

2024 年上半年水泥行业信用风险总结与展望

联合资信 工商评级三部

2024 年以来，水泥需求仍然乏力，供需失衡致使行业竞争加剧，水泥价格小幅回调后继续下行，于低位盘桓，但各区域水泥价格走势存在较大差异；煤炭价格虽波动下行但仍处相对高位，水泥企业生产成本难以向下游传导，水泥行业效益持续下降，2024 年上半年水泥企业亏损加剧。

国家有关部门对水泥行业延续了“去产能”的结构性调整政策，且随着“双碳”目标的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力进一步加大，一定程度抑制水泥供给，但去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。

目前水泥行业债券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，水泥需求难以显著恢复，水泥价格回升依赖供给端错峰生产及自律停产执行情况，各区域或存在较大差异，但预计水泥价格或将低位修复，煤炭价格短期内难以回落，水泥行业效益整体仍将承压，2024 年全年水泥行业企业亏损情况或将扩大。



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



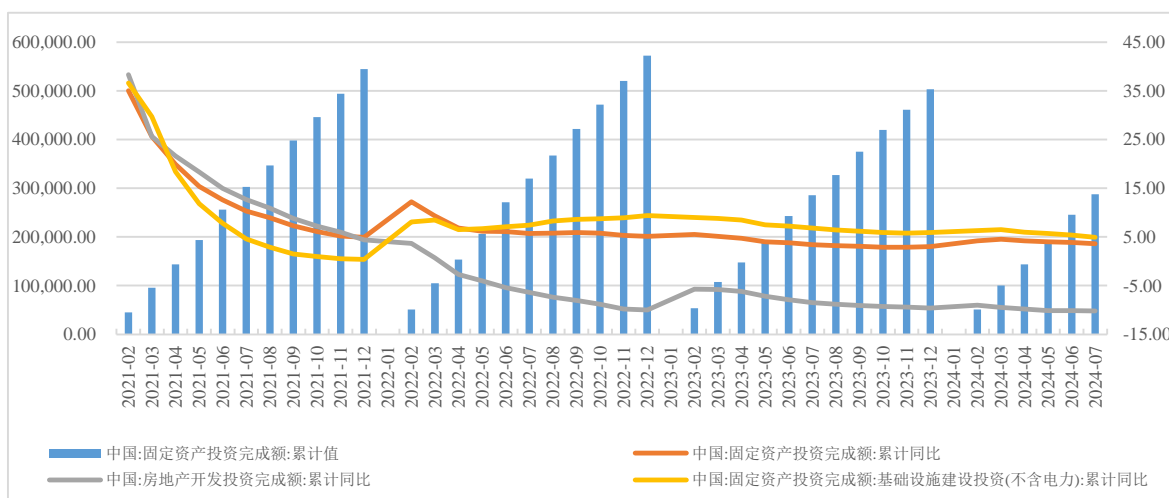
一、水泥行业运行情况

（一）行业供需情况

2024 年 1—7 月，房地产市场仍处于底部调整过程中，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 2010 年以来新低，水泥行业产能过剩压力进一步加大，行业竞争加剧。

从需求端来看，2024 年以来，国内经济延续恢复态势，上半年国内 GDP 同比增长 5.0%。2024 年 1—7 月，全国固定资产投资额（不含农户）增速为 3.6%。其中，基建投资（不含电力）增速为 4.90%，增速同比下降 1.90 个百分点，增速放缓，但对固定资产投资增速支撑依然明显；受行业景气度差，商品房销售面积持续下降，房企资金紧缺影响，房地产市场仍处于底部调整过程中，2024 年 1—7 月，房屋新开工面积同比下降 23.20%，施工面积同比下降 12.10%，受此影响，房地产开发投资完成额增速为-10.20%，增速同比下降 1.70 个百分点。虽基建投资保持增长，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。

