

作者：万骏飞
邮箱：research@fecr.com.cn

2019 年水泥行业信用展望

水泥行业的信用展望为稳定。该展望体现了远东资信对中国水泥行业未来 12 个月基本信用状况的预期。

观点摘要

我们对水泥行业的展望为稳定，这一结论是基于我们对水泥供需平衡关系稳定的预期以及该行业财务指标的适度改善。

水泥行业供需平衡关系的稳定，加之水泥价格的高位运行支撑了我们对水泥行业未来 12 个月信用状况的稳定展望。我们预测 2019 年水泥需求总体以稳为主；随着错峰生产及去产能等各类政策的推进，水泥行业供给有望收缩，供需关系将持续优化。

近年来受水泥原材料涨价及环保力度加大等因素的影响，水泥价格不断走高，2018 年末已达到历史高位，我们预测 2019 年水泥行业仍将维持较高的景气度，水泥价格将维持高位震荡，有利于行业盈利能力的继续提升。

同时，我们也关注到房地产调控政策短期内仍较难放松，随着房地产销售面积持续回落，加之房产税写入立法规划等因素都将使房地产市场面临增速继续下行的压力，2019 年房地产开发投资拉动作用减弱，水泥需求将面临下挫风险；鉴于水泥价格维持高位运行，未来持续大幅走高的可能性不大，且在供给趋于稳定及需求面临下挫的情况下，2019 年水泥价格涨幅将收窄，或面临一定下行压力。

2019 年，随着环保力度的加强及各类相关政策的推进，水泥行业供给端将持续受控，同时由于房地产投资增速面临下行压力，水泥行业需求端仍以稳为主，增速或小有下滑，行业整体供需关系仍将保持平衡，信用质量有望维持稳定。

Author: Wan Junfei
E-mail: research@fecr.com.cn

Cement Industry Outlook

Our outlook for cement industry is stable. This outlook expresses Fareast Credit's expectations for the fundamental credit conditions in cement industry of China over the next 12 months.

Summary of Opinions

Our outlook for the cement industry is stable, and this conclusion is based on our expectation of a stable balance between cement supply and demand and a modest improvement in the industry's financial indicators.

The stability of the balance between supply and demand in the cement industry, coupled with the high level of cement prices, supports our stable outlook for the cement industry's credit status over the next 12 months. We predict that cement demand will be stable in 2019. With the advancement of various policies such as staggering peak production and de-capacity, the supply of cement industry is expected to shrink, and the supply-demand relationship will continue to be optimized.

In recent years, due to factors such as rising prices of cement raw materials and more stringent environmental protection, cement prices have continued to rise. At the end of 2018, prices have reached a historical high. We predict that the cement industry will maintain a high level of prosperity in 2019, and cement prices will fluctuate at a high level, which is conducive to the continued improvement of the industry's profitability.

At the same time, we are also concerned that the real estate control policy is still difficult to relax in the short term. As the floor space of real estate sold continues to fall, coupled with factors such as the introduction of property tax into the legislative plan, the real estate market will face pressure to continue to decline. In 2019, the investment in real estate development will be weakened, and cement demand will face downside risks. Given that cement prices remain at a high level, it is unlikely that the prices will continue to rise sharply in the future, and in the case that supply tends to be stable and demand is facing a decline, the price increase of cement will narrow in 2019, or face certain downward pressure.

In 2019, with the strengthening of environmental protection and the implementation of various related policies, the supply side of the cement industry will continue to be controlled. At the same time, due to the downward pressure on the growth rate of real estate investment, the demand side of the cement industry will remain stable, and growth rate may decline slightly. The overall supply and demand relationship of the industry will remain balanced, and credit quality is expected to remain stable.

一、行业运行概况

(一) 水泥行业供需情况

近年来，我国宏观经济增速有所放缓，全国固定资产投资增速亦呈下降趋势，2016~2018年全国固定资产投资增速分别为8.10%、7.20%和5.90%，其中基建投资增速由2016年的17.40%大幅下降至2018年的3.80%；房地产开发投资增速分别为6.90%、7.00%和9.50%。受此影响，近年来水泥需求增长乏力，加之全国绝大部分省份出台的错峰生产、环保限产等多项限产措施，2016~2018年我国水泥产量分别为24.03亿吨、23.16亿吨和21.77亿吨，整体呈下降趋势。2019年1~3月，我国企业信贷融资占比大幅提升，社会融资规模超出预期，宏观基本面向好，全国固定资产投资增速升至6.30%，其中基建投资增速升至4.40%，房地产开发投资增速升至11.80%。2019年1~3月全国水泥产量为3.92亿吨，同比增长9.40%，去年同期为下降4.50%；全国各区域水泥产量均出现正增长，其中，华北、东北、西北、华东、西南和中南地区同比增速分别为66.21%、48.08%、19.68%、12.44%、4.68%和2.23%。

