

2019 年度水泥行业信用分析及展望

2019.12.26



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

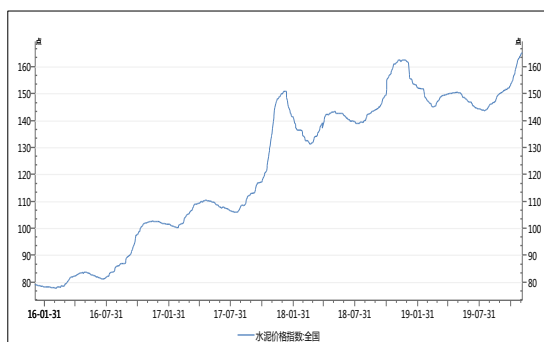
2019 年度水泥行业信用分析及展望

水泥行业组

一、2019 年度水泥行业运行概况

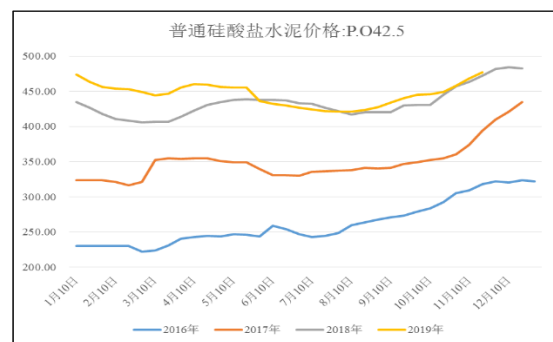
作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。2019 年，中国经济运行总体平稳，初步核算，前三季度中国国内生产总值 697798 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.2%，经济运行仍处于合理区间。2019 年，全国水泥建材市场呈现稳中有升的态势，景气度保持在较高水平，生产和效益保持增长。价格保持高位运行，2019 年前 11 月，全国 PO42.5 水泥平均价位达 445.67 元/吨，较上年同期上涨 16.60 元/吨，同比增长 3.87%；全国水泥价格指数保持在 143.00 点以上，进入 12 月后，水泥价格指数保持在 164 点以上。尽管产能过剩矛盾依然突出，但随着国家供给侧结构性改革的进一步深化，水泥生产企业积极落实错峰生产和环保限产，供需价格持续改善，行业总体收益保持温和增长趋势。2019 年 1—9 月，全国水泥行业实现营业收入 7199 亿元，同比增长 14.3%，比整个工业增速高 9.8 个百分点，利润总额 1318 亿元，同比增长 25.3%，比整个工业增速高 27.4 个百分点。

图 1 2016 年以来水泥价格指数（单位：点）



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2 普通硅酸盐水泥:P.O42.5（单位：元/吨）



数据来源：Wind，联合资信整理

从环保来看，水泥行业是中国传统的高耗能产业，其耗能达到了建材行业耗能的 75%，而建材行业作为仅次于冶金、化工的第三大耗能大户，占全国总能耗的 7% 左右。2019 年下半年，生态环境部发布了关于进一步深化生态环境监管服务推动经济高质量发展的意见，对水泥行业环保生产提出了更高要求，同时，新一轮中央生态环保督察将启

动，积极开展整治活动利于行业进一步提升规范，实现绿色可持续发展。

2016 年起，传统过剩行业“去产能”，成为供给侧改革五大重点任务之一。水泥等建材行业的“去产能”，行政力量主要体现在严控新增产能或减量置换方面。而存量过剩产能的淘汰，主要通过环保“控产量”、提高能耗和排放标准等市场化机制，倒逼行业自发“出清”。截至 2019 年 7 月底，根据中国水泥协会统计，水泥行业已经累计淘汰落后产能 7000 多万吨，同时随着环保督查启动及产业转移和退出等政策落地，产能新增情况得到了有效遏制，预计短期内行业供给将得到有效控制，行业运营压力将有所减轻。但由于国内水泥行业效益好转和产能置换政策出台，部分地方和企业又有了新增产能项目的投资冲动，导致无效产能死灰复燃，批小建大、重复置换等现象有所增加，对未来行业运营构成一定隐患。

