

2017年水泥行业信用回顾与展望

联合资信评估有限公司 王兴萍

2017 年 11 月 9 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱: lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

2017 年水泥行业信用回顾与展望

水泥行业具有明显的季节性和区域性特征，且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。总体来看，2017 年以来，基建和房地产投资增速同比稳定中有所放缓，但得益于行业自律的良好推进、环保督查政策及原材料价格的支撑，水泥价格整体呈上涨趋势，行业整体景气度回升。

一、 2017 年前三季度行业运行情况

行业需求

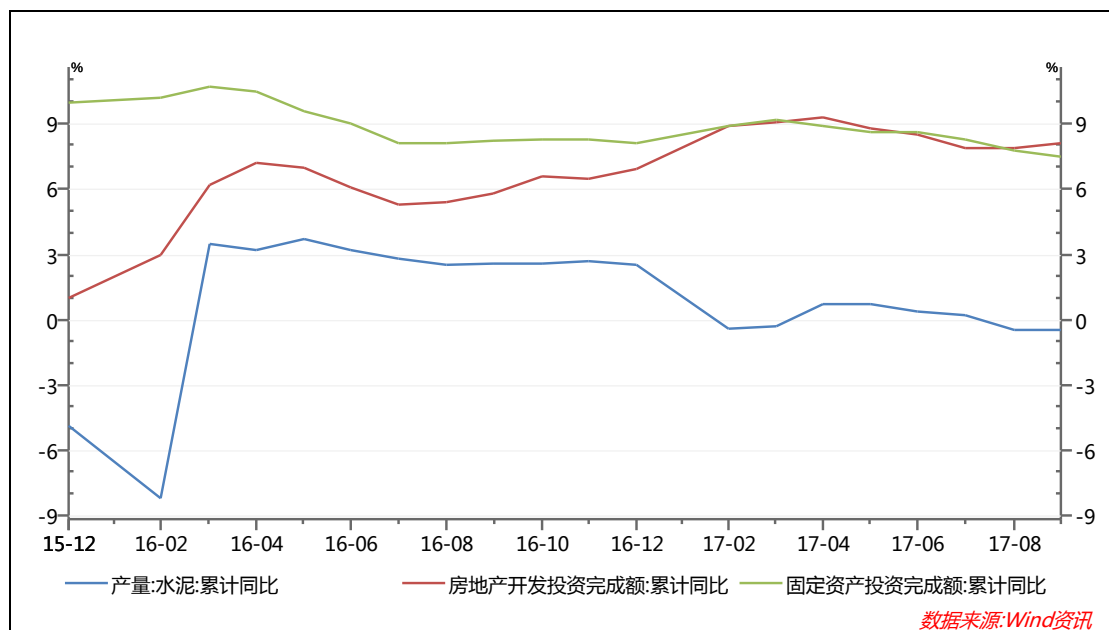
从中国水泥的下游消费需求结构来看，基础设施建设和房地产开发投资是拉动水泥需求增长的主导力量，其投资情况决定了水泥需求总量，其变动情况决定了水泥需求的变动情况。

近年来，在经济增速下行压力较大的背景下，中国固定资产投资增速持续下滑，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的基础设施建设投资逐渐成为水泥需求的支撑行业，而房地产行业则是水泥需求变动的重要驱动因素。

2017 年以来，基础设施建设和房地产开发投资的增速稳定中略有放缓。2017 年前三季度，基础设施建设投资 9.97 万亿元，同比增长 19.8%，增速较上年同期提高 0.4 个百分点；房地产开发投资 8.06 万亿元，同比增长 8.1%，但考虑到房地产开发投资增长受土地成交价格影响大，房地产开发投资对建筑水泥需求拉动实际上有所减弱。从需求端来看，2017 年 1~9 月，中国水泥销售量 17.30 亿吨，同比增长 0.61%，呈弱增长趋势。

图1 2016年以来中国固定资产投资、房地产开发投资及水泥产量累计同比情况

(单位: %)



