

## 2017 年水泥行业研究报告

一、2016 年及 2017 年前三季度水泥行业运行情况回顾 .....	1
1.宏观经济情况 .....	2
2.水泥需求情况 .....	2
3.水泥供给情况 .....	4
(1) 严控新增产能 .....	4
(2) 提升行业标准，关停落后产能 .....	4
(3) 错峰生产延续 .....	5
(4) 彻底取消低标号水泥 .....	5
4.水泥价格变动情况 .....	6
5.水泥行业竞争情况 .....	7
6.水泥企业经营效益情况 .....	8
二、水泥行业债券市场回顾 .....	8
1.债券发行情况 .....	8
2.债券违约情况 .....	9
3.级别迁移情况 .....	9
三、水泥行业 2018 年展望 .....	10
1.宏观经济：全国 GDP 略有下滑，但整体保持稳定 .....	10
2.需求展望：未来 3~5 年，需求变化对行业影响有限 .....	10
3.供给展望：行业内通过多种组合方式去产能，2018 年供给端有望进一步收缩 .....	10
(1) 去产能日趋严格，启动专项资金配合去产能 .....	11
(2) 环保“严监管”将成新常态，2018 年仍将保持高压态势 .....	11
(3) 取消 32.5 强度等级水泥 .....	11
4.信用展望 .....	11

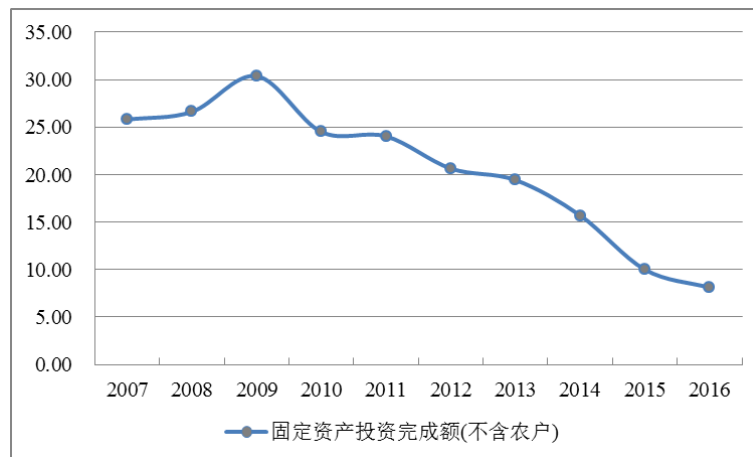
## 一、2016 年及 2017 年前三季度水泥行业运行情况回顾

### 1、宏观环境

2016 年，我国宏观经济稳中向好，投资增速持续放缓，投资作为拉动经济增长的主要动力的作用有所减弱。

2016 年是我国“十三五”的开局之年，经济总体呈现出缓中趋稳、稳中向好的运行态势，全国 GDP 同比增长 6.7%，经济运行保持在合理区间。在全国经济增长进一步放缓的形势下，固定资产投资增长乏力，投资增速持续下降。2016 年全国固定资产投资（不含农户）59.65 万亿元，同比增长 8.1%，较上一年下降 1.9 个百分点，增速自 2001 年以来首次破“十”，固定资产投资增速自 2009 年因经济刺激政策达到最高峰后，连续七年持续下降，2014~2015 年呈现快速下滑，年均下降 4.8 个百分点，2016 年虽然降幅趋缓，但增速跌破 10%，投资作为拉动经济增长的主要动力的作用有所减弱。

图 1 2007~2016 年我国固定资产投资同比增速（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2017 年以来，我国宏观经济稳中向好，投资增速放缓的趋势未变。2017 年前三季度，国内生产总值 59.33 万亿元，同比增长 6.9%，增速较上年同期提高 0.2 个百分点，宏观经济景气度较上年有所提高；全国固定资产投资（不含农户）45.85 亿元，同比增长 7.5%，增速较上年同期回落 0.7 个百分点。

