

2015-12-15

水泥行业 2015 年度研究报告

联合资信评估有限公司 刘秀秀



 **联合资信评估有限公司**
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

水泥行业 2015 年度研究报告

时间：2015 年 12 月 15 日

报告概要

分析师：

刘秀秀

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679688

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

www.lhratings.com

2015 年以来，中国宏观经济减速压力加大，基础设施建设投资增速和房地产投资增速双双下滑，全国水泥需求下降。为抢占区域份额，水泥行业竞争激烈，部分区域自律、竞合效果较差，水泥售价不断走低，行业整体盈利能力大幅下降，且“南强北弱”态势显著。

从企业经营及财务情况来看，水泥企业收入和利润规模同比显著下滑，剔除非经常性损益影响，部分水泥企业主营业务亏损严重；短期债务占比较高，靠自身经营现金流难以实现正常周转，对外部融资需求较大。同时，由于行业区域性较强，区域供需形势呈现明显差异，进而对不同区域的水泥企业经营效益影响程度不同。随着山水水泥信用债违约事件爆发，部分企业流动性风险加剧，应严防资金链断裂风险。

展望 2016 年水泥行业，行业需求端政策支撑较多、货币政策较为宽松，随着国务院明确下调重点领域固定资产投资的项目资本金比例，未来固定资产投资有望企稳回升，但项目投资落地存在一定的滞后性，需求基本面难以迅速改善；行业供给端新增产能减少，但产能供给总量过剩严重，行业资产周转率下降的态势仍存在，行业整体寄望于供给侧改革推动落后产能的淘汰，或会侧重于淘汰低标号水泥，但 32.5 水泥产量占比较高，其淘汰历程将较为漫长。

水泥行业企业信用风险有所分化且态势愈加显著，受益于区域内基础设施建设加速推进、较好地执行限产保价及平滑盈利曲线的企业，能够在行业景气度低迷周期中保持相对稳健的经营态势，而区域竞争激烈，价格持续低迷，且受环保成本上升压力影响大的企业，盈利前景堪忧，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。

一、行业概况

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，按照抗压强度可分为 32.5 水泥、42.5 水泥及其他高标号（如 52.5、62.5）水泥等。水泥生产大致分为五个过程：原料开采、生料制备（粉磨）、熟料煅烧、水泥制成（粉磨）、水泥装运，其中的关键步骤为生料制备、熟料煅烧和水泥粉磨三阶段，俗称“两磨一烧”。

水泥产品单位价值低而单位重量大，运费占水泥售价的比例较高，具有明显的销售半径，中国东部沿海一带，水泥产品的销售半径可以达到 500 公里以上；而在中、西部以山地为主的地区，最佳半径应在 200 公里以内。受水泥销售市场半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，虽然呈现全国水泥行业集中度较低，但在某一区域内往往出现集中度较高的特点。受各地区供需结构、竞争激烈程度、地理位置（影响生产成本和运输费用）等影响，各区域间的水泥价格和利润水平有一定差异。本报告将中国分为以下 6 个区域进行分析，各区域内市场环境和竞争情况将会在后文中有所体现。

表 1 中国水泥六大区域及其市场环境

区域	所辖省份	优势企业
东北	辽宁、吉林、黑龙江	中国建材（北方水泥）、亚泰集团、冀东水泥、山水水泥、天瑞水泥
西北	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	中材集团（新疆天山、甘肃祁连山、宁夏建材集团、中材水泥）、冀东水泥、西部水泥（尧柏水泥）、安徽海螺
华北	北京、天津、河北、山西、内蒙古	冀东水泥、金隅股份、山水水泥、中国建材（中联水泥）
华东	上海、江苏、浙江、安徽、江西、山东、福建	中国建材（南方水泥、中联水泥）、安徽海螺、华润水泥、红狮水泥、山水水泥、亚洲水泥、万年青水泥、台泥国际、中材集团（中材水泥）
中南	广东、广西、海南、河南、湖北和湖南	中国建材（南方水泥、中联水泥）、华新水泥、天瑞集团、安徽海螺、红狮水泥、华润水泥、台泥国际、中材集团（中材水泥）、亚洲水泥
西南	重庆、四川、贵州、云南、西藏	中国建材（西南水泥）、四川峨胜、拉法基（四川双马）、安徽海螺、台泥国际、亚洲水泥、华新水泥

资料来源：数字水泥网、联合资信整理

由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。从全国大多数地区来看，春节期间建筑活动较少，通常为水泥销售的淡季，大部分水泥厂在此期间停窑大修；三季度南方地区是雨季，土建活动少，是水泥销售的淡季；12 月份及一季度，受气候因素影响，是北方地区水泥行业淡季。

作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。2015 年以来，随着中国宏观经济增速放缓，水泥行业整体呈现下行趋势，且南北区域分化态势显著。

二、供需分析

1. 行业需求

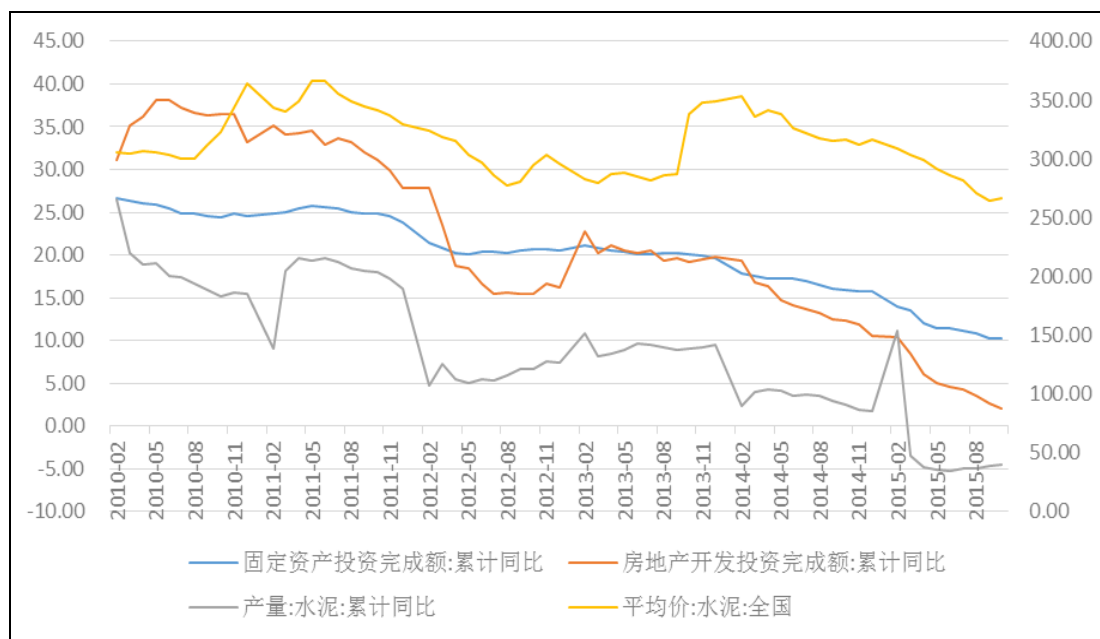
从中国水泥的下游消费需求结构来看，基础设施建设和房地产开发处于消费主导地位，民用投资（包括工业、农业生产建设等）也是水泥市场下游需求的组成部分，其对 32.5 标号的水泥产品消耗量较大。总体来看，基础设施建设、房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量，且其投资增速情况决定了水泥需求总量。