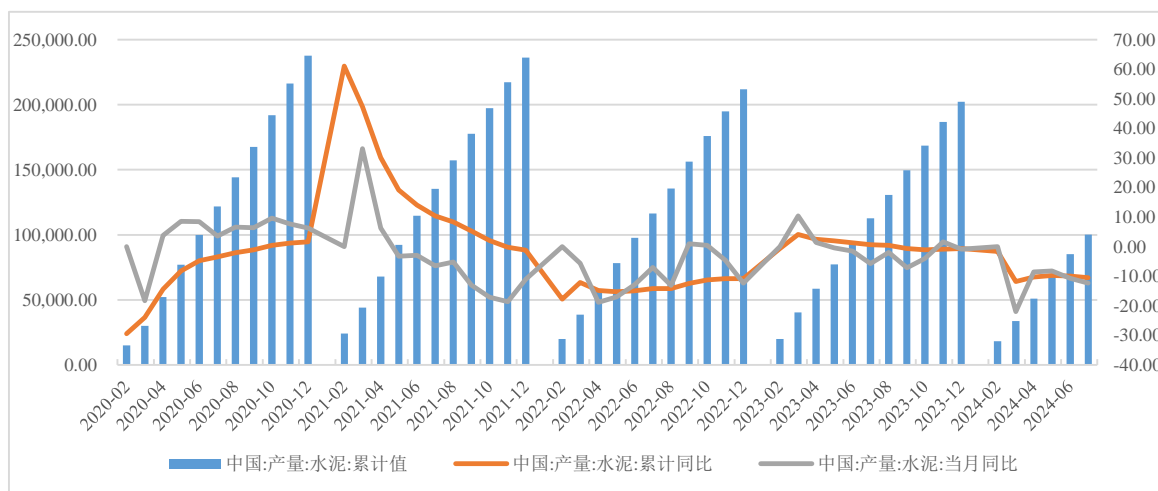
图 1 2021 年以来中国固定资产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

水泥供给方面，2021 年以来，受下游需求疲弱影响，全国水泥产量呈现持续下降态势。2024 年 1—7 月，全国水泥产量为 10.01 亿吨，为 2010 年以来最低产量，同比下降 10.50%。中国水泥协会信息研究中心初步统计，截止到 2023 年底，全国新型干法水泥熟料设计产能 18.4 亿吨/年，实际产能突破 21 亿吨，水泥熟料产能利用率预计为 59%，同比有所下降，水泥行业产能过剩情况仍较为严重。

图 2 近年来中国水泥产量情况（单位：万吨、%）

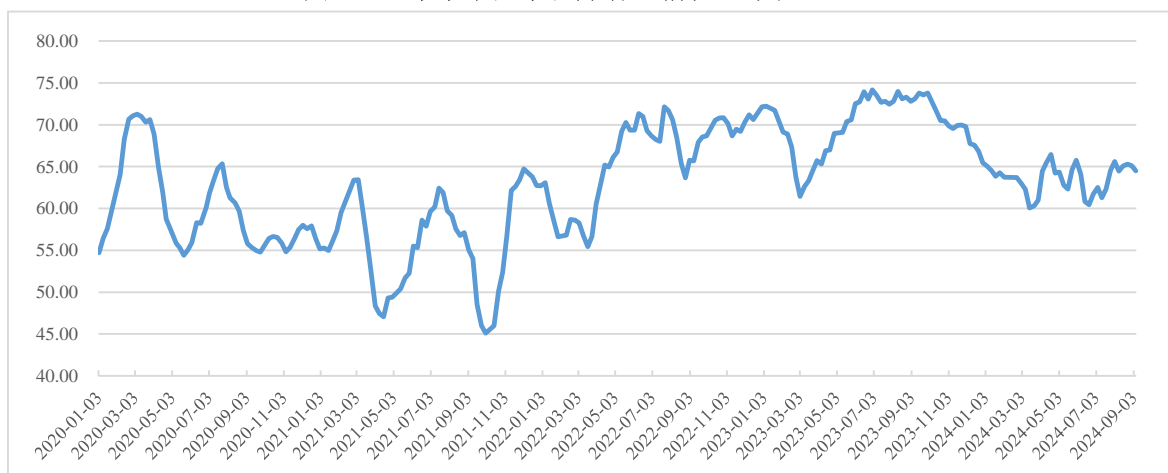


资料来源：Wind

（二）水泥价格表现

2024 年以来，在行业加强错峰生产的影响下，水泥库容比波动幅度缩小，但整体库容比仍处于高位，供需失衡情况致使行业竞争加剧；2024 年 4 月以来，水泥价格有所修复，但区域表现存在较大差异，东北、长江和华东区域水泥价格较其他区域更早进入修复期，同比呈现增长趋势，但整体看，相较于 2023 年以前，水泥价格仍依然处于低位运行。