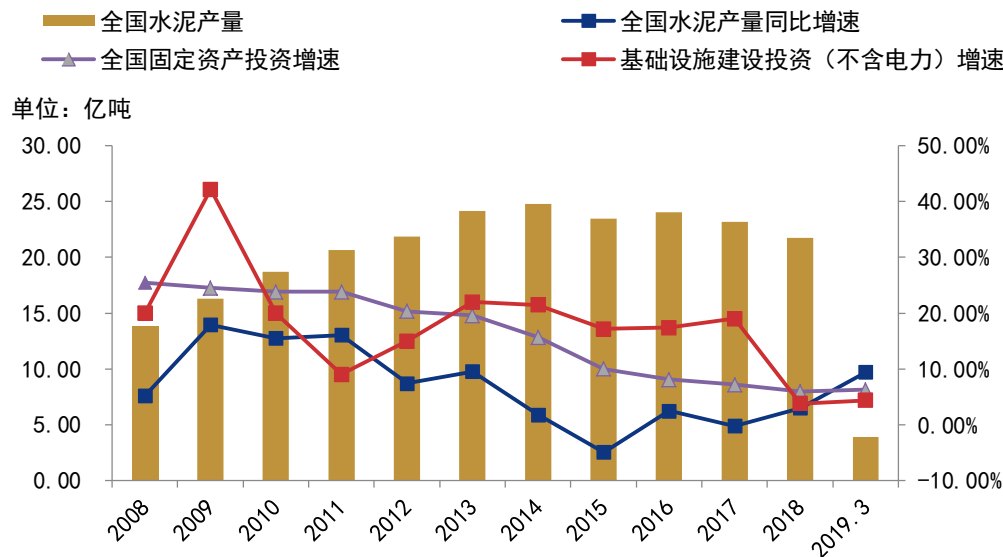


图1：近年我国水泥产量及固定资产投资增速情况

资料来源：WIND、国家统计局，远东资信整理

供给方面，2018年全国新增投产水泥熟料生产线共14条，全部为产能置换项目，新增设计产能2043万吨，与上年基本持平。截至2018年末，全国水泥熟料总设计产能维持在18.20亿吨。我国水泥行业去产能政策的落实较为缓慢，产能过剩矛盾依旧非常突出，但随着错峰生产及环保力度的加大，行业去产能进程有望进一步加大。

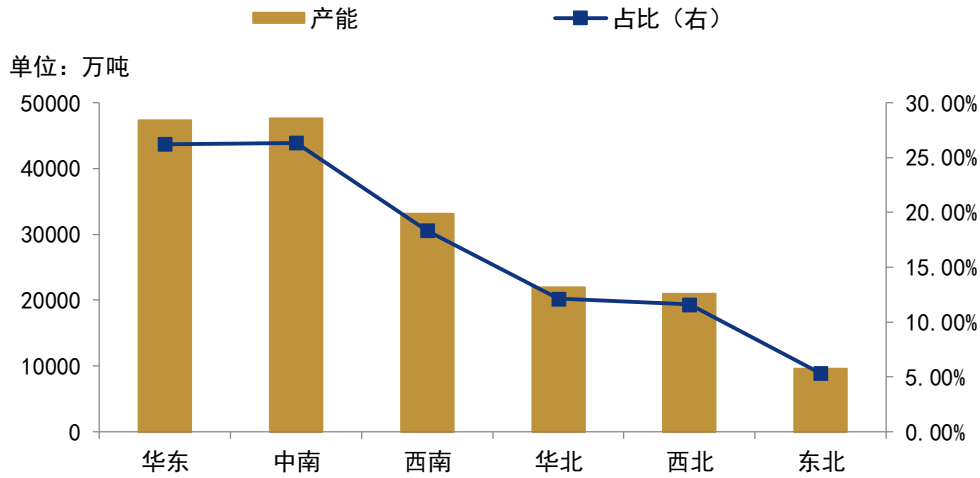


图 2：2018 年全国各地区水泥熟料产能分布及占比情况

资料来源：WIND，远东资信整理

生产成本方面，煤炭、电力是水泥生产过程中所需主要燃料和能源，占总生产成本的 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，2016 年由于“关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见”政策提出煤炭行业全年作业时间不超过 276 个工作日重新确定煤矿产能，下半年开始煤炭价格开始大幅上涨；2017 年以来，随着供给侧改革的持续稳步实施，煤炭价格有所波动但一直保持较高水平。2019 年，国家发改委计划增加 1~1.2 亿吨煤炭产量，但由于年初采矿业安全事故频发，国家对环保安全巡查力度持续提高，很大程度上影响了煤炭供给；预计短期内煤炭价格仍将保持高位震荡，但长远看，随着优质产能的逐步释放，未来煤炭价格或将有所下降。煤炭价格的上升大部分会转嫁到水泥价格上，对单线产能规模较高企业来说，其成本优势较明显，煤价上升对其成本的影响较小；对中、小规模企业来说，煤炭价格上升则对其有一定的成本压力。

电价方面，由于价格受政府主导，波动较小，且国内水泥行业为了节约用电成本，目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目，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，电价变动对能耗水平较低水泥企业生产成本影响较小。

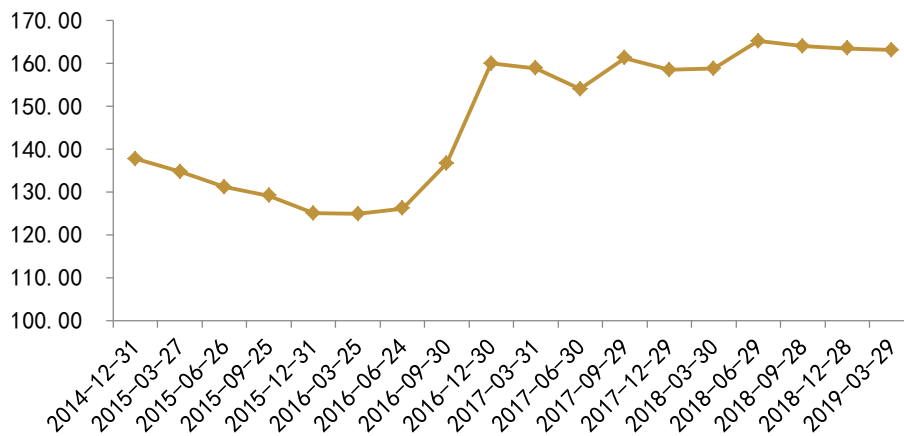


图 3: 近年我国煤炭价格指数走势 (点)

