

# 水泥行业

## 2017 年上半年度信用质量及市场表现分析报告

工商企业一部 覃斌 周文哲

2017 年上半年，全国水泥行业总体表现量稳价升态势，行业业绩得到持续提升。但是，行业平稳运行的基础尚不稳固，水泥产能过剩矛盾尚未根本解决，供给侧结构性改革仍有待深入推进。此外，日益严厉和完善的环保政策为去产能提供了强有力的手段，对企业及行业的健康发展有着深远的影响。

总体来看，受 2016 年和 2017 年上半年行业盈利大幅增长的带动，2017 年水泥行业的信用质量呈上升状态，19 家发债企业中共有 4 家主体级别或展望发生变动，其中调降 1 家，调升 3 家。调降的企业为位于新疆的青松建化，调降的主要原因系经营持续亏损、债务规模较大，以及面临一定退市风险；调升的理由主要为大股东或自身重组完成、区域市场供需关系改善使亏损减少、定增完成等。从市场表现看，因上半年货币供应波动大，发行时间对利差的影响大于信用等级对利差的影响。

### 一、行业信用质量分析

2017 年上半年，随着“错峰生产”、“环保督查”等措施的执行，水泥市场供需关系得到一定改善，全国水泥行业总体表现量稳价升态势，业绩得到持续提升。日益严厉和完善的环保政策为去产能提供了强有力的手段，有助于规模化企业乃至整个行业的健康发展。但是，行业短期平稳运行的基础尚不稳固，中长期产能过剩矛盾或将进一步加剧。

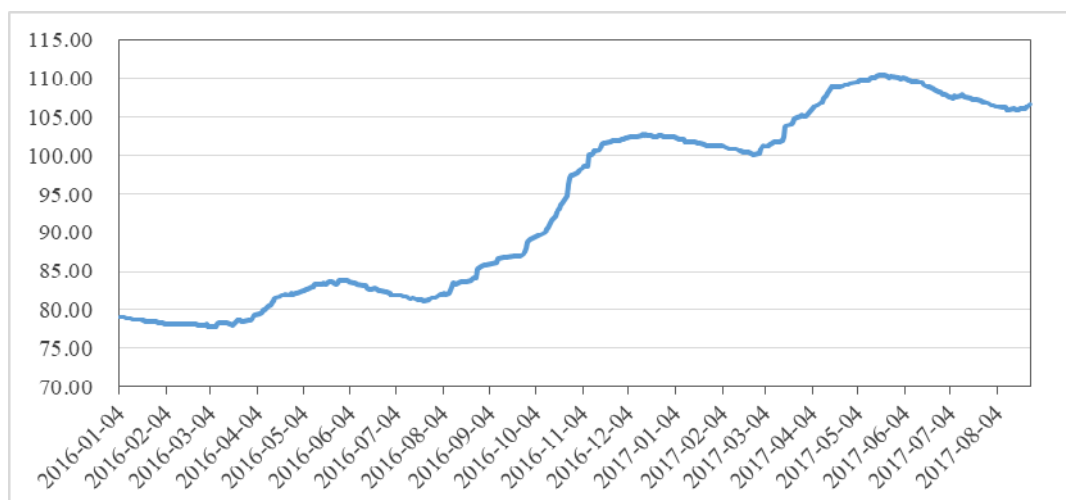
2017 年上半年，我国国民经济运行稳中向好趋势明显，呈现增长平稳、结构优化的良好局面，经济发展的稳定性、协调性和可持续性有所增强。国家统计局公布数据显示，初步核算，1-6 月全年国内生产总值 38.15 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%（上年同期为 6.7%）。上半年，全国固定资产投资（不含农户）28.06 万亿元，同比增长 8.6%，比上年同期小幅回落 0.4 个百分点。其中，基础设施投资 5.94 万亿元，同比增长 21.1%，比上年同期加快 0.2 个百分点；房地产开发投资 5.06 万亿元，同比增长 8.5%，比上年同期加快 2.4 个百分点。