行业供给

近年来, 尽管水泥行业面临国家严格限制新增产能、行业盈利下滑以及环保政策趋紧等情况, 全国整体产能仍呈增加趋势, 但增速逐年下降。

2016 年, 水泥行业整体产量呈弱增长趋势, 同比增长 2.34%。2017 年前三季度, 水泥行业总产量为 17.61 亿吨, 同比下降 0.23%。从各区域市场来看, 相较 2016 年大部分地区呈增长趋势, 2017 年 1~9 月除需求相对旺盛的华东和中南地区略有增长外, 其余地区水泥产量全部呈下降趋势, 其中东北和华北地区产量下降幅度最大, 降幅分别达到了 7.62%和 13.09%; 水泥产量权重最大的华东和中南地区也仅呈现弱增长, 涨幅分别为 2.75%和 2.32%。

表 1 2016 年以来水泥产量区域分布情况

(单位: 万吨, %)

区域	2016 年			2017 年 1-9 月		
	水泥产量	同比增速	占比	水泥产量	同比增速	占比
华北	21052	6.45	8.76	14270	-13.09	8.10
东北	10647	-4.50	4.43	8056	-7.62	4.57

华东	76280	1.47	31.74	56420	2.75	32.03
中南	68646	2.09	28.57	50529	2.32	28.69
西南	43696	7.83	18.18	31730	-0.47	18.02
西北	19974	-4.57	8.31	15118	-0.67	8.58
全国	240295	2.34	100.00	176124	-0.23	100.00

资料来源：Wind 资讯、联合资信整理

注：合并差异主要系四舍五入导致。

从环保政策方面来看，今年 3 月，中央层面出台“2+26”城市限产政策总纲之后，环保督查逐渐在全国范围铺开，力度空前。环保政策对水泥行业的影响体现在供需两个方面。目前多个省市陆续出台错峰生产方案，较以往相比，作为最严治霾季，此轮错峰生产范围更大、时间更长、执行力度有望更大，将进一步影响水泥企业供需格局。从时间上来看，此轮停窑时间延长至四个月，部分省市的限产措施也更为严格，水泥企业采暖季全面限产，水泥粉站在重污染天气预警期间实施停产，整体市场供应偏紧。从环保对需求端影响来看，近期北方地区受天气迅速转冷以及环保政策对土石方作业要求停工等因素影响，水泥需求亦将有所下滑。限产政策将使得局部地区受到一定影响，出现价格波动，但总体来说，水泥市场供需仍处在一个相对平衡的状态。

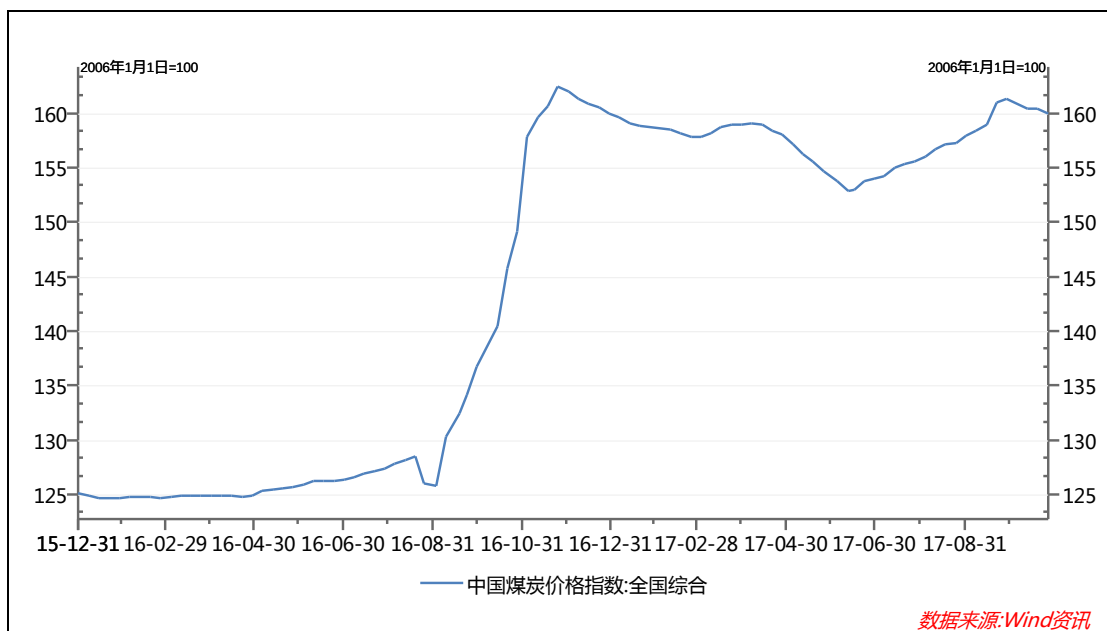
总体来看，虽然近几年水泥产能过快增长得到抑制，水泥行业新增产能不断下滑，但供给端产能继续增长，需求端同比增速有所放缓，供需矛盾的化解短期内仍然依赖于水泥企业的主动限产。