资料来源: WIND, 远东资信整理

水泥价格方面, 在需求的平稳支撑、供给端的有效控制和受原材料涨价的影响下, 全国水泥均价呈现持续上涨态势, 2017 年末水泥价格涨至历史高位; 2018 年一季度水泥价格受下游建筑施工停工影响有所回落, 一季度之后建筑工程陆续开工, 水泥价格止跌回升, 全年水泥均价 472 元/吨, 同比增长 30%, 整体上维持高位调整态势。2019 年一季度为水泥行情淡季, 水泥价格较去年四季度明显回落, 但较去年同期仍上涨 8.98%。

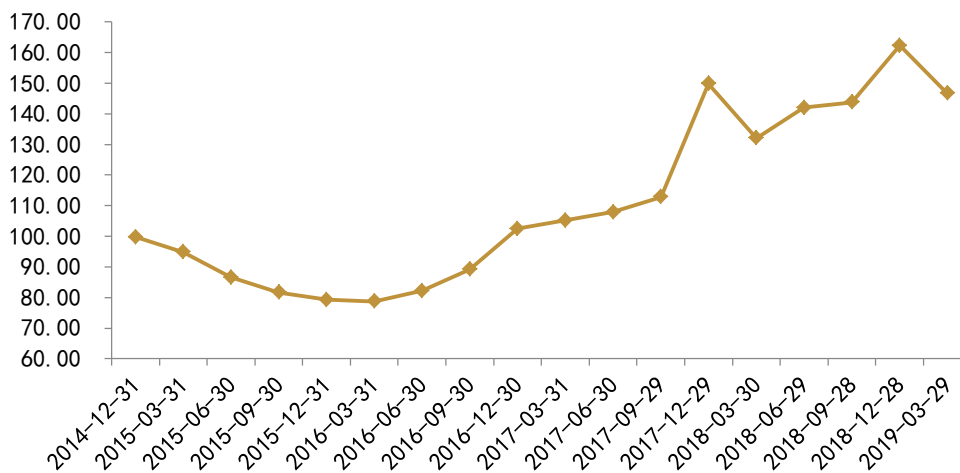


图 4: 近年我国水泥价格指数走势 (点)

资料来源: WIND, 远东资信整理

行业利润方面, 随着 2016 年以来全国范围内错峰生产执行力度的加大, 水泥价格有所反弹, 行业整体盈利能力有所改善, 2018 年水泥价格持续高位运行, 全国水泥行业实现利润总额 1545.5 亿元, 达到历史最高水平。2019

年1~2月水泥行业利润继续创历史同期新高，水泥行业实现利润总额134亿元，预计一季度利润将继续增加至接近250亿元，利润增速比去年同期明显收窄。

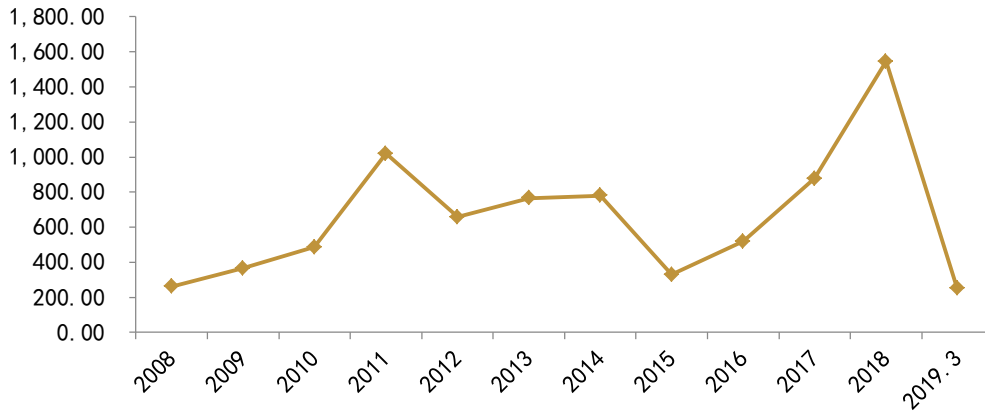


图5：近年我国水泥行业利润走势（亿元）

资料来源：WIND，远东资信整理

（二）行业内企业运营情况

本文以发债企业及上市公司为基础，筛选出水泥行业经营数据分析样本27家（以下简称“样本企业”），其中截至2019年3月末尚有债券在存续期内的企业共16家；样本企业中上市公司20家，非上市公司7家。

表1：截至2018年末样本企业情况

序号	样本企业名称	总资产	所有者权益	资产负债率	营业收入	净利润	是否上市公司	是否发债
1	吉林亚泰(集团)股份有限公司	587.60	187.20	68.14	141.28	-2.12	是	是
2	华新水泥股份有限公司	331.62	183.19	44.76	274.66	57.05	是	是
3	唐山冀东水泥股份有限公司	619.93	238.31	61.56	308.49	25.60	是	是
4	新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	83.37	40.60	51.30	24.14	-0.25	是	是
5	宁夏建材集团股份有限公司	71.06	51.82	27.08	41.73	4.79	是	是
6	甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	97.01	63.28	34.77	57.75	6.89	是	是
7	安徽海螺水泥股份有限公司	1495.47	1164.18	22.15	1284.03	306.36	是	是
8	江西万年青水泥股份有限公司	100.54	60.94	39.38	102.08	18.38	是	是
9	华润水泥控股有限公司	605.06	378.95	37.36	387.91	80.07	是	是
10	天瑞水泥集团有限公司	264.43	129.73	50.94	100.98	15.02	是	是
11	浙江尖峰集团股份有限公司	49.01	34.50	29.61	33.62	6.73	是	是
12	红狮控股集团有限公司	411.06	207.61	49.49	277.01	55.85	否	是
13	西南水泥有限公司	673.39	148.39	77.96	287.87	17.67	否	是
14	南方水泥有限公司	820.14	247.98	69.76	599.79	40.47	否	是
15	中国联合水泥集团有限公司	802.79	163.12	79.68	399.23	13.72	否	是

