

2022 年水泥行业信用风险总结与展望

联合资信 工商评级 | 宋莹莹 | 杨哲|于思远

2022 年以来，行业资金紧缺造成房地产开发投资呈负增长，基建投资虽增幅明显但对水泥需求支撑不足，水泥产量创 11 年来新低；供需失衡致使行业竞争加剧，成本难以向下游传导，水泥价格波动下降。但煤炭价格仍高位震荡，水泥行业效益下降明显。

目前水泥行业融资主体以高信用等级央企和国企为主，整体偿债风险可控，但应关注下游需求疲弱、煤炭价格高位运行对行业效益和流动性带来的负面影响。

展望 2023 年，水泥需求端或将有所回升但难以明显改善，供需矛盾有所缓和但仍较为突出，煤炭价格短期内难以回落，水泥行业效益或好于 2022 年但难以回升至 2021 年水平。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



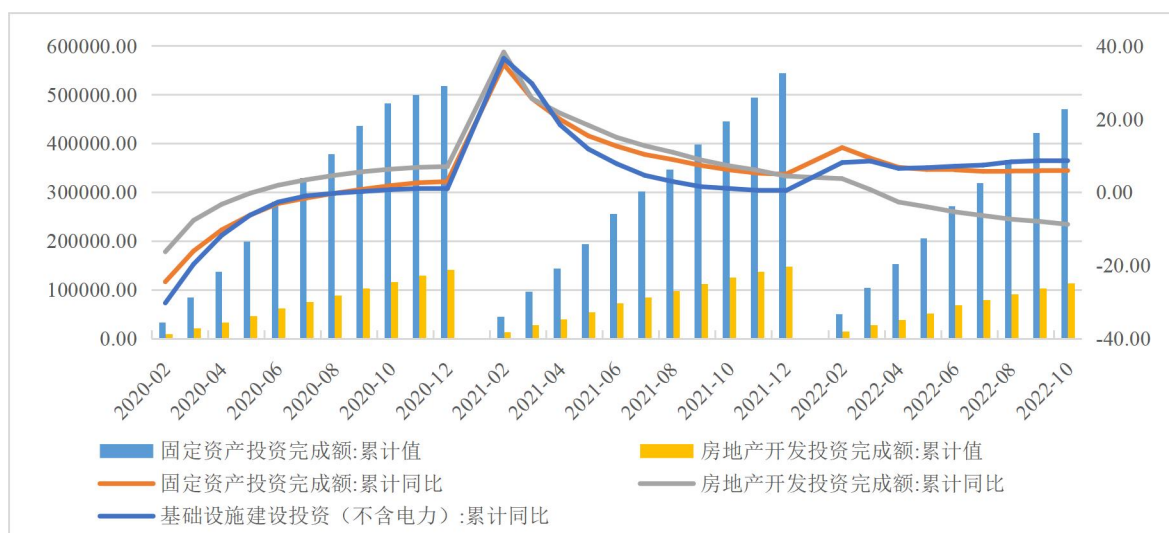
一、2022 年水泥行业运行情况

（一）行业供需情况

2022 年以来，行业资金紧缺造成房地产开发投资呈负增长，基建投资虽增幅明显但对水泥需求支撑不足，水泥产量创 11 年来新低；需求不振造成产线投产计划放缓，行业竞争严峻，水泥行业景气度下降明显。

从需求端来看，2022 年以来，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多点散发，不利影响明显加大，中国经济出现较为明显的放缓趋势，2022 年前三季度 GDP 同比增长 3.0%，增速同比下降 6.80 个百分点。2022 年 1—10 月，固定资产投资（不含农户）完成额增速 5.80%，较上年小幅下滑但仍保持在平稳水平。其中，基建投资（不含电力）增速 8.70%，增速高于上年水平，对固定资产投资增速支撑明显；受行业资金紧缺影响，2022 年 1—10 月，房屋新开工面积同比下降 37.80%，施工面积同比下降 5.70%，受此影响，房地产投资增速持续下探，进入 4 月后呈现负增长，1—10 月房地产投资增速为-8.80%。虽基建投资增长明显，但房地产行业的不景气对水泥需求的拖累较大，水泥行业下游需求疲弱。