总体看，近年来，我国宏观经济稳中向好，投资增速持续放缓，投资作为拉动经济增长的主要动力的作用有所减弱。

### 2、需求

2016 年，在基础设施投资保持快速增长和房地产市场回暖的带动下，水泥市场呈现出弱势复苏态势，水泥需求保持低速增长，全国六大区域市场水泥需求分化明显；2017 年前三季度，受房地产行业降温影响，我国水泥需求微幅下降。

2015 年水泥产业陷入前所未有的低谷，水泥需求出现近 25 年以来的首次下滑。2016 年在基础设施投资保持快速增长和房地产市场回暖的带动下，水泥市场呈现出弱势复苏态势，水泥需求保持低速增长，2016 年全国水泥产量<sup>1</sup>为 24 亿吨，同比增长 2.5%。2017 年前三季度，受房地产行业降温影响，全国水泥产量为 17.6 亿吨，同比下降 0.5%。

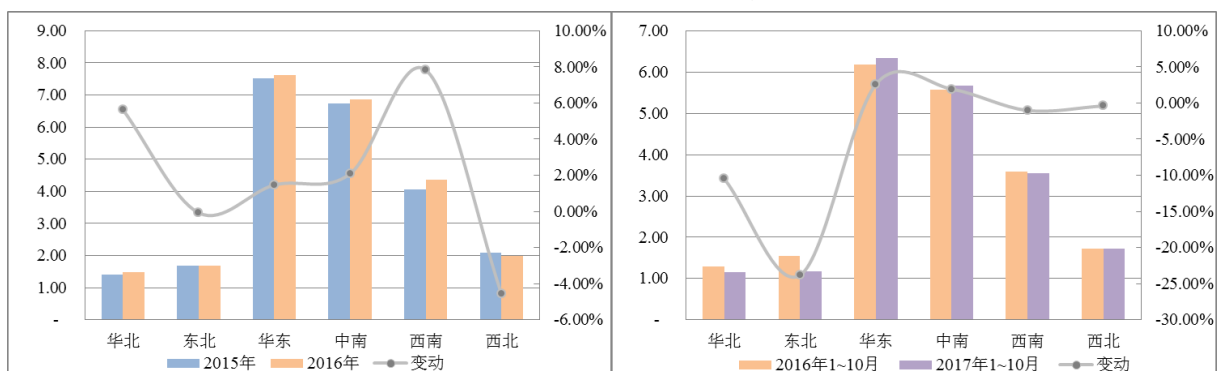
<sup>1</sup> 指水泥熟料产量，下同

近年来，我国基础设施建设投资继续保持较快增长速度，为水泥需求提供了较有利的支撑。2016年，全年基础设施建设投资（不含电力）11.9万亿元，同比增长17.4%，较2015年同期提高0.2个百分点。2017年前三季度，全国基础设施建设投资99,652亿元，同比增长19.8%，增速比去年同期提高0.4个百分点；占全部投资的比重为21.7%，比去年同期提高2.2个百分点；对全部投资增长的贡献率为51.7%，拉动投资增长3.9个百分点。

房地产投资方面，2016年，我国房地产市场呈现回暖趋势，库存压力有所缓解。在多重政策利好影响下，一线及部分热点二三线城市显现过热发展态势，楼市调控逐渐收紧，2016年10月、11月一线城市和部分热点二线城市相继出台了限购、限贷和首付比例限制调控政策，希望遏制房价过快上涨，使市场迅速降温，多数三四线城市库存压力依然严峻。2016年全国房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.9%，较上年同期提高5.9个百分点；房地产开发企业房屋施工面积和新开工面积与上年同期相比均保持不同程度的增长，其中，房屋施工面积同比增长3.2%，房屋新开工面积同比增长8.1%；商品房销售面积和销售额保持高位增长，同比分别增长22.5%和34.8%；土地购置面积持续下降，同比下降3.4%，降幅较上一年大幅减缓。2017年以来，全国各地多个城市密集出台相应的房地产限购、限贷等政策，调控政策力度较大，2017年前三季度，全国房地产开发投资80,644亿元，同比名义增长8.1%，但主要是房地产开发企业土地购置面积同比增长12.2%；土地成交价款8,149亿元，增长46.3%，支撑了地产投资，因此造成了房地产投资数据增长而水泥需求拉动有所减弱。