序号	样本企业名称	总资产	所有者权益	资产负债率	营业收入	净利润	是否上市公司	是否发债
16	中材水泥有限责任公司	115.10	58.12	49.50	91.30	16.86	否	是
17	尧柏特种水泥集团有限公司	114.40	70.48	38.39	57.43	12.84	否	是
18	金圆水泥股份有限公司	84.15	42.60	49.38	79.74	4.45	是	否
19	广东塔牌集团股份有限公司	109.43	89.83	17.91	66.30	17.24	是	否
20	福建水泥股份有限公司	40.03	13.81	65.50	29.47	4.11	是	否
21	甘肃上峰水泥股份有限公司	70.02	35.67	49.06	53.05	14.87	是	否
22	新疆天山水泥股份有限公司	170.34	91.79	46.11	79.32	12.38	是	否
23	亚洲水泥（中国）控股公司	202.77	124.42	39.96	113.30	25.01	是	否
24	中国西部水泥有限公司	123.92	75.99	38.68	59.12	11.80	是	否
25	河南同力水泥股份有限公司	81.27	26.38	67.54	20.28	5.89	是	否
26	四川双马水泥股份有限公司	41.72	34.87	16.41	19.40	7.04	是	否
27	西藏天路股份有限公司	85.64	42.96	49.83	50.21	8.58	是	否

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2018年，虽然水泥销量略有下降，但在价格上涨的推动下，样本企业营业收入及归母净利润规模均快速增长。2018年样本企业实现营业收入5039.52亿元，同比增速为38.27%；实现归母净利润726.51亿元，同比增速为101.97%。2019年一季度，样本企业共实现营业收入986.33亿元，同比增长32.36%；实现归母净利润133.35亿元，同比增长37.76%。

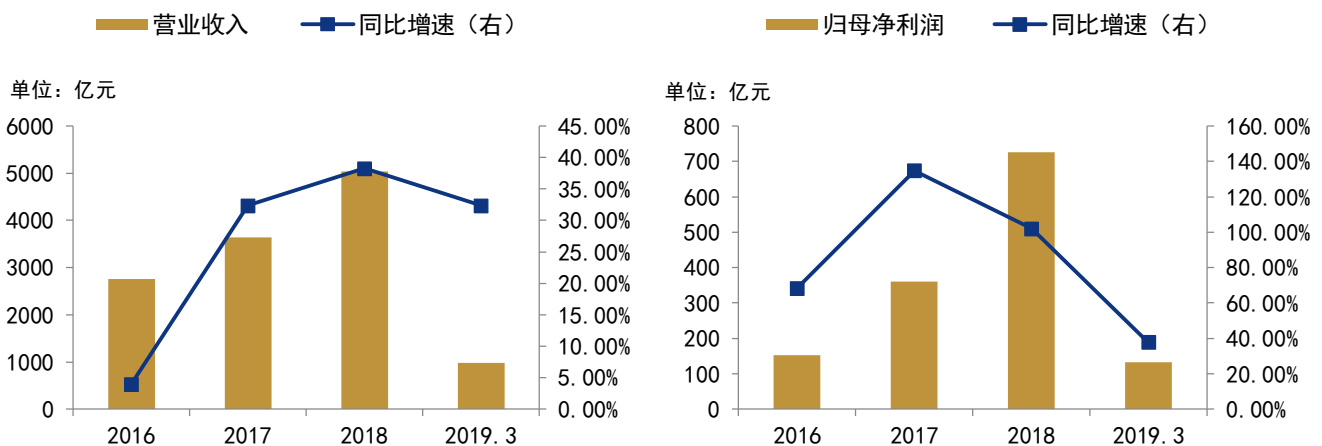


图6：样本企业营业收入及净利润情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

近年来样本企业平均毛利率逐年增长，2018年为样本企业平均毛利率为33.95%，保持在较高水平；2019年1~3月样本企业平均毛利率为33.91%，较上年同期上升4.76个百分点。样本企业的期间费用中，管理费用占比最高，主要系职工薪酬，其次为销售费用和财务费用，主要系包装及装卸费和贷款利息支出。2018年样本企业管理费用

率为4.46%，销售费用率为3.84%，财务费用率为2.84%，由于营业收入的增加，近年来样本企业期间费用率保持下降态势。2018年样本企业平均净利率为15.47%，较上年提升6.65个百分点，增幅明显。2019年1~3月样本企业平均净利率为11.05%。