图 1 2020 年以来中国固定资产投资情况（单位：亿元、%）



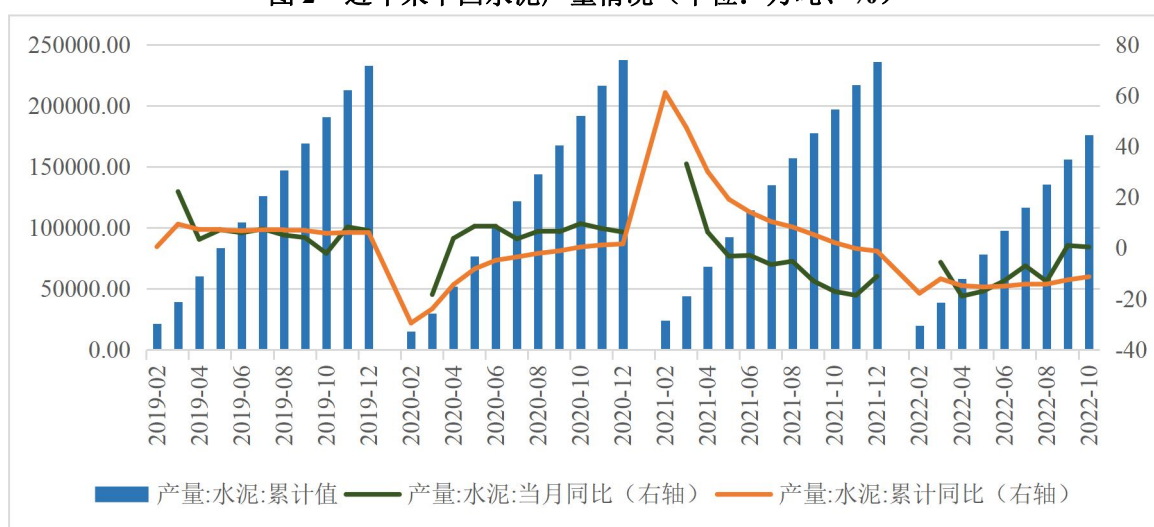
资料来源：Wind

供给方面，从产能来看，2022 年上半年全国新投产水泥熟料产线 9 条，主要分布在华东、华南地区，熟料产能合计 1610 万吨，较上年同期增加 4.93%。根据不完全统计，2022 年预计全年投产熟料产线 24 条，皆为产能置换，合计熟料产能约为 4640

万吨¹，较上年有所增长，但与年初计划投产的 49 条生产线存在较大差异，下游需求不振及水泥企业经营获现能力下降使得部分原定计划投产的水泥熟料线并未投产。

从产量来看，2022 年 1—10 月，全国水泥产量 17.59 亿吨，同比减少 11.30%，降幅环比有所收缩，但水泥产量创 11 年以来新低。其中，1—2 月为错峰停窑淡季，地产新开工力度延续下降趋势且降幅进一步扩大，3 月为水泥市场淡旺季切换月，企业恢复正常生产，但 3—4 月多地频发的疫情对需求存在一定压制，5 月疫情逐步好转，下游加快施工，但部分地区受制于降雨增多以及房建市场恢复不及预期等问题，需求恢复弱于同期。6 月疫情不利因素基本褪去，但由于房建工程延期和停工现象，叠加北方高温，南方阴雨不断以及中高考等影响，水泥行业依然偏弱运行。7—8 月受南北方入暑后炎热天气和房地产投资仍持续下滑的影响，水泥市场整体走势十分低迷。9—10 月外部施工条件向好，多地开工率逐步恢复，基建投资稳中有升，房地产投资受保交楼等政策陆续实施影响下降幅度放缓，水泥产量同比略有增长。

