



2025 年度

江西万年青水泥股份有限公司

信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20251608M-01

---

## 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，有效期为 2025 年 6 月 6 日至 2026 年 6 月 6 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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。
- 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。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。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 6 日

## 评级对象

江西万年青水泥股份有限公司

## 主体评级结果

AA<sup>+</sup>/稳定

## 评级观点

中诚信国际肯定了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，具有较强的成本控制能力；良好的经营获现能力、较低的财务杠杆水平和很强的偿债能力等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到下游需求减弱使公司水泥及商砼价格整体下行，收入和盈利承压，需关注未来市场需求恢复及价格修复情况；商砼长账期问题和煤炭价格居于相对高位带来的成本控制压力等因素对整体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，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。

**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。

## 正面

- 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，具有较强的成本控制能力
- 良好的经营获现能力、较低的财务杠杆水平和很强的偿债能力

## 关注

- 下游需求减弱使公司水泥及商砼价格整体下行，收入和盈利承压，需关注未来市场需求恢复及价格修复情况
- 商砼长账期问题和煤炭价格居于相对高位带来的成本控制压力

项目负责人：汪莹莹 yywang@ccxi.com.cn

项目组成员：张倩倩 qqzhang@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)	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计 (亿元)	182.51	170.00	165.33	162.35
所有者权益合计 (亿元)	104.59	103.88	102.58	101.33
负债合计 (亿元)	77.92	66.12	62.75	61.02
总债务 (亿元)	36.13	30.97	31.35	32.97
营业总收入 (亿元)	112.82	81.90	59.57	10.63
净利润 (亿元)	5.84	3.15	0.19	0.54
EBIT (亿元)	9.89	5.94	2.18	--
EBITDA (亿元)	15.56	11.62	7.97	--
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	8.45	7.63	7.98	1.79
营业毛利率 (%)	17.48	18.43	17.33	17.48
总资产收益率 (%)	5.42	3.37	1.30	--
EBIT 利润率 (%)	8.77	7.25	3.66	--
资产负债率 (%)	42.69	38.89	37.95	37.59
总资本化比率 (%)	25.95	23.22	23.67	24.83
总债务/EBITDA (X)	2.32	2.67	3.93	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	14.81	9.53	7.21	--
FFO/总债务 (X)	0.19	0.22	0.24	--

注：1、中诚信国际根据公司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 2022~2023 年度财务报告、经立信会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>1</sup>审计并出具标准无保留意见的 2024 年度财务报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年财务报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 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（2024 年数据）

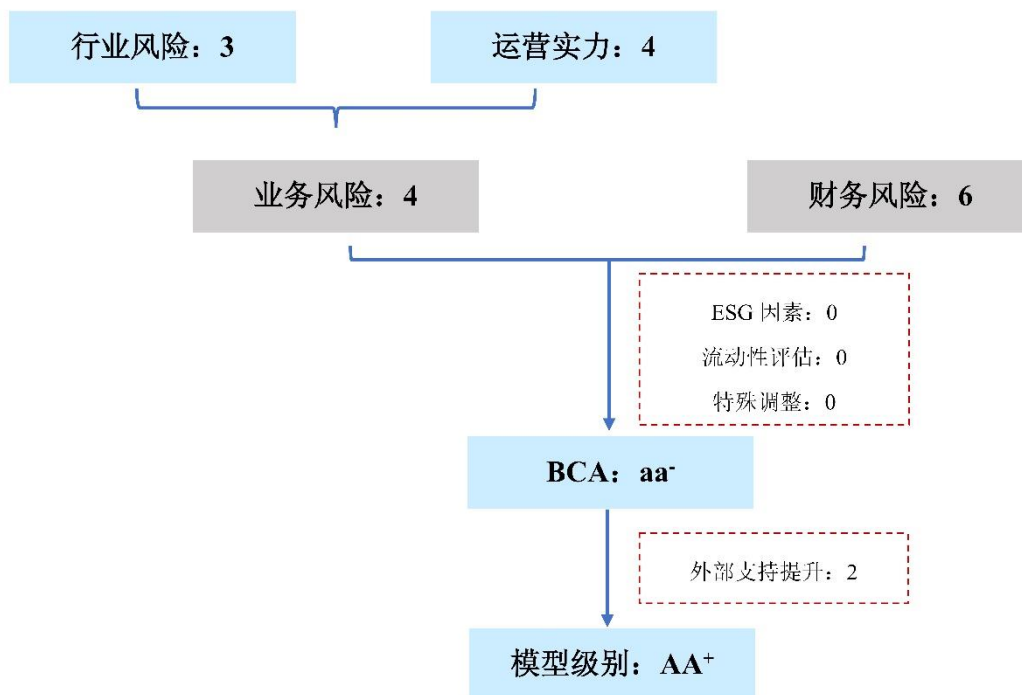
公司名称	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)	经营活动净现金流 (亿元)
中建西部建设股份有限公司	334.98	68.00	203.47	-2.21	7.59	5.38
万年青	165.33	37.95	59.57	0.19	17.33	7.98