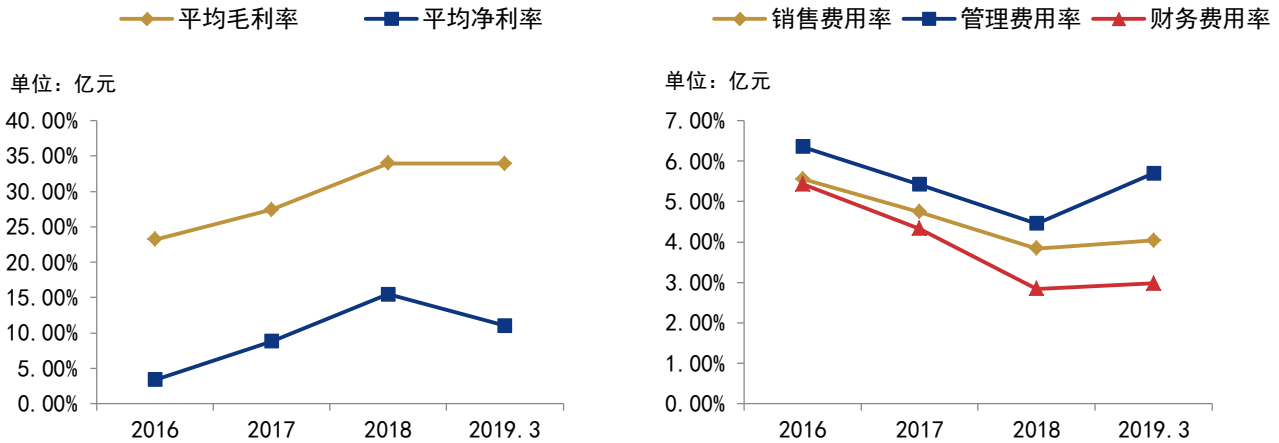


图7：样本企业盈利指标及期间费用情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

近年来水泥行业利润大幅提升，企业利润留存增加使得行业整体资产负债率持续下行。2018年末样本企业资产负债率为51.97%，较上年下降6.34个百分点，2019年3月末样本企业资产负债率进一步降至50.36%，目前样本企业资产负债率均值已降至工业企业平均水平以下。债务方面，样本企业2018年负债总额为4118.90亿元，其中有息债务为1766.49亿元，同比下降5.38%，占负债总额的比重为42.89%；2019年3月末，样本企业有息债务1739.59亿元，同比下降10.36%，占负债总额的比重为44.05%。

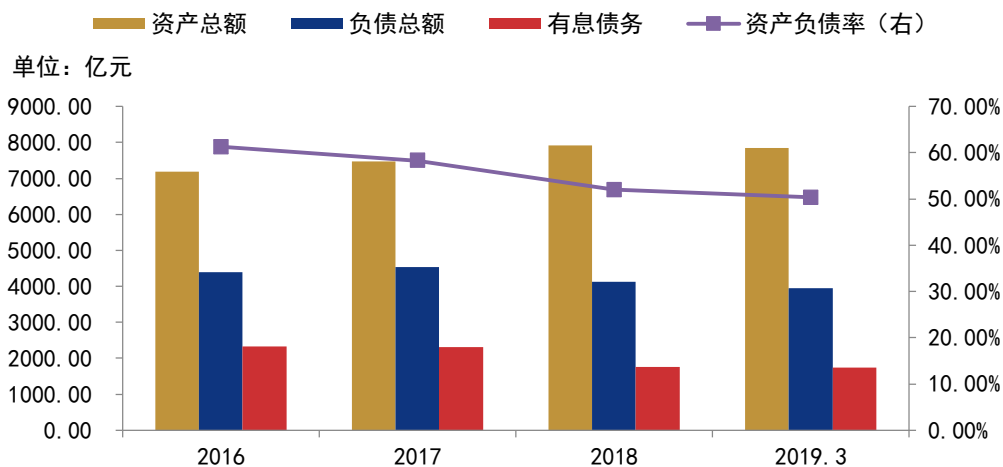


图8：样本企业资产负债情况

资料来源：WIND，远东资信整理

近年来随着水泥行业回暖，样本企业经营性现金流净额大幅增长，2018年样本企业经营性现金流净额为1206.04亿元；同期投资性现金流净流出为432.19亿元，经营性现金流对投资性现金流的覆盖盈余为773.85亿元。2019年1~3月，样本企业经营性现金流净额为122.86亿元，投资性现金流净流出18.44亿元，经营性现金流对投资性现金流的覆盖盈余为104.42亿元。总体看，样本企业自身造血能力持续增强，经营性现金净流量对投资性现金净流量的覆盖能力持续提升。

水泥行业收现质量较好，样本企业收入现金比维持在较高水平，2018年及2019年1~3月样本企业现金收入比分别为98.58%和104.53%。

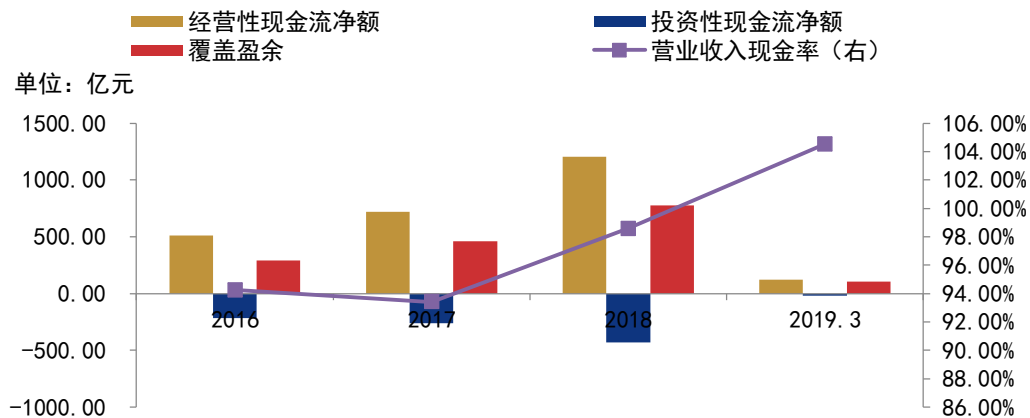


图9：样本企业现金流情况

资料来源：WIND，远东资信整理

从运营效率来看，近年来样本企业存货周转率和应收账款周转率均有所提高。2018年末样本企业存货周转率为7.86次，较上年提高1.28次，由于水泥保质期较短，存货主要为原燃料的备货；应收账款周转率为6.57次，较上年提高0.94次，样本企业主要采用现款现货的销售模式，但由于业务结构的差异，应收账款规模及账龄差异较大。2019年3月末样本企业存货周转率为1.55次，应收账款周转率为1.78次。