基础设施建设包括交通运输（铁路、公路、轨道交通投资）、水利水电和公共设施项目建设等固定资产投资，目前是对水泥需求拉动最直接的行业。2015 年前三季度中国 GDP 同比增长 6.9%，首度“破 7”，经济下行压力加大，投资增速持续下滑态势未改，虽然随着基建工程项目的加快推进，水泥市场需求下滑趋势减缓，但仍难以得到根本好转。2015 年 1~9 月，水利、环境和公共设施管理业固定资产投资累计同比增长 20.3%，增速小幅提高；道路运输业固定资产投资累计同比增长 18.1%，增速回落 0.3 个百分点；铁路运输业固定资产投资累计增长仅为 1.8%，投资增速大幅回落。水利投资增速上升，铁路运输投资增速大幅下挫，道路运输投资增速继续放缓。尽管年初以来批复项目较多，但受审批程序严格化影

响，部分重大项目建设推进缓慢，基建投资进度低于预期，水泥需求不足的局面难以扭转。

房地产投资方面，2015 年 1~9 月，全国房地产投资 7.1 万亿元，同比增长 2.6%，较 1~8 月回落 0.9 个百分点，呈现出加速回落态势；与去年同期相比，增速回落 9.9 个百分点，显示出房地产市场的复苏短期内难以实现；房地产开发企业房屋施工面积 693652 万平方米，同比增长 3.0%，增速比 1~8 月份提高 0.5 个百分点；房屋新开工面积 114814 万平方米，下降 12.6%，降幅较 1~8 月份收窄 4.2 个百分点。

图 1 截至 2015 年 10 月底中国月度固定资产投资、房地产投资、水泥产量累计同比增速及中国月度水泥平均价（单位：%、元/吨）



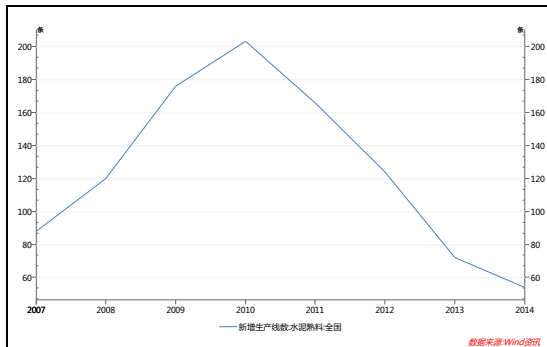
资料来源：国家统计局、Wind 资讯

从图 1 来看，近年来，中国固定资产投资增速持续下滑，特别是房地产投资增速出现大幅回落，直接影响到水泥市场需求（产量）及售价，四者近乎呈现同趋势变动，进而影响水泥行业利润规模。

2. 行业供给

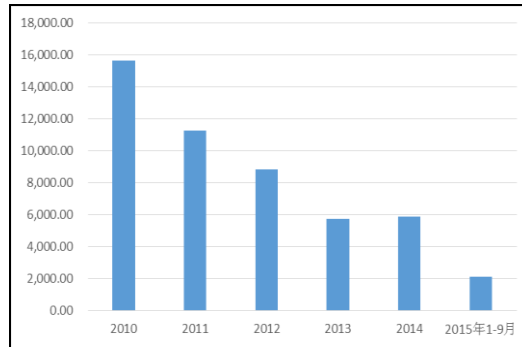
2014 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 54 条，合计年度新增熟料产能 5877.60 万吨，与 2013 年持平，其中，西南地区新增产能最多，其余依次为华东、中南、华北、西北和东北地区。2015 年 1~8 月，全国新增熟料产能仅 2129.60 万吨，仅为 2014 年全年的 36.23%。但由于 2015 年以来水泥行业整体需求形势差于预期，造成供需形势更加严峻。总体来看，虽然近几年水泥产能过快增长得到抑制，水泥行业固定资产投资不断下滑，但全国水泥市场产能过剩现象依然严峻。

图 2 中国年度新增水泥熟料生产线条数
(单位：条)



资料来源：Wind 资讯

图 3 中国年度新增熟料产能
(单位：万吨)