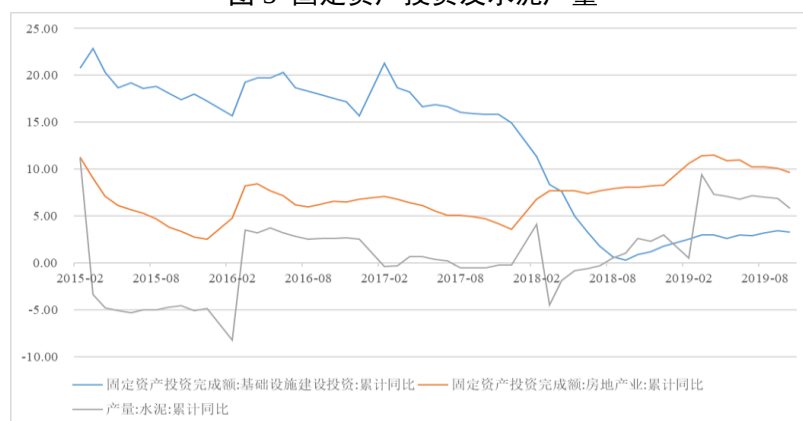
二、行业产业链情况分析

1. 需求

2019 年以来国内基建投资回稳，房地产开发投资保持较快增长，双重因素叠加促进水泥下游需求总体有所增长。

2019 年以来，基础设施建设投资结束了 2018 年以来快速下跌的态势，缓慢回暖，截至 2019 年 10 月，技术设施建设投资完成额累计同比增长 3.26%，较去年同期上升 2.34 个百分点；地产投资完成额整体高于 2018 年全年水平，但随着地产投资融资政策收紧及棚改热度下降，进入 2019 年四季度以来，累计增速有所下降，2019 年 10 月房地产投资累计增速为 9.60%。整体看，预计明年基建投资将持续保持温和的复苏态势，地产投资将保持相对稳定或小幅下滑，仍可以对水泥的需求形成较强支撑。

图 3 固定资产投资及水泥产量



数据来源：Wind，联合资信整理

2. 供给

环保工作力度仍较严峻，环保及错峰生产的力度将继续保持，作为控制水泥行业产能过剩的重要手段。

根据国务院发布的《关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》（以下简称《行动计划》）、中国建筑材料联合会发布的《打赢建材行业大气污染防治攻坚战实施方案》以及中国水泥协会发布的《水泥行业 2018—2020 年节能减排达标工作计划和实施方案》和《水泥行业打赢蓝天保卫战三年行动计划的实施方案》等文件的要求，2019 年以来，水泥行业严格控制新增产能，加快落后产能、无效产能的淘汰出局，特别是河北唐山地区等水泥主产区。近期北方部分省市陆续发布秋冬季错峰生产方案，水泥熟料生产企业及水泥粉磨站将参与错峰生产。

新增产能方面，据中国水泥协会初步统计，2019 年前三季度新投产熟料产能约 915 万吨，主要位于中南地区；产量方面，2019 年 1—10 月，水泥产量累计 19.07 亿吨，较上年同期增长 6.27%。在水泥和熟料产量创历史同期新高的同时，行业产能利用率有所提升，熟料产能利用率水平达到 71.0%，较去年同期提高 6.0 个百分点。

3. 行业格局

水泥行业在华东及南部地区无论产量及价格均仍处于前列，但 2019 年北部地区整体量价增幅加快。

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。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。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。