在基建投资平稳增长和房地产投资低速增长的背景下，我国水泥需求变化不

大。2017年1-6月，全国水泥产量11.1亿吨，同比增长0.4%，基本与上年同期持平；熟料产量6.67亿吨，同比增长2.88%。各区域水泥产量方面，上半年华东地区水泥产量最多，共生产3.66亿吨水泥，占全国总产量的33%，其次是中南地区（3.23亿吨）和西南地区（2.15亿吨），三北地区相对较少，东北仅生产3814万吨，占全国总产量的3%。同比增速上看，华东、西南和中南均为正增长，增速分别为3.14%、2.51%和0.73%；华北、东北和西北均为负增长，增速分别为-12.59%、-4.79%、-0.87%。截至2017年6月末，全国熟料实际总产能20.2亿吨，水泥产能38.30亿吨。上半年，水泥熟料产能利用率为66%，比2016年同期略有上升，但与80%的合理目标值仍存在较大差距。

价格方面，2016年11-12月水泥价格的持续上涨，2017年1月初水泥价格开始回调，至3月初水泥价格重新开始上涨，在5月底水泥价格指数超过历史高位的2014年同期水平，超过110点的高位，后略有回落，至6月末水泥价格指数为107.88点，比年初提高5.45点。从各区域水泥价格指数来看，东北地区的水泥市场行情在3月和5月中旬有两次明显的上涨，其他时间基本保持平稳运行；华北地区上半年调涨则主要集中在3月中旬至4月中旬之间；西北地区市场则在3月至4月有小幅稳定的增长；华东地区市场行情上涨相对平稳，自3月开始一直延续至6月初，6月开始稍有回落；中南地区上半年整体市场行情较为平稳，但走势呈微跌的状态；西南地区上半年水泥市场变动不大，甚至稍有微微下滑。根据工业与信息化部统计，2017年1-6月，水泥行业主营业务收入4598亿元，同比增长21%；实现利润333.6亿元，同比增长248%；销售利润率7.3%，较上年同期提高4.8个百分点；百元资产实现利润2.53元，同比提高1.79元。价格上涨的主要原因为：一是行业自律行为减少了恶性价格竞争；二是“错峰生产”、“环保督查”等导致了供给的减少，供需关系改善；三是上游的煤炭价格上涨导致成本上升。

图表 1. 2016 年以来我国水泥价格指数（单位：点）



数据来源：Wind 资讯

成本方面，延续 2016 年 11 月以来的回落态势，2017 年上半年煤炭价格呈微跌走势，6 月末煤炭价格指数为 154.00 点，比上年末微跌 6.00 点，但仍比上年同期上涨 28.90 点。电力价格方面，受下游需求乏力影响，我国的电力价格不断下降，但下降幅度较小，期内变化不大。整体来看，相比上年同期，2017 年上半年水泥价格随煤炭价格上涨而提价，且提价幅度大于成本上升的幅度，行业的利润空间扩大。

政策方面，2017 年以来，针对水泥行业的政策集中在节能减排、环保标准提升等方面，并在淘汰落后产能及严控新增产能、排污许可管理等执行层面加大督查力度，涉及的部委包括环保部、工信部、财政部及税务总局等。主要有：（1）5 月工信部发布《工业节能与绿色标准化行动计划（2017-2019）》，将在水泥等行业实施基于能耗限额标准的阶梯电价政策；（2）6 月财政部、国税总局、环保部联合发布《中华人民共和国环境保护税法实施条例（征求意见稿）》提出，《环境保护税法》将于 2018 年 1 月 1 日起正式实施，排污费将改为环保税；（3）7 月环保部发布《排污许可管理办法（征求意见稿）》，指明应取得排污许可证而未取得的，不得排放污染物；（4）9 月环保部发布《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，提出水泥（不包含粉磨站）、砖瓦窑（不含以天然气为燃料）等建材行业在采暖季（2017 年 10 月至 2018 年 3 月）全部实施停产，水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。环保重压下，环保不达标的企业不得不停产，严重者则关停。日益严厉和完善的环保政策为去产能提供了强有力的手段，短期内有效改善了行业运行环境，但后续执法强度仍待持续观察。