资料来源：Wind 资讯

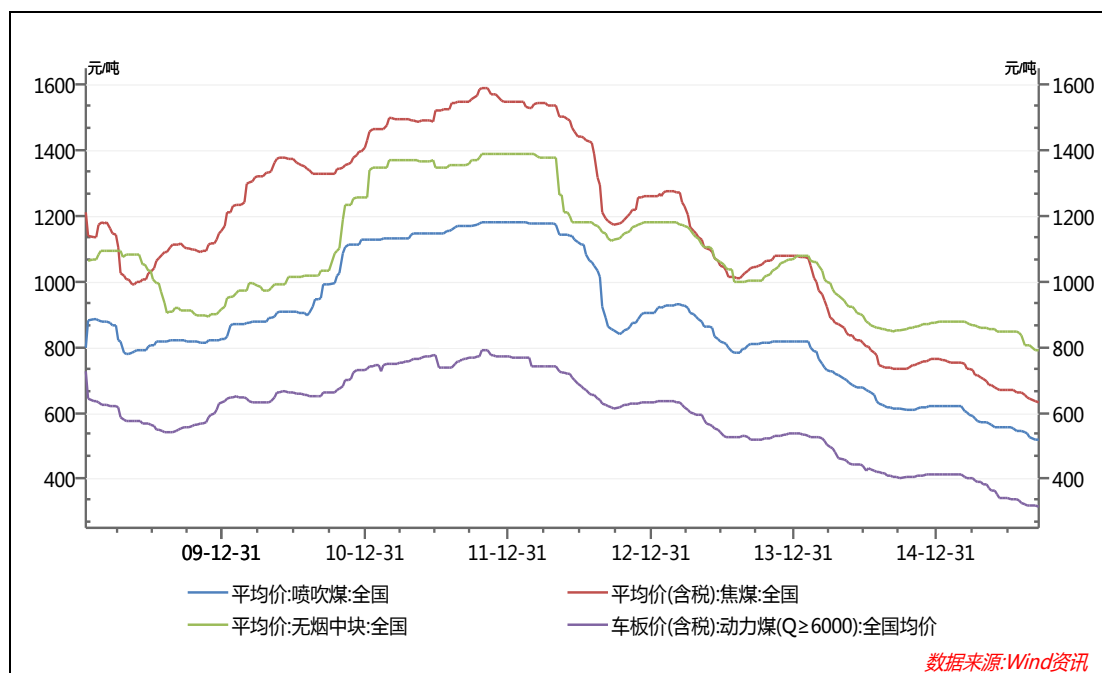
3. 上游原材料分析

煤、电成本在水泥熟料生产成本中占比达 60%左右，煤炭、电力价格变化对水泥成本影响大。煤炭价格方面，2011 年四季度以来，随着下游需求增速放缓，煤炭价格普遍出现下滑态势，尽管在 2012 年和 2013 年四季度，煤价在季节性因素和刺激政策影响下，有过短暂回调，但整体来看，在国内煤炭行业供大于求形势持续下，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道，2016 年煤炭行业仍将持续低迷。总体上看，煤炭价格的下跌一定程度上缓解了水泥行业的成本端压力，煤炭价格仍将维持底部整理格局。

2015 年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748 号）规定，自 4 月 20 日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2

分钱，全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约 1.8 分钱，电价调整自 2015 年 4 月 20 日起执行，电价小幅下调一定程度上减轻水泥企业用电成本。进入 2015 年，中国将实施新的电力改革方案。2015 年 3 月 15 日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。同时，国内水泥行业为了节约用电成本，目前大型新型干法水泥生产企业已进行完纯低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提供一定比例的用电。相对而言，电价变动对水泥企业生产成本影响相对较小。

图 4 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源: Wind资讯

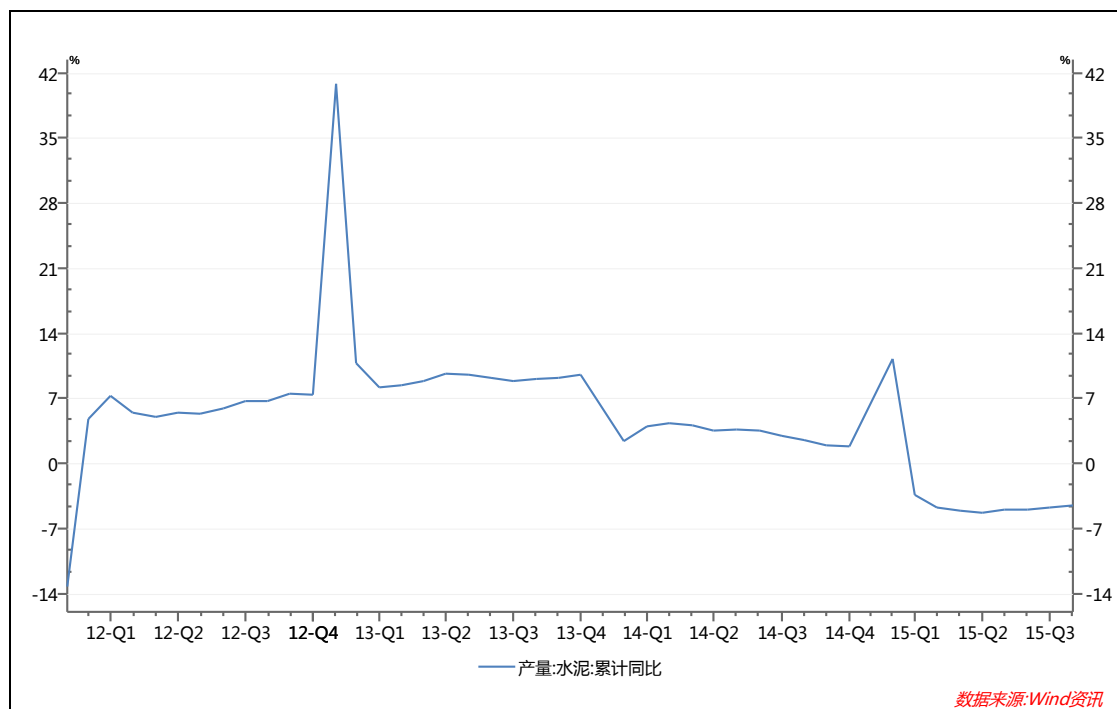
三、行业及各区域运行情况

1. 水泥产量

2014 年以前，中国月度水泥累计产量同比增速为正值，但进入 2015 年以来，累计产量同比开始呈现负增长趋势。2015 年 1~9 月，中国累计水泥产量 17.23 亿

吨，与去年同期相比减少 8500 多万吨，同比下降 4.7%，与 1~8 月相比，下降幅度减少 0.29 个百分点；9 月份单月水泥产量 2.18 亿吨，同比下降 2.54%，较上月降幅减少 1.98 个百分点，降幅继续收窄；与 8 月份相比，9 月份全国单月水泥产量增长 1.23%，进入 10 月份，累计水泥产量同比下降幅度已连续四个月持续收窄，但幅度有限，且北方地区已开始进入冬季施工淡季，市场需求不会有太大好转。

