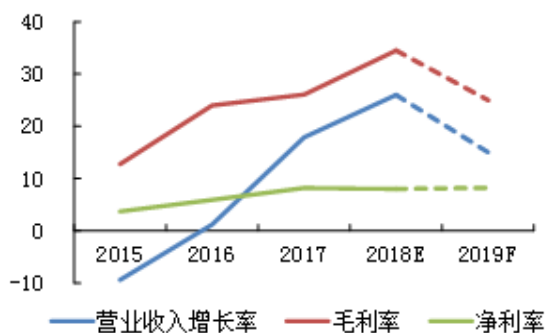




水泥行业 2019 年信用风险展望

产能政策持续推进 供需关系仍需改善

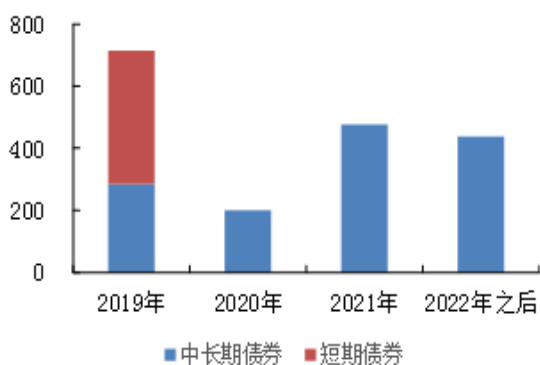
行业营业收入增速、毛利率及净利率走势图 (%)



政策: 2018 年错峰限产的持续推进有效缓解过剩产能的释放; 预计 2019 年水泥行业去产能化将持续深入, 落后产能淘汰进程加快, 企业协同机制效果有望改善。

需求: 基础设施建设的逐步复苏及较强的房地产需求对水泥市场需求形成较大支撑, 2018 年水泥产量稳中有增; 预计 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。

2018 年 11 月末行业债券到期期限结构 (亿元)

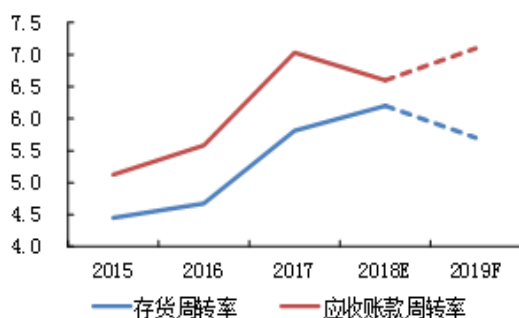


供给: 行业集中度的提高有利于大型水泥企业对全行业的产能及价格的控制力提升; 2019 年行业去产能措施地深入实施将进一步压缩中小型水泥企业的生存空间。

价格: 2018 年, 产品价格波动中增长; 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。

盈利: 2018 年, 水泥行业收入及利润大幅提升, 预计 2019 年在行业面临下挫风险的情况下, 水泥行业盈利水平震荡下行的概率较大。

行业流动性走势图 (次)



债市: 水泥行业债务期限结构有待改善, 但盈利对债务及利息形成稳定覆盖; 预计债券市场整体发行规模难以提升, 存在一定的流动性压力。

信用质量: 水泥行业整体信用水平保持稳定, 但产能过剩相对严重的中小型水泥企业面临被整合和淘汰的可能性较大, 偿债能力存在不确定性。

作者

大公建材行业小组

负责人: 徐梦琪

客服电话: 4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com



概要

2018 年以来，基础设施建设的逐步复苏及房地产开发的持续性投资带动了水泥需求；供需关系的改善使得水泥价格在波动中保持增长态势，但行业整体产能过剩情况依然严峻，行业集中度的提高使大型水泥企业对全行业的产能及价格的控制力得到提升。行业业绩方面，2018 年，水泥行业各个季度的营业收入增速和利润总额均持续增长；受水泥售价及费用控制能力的双重影响，行业盈利能力显著提升。行业债市方面，水泥行业债券发行难度依然很大，融资成本提高，发债规模下降幅度较大，存续债主要集中于一年内到期和 2~3 年到期，短期偿债压力较大且后期或存一定集中到期压力，债务期限结构有待改善，2018 年水泥行业整体信用水平保持稳定。