2017 年上半年，随着全国大部分省市出台了包括“错峰生产”、“环保督查”在内的多项限产措施。同时，一些成本控制差的生产线开始放缓生产或停产。在需求平稳的背景下，水泥市场的供需关系得到了改善，库存水平大幅下降，水泥价格和盈利回升。总体看，上半年全国水泥行业总体表现量稳价升态势，行业业绩得到大幅提升，但是行业平稳运行的基础尚不稳固。

目前水泥行业存在产能严重过剩，节能减排水平不高，环保压力大等突出问题，切实推进供给侧改革以优化产业结构、提高行业经济效益成为当前水泥行业的主要工作。“十三五水泥行业规划”提出，要压减 4 亿吨左右的熟料产能，行业“去产能”任务艰巨，目前行业采取的区域协同、错峰生产等措施仅起到“去产量”的作用。中长期看，随着集中式大规模基建的逐步完成，未来国内水泥行业产能过剩问题或将更加突出。

**2017 年我国经济运行将保持在合理区间，基建投资仍将是经济稳增长的重**

**要抓手，预计 2017 年我国基建投资保持在 20%左右的增长水平，但受政策调控影响房产投资增速将走弱。预计 2017 年水泥需求波动不大。**

2017 年是我国“十三五”规划的关键之年，我国经济坚持以“稳中求进”为发展总基调，经济运行要保持在合理的区间，基建投资仍将是经济稳增长的重要抓手，预计 2017 年我国基建投资保持在 20%左右的增长水平。同时国家对房地产行业的信贷可能会进一步收紧，仍将加强对房地产市场的调控，短期看房地产投资或面临周期性回落，预计 2017 年房地产投资或将走弱，增速会进一步放缓。目前基础设施建设已经超过房地产投资成为水泥消费市场的主要拉动力，如 2016 年基础设施工程水泥消费量占全年水泥消费总量的 64.4%。综合考虑，预计 2017 年水泥需求波动不大。2017 年，水泥行业自身仍将面临产能过剩问题，行业内产品结构不合理的局面短期内难以改观，节能减排是外部环境对行业的持续要求，行业经营环境依然严峻。特别是资源能源和环境约束倒逼行业转变发展方式，产能过剩制约发展质量效益提升，而行业的高度市场化和产业集中度不高，“去产能”、行业供给侧改革等政策推行的难度大。

“十三五”时期，我国经济步入新常态，经济增长仍将保持中高速，投资仍是经济增长的主要因素，特别是铁路、公路、机场、水利、海洋工程等投资扩大，城镇基础设施、保障性安居工程和建筑能效提升、农业设施、农房改造和美丽乡村建设等重大项目实施，为水泥行业保持发展提供了空间。但主要靠投资拉动的市场需求增长将非常有限。从水泥行业自身看，进一步的兼并重组与提质减量仍是未来一段时间行业供给侧改革的主要方向。

**我国水泥行业集中度正快速提升，大型水泥企业积极推进产业链延伸，并导致经营环节资金占用量持续加大。水泥企业的大额商品砼订单主要来自地方政府及其相关实体，以及房地产开发商等，交易对手融资环境变化或将对水泥企业商品砼业务回款带来愈加不利的影响。**

以目前存续期内的 19 家水泥发债企业为样本，2014-2016 年及 2017 年上半年，19 家样本企业合计实现营业收入分别为 4121.17 亿元、3349.03 亿元、3420.90 亿元和 1868.21 亿元；合计实现净利润分别为 350.52 亿元、87.18 亿元、161.20 亿元和 149.77 亿元；经营性净现金流合计分别为 653.81 亿元、452.69 亿元、650.21 亿元和 246.25 亿元；平均存货周转率分别为 7.10 次、6.36 次、6.68 次和 3.44 次；平均应收账款周转率分别为 21.05 次、15.98 次、15.33 次和 8.23 次。

水泥行业下游需求约 70%来自房地产建设和城市基础设施建设。2017 年上半年，受调控政策趋严、流动性收紧、融资成本上行、政府加速厘清与城投企业债务边界等诸多因素影响，房企及城投企业再融资压力凸显。从发债样本企业