图 5 2012~2015 年 1~10 月全国月度水泥累计产量同比增速（单位：%）

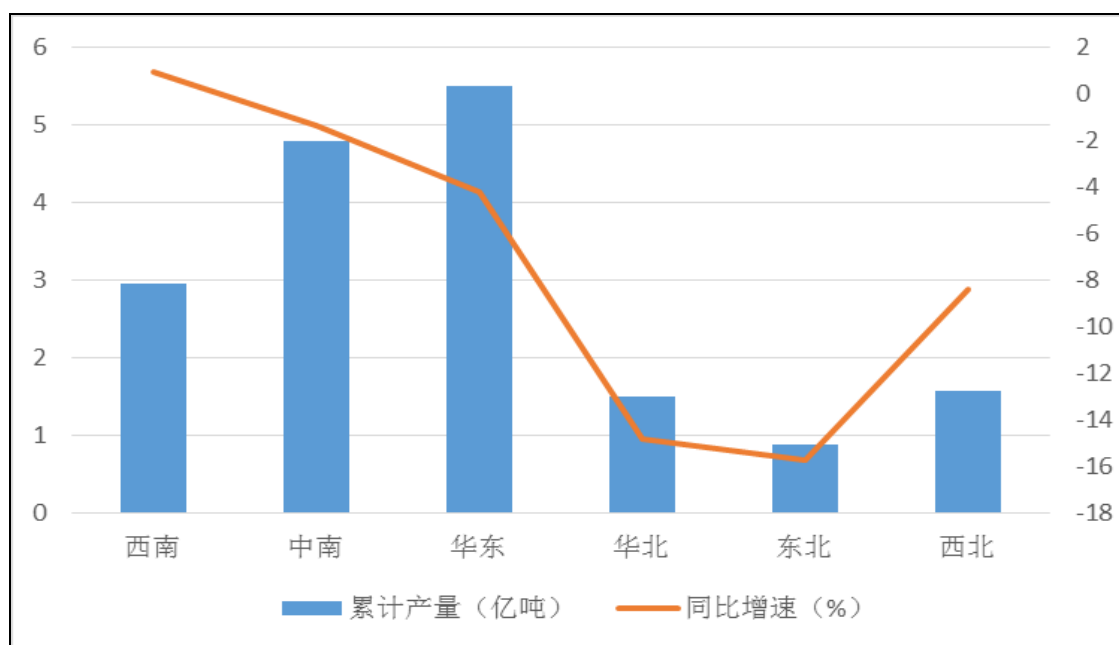


资料来源: Wind 资讯

从各大区域来看，2015 年 1~9 月，西南地区累计水泥产量约 2.95 亿吨，同比增长 0.95%，与去年同期持平，是六大区域唯一累计水泥产量正增长的区域，但从单月来看，因雨季施工受限影响，9 月份单月水泥产量同比减少 2.38%，环比减少 1.82%。2015 年 1~9 月，中南地区累计水泥产量约 4.8 亿吨，同比略有下降，降幅有所收窄，需求下滑减缓，9 月份单月水泥产量同比小幅上升，在市场普遍低迷的情况下，中南地区全年仍能有望保持相对较为稳定的市场需求。2015 年 1~9 月，华东地区累计水泥产量为 5.5 亿吨，同比下降 4.21%，9 月份单月水泥产量环比和同比双双增长，市场需求有所改善。2015 年 1~9 月，华北地区累计水泥产量约 1.5

亿吨，同比下降 14.8%，9 月份单月水泥产量环比和同比均呈现下降趋势，需求持续下滑，仍难以走出低谷。2015 年 1~9 月，东北地区累计水泥产量 8809 万吨，同比下降 15.7%，环比降幅减缓，但仍是全国需求下滑最严重的区域，从单月水泥产量来看，9 月份需求有所回暖，但同比则下降 5.52%。2015 年 1~9 月，西北地区累计水泥产量约 1.58 亿吨，同比下降 8.4%，累计降幅同比有所缩小，9 月份单月水泥产量较上月略有减少，降幅为 1.4%，同比下降 3.09%。总体来看，四季度是北方施工淡季，三北区域全年市场需求很难得到根本性好转。

图 6 2015 年 1~9 月全国六大区域累计水泥产量及同比增速（单位：亿吨、%）



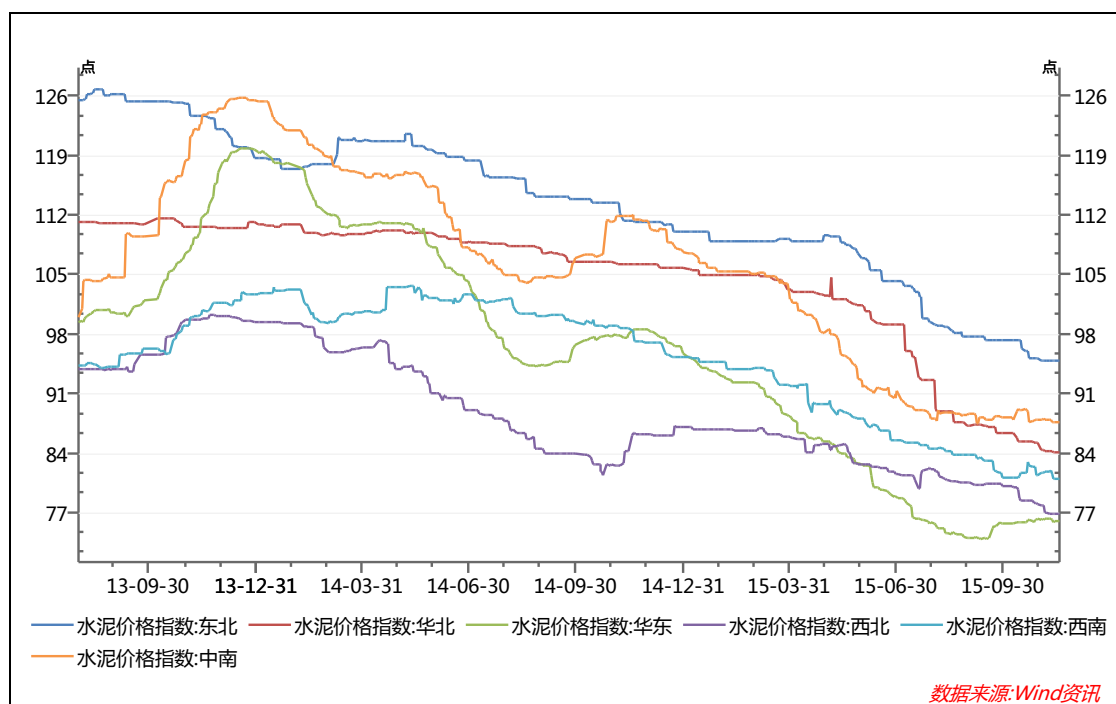
资料来源：数字水泥网

2. 水泥价格

水泥销售存在明显的区域性特征，其产品价格主要由区域供需关系和生产成本决定。在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，2015 年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015 年 10 月 30 日为 81.45；同期，全国水泥均价逐步降至 266.60 元/吨，同比下降 15.74%，11 月 30 日，全国水泥价格指数进一步降至 80.47。受国家宏观经济增速放缓影响，2015 年水泥市场整体表现旺季不旺。分区域来看，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌，但考虑到