图 2 近年来中国水泥产量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

（二）水泥价格表现

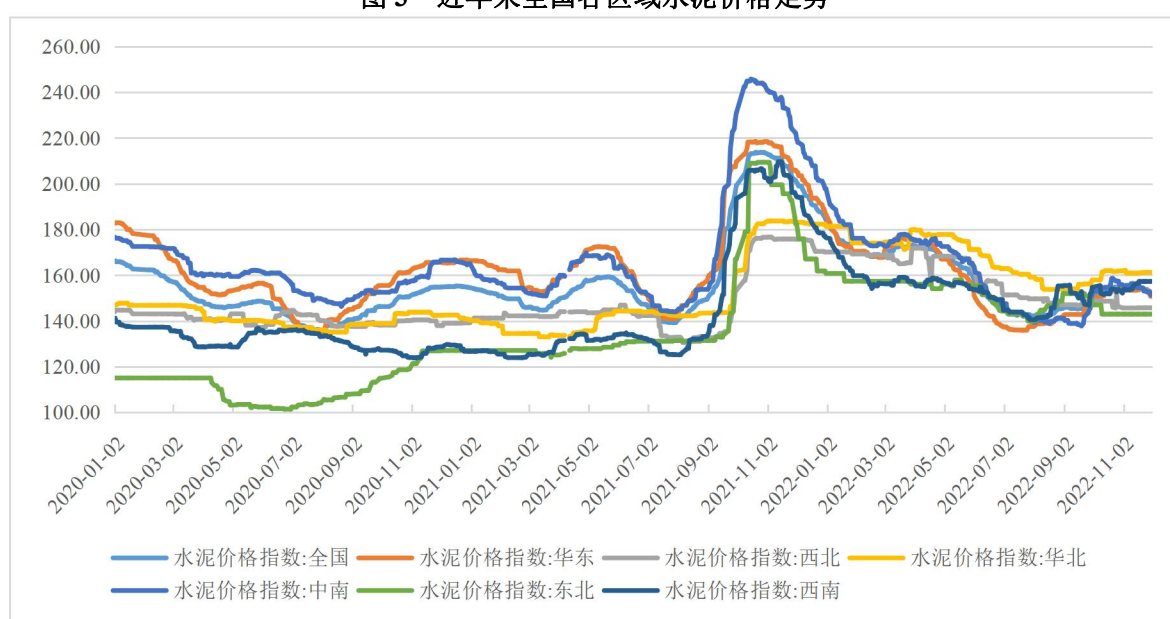
供需失衡致使行业竞争加剧，成本难以向下游传导，水泥价格波动下降。

从价格情况来看，2022 年 1—11 月，国内水泥价格从高位波动回落，各区域间水泥价格差距有所缩小。从月度走势来看，1—2 月水泥价格延续 2021 年底的回落走势继续下探，3 月受部分地区市场回暖影响，华东和中南地区水泥价格小幅上涨，其他地区水泥价格较为平稳；但受需求下降，供需失衡竞争加剧影响，进入 4 月，各地区

¹ 年产能以 24 条生产线日产能*330 天获取。

水泥价格持续下跌，5—7月水泥价格呈加速下行态势；8月以来，特别是进入9月，下游需求有所恢复，且部分地区陆续执行错峰停窑，供需矛盾有所缓解，水泥价格止跌并缓慢小幅回升。

图3 近年来全国各区域水泥价格走势



资料来源：Wind

（三）行业效益情况

2022年以来，受煤炭价格高位震荡，叠加需求疲弱致使水泥销量下降共同影响，水泥行业效益下降明显。

根据水泥大数据网数据显示，2022年1—6月，全国规模以上水泥企业营业收入同比下降3%，利润总额同比下降42.4%，销售利润率在9.3%左右，较上年同期下降5.8个百分点；2022年前三季度，主要发债及上市水泥企业营业总收入同比下降13.97%，利润总额同比下降44.58%，个别企业出现亏损。利润下降，一方面系2022年以来，作为水泥生产的主要原料之一煤炭价格持续高位震荡，水泥企业生产成本同比大幅上涨；另一方面，水泥下游需求下降明显，供需失衡，成本难以向下游传导，水泥价格波动下降，叠加水泥产销量下降，销售端和成本端共同压缩水泥企业盈利空间。

图 4 近年来动力煤价格走势


资料来源: Wind

二、2022 年以来水泥行业政策动态

关键词 1: 错峰生产常态化、部分地区错峰停窑时间延长

2022 年以来,为进一步解决短期供需矛盾,在《工业和信息化部生态环境部关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》(工信部联原〔2020〕201 号)的基础上,错峰生产政策不断优化。综合全国各地发布的具体错峰政策和水泥企业的执行情况来看,2022 年以来水泥错峰生产在执行力度进一步加强、范围进一步扩大,执行标准更加规范。

在疫情复发和需求疲软的背景下,水泥市场严重供大于求,部分地区企业延长错峰生产时间,尤其是西南地区和部分华东地区。华北地区错峰政策相对宽松,时间有所缩减。另外差异化错峰生产措施日益优化,将绩效分级纳入可减免错峰时间的考虑范围,如河南、山西和川渝等地区,A 级企业错峰停窑时间明显少于其他级别的企业。

2022 年 11 月以来,多地陆续启动水泥错峰生产,部分地区错峰生产时间较上年年底继续延长,由此带来的供给缩减使得水泥价格小幅走高。

表 1 全国各地最新错峰生产政策情况

区域	省份	全年计划停窑时间	具体政策情况
华北	京津	120 天	时间: 每年自 11 月 15 日至次年 3 月 15 日
	河北	120 天	根据地区采暖季实际起止时间合理安排
	山西	150 天	太原市 6 家水泥熟料生产企业在 10 月 15 日 - 12 月 31 日期间停产
	内蒙古	120 天	2021 年 12 月 1 日 - 2022 年 3 月 31 日; 2022 年夏秋季错峰时间为 7 - 10 月, 原则上不少于 40 天
东北	黑龙江	150 天	2022 年 8 月 1 日起执行夏季错峰生产, 停窑 30 天; 2022 年 10

