

2023 年上半年水泥行业信用风险总结与展望

联合资信 工商评级 | 张超 | 杨哲 | 王逸菲

2023 年以来，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，水泥需求端压力较大；供需失衡致使行业竞争加剧，成本难以向下游传导，水泥价格下降明显，加之煤炭价格仍高位震荡，水泥行业效益持续下降。

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、大额投资支出以及债务集中到期等负面因素对水泥企业偿债的影响。

展望下半年，水泥需求端或将有边际改善，但整体供需格局变化不大，且煤炭价格短期内难以回落，水泥行业效益整体仍将承压。



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



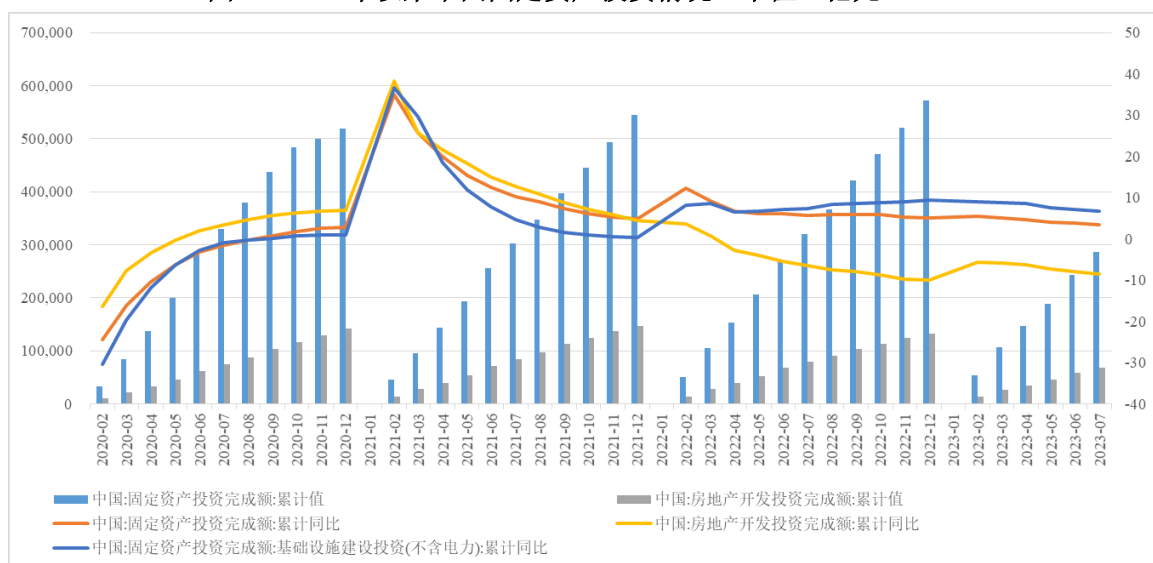
一、2023 年以来水泥行业运行情况

（一）行业供需情况

2023 年以来，房地产行业延续资金紧缺情况，房地产开发投资保持负增长，基建投资增幅放缓，对水泥需求支撑不足，水泥产量创 2011 年以来新低；由于延期投产项目陆续正式投产，产能过剩压力进一步加大，加剧行业竞争，水泥行业景气度下降明显。

从需求端来看，2023 年以来，国内经济延续恢复态势，上半年国内 GDP 同比增长 5.5%。2023 年 1—7 月，全国固定资产投资（不含农户）完成额增速 3.40%，持续放缓。其中，基建投资（不含电力）增速为 6.80%，增速亦放缓，但对固定资产投资增速支撑依然明显；受行业景气度差且资金紧缺影响，房地产市场仍处于底部调整过程中，2023 年 1—7 月，房屋新开工面积同比下降 24.50%，施工面积同比下降 6.80%，受此影响，2023 年 1—7 月房地产投资增速为-8.5%。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、%）