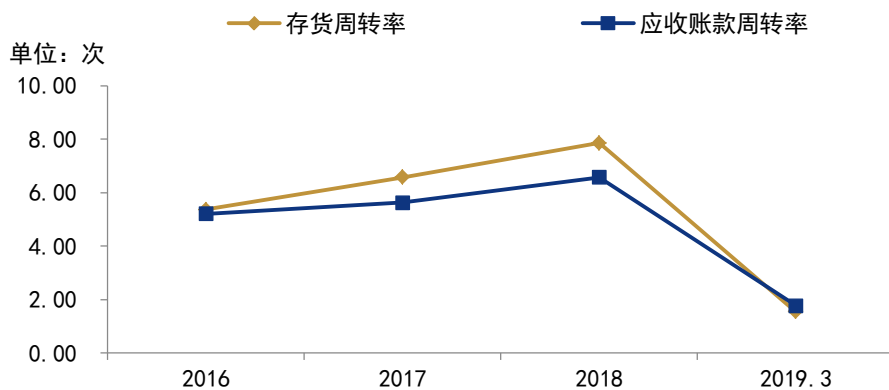


图10：样本企业应收账款周转率及存货周转率

资料来源：WIND，远东资信整理

从短期偿债能力看，2018年末样本企业流动比率为88.80%，速动比率为71.46%，样本企业流动资产对流动负债的保障程度较差，但近年来有所提升；同时经营性净现金流/流动负债由2016年末的16.56%上升至2018年末的38.98%。2019年3月末，样本企业流动比率和速动比率进一步升至91.65%和72.03%，营性净现金流/流动负债为4.13%。从长期偿债能力看，2018年样本企业总债务/EBITDA为1.71倍，近年来样本企业EBITDA对债务保障能力逐年提高。

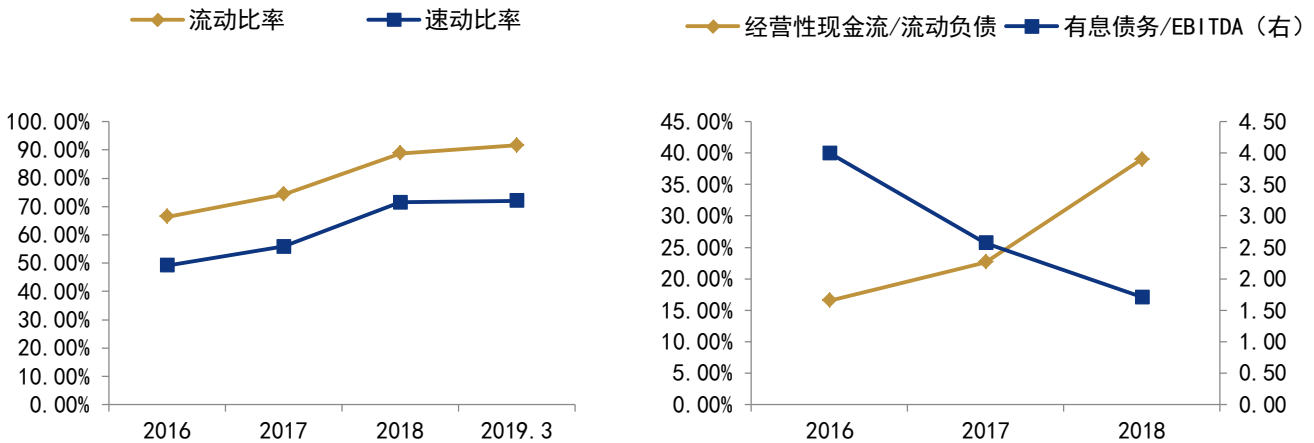


图 11: 样本企业偿债能力情况

资料来源: WIND, 远东资信整理

二、行业政策

近年来，为解决水泥行业产能过剩问题，加快行业转型升级，我国连续出台了一系列调控政策，包括《工业和信息化部、环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》、《工业和信息化部办公厅、环境保护部办公厅关于“2+26”城市部分工业行业2017-2018年秋冬季开展错峰生产的通知》、《水泥行业去产能行动计划(2018-2020)》、《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》等。这些调控政策的出台主要是为了提高水泥行业准入门槛、严格控制新增产能并淘汰落后产能以及推行错峰生产，推动水泥行业的健康发展。

由于水泥行业属于高耗能、高污染行业，节能减排亦是国家调控重点。自2016年1月中央环保督察在河北省开展试点以来，至2017年两年间中央环保督察已完成对全国31省份的全覆盖；2017年，我国加强北方地区秋冬季大气污染综合治理，错峰生产叠加环保限产；2018年，山东、山西、江西、湖北等多个省市相继发布了水泥行业错峰生产计划，其中不止是冬季的错峰停窑，非采暖季的错峰计划也明确作出了规定。

根据中国水泥协会2017年印发的《水泥行业去产能行动计划(2018-2020)》，三年内水泥行业需要压减熟料产能39270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家。具体来看，2018年全国范围内完成压减熟料产能13580万吨，将关闭水泥粉磨站企业210家；2019年全国范围内压减熟料产能11640万吨，关闭水泥粉磨站企业150家；2020年全国范围内压减熟料产能14050万吨，压减水泥粉磨站企业180家。同时，争取在2020年实现水泥行业前10大企业熟料产能集中度达70%，水泥产能集中度达到60%。

2018年，工信部印发了《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》，通知要求位于国家规定的环境敏感区的水泥熟料建设项目，每建设1吨产能须关停退出1.5吨产能；位于其他非环境敏感地区的新建项目，每建设1吨产能须关停退出1.25吨产能；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换。