			月 15 日—2023 年 3 月 15 日
	吉林	150 天	每年自 11 月 1 日至次年 3 月底，冬季错峰停产时间不少于 150 天；2022 年 8 月 1 日起执行夏季错峰生产，停窑 30 天
	辽宁	180 天	采暖季+其它时段内的常态化错峰时间
华东	江苏	70 天	江苏涉及熟料生产的 23 家企业，39 条生产线全年停窑总天数不少于 70 天，其中春节期间（1 月 1 日—3 月 31 日）停窑 35 天、梅雨高温季节（6 月 1 日—9 月 30 日）停窑 20 天
	浙江	65 天	时间：全年不少于 65 天，其中：春节期间 35 天、梅雨高温季节 20 天、四季度 10 天，政府、环保等行业主管部门要求停产或限产形成的停窑天数可计入错峰停窑；集团企业内部停产时间可统一安排
	福建	65 天	所有生产线错峰时间分为春节雨季期间（2021 年 1 月至 5 月）和酷暑伏天期间（2021 年 7 月至 10 月）；每条生产线停窑不少于 65 天
	江西	70 天	一季度：错峰不少于 40 天，时间：2022 年 1 月 1 日—3 月 31 日。其它时段：梅雨（6 月）、酷暑（7—8 月）、环境敏感期或根据实际需要，错峰不少于 30 天，具体时间待定
	安徽	分区域、分级	淮北、宿州、蚌埠、淮南、滁州 12 月 1 日至次年 3 月 31 日实施错峰生产，合肥、马鞍山、芜湖、宣城、铜陵、池州、安庆等市水泥熟料生产企业原则上于冬季、雨季伏天实施错峰生产。其中，电石渣生产水泥熟料的生产线也应参与错峰生产；有协同处置的熟料生产线可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷。重污染天气重点行业绩效评级为 A 级企业可在上述时间段内自行安排错峰时段，B-D 级企业错峰生产时间不得少于 30 天-90 天不等。重污染天气应急响应期间，水泥熟料生产企业应按照企业绩效落实响应的应急减排措施实施，应急响应减排时间不计入常态化错峰时间
	山东	160 天	范围：省内所有熟料生产线（不含特种水泥）；时间：2022 年 11 月 15 日—2023 年 3 月 15 日
华中	湖南	130 天	根据市场情况加大二、三季度错峰力度，全年达到错峰停窑 130 天以上
	河南	105~120 天	绩效分级 A 级企业按照 2022 年 11 月 20 日至次年 1 月 5 日、2023 年 1 月 21 日至同年 3 月 15 日两个时间段实施错峰停产；B 级企业按照 2022 年 11 月 15 日至同年 12 月 31 日、2023 年 1 月 16 日至同年 3 月 15 日两个时间段实施错峰停产；C 级企业按照 2022 年 11 月 15 日至次年 1 月 31 日、2023 年 2 月 11 日至同年 3 月 15 日两个时间段实施错峰停产；D 级企业和未完成超低排放改造验收的企业，自 2022 年 11 月 15 日至次年 3 月 15 日采暖期期间，实施错峰停产
	湖北	30~60 天	大部分生产线停窑天数为 60 天，绿色工厂和协同处置等生产线停窑天数各有不同，为 30~45 天不等
华南	广东	60 天	企业自主减排
	广西	60 天	企业自主减排
西南	重庆	基准 110 天	按绩效分级，A 级水泥熟料企业减免错峰生产基准天数的 60%，B 级水泥熟料企业减免错峰生产基准天数的 30%
	四川	基准 110 天	按绩效分级，A 级水泥熟料企业减免错峰生产基准天数的 60%，B 级水泥熟料企业减免错峰生产基准天数的 30%
	云南	基数 100 天	所有水泥熟料生产线，协同处置生产线不得少于 70 天，无协同处置生产线一季度 40 天、二季度 30 天、三季度 20 天、四季度

			10 天
	贵州	150 天	所有新型干法水泥熟料生产线一季度不少于 60 天、二季度不少于 30 天、三季度不少于 30 天、四季度不少于 30 天
西北	陕西	130 天	12 月 1 日—次年 3 月 10 日，冬季错峰 100 天；7 月—9 月，夏季错峰 30 天
	新疆	180~210 天	所有水泥熟料生产线都应进行错峰生产，采暖季+其它时段内的常态化错峰时间
	甘肃	100 天	每年 12 月 1 日—3 月 10 日
	青海	150 天	每条线全年停窑时间为 150 天，其中一季度不少于 60 天、二季度不少于 30 天、三季度不少于 30 天、四季度不少于 30 天
	宁夏	130 天	2022 年 11 月 1 日—2023 年 3 月 10 日（所有水泥熟料生产企业均需错峰生产 130 天，时限内未完成错峰生产的天数在 2023 年 6 月底前补足）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2022 年，部分省份积极关停 2500t/d 以下的熟料线，有利于化解过剩产能，未来行业 2500t/d 及以下规模产能有望陆续退出，预计在 2025 年总产能将收缩 8.6% 以上。其中山东省在淘汰低效落后产能方面力度最大，山东省工业和信息化厅、发展改革委、生态环境厅、应急管理厅、市场监督管理局、能源局关于印发《2022 年山东省利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》的通知，方案中针对水泥行业提出“除特种水泥熟料和化工配套水泥熟料生产线外，2500 吨/日以下的水泥熟料生产线全部整合退出，2500 吨/日的水泥熟料生产线整合退出一半，其余 2500 吨/日水泥熟料生产线须确定产能置换方案。直径 3.2 米及以下水泥磨机产能整合退出”的要求。

关键词 2：超低排放、“双碳”+“双控”