分区域来看，2016年全国六大区域市场分化走势明显，在“京津冀一体化”战略和加快西部地区基础设施建设的推动下，华北和西南地区水泥需求仍呈现出较快增长；华东和中南依然是全国需求最大的区域，两大区域水泥产量占全国比重接近60%，水泥产量保持小幅低速增长；西北和东北市场情况未见好转，水泥需求持续下滑。根据统计局的统计数据显示，2016年，华北和西南地区水泥产量分别为1.48亿吨和4.37亿吨，同比增长分别为5.63%和7.83%；华东和中南地区水泥产量分别为7.63亿吨和6.86亿吨，同比增长分别为1.47%和2.09%；东北和西北地区水泥产量分别为1.69亿吨和2.00亿吨，同比分别下降0.07%和4.57%，随着经济衰弱，东北和西北地区水泥产量比重也在下降，分别占全国水泥总产量的7.05%及8.31%，同比下降0.17个百分点和0.60个百分点。2017年以来，同时受北方环保政策趋严及水泥错峰生产政策影响，两地水泥产量下降明显，2017年1~10月，东北及华北地区水泥产量分别为1.18亿吨和1.16亿吨，分别同比下降23.81%及10.47%；华东、中南地区水泥产量继续保持小幅增长的态势，产量分别为6.35亿吨和5.68亿吨，同比增长分别为2.60%和1.94%；西南、西北地区水泥产量小幅下降，产量分别为3.54亿吨和1.72亿吨，同比下降分别为1.02%和0.39%；

图2 近年来我国各地水泥产量情况（单位：亿吨）



资料来源: Wind, 联合评级整理

总体看, 2016年, 在基础设施投资保持快速增长和房地产市场回暖的带动下, 水泥市场呈现出弱势复苏态势, 水泥需求保持低速增长, 全国六大区域市场水泥需求分化明显; 2017年前三季度, 受房地产行业降温影响, 我国水泥需求小幅下降。

**3、供给: 2016年以来, 在供给侧改革的大背景下, 我国政府对水泥去产能态度坚决, 采取多种手段齐抓水泥产能的“质”与“量”, 我国水泥行业产能过剩问题得到有效缓解, 但去产能之路仍任重而道远。**

2016年以来, 在供给侧改革的大背景下, 我国各部委针对我国水泥行业产能过剩、环保压力大等问题采取了多项措施, 取得了较好的效果。

#### 严控新增产能

2016年, 国务院出台国办发〔2016〕34号文件《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》再次明确提出严控新增产能, 有效控制了水泥行业新增产能情况。根据中国水泥协会统计, 2016年, 全国新点火19条生产线, 水泥熟料年产能新增2,558万吨, 较2015年减少2,154万吨, 已连续多年呈递减趋势。分区域看, 新点火产能主要集中在湖北、广东、云南, 合计能力占全国三分之二, 多数为产能置换项目。截至2017年6月底, 全国共水泥企业3,465家, 其中熟料生产企业46家, 含熟料的水泥生产企业1,234家, 水泥粉磨站企业2,173家, 水泥配置站企业12家。全国实际熟料产能20.2亿吨, 水泥产能38.30亿吨。

#### 提升行业标准, 关停落后产能

2016年以来, 我国各部委密集出台水泥行业相关环保政策, 对水泥行业环保问题提出了更加严格的要求。具体见下表所示。

表1 2016年以来水泥行业相关环保政策

时间	发布单位	政策名称
2016年3月	工信部	《绿色制造2016专项行动实施方案》
2016年6月	工信部	《工业绿色发展规划(2016-2020年)》
2016年7月	发改委等31个部门	《关于对环境保护领域失信生产经营单位有关人员开展联合惩戒的合作备忘录》
2016年10月	工信部、环保部	《两部委关于进一步做好水泥错峰生产的通知》
2017年5月	环保部	《环境保护部关于修改〈环境保护主管部门实施按日连续处罚办法〉的决定(征求意见稿)》
2017年5月	工信部	《工业节能与绿色标准化行动计划(2017-2019年)》
2017年5月	环保部	关于《水泥窑协同处置危险废物经营许可证审查指南(试行)的公告》
2017年6月	环保部	《关于发布〈钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准〉等20项国家污染物排放标准修改的公告(征求意见稿)》
2017年6月	财政部、国税总局、环保部	《中华人民共和国环境保护税法实施条例(征求意见稿)》
2017年7月	环保部	《排污许可证申请与核发技术规范 水泥工业》
2017年7月	环保部	《排污许可管理办法(征求意见稿)》
2017年7月	环保部等五部委	《关于水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督察情况的通知》
2017年7月	环保部	《固定污染源排污许可分类管理名录(2017年版)》
2017年8月	环保部	《关于做好钢铁、水泥行业排污许可证管理工作的通知》