中诚信国际认为，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，且具有资源控制优势，但业务布局集中在江西省内；收入规模相对较小，但经营获现能力相对更强；公司杠杆水平低于同行业企业，同时债务偿还压力相对较小。

<sup>1</sup> 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

江西万年青水泥股份有限公司评级模型打分(C190100\_2024\_05\_2025\_1)



注:

**调整项:** 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

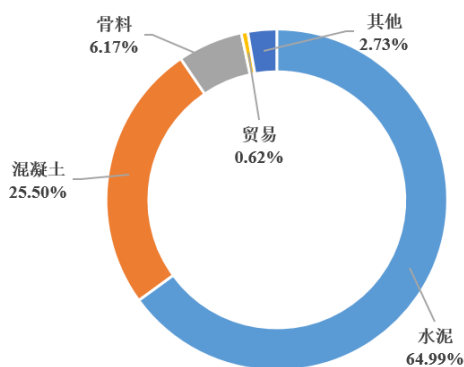
**外部支持:** 公司间接控股股东江西省建材集团有限公司（以下简称“江西省建材”）为江西省重要的国有企业，在促进地方经济建设、增加就业和税收等方面地位突出；同时，股东方实力雄厚，亦能为公司在业务发展等多方面提供较大支持，外部支持调升 2 个子级。

**方法论:** 中诚信国际水泥行业评级方法与模型 C190100\_2024\_05

## 评级对象概况

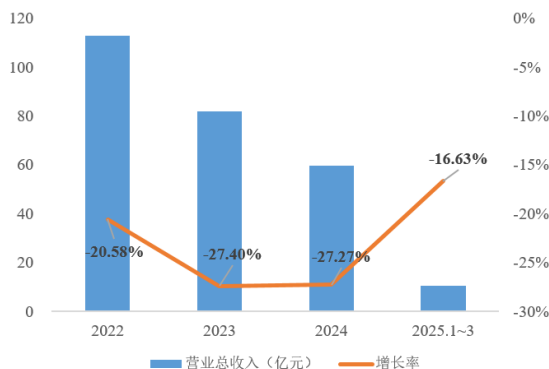
万年青由原江西水泥厂（现控股股东江西水泥有限责任公司，以下简称“江西水泥”）独家发起，于 1997 年 8 月经中国证监会批准向社会公众发行 4,500 万股 A 股股票，并在同年 9 月 23 日于深交所挂牌上市，股票代码为 000789.SZ。目前，公司以硅酸盐水泥、商品混凝土、骨料及新型墙材的生产和销售为主业，2024 年实现营业总收入 59.57 亿元。

图 1：2024 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报及一季报，中诚信国际整理

**产权结构：**经多次资本公积转增股本、配股、股权分置改革、非公开发行股票和可转债转股等，截至 2025 年 3 月末，公司总股本为 79,740.74 万股。控股股东江西水泥持有公司 35,438.54 万股，占公司总股本的 44.44%。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”）。

表 1：截至 2025 年 3 月末公司主要子公司财务概况（亿元）

全称	简称	持股比例	2025 年 3 月末		2024 年	
			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%	76.45	61.74	38.85	0.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接

[https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu\\_W9CVC0WNLnY7FvBMw](https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw)

## 行业概况

中诚信国际认为，2024 年国内供需失衡格局加剧使得水泥行业面临较大的下行压力，行业经营业绩降至历史低位。2025 年，在更加积极的宏观政策刺激下，水泥需求降幅或有望收窄，但行业景气度仍偏弱，预计企业经营仍将承压，需对区域分布单一、经营获现及成本控制能力不强、财务杠杆高企及偿债指标边际恶化较大的企业经营及偿债压力保持关注。