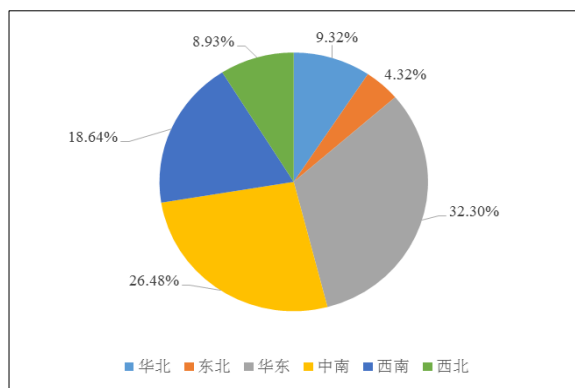
（1）华东、中南及西南区域水泥产量仍占比较大，但华北及东北地区增速加快。

从产量来看，2019 年 1—10 月，全国六大区域中，整体经济较为发达的华东、中南及西南地区水泥产量分别为 54473 万吨、44661 万吨和 31433 万吨，占比分别为 32.30%、26.48%和 18.64%；华北、西北及东北地区水泥产量分别为 15721 万吨、15060 万吨和 7286 万吨，占比分别为 9.32%、8.93%和 4.32%。

从增速来看，2019 年 1—10 月，全国六大区域中，除中南地区水泥产量小幅下降以

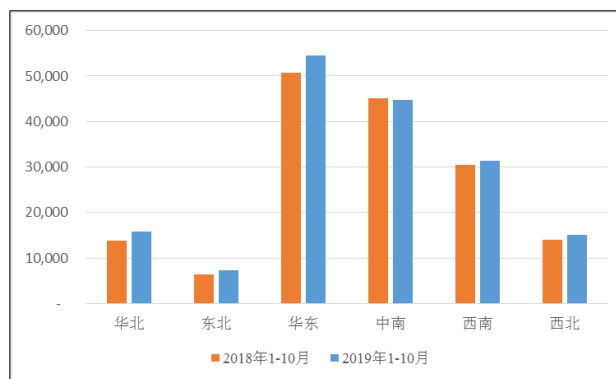
外，其他地区均有不同幅度上涨，总体看，北部区域增速快于南部地区。其中，华北、东北增速较快，分别为 13.61%和 13.65%；华东和西北地区增速次之，分别为 7.33%和 8.19%；西南地区小幅增长，为 3.16%。

图 4 2019 年 1—10 月全国各地区水泥产量占比情况（单位：%）



资料来源：Wind,联合资信整理

图 5 全国各地区水泥产量变化情况（单位：万吨）

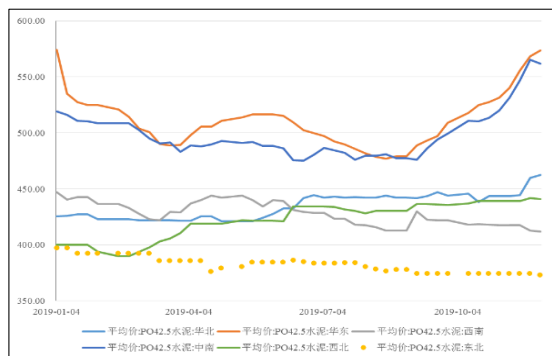


资料来源：Wind,联合资信整理

（2）华北地区水泥价格增速领跑全国，东北地区水泥价格逆市下滑。

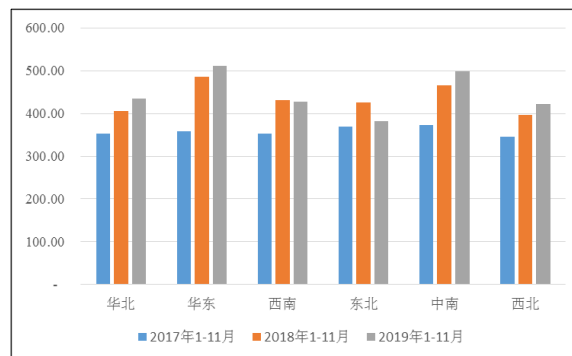
从价格来看，2019 年 1—11 月，各地区水泥市场价格表现差异较大。华东地区水泥价格在全国各大区域中位居首位，PO42.5 水泥均价为 510.98 元/吨，比 2018 年同期增长 5.08%。其次是中南地区，PO42.5 水泥均价 498.31 元/吨，比 2018 年同期增长 6.87%。华北地区水泥价格增幅全国最高，PO42.5 水泥均价为 434.80 元/吨，比 2018 年同期增长 7.23%。西北地区 PO42.5 水泥均价为 422.43 元/吨，比 2018 年同期增长 6.62%。西南地区水泥价格出现下滑，尤其是东北地区，PO42.5 水泥均价 382.56 元/吨，比 2018 年同期下降 9.95%，受区域基建投资低迷导致水泥需求相对不足影响，东北、西北地区水泥价格较其他地区偏低，水泥市场延续南强北弱格局。

