增速逐季回调。从生产端来看，工业生产总体保持较高增速但全年走势前高后低，

疫情反复散发服务业生产增长较为缓慢。从需求端来看，投资、消费及出口呈现结构分化的特征。在投资内部，政策性因素影响的投资修复力度弱化、市场化因素驱动的投资修复有所加快，具体来看，基建投资增速总体保持低位运行，房地产投资在行业严调控以及局部风险释放拖累下增速持续回落，市场化程度较高的制造业投资成为投资增长的主要贡献力量。居民消费受疫情反复拖累总体表现偏弱，两年复合增速仅有3.9%。出口总体保持了一定韧性，2021年全年出口累计同比增长29.9%，对我国制造业投资修复起到了有力支撑。从价格端来看，CPI与PPI经历了一轮走势分化过程，特别是供给冲击影响下PPI突破近年来新高，直至11月才出现回调拐点。总体看，供给冲击、需求收缩、预期转弱三重压力影响下2021年经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但2022年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，全球主要经济体的货币政策转向收紧也会扰动我国金融市场运行与货币政策稳定，此外大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济复苏仍然面临多重挑战。首先，疫情反复叠加严格的疫情防控政策，消费与生产之间的失衡或仍延续，潜在增速或在前期各种结构性政策的非预期性叠加影响下延续下行。其次，碳达峰、碳中和目标的长期约束或会对我国短期经济增长起到一定拖累作用，碳减排下的产业结构调整可能会导致行业分化加剧与行业尾部风险上升。再次，房地产行业风险暴露加速，降低经济增长的地产依赖进程中仍需警惕其风险的外溢与传导。第四，债务压力持续处于高位，债务风险依然是我国经济运行中必须直面的“灰犀牛”。

宏观政策：2021年12月中央经济工作会议明确提出，“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”，这意味着2022年宏观经济政策总体将偏向稳增长。财政政策将在2022年更加注重效能，并着力于节奏前置和结构优化；货

币政策将坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，适度宽货币、宽信用，推动稳增长政策效果尽早显现。随着短期结构性政策约束的边际缓解，宏观政策将对绿色低碳、创新驱动等长期增长要素延续扶持力度，经济增长的新旧动能转换或有所加速。

宏观展望：2022年宏观经济增速或将持平于潜在增速。从全年经济增速水平来看，2022年中国经济增长中枢将显著低于2021年。随着财政前置落地以及宽信用政策效果的持续显现，2022年各季度增速或将整体呈现前低后稳的态势，其中下半年能否企稳仍取决于稳增长政策实施的力度和效果。

中诚信国际认为，2022年政策性因素对经济的支撑将持续显现，市场性因素的修复也有望保持稳定或改善，经济修复态势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”以及房地产等领域的风险释放。中长期看，中国内需释放的潜力依然巨大，能源结构转型也将带来新的投资机会，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济增长韧性持续存在。

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

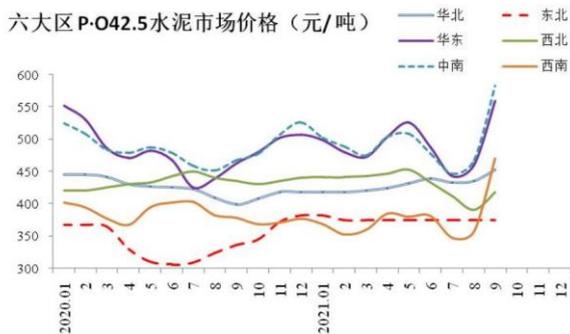
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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。

业务运营

公司收入主要来自水泥、熟料和商砼等相关产品的生产及销售，近年来得益于水泥行业较高的景气度，公司收入规模逐年增长。此外，为更好满足市场和客户需求，2020年起公司新增水泥熟料贸易业务，对营业总收入形成良好补充。2021年前三季度，公司实现营业总收入96.34亿元，同比增长8.99%。

表3：近年来公司主要板块收入构成及占比(亿元、%)