2019 年，水泥行业需求端方面，在政策大力推进基建稳增长之下，未来基建投资增速有望逐步企稳回升，但随着国内部分城市房地产调控政策的实施，三四线城市市场渐入衰退期，2019 年拿地积极性可能大幅削弱，将使得全年投资增速及新开工增速减缓，对水泥消费拉动作用减弱，水泥需求面临下挫风险。供给侧方面，预计 2019 年，去产能化将更加深入，供给将趋于稳定，在需求面临下挫的情况下，水泥价格涨幅将收窄，或面临一定下行压力。综合来看，在供给侧改革背景下，水泥企业偿债能力将有所改善，未来行业集中度的提高将会更好地发挥大型水泥企业的协同效应，行业供需关系会持续得到优化，行业信用水平将保持稳定。但产能过剩相对严重的中小型水泥企业面临被整合和淘汰的可能性较大，偿债能力存在不确定性。



错峰限产的持续推进有效缓解过剩产能的释放；预计2019年行业去产能化将持续深入，落后产能淘汰进程加快，企业协同机制效果有望改善。

为继续推动产业结构调整和布局优化，各地方政府及行业协会出台一系列更深入的化解产能过剩的政策，提出在限制新增产能、淘汰落后产能的基础上，推进联合重组、推行错峰限产等举措。2015~2017年末，水泥行业熟料年产能分别为 18.10 万吨、18.36 万吨、18.56 万吨，增速分别为 2.26%、1.44%、1.09%，增幅逐步降低，产能扩张已得到了一定的遏制，预计 2018 年水泥熟料产能 18.74 万吨。2018 年 1 月，工业和信息化部印发的关于《钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法》正式实施，加大减量置换力度的同时对用于置换的产能限定更加严格，促进水泥行业去产能、技术进步和转型升级。实施办法明确水泥熟料项目，除西藏地区继续执行等量置换外，其他地区全面实施减量置换；同时，已超过国家明令淘汰期限的落后产能，已享受奖补资金和政策支持的退出产能，无生产许可的水泥熟料产能，均不得用于产能置换。2018 年上半年，全国新投产 5 条水泥熟料生产线（其中 1 条生产线为产能置换），新增熟料产能共 765.7 万吨，但由于投放区域较为分散，对全市场影响较小。截至 2018 年末，行业熟料总产能 18.74 万吨/年，前十大占比 55.00%，同比提升 0.15 个百分点；2018 年上半年我国水泥熟料产能利用率仅在 70%左右，同比略有上升，但产能过剩情况依然严峻，与 80%的合理值仍然存在一定距离。2017 年 6 月中国水泥协会发布《水泥工业“十三五”发展规划》称，至 2020 年要压减 20%水泥熟料产能（4 亿吨），水泥熟料产能利用率超过 80%，水泥行业整体去产能压力仍然很大。

2018 年以来，由于国家供给侧改革的持续推进和环保督查力度的不断加大，全国绝大部分省份出台并严格执行了包括错峰生产、环保限产在内的多项限产措施，夏季错峰生产呈常态化，错峰限产的覆盖面更广。2015~2017 年及 2018 年 1~10 月，国内水泥产量分别为 23.48 亿吨、24.03 亿吨、23.16 亿吨和 17.95 亿吨，整体呈下降趋势，错峰限产的持续推进有效缓解了过剩产能的释放，平衡了市场供求关系。此外，2018 年以来全国各区域水泥企业协同自律及合作意

识不断增强，多个区域联合公司相继成立。2018年5月，由唐山冀东水泥股份有限公司、滦县磐石水泥有限公司和唐山燕东水泥股份有限公司等12家企业发起成立唐山市金石联合水泥产业发展平台；8月，内蒙古蒙西水泥股份有限公司、辽宁山水工源水泥有限公司和中国联合水泥集团有限公司等6家企业共同出资1亿元组建内蒙古水泥集团，旨在通过整合产权和经营权，优化供给侧结构和布局。区域性水泥集团的成立主要通过调节区域内各家企业的水泥产销量来提升价格，压减过剩产能，减少区域内无序竞争局面，有助于改善各区域的水泥供需关系。