2024 年，水泥行业仍面临较大的下行压力。需求端来看，国内下游基建投资增速放缓，地产行业仍持续筑底，水泥需求延续弱势运行态势，2024 年国内水泥产量连续第四年下滑。供给端来看，虽然错峰限产周期延长、双碳等一系列政策趋严执行有助于优化行业供给格局，但行业产能过剩局面依然严峻。供需结构失衡使得水泥库存偏高，价格维持低位震荡态势，行业效益持续下滑，企业亏损程度亦有所扩大，经营获现水平下降使得企业偿债指标普遍弱化。展望 2025 年，宏观政策基调明显更为积极，在政策、资金落地节奏有序和执行力度到位的前提下，水泥行业需求或在短期内有所支撑，但长期来看，水泥行业需求下行是经济结构转型的必然结果，行业景气度仍然偏弱；同时，错峰限产、产能置换及“双碳”等政策仍将在较长时间内影响行业供给，2025 年产能去化情况有赖于政策执行力度和行业反“内卷”式竞争。预计在供需关系未有明显改善的情况下，2025 年水泥价格或仍将延续低位震荡走势，难以形成趋势性反弹，行业经营效益或仍将承压。同时，在行业下行周期中，区域分布单一、经营获现及成本控制能力不强、财务杠杆高企及偿债指标边际恶化较大的水泥企业所面临的经营及偿债压力值得持续关注。

详见《中国水泥行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11689?type=1>

## 运营实力

中诚信国际认为，万年青在水泥及相关制品领域具备较强的区域竞争优势，石灰石资源储备较为充足，2024 年以来生产成本继续下降；但行业需求走弱对公司产品售价带来压力，公司通过扩充商砼产能等方式增强业务竞争力，但未来多元化业务贡献、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。

*公司在江西省内具备较突出的竞争优势和较高的品牌知名度，综合实力较强。*

公司是全国最早采用国产新型干法水泥工艺线的厂家，主要从事硅酸盐水泥、商品混凝土以及新型墙材的生产和销售，技术力量雄厚。公司系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。公司生产的“万年青”牌系列硅酸盐水泥广泛用于机场、高楼、桥梁、隧道、高等级公路等国家大型重点工程建设中，荣获“全国建材行业先进集体”、“全国建材行业用户满意产品”、“江西名牌产品”等荣誉称号。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。

*2024 年以来，受外部环境影响，公司水泥、熟料、商砼产量均明显下降；环保压力下小产线技改持续推进，商砼产能布局继续扩大，未来产业链一体化发展和产能利用情况需持续关注。*

2024 年以来，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生产线停产，并按计划进行产能置换，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。2024 年水泥及熟料产能规模保持稳定，同年末公司共拥有万年、玉山、瑞金、于都、乐平、德安六大水泥生产基地，11 条熟料生产线及 32 台水泥磨机，水泥产能 2,600 万吨/年。公司在稳步发展水泥业务的同时积极延伸上下游产业链，2024 年新增商砼企业 1 家，年末拥有 62 条商砼生产线，商砼产能 2,425 万方/年。

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	2022	2023	2024	2025.3
水泥	2,600	2,600	2,600	2,600
熟料	1,375	1,375	1,375	1,375
商砼	2,205	2,365	2,425	2,425
骨料	1,500	1,500	1,500	1,500

注：2025 年 3 月末产能为年化数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产方面，因国内房地产市场景气度低迷，水泥市场需求下降，近年来公司熟料、水泥产量整体有所下滑。具体来看，2024 年国内水泥市场需求进一步下滑，江西省水泥产量同比下降 18.1%至 6,889.2 万吨<sup>2</sup>，受此影响，公司当年熟料、水泥及商砼产量均同比大幅减少，产能利用率随之下降。目前熟料产能利用率仍优于行业平均水平<sup>3</sup>，但扩充的商砼产能未有效释放使得其产能利用率低，需关注市场需求较弱和产线改造等带来的产能利用效率下降问题。

表 3：近年来公司主要产品生产情况（万吨、万方、%）

产量	2022	2023	2024	2025.1-3
水泥	2,124.78	2,133.45	1,697.04	314.53
熟料	1,596.98	1,550.48	1,262.72	262.39
商砼	607.24	632.10	471.33	81.48
产能利用率	2022	2023	2024	2025.1-3
水泥	81.72	82.06	65.27	48.39
熟料	116.14	112.76	91.83	76.33
商砼	27.54	26.73	19.44	13.44

注：2025 年 1-3 月产能利用率经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司产品销售区域以江西省内为主，营销网络布局较完善；2024 年以来受市场需求下降影响，公司水泥销量下滑且价格承压，但在省内水泥市场份额相对领先，未来价格修复情况值得关注。**