2015 年水泥行业疲软态势显著，西南多数在建产能推迟开工及施工进度，预计 2016 年西南地区新增产能将低于 2015 年；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑；华北地区水泥价格已在底部的区域，但依旧持续下滑，且煤价成本下降继续打开价格下跌空间。根据 Wind 资讯数据显示，2015 年 10 月，华北、东北、西北、华东、西南和中南地区 PO42.5 水泥均价分别为 313.03 元/吨、291.93 元/吨、248.55 元/吨、248.48 元/吨、250.89 元/吨和 256.71 元/吨，同比降幅分别为 10.85%、16.27%、12.24%、19.34%、16.02%和 15.79%。

图 7 2015 年 1~11 月全国六大区域水泥价格指数



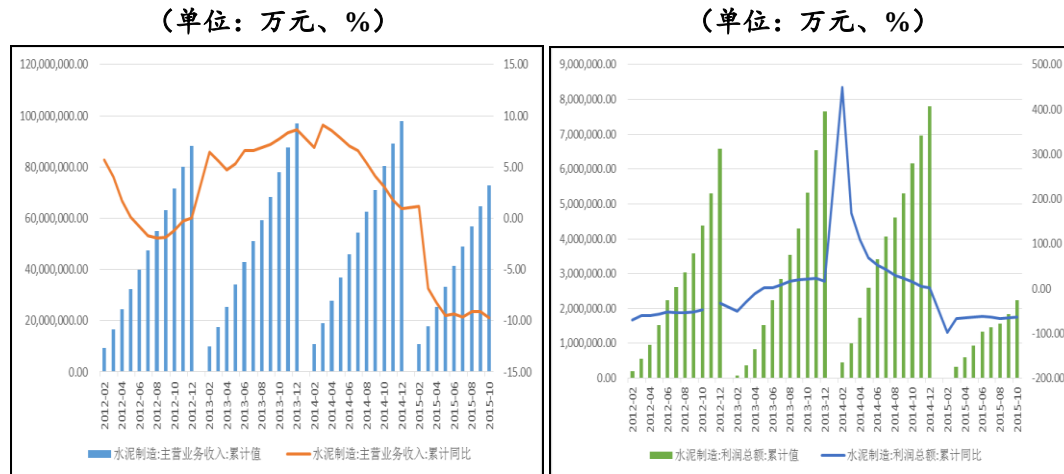
资料来源：Wind 资讯

3. 水泥企业经济效益

由于水泥工艺特殊性，其库存规模较小，销量与产量相近，2015 年 1~9 月，随着水泥产量和价格的双双下滑，中国水泥行业累计实现收入 6464 亿元，同比下降 9.09%；随着产量下滑，水泥生产线产能利用率进一步降低，折旧等成本无法充分摊薄，以及受增值税退税政策改革等因素影响，同期仅实现利润 183.96 亿元，

同比大幅下滑 65.46%。其中，9 月份单月实现利润 27.34 亿元，较上月有较大提升，单月盈利水平有所好转，但与前两年相比降幅仍较大。总体来看，水泥价格继续维持底部震荡行情，行业盈利水平加速下滑。

图 8 中国水泥企业月度累计主营业务收入及其同比增速 图 9 中国水泥企业月度累计利润总额及其同比增速



资料来源：Wind 资讯

资料来源：Wind 资讯

从全国六大区域水泥市场利润总额来看，2015 年前三季度北方区域中华北地区利润总额下滑持续加剧，是亏损最为严重的区域，整体拉低了全行业的盈利水平；二、三季度是北方地区水泥需求旺季，东北地区实现扭亏为盈，但利润总额同比下滑幅度达 95%；西北地区逐步实现减亏，1~9 月累计亏损 1.69 亿元，1~10 月累计利润实现扭亏为盈；2015 年 1~9 月，南方区域均能保持盈利，华东地区和中南地区对全行业利润贡献较大，西南地区虽有盈利，但受雨季施工暂缓及价格补跌影响，盈利在持续下降，8、9 两个月单月连续出现亏损。

进入四季度，随着冬季供暖期来临，三北区域开始实施错峰生产，北部进入需求淡季，短期内价格仍会在底部盘整，北方区域水泥企业经营压力加大。随着季节性需求回升和“稳增长”政策对固定资产投资的拉动，南部省份中市场需求相对较高地区价格有望小幅上涨，但幅度有限，南部以稳价为主。总体来看，2015 年宏观经济下行压力大，水泥行业遇冷，整体效益下滑严重，且水泥行业呈现显著的“南强北弱”趋势，各企业盈利水平差距较大。

四、行业政策

随着水泥产能过剩问题的日益凸显，有关控制水泥产能过快增长、促进高标号水泥产品发展的政策密集出台（详见下表 2），从政策内容看，主要涉及过剩行业项目建设产能置换方案、逐步取消 32.5 复合硅酸盐水泥、更改增值税退税比例及条件、促进绿色建材生产和水泥窑协同处置生活垃圾等方面，较以往的从严控新增产能、淘汰落后产能、规范行业准入、清理违规在建等调控水泥过剩产能的手段有所创新。

具体来看，2015 年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①倡导逐步取消 32.5 复合硅酸盐水泥，32.5 复合水泥标准取消有望增加高标号水泥产量、带动水泥价格提高、一定程度上化解熟料过剩产能；此外，根据之前的增值税退税政策，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于 30%，实行增值税 100%即征即退，2015 年 7 月 1 日起，资源综合利用退税由 100%即征即退改为退税比例为 70%，且对环境标准更加从严，而且 42.5 及以上等级水泥的原料 20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料 40%以上来自废渣，使生产低标号水泥的企业难度加大，目的是鼓励高标号水泥生产，促使企业进行技术创新，在提高废渣的掺兑比例的同时确保产品的质量。然而，中国水泥产量中 32.5 强度等级复合硅酸盐水泥约占 50%，对水泥企业收入及利润贡献较大，且广泛应用于农村水泥市场，取消 32.5 复合水泥历程将较为漫长；②产能严重过剩行业项目建设，须实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；③试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑（新型干法水泥熟料生产线）协同处置项目开展试点。目前，已建成的水泥窑协同处置生活垃圾项目的水泥企业包括：海螺水泥、华新水泥、中国中材集团有限公司、拉法基瑞安水泥有限公司和河南同力水泥股份有限公司等。