图 6 2019 年以来各地区水泥价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind,联合资信整理

图 7 近三年各地区水泥市场价格对比（单位：元/吨）



资料来源：Wind,联合资信整理

4. 行业政策

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，2019 年主要是细节上的指导和优化，保持了政策的一贯性。

从行业政策来看，在《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41 号）以及《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号）的要求基础上，2019 年以来工信部、国家发改委以及中国建筑材料联合会等机构进一步完善了水泥行业去产能机制，建立了规范有序的产能减量置换机制，确立了全国总产能“天花板”，并配套实施了分省生产线清单制度和跨省置换听证会制度。

2019 年 1 月，工信部发布了《产业发展与转移指导目录（2018 年本）》（水泥篇），明确了北京市、河北省等引导不再承接水泥产业转移的省市，上海市等逐步退出水泥产业的省市以及西藏自治区等优先承接发展的产业，对各区域水泥产业转移有一定规范作用。

2019 年 4 月，国家发改委发布了《产业结构调整指导目录（2019 年本，征求意见稿）》。目录将部分水泥生产技术、装备和产品分为鼓励类、限制类和淘汰类，其中对干法中空窑（生产铝酸盐水泥等特种水泥除外）、水泥机立窑、立波尔窑、湿法窑，直径 3 米（不含）以下水泥粉磨设备（生产特种水泥除 108 外），无覆膜塑编水泥包装袋生产线等技术装备明确要求进行淘汰，有利于推动水泥行业高质量发展和优化升级，加快破除无效供给。同月，国家发改委、工信部和国家能源局联合发布了《关于做好 2019 年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行〔2019〕785 号），尽管通知内容主要针对钢铁、煤炭等化解产能过剩重点领域，但在产能置换、加快“僵尸企业”出清、资产债务处置等方面对水泥行业亦存在重要指导意义。

2019 年 5 月，国务院关税税则委员会发布了《关于对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率的公告》，宣布自 2019 年 6 月 1 日 0 时起，中国对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率。其中，对美实施加征 25% 关税商品清单中包括水泥熟料和矾土水泥，对美实施加征 20% 关税商品清单中包括通常用于制造石灰或水泥的钙质石，对美实施加征 10% 关税商品清单中包括白水泥；其他硅酸盐水泥；其他水凝水泥；耐火的水泥、灰泥、混凝土等耐火混合制品；其他水泥、灰泥及混凝土用添加剂。考虑到越南及泰国为 2019 年上半年中国水泥及水泥熟料的主要供应国，合计占比超过总进口量

的 70%，加征关税对中国水泥行业影响很小。

2019 年 6 月，中国建筑材料联合会发布了《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》（以下简称“实施方案”），明确提出要将打赢蓝天保卫战与水泥行业的供给侧结构性改革相结合，严格控制新增产能带来的排放总量，加快落后产能、无效产能的淘汰出局，压减过剩产能等，通过结构调整实现总量减排。实施方案在水泥行业大气污染防治攻坚总目标，2019 年去产能、淘汰落后目标和措施，2019 年结构调整目标和措施，2019 年技术改造升级目标和措施和 2019 年综合措施五个方面，提出了水泥行业单位产品能耗和污染物排放全面达标、单位产品能耗达到先进值的不低于 80%、其中达到国际领先水平的生产线比例达到 30%，2019 年实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7000 万吨，使全国平均产能利用率达到 70%以上，2019 年前十家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60%以上以及实现水泥产量 32.5 等级水泥产品占比降低到 50%以下等具体目标，并要求“第二代新型干法水泥技术”技术成果为基础，全面推进水泥行业技术改造。实施方案对于水泥行业淘汰落后产能，实现产业升级和节能减排相关措施做出了布置，为 2019 年水泥行业发展规划了方向。