总体来看，近年来我国水泥行业调控政策密集出台，环保标准趋于严格，去产能力度逐步加大，对水泥行业的生产经营有较大影响。

表 2: 近年来我国水泥行业相关政策

出台时间	政策文件名	主要内容
2016年	《两部门关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》	决定对水泥生产企业生产用电实行基于可比熟料(水泥)综合电耗水平标准的阶梯电价政策,将有利于促进水泥行业技术进步和节能减排水平的提高,加速淘汰落后生产线。
2016年	《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》	严禁新增产能,淘汰落后产能,推进联合重组,加快转型升级;到2020年,再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能,产能利用率回到合理区间;水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右。
2016年	《工业绿色发展规划(2016-2020年)》	到2020年,水泥熟料综合能耗(千克标准煤/吨)需要从2015年的112kg降至105kg。加快构建绿色制造体系,促进水泥产业资源能源利用效率提升。
2016年	《工业和信息化部、环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等15个省(自治区、直辖市)所有水泥生产线,包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产。
2017年	《工业和信息化部办公厅、环境保护部办公厅关于“2+26”城市部分工业行业2017-2018年秋冬季开展错峰生产的通知》	水泥行业(含特种水泥,不含粉磨站)采暖季按照有关规定实施错峰生产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。
2017年	《水泥行业去产能行动计划(2018-2020)》	三年压减熟料产能39270万吨,关闭水泥粉磨站企业540家使全国熟料产能平均利用率达到80%,水泥产能平均利用率达到70%;前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上,水泥产能集中度达到60%;力争10个省区内前2家大企业熟料产能集中度达到65%。
2018年	《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目,确有必要新建的,必须实施减量或等量置换,制定产能置换方案。
2018年	《陕西省2018年错峰生产实施方案》、《关于在江西全省水泥行业推行错峰生产的通知》等	山东、山西、江西、湖北等多个省市相继发布水泥行业错峰生产计划

资料来源:公开信息,远东资信整理

三、行业关注 / 行业竞争

(一) 行业关注

首先,水泥行业生产线建设需要大量的资金投入,生产线投产后的日常运营亦需要大量的流动资金维持,且随着环保要求的提高,新建生产线的门槛也越来越高,行业具有一定的进入壁垒。同时,水泥行业属于高污染、高耗

能行业，且产能过剩情况严重，国家在节能环保、优化产业结构等方面制定了一系列较为严格的政策，形成了一定的行业政策壁垒，这也在一定程度上提高了水泥行业的准入门槛。

其次，我国水泥行业经过多年的快速发展，目前产能严重过剩，且市场竞争激烈。虽然近年来国家出台了一系列政策，严控新增产能，淘汰落后产能，但水泥行业整体产能仍呈现缓慢增长，产能过剩问题突出。

再次，房地产及基础设施建设投资为水泥行业下游的主要需求端，但近年来我国宏观经济增速及固定资产投资增速持续放缓，导致水泥需求增长支撑不足。在调控政策趋严及地方政府债务管理趋严的背景下，受外部制约因素冲击，水泥行业运行环境波动性风险加大，我国水泥行业总体需求缺乏明显的增长动力。

最后，尽管近年以来错峰生产范围和执行力度增大，水泥价格和行业景气度有所回升，盈利能力亦有所增强，但未来基建投资增速及房地产投资增速仍有一定的不确定性，同时，在环保成本增加、产能过剩以及下游需求不振等多种因素影响下，未来水泥需求及价格仍需关注。

（二）行业竞争

水泥产品具有较高的同质性，使得水泥行业成为规模效应显著和较利于规模扩张的行业之一。我国主要的水泥生产商都是通过扩大经营规模，提高区域市场的占有率，获得区域内产品的定价权，从而获得较高的利润水平。因此行业内的兼并重组成为产业结构优化升级的重要手段之一。近年来，我国水泥行业产能整合迅速推进，继金隅水泥合并冀东水泥之后，2017年华新水泥吸收了拉法基在西南地区的大部分产能，中国建材和中材股份也完成了港股公司合并。随着供给侧改革力度逐渐加大，水泥生产企业的兼并重组不断推进，我国水泥行业集中度有所提高，但仍处于较低水平。截至2018年末，我国前10家大企业集团的水泥熟料产能为10.16亿，占全国总产能的57%，与上年持平。

表 3：截至 2018 年末全国水泥熟料产能排名

排名	集团企业名称	熟料产能（万吨/年）
1	中国建材集团有限公司	37300.8
2	安徽海螺水泥有限集团	21833.3
3	唐山冀东水泥股份有限公司（含金隅）	9982.0
4	华润水泥控股有限公司	6655.7
5	华新水泥股份有限公司（含拉法基）	5806.3
6	红狮控股集团有限公司	5440.5
7	台湾水泥股份有限公司	5437.4
8	山东山水水泥集团有限公司	5121.2
9	天瑞水泥集团有限公司	3385.2
10	亚洲水泥（中国）控股公司	2662.9

资料来源：中国水泥网，远东资信整理

由于水泥产品体积大、运费高、不易储存的特性，其生产和销售具有明显的区域性特征，我国水泥市场的地区差异较大，地方竞合关系直接影响着区域水泥价格的走向，目前形成了华东、中南、西南、华北、西北和东北六大市场区域。华东地区市场相对成熟，也是中国最大的水泥消费区；中南地区水泥企业众多，市场亦较成熟；西南地区水泥行业发展整体较弱后，企业规模普遍较小；华北地区市场集中度较好，市场环境较好；西北地区和东北地区

水泥需求疲软，产能过剩问题较明显。各区域内企业竞争激烈，大型水泥生产企业如南方水泥、中联水泥、海螺水泥等跨区域布局，价格协调能力强，在区域内具有一定话语权；地方型水泥生产企业如尧柏水泥、天山股份等虽然产能不及大型企业，但在区域范围内价格主导能力较强。

表 4：我国水泥行业市场区域分布情况

区域	主要省市	区域内主要水泥生产企业
华东	上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东	中国建材（南方水泥、中联水泥、中材水泥）、海螺水泥、山水集团、红狮集团、金峰水泥等
中南	河南、湖北、湖南、广东、广西、海南	中国建材（南方水泥、中联水泥、中材水泥）、海螺水泥、华润水泥、华新水泥、天瑞水泥等
西南	四川、云南、贵州、西藏、重庆	中国建材（西南水泥）、海螺水泥、华新水泥（含拉法基）、台泥水泥、红狮集团等
华北	北京、天津、河北、山西、内蒙古	冀东水泥（含金隅）、中国建材（中联水泥）、山水集团、蒙西集团、曲寨水泥等
西北	陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆	中国建材（天山股份、祁连山水泥、宁夏建材）、尧柏水泥、海螺水泥、青松建化、冀东水泥等
东北	辽宁、吉林、黑龙江	中国建材（北方水泥）、亚泰集团、天瑞水泥、山水集团、辽宁大鹰等