2015 年 11 月 13 日，工信部和环境保护部联合下发《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542 号），为减轻大气污染，缓解产能严重过剩矛盾，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产，但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生产线

除外。2015 年冬天，水泥错峰生产的试行范围进一步扩大，这将对遏制产能严重过剩和增加企业效益发挥一定作用，但对水泥企业经营效益会造成一定影响。

总体看，上述政策旨在推进高标号水泥产品及绿色建材的推广使用，逐步淘汰低标号水泥产品，但该项调控短期内对企业影响有限；此外，继续严控新增产能，倡导跨区域产能等量或减量置换，产品结构调整、产能优化整合和严控污染物排放、提倡错峰生产等仍是水泥行业的主要基调。

表 2 2014 年底以来水泥行业相关政策

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2014.12.2	关于批准发布 GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第 2 号修改单的公告	复合硅酸盐水泥的强度等级分为 32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R 五个等级，不再包含 32.5。
2015.4.20	《工业和信息化部关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》（工信部产业[2015]127 号）	产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；新（改、扩）建项目产能置换指标，须为 2013 年及以后列入工业和信息化部公告或省级人民政府完成任务公告的企业淘汰产能；支持跨地区产能置换。
2015.4.23	《六部委关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》（工信厅联节[2015]28 号）	试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑协同处置项目开展试点，承担试点项目的水泥窑生产线须是符合水泥行业准入条件和国家投资管理政策的新型干法水泥熟料生产线，试点及评估工作期限为 2 年。
2015.6.12	关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知	将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为 70%：42.5 及以上等级水泥的原料 20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料 40%以上来自废渣；纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013）规定的技术要求。
2015.8.31	关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知（工信部联原[2015]309 号）	发展高品质和专用水泥，制修订水泥产品标准，鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥，优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥；支持延伸产业链，完善混凝土掺合料标准，推广下游应用高性能混凝土，鼓励使用 C35 及以上强度等级预拌混凝土，推广大掺量掺合料及再生骨料应用技术。
2015.11.13	《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542 号）	为减轻大气污染，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产。

资料来源：工信部官网、联合资信整理

五、水泥发债企业信用分析

截至 2015 年 9 月底，存续期内的水泥发债企业（含所有公募信用债品种）共 24 家，虽然考虑到安徽海螺集团有限责任公司在水泥行业内的重要地位，但由于其已无存续期内债券，无法获取其 2014 年以来的财务数据，所以本文未将其列入样本进行统计分析。以下分析基于存续期内 24 家水泥发债企业相关数据。

表 3 存续期内水泥发债企业 2014 年和 2015 年 1~9 月主要财务指标对比情况
(单位：家、亿元、%)

主体信用级别	主体数量	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	经营性净现金流	资产负债率	营业利润率
2014 年主要指标								
AAA	4	1563.02	386.49	753.51	47.76	85.03	73.61	21.82
AA ⁺	7	602.91	160.83	230.22	17.70	20.86	70.89	23.49
AA	12	199.55	72.70	64.03	5.16	3.38	55.01	21.73
CC	1	327.33	146.01	154.40	12.16	23.79	55.39	20.14
行业平均值	24	549.77	153.76	231.18	16.21	22.94	62.76	22.19
2015 年 1~9 月主要指标								
AAA	4	1630.35	389.93	480.64	13.33	35.43	74.19	19.84
AA ⁺	7	616.74	156.45	136.45	0.93	12.26	72.32	18.88
AA	11	178.51	61.43	37.32	0.21	3.58	55.96	17.19
CC	1	335.09	141.11	85.61	-6.27	17.22	57.89	10.55
行业平均值	23	571.18	150.94	146.69	2.43	12.35	64.19	17.88

资料来源：联合资信整理

注：1.上表中各指标系根据各类级别发债企业算数平均值计算而得；

2.主体数量为合计数；

3.因天瑞集团股份有限公司尚未公布 2015 年三季报，计算 2015 年 1~9 月数据时将其剔除；

4.大公国际对天瑞集团水泥有限公司主体评级为 AA，鹏元资信对其评级为 AA⁺，本报告将其列入 AA 级别进行分析。

从级别分布来看，水泥行业具有重资产、产品同质化、销售半径明显等特点，故而企业经营规模、产业链协同性、区域竞争实力等因素成为衡量企业信用基本面的重要因素，水泥行业发行人主体级别分布在资产规模、收入及利润规模、水泥产能、区域地位、股东实力等方面也表现出明显的差异化。

企业性质方面，24 家水泥行业发行人中，16 家为央企及其下属企业，或地方国资委下属企业，6 家为民营企业，2 家为外资企业。其中，主体长期信用等级为

AAA 的水泥行业发行人全部为央企及其下属企业；主体长期信用等级为 AA+ 的水泥行业发行人除华新水泥股份有限公司为外资企业、红狮控股集团有限公司为民营企业外，均为央企下属子公司或地方国资委下属企业，多在各自区域内受政府支持力度大，规模实力较强，技术水平先进。

经营范围方面，水泥行业的发行人大多采取延伸产业链的方式，追求各业务板块的协同发展效应，可以节约成本和分散风险。①目前，主体信用级别最高的第一梯队水泥发行人除已具备完整的水泥纵向产业链外，在横向相关产业方面实力也很强，涉及塑料型材、轻质建材、玻璃纤维和复合材料等诸多领域。②主体级别为 AA+ 的大型水泥发行人，在纵向产业链延伸方面已取得一定成效，纵向产业链综合竞争实力强，涉及商品混凝土、水泥装备工程及砂石骨料等业务板块。

区域竞争地位方面，水泥行业发行人在各自区域内优势突出。南方水泥、中联水泥、西南水泥和北方水泥均为中国建材股份有限公司（以下简称“中建材”）下属企业，分别为华东地区、华中地区、西南地区和东北地区水泥龙头企业之一；中材股份水泥产能集中在西北地区（西部、湖南、粤西、江苏、安徽等地）；海螺集团水泥产能覆盖全国大部分地区，其中在中部和东部地区区位优势明显，并参股多家大型水泥企业；冀东发展集团、金隅股份在华北地区市场占有率高；华新水泥为湖北市场龙头；吉林亚泰为东北地区最大水泥生产企业；山东山水为山东区域龙头企业；天瑞水泥在河南和辽宁市场占有率较高；红狮控股集团有限公司在南部省份市场占有率高；尧柏水泥是陕西地区最大水泥生产企业；四川峨胜是四川省内第二大水泥生产企业。