三、水泥行业 2019 年信用风险回顾

1. 2019 年水泥企业债券发行及兑付情况

2019 年水泥企业发行人以高信用级别为主，在债券市场融资数量和规模均同比明显下降，水泥企业在债券市场融资呈净流出态势，但水泥行业无新增债券违约情况，债券融资信用度高。

2019 年货币政策维持稳健中性，资金面处于紧平衡态势。通过对 Wind 水泥企业分类数据整理，截至 2019 年 12 月 13 日，水泥企业 2019 年新增发行各类债券¹83 只，较 2018 年全年减少 17 只；发行规模为 864 亿元，较 2018 年全年下降 22.27%，从发行量到发行规模均呈下降态势。截至 2019 年 12 月 13 日，2019 年水泥企业总偿还量 968.92 亿元（含回售），同比增长 2.79%，净融资额-104.92 亿元，呈融资净流出态势，较 2018 年全年净融资流入 168.83 亿元大幅下降，主要系经营情况改善、融资需求减少所致。

2019 年以来，水泥行业未出现新增违约企业，目前水泥行业中违约企业仍为“山东山水水泥集团有限公司”一家，债券首次违约日期为 2015 年 11 月 12 日，目前山东山水

¹ 联合资信数据统计仅包括公司债、企业债、中期票据、短期融资券（超短融）、定向工具

水泥集团有限公司仍在逐步清偿债券本金中。

从发债主体发行时级别分布看，2019 年发行的 83 只信用债券对应的发债主体仅为 9 家，其中 8 家为 AAA 级，唯一的一家信用等级为 AA 的发债主体为“尧柏特种水泥集团有限公司”。

表 1 2019 年以来水泥行业新发行债券主体发行时级别情况

AAA	红狮控股集团有限公司
	唐山冀东水泥股份有限公司
	中国联合水泥集团有限公司
	北京金隅集团股份有限公司
	南方水泥有限公司
	西南水泥有限公司
	中国建材股份有限公司
	中国建材集团有限公司
AA	尧柏特种水泥集团有限公司

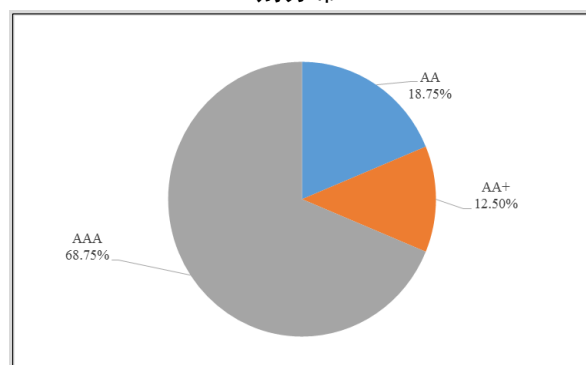
数据来源：Wind，联合资信整理

2. 水泥企业主体级别分布及级别迁徙

2019 年水泥企业信用等级调整家数较上年明显增加，以上调为主，存续信用债券中高级别的主体占比较高，说明水泥市场价格持续高位运行有效改善了水泥生产企业的经营，整体信用水平有所提升。

