水泥需求大幅下滑,产能控制将使行业信用风险趋缓

文/徐春霞 黄峰

2014年我国经济增速放缓,固定资产投资增速快速下滑,特别是房地产开发投资增速下滑幅度超预期,创10年来新低,拖累了整个投资,成为2014年水泥需求大幅下滑的主要原因。2014年我国水泥产量为24.76亿吨,同比仅增长1.80%,增速创出自1991年以来24年新低,行业景气度有所回落;从上游供给来看,2012年以来我国煤炭价格呈波动下行态势,水泥企业成本压力有所减轻;从产能投资来看,2014年国家继续严控水泥行业新增产能,行业产能投资持续负增长,同时淘汰落后产能力度亦有所加大;从下游需求来看,2014年基建投资的较快增长为水泥需求的稳定提供了重要支撑,但房地产投资增速的快速下滑导致了水泥需求增速的大幅下降;由于水泥行业供需形势仍较严峻,2014年全国水泥价格指数呈现高开低走的态势,但下半年在市场需求不济效应扩大背景下,水泥价格高位跌落以后反弹无力。从进出口情况来看,2014年水泥进出口额均有所下降,但我国水泥进出口量均较小,进出口量的变化对我国水泥行业的影响较小。

展望2015年,房地产行业将继续处于周期性阶段底部,民用投资预计维持低位增长,作为对冲宏观经济下行的重要力量,基建投资预计仍将保持较快增长,对水泥行业需求构成重要支撑,但水泥行业整体需求增速将维持弱势格局。供给方面,行业固定资产投资增速将继续下降,新增产能有限,加之落后产能淘汰,行业供给端净增量有望进一步收缩。综合考虑需求端弱势格局和供给端低速增长,行业需求边际改善趋势将略有放缓,行业将维持2014年景气度或略有下降,整体经营风险较低。

一、行业运行态势表现

2014年,我国宏观经济增速仍处于放缓阶段,全年实现国内生产总值646463亿元,仅较上年增长7.40%,同比增速下降0.3个百分点,创下了1990年以来的新低,整个经济已处于刺激政策退出消化期、经济结构调整阵痛期、经济增速放缓适应期的“三期叠加”阶段。从投资来看,2014年固定资产投资增速放缓,全社会固定资产投资512761亿元,较上年增长15.7%,增速同比回落3.9个百分点。其中全国房地产开发投资95036亿元,同比名义增长10.5%,增速同比回落9.30个百分点,下滑较明显,房地产开发投资拖累全社会固定资产投资建设。

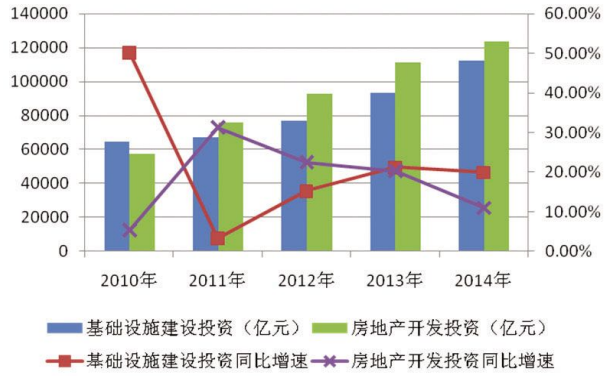

图 1 2010–2014 年我国基建与房地产开发投资情况

资料来源:wind 资讯

从上游供给煤炭行业来看,2014 年,煤炭行业仍然延续 2013 年的需求低迷的状况,煤炭价格虽然出现短期的波动,但整体呈现下行态势。受煤炭需求疲软,煤炭库存持续高企等因素影响,2014 年国内煤炭价格普遍大幅下降。其中 2014 年上半年,在煤炭需求疲软,煤炭库存高企的情况下,煤炭进口仍实现小幅增长,煤炭产量没有能够得到较好的控制,再加上龙头煤炭企业多次带头降价,市场信心遭受巨大打击,煤炭价格大幅下降。下半年,虽然煤炭需求仍然疲软,煤炭库存依旧高企,但在有关部门调整煤炭进口关税以及要求各大国有发电集团减少煤炭进口量等多种措施作用下,煤炭进口出现明显回落,在有关部门加强对违法违规和不安全煤矿生产监控的情况下,煤炭产量进一步得到遏制,煤炭市场信心有所恢复,煤炭连续回落态势逐步得到遏制。特别是 10 月份以后,在龙头煤炭企业带头上调煤价情况下,市场信心得到一定恢复,部分煤种价格出现一定程度回升。但总体来看,2012 年以来我国煤炭价格呈波动下行态势,水泥企业成本压力有所减轻。