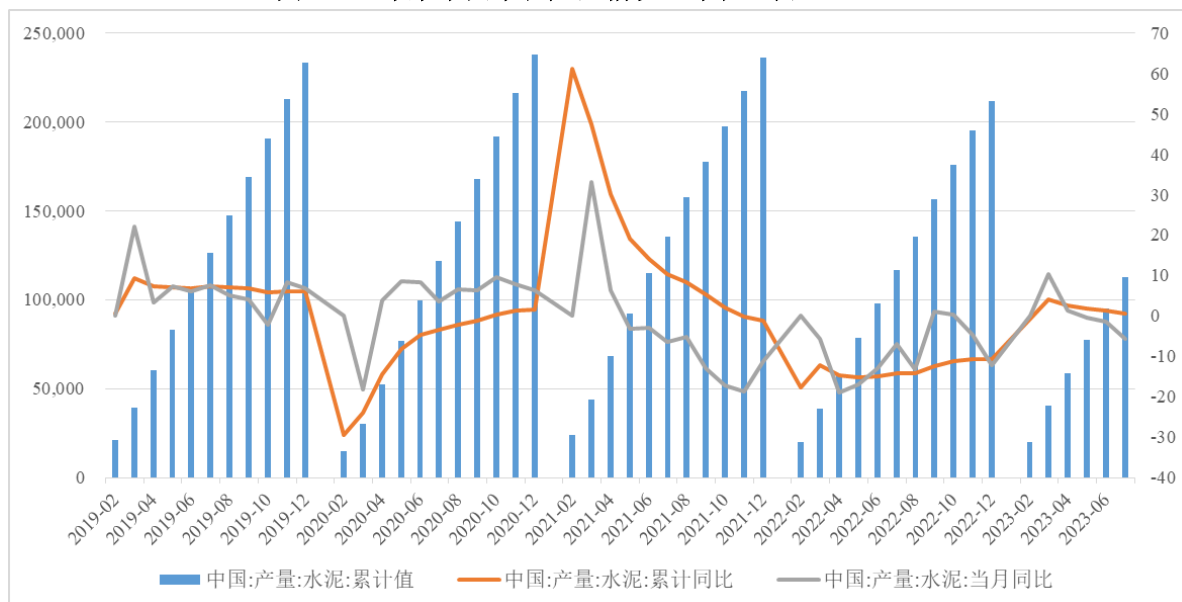


资料来源：Wind

供给方面，从产能来看，根据百年建筑网数据，2023 年上半年全国新投产水泥熟料产线 13 条，主要分布在广西、贵州、宁夏、山东、湖南、湖北、江苏、吉林地区，熟料产能合计 1878 万吨，规模较小。从产量来看，2023 年 1—7 月，全国水泥产量 11.27 亿吨，同比增长 0.60%。其中一季度因春节假期提前、不利天气影响较小及上年基数较低等因素，累计产量同比增长 4.1%；二季度因新开工项目减少、北方高温、