销售方面，公司遵循“以销定产”的原则。公司旗下“万年青”牌水泥在省内竞争实力较强，2024 年公司水泥产品在江西省内的市场占有率保持在 25%以上，位居省内第一且市占率略有提升。公司销售地区仍以江西省为主，且聚焦于赣州、上饶、南昌、景德镇和九江等地区，受江西省基建投资增速放缓、房地产市场低迷影响，2024 年公司水泥销量同比下降 20.45%。公司熟料主要自供，对外销售很少。2024 年商砼销量亦同比下降 25.81%。售价方面，由于激烈的市场竞争和原材料价格传导效应，2024 年水泥和商砼销售均价分别同比下降约 22 元/吨和 56 元/立方米。2025 年一季度，整体水泥和商砼的市场价格提振压力较大，3 月底以来价格呈下滑趋势，但较 2024 年

<sup>2</sup> 数据来源为 2025 年 3 月 31 日江西省统计局公开披露的《江西省 2024 年国民经济和社会发展统计公报》。

<sup>3</sup> 根据数字水泥网数据，2024 年熟料实际产能利用率预计 53%，较 2023 年下降 6 个百分点。



同期有所上涨，未来价格修复情况仍需关注。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。受行业竞争影响，商砼业务账期有所拉长，公司整体收款情况好于江西省内其他企业，但仍需关注商砼业务发展对公司资金占用情况。

表 4：近年来公司主要产品销售情况

销量（万吨、万立方米）	2022	2023	2024	2025.1~3
水泥	2,117.66	2,136.89	1,699.91	311.78
商砼	609.86	635.86	471.76	81.79
销售价格（元/吨、元/立方米）	2022	2023	2024	2025.1~3
水泥	314.92	263.27	241.27	244.98
商砼	433.33	380.26	323.81	309.83

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，截至 2025 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约 7.1 亿吨，其中已获得采矿许可证的储量约 6.5 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。2024 年，公司主要原材料和能源价格均有一定下滑，带动生产成本下降。公司与国内部分中大型煤炭公司建立了长期合作关系，公司使用的煤炭以外购烟煤为主，近年来亦持续拓展煤炭采购渠道，煤炭直供量占比超过 80%。2024 年，公司前五大供应商采购金额占年度采购总额的比例为 31.46%，同比上升 3.48 个百分点，仍主要为煤企。

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 2025 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 65.9%的需求，同比有所上升，2024 年发电量为 3.96 亿度，节约电费 2.38 亿元。环保方面，截至 2024 年末公司 11 条熟料产线中满足超低排放要求的产线数量为 4 条，2025 年计划继续推进超低排放产线改造，预计投入约 4,800 万元。整体来看，公司原材料和能耗控制能力较强，但持续的环保投入及处于相对高位的煤炭价格使得公司面临一定的成本控制压力。

表 5：近年来公司主要原材料采购情况（万吨、万元）

产品	2022		2023		2024	
	采购量	采购金额	采购量	采购金额	采购量	采购金额
煤炭	218.13	259,507.08	199.08	197,119.00	176.31	150,759.00
有色金属灰渣	65.05	7,794.62	61.00	6,258.00	53.44	4,185.00
脱硫石膏	56.44	5,612.13	57.20	2,503.00	68.70	615.00
磷石膏	20.03	1,534.76	8.55	217.00	26.02	647.00
水渣	48.99	8,139.20	35.87	4,915.00	30.63	2,615.00
合计	408.64	282,587.79	361.70	211,012.00	355.10	158,821.00

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 2025 年 3 月末公司无大规模在建项目，未来资本支出压力可控。

## 财务风险

**中诚信国际认为，万年青资金储备相对充足，债务规模相对稳定且财务杠杆较低，偿债能力很强；但受主要产品价格下滑影响，2024 年以来面临收入和利润下行压力，盈利改善、商砼业务发展对公司的资金占用以及公司权益结构的稳定性等值得关注。**

## 盈利能力

**受市场景气度下行影响，2024 年以来公司营业总收入持续下降，产品销售价格跌幅较大导致公司利润下滑，整体盈利能力承压。**

2024 年，受市场需求持续低迷影响，水泥、商砼等产品量价齐跌，骨料收入同比增长 11.1%至 3.67 亿元，但无法抵消水泥及商砼收入的下滑，当年公司营业总收入同比下降 27.27%，经营仍面临一定压力。毛利率方面，受混凝土业务毛利下行影响，2024 年公司营业毛利率同比下降 1.10 个百分点。2025 年 1~3 月，公司营业总收入同比下降 16.63%，营业毛利率同比回升 2.84 个百分点。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024		2025.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水泥	63.07	18.12	52.21	14.00	38.45	15.20	7.19	20.99
混凝土	26.12	22.00	24.01	25.17	15.19	20.67	2.53	8.26
贸易、骨料和其他	23.63	10.76	5.68	30.63	5.93	22.60	0.91	15.45
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>112.82</b>	<b>17.48</b>	<b>81.90</b>	<b>18.43</b>	<b>59.57</b>	<b>17.33</b>	<b>10.63</b>	<b>17.48</b>