经营情况方面，短期内影响水泥企业信用品质分化的因素主要是企业所在区域行业景气度的走势以及大型企业在区域内的控制能力。首先，一方面，区域内水泥行业供需关系决定了区域行业景气度现状及其未来走势，2014 年以来，受国家宏观经济增速放缓、固定资产投资增幅回落和房地产增速大幅下滑等因素影响，总体来看全国水泥行业下游需求不足，水泥价格逐步下行，全行业整体盈利能力均有较大幅度下滑，然而分区域来看，受大型水利、铁路等基建项目提振，西南地区是全国六大区域中受需求支撑最为显著的地区，三北地区需求下滑尤为显著；另一方面，水泥行业总体产能过剩已较为严重，然而西南等区域内新增产能不断涌现，导

致西南地区水泥价格补跌，利润同比大幅下滑，需同时考虑水泥行业供给和需求两方面因素，并分析其增速强弱对区域内水泥价格和产量的综合影响。其次，从区域控制力来看，因水泥行业具有明显的销售半径，区域市场占有率较高的大型企业对推动区域竞合、合理定价方面具有一定话语权，从而带动区域形成良好竞争秩序；区域内大型水泥企业产能集中度越高，竞合、自律效果愈加明显，企业间在协同限产保价等方面更容易形成合作；反之，若区域内小型企业占比较多，则不利于协同发展，进而导致恶性竞争显著，企业为抢占市场份额，水泥售价常大幅低于其他区域。总体来看，南方区域水泥企业竞合效果优于北方区域，但东北地区因进驻水泥企业相对较少且产能过剩问题较轻，在北方各大区域中控制力相对较好。

2015 年以来，水泥企业财务情况方面，综合考虑表 3 和表 4，趋势如下：

（1）企业的债务负担指标随着主体长期信用等级的下降而有所降低（AAA 和 AA+企业债务指标均值相差不大，AA 企业债务指标均值有所下降），主体长期信用等级高的企业在近年来积极扩张的同时增添了较重的债务负担，且高位运行，但随着水泥行业产能过剩严重，新建水泥生产线减少，整体来看，2015 年水泥企业债务负担较 2014 年底变动不大，仅小幅上升。（2）2014 年，利润总额表现为亏损的水泥发债企业 3 家，分别为冀东发展集团有限责任公司、唐山冀东水泥股份有限公司和新疆青松建材化工（集团）股份有限公司；2015 年 1~9 月，虽然煤炭成本压力进一步减缓，但受水泥产量和价格同比下滑以及增值税退税政策变动影响，大部分企业利润总额占 2014 年全年比重大幅下降，均未超过 75%，且 2014 年利润总额亏损的 3 家企业在 2015 年前三季度亏损加剧，同时，2015 年 1~9 月，利润总额亏损企业新增新疆天山水泥股份有限公司、吉林亚泰（集团）股份有限公司、四川双马水泥股份有限公司和山东山水水泥集团有限公司，其中，山东山水水泥集团有限公司 2014 年时主体长期信用等级为 AA+，2015 年以来由于山水水泥控制权纷争导致其业务和财务风险增加，流动性风险骤增，各类债务不能如期兑付的风险极大，中诚信国际不断下调其主体长期信用等级，2015 年 11 月 11 日，将其下调至 CC，2015 年 11 月 12 日到期的“15 山水 SCP001”未能按期足额偿付，成为水泥行业首家债券违约的企业，此事件或将导致金融机构对产能本已严重过剩的水泥企业信贷收紧，并影响水泥企业发债等直接融资，目前部分水泥企业短期债务占比较

大，依赖短期融资现象严重，应严防资金链断裂等流动性风险；此外，剔除股票以及其他资产的公允价值变动收益和投资收益影响，部分水泥企业主营业务亏损将更为严重。（3）受近年来水泥生产线在建项目减少影响，水泥发债企业对流动资金需求增加，带动流动负债规模上升，流动比率多处于 100%以下的低位水平；截至 2015 年 9 月底，主体长期信用等级为 AAA 的企业流动比率较 2014 年底变动不大，其他级别企业总体呈现小幅下降趋势；同时，2015 年 1~9 月，除 AA 级别企业经营活动现金净流量均值较 2014 年变动较小外，其他级别企业均较 2014 年显著下滑，但 AA 级别企业经营活动净现金流均值近两年一直处于较低水平，仅超过 3 亿元，显示各级别水泥发债企业经营活动压力增大，经营活动现金流对短期债务的覆盖程度降低，水泥发债企业短期偿债能力整体较弱。从长期偿债能力来看，2015 年以来，水泥行业内发债企业均处于微利或亏损状态，且有息债务规模总体呈现增长趋势，整体偿债能力有所弱化；（4）政府推出的环保政策、标准逐渐升高以及错峰生产政策的逐步常态化将造成水泥企业未来资金需求加大、产能利用率下降，其偿债压力存在进一步上升的可能。

表 4 2015 年 1~9 月水泥发债企业财务情况（单位：亿元、%）

主体级别	发债企业	2015 年 1~9 月 利润总额	占 2014 年利 润总额比重	EBITDA	流动比率
AAA	南方水泥有限公司	6.37	17.51	30.92	56.76
	中国中材股份有限公司	10.39	50.27	24.23	82.60
	中国中材集团有限公司	12.06	65.42	12.37	89.19
	中国建材股份有限公司	24.48	21.19	105.10	56.91
AA ⁺	冀东发展集团有限责任公司	-13.90	897.14	1.98	64.03
	唐山冀东水泥股份有限公司	-9.79	546.31	0.92	49.97
	中国联合水泥集团有限公司	0.95	3.69	20.98	62.62
	华新水泥股份有限公司	3.19	15.99	8.42	71.24
	红狮控股集团有限公司	7.52	36.58	17.33	73.87
	北京金隅股份有限公司	16.62	43.71	26.25	133.18
	西南水泥有限公司	1.95	8.48	21.36	31.48
AA	天瑞集团水泥有限公司	4.02	52.10	15.75	110.51
	新疆天山水泥股份有限公司	-4.25	-134.86	0.34	46.64
	中材水泥有限责任公司	2.10	39.38	3.74	36.49
	吉林亚泰（集团）股份有限公司	-0.87	-23.73	9.25	91.85