南方雨水及 6 月进入淡季等不利因素，单月产量同比增速转负。

图 2 近年来中国水泥产量情况（单位：万吨、%）



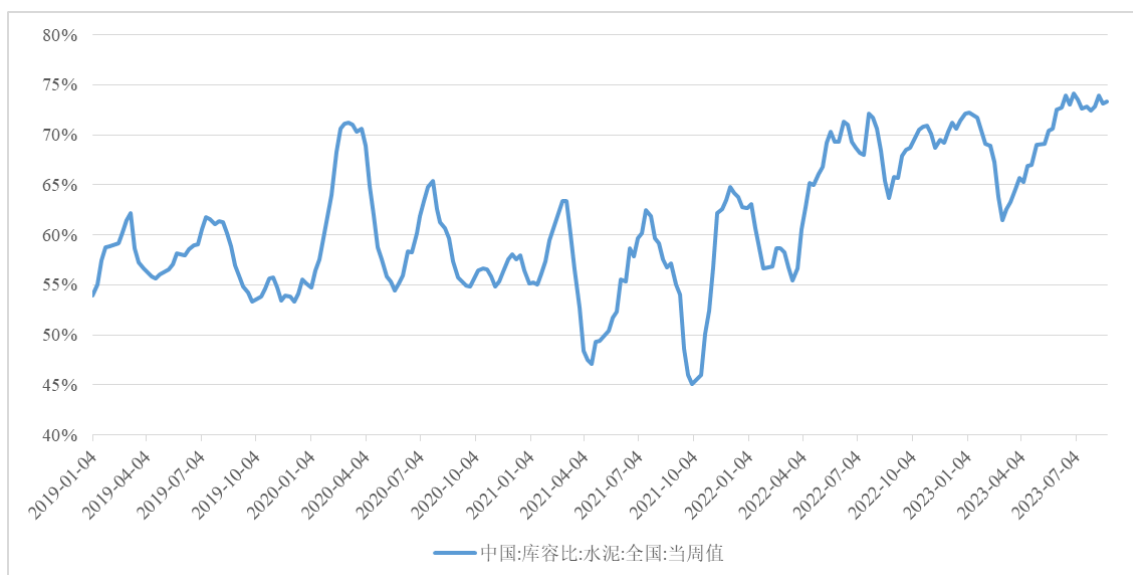
资料来源：Wind

（二）水泥价格表现

供需失衡致使行业竞争加剧，水泥库存量波动上升，价格波动下降。

2023 年以来，因一季度市场需求情况较好，二季度后转弱，全国水泥库容比呈 V 字形，5 月以来维持在 70% 以上，呈现供过于求状态。分地区来看，截至 2023 年 8 月底，仅西南区域库容比低于 70%，其余区域的价格下行压力较大，其中西北区域库容比高达 80%。

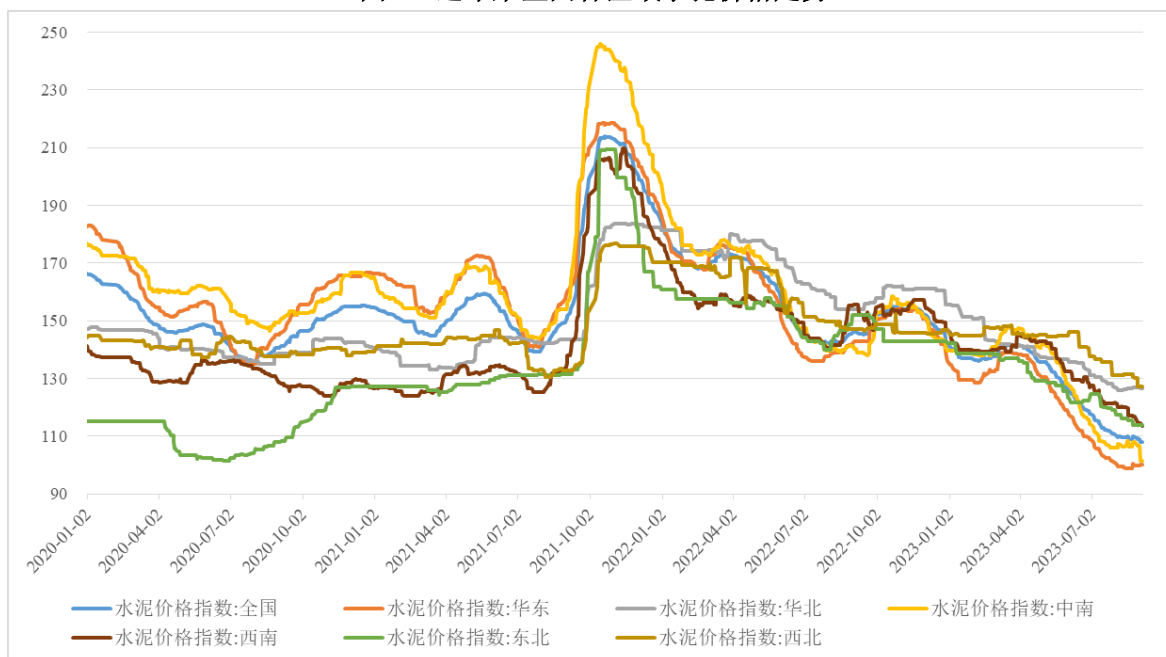
图3 近年来中国水泥库容比情况



资料来源：Wind

2023 年 1—8 月，全国水泥价格整体处于下行态势，各区域之间水泥价格差距加大，其中西北、华北、东北区域价格韧性较强，下降幅度相对较小；中南区域价格波动幅度较大，价格已低于全国均价；华东区域价格较低，但与全国均价之间的差距波动提升；西南区域价格跟随大市。从月度走势来看，1 月全国水泥价格延续 2022 年底的回落走势继续下探，2—3 月企稳回升，4—8 月加速下行。