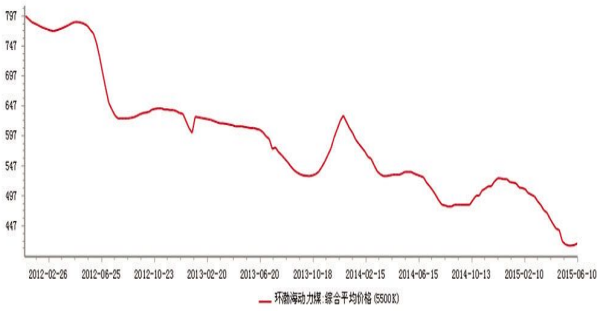

图 2 近年环渤海动力煤–综合平均价格走势图

资料来源:同花顺

从产能投资来看,2014 年国家继续严控水泥行业新增产能,行业投资不断下降,当年全国水泥行业完成投资额 1080.00 亿元,同比下降 19.40%,继 2011 年后,水泥行业投资连续四年下降。根据中国水泥协会统计,2014 年全国新增水泥熟料生产线 54 条,其中日产 5000 吨以上熟料生产线 31 条,新增熟料产能 7030 万吨,比 2013 年新增产能减少了 2400 万吨,从全国各区域来看,西南地区新增熟料产能 3233 万吨,占比 46%,其次为华东地区,新增熟料产能 1124.80 万吨,占比 16%。据 Wind 资讯,截至 2014 年末,我国水泥熟料生产线累计 1758 条(含部分已停产但未拆项目),设计熟料产能达 17.70 亿吨,累计产能比上年增长 4%。但由于 2014 年的整体需求形势差于预期,水泥熟料总产量为 14.17 亿吨,产能过剩约 3.50 亿吨,产能增长快于需求增长,造成供需形势较为严峻。面对产能过剩的严峻形势,我国正不断加大力度淘汰落后产能。2014 年政府工作报告中提到,全年要淘汰水泥落后产能 4200 万吨,实际淘汰 8100 万吨,完成比率 192.90%。据中国水泥网,2015 年我国要再淘汰落后水泥产能约 1 亿吨,淘汰落后产能仍是化解水泥行业产能过剩的重要手段之一。

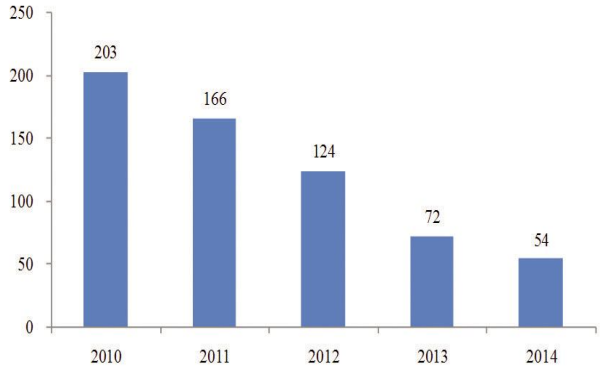

图 3 近年全国新增水泥熟料生产线情况

资料来源:wind 资讯

从下游需求来看,受房地产开发投资增速下滑的影响,水泥行业需求增速显著下降,2014 年全年我国水泥产量 24.76 亿吨,同比仅增长 1.80%,增速较 2013 年下降了 7.99 个百分点,创出自 1991 年以来 24 年最低。从区域市场来看,2014 年省份区域的水泥消费增长呈现"南高北低"的特点。北部大部分省份为负增长,尤其是华北地区 5 省,全部下降,需求形势较为严峻。2014 年 16 个省份保持增长,西藏、贵州、广东产量增长超过两位数,位居全国增长前三名;15 个省份出现负增长,北京、河北、黑龙江降幅最大。