2017 年半年报数据来看，水泥企业销售额、销售回款及经营环节现金净流量尚未受到下游资金环境变化的明显冲击。但随着房地产开发商及城投企业资金面临的不确定性风险增加，上游水泥企业收现质量或将承压。

## 二、行业内主体信用等级分布及级别迁移分析<sup>1</sup>

### 1. 主体信用等级分布

2017 年上半年，水泥行业公开发行业债券主体共计 8 家，其中 AAA 级主体 2 家，AA+级主体 3 家，AA 级主体 3 家；截至 2017 年 6 月末，水泥行业仍在公开发行业债券市场有存续债券的发行主体共计 19 家，其中 AAA 级主体 4 家，AA+级主体 5 家，AA 级主体 9 家，AA-级主体 1 家。具体情况详见附录一。

图表 2. 水泥行业主体信用等级分布

发行主体信用等级	2017 年上半年度		截至 2017 年 6 月末	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	发行主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	2	25.00	4	21.05
AA+	3	37.50	5	26.32
AA	3	37.50	9	47.37
AA-	-	-	1	5.26
合计	8	100.00	19	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 2. 主体信用等级迁移<sup>2</sup>

2017 年 1-7 月，水泥行业有 4 家发债主体级别或展望发生变动，其中调降 1 家，调升 3 家。调降方面，鉴于新疆青松建材化工(集团)股份有限公司（简称“青松建化”）经营持续亏损、债务规模较大，以及面临一定退市风险等不利因素，中诚信国际将青松建化主体信用等级由 AA 级调降至 AA-级，并列入观察名单。调升方面，鉴于唐山冀东水泥股份有限公司（简称“冀东水泥”）控股股东冀东发展集团有限责任公司（简称“冀东发展”）与金隅股份股权重组事项已完成，推动改善了区域水泥市场供需矛盾，亏损有所压缩，大公将冀东水泥的展望由“负面”调整为“稳定”；主要受益于股东增资，冀东发展资本实力得到提升，加上战略重组推动区域市场资源整合，联合资信将冀东发展移出信用评级观察名单，展望为“稳定”（鹏元仍维持“负面”）；吉林亚泰(集团)股份有限公司（简称“吉林亚泰”）于 6 月完成定增，募集资金逾 30 亿元，资本实力大幅提升，同时投资收益对利润形成有效补充，中诚信国际将吉林亚泰展望由“负面”调至“稳定”。总体看，水

<sup>1</sup> 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，统计主体等级分布时已剔除重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

<sup>2</sup> 因大部分的中期票据跟踪评级在 7 月底前完成，故级别变化统计至 7 月 31 日。

泥行业信用等级有所调整，行业信用质量有所回升。

图表 3. 水泥行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 \ 2017 年 7 月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	4	-	--	-
AA+	-	5	-	-
AA	-	-	9	1
AA-	-	-	-	-
CC	-	-	-	-
C	-	-	-	-

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 三、行业主要债券品种利差分析<sup>3</sup>

2017 年上半年，水泥行业债券发行数量较少，行业内仅四家企业先后发行了 7 支债券（不含超短期融资券），包括 3 支一般短期融资券、2 支中期票据和 2 支公司债，无企业债券发行，具体发行利差情况详见附录三。

#### 1. 短期融资券<sup>4</sup>

2017 年上半年，水泥行业内发行一般短期融资券的企业有中材水泥、尧柏水泥和红狮集团 3 家，各发行了 1 支短期融资券。上述企业中前两者的主体信用等级均为 AA 级，后者的主体级别为 AA<sup>+</sup>级，发行利差介于 187-418BP 区间。因上半年市场波动，发行时间对利差的影响大。

图表 4. 水泥行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
1 年	AA <sup>+</sup>	1	205.58-205.58	205.58
1 年	AA	2	187.56-417.98	302.77

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

#### 2. 中期票据<sup>5</sup>

2017 年上半年，水泥行业内发行中期票据的企业只有红狮集团 1 家。红狮集团主体信用等级为 AA<sup>+</sup>级。

<sup>3</sup> 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

<sup>4</sup> 仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

<sup>5</sup> 不含中小企业集合票据。

图表 5. 水泥行业中期票据发行利差情况 (单位: BP)