收入	2018	2019	2020
水泥	75.12	79.80	74.38
熟料	1.50	0.97	0.09
商砼	23.17	27.84	26.28
新材	1.62	1.67	1.61
贸易	0.00	0.00	21.29
其他	0.67	3.63	1.64
合计	102.08	113.90	125.29
占比	2018	2019	2020
水泥	73.59	70.06	59.37
熟料	1.47	0.85	0.07
商砼	22.70	24.44	20.98
新材	1.59	1.47	1.29
贸易	0.00	0.00	16.99
其他	0.66	3.19	1.31
合计	100.00	100.00	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 4：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 5：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和市场竞争激烈使得销售价格逐年下降，加之产量受气候影响较大、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 6：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 7：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

售价方面，近年来水泥行业景气度较高，受市场供需关系影响，水泥、商砼和熟料售价呈小幅波动态势，但整体保持较高水平。

表 8：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。

表 9：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。

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 亿度和 4.15 亿度，可节约电费 2.81 亿元、2.84 亿元、2.97 亿元和 2.49 亿元，电力成本得到有效控制。

表 10：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

战略规划及管理

公司未来仍以水泥产业为主，积极推进市场拓展，提高运行效率和成本管理能力

公司将继续稳步推进水泥主业，坚持份额优先原则，巩固渠道建设，按照“渠道共用、资源共享”的原则，统筹谋划好水泥、商砼、墙材、新材料等产品市场拓展。同时，公司将加强新技术应用研究，

以技术进步促进指标持续改进，提高运行效率，降低各项消耗。此外，公司将积极采取降低成本措施，推进资金集中管理和信息化建设，提升成本管理能力。

截至 2021 年 9 月末，公司主要在建项目 2 个，计划总投资为 33.27 亿元，已完成投资 22.84 亿元，尚需投入 10.43 亿元，资金来源以自有资金和银行贷款为主，未来仍面临一定投资压力。

表 11：截至 2021 年 9 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	2021 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	11.37	8.02	自有资金、银行贷款	2.13
德安万年青 6600t/d 熟料水泥生产线项目	13.88	11.47	2.41	自有资金、银行贷款	1.66
合计	33.27	22.84	10.43	--	3.79

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

公司法人治理结构清晰，各部门权责明确，内控体系较为完善

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，建立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。

公司设证券部、投资发展部、资产管理部、财务部等职能部门，负责处理公司日常经营的各项具体事务。

公司依据适用法律及法规，已建立健全了内部控制管理系统，涵盖了财务管理制度和资产管理制度等方面内容，可以保证公司各项经营活动的正常有序进行。公司财务部对资金进行统筹管理，对下属子公司资金进行归集。

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 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，以下财务分析所用数据均为各期报表期末数。

盈利能力

公司整体盈利能力较强，期间费用占比较低，利润构成以经营性业务利润为主，但以拆迁安置费为主的营业外支出对利润造成一定侵蚀

近年来，得益于水泥行业的持续向好，公司水泥和熟料业务的毛利率整体处于较高水平。商砼业务毛利率受砂石等原材料价格影响较大，近年来呈现波动态势。此外，新材产品市场竞争激烈且产量受气候影响较大，2020 年以来受价格下调影响毛利率转负，但该业务板块收入占比较小，对公司营业毛利率影响有限。此外，2020 年公司新增贸易收入，但毛利率水平很低，拉低了公司整体营业毛利率水平。

表 12：近年来公司主要板块毛利率情况(%)

板块	2018	2019	2020
水泥	36.81	37.18	37.56
商砼	19.47	18.32	24.25
熟料	29.10	41.29	41.28
新型砖	25.57	6.59	-2.70
贸易	--	--	0.08
合计	32.55	31.55	28.15

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，2020 年根据新收入准则，公司将运输费、装卸费调整进营业成本，导致销售费用同比下降 55.11%，带动期间费用大幅下降，期间费用率有所优化。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~9
销售费用	2.77	3.59	1.61	1.03
管理费用（含研发费用）	4.64	5.48	5.69	4.65
财务费用	0.72	0.33	-0.02	0.16
期间费用合计	8.13	9.40	7.28	5.84
期间费用率	7.97	8.25	5.81	6.06
其他收益	1.23	1.13	0.74	0.80

经营性业务利润	25.29	26.73	27.86	19.18
营业外损益	-1.84	-1.32	-0.46	-0.14
利润总额	23.32	26.73	28.61	20.50
净利润	18.38	20.55	21.97	15.89
EBITDA	28.67	31.52	33.30	--
总资产收益率	26.28	25.13	21.61	--
EBITDA 利润率	28.09	27.68	26.57	--