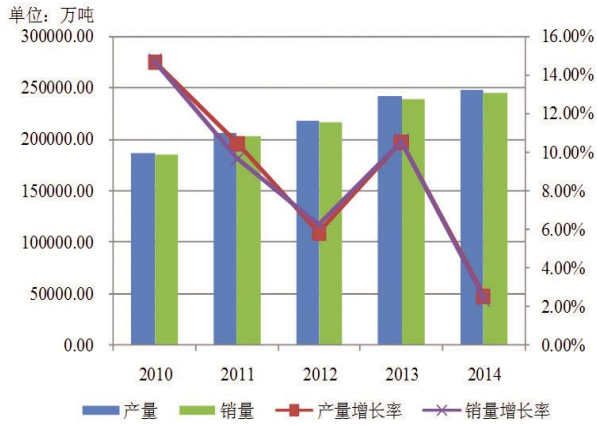

图 4 2010-2014 年全国水泥产销量及增长率变化趋势

资料来源:wind 资讯

从水泥市场价格运行来看,2014 年我国水泥行业全年平均价格与去年基本持平,月度走势呈现前高后低的特点。2014 年初全国水泥价格延续了前期相对高位的价格水平,但房地产开发投资增速的下降使得行业价格并没有保持年初的高位水平,行业价格上半年呈现持续下降态势,而第三季度随着行业传统消费旺季的到来,尽管价格略有回升但整体仍呈现较为疲软态势,行业"旺季不旺"特征再现,且旺季均价为历年来最低水平。2014 年,高标号水泥市场价格前三季度从 380 元/吨的高位持续下跌至 8 月末最低位的 325 元/吨,四季度虽然季节性表现出反弹行情,但反弹力度明显偏弱且 12 月份又呈现向下回调的态势,以 PO42.5 水泥为例,2014 年 12 月我国 PO42.5 水泥均价为 316.27 元/吨,较 2013 年 12 月下降 9.39%。总体来看,2014 年全国水泥价格指数基本呈现一路高开低走态势,但下半年在市场需求不济效应扩大背景下,水泥价格高位跌落以后反弹乏力。

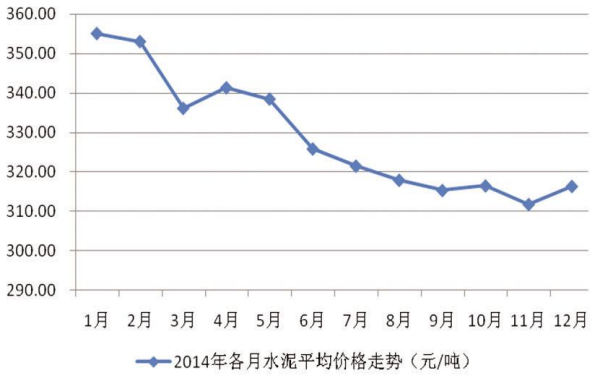

图 5 2014 年各月水泥平均价格走势图

资料来源:wind 资讯

从财务数据来看,2014 年水泥行业实现主营业务收入 9792.11 亿元,仅较上年增长 0.92%,增速大幅下滑,主营业务成本 8168.17 亿元,较上年增长 1.49%,毛利率为

19.88%，与上年基本持平；实现利润总额780.20亿元，较上年增长1.91%，增速大幅下滑。从财务杠杆来看，水泥行业具有投资规模大的特点，具有一定的债务负担，近年末资产负债率较为稳定，财务结构较为稳健；从偿债压力来看，近年水泥行业各项流动资产对流动负债的覆盖程度较低，具有一定的短期偿债压力；从运营能力和效率来看，近年水泥企业应收账款回收情况较好，应收账款周转速度逐年加快，2014年全部资产产生现金的能力亦有所提高，但全部资产的管理质量和利用效率尚待提高；从经营业绩和回报来看，2014年煤炭价格继续呈现波动下行态势，水泥企业成本压力有所减轻，盈利能力亦有一定程度的改善；从全国各区域来看，盈利区域分化较为明显；从成长性来看，2014年水泥行业产量增速下滑，水泥价格与上年基本持平，当年销售额和利润增速亦有所下滑；近年我国加大了淘汰落后水泥产能的力度，并严控新增产能，行业投资持续负增长，水泥行业总资产规模增速亦逐年下滑。