2019年，行业去产能进程有望进一步加快，未来随着错峰生产的严格执行及落后产能淘汰进程的加快，产能压减措施将更加深入，企业协同机制效果有望改善，水泥行业的竞争格局亦将更加有序。在严禁新增产能和逐步去产能的共同作用下，熟料产能在得到控制的情况下将继续减少，熟料产能的释放效应将趋弱。

基础设施建设的逐步复苏及较强的房地产需求对水泥市场需求形成较大支撑，水泥产量稳中有增；预计2019年房地产开发投资拉动作用减弱，水泥需求将面临下挫的风险。

水泥行业的下游消费需求与固定资产投资呈正相关性，其中基础设施建设支出和房地产投资增速是影响水泥需求的重要驱动因素，另外民间消费如产业园区厂房及自发性新型农村建设等也是水泥下游消费的重要构成部分。受国家继续出台地面交通、综合地下管廊、海绵城市建设等基础设施建设投资规划影响，基础设施建设及房地产开发投资完成额保持着一定的增长速度，2018年1~10月，全国固定资产投资完成额为54.76万亿元，同比增长5.7%。但2018年以来，由于去杠杆与控制地方债务等原因，基础设施建设投资增速大幅放缓，增速由年初的16.1%降至9月的3.3%，10月略有回升至3.7%，实现了今年以来的首次回升。房地产投资方面，2018年1~10月，房地产开发投资完成额为9.93万亿元，同比增长9.7%，增速比1~9月回落0.2个百分点，对水泥需求的拉动作用趋弱。2018年10月31日国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，加速基建投放力度并启动了诸如川藏铁路等重大基建项目，基础设施建

设的逐步复苏及较强的房地产需求对水泥市场需求形成较大支撑，水泥产量稳中有增。2018年1~10月全国水泥产量17.9亿吨，同比增长2.6%。

预计2019年，在政策大力推进基础设施建设稳增长之下，基础设施建设增速有望逐步企稳回升，但随着三四线城市市场渐入衰退期，房地产投资增速和新开工增速预期会减缓，基建的逐步复苏不足以扭转水泥需求随房地产开发投资下行的趋势。受房地产开发投资拉动作用减弱，经济转型过程中投资结构的转变以及民间投资的疲弱等多方面因素影响，2019年水泥需求将面临下挫的风险。

行业集中度的提高有利于大型水泥企业充分发挥主观能动性，对全行业的产能及价格的控制力提升；2019年，行业去产能措施地深入实施将进一步压缩中小型水泥企业的生存空间。

水泥行业去产能进程随供给侧改革的深入而深入，2018年以来水泥行业通过禁止新增产能、持续的错峰生产、产能置换、加强环保管制和提升区域协同机制等措施对供需关系进行了改善。虽水泥产能新增压力明显减轻，但行业产能过剩问题依然严峻，去产能压力仍然很大。对于水泥市场的调控，在国家运用宏观调控手段进行调整的同时，具有较高的区域市场集中度的大型水泥企业也承担着对市场进行调节的责任。大型水泥企业在并购重组后按照供给侧改革的要求淘汰落后产能，可达到去产能及提高市场定价能力，同时也进一步提高了行业集中度，有利于大型水泥企业充分发挥主观能动性，加强区域主导企业的市场控制能力，充分发挥区域协同效应，进而稳定市场价格。