图 3 近年来中国水泥库容比情况（单位：%）

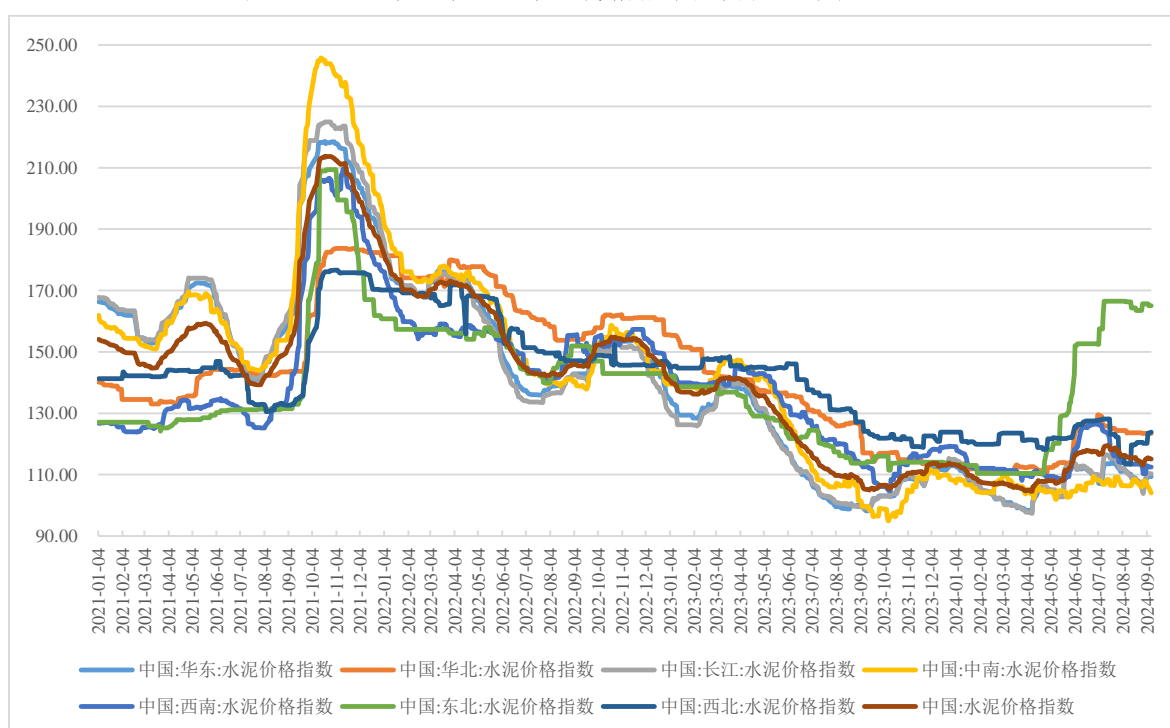


资料来源：Wind

受一季度错峰停产影响，水泥库存处于低位，库容比持续下降，但受行业需求疲软影响，2024 年一季度水泥库容比相较于 2022 年及以前仍处于高位；2024 年 4 月，随着一季度错峰生产陆续结束，大部分水泥企业开始恢复生产，水泥库容比有所回升；

但受下游需求疲软，库容比居高不下影响，全国近 20 个省份陆续发布新一轮水泥错峰生产计划，要求第二季度各水泥企业增加错峰停产天数，水泥产量同比持续下降，2024 年 5 月中旬至 6 月中旬水泥库容比波动下降；2024 年 7 月以来，受高温及雨水天气增多影响，下游需求有所减少，水泥库容比有所增长。整体看，受行业错峰生产控制供给影响，2024 年 3 月以来，水泥库容比同比有所下降，整体波动幅度较往年有所缩小。但受需求疲软影响，水泥库容比仍处于较高水平，高库存导致区域市场竞争加剧。