2022 年 2 月 11 日，按照《关于严格能效约束推动重点领域节能降碳的若干意见》《关于发布〈高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 年版）〉的通知》有关部署，为推动各有关方面科学做好重点领域节能降碳改造升级，发展改革委、工业和信息化部、国家能源局联合印发《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022 年版）》，提出引导行业改造升级、加强技术攻关、促进集聚发展、加快淘汰落后，进一步加强企业技术和工艺改造升级、提升能源利用效率、构建健康发展格局、促进产能置换和淘汰落后产能。部分区域已开展分级差异化环保管理，如河南、山西和川渝等地区，依据企业装备水平、生产工艺、污染治理措施、环境管理水平、运输方式等对重点行业企业进行绩效分级，将分级结果应用于差异化环保管理，实施精准治污，实现源头节能减污降碳，推动重点领域节能降碳改造。

为贯彻落实《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》和《2030 年前碳达峰行动方案》部署要求，为加速完善统一规范的碳排放统计核算体系，国家发展改革委、国家统计局及生态环境部于 2022 年 4 月 20

日制定了《关于加快建立统一规范的碳排放统计核算体系实施方案》，《方案》提出部门权责需清晰统一、重点任务需衔接有序、重要参数需规范一致，以建立全国及地方碳排放统计核算制度、完善行业企业碳排放核算机制、建立健全重点产品碳排放核算方法和完善国家温室气体清单编制机制为重点任务全面促进绿色发展。

2022年6月13日，生态环境部等七部门发布了《减污降碳协同增效实施方案》。《方案》要求一体推进重点行业大气污染深度治理与节能降碳行动，推动钢铁、水泥、焦化行业及锅炉超低排放改造，探索开展大气污染物与温室气体排放协同控制改造提升工程试点，《方案》提出，到2025年减污降碳协同推进的工作格局基本形成，到2030年减污降碳协同能力显著提升，助力实现碳达峰目标。

2022年7月7日，工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部三部门联合印发《工业领域碳达峰实施方案》，《方案》总体目标为：“‘十四五’期间，产业结构与用能结构优化取得积极进展，能源资源利用效率大幅提升，建成一批绿色工厂和绿色工业园区，研发、示范、推广一批减排效果显著的低碳零碳负碳技术工艺装备产品，筑牢工业领域碳达峰基础。到2025年，规模以上工业单位增加值能耗较2020年下降13.5%，单位工业增加值二氧化碳排放下降幅度大于全社会下降幅度，重点行业二氧化碳排放强度明显下降。‘十五五’期间，产业结构布局进一步优化，工业能耗强度、二氧化碳排放强度持续下降，努力达峰削峰，在实现工业领域碳达峰的基础上强化碳中和能力，基本建立以高效、绿色、循环、低碳为重要特征的现代工业体系。确保工业领域二氧化碳排在2030年前达峰。”重点任务为：深度调整产业结构、深入推进节能降碳、积极推行绿色制造、大力发展循环经济、加快工业绿色低碳技术变革、主动推进工业领域数字化转型。关于水泥行业的重点行动为严格执行水泥产能置换政策，依法依规淘汰落后产能，加快节能降耗技术应用，到2025年，水泥熟料单位产品综合能耗水平下降3%以上；到2030年，原燃料替代水平大幅提高，在水泥行业改造建设一批减污降碳协同增效的绿色低碳生产线，实现窑炉碳捕集利用封存技术产业化示范。水泥生产过程中主要会产生粉尘、二氧化硫、氮氧化物等污染物。近年来，在绿色发展大趋势下，国内不少省份如广东、山东、浙江、宁夏、山西等已经根据自身实际制定并收紧了水泥行业超低排放标准。

表2 部分省份超低排放政策情况

区域	省份	超低排放具体政策情况
华东	山东	2022年5月，山东省生态环境厅起草的《山东省水泥行业超低排放改造实施方案(征求意见稿)》显示，实施范围包括水泥(熟料)制造企业和独立粉磨站。主要目标为2023年3月底前，黄河流域各市完成水泥行业超低排放改造；2023年底前，全省全面完成水泥行业超低排放改造。征求意见要求，水泥窑及窑尾余热利用系统烟气在基准氧含量10%条件下，颗粒物、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于10mg/m ³ 、35mg/m ³ 、50mg/m ³ ；采用独立热源烘干的企业应采用余热、天然气、电等热源，在基准氧含量8%条件下，颗粒物、二氧化

		硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 10mg/m ³ 、35mg/m ³ 、50mg/m ³ 。采用氨法脱硝、脱硫的氨逃逸浓度不高于 8mg/m ³
华南	广东	2022 年 5 月，广东生态环境厅发布了《关于进一步加强固定源和移动源氮氧化物减排工作的通知》，要求，推进水泥企业开展涵盖所有生产环节（破碎、配料、回转窑煅烧、烘干、水泥粉磨、水泥制品加工等，以及大宗物料产品存储运输）的超低排放改造，鼓励 2025 年前实现水泥窑及窑尾余热利用系统烟气氮氧化物排放浓度不高于 50mg/m ³ （基准氧含量 10%）
西北	宁夏	2022 年 6 月，宁夏全面开展钢铁、水泥、焦化等能源生产和消费重点行业烟气深度治理。宁夏地区加快推进水泥、钢铁行业超低排放改造，按照此前印发的宁夏水泥行业、钢铁行业烟气超低排放改造实施方案，今年年底前，要完成宁夏 14 家水泥企业共 22 条生产线烟气超低排放改造。自治区生态环境厅、财政厅、工业和信息化厅于 2021 年 2 月联合印发的《宁夏回族自治区水泥行业烟气超低排放改造实施方案》要求的改造目标是颗粒物、二氧化硫、氮氧化物的排放限值为 10mg/m ³ 、50mg/m ³ 、100mg/m ³

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2022 年 11 月 2 日，工业和信息化部、国家发展和改革委员会、生态环境部、住房和城乡建设部等部门联合印发《建材行业碳达峰实施方案》，《方案》的主要目标为：“‘十四五’期间，建材产业结构调整取得明显进展，行业节能低碳技术持续推广，水泥、玻璃、陶瓷等重点产品单位能耗、碳排放强度不断下降，水泥熟料单位产品综合能耗水平降低 3% 以上。‘十五五’期间，建材行业绿色低碳关键技术产业化实现重大突破，原燃料替代水平大幅提高，基本建立绿色低碳循环发展的产业体系。确保 2030 年前建材行业实现碳达峰”。通过强化总量控制、推动原料替代、转换用能结构、加快技术创新和推进绿色制造，全面提升建材行业绿色低碳发展水平，确保如期实现碳达峰。

另外，在“双碳”+“双控”政策下，高耗能行业转型压力加大，水泥企业淘汰落后产能、剥离低效资产及优化资源配置的需求迫切，行业内企业并购重组愈加频繁，行业集中度将进一步提升。

关键词 3：煤炭价格、市场秩序

为进一步完善煤炭市场价格形成机制，加强煤炭价格监管以引导煤炭价格在合理区间运行，促进煤、电上下游协同发展，保障能源安全稳定供应，2022 年 2 月 24 日，国家发展改革委发布《发改委进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》。通知指出，煤炭是关系国计民生的重要产品，需立足于以煤为主的基本国情，充分发挥市场配置资源的决定性作用，更好地发挥政府作用，健全煤炭价格调控机制，在坚持煤炭价格由市场形成基础上，引导煤炭价格回归合理区间，加强煤、电市场监管，促进煤、电价格通过市场化方式有效传导。2022 年 11 月起，保供稳价效果初现，国内动力煤价格有所回落。

三、2022 年水泥企业债券市场表现回顾

（一）一级市场概况

2022 年 1—11 月，水泥企业新发债数量和规模较上年同期有所下降，新发债企业集中在高信用等级企业，债券期限仍偏短期，发行成本进一步下行。

2022 年以来，受房地产行业下行以及疫情多点爆发影响，宏观经济下行压力大，央行多次降准降息，流动性整体较充裕。2022 年 1—11 月，水泥企业共发行债券²43 只，发行规模 544.80 亿元，发行数量较上年同期减少 24 只，发行规模同比下降 21.95%。

2022 年 1—11 月，水泥行业未发生违约事件，目前水泥行业违约企业仍为“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，目前该公司违约债券已获得全部清偿。

从发债企业主体信用等级看，水泥行业发债企业集中在高等级企业。2022 年发债水泥企业共 11 家，具体情况如下表所示。

表 3 2022 年 1—11 月新发债水泥企业情况

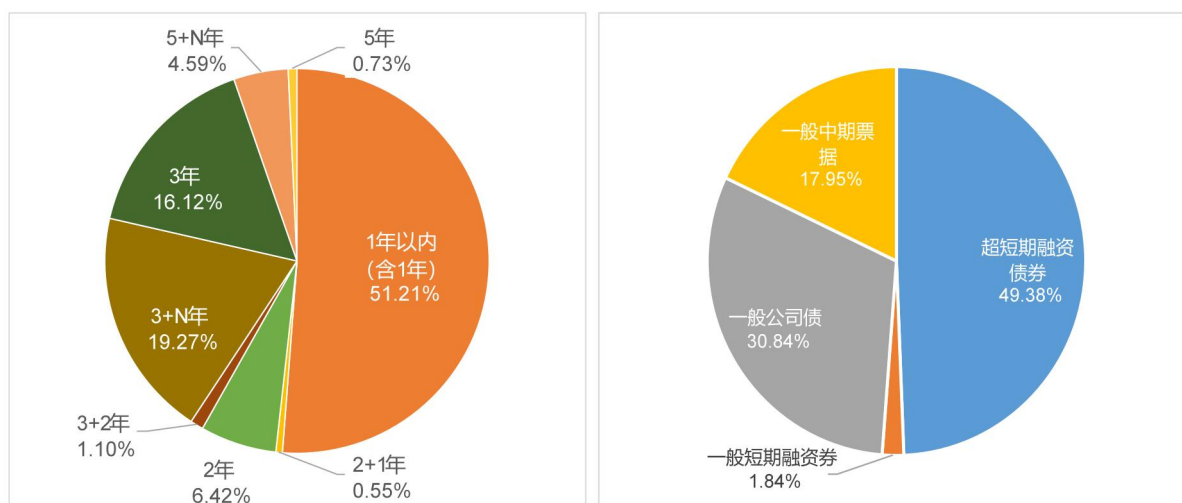
发行时级别	企业名称
AAA	北京金隅集团股份有限公司
	红狮控股集团有限公司
	华新水泥股份有限公司
	南方水泥有限公司
	唐山冀东水泥股份有限公司
	西南水泥有限公司
	新疆天山水泥股份有限公司
	中国建材股份有限公司
	中国建材集团有限公司
AA ⁺	江西省建材集团有限公司
	江西万年青水泥股份有限公司