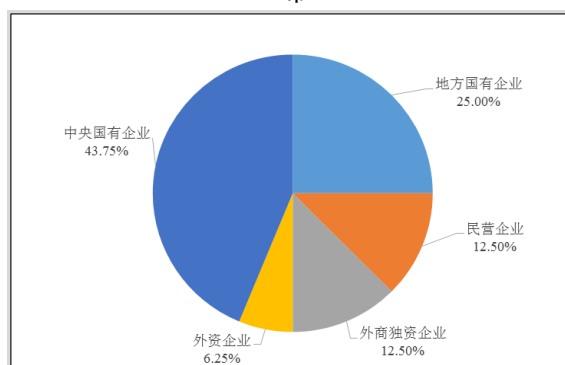
截至 2019 年 12 月 13 日，Wind 水泥行业存续债券共 150 只，债券余额合计 1845.68 亿元，涉及发债企业共 16 家。从发债企业最新信用水平来看，级别分布于 AA（3 家）、AA+（2 家）和 AAA（11 家）。按照发行人实际控制人性性质划分，水泥发债企业以中央国有企业（4 家）和地方国有企业（7 家）为主。

图 8 截至 2019 年 12 月 13 日水泥企业主体级别分布



数据来源：Wind，联合资信整理

图 9 截至 2019 年 12 月 13 日水泥企业所有权性质分布



数据来源：Wind，联合资信整理

从存续债券余额来看，存续规模居前三位的水泥企业有中国建材股份有限公司（690.64 亿元）、北京金隅集团股份有限公司（442.13 亿元）和南方水泥有限公司（122.00 亿元）。

AA 存续债券余额为 56.77 亿元，其中存续债券余额较大的为吉林亚泰(集团)股份有限公司（33.50 亿元），需关注该主体债券到期分布和集中兑付压力。

表 2 截至 2019 年 12 月 13 日 Wind 分类下 AA 水泥行业存续债券余额情况

主体名称	债券余额（亿元）
吉林亚泰(集团)股份有限公司	33.50
天瑞集团股份有限公司	35.03
尧柏特种水泥集团有限公司	5.00
合计	73.53

数据来源：Wind，联合资信整理

2019 年以来，主体级别调整的水泥企业共 6 家，均为级别上调的企业，上年同期为 1 家，上调的原因主要包括：水泥销售价格持续上涨推升公司盈利能力、产能规模扩大、公司经营获现能力增强以及债务规模下降等。此外，2019 年以来，冀东发展集团有限责任公司主体评级展望由稳定调整为正面，调整理由主要为资产重组实施提升了公司水泥业务经营实力及规模优势等。同期，水泥企业无主体级别下调的情况。

表 3 2019 年以来水泥企业主体信用评级变动情况

发行人	评级机构	评级日期	调整后 主体级 别	调整 后展 望	调整前 主体评 级	调整 前展 望	主要调级理由
主体评级调高企业							
中国联合水泥集团有限公司	联合资信	2019/6/21	AAA	稳定	AA+	稳定	水泥行业基本面稳定，价格持续上涨，公司盈利能力持续大幅提升；骨料业务有望成为公司未来新的业绩增长点。
中材水泥有限责任公司	中诚信国际	2019/7/12	AA+	稳定	AA	稳定	公司区域竞争力进一步增强，水泥销售价格大幅上涨是收入及利润水平显著提升。公司债务规模降低，资本结构不断优化以及备用流动性充足。
唐山冀东水泥股份有限公司	联合资信	2019/6/6	AAA	稳定	AA+	正面	公司与北京金隅集团股份有限公司组建金隅冀东水泥（唐山）有限责任公司，使得公司对华北地区水泥行业话语权和市場控制力明显增强。
江西万年青水泥股份有限公司	中证鹏远	2019/5/23	AA+	稳定	AA	稳定	区域水泥供需格局持续改善为公司发展提供了良好的外部环境。跟踪期内，公司经营业绩大幅度提升，经营活动现金

							流明显改善，债务压力显著降低。
红狮控股集团有限公司	中诚信国际	2019/7/22	AAA	稳定	AA+	稳定	公司产能规模不断扩大，区域竞争实力稳步增强，收入盈利能力逐年提升，以及经营获现能力较强，投资金融机构能获得一定收益。
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	中诚信证评	2019/06/14	AA	稳定	AA-	稳定	水泥产品价格涨幅显著，经营性业务盈利大幅改善