上游原材料

煤炭价格对水泥生产成本影响较大，煤价的上升大部分会转嫁到水泥价格上，但会有一定时间上的滞后，单线产能规模较高企业成本优势也更加凸显，煤价上升带来的成本上升幅度较小，而中小规模企业则面临一定的成本压力。根据近年来中国煤炭价格指数，2016 年 8 月以来，受煤炭行业去产能影响，供应量减少，同时下游需求仍具备一定支撑作用，导致煤炭价格快速上涨。2017 年煤炭价格出现缓慢下调，6 月份价格再次回升。整体看，2017 年 1~9 月，煤炭价格处于高位震荡调整区间。煤价高位运行对水泥价格形成一定支撑。

石灰石方面，水泥发债企业一般都具备自有矿山，石灰石价格波动对其影响不是很大。

图 2 2016 年以来中国煤炭价格指数



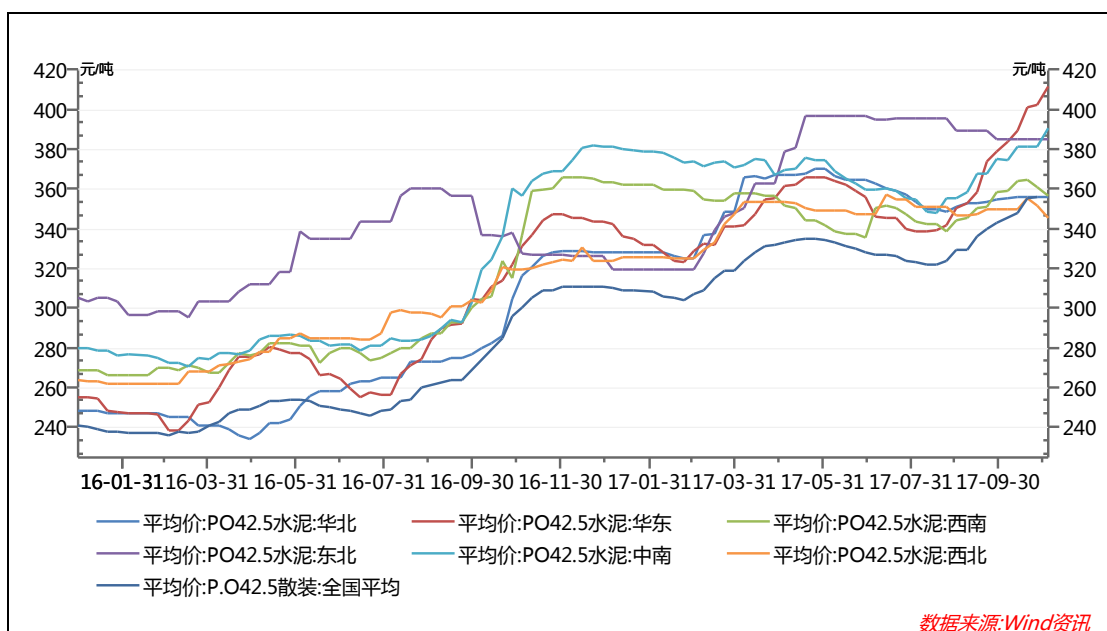
资料来源: Wind资讯

水泥价格

水泥销售存在明显的区域性特征，区域间水泥价格差异较大，水泥价格主要由区域供需关系和生产成本决定。在产能过剩和需求相对不足的形势下，2013 年以来水泥价格快速下行，2016 年一季度末跌至近年最低点，二季度后受益于房地产和基建投资支撑以及行业自律良好推进，水泥价格开始震荡回升，尤其是 2016 年下半年以来煤炭价格大幅上调，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。

图 3 2016 年以来全国与区域 P.O. 42.5 水泥均价走势

(单位: 元/吨)



数据来源: Wind资讯

资料来源: Wind资讯

进入 2017 年，尽管水泥行业需求端增速稳定中有所放缓，但得益于水泥企业抵制恶性低价竞争意识的增强，维持了良好的行业自律管控，水泥价格延续了 2016 年的上涨趋势继续走强。以全国散装 P.O.42.5 水泥均价的变动趋势为例，2017 年 1~2 月受行业淡季影响水泥价格呈小幅下行走势；进入 3 月之后，随需求与生产恢复，南北方水泥价格开始陆续上涨；6~7 月，受南方多地区进入持续降雨季节影响，水泥需求疲弱，水泥价格走低；8~9 月受市场需求回暖影响，南方水泥价格涨势良好；10 月份以后，随着北方错峰停窑生产期临近、原材料成本和物流成本的支撑，水泥价格全面上涨。