表 1 我国水泥市场竞争格局

区域	主要省市	区域竞争态势	主要企业
华北	北京、天津、河北、山西、内蒙古	京津冀区域行业集中度较高，市场环境较好	冀东水泥、金隅股份、蒙西水泥
东北	辽宁、吉林、黑龙江	下游需求疲软、价格逐步走低，缩小与全国的价差	北方水泥、亚泰集团、冀东水泥、山水水泥
华东	上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东	市场相对成熟、产能淘汰开始较早，区域供给较稳定	海螺水泥、南方水泥、中联水泥、山水水泥、红狮水泥、万年青水泥、福建水泥
中南	河南、湖北、湖南、广东、广西、海南	广东下游需求旺盛，需从外地调入部分水泥；广西产能较大且较为分散，市场竞争激烈；河南、湖北、湖南三省水泥产能大，但相对集中；海南产能较小，市场相对独立，价格较高	海螺水泥、南方水泥、华润水泥、天瑞集团、华新水泥、台湾水泥、红狮控股、同力水泥、中材水泥、塔牌集团
西南	四川、云南、贵州、西藏、重庆	前期产能集中释放，市场竞争激烈，近期随着西南水泥整合，市场集中度提升	西南水泥、拉法基瑞安、海螺水泥、四川双马、台湾水泥
西北	陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆	新增产能大量投产，产能过剩问题逐步显现，市场竞争加剧	海螺水泥、冀东水泥、天山股份、青松建化、宁夏建材、祁连山水泥

数据来源: Wind, 大公整理

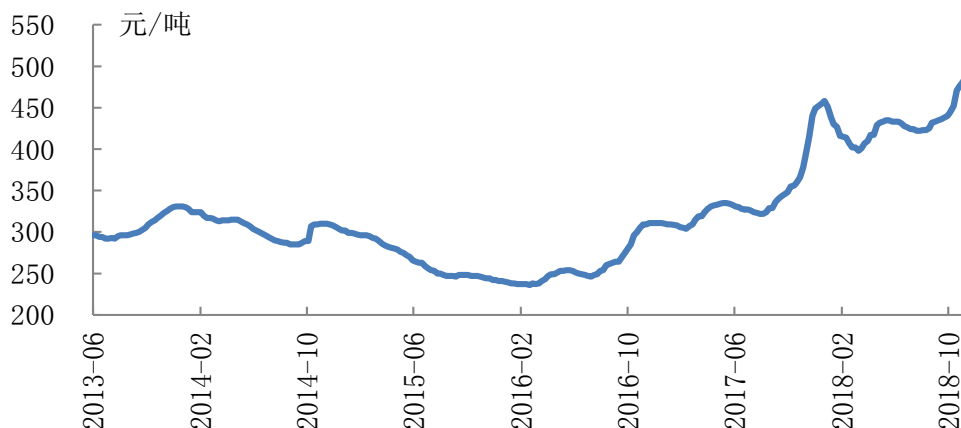
中国水泥协会提出了 2019 年要在全国范围内完成压减熟料产能 11,640 万吨，关闭水泥粉磨站企业 150 家，企业兼并重组加快，前 10 家大企业集团的全国的熟料产能集中度达到 62%以上，水泥产能集中度达到 50%以上等目标。去产能深入带来的行业集中度持续提升，会使得国内大型水泥企业产业链效应继续提升，生产的熟料产品将优先内部使用，以粉磨为主业的小型水泥企业的成本将会有所提升。总的来看，去产能措施地深入实施将进一步压缩中小型水泥企业的生存空间。

行业供给侧改革的推进改善了供需关系，产品价格波动中增长；2019年，在供给趋于稳定及需求面临下挫的情况下，水泥价格涨幅将收窄，或面临一定下行压力。

随着供给侧推进，行业去产能加速，行业整体供需关系有所改善，水泥行业向下游转嫁成本能力提高。2018年以来，水泥产品销售价格在波动中保持增长态势，2018年12月7日，普通硅酸盐水泥P.042.5

售价为493.00元/吨，较年初增长7.64%，创2008年以来新高。2018年初，因水泥价格起点过高，春节来临市场需求锐减导致水泥价格大幅快速回落；4~5月份需求回升，水泥价格回暖；6~8月份因传统淡季，价格有所回落；四季度迎来销售旺季，水泥价格持续上涨，全年整体价格走势和2017年基本保持一致。

图 1 2013 年 6 月以来 P.O 42.5 水泥月均价 (元/吨)