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，受益于水泥行业的高景气度，公司盈利能力增强，近三年经营性业务利润逐年提升。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、节能补贴等。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，使得近年来营业外支出维持一定规模，对利润造成一定侵蚀。但整体来看，公司盈利能力很强，总资产收益率和 EBITDA 利润率处于较高水平。

资产质量

公司资产规模逐年增长，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

近年来得益于良好的收益和获现能力，公司资产规模逐年增长，结构以非流动资产为主，包括固定资产、在建工程 and 无形资产等。固定资产主要是房屋及建筑物、建筑设备和运输设备等，2020 年受万年青水泥厂 2*5,100t/d 熟料水泥生产线项目和德安万年青熟料水泥生产线项目等转固影响，使得当年固定资产大幅增加。公司无形资产主要是采矿权及探矿权、土地使用权等，近年来维持在一定规模。流动资产方面，公司流动资产中货币资金占比较高，2020 年公司融资力度有所增加，当期末货币资金大幅增长，截至 2020 年末公司受限货币资金 0.52 亿元，受限比例很低。应收账款主要系应收商砼产品销售款，截止 2020 年末前五大欠款方占比 11.94%，集中度有所上升，但仍处于较低水平。公司存货主要以原材料为主，受生产销售周期影响有所波动。

2021 年 9 月末公司总资产规模较 2020 年末增

长 9.94%。其中，受公司采购煤炭、熟料等原材料影响，公司存货规模增加；2021 年以来，公司商砼业务拓展力度较大，应收账款规模随之增长，截至 2021 年 9 月末尚未发生大额坏账或逾期情况。此外，水泥熟料生产线的推进亦带动在建工程大幅增加。

表 14：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.9
货币资金	27.63	29.95	38.77	35.88
应收账款	6.80	8.99	8.49	13.18
存货	5.16	4.41	5.44	9.91
流动资产	43.87	46.11	56.77	65.10
固定资产	38.64	36.90	55.21	56.30
在建工程	0.91	5.07	5.49	11.48
无形资产	8.22	16.21	16.27	16.86
非流动资产	56.67	71.95	94.62	101.33
总资产	100.54	118.06	151.39	166.43

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

公司负债规模持续增长，结构以流动负债为主，但近年来随着公司发行长长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。公司流动负债以短期借款和应付账款为主，2020 年末受生产线项目推进影响，公司应付账款大幅增加。此外，2021 年 9 月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、应付债券及长期应付款构成。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。

表 15：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.9
短期借款	12.38	10.02	8.02	14.57
应付账款	7.39	7.68	14.64	15.54
流动负债	32.84	30.50	36.50	43.58
长期借款	0.00	1.30	0.80	0.81
应付债券	5.10	0.00	8.63	8.86
长期应付款	0.95	9.24	9.08	8.56
非流动负债	6.75	12.33	21.42	20.85
总负债	39.60	42.83	57.92	64.43
未分配利润	29.15	36.89	45.01	50.73
少数股东权益	20.64	24.58	29.54	32.19
所有者权益合计	60.94	75.23	93.47	102.00

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

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

近年来公司盈利能力较好，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。分红方面，2018 年~2020 年公司现金分红金额分别为 4.91 亿元、5.58 亿元和 5.58 亿元，分红金额占归属于上市公司普通股股东净利润的 40%以上。此外公司少数股东权益规模较大，2020 年末占所有者权益的 31.60%，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。2020 年末南方万年青总资产为 68.46 亿元，占公司总资产的 45.22%；2020 年实现营业收入 64.53 亿元，占公司营业收入的 51.50%；2020 年净利润为 14.06 亿元，占公司净利润的 64.00%；2020 年经营活动净现金流 14.86 亿元，占公司经营活动净现金流的 66.43%。2020 年南方万年青的分红比例为 14.22%。南方万年青在公司整体规模中占比较高，需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。

现金流及偿债能力

近年来公司经营获现能力较好，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，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，近年来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 年公司收到可转债募集资金，筹资活动现金净流出规模大幅减少。

偿债指标方面，近年来公司盈利能力良好，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。

表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.9
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
总债务	18.46	12.50	19.47	25.63
短期债务	13.36	11.20	10.04	15.96
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 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。

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。

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。

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 1 月 18 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