图 4 2021 年以来全国水泥价格指数走势图（单位：点）



资料来源：Wind

2024 年以来，受春节放假停工等影响，水泥进入传统淡季，水泥价格继续进入下行通道；2024 年 4 月中旬到 6 月底，水泥价格小幅波动回升，一方面系水泥企业盈利压力较大，推动水泥价格上涨意愿加强；另一方面，行业进行新一轮错峰停产措施，水泥产量下降，供需矛盾略有缓解；2024 年 7 月以来，水泥价格环比小幅波动下降，主要系下游需求疲软所致，但同比水泥价格已经进入增长通道。但整体看，相较于 2023 年以前，水泥价格依然处于低位运行。

从各区域水泥价格看，东北地区水泥价格自 2024 年 5 月以来持续回升，较其他各区域水泥价格表现较好，水泥价格同比有所增长，主要系东北区域水泥企业协同相对较高，自 5 月以来每月主动安排 15 天停窑时间且执行较为到位，致使东北区域供

需矛盾得以较大缓解，水泥企业持续上调水泥价格；2024 年 6 月以来，长江和华东区域水泥价格虽环比有所下降，但同比价格有所修复，进入增长通道；进入 9 月，除西北和西南区域外，其他各区水泥价格同比均有所增长。

（三）行业效益情况

2024 年半年度，煤炭价格虽波动下降但仍处高位，水泥行业主要上市及发债企业中亏损企业数量及亏损金额同比均有所增长，预计 2024 年水泥行业企业亏损情况或将扩大。

2024 年以来，水泥价格仍低位震荡，煤炭价格虽波动下行但仍居于高位，主要发债及上市水泥企业（发布 2024 年半年度报的企业一共 29 家）营业总收入同比下降 19.02%，利润总额同比下降 82.86%，利润总额亏损企业占比 41%，较 2023 年上半年亏损企业数量增加 5 家，亏损金额增加 233.84%；预计 2024 年水泥行业企业亏损情况或将扩大。

图 5 2015 年以来煤炭价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

二、水泥行业政策动态

关键词 1：错峰生产常态化、多地错峰停窑时间延长，加大非采暖季错峰停产力度。

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。此外，受需求持续疲软影响，2024 年二季度多地推行非采暖季错峰停产措施；且从部分省

份发布的 2024—2025 年错峰停产政策看，非采暖季错峰停产时间延长。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	2024—2025 年度水泥错峰生产执行时间为 2024 年 11 月 1 日至 2025 年 10 月 31 日，其中采暖季时间统一为 2024 年 11 月 1 日至 2025 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	200 天	各片区非采暖季（春夏秋季）错峰生产次数不少于四次，错峰生产时间不低于 80 天，如遇特殊情况适时再做相应调整。采暖季错峰时间：2024 年 11 月 15 日—2025 年 3 月 15 日（120 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	各有窑企业在 2023 年 10 月 15 日—2024 年 3 月 15 日，连续停窑 5 个月
	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	150 天	采暖季+其它时段内的常态化错峰时间
华东	江苏	80 天	全年停窑总天数为 80 天，其中春节期间（1 月 1 日—3 月 31 日）停窑 40 天（其中 2 月 1 日—2 月 29 日期间每台窑停窑应达 20 天），梅雨高温季节（6 月 1 日—8 月 31 日）停窑 20 天，其他时段 20 天
	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	140 天	全年 140+X 天。2024 年 1 季度停窑 50 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	120 天	全省熟料企业严格落实采暖季错峰生产 120 天
华中	湖南	100 天	错峰生产时段为 2023 年 9 月 1 日至 2024 年 3 月 15 日，水泥熟料生产线错峰生产天数基数为 100 天
	河南	120 天	全省企业按照 A、B、C、D 级别在 2023 年 11 月 15 日至 2024 年 3 月 15 日期间执行错峰生产
	湖北	40 天	全年要求错峰停产时间不少于 40 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	150 天	全年 150+X 天，X 为根据环保、能耗、减碳、环境敏感时期等因素实时调整的停窑天数
	四川	140 天	川渝地区所有水泥熟料生产线将进行错峰生产，每条水泥熟料生产线年度错峰生产基准天数 140 天+X 天（X 为根据环保、能耗、减碳、环境敏感时期等因素实时调整的停窑天数）
	云南	--	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	一季度停窑不少于 60 天、二季度停窑不少于 30 天、三季度计划停窑不少于 30 天、四季度计划停窑不少于 60 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	180 天	每条线全年停窑时间为 180 天
	宁夏	150 天	所有水泥熟料生产企业均要错峰生产 150 天，时限内未完成错峰生产的天数在 2024 年底前补足