分区域来看，2017 年 1~9 月，华北地区水泥价格变动与全国水泥价格变动趋势基本一致，但均价高于全国水泥均价，从需求端来看，受累于环保高压政策，下游工程停工，区域需求相对较弱，尽管 2017 年冬季限产力度超过去年，金隅股份、冀东水泥重组后市场秩序得到明显改善，但需求端疲弱拖累水泥企业盈利水平的回升。从长期来看，京津冀一体化持续推进、雄安新区设立等利好因素有望为华北地区带来大量的水泥需求。东北地区水泥市场相对需求疲弱，但价格仍处于全国高位。一季度受施工淡季影响，价格出现小幅下滑；3 月开始回调，5 月提升至阶段高点，下半年价格稳中略有下降。华东地区整体市场需求略有增长，从价格走势来看，一季度受传统淡季影响，水泥价格有所回落，3 月中旬开始持续上调，6 月初达阶段高点，随后受天气和水泥企业集中复产影响有所回落，8 月份以后进入销售旺季，价格一路上涨。中南和西南地区水泥价格整体表现较为平稳，其中中南地区二季度受累于海南省水泥价格的大幅下降，整体水泥价格出现下降。8 月份以来市场需求表现良好，价格不断上调。西北地区水泥价格延续了去年的上涨趋势，主要得益于错峰生产及行业自律的有序推动作用；从价格走势来看，1~5 月，水泥价格持续上涨，6 月份以后呈现高位小幅震荡。

行业竞争与合作

在行业景气度低迷、水泥企业效益普遍下滑的背景下，水泥企业抵制恶性低价竞争的意识增强，行业整合和协同已成为大型水泥企业的共识。2016 年国务院办公厅 34 号文件和中国水泥协会提交的关于水泥大产业产能互换政策建议中也均提出行业集中度目标，即到 2020 年水泥熟料产量排名前 10 家企业的生产集中度要达到 60%，省区内 70%以上市场集中至 2~3 家企业，省区内的地级或片区市场前 2 家市场集中度将超过 80%。目前多数省份尚未能够达到这一集中度目标，但 2016 年以来，水泥产业大整合的序幕已经拉开，主要体现在自律合作、并购重组、交叉持股等方面。