二、行业最新政策

水泥产业政策集中在五个方面：一是提高行业准入条件；二是严格控制新增产能，实行等量淘汰原则；三是促进企业产品质量的提高；四是大力推行清洁生产，降低污染物排放；五是促进行业兼并重组。“十二五”期间，产品结构调整以及市场优化整合仍是水泥行业的主要基调，有利于大力推进节能减排、兼并重组、淘汰落后和技术进步，提高水泥工业发展质量和效益，促进水泥工业转型升级，水泥行业将进入价值回归的健康发展态势。

表1 水泥行业政策

时间	事件
2014	国务院出台《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发[2014]14号）强调兼并重组是化解产能严重过剩矛盾、调整优化产业结构的重要途径。
2014	国家环境保护部发布《关于落实大气污染防治行动计划严格环境影响评价准入的通知》
2014	国家发改委、环境保护部和工信部联合下发《水泥行业清洁生产评价指标体系》
2014	银监会下发《关于支持产业结构调整和化解产能过剩的指导意见》
2014	发改委下发《关于运用价格手段促进水泥行业产业结构调整有关事项的通知》
2014	工信部下发《住房城乡建设部工业和信息化部关于推广应用高性能混凝土的若干意见》
2014	工信部下发《工信部关于做好部分产能严重过剩行业产能置换工作的通知》
2014	工信部下发《2014年淘汰落后产能任务》
2014	发改委、财政部和环保部下发《关于调整排污费征收标准等有关问题的通知》
2014	新疆经济和信息化委员会、环境保护厅，新疆生产建设兵团工业和信息化委员会、环境保护局联合印发《关于实行水泥错峰生产有关要求的通知》，根据通知要求，水泥熟料生产和采暖期错峰进行，所有生产水泥熟料的企业（用电石渣生产水泥熟料企业除外），2014年11月至2015年3月1日全部停窑，停止熟料煅烧。 2014年12月1日至2015年4月1日，东北三省实行水泥错峰生产，103条水泥熟料生产线统一停窑。 2014年12月27日，泛华北地区水泥企业冬季错峰生产会议在济南举行，通过《泛华北地区水泥企业错峰生产自律公约》，山东、河北、山西、河南、北京、天津等省市将于2015年1月中旬停窑至3月中旬（山东、唐山市和晋东南地区停窑至2月底）。陕西关中地区水泥企业也将于2015年1月1日至3月15日实施有计划的错峰生产，至此错峰生产几乎覆盖了整个北方地区。
2014	国家标准化管理委员会官网公布：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。修改单主要内容是取消32.5复合硅酸盐水泥，并将于2015年12月1日起正式实施。

三、行业发债情况

(一)行业发债情况

2014年全年，水泥行业企业在公开市场发行债券共计68支，较2013年增加23支，其中企业债2支，公司债1支，短期融资券(包括超短期融资券)52支，中期票据13支。2013-2014年水泥行业企业在公开市场直接债务融资工具仍以短期融资券和中期票据为主。2014年水泥发债企业发生债券级别调增1支，主体级别调整5家，其中调增2家，调减3家；2013年水泥发债企业发生债券级别调增1支，主体级别调整5家，其中调增3家，调减2家。

表2 2010-2015年6月 水泥行业发债情况一览

年份	企业债	公司债	可转债	短融（包括超短融）	中票	集合票据	合计
2015.6	0	0	0	41	2	0	43
2014	2	1	0	52	13	0	68
2013	2	0	0	35	7	1	45
2012	1	12	0	0	10	0	23
2011	0	3	0	0	11	1	15
2010	0	2	1	0	4	0	7

资料来源：Wind资讯

2014 年，水泥行业短期融资券银行间市场最高发行利率为 8.10%，最低发行利率为 4.80%，平均发行利率为 5.43%；中期票据银行间市场最高发行利率为 9.50%，最低发行利率为 5.00%，平均发行利率为 6.61%。从近三年水泥行业公开市场发行债券的利率来看（如表），企业在银行间市场发行债券融资成本有所上升。