资料来源：联合资信根据公开资料整理

关键词 2：“双碳”+“双控”政策及产能置换趋严的要求下，有利于化解水泥行业过剩产能

2024 年 5 月，国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》，其中在建材行业节能降碳行动中要求，到 2025 年底，全国水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，水泥行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出；大气污染防治重点区域 50% 左右水泥熟料产能完成超低排放改造；同时，严格新增建材项目准入并推进建材行业节能降碳改造，加快水泥原料替代，提升工业固体废物资源化利用水平。

2024 年 6 月，工信部修订形成了《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）（征求意见稿）》，征求意见稿中对水泥置换的要求更加严格，对四种情况的水泥生产线要求不能用于产能置换、用于置换的水泥熟料生产线产能不能拆分转让；严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料项目，确有必要新建、改建的，必须制定产能置换方案，实施产能置换；新建生产线能效必须达到《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》要求的水泥玻璃行业能效标杆水平等。

2024 年 7 月，国务院办公厅印发《加快构建碳排放双控制度体系工作方案》，将碳排放指标及相关要求纳入国家规划，构建系统完备的碳排放双控制度体系，完善建材等重点工业行业领域碳排放核算机制，摸清重点行业领域碳排放底数与减排潜力，常态化开展碳排放形势分析监测，对碳排放增长较快的行业领域进行形势预警，并视情采取新上项目从严把关、全国碳排放权交易市场从严管控、重点用能和碳排放单位从严管理等措施；条件成熟时，将建材等重点行业领域碳排放管控要求纳入碳达峰碳中和综合评价考核指标体系。

2024 年 8 月，国务院《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》指出，我国将继续推动建材等传统产业绿色低碳改造升级，推广节能低碳和清洁生产技术装备，推进工艺流程更新升级。优化产能规模和布局，持续更新土地、环境、能效、水效和碳排放等约束性标准，以国家标准提升引领传统产业优化升级，建立健全产能退出机制。合理提高新建、改扩建项目资源环境准入门槛，坚决遏制高耗能、高排放、低水平项目盲目上马。

在“双碳”+“双控”政策下，高耗能行业转型压力加大，随着产能严格控制、低效生产线的陆续淘汰及严控新增产能等，水泥行业产能过剩情况或将有所改善，水泥企业将面临淘汰落后产能、剥离低效资产、优化资源配置、推进生产线技改投资等

压力。为加快水泥行业去产能进程，多个省市地区发布了新的政策文件，绝大多数省市地区要求在“十四五”期间退出或升级 2500t/d 及以下熟料生产线，2022 年以来，部分省份已经积极关停了 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“十四五”期间总产能将收缩 8.6%以上。未来，节能减排、能源利用效率方面水平更高的水泥企业竞争优势将更加明显。

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 提高到 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、兼并重组和原厂址拆建。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	《关于印发山东省建材行业碳达峰工作方案的通知》要求，开展低效产能整合退出行动，到 2024 年，除特种水泥熟料和化工配套水泥熟料生产线外，2500 吨/日及以下的水泥熟料生产线全部整合退出
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)
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：地产宽松政策频出，但市场需求修复有限，水泥下游需求仍疲软

2024 年上半年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下销售降幅有所收窄，但库存去化周期上升压力持续加大，短期内去库存将是行业重点。在房地产市场供求关系发生重大变化的大背景下，2024 年以来，中央以“去库存”作为政策导向，宽松政策频出，在降低购房门槛及购房成本的同时鼓励地方国企“收储”，加快构建房地产发展新模式；融资层面继续推动已出台金融政策的落地见效。宽松政策的频出仅阶段性刺激了市场需求，持续性的需求端信心修复仍需一定时间。