资料来源：Wind

从发债期限看，水泥企业发行债券期限整体偏短，2022 年 1—11 月发行的 43 只债券中，21 只债券期限在 1 年以内（含 1 年），发行规模占 51.21%，均为银行间的短期融资券类产品。

² 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）、定向融资工具

图 5 2022 年 1—11 月水泥企业发债期限和类别情况（规模占比）



资料来源：Wind，联合资信整理

从发行规模看，2022 年 1—11 月发行规模前三的企业分别为北京金隅集团股份有限公司（150.00 亿元）、中国建材股份有限公司（135.00 亿元）和中国建材集团有限公司（75.00 亿元），主要是央企和地方国企。

发行成本方面，由于水泥行业发债主体主要为高信用等级的央企和地方国企，行业发行利差保持在较低水平，受流动性持续宽松影响，水泥企业不同债券发行利差较 2021 年有不同程度下降。其中短期债券发行利差较上年同期大幅下降，主要系资产荒下投资者青睐安全边际较高的高信用等级中短期债券所致。但 2022 年 10—11 月，短期信用债券发行利差走扩，主要系红狮控股集团有限公司发行利差较大所致。由于基准利率和水泥企业债券加权平均发行利差同比均有所下降，2022 年 1—11 月水泥企业整体债券发行成本较 2021 年同期有所下降。

表 4 2022 年 1—11 月水泥企业信用债发行利率和利差情况

短期信用债券									
类别	指标	2022 年				2021 年			
		一季度	二季度	三季度	10—11 月	一季度	二季度	三季度	四季度
AAA	加权平均发行利率（%）	2.24	2.09	1.81	2.36	3.00	2.76	2.55	2.66
	加权平均发行利差（BP）	18.69	21.84	25.20	52.36	80.82	73.90	51.15	36.83
全样本	加权平均发行利率（%）	2.24	2.12	1.81	2.36	3.00	2.96	2.59	2.68
	加权平均发行利差（BP）	18.69	24.71	25.20	52.36	80.82	94.35	55.71	38.96
中长期信用债券									
类别	指标	2022 年				2021 年			
		一季度	二季度	三季度	10—11 月	一季度	二季度	三季度	四季度
AAA	加权平均发行利率（%）	3.15	3.04	2.73	2.74	--	3.61	3.28	3.30

	加权平均发行利差 (BP)	74.13	67.22	49.38	46.48	--	78.27	67.53	64.95
全样本	加权平均发行利率 (%)	3.15	3.06	2.73	2.74	6.30	3.61	3.40	3.32
	加权平均发行利差 (BP)	74.13	67.30	49.38	46.48	335.95	78.27	78.67	67.19

注：债券样本不包括结构化产品及可转债

资料来源：Wind，联合资信整理

(二) 水泥企业财务表现及主体级别迁徙

2022 年 1—11 月，受需求疲软以及成本上涨影响，水泥企业经营业绩下降，债务负担有所加重；水泥行业未发生信用级别迁徙。

截至 2022 年 11 月底，水泥企业尚有存续债的企业共 16 家，信用等级以 AAA 居多，合计 10 家；AA⁺合计 4 家，AA 仅 2 家，基本为全国或区域内的主导水泥企业。2022 年以来宏观经济整体偏弱，加之房地产新开工面积大幅下降，疫情多点爆发拖慢工程进度，水泥需求持续疲软，而煤炭价格维持高位，同时受物流成本上升影响，水泥企业经营成本增加，2022 年前三季度发债水泥企业平均净资产收益率较 2021 年大幅下降，部分水泥企业出现亏损，资产负债率有所提升。其中，AAA 发债企业由于前期收并购以及近年的产能置换、产业链延伸以及技改环保等项目固定投资金额较大，整体债务杠杆偏高，对外部融资的依赖性相对较大。2022 年 9 月底发债水泥企业平均带息债务/全部投入资本为 42.42%，行业整体偿债压力较小。