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AA <sup>+</sup>	2	327.51~420.19	373.85

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

### 3. 公司债券

2017 年上半年, 水泥行业内发行公司债券的企业仅有南方水泥 1 家, 共发行了 2 支。南方水泥的主体信用等级为 AAA 级。

图表 6. 水泥行业公司债券发行利差情况 (单位: BP)

期限	发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AAA	1	161.28~161.28	161.28
5 年	AAA	1	153.51~153.51	153.51

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

## 四、行业信用展望

2017 年我国经济运行将保持在合理区间, 基建投资仍将是经济稳增长的重要抓手, 全年基建投资将保持在 20% 左右的增长水平。预计 2017 年水泥行业面临的市场需求将会保持平稳, 行业信用质量将受益于行业供求关系的改善和联合重组效果的发挥而有所提升。

2017 年是我国“十三五”规划的关键之年, 我国经济坚持以“稳中求进”为发展总基调, 经济运行要保持在合理的区间, 基建投资将继续成为稳定投资乃至稳定增长的主要力量。根据 2017 年政府工作报告, 2017 年我国将积极扩大有效投资, 完成铁路建设投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元, 再开工 15 项重大水利工程, 继续加强轨道交通、民用航空、电信基础设施等重大项目建设。预计, 2017 年基建投资增速将保持在 20% 左右的水平, 整体规模估计在 16 万亿元左右。

同时国家对房地产企业融资可能会进一步收紧, 仍将加强对房地产市场的调控, 短期看房地产投资或面临周期性回落, 预计 2017 年房地产投资或将走弱, 增速会进一步放缓, 基建项目工程对水泥市场的支撑作用在 2017 年将进一步凸显。总体来看, 2017 年水泥行业面临的市场需求将保持平稳, 但增长有限。

**“去产能、调结构”仍将是 2017 年水泥行业发展的主基调。**

目前水泥行业产能严重过剩。新近发布的《建材工业发展规划 (2016-2020

年)》提出，要大力压减水泥行业严重过剩产能，加快传统建材升级换代，延伸产业链，推进产品部品化。需求结构变化和有效供给不足，迫使水泥行业优化调整产业体系。“十三五”期间，国家将继续鼓励优势企业的联合重组，并结合联合重组、技术改造，主动经营性压减过剩产能。“去产能、调结构”仍将成为 2017 年水泥行业发展的主基调。

**水泥行业信用质量将受益于行业供求关系的改善和联合重组效果的发挥而有所提升。**

在需求平稳的背景下，通过错峰生产、行业自律、供给侧结构性改革等措施改善供求关系，预计 2017 年下半年的水泥价格将进一步回升，水泥行业盈利状况或将持续增长。同时，强强联合的联合重组不仅提升了产业集中度，也使去产能、行业自律的操作性提高，有利于行业的健康、有序发展。水泥行业信用质量将受益于行业供求关系的改善和联合重组效果的进一步发挥而有所提升。