表 3 2024 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
2024 年 2 月 27 日	住建部	发布《关于做好住房发展规划和年度计划编制工作的通知》，要建立“人、房、地、钱”要素联动机制；各城市要根据当地实际情况，准确研判住房需求，完善“保障+市场”的住房供应体系，以政府为主保障工薪收入群体刚性住房需求，以市场为主满足居民多样化改善性住房需求等

2024 年 3 月 5 日	国务院 2024 年政府工作报告	提出要标本兼治化解房地产风险，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展；考虑到当前房地产市场供求关系已发生重大变化，要完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求，推动“三大工程”相关建设，以适应房地产发展新模式
2024 年 3 月 22 日	国务院常务会议	会议指出，房地产产业链条长、涉及面广，要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，加大高品质住房供给，促进房地产市场平稳健康发展；要适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快完善“市场+保障”的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式
2024 年 4 月 29 日	自然资源部	发布《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》，要求各地做好年度住宅用地供应计划与住房发展年度计划的衔接；合理控制新增商品住宅用地供应，其中，商品住宅去化周期超过 36 个月的，应暂停新增商品住宅用地出让；商品住宅去化周期在 18 个月（不含）—36 个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”的原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。此外，要继续大力支持保障性住房用地的供应等，促进房地产市场平稳健康发展
2024 年 4 月 30 日	财政部及住建部	下发《关于开展城市更新示范工作的通知》，通过确定部分基础条件好、积极性高、特色突出的城市开展典型示范，扎实有序推进城市更新行动；同时将对示范城市给予财政资金补助等
2024 年 5 月 17 日	中国人民银行及国家金融监管总局	《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》明确首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%
2024 年 5 月 17 日	中国人民银行	《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》，要求自 2024 年 5 月 18 日起，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35% 和 2.85%，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775% 和 3.325%
2024 年 5 月 17 日	中国人民银行	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》要求取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；各省级分行因城施策，自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平（如有）；银行业金融机构根据自身经营及客户风险，合理确定每笔贷款的具体利率水平
2024 年 5 月 17 日	住建部	《关于做好住房公积金个人住房贷款利率下调相关工作的通知》，要求自 2024 年 5 月 18 日起，及时调整住房公积金个人住房贷款利率，并做好存量住房公积金个人住房贷款政策衔接，即对贷款期限在 1 年及 1 年以内的应实行合同利率不分段计息，对贷款期限在 1 年以上的，应于下年 1 月 1 日开始，按相应利率档次执行新的利率规定等
2024 年 6 月 20 日	住建部	召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议，会议指出收购已建成存量商品房用作保障性住房有利于推动已建成存量商品房去库存、助力房地产市场健康发展；会议强调，要按照“政府主导、市场化运作”的思路，坚持以需定购，合理确定可用作保障性住房的商品房房源，提前锁定保障性住房需求；坚持规范实施，防范各类风险，并用好金融支持政策等
2024 年 7 月 21 日	中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议	发布《关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化》的决定，要加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求。充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。完善房地产税收制度
2024 年 7 月 30 日	中共中央政治局会议	会议继续强调要防范化解房地产市场风险，要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持