图3 近年来全国各区域水泥价格走势



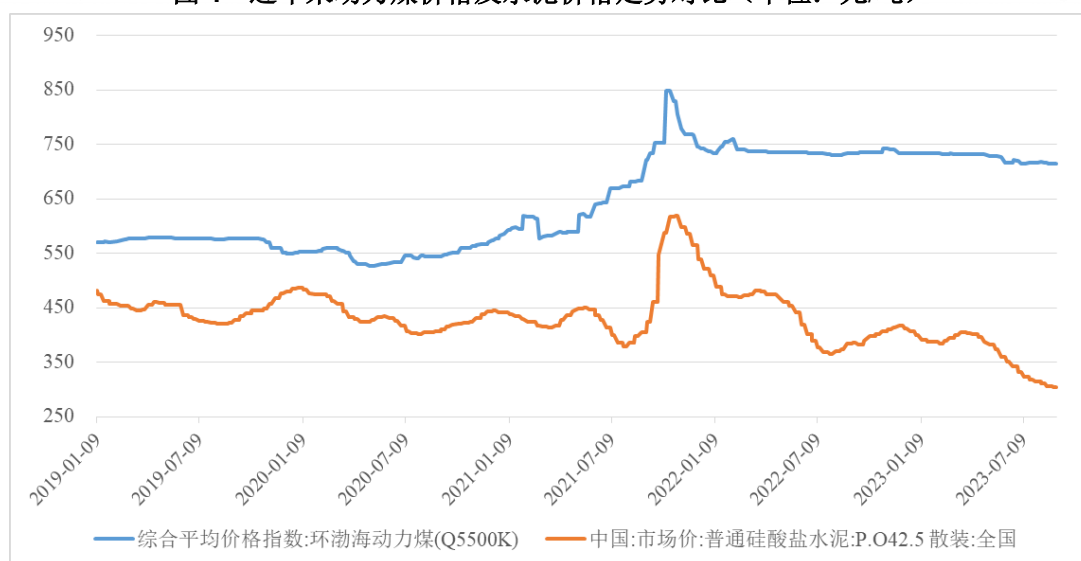
资料来源：Wind

（三）行业效益情况

2023年1—8月，受煤炭价格高位震荡、需求疲弱共同影响，水泥行业效益继续下降。

2023年1—8月，作为水泥生产的主要原燃料之一煤炭价格持续高位震荡，水泥企业生产成本较高，但水泥下游需求延续下降趋势，成本难以传导至下游，水泥价格波动下降，销售端和成本端压力共同压缩水泥企业盈利空间。2023年上半年，主要发债及上市水泥企业营业总收入同比下降9.32%，利润总额同比下降50.93%，亏损企业数量同比略有增加。

图 4 近年来动力煤价格及水泥价格走势对比（单位：元/吨）



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，2023 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；如产能较为集中、供需矛盾较为突出的市场——云南、贵州，上半年最长停窑时间超过 120 天。此外，受下游需求转弱影响，部分企业除了积极执行错峰生产计划，还根据自身库存情况自主停窑。

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	150 天	2023-2024 年度水泥错峰生产执行时间调整为 2023 年 11 月 1 日至 2024 年 10 月 31 日，其中采暖季时间统一为 2023 年 11 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日。年度错峰天数 150 天，其中采暖季 120 天、非采暖季 30 天。
	山西	60~70 天	错峰生产次数不少于三次，错峰生产时间合计 60-70 天。（完成超低排放改造的不少于 60 天，未完成超低排放改造的不少于 70 天）
	内蒙古	120 天	每年 12 月 1 日 - 次年 3 月 31 日
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
	辽宁	180 天	采暖季+其它时段内的常态化错峰时间
华东	江苏	--	无计划性停窑, 自发停窑或库满停窑
	浙江	42 天	4~5 月错峰停窑 12 天, 下半年每两个月停 10 天或每月自律性停窑
	福建	65 天	每条生产线全年错峰生产时间不少于 65 天
	江西	100 天	全年错峰生产初步计划 100 天
	安徽	--	自律性停窑或库满停窑
	山东	205 天	全省熟料企业严格落实采暖季错峰生产 135 天、主动实施夏秋季错峰生产 70 天, 全年错峰生产 205 天
华中	湖南	100 天	要求 2023-2024 年大气污染防治特护期间, 水泥熟料生产线错峰生产天数基数为 100 天, 其中 2023 年 9 月 1 日-12 月 31 日错峰生产天数基数不少于 55 天
	河南	165~175 天	上半年停窑 90~100 天, 下半年计划停窑 75 天
	湖北	60 天	全年要求错峰停产时间不少于 60 天
华南	广东	80 天	全年计划错峰生产停窑暂定 60+20 天/窑
	广西	130 天	2023 年错峰生产时间总计 130 天, 其中: 一季度 50 天, 二、三季度 30 天, 四季度 20 天
西南	重庆	162 天	一季度停窑 45 天、二季度停窑 39 天、三季度停窑 39 天、四季度停窑 39 天
	四川	130 天	一季度停窑 45 天、二季度停窑 30 天、三季度计划停窑 40 天、四季度计划停窑 15 天
	云南	100~150 天	要求昭通市、西双版纳州、迪庆州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 100 天; 怒江州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 130 天; 其余地区每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数 150 天
	贵州	180 天	一季度停窑 60 天、二季度停窑 60 天、三季度计划停窑 30 天、四季度计划停窑 30 天
西北	陕西	100 天	所有水泥熟料生产线都必须执行错峰生产政策, 期间错峰停产 100 天
	新疆	--	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
	宁夏	130 天	所有水泥熟料生产企业均要错峰生产 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