	四川峨胜水泥集团股份有限公司	1.95	40.57	2.30	165.98
	甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	0.72	10.36	2.72	77.82
	宁夏建材集团股份有限公司	0.74	16.97	1.57	94.67
	四川双马水泥股份有限公司	-0.86	-41.80	-0.14	45.32
	北方水泥有限公司	1.33	13.48	9.57	42.07
	尧柏特种水泥集团有限公司	1.66	44.29	2.74	110.15
	新疆青松建材化工（集团）股份有限公司	-4.24	422.05	-2.23	72.56
CC	山东山水水泥集团有限公司	-6.27	-51.61	-1.47	58.29

资料来源：联合资信整理

注：1.上表中各指标系根据各类级别发债企业算数平均值计算而得；同等级各企业的排名不分先后；

2.公司 EBITDA 由 Wind 资讯披露数据计算，与公司实际 EBITDA 存在一定误差。

表 4 中部分异常指标释疑：（1）2015 年 1~9 月，中建材 EBITDA 为 105.10 亿元，显著大于其他 AAA 等级水泥发债企业，主要系中建材水泥生产线产能规模较大，每年固定资产折旧及费用化利息支出较多所致；（2）2015 年 1~9 月，冀东发展集团和冀东水泥利润总额占 2014 年比重分别为 897.14%和 546.31%，显著大于其他 AA+等级水泥发债企业，主要由于 2014 年二者利润总额已为负值，分别为-1.55 亿元和-1.79 亿元，而 2015 年 1~9 月，二者亏损幅度加大，利润总额分别为-13.90 亿元和-9.79 亿元，新疆青松建材化工（集团）股份有限公司情况类似；而其他水泥发债企业财务表现一般为 2014 年利润总额尚未出现亏损，而 2015 年以来利润总额开始逐渐减少或逐步表现为亏损（例如：新疆天山水泥股份有限公司）。

总体来看，2015 年以来，水泥行业新建生产线减少，中国水泥发债企业债务负担较 2014 年底变动不大，但流动负债占比上升，短期偿债压力增大，且山水水泥债券违约凸显水泥行业流动性压力；虽然煤炭价格的持续下行使成本端压力缓解，水泥行业需求同比下滑及增值税退税政策改革导致企业利润总额大幅下降，考虑到非付现的折旧成本，经营活动仍可表现为净流入，但公司利润和现金流对债务保障能力弱化。考虑到水泥行业产能过剩问题仍较为严峻、区域竞争较为激烈、负债水平高位运行、偿债能力仍有待改善等因素，行业整体信用品质差。

六、行业展望

展望 2016 年水泥行业，从行业需求来看，2015 年以来，“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、地下综合管廊建设和改造等利好政策频出，但其投资落地仍存在一定的滞后性，基建项目投资进展慢于预期，对水泥行业支撑作用低于预期，部分区域水泥价格在 2015 年 9、10 月份虽然呈现小幅上涨，但属于区域季节性需求上升及行业自律引致的补涨；此外，尽管 2015 年以来央行货币宽松政策较为宽松，但房地产投资增速在快速下行通道中，三、四线城市库存高企、去化缓慢、分化严重。总体来看，水泥行业需求基本面显著性改善仍有待时日。

从行业供给来看，2015 年西南、内蒙、江西等地已投产部分产能，加之 2015 年水泥企业盈利普遍下滑态势显著，部分企业推迟、放缓在建产能施工进度，2016 年新增产能同比增速将保持继续下滑；即使新增产能减少，目前水泥企业自身盈利下滑、债务负担较重、产能利用率严重不足，难以出现大规模的并购重组来消化过剩产能；而在 2015 年 11 月 10 日的中央财经领导小组会议上，习近平总书记表示“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率”，这是中央首度提出供给侧改革的概念，意味着在外需不足、内需潜力和空间有限的情况下，今后经济发展的着力点将从原本的重需求逐步转变为供给需求共同发力，未来中国经济将更加注重效益质量，转变经济发展模式。对于水泥行业，引导过剩产能供给侧减量和加大供给侧结构性调整或会成为供给侧改革的着力点，其一，产能供给侧减量方面，中国一直致力于淘汰水泥行业落后产能，严控新增产能，近年来着重进行落后产能的等量或减量置换，中小落后产能虽得到逐步淘汰，但由于目前大型水泥企业自身经营压力较大，大规模的并购潮难以迅速出现，大型水泥企业水泥产能过剩现象仍较为严重；其二，供给侧结构性调整方面，或会逐步侧重于取消 32.5 标号水泥，取消 32.5 标号水泥将减少外卖至粉磨站的熟料，因此间接地限制了来自水泥粉磨站的水泥产量，且 42.5 水泥所用熟料占比较高，低标号水泥的取消将可压缩熟料产能，同时，国家新出台的增值税退税政策改革，也意在鼓励高标号水泥生产。总体来看，水泥产品改革或会成为供给侧改革的着力点，然而，中国水泥产量中 32.5 强度等级复合硅酸盐水泥约占 50%，对水泥企业

收入及利润贡献较大，且广泛应用于农村水泥市场，取消 32.5 复合水泥历程将较为漫长。

从水泥企业财务表现及融资环境来看，部分水泥企业 2015 年亏损已开始逐步蚕食未分配利润，甚至少许企业未分配利润已为负值；虽然水泥企业现金流目前仍为正值，但布局的下游混凝土板块应收账款严重，收入实现质量较差；部分水泥企业短期债务占比较高，靠自身经营活动现金流难以实现正常周转，对外部融资需求较高，随着山水水泥信用债违约事件爆发，部分企业资金链断裂风险增大。

总体来看，预计中国水泥行业短期内仍整体将继续处于下行周期，企业经营风险加大；但由于行业区域性较强，区域供需形势呈现明显差异，进而对不同区域的水泥企业经营效益影响程度不同，行业内南北区域分化现象严重。水泥行业的长期发展取决于行业去产能化的力度和推进速度，整体来看，水泥行业信用风险有所分化且态势愈加显著。受益于区域内基础设施建设加速推进、较好地执行限产保价及平滑盈利曲线的企业，能够在行业景气度低迷周期中保持相对稳健的经营态势；而区域竞争激烈，价格持续低迷，且受环保成本上升压力影响大的企业，盈利前景堪忧，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。