收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式

资料来源：联合资信根据公开资料整理

三、2024 年上半年水泥企业债券市场表现回顾

（一）一级市场概况

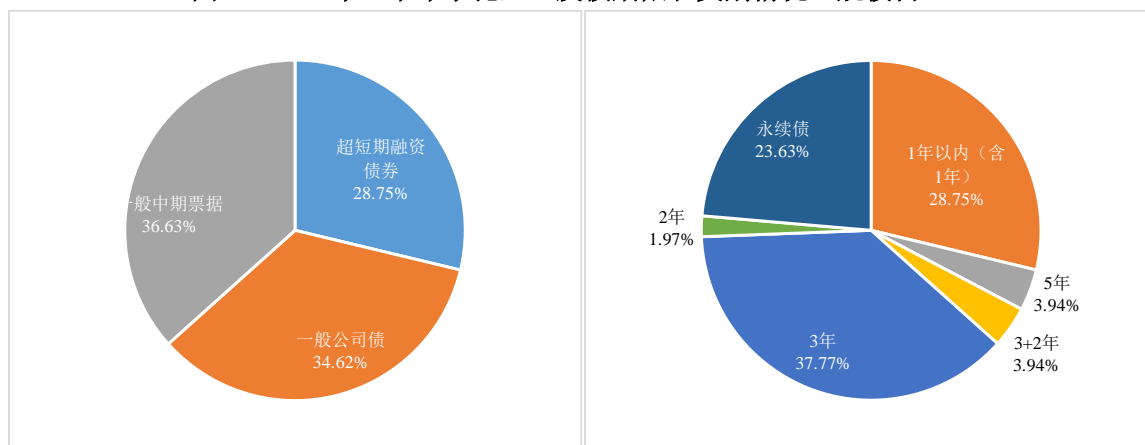
2024 年上半年水泥企业新发债规模较上年同期有所下降，新发债企业集中在高信用等级企业，中长期债券发行规模提升，发行成本较上年同期下降明显。

2024 年上半年，水泥行业企业共发行债券 25 只，发行规模 253.90 亿元，发债数量较 2023 年同期增加 5 只，发行规模同比下降 18.36%。

从发债主体信用等级情况看，水泥企业的发债企业仍集中在高等级。2024 年上半年新发债水泥企业共 10 家，包括 8 家 AAA 企业和 2 家 AA+企业；而 2023 年同期新发债水泥企业共 8 家，包括 6 家 AAA 企业、1 家 AA+企业和 1 家 AA 企业。2024 年上半年，水泥行业发债企业未发生信用等级迁徙。

从发债期限看，水泥企业发行 1 年以上的中长期债券占比较上年同期大幅提升，2024 年上半年发行的 25 只债券中，16 只为中长期债券，发行规模占 71.25%（2023 年同期为 51.36%），主要系水泥发债企业主要为央国企，且上半年债券市场对中长期债券的需求增加，收益率下行所致。

图 6 2024 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

从发行成本方面看，2024 年上半年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，随着 LPR 的下调，行业发行成本较 2023 年同期下降明显。具体看，2024 年一季度短期信用债券发行主体主要为民营水泥企业，发行成本和发行利差较 2023 年同期有所增长，二季度，随着央国企水泥

企业发债增加，短期信用债券发行成本和发行利差均明显收窄。长期信用债券方面，2024 年上半年发债水泥企业均为 AAA，发行成本和发行利差较 2023 年同期下降明显。

表 4 2024 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	2024			2023			
		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（%）	2.55	1.97	2.02	2.44	2.35	2.63	2.61
	加权平均发行利差（BP）	82.16	38.42	41.84	29.83	41.22	81.28	27.76
全样本	加权平均发行利率（%）	2.75	2.00	2.09	2.49	2.35	2.76	2.61
	加权平均发行利差（BP）	102.57	41.10	48.68	34.60	41.22	96.89	18.71
中长期信用债券								
类别	指标	2024			2023			
		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（%）	2.93	2.39	2.51	3.40	3.25	3.03	3.20
	加权平均发行利差（BP）	56.63	39.41	43.22	96.71	95.29	83.68	77.12
全样本	加权平均发行利率（%）	2.93	2.39	2.51	3.92	3.25	3.03	3.20
	加权平均发行利差（BP）	56.63	39.41	43.22	142.34	95.29	83.68	254.84

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成本上涨影响，发债水泥企业经营业绩下降，2024 年上半年水泥价格在低位徘徊，发债水泥企业经济效益下滑明显。

截至 2024 年 9 月 14 日，水泥企业上游存续债的企业共 16 家，信用等级以 AAA 为主，合计 11 家；AA⁺合计 4 家，AA 仅 1 家，基本为全国或区域内的主导水泥企业。从财务指标看，2022 年以来，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整体持续下行，部分区域水泥企业出现亏损，2024 年上半年水泥企业继续亏损，发债企业平均净资产收益率为负。随着水泥企业经营压力的增加，带息债务/全部投入资本亦呈增长趋势。