评级展望调高企业

冀东发展集团有限责任公司	中证鹏元	2019/6/21	AA	正面	AA	稳定	资产重组实施提升了公司水泥业务经营实力及规模优势，公司水泥、熟料业务在我国北方有较大的规模优势，重组后核心区域同业竞争情况得到改善，水泥价格提升带动公司收入和利润水平均大幅提升。
--------------	------	-----------	----	----	----	----	---

资料来源：Wind,联合资信整理

3. 2020 年水泥企业债券到期情况

2020 年，水泥企业到期债券规模仍较大，债券市场融资预计仍保持较大规模，考虑到即将到期债券的企业信用水平高，预计到期兑付风险低。

据 Wind 数据统计，截至 2019 年 12 月 13 日的发行的水泥行业债券中，2020 年本金到期合计 463.08 亿元。到期额度较大的主体级别均为“AAA”，违约风险低，但考虑到水泥企业经营对市场变化仍较为敏感，不排除个别企业出现短期流动性困难影响兑付的情况。

从 2020 年水泥企业债券到期额度来看，高信用等级的央企和国企占据主导，其中中国建材股份有限公司和中国建材集团有限公司到期规模较大，分别为 155 亿元和 79 亿元，与央企和国企债券发行良好的情况一致。

表 4 2020 年水泥企业到期额度较大的主体

主体名称	到期金额（亿元）	企业性质	主体级别	评级展望
北京金隅集团股份有限公司	34.69	央企	AAA	稳定
红狮控股集团有限公司	54.00	民企	AAA	稳定
吉林亚泰(集团)股份有限公司	27.00	国企	AA	稳定
南方水泥有限公司	12.00	央企	AAA	稳定
唐山冀东水泥股份有限公司	20.34	国企	AAA	稳定
天瑞水泥集团有限公司	1.06	外商独资企业	AA	稳定
西南水泥有限公司	50.00	央企	AAA	稳定
中国建材股份有限公司	155.00	央企	AAA	稳定
中国建材集团有限公司	79.00	央企	AAA	稳定
中国联合水泥集团有限公司	25.00	央企	AAA	稳定

中国中材集团有限公司	5.00	央企	AA+	稳定
合计	463.08	--	--	--

注：以上数据均为截至2019年12月13日存续债券情况

数据来源：Wind，联合资信整理

四、2020 年展望

从需求端看，基建方面，财政部 2019 年 11 月底将 2020 年 1 万亿元地方专项债额度已下达至省级政府，不少省份已经将这一额度分配至市县一级政府的具体项目，为 2020 年 1 月地方政府发债做好准备，专项债主要应用于基建等民生项目上，由此可见，2020 年，基建投资增速将有所回升；房地产方面，“房住不炒”的总基调不变，房地产投资增速将有所回落，但韧性较强，回落幅度不会太大，两者因素相加，水泥市场总需求将处于相对平稳状态。从供给方面看，水泥行业产能调控仍坚持“减量置换”和“错峰生产”的主导政策，供给端的弹性足够平衡市场需求，预计明年水泥价格整体仍将保持高位区间，若不出现重大负面事件，预计全年行业盈利情况与上年相比将稳中有升。考虑到水泥行业区域发展不平衡的现状，要重点关注东北、西北地区的水泥行业供需及价格情况。

未来，水泥行业将在压降产能的基础上，加强企业科技创新、绿色和智能化工厂建设、境外投资“走出去”、水泥窑协同处置、行业自律诚信、产业链延伸将成为中国水泥行业高质量发展的核心内容。

债券市场方面，水泥行业债券市场融资预计仍保持较大规模，但融资主体以信用等级高的央企和国企为主，整体效益仍处于持续改善的阶段，资金周转压力可控，不考虑环保安全等重大突发因素影响，行业整体信用风险不大。未来一年，需要重点关注低等级水泥企业的到期债券的兑付情况。

总体看，水泥行业整体风险展望为稳定。

研究报告声明

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合资信在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合资信所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。