数据来源: Wind, 大公整理

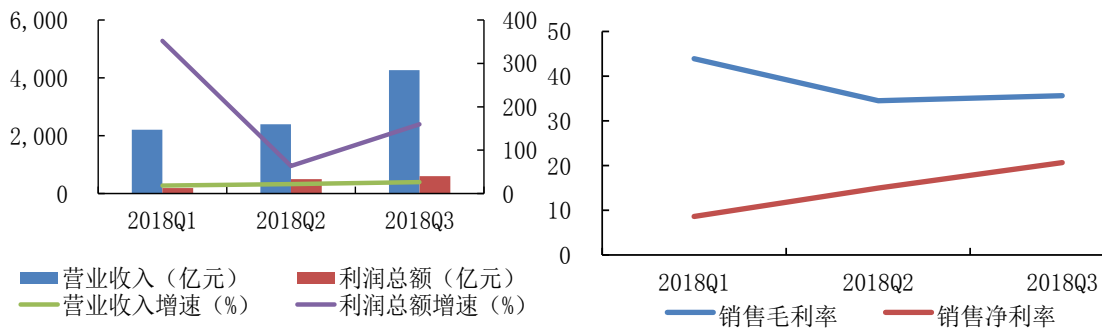
2018年以来，水泥价格一直保持高位运行，且绝大部分企业库存量长期处于在50%以下。2019年，在房地产投资与基建投资的共同影响下，水泥需求承压；高盈利之下，新增产能与置换产能的增加，将对水泥行业产能提高形成一定冲击，但冲击仍处于较低水平，供给将趋于稳定，预计未来一年内水泥价格涨幅将收窄，或面临一定的下行压力。

2018年，行业收入及利润大幅提升；预计在行业面临下挫风险的情况下，水泥行业盈利水平在未来一年内震荡下行的概率较大。

2018年前三季度水泥行业营业收入为8,871亿元，同比增长23.10%，营业收入增速同比增加3.16个百分点，在产销量涨跌互现的情况下，水泥产品销售价格较快的提升为营业收入及其增速的增长、利润总额提供了支撑。2018年1~9月，水泥行业利润同比增长123.1%，行业利润率已经高于工业平均利润率6.20%左右的水平。整体而言，2018年行业营业收入和利润总额均表现出较大的增幅。



图 2-1 2018 年以来水泥行业收入和利润 (左轴) 及同比增速 (右轴) **图 2-2 2018 年以来水泥行业毛利率和净利率**



数据来源: Wind, 大公整理

水泥制造成本端，能源及运输单位成本将难以大幅度降低，对水泥行业生产经营带来一定的成本压力，提升装备水平及投入技术改造以促成降本增效将是水泥企业成本控制的主要措施。盈利能力方面，在供给侧大幅收缩的条件下，企业以降本增效，提高价格，扩大利润规模为主旨，使得2018年行业盈利能力得到大幅提升。受水泥售价及费用控制能力的双重影响，销售毛利率及净利率数据表现出一定的差异性。2018年一季度水泥价格始终保持高位运行，带动销售毛利率同比大幅提升；而二、三季度相对为水泥销售旺季，水泥价格在经历小幅下滑后迅速回升，在原材料成本小幅增长的基础上，其销售毛利率仍保持较为平稳的状态。在费用控制能力逐步增强的影响下，行业销售净利率亦显著提升。预计2019年，在水泥行业面临下挫风险的情况下，水泥销售价格及盈利出现震荡下行的概率较大，行业盈利能力将逐步回归至较为合理的水平。

2019年，水泥行业近40%的债券集中到期，偿债压力较大，但由于行业集中度较大，且龙头企业盈利状况较好，总体盈利对债务及利息的覆盖仍较高；预计债券市场整体发行规模难以提升，存在一定的流动性压力。