2016 年以来中国水泥行业内多家大型企业发生并购重组：（1）2016 年 5 月金隅股份通过对冀东集团增资扩股及收购股权，实现对冀东集团和冀东水泥的控股，未来金隅股份计划以通过冀东水泥发行股份及支付现金购买资产的方式实现对冀东水泥的直接控股，两家水泥企业重组后，在京津冀地区产能占比

约为 50%，对于华北区域低价恶性竞争、市场秩序混乱的市场状况有明显的改善作用。（2）2016 年 8 月，中建材集团与中材集团宣布实施重组，中材集团无偿划转进入中建材集团。2017 年 9 月，中建材集团下属上市公司中建材股份与中材集团下属上市公司中材股份出台重组方案，中建材股份吸收合并中材股份，至此，中建材集团水泥业务的整合基本完成。两大集团在水泥业务重合区域较小，合并对降低总体同业竞争的程度有限，合并后有助于新的中建材集团实现产能的全国布局。

表 2 2015~2016 年全国水泥产能前 10 家企业排名

排名	2016年		2015年	
	企业名称	水泥产能（万吨/年）	企业名称	水泥产能（万吨/年）
1	中建材集团	40900.00	中建材集团	40700.00
2	海螺水泥	31300.00	海螺水泥	29000.00
3	金隅股份	17000.00	冀东水泥	12500.00
4	中建材股份	11134.00	中建材股份	11194.00
5	山水水泥	10176.00	山水水泥	10676.00
6	华新水泥	8690.00	华新水泥	7090.00
7	华润水泥	8130.00	华润水泥	7930.00
8	红狮控股	6010.00	红狮控股	5810.00
9	台泥国际	5864.20	台泥国际	5706.00
10	天瑞水泥	5080.00	天瑞水泥	5030.00
合计		144284.20		135636.00

资料来源：中国水泥网、中国水泥研究院

根据 2016 年前 10 家水泥企业的产能规模增长情况，除了中建材股份、山水水泥之外，其余企业水泥产能均有不同程度的增加，金隅股份、华新水泥同比增速位居前列。金隅股份产能规模实现翻倍式扩张，主要是并购了冀东水泥所致；华新水泥的产能扩张主要通过收购生产线；海螺水泥产能的增加主要来自新的水泥项目投产和生产线的收购。

从水泥行业竞争合作现状来看，行业集中度逐步提高已成为趋势，大型水泥企业行业协同合作意识更高，未来水泥行业竞争秩序有望继续保持良性的发展方向。

总体来看，2017 年以来，尽管水泥行业需求端同比涨幅不大，但在行业自律的良好推进、环保督查及原燃料成本助推等因素的共同作用下，水泥价格保持上涨态势。水泥行业运行环境持续改善，行业景气度持续回升。

二、 2017 年水泥发债企业信用状况及信用等级迁移情况

根据联合资信整理的样本，截至 2017 年 9 月底，具备有效主体信用等级的水泥发债企业共 21 家。

从主体长期信用等级分布情况来看，水泥企业信用等级主要集中在 AA~AAA 的区间，其中 AAA 企业 7 家，AA⁺企业 6 家，AA 企业 7 家，AA⁻企业 1 家。21 家水泥企业中 6 家企业具多评级结果，除冀东集团被不同评级机构评定了 AA/稳定和 AA/负面两种评级结果外，其他企业均获得了相同的评级结果。从发债企业性质来看，10 家为央企及其下属企业，7 家为地方国有企业，2 家民营企业，2 家外资企业。主体长期信用级别为 AAA 的水泥发行人全部为国企，以央企为主；AA⁺的水泥发行人除华新水泥和天瑞水泥为外资企业、以及红狮控股为民营企业外，其他均为国有企业，大多在各自业务区域内规模实力较强，技术水平先进。