资料来源: 公开资料, 联合评级整理

另外，为了彻底落实相关环保政策，中央环保督察组分别于 2015 年年底、2016 年 7 月和 11 月以及 2017 年 4 月启动了第三批中央环保督察。前两批中央环保督查一共立案处罚 8,500 余件、罚款 4.4 亿多元，拘留 720 人，约谈 6,307 人，问责 6,454 人，而第三批中央环保督察立案处罚 8,687 家，拘留 405 人，约谈 6,657 人，问责 4,660 人，罚款 3.7 亿元。环保督查和整治保持高压态势。水泥行业因粉尘污染、数据造假、环保设备不正常运行、违规生产等问题多次被通报。环保重压下，环保不达标企业不得不停产，严重者则关停。2016 年 11 月，国务院办公厅还印发了《控制污染物排放许可制实施方案的通知》，明确要求全国水泥企业必须要在 2017 年底前拿到新的排污许可证。

环保的高压态势对于行业产能过剩形势起到了缓和的作用，有效去除了部分过剩产能，但 2016 年我国水泥熟料产能利用率仅为 67.1%，较上年有所好转，但距离 80% 合理运转水平还有较大差距，产能过剩问题仍然十分严峻。

### 错峰生产仍在延续

继 2014 年冬季成功组织了东北、泛华北地区的错峰生产工作后，取得了较好的效果，这一行政化手段在不断增强。2015 年水泥错峰生产计划在全国大范围内推广，扩大至整个北方区域共计 15 省市，执行时间定在了 2015 年 10 月至 2016 年 3 月期间。从施行结果来看，共 527 家企业参与，占企业总数的 94%，678 条熟料生产线按计划停窑，约占总熟料生产线的 90%，共计减少熟料产量 17,671.7 万吨，减少熟料库存 14,744.49 万吨，减少企业流动资金占用约 223 亿元。

2016 年 10 月，工信部和环保部再次发布《2016-2020 年期间水泥错峰生产工作通知》，首次推出夏季有组织的雨季高温错峰限产，要求北京、天津、河北等 15 个北方省份从 11 月开始先后进行 3~5 个月的错峰生产，其他地区应参照北方地区做法，结合当地情况，在春节、酷暑伏天和雨季开展错峰生产，较往年停窑的力度进一步加大，相应的环保监管力度也同步加大。近年来，错峰生产政策的不断增强，一方面可以有效降低水泥及熟料的生产量，另一方面错开北方地区冬季用煤高峰，以延缓环境污染的压力。

### 彻底取消低标号水泥

近年来，我国停产低标号水泥的决心不断增强。2013 年《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》中，淘汰低标号水泥首次出现被定义为化解产能过剩的重要方向，明确提出要求取消 32.5 等级复合水泥。2015 年 12 月国家标准第 2 号修改单中对 PC32.5 水泥的取消开始实施，但当时 PC32.5R 暂时保留，部分企业将 32.5 标号水泥用 32.5R 包装袋包装，因此实际淘汰力度有限。2016 年 5 月国务院发布的 34 号文再次明确要求停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥。而工信部近期完成了 GB 175-2007《通用硅酸盐水泥》标准的修改，彻底取消 32.5R 强度等级的复合硅酸盐水泥。