注：1、其他主要包括装备销售收入、垃圾处理费收入等；2、水泥收入含少量熟料对外销售收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2024 年以管理费用和销售费用为主的期间费用同比有所下降，但同期公司营业总收入下降较快，使得期间费用率进一步上升，公司费用管控能力仍有提升空间。2024 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同比减少 70.30%。同时，公司对部分利用效率低的产线陆续计提固定资产减值损失，2024 年计提金额有所下降，但仍需持续关注产线的实际产能利用情况以及带来的减值压力。此外，公司参股基金带来的投资收益同比减少。综合影响下，2024 年公司利润总额同比下降 76.65%，EBIT 利润率亦明显下降，公司盈利能力持续承压。2025 年一季度，因子公司确认拆迁补助收益 0.49 亿元，公司净利润同比由亏回正，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 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2022	2023	2024	2025.1~3
销售费用	1.67	1.59	1.15	0.22
管理费用	8.37	6.41	6.20	1.15
研发费用	0.24	0.36	0.50	0.09
财务费用	0.28	0.33	0.43	0.11
期间费用率（%）	9.35	10.61	13.91	14.67

经营性业务利润	8.96	6.11	1.81	0.22
资产减值损失	-1.23	-0.77	-0.61	0.00
信用减值损失	-0.89	-0.81	-0.36	0.09
投资收益	2.00	0.37	0.23	0.00
利润总额	8.02	5.09	1.19	0.82
EBIT	9.89	5.94	2.18	--
EBIT 利润率 (%)	8.77	7.25	3.66	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**2024 年以来因水泥主业收缩导致资产和负债规模均同比减少，财务杠杆比率保持在较低水平；但公司少数股东权益规模较大，需关注其权益稳定性。**

公司资产总额以非流动资产为主，2024 年末总资产规模较上年末有所下降。其中，为满足日常生产经营需要，公司维持一定规模货币资金，2024 年末非受限货币资金规模 26.79 亿元。公司应收账款主要系商砼业务扩大且其存在一定回款账期所致，2024 年末应收账款同比有所下降。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 2025 年 3 月末，随着两金规模减少，公司总资产规模进一步小幅下降，资产结构变化不大。

公司负债规模呈逐年收缩态势，2024 年水泥主业随市场行情下行减少采购，应付账款同比下降，但同时公司提升应付票据支付比例，总体来看经营性负债规模同比变化不大。基于相对充足的资金储备，公司在行业下行期选择在部分银行借款到期偿还后不续借的策略以降低财务成本，但由于应付票据增加，2024 年末有息债务规模同比略有上升。截至 2025 年 3 月末，公司新增股份回购借款 1.80 亿元使得债务规模有所上升，财务杠杆仍处于较低水平。

公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较大，其中 2024 年末少数股东权益占净资产的 32.79%，且南方万年青作为重要子公司在公司财务指标中占比较高<sup>4</sup>，公司每年对少数股东根据经营业绩的分红较多，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。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

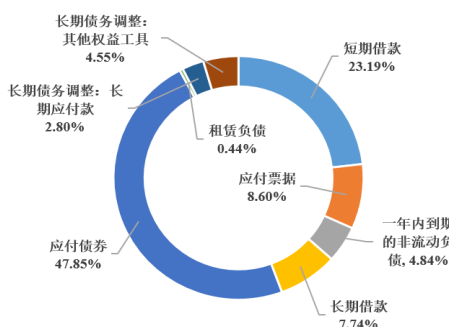
	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	44.62	40.57	46.59	47.13
应收账款	14.01	19.35	16.54	15.46
固定资产	69.44	62.94	60.86	64.31
无形资产	17.16	16.31	15.64	15.63
流动资产占比 (%)	44.25	42.97	44.53	44.21
<b>总资产</b>	<b>182.51</b>	<b>170.00</b>	<b>165.33</b>	<b>162.35</b>
短期借款	13.93	8.83	7.71	7.64
应付账款	15.12	13.30	11.42	9.29
其他应付款	3.54	6.96	6.42	6.05
其他流动负债	8.50	2.34	2.08	2.17
长期借款	1.01	1.14	0.65	2.55
应付债券	15.24	15.50	15.73	15.78
<b>总负债</b>	<b>77.92</b>	<b>66.12</b>	<b>62.75</b>	<b>61.02</b>