资料来源：中国水泥网，远东资信整理

四、行业内发债企业信用分析

2018年，水泥行业共有8家企业发行债券，发行总额567.00亿元，其中公司债共发行315亿元，中期票据共发行148亿元，短期融资券及超短期融资券共发行82亿元。发行主体中AAA级主体有4家，分别为南方水泥、西南水泥、金隅集团和中国建材；AA⁺级主体有3家，分别为红狮水泥、中联水泥和冀东水泥；AA级主体有1家，为亚泰集团。2019年1~3月，水泥行业共有7家企业发行债券，发行总额191.42亿元，主要为超短期融资券和公司债，其中AAA级主体4家，AA⁺级主体3家。截至2019年3月末，水泥行业在债券市场有存量债券的发行主体合计19家，其中AAA级主体6家，AA⁺级主体5家，AA级主体7家，AA⁻级主体1家；存量债券发行总额1492.92亿元，其中公司债占比40.96%，中期票据占比39.36%，短期融资券及超短期融资券占比12.54%。从剩余期限来看，430.00亿元集中于1年内到期，占比28.69%，短期偿债压力较大。

表 5：水泥行业主体信用等级分布

发行主体最新信用等级	2018年		2019年1~3月		截至2019年3月末	
	发行主体数量 (家)	占比(%)	发行主体数量 (家)	占比(%)	发行主体数量 (家)	占比(%)
AAA	4	50.00	4	57.14	6	30.00
AA ⁺	3	37.50	3	42.86	5	25.00
AA	1	12.50	-	-	7	40.00
AA ⁻	-	-	-	-	1	5.00
合计	8	100.00	7	100.00	19	100.00

资料来源：WIND 资讯，远东资信整理

2018年，在国家加强环保执法力度及去产能等政策推广的背景下，水泥行业市场景气度回升明显，水泥行业有2家发债主体级别发生变动，分别为西南水泥和华新水泥。鉴于西南水泥产品销量及售价有所回升，收入利润水平及盈利能力均有所改善，且西南区域未来水泥需求有望增长，价格有望维持在高位，联合资信将西南水泥主体信用等级从AA⁺级调升至AAA级。鉴于2017年华新水泥吸收合并了拉法基中国在西南地区的大部分产能，同时市场环境有所改善，华新水泥收入规模及经营效益大幅提升，区域龙头地位稳固，整体竞争实力增强，中诚信将华新水泥主体信用等级从AA⁺级调升至AAA级。

2019年，鉴于冀东水泥与金隅集团两次重大资产重组已完成，公司水泥和熟料产能进一步扩大，区域市场占有率提升，整体竞争实力增强，联合资信将冀东水泥主体信用等级从AA⁺级调升至AAA级；鉴于青松建化在南疆水泥市场仍保持较强的区域规模优势，水泥价格上涨使得公司经营性业务盈利大幅改善，中诚信证评将青松建化主体信用等级从AA⁻级调升至AA级；鉴于万年青经营业绩大幅提升、经营活动现金流明显改善，且万年青作为江西省水泥龙头企业在江西省内具有较强的竞争力，中证鹏元将万年青主体信用等级从AA级调升至AA⁺级。

总体来看，水泥行业信用等级及整体信用质量均有所上升。

表 6: 水泥行业主体信用等级迁移情况

2018年末		AAA	AA+	AA	AA-
2017年末					
AAA	4	-	-	-	
AA ⁺	2	5	-	-	
AA	-	-	7	-	
AA ⁻	-	-	-	1	

资料来源：WIND 资讯，远东资信整理

2019年6月末		AAA	AA+	AA	AA-
2018年末					
AAA	6	-	-	-	
AA ⁺	1	4	-	-	
AA	-	1	6	-	
AA ⁻	-	-	1	-	

资料来源：WIND 资讯，远东资信整理

五、行业信用展望

从水泥需求端看，房地产调控政策短期内仍较难放松，随着房地产销售面积持续回落，加之棚改货币化安置力度减弱，同时房产税写入立法规划等因素都将使房地产市场面临增速继续下行的压力，2019年房地产开发投资增速或将下滑。基建投资方面，从2018年中开始，中央政治局会议、国务院及下属单位等即开始布局稳投资、加大基础设施等领域补短板力度等，强调坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并启动了诸如川藏铁路等重大基

建项目。当前我国基建增速处于历史上低位，在政策大力推进基建投资的大环境之下，预计2019年基建投资增速有望逐步企稳回升。

从水泥供给端看，我国目前正处在供给侧改革的大背景下，加之环保力度的加强以及错峰生产、去产能等相关政策的推进，预计2019年水泥行业供给将会有所收缩。但随着近年来水泥价格提升、行业盈利水平的改善，水泥行业有新增产能的冲动，未来仍需关注水泥行业对新增产能和置换产能的控制情况以及大企业维护市场、自律协同限产的力度。

总体来看，预计2019年房地产投资增速稳中有降，基建投资增速触底回升，水泥需求总体仍是以稳为主，增速或小有下滑；水泥行业仍将维持较高的景气度，水泥价格将维持在高位震荡，下调空间有限。此外，随着水泥行业并购重组速度的不断加快，预计未来我国水泥行业集中度将进一步提高，龙头企业将能更好的发挥协同效应，加大对行业产能级价格的控制力度，促进行业供需关系的持续优化。

综合考虑，远东资信对2019年水泥行业的信用展望为稳定。

【作者简介】

万骏飞，澳大利亚迪肯大学会计硕士、国际金融硕士，结构融资评级部分析师。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。