表 5 水泥样本企业主要财务指标情况

指标平均值		AA	AA+	AAA	发债企业
资产负债率 (%)	2020 年	46.52	44.75	56.06	52.04
	2021 年	47.78	46.54	60.91	55.68
	2022 年 9 月底	54.28	47.05	61.79	58.09
净资产收益率 (%)	2020 年	8.95	18.32	14.20	14.58
	2021 年	2.87	14.92	13.96	12.82
	2022 年 1—9 月	-7.24	10.20	6.74	6.48
带息债务/全部投入资本 (%)	2020 年	33.86	26.21	41.30	36.60
	2021 年	34.87	29.15	44.93	39.73
	2022 年 9 月底	44.72	27.01	46.81	42.42
经营现金流流动负债比 (%)	2020 年	46.52	44.75	56.06	52.04
	2021 年	47.78	46.54	60.91	55.68

注：2022 年 1—9 月的净资产收益率已年化

资料来源：Wind，联合资信整理

2022 年 1—11 月，水泥行业未发生信用等级迁徙。

（三）水泥企业债券到期情况

截至 2022 年 12 月 6 日，水泥企业 1 年内到期或回售的债券规模尚可，以“AAA”级别为主，兑付风险较小。

截至 2022 年 12 月 6 日，水泥企业存续债券中，1 年内到期或回售的本金合计 497.00 亿元，以央企和地方国企为主，最新主体评级以“AAA”为主，违约风险低，兑付风险较小。但目前宏观经济整体偏弱，水泥企业经营业绩对市场变化较为敏感，且下游房地产行业尚未明显好转，水泥需求下降；而煤炭等大宗商品价格维持高位，成本端的上涨压力可能进一步削弱水泥企业的经营业绩，导致经营获现能力下降。此外，个别中低信用等级的水泥企业股东支持力度一般，若出现债券集中兑付，可能出现短期流动性困难影响兑付的情况。

表 6 截至 2022 年 12 月 6 日到期或回售金额较大的主体情况

企业名称	1 年内到期或回售金额	企业性质	最新评级	评级展望
北京金隅集团股份有限公司	223.00	地方国企	AAA	稳定
中国建材股份有限公司	93.00	央企	AAA	稳定
中国建材集团有限公司	52.00	央企	AAA	稳定
红狮控股集团有限公司	41.00	民企	AAA	稳定
西南水泥有限公司	36.00	央企	AAA	稳定
中国联合水泥集团有限公司	20.00	央企	AAA	稳定
西藏建工建材集团有限公司	10.00	地方国企	AA ⁺	稳定
合计	475.00	--	--	--

注：上表中的到期或回售债券不含结构化产品及可转债，可续期债券到期日按票面利率重置日计算

资料来源：Wind，联合资信整理

四、2023 年水泥行业信用风险展望

需求端来看，基建方面，2022 年基建投资增速回升明显，一定程度弥补房地产行业下行带来的水泥敞口，在基建投资适度超前的原则指导下，随着 2022 年投资的基建工程继续投资及拟建项目陆续开建投资，2023 年基建投资有望继续回升，基建对水泥需求的拉动或将进一步释放。房地产方面，2022 年房地产板块受政策调控过紧冲击，行业基本面数据处于下降期，但 2022 年四季度陆续出台托底政策，预计 2023 年房地产企业融资环境将发生转变，行业资金紧缺状况或将有所缓解；2022 年 1—11 月，100 大中城市成交土地规划建筑面积同比下降 10.30%，预计 2023 年房地产新开工面积仍将持续下降，2023 年房地产投资增速或将持续为负，但幅度或将较 2022 年有所收窄。综合来看，预计 2023 年全年水泥需求或将较 2022 年略有回升。

供给端，行业效益下降致使水泥企业可动用资金减少，产能置换投资进度将放缓，全年新增产能规模或将下降。在“双碳”目标的背景下，各地能耗管控、环保督察以及错峰政策执行力度将继续增加，对水泥供给形成压力，但难改行业产能过剩局面。全年水泥供需关系仍呈季节性分化，需求难以全面恢复的情况下，整体供需矛盾有所缓和但仍较为突出，对水泥价格支撑不足；但煤炭价格仍高位震荡致使成本难以下降，预计 2023 年全行业效益将好于 2022 年，但仍低于 2021 年。

债券市场方面，考虑到行业转型升级、行业效益下降致使经营获现能力下降，水泥企业短期债务偿还等方面资金需求仍大，水泥行业债券市场融资规模预计较 2022 年会有所增长，融资主体仍将以信用等级高的央企和国企为主，行业整体信用风险可控。未来一年，需要重点关注水泥行业发债企业受下游需求疲弱、煤炭价格高位运行、区域市场行情波动、行业产能过剩及环保政策趋严对其效益和流动性等方面的影响。

综上，联合资信对水泥行业整体信用风险展望为稳定。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“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“联合资信评估股份有限公司”，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。

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。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。