<sup>4</sup> 截至 2024 年末，南方万年青的总资产占公司资产总额的 47.09%；2024 年，其营业总收入和净利润分别占公司总额的 65.21%和 216.90%。

短期债务/总债务 (%)	44.20	35.66	39.64	36.62
<b>总债务</b>	<b>36.13</b>	<b>30.97</b>	<b>31.35</b>	<b>32.97</b>
未分配利润	55.34	55.56	54.97	55.32
少数股东权益	35.14	34.09	33.64	33.84
<b>所有者权益合计</b>	<b>104.59</b>	<b>103.88</b>	<b>102.58</b>	<b>101.33</b>
资产负债率 (%)	42.69	38.89	37.95	37.59
总资本化比率 (%)	25.95	23.22	23.67	24.83

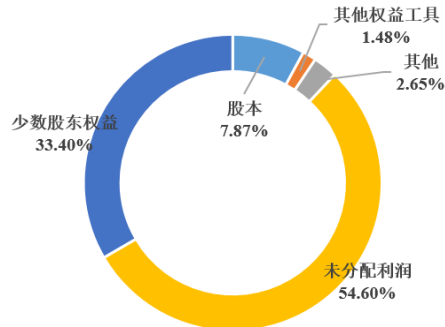
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2025 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2025 年 3 月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

## 现金流及偿债情况

公司经营获现水平良好；部分偿债指标有所弱化，但基于相对充足的资金储备，整体仍保持了很强的偿债能力。

2024 年，公司保持良好的经营获现水平，收现比维持在 1.0 倍以上；同期，为进行流动性管理，公司购买 10.50 亿元定期存单使得投资活动净现金流呈大额净流出态势；公司当期现金分红较少，但由于净偿还部分银行借款，筹资活动现金流仍呈净流出态势。2025 年 1~3 月，受原材料采购金额下降等因素影响，当期经营性现金净流入 1.79 亿元；公司仍有一定资金储备，筹资活动净现金流仍为净流出。

偿债指标方面，随着经营业绩下滑，2024 年公司主要偿债指标表现均有所弱化，但因经营获现能力较好，FFO 对总债务的覆盖倍数相对稳定，整体偿债能力仍保持在很强水平。

截至 2025 年 3 月末，公司共获得银行综合授信额度 38.48 亿元，其中未使用额度 27.48 亿元，备用流动性良好。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，2024 年公司资金归集率达到 90% 以上。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
经营活动净现金流	8.45	7.63	7.98	1.79
投资活动净现金流	-13.85	-4.17	-12.12	-0.23
筹资活动净现金流	-1.76	-8.41	-2.12	-0.08
非受限货币资金/短期债务	2.38	2.99	2.16	2.34
总债务/EBITDA	2.32	2.67	3.93	--
EBITDA 利息保障倍数	14.81	9.53	7.21	--

FFO/总债务	0.19	0.22	0.24	--
---------	------	------	------	----

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2025 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 20.15 亿元，占当期末总资产的比重为 12.41%，主要系定期存单、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 2025 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，2022 年~2025 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<sup>5</sup>

### 假设

——2025 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。

——2025 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。

——2025 年，预计公司保持相对良好的经营获现能力。

### 预测

表 10：预测情况表（%、X）

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率	23.22	23.67	23.70~24.70
总债务/EBITDA	2.67	3.93	3.00~3.90

资料来源：公司年报及中诚信国际预测

## 调整项

### 流动性评估

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。

## ESG 分析<sup>6</sup>

<sup>5</sup> 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象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受评对象相关的重要假设，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受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>6</sup> 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。

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。公司在环保降耗方面制定了完善的制度体系，相关投入力度逐步加大，2024 年以来，公司在节能降碳方面多措并举，使用替代燃料 1.9 万吨，光伏发电 1,851 万度，持续推进绿色工厂创建，庐山新材公司、万塑公司被评为省级绿色工厂。社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司已建立较为完善的法人治理结构，截至本报告出具日，公司董事会由 8 名董事组成，设董事长 1 名，其中非独立董事 5 名，独立董事 3 名；公司监事会由 5 名监事组成，其中职工代表监事 2 名。内部控制方面，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投资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。