我国目前 32.5 水泥占全国产量超过 60%，其中 32.5 复合水泥占全国产量 50% 以上。2016 年水泥产量 24 亿吨，其中约 12 亿吨低标号复合水泥，按 50% 的熟料掺加比例消耗熟料 6 亿吨。后续若都提升至 42.5 标号以上，按 60%~70% 的熟料掺加比例，将增加熟料消耗 1.2~2.4 亿吨，可以有效的缓解我国水泥熟料产能过剩的问题。另外，32.5 标号的水泥很大一部分供给来源是小型粉磨站，而很多小型粉磨站并不具备熟料生产能力，往往通过少掺熟料从而降低价格，进行不正当竞争。这从一定程度上扰乱了水泥市场，影响下游企业的产品、工程质量。32.5 标号取消后，强制提高了水泥企业生产标准，同时也抬高了小粉磨站的熟料使用比例和生产成本，压缩落后粉磨产能的利润空间，有助于清退落后粉磨站，保留具备熟料生产能力的大型水泥企业，从而规范水泥行业的竞争格局。

总体看，2016 年以来，在供给侧改革的大背景下，我国政府对水泥去产能态度坚决，采取多种手段齐抓水泥产能的“质”与“量”，我国水泥行业产能过剩问题得到有效缓解，但去产能之路仍任重而道远。

#### 4、价格

**2016 年以来，水泥行业供给侧改革成为拉动水泥价格的最大驱动因素，需求差异导致各区域水泥价格分化明显。**

2016 年以来，受水泥需求回暖、去产能政策逐步落地、煤炭价格上涨、行业协会加大市场协调力度等多方面因素影响，全国水泥价格结束 2014~2015 连续两年的价格下跌，在年初探底后开始持续回升，尤其是 2016 年 8 月份以后，价格更是直线攀升，根据数字水泥网数据显示，2016 年全国 PO42.5 散装水泥市场价格由年初最低 244 元/吨，至 12 月份已回升至 337 元/吨，总计上涨了 93 元/吨，涨幅达 37%；中国水泥价格指数由年初的 79.12 点回升至 102.43 点，大幅提升 23.31 点。

2017 年以来，水泥价格进入 3 月份后全国价格持续上涨，表现出旺季的量价齐升的走势，同比和环比的大幅上涨，三季度为水泥行业传统消费淡季，但今年水泥价格在多重利好因素支撑下，价格仅仅出现小幅下滑。据数字水泥网监测数据显示，三季度国内水泥市场 PO42.5 散装水泥平均成交价为 338 元/吨，环比二季度微幅下跌 3%，同比高出 63 元/吨，同时，10 月价格已经上升到近四年来最好水平。今年市场价格上涨的主要原因：一是在各地区协会通过行业自律，主动收缩供给；二是水泥企业合并重组，实现对区域内定价权的控制；三是受中央环保督察组检查影响，部分地区水泥企业生产受限，供应被迫减少。此外，今年煤炭、石灰石开采以及运输成本继续提升，也促使企业必需保持水泥价格稳定在相对高位，才能获取合理利润。