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。随着近年来水泥企业的经营压力增大，AA 级别的水泥发债企业杠杆率持续攀升，AAA 发债水泥企业债务杠杆略有增长。从净资产收益率来看，由于 AAA 水泥企业产能规模大，成本控制能力较强，抗风险能力较强，其整体表现好于 AA 水泥企业。

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（%）	2022 年底	49.05	48.23	53.26	51.58
	2023 年底	51.25	46.18	51.93	50.50
	2024 年 6 月底	56.47	44.88	51.64	50.25
净资产收益率（%）	2022 年	-4.94	2.73	6.55	4.30
	2023 年	-7.18	2.51	2.80	1.56
	2024 年 6 月	-3.70	0.15	-1.68	-1.35
带息债务/全部投入资本（%）	2022 年底	35.95	31.66	39.93	37.52
	2023 年底	37.23	29.93	40.23	37.45
	2024 年 6 月底	44.85	30.50	41.47	38.94
经营现金流流动负债比（%）	2022 年	0.04	0.11	0.20	0.16
	2023 年	0.06	0.14	0.24	0.19

注：2024 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

2024 年上半年，下游房地产持续下行，水泥需求亦呈收缩趋势，水泥价格在低位徘徊，而煤炭价格仍处于相对高位，水泥企业盈利空间受到挤压，经济效益持续下滑。从发债水泥企业 2024 年上半年业绩看，17 家样本企业净利润较上年同期均有不同程度下滑，亏损范围进一步扩大至 10 家。

（三）水泥企业债券到期情况

样本水泥企业 1 年内到期的到期或回售的债券规模大，主要为高等级央企和国企，兑付风险较小。

截至 2024 年 9 月 14 日，样本水泥企业将于 1 年内行权和到期债券本金金额为 722.05 亿元，其中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 2024 年 9 月 14 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
中国建材股份有限公司	236.00	央企	AAA	稳定
北京金隅集团股份有限公司	234.65	地方国企	AAA	稳定
中国建材集团有限公司	117.00	央企	AAA	稳定
唐山冀东水泥股份有限公司	44.20	地方国企	AAA	稳定
红狮控股集团有限公司	38.80	民营企业	AAA	稳定
天山材料股份有限公司	10.00	央企	AAA	稳定
合计	680.65	--	--	--

注：上表中的到期或回售债券不含结构化产品及可转债，永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、2024 年下半年水泥行业信用风险展望

需求端来看，2024 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。预计 2024 年基建投资仍能保持一定强度，但房地产行业受近年来房企拿地及新开工面积的持续下降，以及销售持续下降带来的保交楼规模的减少等因素影响，房地产开发投资仍难恢复，水泥行业下游需求仍较弱。

供给端，2024 年 1—7 月全国水泥产量下降幅度扩大，行业供需失衡情况仍然严重，水泥价格承压，受益于二季度以来的供给端错峰停产加大力度影响，2024 年 4 月以来水泥价格有所修复，但相较于 2023 年同期仍处于低位运行，各区域水泥价格走势差异较为明显。此外，煤炭行业整体处于供给宽松状态，煤价波动下降但仍处高位。水泥企业面临上游原材料价格相对高位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，上游煤价仍将处于缓慢下行状态，预计短期内难以大幅下降；下游需求短期内仍难以修复，水泥价格的走势依赖供给侧管控力度，如行业自律停产及政策指导错峰停产能够严格实施及执行，水泥价格或将继续修复。但目前水泥行业竞争较为激烈，各区域供给侧停产政策及执行力度不一，预计增加错峰停产周期的区域，供需失衡情况或将有所改善，推动水泥价格修复。考虑下游需求疲软及停产时间延长，全年水泥产量或将继续下降，受上半年亏损加剧拖累，预计 2024 年水泥行业的经营业绩或将同比下降，水泥行业企业亏损情况或将扩大，部分运营不善的中小水泥企业可能会通过被收购或破产等形式被动出清。

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。