战略规划方面，公司将从六个方面出发：持续推进对标管理，做优做强水泥主业；融入“一带一路”战略，重点突破“走出去”发展；积极推动科技创新，向绿色环保产业转型；延伸做优产业链，积极寻求差异化价值；创新投资方式，实现持续协调发展；探索商业模式创新，打造新的经济增长点。

## 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。**

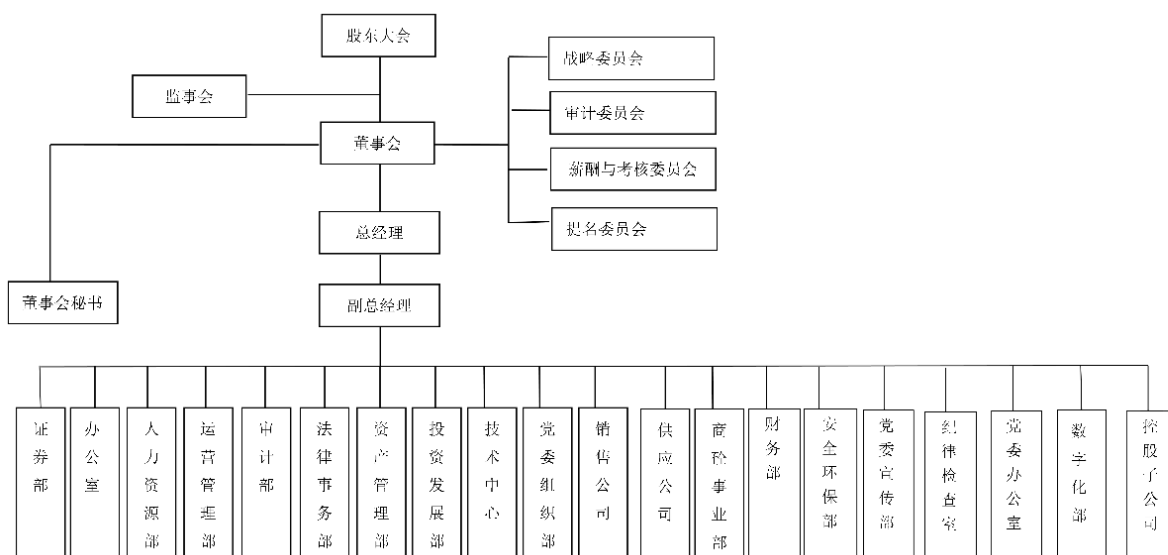
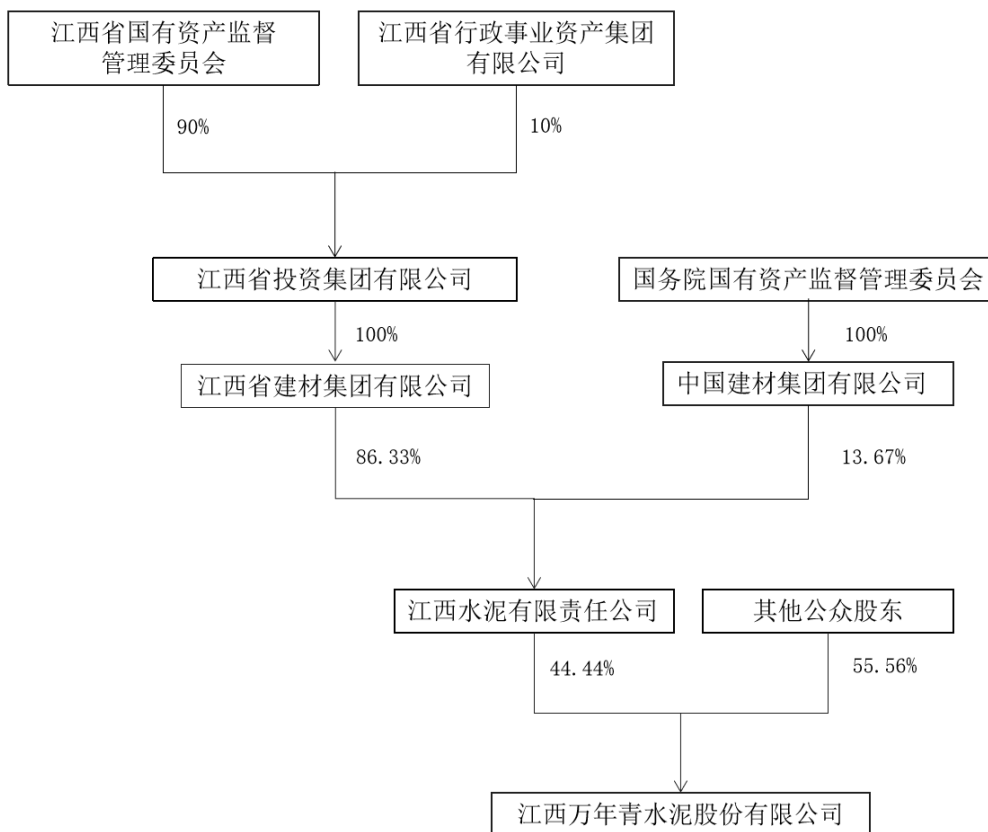
近年来江西省经济及财政实力持续增强，且受益于江西内陆开放型经济试验区的设立，江西迎来高质量跨越式发展的重大机遇，2024 年实现地区生产总值 34,202.5 亿元，同比增长 5.1%。同时，江西省政府相继出台一系列降低企业成本和减税降费措施，公司每年均收到相应的补助资金和奖励金，在税收优惠、产业扶持、业务资源倾斜等方面能够得到政府的较大支持。