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、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，经营规模大的企业在产业链完整度、产能规模、区域市场占有率、技术研发实力等方面具备一定的竞争优势，企业自身具有较强的抗风险能力。因此，从现有的水泥发债企业样本来看，水泥企业主体信用等级与企业自身的产能、产量、资产规模和收入规模等指标具有很强的正相关性。AAA 级别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（如塑料型材、轻质建材、玻璃纤维和复合材料等）方面实力也很强。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，涉及商品混凝土及砂石骨料等业务板块，纵向产业链综合竞争实力强。

表 3 2017 年三季度各级别水泥发债企业主要指标均值对比情况

(单位: 家, 万吨/年, 亿元, %)

级别	家数	产能	资产	权益	营业收入	利润总额	经营活动现金流入量	经营活动现金流量净额	资产负债率	营业利润率
AAA	7	19220	1547.82	520.71	470.34	49.84	548.36	29.66	61.53	26.35
AA ⁺	5	9252	531.12	132.63	150.12	9.09	155.09	18.52	70.49	25.66
AA	7	3999	232.51	82.33	65.77	5.17	69.61	11.29	53.15	26.67
AA ⁻	1	2090	99.71	40.75	15.71	-0.42	15.32	2.96	59.13	17.35

资料来源: Wind 资讯, 联合资信整理

注: 产能数据为 2016 年年末数; 天瑞水泥未公布 2017 年三季报, 上述指标不包含该企业数据; 华润水泥未公布 2017 年三季度现金流量表, 现金流指标均值计算中剔除该企业数据。

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建材股份下属企业, 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, 华中和华东也具有一定市场份额; 海螺集团水泥产能覆盖全国大部分地区, 其中在中部和东部以及西南地区区位优势明显, 并参股多家大型水泥企业; 冀东水泥与金隅股份重组后, 在华北地区市场具有绝对优势; 华新水泥与拉法基瑞安重组后, 不仅仍为湖北市场龙头, 市场区域还拓展到了重庆、云南等省份; 吉林亚泰为东北地区最大水泥生产企业; 天瑞水泥在河南和辽宁市场占有率较高; 红狮控股在南部省份市场占有率高; 尧柏水泥、四川峨胜、江西万年青、金圆水泥、新疆青松建材也均为各自省内大型生产企业。

从信用等级迁移情况来看, 2017 年 1~9 月, 水泥行业级别和展望调整企业共计 5 家, 其中级别上调 1 家, 级别下调 1 家, 展望调整 3 家。其中金隅股份、冀东水泥和冀东集团股权重组事项完成后, 金隅股份、冀东水泥和冀东集团在华北地区的市场控制力进一步增强, 金隅股份由 AA⁺上调为 AAA, 冀东水泥和冀东集团评级展望均调整为稳定; 级别下调 1 家为青松建材, 由 AA 下调为 AA⁻, 并列入信用评级观察名单, 主要系青松建材经营持续亏损, 对其自有资本造成侵蚀, 同时面临一定的退市风险。亚泰集团评级展望由负面调整为稳定, 主要系亚泰集团多板块经营不断完善, 医药、金融板块保持较强的盈利能力, 非公开发行股票成功提升了资本实力。

表 4 2017 年 1~9 月水泥行业级别和展望调整情况

发行人	原级别	原展望	调整后级别	调整后展望	调整日期	上调/下调	调整评级机构
冀东发展集团有限责任公司	AA	列入信用评级观察名单	AA	稳定	2017 年 7 月	--	联合资信
唐山冀东水泥股份有限公司	AA+	列入信用评级观察名单	AA+	稳定	2017 年 5 月	--	联合资信
唐山冀东水泥股份有限公司	AA+	负面	AA+	稳定	2017 年 5 月	上调展望	大公国际
吉林亚泰（集团）股份有限公司	AA	负面	AA	稳定	2017 年 7 月	上调展望	中诚信国际
新疆青松建材化工（集团）股份有限公司	AA	稳定	AA-	稳定	2017 年 6 月	下调	中诚信证评
金隅股份有限公司	AA+	稳定	AAA	稳定	2017 年 4 月	上调	大公国际