附录一 水泥行业发债主体信用等级分布及主要经营财务数据

发行人名称	最新主体 评级及展 望	评级机构	资产 总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产 负债率 (%)	营业 收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动净 现金流(亿 元)	流动 比率	存货周转 率(次)	应收账款 周转率 (次)
中国建材股份有限公司	AAA/稳定 AAA/稳定 AAA/稳定	联合资信 联合信用 大公	3405.51	755.87	77.80	1032.89	26.87	2.73	28.22	153.89	0.62	4.97	2.73
安徽海螺水泥股份有限公司	AAA/稳定	中诚信证券	1095.14	802.99	26.68	559.32	32.47	16.00	89.51	131.97	1.72	8.60	103.89
华润水泥控股有限公司	AAA/稳定 AAA/稳定	联合资信 中诚信国际	521.57	262.52	49.67	257.79	27.39	-	12.62	41.12	0.61	10.62	
南方水泥有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	906.49	206.76	77.19	331.59	25.00	1.04	3.45	72.65	0.53	8.67	2.70
红狮控股集团有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	311.83	130.57	58.13	140.16	19.25	11.89	16.66	21.82	0.64	5.54	19.41
西南水泥有限公司	AA+/稳定	联合资信	738.23	127.73	82.70	191.46	30.26	2.63	5.04	38.07	0.28	3.54	9.94
华新水泥股份有限公司	AA+/稳定	中诚信证券	274.27	113.74	58.53	135.26	26.28	4.59	6.21	30.96	0.76	8.59	22.71
唐山冀东水泥股份有限公司	AA+/稳定 AA+/稳定 AA+/稳定	大公 联合资信 联合信用	414.80	111.68	73.08	123.35	24.17	-0.19	-0.24	26.91	0.52	6.08	8.37
天瑞集团水泥有限公司	AA+/稳定	鹏元	241.09	102.58	57.45	61.97	27.44	5.57	3.45	18.23	1.34	5.59	14.99
冀东发展集团有限责任公司	AA/稳定 AA/负面	联合资信 鹏元	598.48	147.17	75.41	172.47	19.61	-8.39	-14.47	26.51	0.71	3.34	3.63
吉林亚泰(集团)股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际 联合信用	519.23	143.42	72.38	110.11	25.19	1.26	1.39	25.90	1.00	0.96	4.07
甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	106.64	55.48	47.98	51.14	28.24	2.64	1.35	8.57	0.75	5.50	9.27
尧柏特种水泥集团有限公司	AA/稳定	联合资信	103.31	55.44	46.34	35.96	21.01	8.20	2.95	10.74	0.93	5.77	12.60
宁夏建材集团股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	78.36	44.89	42.71	36.89	28.94	2.59	0.95	5.99	0.96	7.39	4.47
江西万年青水泥股份有限公司	AA/稳定	鹏元	84.80	43.88	48.25	56.58	23.52	6.83	3.87	9.13	0.98	11.57	9.60
中材水泥有限责任公司	AA/稳定	中诚信国际	99.07	36.68	62.98	59.29	21.61	3.72	2.20	10.25	0.51	17.50	25.49
四川峨胜水泥集团股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	50.45	33.82	32.96	24.17	20.26	9.86	2.38	6.41	1.57	3.26	11.08
浙江尖峰集团股份有限公司	AA/稳定	联合信用	39.95	25.52	36.11	23.79	24.34	12.98	3.09	3.98	1.01	7.09	10.64
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	AA-	中诚信证券	99.99	41.30	58.69	18.02	13.40	-41.33	-7.45	7.10	0.56	2.37	4.53

注：①发债主体数截至 2017 年 6 月末；②级别和展望系截至 2017 年 7 月 31 日。

附录二 2017年1-7月水泥行业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级及展望	最新评级日期	2016年末主体等级及展望
级别调降：				
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	中诚信证评	AA <sup>-</sup>	2017/06/05	AA/负面
级别调升：				
唐山冀东水泥股份有限公司	大公	AA <sup>+</sup> /稳定	2017/05/19	AA <sup>+</sup> /负面
冀东发展集团有限责任公司	联合资信	AA/稳定	2017/07/08	AA/列入观察名单
吉林亚泰(集团)股份有限公司	中诚信国际	AA/稳定	2017/07/28	AA/负面

附录三 2017年上半年度水泥行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限(年)	发行时主体和债项信用等级	发行主体	发行利差(BP)
短期融资券	1	AA <sup>+</sup> /稳定/A-1	红狮控股集团有限公司	205.58
		AA/稳定/A-1	中材水泥有限责任公司	187.56
		AA/稳定/A-1	尧柏特种水泥集团有限公司	417.98
中期票据	3+N	AA <sup>+</sup> /稳定/AA <sup>+</sup>	红狮控股集团有限公司	327.51
	3	AA <sup>+</sup> /稳定/AA <sup>+</sup>	红狮控股集团有限公司	420.19
公司债	5	AAA/稳定/AAA	南方水泥有限公司	161.28
	7	AAA/稳定/AAA	南方水泥有限公司	153.51

注：红狮集团发行的17红狮MTN001为永续债，本报告在计算发行利差时视为3年期债券。