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。

## 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<sup>+</sup>**，评级展望为稳定。

### 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 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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	446,181.74	405,712.07	465,889.14	471,321.45
应收账款	140,058.56	193,458.65	165,371.68	154,607.69
其他应收款	6,698.98	8,712.35	6,714.94	7,051.01
存货	79,305.63	61,314.38	45,748.48	40,653.77
长期投资	71,729.02	62,515.08	50,099.86	49,263.32
固定资产	694,362.37	629,416.99	608,623.70	643,130.36
在建工程	24,109.65	12,496.56	1,674.04	2,805.59
无形资产	171,637.52	163,126.18	156,404.58	156,257.75
资产总计	1,825,098.53	1,700,040.69	1,653,253.55	1,623,496.85
其他应付款	35,411.74	69,617.93	64,242.63	60,458.72
短期债务	159,665.60	110,433.70	124,274.86	120,744.16
长期债务	201,605.57	199,224.74	189,228.01	208,939.94
总债务	361,271.17	309,658.43	313,502.87	329,684.10
净债务	-18,677.41	-20,822.11	45,620.98	47,062.65
负债合计	779,223.13	661,217.32	627,478.71	610,226.55
所有者权益合计	1,045,875.39	1,038,823.37	1,025,774.84	1,013,270.30
利息支出	10,505.23	12,194.06	11,062.42	--
营业总收入	1,128,162.81	819,015.68	595,657.99	106,288.53
经营性业务利润	89,632.38	61,105.68	18,148.75	2,244.62
投资收益	20,043.31	3,739.42	2,302.67	43.08
净利润	58,448.61	31,492.64	1,920.42	5,398.77
EBIT	98,884.85	59,401.73	21,806.93	--
EBITDA	155,562.10	116,150.33	79,720.20	--
经营活动产生的现金流量净额	84,531.96	76,327.64	79,803.58	17,910.02
投资活动产生的现金流量净额	-138,533.99	-41,675.65	-121,188.96	-2,318.57
筹资活动产生的现金流量净额	-17,606.11	-84,120.05	-21,213.32	-808.41
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	17.48	18.43	17.33	17.48
期间费用率（%）	9.35	10.61	13.91	14.67
EBIT 利润率（%）	8.77	7.25	3.66	--
总资产收益率（%）	5.42	3.37	1.30	--
流动比率（X）	1.63	1.90	2.02	2.15
速动比率（X）	1.47	1.74	1.89	2.03
存货周转率（X）	11.74	9.50	9.20	8.12*
应收账款周转率（X）	8.05	4.91	3.32	2.66*
资产负债率（%）	42.69	38.89	37.95	37.59
总资本化比率（%）	25.95	23.22	23.67	24.83
短期债务/总债务（%）	44.20	35.66	39.64	36.62
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	-0.01	0.10	0.25	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	-0.03	0.29	0.64	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数（X）	8.05	6.26	7.21	--
总债务/EBITDA（X）	2.32	2.67	3.93	--
EBITDA/短期债务（X）	0.97	1.05	0.64	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	14.81	9.53	7.21	--
EBIT 利息保障倍数（X）	9.41	4.87	1.97	--
FFO/总债务（X）	0.19	0.22	0.24	--

注：1、2025 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，2025 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	
资本结构	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
经营效率	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 (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
	现金周转天数	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)
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
现金流	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)
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：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[2008]43 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，影响报表使用者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：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。

短期债项等级符号	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