近年来，江西省经济实力不断增强，主要经济指标稳步提升，2020 年江西实现地区生产总值

25,692 亿元，按可比价格计算，同比增长 3.77%。同时，近年来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。

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较大支持。

评级结论

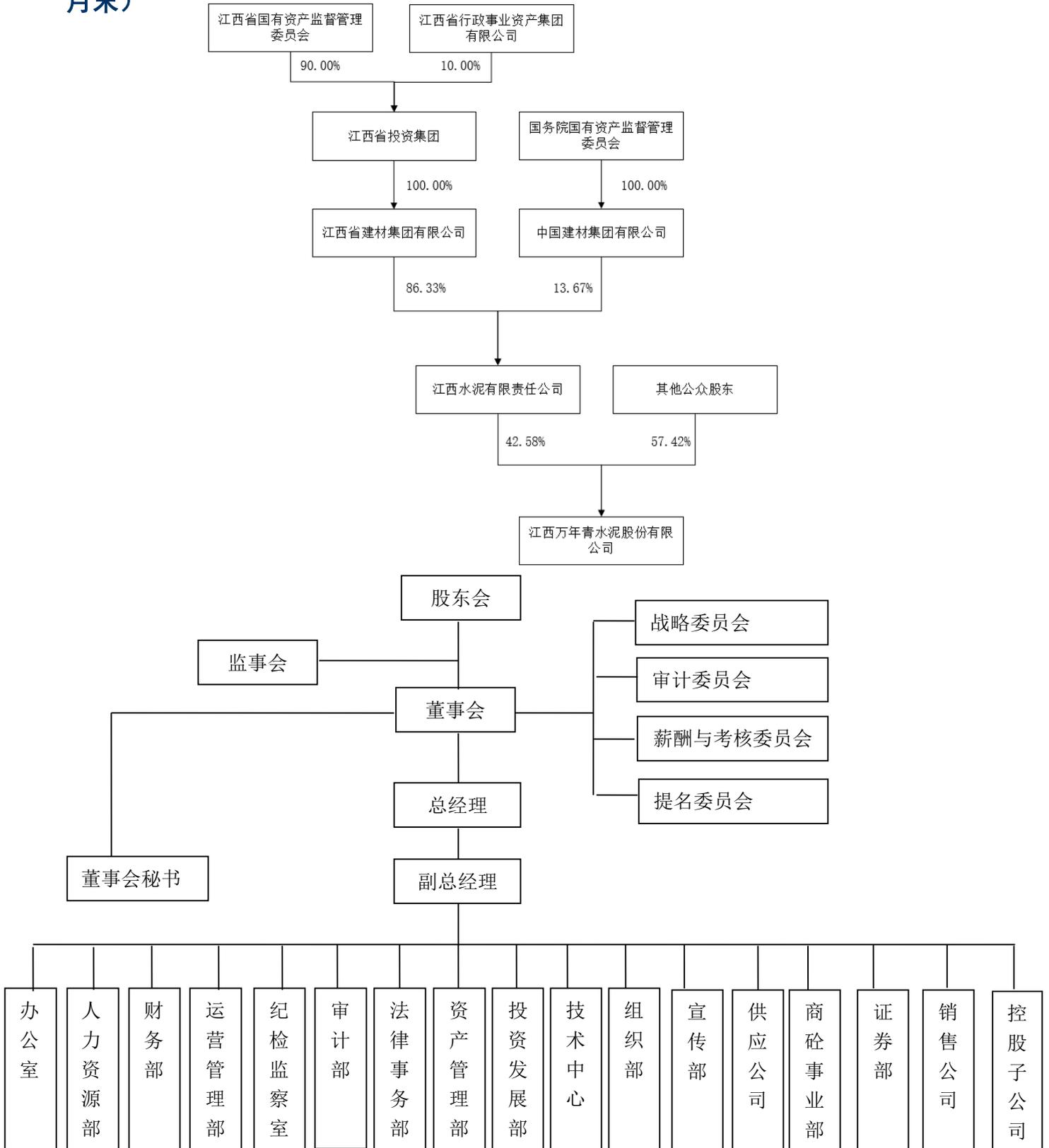
综上所述，中诚信国际评定江西万年青水泥股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于江西万年青水泥股份有限公司的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

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；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。