截至 2018 年 11 月末，水泥行业存续债券规模 1,829 亿元，主要集中于 1 年以内和 2~3 年到期，其中一年以内到期的债券占比 39.09%，以短期债券为主，短期偿债压力较大；集中于 2021 年到期的债券占比 26.03%，规模达 476.00 亿元，后期或存一定集中到期压力，债务期限结构有待改善。预计 2019 年，水泥产品销售价格虽面临下行压力，但降本增效仍将使水泥企业盈利能力及现金流维持较好水平，可

对债务及利息形成稳定地覆盖。同时，从存续债发行主体来看，水泥行业存续债主要集中于级别较高的大型国有水泥企业手中，例如中国建材及金隅股份（包含其主要子公司）存续债规模分别为 699.00 亿元和 425.00 亿元，合计达 1,124.00 亿元，在存续债中占比为 61.45%；以中国建材及金隅股份为代表的国内大型水泥企业，经营状况较好且外部支持力度较强，因此水泥行业存续债到期偿债风险较低。

在金融监管趋严，去杠杆化的大背景下，水泥行业内发债企业也面临着发行难度加大等问题，水泥债券市场整体发行规模提升空间较小，存在一定的流动性压力。2018 年 1~11 月，水泥行业发债规模降幅较大，共发行债券 80 只，发行金额为 856.50 亿元，较去年同期下降 338.50 亿元。另外，在发行债券的品种方面，2018 年 1~11 月，水泥行业债券融资仍以超短期融资券为主，占比为 50.73%，中票及公司债等中长期债券发行规模同比提升 44.98%；发债主体级别方面，2018 年 1~11 月，发债主体级别均在 AA 以上，其中 AAA 级别在发债总量中占比达到 84.53%，AA+ 为 14.89%，发债主体逐年向高级别集中，且企业类型主要为大型央企以及地方国有大型水泥企业，一方面是国企发行成本要普遍低于民企，一方面是国家货币政策及银行信贷政策对民营企业持续经营产生较大影响，使其在债券市场发行难度较高。

预计 2019 年，在持续性地去产能及去杠杆化背景下，水泥企业发行难度和成本难以改善，水泥行业债券融资将继续收紧，在直接融资受阻的情况下，或将更多地依赖于银行借款。

水泥行业整体信用水平将保持稳定，但仍需关注去产能背景下，产能过剩相对严重的中小型水泥企业面临被整合和淘汰的可能性较大，其偿债能力存在不确定性。

2018 年以来，水泥行业内发债企业的级别迁移均为主体级别上调，涉及主体共有 3 家，其中 1 家由 AA/稳定调整为 AA+/稳定，2 家由 AA+/稳定调整为 AAA/稳定。受益于产品销售价格的稳步提升，水泥企业盈利及偿债能力均有所改善，水泥行业整体信用水平较为稳定。预计 2019 年，水泥产品价格虽将面临下行压力，但供需关系仍会继续优化，因此水泥行业信用水平将保持稳定。



表 2 2018 年以来水泥行业发债企业的主体级别及展望调整情况

序号	企业名称	调整日期	评级机构	调整内容	调整方向	调整前		调整后	
						级别	展望	级别	展望
1	西南水泥有限公司	2018-07-11	联合资信	级别	上调	AA+	稳定	AAA	稳定
2	中建西部建设股份有限公司	2018-06-20	中诚信国际	级别	上调	AA	稳定	AA+	稳定
3	华新水泥股份有限公司	2018-04-20	中诚信证评	级别	上调	AA+	稳定	AAA	稳定

数据来源: Wind, 大公整理

但需持续关注，水泥行业仍处于“两高一剩”名单，虽盈利能力较大幅度回升，但投资机构对行业的认可度及投资意愿仍不尽如人意，一定程度上将会持续性地影响行业债券发行规模；同时，在去产能政策背景下，企业兼并重组将持续深化，行业集中度也将持续提升，中小型水泥企业或出现分化，规模较小、实力较弱、产能过剩相对严重的水泥企业面临被整合和淘汰的可能性较大，加之民营或中小型水泥企业在债券市场发行难度较高，国家货币政策及银行信贷政策对其持续经营会产生较大影响，进而影响其盈利能力及现金流水平，其偿债能力亦将存在不确定性。