关键词 2: 超低排放、“双碳” + “双控”

2023 年 5 月 22 日, 工信部发布公开征求对《工业领域碳达峰碳中和标准体系建设指南(2023 版)》(征求意见稿)的意见。意见指出, 到 2025 年, 工业领域碳达峰碳中和标准体系基本建立。针对低碳技术发展现状、未来发展趋势以及工业领域行业发展需求, 制定 200 项以上碳达峰急需标准。重点制定基础通用、核算与核查、低碳技术与装备等领域标准, 为工业领域开展碳评估、降低碳排放等提供技术支撑。加快

研制碳排放管理与评价类标准，推动工业领域深度减碳，引导相关产业低碳高质量发展。

2023 年 7 月 11 日，中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过了《关于推动能耗双控逐步转向碳排放双控的意见》，其中指出，从能耗双控逐步转向碳排放双控，要坚持先立后破，完善能耗双控制度，优化完善调控方式，加强碳排放双控基础能力建设，健全碳排放双控各项配套制度，为建立和实施碳排放双控制度积极创造条件。碳排放双控，控制的是碳排放的总量和强度，实质上放开了可再生能源的利用，限制化石能源消费的总量和强度，更符合能源转型的现实需求。

2023 年 8 月 23 日，国家发展改革委、住房城乡建设部等 10 部门联合印发《绿色低碳先进技术示范工程实施方案》(以下简称《实施方案》)。《实施方案》提出，到 2025 年，通过实施绿色低碳先进技术示范工程，一批示范项目落地实施，一批先进适用绿色低碳技术成果转化应用，若干有利于绿色低碳技术推广应用的支持政策、商业模式和监管机制逐步完善，为重点领域降碳探索有效路径。到 2030 年，通过绿色低碳先进技术示范工程带动引领，先进适用绿色低碳技术研发、示范、推广模式基本成熟，相关支持政策、商业模式、监管机制更加健全，绿色低碳技术和产业国际竞争优势进一步加强，为实现碳中和目标提供有力支撑。

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，浙江、山东、江西、宁夏、重庆等多地都有明确规定，要加快淘汰 2500t/d 及以下熟料产能。以山东省为例，2022 年年底前，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已全部淘汰，2023 年 6 月底前全部拆除的生产装置。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。逾期未完成产能置换的水泥熟料生产线直接关停退出。行业内企业并购重组频繁，行业集中度将进一步提升。

表 2 部分省市淘汰熟料产能计划及情况

省市	具体计划及相关情况
浙江省	《浙江省水泥工业高质量发展暨碳达峰行动计划(2022-2025 年)》要求，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料项目，通用水泥熟料退出产能与建设产能的置换比例从 1.5:1 提高至于 2:1。重点压减石灰石资源匮乏、空气质量较差地区的水泥熟料产能，支持熟料生产企业省外布局，鼓励产能向省里确定的重点建设区转移。进一步研究落实 2500 吨/日及以下水泥熟料生产线整合退出方案，省市县合力分年度推进。2025 年底前完成 8 条 2500 吨/日及以下熟料产线减量置换、兼并重组和原厂址改建。各市要根据当地市场、资源(能源)、生态环境实际情况，严格控制新建水泥粉磨产能
山东省	2022 年年底前，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已全部淘汰，2023 年 6 月底前全部拆除的生产装置。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。逾期未完成产能置换的水泥熟料生产线直接关停退出