图 3 2012~2017 年底 10 月底全国水泥价格指数（单位：点）



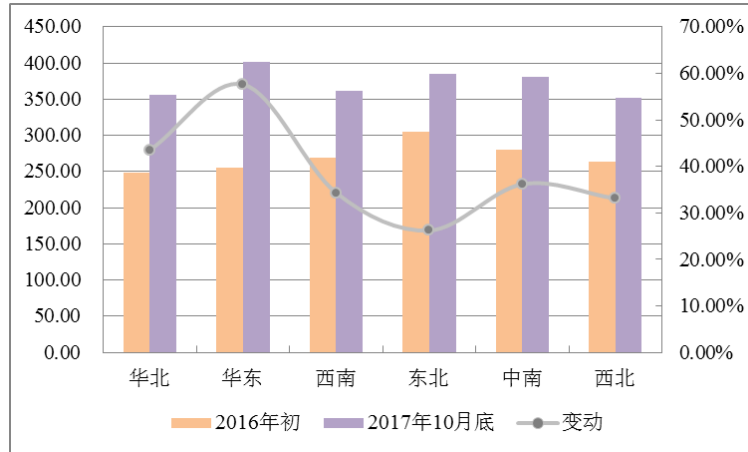
资料来源：Wind

从区域水泥价格来看，水泥行业明显的区域性特征使各区域水泥价格分化较为明显，2016~2017 年 10 月底，华北、华东地区为水泥价格涨幅最大的两个区域，高于全国平均涨幅。华北地区主要系错峰生产、环保督察力度大等因素影响，2017 年 1~10 月水泥产量同比下降明显，供需关系改善明显，截至 2017 年 10 月底，华北地区水泥价格<sup>2</sup>为 356.00 元/吨，较 2016 年初上涨 43.55%。而华东地区在需求良好，且受行业自律、环保限产、煤炭价格上升以及查超带来运输成本增加等多种因素拉动下，价格持续上升，截至 2017 年 10 月底，华东地区水泥价格升至 402.00 元/吨，较 2016 年初上涨 57.65%，为水泥涨幅最大的地区。2016 年以来，东北地区受环保限产及冬季水泥企业停产影响，水泥产量下降幅度较大，但受需求疲软拖累，水泥价格涨幅最小，截至 2017 年 10 月底，东北地区水泥价格为 385.00 元/吨，较 2016 年初上涨 26.23%。西南、中南、西北地区水泥价格与全国价格走势较为一致，截至 2017

<sup>2</sup> 指 PO42.5 水泥均价，下同

年10月底，西南、中南、西北地区水泥价格分别为361.00元/吨、381.33元/吨、351.40元/吨，涨幅分别为34.33%、36.19%及33.11%。

图4 全国各区域水泥价格变化（单位：元）



资料来源：Wind，联合评级整理

总体看，2016年以来，水泥行业供给侧改革成为拉动水泥价格的最大驱动因素，需求差异导致各区域水泥价格分化明显。

## 5、竞争

**2016年，我国水泥行业兼并重组加快，行业集中度不断提升，不仅有助于对于落后产能的统一管理，更有助于增强水泥企业的区域定价权，增强企业盈利能力。**

2016年，水泥行业在供给侧改革和国企改革的双重推动下，行业兼并重组逐步加快，主要为金隅水泥和冀东水泥的整合、中国建材和中国中材的合并、华新水泥整合拉法基中国水泥资产，这三个事件的都是我国前二十大集团企业间的强强联合，呈现出涉及企业多、产能大、范围广的特点。截至2016年底，我国前十大集团企业熟料产能占比从2015年的54%提升至57%。

表2 2016年重大水泥企业兼并重组前后对比（单位：万吨）

合并前			合并后		
名称	2015年产能	2015年排名	名称	2016年产能	2016年排名
中国建材	29,513.55	1	中国建材	38,385.75	1
中国中材	8,946.6	3	金隅水泥	10,211.4	3
冀东水泥	6,956.4	4	华新水泥	6,522.4	4
金隅水泥	3,255	11			
华新水泥	4,433	8			
拉法基瑞安	2,089.4	13			

资料来源：中国水泥网，联合评级整理

注：1、表中产能均为设计产能；2、冀东水泥和金隅水泥取消重组，改为合营。

2016年5月，国办发〔2016〕34号文件《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》中提出“十三五”末，前十大水泥熟料集中度达到60%左右，9月份中国水泥协会提交了关于水泥企业产能互换的政策建议中，省区内前2~3家大企业的水泥市场集中度达70%以上、省区内的地级或片区市场前2家市场集中度达80%以上，都明确了兼并重组是未来一段时间行业供给侧改革的主

要路径。

总体看，2016年，我国水泥行业兼并重组加快，行业集中度不断提升，不仅有助于对于落后产能的统一管理，更有助于增强水泥企业的区域定价权，增强企业盈利能力。

## 6、效益

### 2017年以来，得益于供给侧改革的顺利实施，我国水泥企业经营效益明显提升。

得益于供给侧改革的不断深化，2017年以来，我国水泥价格呈快速持续上涨趋势，水泥行业企业经营效益得到明显提升，资产负债率略有下降，营业收入和净利润规模明显增长，盈利指标明显提升，经营效率有所提升。