表 3　2012–2014 年水泥行业企业公开市场发行债券利率一览

年份	短融			中票			公司债			企业债			集合票据		
	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均
2014	8.10%	4.80%	5.43%	9.50%	5.00%	6.61%	6.85%	6.85%	6.85%	8.50%	8.50%	8.50%	--	--	--
2013	7.50%	3.88%	5.05%	6.10%	5.04%	5.55%	--	--	--	7.10%	7.10%	7.10%	5.90%	5.90%	5.90%
2012	--	--	--	7.00%	3.00%	4.20%	10.00%	5.00%	6.75	7.00%	7.00%	7.00%	--	--	--

资料来源：Wind 资讯

（二）行业信用风险揭示

2014 年，中国宏观经济在新常态下平稳运行，全年国内生产总值同比增长 7.4%，全社会固定资产投资同比增长 15.3%，投资增长速度同比下降 4 个百分点。在中国整体经济运行存在较大下行压力、与水泥需求密切相关的全社会固定资产投资增速呈现下滑走势的背景下，2014 年我国水泥工业呈现增速下降的态势。据国家统计局统计，2014 年全年水泥产量 24.8 亿吨，同比增长 2.3%，增速较 2013 年下降 7 个百分点。得益于产销量的增长和燃料成本的持续下降，水泥全行业实现利润总额同比增长 1.8%至 780 亿元，仅次于 2011 年，为历史第二高位年。另据中国水泥协会统计，2014 年全国新投产新型干法水泥生产线 54 条，全年新增水泥熟料设计产能 7030 万吨，新增产能自 2011 年以来持续保持下降趋势。

水泥行业对建筑行业依赖性较强，与国民经济的增长速度关联度较高，尤其与固定资产投资增速紧密相关，对宏观经济周期变化较为敏感。因此，宏观经济运行的周期性波动以及宏观政策调整，将影响固定资产投资，进而对水泥行业的经营和发展造成较大的影响。中国经济结构的调整将可能使得固定资产投资增速减缓，并可能直接影响建材产品的市场需求量和市场价格，对公司的经营发展造成不利影响。

在水泥的生产成本中，煤电的成本占了水泥生产成本的 60%左右。由于电力行业属于垄断行业，电价由国家确定，故电价波动对公司的影响有限；但由于我国电力短缺较为严重，国家对水泥等高能耗行业的用电限制越来越严格，较大程度上加大了许多水泥企业的运行成本。煤炭方面，近年来我国煤炭行业产能严重过剩，且煤炭价格持续低迷，一定程度上也降低了水泥行业的生产成本。但未来若电价或煤炭价格上涨将增加公司的成本压力，给公司的生产经营造成影响。

随着全民环保意识的不断增强，国家和地方政府对大气污染治理力度不断加大，作为高耗能的水泥生产企业，环保标准将更高，节能减排要求将更严。国家要求，现有企业从 2015 年 7 月 1 日开始执行新标准。随着新标准的执行，行业整体运行成本将会增加。

四、行业信用风险趋势展望

展望 2015 年，房地产行业将继续处于周期性阶段底部，民用投资预计维持低位增长，作为对冲宏观经济下行的重要力量，基建投资预计仍将保持较快增长，对水泥行业需求构成重要支撑，但水泥行业整体需求增速将维持弱势格局。供给方面，行业固定资产投资增速将继续下降，新增产能有限，加

之落后产能淘汰,行业供给端净增量有望进一步收缩。综合考虑需求端弱势格局和供给端低速增长,行业需求边际改善趋势将略有放缓,行业将维持2014年景气度或略有下降,整体经营风险较低。

区域分化方面,受供求关系就协同情况的差异,各区域景气度仍呈现较为明显分化,东北区域景气度有望保持或略有改善,华北京津冀地区淘汰落后产能对区域供需关系改善有限,长江中下游、华南三省以及川渝地区受良好竞争秩序影响区域景气度有望维持或略有改善,云贵地区、晋蒙、新疆等西北地区水泥需求有望保持较高增速,但产能投放节奏为区域景气改善带来压力。

财务风险方面,2015年行业盈利增速预计将继续放缓,行业投资规模继续下降,财务杠杆有望维持稳定,但竞争秩序改善背景下的盈利质量提高,行业偿债指标存在改善空间,整体财务风险较低。