江西省	《江西省“十四五”应对气候变化规划》提出，加快淘汰 2000 吨/日及以下普通水泥熟料生产线，产能利用率较低的地区加快淘汰 2500 吨/日及以下普通水泥熟料生产线
宁夏回族自治区	《宁夏回族自治区能耗双控产业结构调整指导目录(试行)》要求，2023 年淘汰 2500 吨/日以下水泥熟料生产线、JT 窑、直径 3.2 米以下水泥磨机(含矿粉磨机)，化工配套水泥熟料生产线于 2024 年前淘汰;2025 年前淘汰 2500 吨/日的水泥熟料生产线(化工配套水泥熟料生产线除外)
合肥市	《合肥市大气环境质量限期达标规划》指出，鼓励按照《建材行业淘汰落后产能指导目录(2019 版)》，2020 年底前淘汰单套粉磨水泥产能 100 万吨以下的粉磨设施，2022 年底前淘汰 2500 吨/日的水泥熟料生产线
重庆市	《重庆市材料工业高质量发展“十四五”规划(2021—2025 年)》中规定，严禁市外水泥熟料产能转入，鼓励企业通过市内兼并重组和技术改造等方式退出单条生产线 2500 吨/日及以下的普通水泥熟料产能，不再新增独立水泥粉磨生产能力

资料来源：联合资信根据公开资料整理

关键词 3：地产政策

2023 年以来，房地产行业政策延续宽松的基调，上半年调控政策以有效防范化解房企风险，促进房地产行业平稳发展及保交楼为主；进入下半年以来，“认房不认贷”、首付比例降低、二套利率下调等利好政策密集出台，上述政策对房地产市场信心提振带来正面激励作用，有助于改善购房者预期，有效促进房地产企业去库存，进而促进房企现金回流，亦对流动性紧张房企的资金压力起到一定的缓解作用。但考虑到当前市场信心仍不足，最终的改善程度仍需关注政策的持续性及政策的具体释放效果。

表 3 2023 年以来房地产行业相关政策

省市	政策来源	具体计划及相关情况
2023 年 1 月	央行、原银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限
2023 年 6 月	交易商协会	要加大对重点领域的支持力度，进一步提升民营企业发债便利，用好“第二支箭”。要用好民营企业债券融资支持工具，综合运用信用风险缓释凭证（CRMW）、信用联结票据（CLN）、担保增信、交易型增信等多种方式，积极为符合条件的民营企业发债融资提供增信支持，鼓励多元化增信发债方式
2023 年 7 月	中央政治局会议	会议提出适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。同时，要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产；有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案，并加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险
2023 年 7 月	住建部	要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益
2023 年 7 月	中央政治局会议	适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，试试调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱
2023 年 7 月	国务院常务会议	根据不同需求，不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，加快研究构建房地产业新发展模式
2023 年 8 月	住建部、央行、国家金融监督管理总局	居民家庭申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否以利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按照首套住房执行住房信贷政策

2023 年 8 月	央行、国家金融监督管理总局	1、对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于 30%；2、首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点
2023 年 8 月	央行、国家金融监督管理总局	自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、2023 年上半年水泥企业债券市场表现回顾