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

从财务表现来看，根据各家水泥发债企业公布的 2017 年三季报情况，除天瑞水泥未公布 2017 年三季报，以及新疆青松建材亏损面持续扩大以外，其他水泥发债企业营业收入和利润总额均较上年同期大幅提升，盈利水平明显改善。其中中建材股份、中联水泥、华新水泥、冀东水泥、尧柏水泥等 5 家企业利润总额同比涨幅均超过 2 倍，华润水泥、中材集团、南方水泥、中材股份、祁连山水泥、中材水泥、宁夏建材等 7 家企业利润总额同比涨幅均超过 1 倍，冀东集团同比扭亏为盈。根据数字水泥网统计数据，2017 年 1~9 月，水泥行业整体实现收入 7206 亿元，同比增长 19.94%，实现利润 579 亿元，同比增长 137%。利润水平位居历史第二位。

表 5 2017 年前三季度水泥发债企业盈利同比变动情况

（单位：万元）

级别	发行人中文名称	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长
AAA	华润水泥控股有限公司	2058887.90	16.40%	351212.00	173.40%
	中国建材股份有限公司	8846748.16	25.80%	554253.22	225.98%
	中国中材集团有限公司	5480686.87	10.42%	371031.31	146.49%
	北京金隅股份有限公司	4612634.20	41.17%	397481.31	28.33%

	安徽海螺水泥股份有限公司	5003862.60	31.86%	1333567.67	66.54%
	南方水泥有限公司	2858417.14	22.89%	133508.75	178.59%
	中国中材股份有限公司	4062647.55	15.06%	347634.41	136.12%
AA ⁺	中国联合水泥集团有限公司	2134309.98	40.89%	75989.60	2074.23%
	红狮控股集团有限公司	1221944.64	38.78%	121619.73	33.98%
	西南水泥有限公司	1575355.12	18.19%	58461.61	85.88%
	华新水泥股份有限公司	1434989.15	56.60%	141222.30	339.21%
	唐山冀东水泥股份有限公司	1139329.08	25.53%	56988.22	207.96%
AA	吉林亚泰(集团)股份有限公司	828359.44	2.07%	30616.43	75.87%
	尧柏特种水泥集团有限公司	330001.06	30.40%	61999.58	235.80%
	甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	462799.11	21.99%	70821.96	188.98%
	冀东发展集团有限责任公司	1676367.66	29.29%	45582.08	--
	中材水泥有限责任公司	501190.64	24.03%	55092.96	176.37%
	江西万年青水泥股份有限公司	461505.62	24.30%	59289.17	68.57%
	宁夏建材集团股份有限公司	343806.79	27.48%	38640.09	155.31%
AA ⁻	新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	157090.46	7.47%	-4226.74	-84.97%

资料来源: Wind 资讯, 联合资信整理

注: 以上各级别企业排名不分先后。

总体来看, 2017 年以来, 得益于水泥价格的多轮上涨, 水泥发债企业的盈利状况明显提升, 同时区域企业的信用品质分化更加显著, 主导企业能够继续保持稳健的经营态势, 而需求相对疲弱地区水泥企业盈利水平的提升仍依赖于水泥价格的持续上涨, 以及多元化业务的良好发展。总体看, 水泥发债企业信用品质有所改善。

三、 信用展望

短期来看，行业需求方面，国内外经济环境依然复杂严峻，基建和房地产投资增速已经趋缓，市场需求不振的压力仍在。行业供给方面，行业产能仍呈现总体增长，新增产能增速下滑的趋势，产能与产量的控制仍有赖于错峰生产、行业自律的持续推进及环保督查等因素的共同作用。另外，考虑到水泥企业区域产能的整合以及原材料及物流成本的助推作用，水泥成本端支撑强。综合供需情况、行业竞合和上游原材料判断，水泥价格短期内或将继续稳步回升，水泥企业将保持一定的盈利空间，行业基本面将持续企稳回升。

综合考虑，联合资信认为水泥行业信用风险中等，信用展望为稳定。