（一）一级市场概况

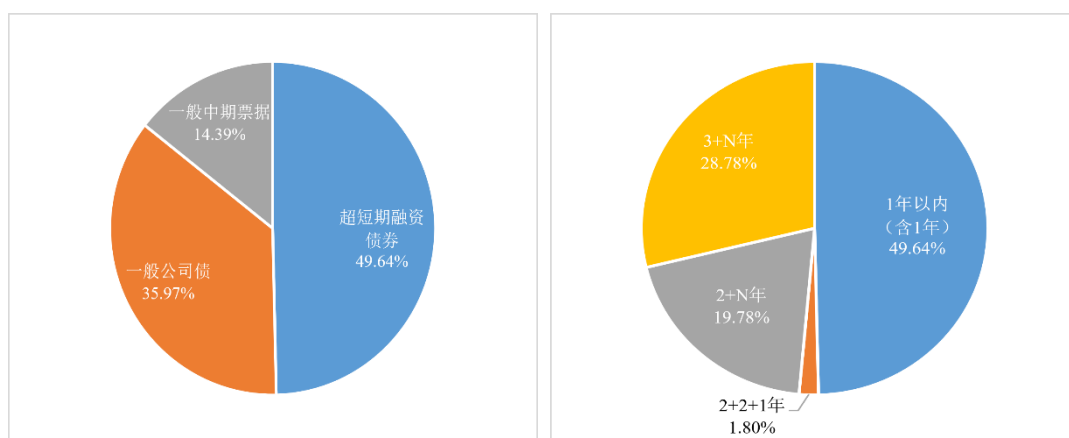
2023 年上半年水泥企业新发债规模较上年同期有所下降，新发债企业集中在高信用等级企业，债券期限偏短期，发行成本较上年同期有所抬升。

2023 年上半年，水泥行业企业共发行债券 20 只，发行规模 311.00 亿元，发债数量较 2022 年同期减少 2 只，发行规模同比下降 10.61%。

从发债主体信用等级情况来看，水泥企业的发债企业仍集中在高等级企业。2023 年上半年新发债水泥企业共 8 家，包括 6 家 AAA 企业、1 家 AA⁺企业和 1 家 AA 企业；而 2022 年同期新发债水泥企业共 9 家，包括 7 家 AAA 企业和 2 家 AA⁺企业。2023 年上半年，水泥行业未发生信用等级迁徙。

从发债期限看，水泥企业发行债券期限偏短，2023 年上半年发行的 20 只债券中有 11 只债券在 1 年以内（含），发行规模占 49.64%（2022 年同期为 59.49%），均为银行间超短期融资券产品。

图 5 2023 年上半年水泥企业发债期限和类别情况（规模占比）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

从发行成本看，2023 年上半年，市场流动性先紧后松，资金利率先上后下，10 年期国债到期收益率自 2023 年 3 月以来大幅下行。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。具体来看，受 2022 年底银行理财赎回潮冲击以及春节后理财赎回的缓解影响，2023 年 1 季度，信用债整体利差在大幅走阔后回落，2023 年 3 月后，由宏观经济整体偏弱带来的资金宽松叠加“资产荒”，进一步推动信用利差收窄；从水泥企业发行利差看，水泥企业新发行的长短期债券利差基本延续了 2022 年 4 季度情况，但利差有所收窄；2 季度以来，由于下游需求不足，水泥企业 1 季报业绩普遍下滑甚至亏损，新发行的短期债券利差走阔，但长期债券利差有所收窄。

表 4 2023 年上半年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	2023			2022			
		一季度	二季度	上半年	一季度	二季度	三季度	四季度
AAA	加权平均发行利率（%）	2.44	2.35	2.40	2.24	2.09	2.83	3.98
	加权平均发行利差（BP）	29.83	41.22	34.52	18.69	21.84	23.56	41.60
全样本	加权平均发行利率（%）	2.49	2.35	2.44	2.24	2.12	2.83	4.28
	加权平均发行利差（BP）	34.60	41.22	37.19	18.69	24.71	23.56	49.82
中长期信用债券								
类别	指标	2023			2022			
		一季度	二季度	上半年	一季度	二季度	三季度	四季度
AAA	加权平均发行利率（%）	3.40	0.59	3.27	3.15	3.04	2.27	6.07
	加权平均发行利差（BP）	96.71	95.29	95.50	74.13	67.22	53.46	134.43
全样本	加权平均发行利率（%）	3.92	3.25	3.37	3.15	3.06	2.27	7.35
	加权平均发行利差（BP）	142.34	95.29	103.69	74.13	67.30	53.46	161.53

注：债券样本不包括结构化产品及可转债

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

（二）水泥企业财务表现

2022 年以来受下游需求疲软以及生产成本上涨影响，发债水泥企业经营业绩下降，2023 年上半年随着水泥价格的继续下降，发债水泥企业盈利空间进一步受到挤

压，经济效益下滑明显。

截至 2023 年 9 月 5 日，水泥企业尚有存续债的企业共 16 家，信用等级以 AAA 为主，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。从财务指标来看，2021 年以来，受煤炭价格等大宗商品价格上涨影响，水泥企业经营成本大幅增加，盈利能力承压，债务负担有所增长，尤其是 2022 年受生产成本增长叠加下游需求不足，水泥企业净资产收益率较 2021 年进一步下行，部分区域水泥企业出现亏损。

从不同信用级别的水泥企业看，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。由于 AAA 水泥企业产能规模大，区域布局广，成本控制能力较强，抗风险能力较强，2022 年净资产收益率好于其他信用等级企业，且资产负债率和带息债务/全部投入资本均有所下降。

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（%）	2021 年底	47.78	42.82	60.91	54.74
	2022 年底	49.02	48.23	59.96	55.66
	2023 年 6 月底	49.28	47.06	58.48	54.47
净资产收益率（%）	2021 年	2.87	17.33	13.96	13.42
	2022 年	-5.15	2.73	6.33	3.99
	2023 年 1—6 月	-5.57	4.82	2.14	1.85
带息债务/全部投入资本（%）	2021 年底	34.88	26.42	45.82	39.60
	2022 年底	35.91	31.66	45.51	40.85
	2023 年 6 月底	36.23	31.36	46.51	41.44
经营现金流流动负债比（%）	2021 年	0.08	0.32	0.29	0.27
	2022 年	0.04	0.11	0.18	0.14

注：2023 年 1—6 月的净资产收益率已年化

资料来源：Wind，联合资信整理

2023 年上半年，宏观经济整体偏弱，下游需求疲软，水泥价格波动下降，而煤炭价格自 2022 年以来处于缓慢下降态势，但整体仍处于高位，水泥企业盈利空间受到挤压，经济效益下滑明显。从 2023 年上半年发债水泥企业的业绩来看，16 家样本企业净利润均有所下滑，其中 5 家样本水泥企业出现亏损。

（三）水泥企业债券到期情况

截至 2023 年 9 月 5 日，样本水泥企业 1 年内到期的到期或回售的债券规模尚可，

以 AAA 信用等级企业为主，兑付风险小。

截至 2023 年 9 月 5 日，样本水泥企业将于 1 年内行权和到期债券本金金额为 454.14 亿元，相对上半年新发债金额规模较大，但到期规模较大的发行人主要为高信用等级的央企和地方国企，整体偿债压力可控。

表 6 截至 2023 年 9 月 5 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	145.01	地方国企	AAA	稳定
中国建材股份有限公司	97.00	央企	AAA	稳定
红狮控股集团有限公司	55.17	民企	AAA	稳定
西南水泥有限公司	41.00	央企	AAA	稳定
南方水泥有限公司	27.00	央企	AAA	稳定
中国建材集团有限公司	15.00	央企	AAA	稳定
华新水泥股份有限公司	13.00	外企	AAA	稳定
中国联合水泥集团有限公司	12.01	央企	AAA	稳定
唐山冀东水泥股份有限公司	10.00	地方国企	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	425.19	--	--	--

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 年下半年水泥行业信用风险展望

需求端来看，2023 年以来，房地产行业投资规模继续下降，且降幅扩大，对水泥行业需求影响较大，基建投资规模仍保持净增长，但整体来看，水泥的需求端延续疲软态势。后期展望看，房地产行业“利好政策”密集型出台，地产行业景气度有望边际改善，房企的现金流压力将有所释放，有助于拉动行业投资增长；但最终的改善程度仍需关注政策的持续性及释放效果。

供给端，前期延迟投产的产能有所释放，2023 年 1—7 月全国水泥产量略有增长，在需求疲软的情况下进一步加大了行业的供需失衡，水泥价格进一步承压，2023 年以来水泥价格整体处于快速下行态势。此外，煤炭行业整体处于供需紧平衡状态，煤价高位震荡。水泥企业面临上游原材料价格上涨及下游需求收缩的双重压力，行业效益下降，致使水泥企业可动用资金减少，产能置换投资进度或将放缓。后期展望看，水泥价格的走势与地产行业的修复息息相关，上游煤价仍将处于高位震荡状态，水泥行业的经营业绩仍将承压。

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，行业杠杆预计将有所提升，债券融资主体仍将以高信用等级的央企和国企为主，行业整体信用风险可控。下半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、债务集中到期等因素对其效益和流动性等方面的影响。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenxy@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。