表3 水泥行业企业2017年前三季度行业指标与上年同期对比情况

行业指标（合计数）	2016年1-9月	2017年1-9月	变动（%）
营业收入（亿元）	2,670.81	3,478.98	30.26
营业利润（亿元）	116.26	334.93	188.10
净利润（亿元）	116.76	260.06	122.74
行业指标（平均数）	2016年1-9月	2017年1-9月	变动（百分点、次）
资产负债率（%）	56.27	56.07	-0.20
毛利率（%）	19.12	24.22	5.10
净资产收益率（%）	2.10	7.21	5.11
总资产报酬率（%）	2.64	5.35	2.71
总资产周转率（次）	0.29	0.35	0.06

资料来源：Wind

注：数据选取范围为水泥行业上市公司及有公开数据的非上市水泥企业。

具体来看，根据联合评级统计的27家水泥企业样本，2017年前三季度合计实现收入3,478.98亿元，同比增长30.26%，其中26家水泥企业实现收入增长；合计实现营业利润260.06亿元，同比大幅增长122.74%，其中26家水泥企业实现利润增长，亏损企业数量由上年的5家减少为2家。资产结构方面，截至2017年9月底，水泥企业行业平均资产负债率为56.07%，较2016年9月底下降0.20个百分点，主要系水泥行业效益转好，现金流表现良好，外部融资需求减弱所致。盈利能力方面，2017年前三季度，水泥样本企业毛利率、净资产收益率，总资产报酬率分别较上年同期提高5.10个百分点、5.11个百分点和2.71个百分点，盈利能力大幅提升。经营效率方面，2017年前三季度，水泥样本企业平均总资产周转率为0.35次，较上年同期增加0.06次，经营效率提升明显。

总体看，2017年以来，得益于供给侧改革的不断深化，我国水泥企业经营效益明显提升。

## 二、煤炭行业债券市场回顾

### 1、债券发行情况

#### 2017年以来，水泥行业企业效益转好，外部融资需求减弱，高评级企业融资优势越发明显。

2017年1-11月，水泥行业发债数量及规模都较上年同期明显下降，共发行76只债券，发债总额977.40亿元，分别同比下降25.49%及25.34%，一方面因为水泥行业效益转好，现金流表现良好，外部融资需求减弱；另一方面，年内利率走高也导致AA级别企业发债成本较高，企业寻求其他融资方式。从不同级别的发债规模来看，除AAA级别企业发债规模有所增长外，其余评级发债规模下滑明显，尤其是AA级别的企业，发债规模下滑幅度高达82.23%，高评级企业融资优势越发明显。



体情况如下图所示。

表4 水泥行业企业 2017 年 1~11 月与上年同期发行债券情况对比

主体级别	发债主体数量		发债数量		发债规模（亿元）	
	2016 年 1~11 月	2017 年 1~11 月	2016 年 1~11 月	2017 年 1~11 月	2016 年 1~11 月	2017 年 1~11 月
AAA	5	4	28	44	627.00	723.00
AA+	9	7	36	24	451.00	209.00
AA	14	4	32	6	203.00	40.40
AA-及其他	6	1	6	1	28.13	5.00
合计	34	16	102	76	1,309.13	977.40

资料来源：Wind，联合评级整理

总体看，2017 年以来，水泥行业企业效益转好，外部融资需求减弱，高评级企业融资优势越发明显。

## 2、债券违约情况

2017 年 1~11 月，水泥企业违约主体一家，即“山东山水水泥集团有限公司”（以下简称“山水水泥”），涉及违约债券 2 笔，至今仍未兑付，“14 山水 MTN001”及“14 山水 MTN002”合计金额 20.00 亿元，具体违约情况见下表。

表5 2017 年 1~11 月水泥企业债券违约情况（单位：亿元）

债券简称	发行人	违约日期	债券余额
14 山水 MTN001	山东山水水泥集团有限公司	2017-02-27	10.00
14 山水 MTN002	山东山水水泥集团有限公司	2017-05-12	10.00
合计	--	--	20.00

资料来源：Wind，联合评级整理

山水水泥近年来经营不善，在 2017 年以来水泥行业景气度回暖的大背景下仍然亏损，资产负债率高企，短期债务规模较大，流动性不足是导致违约的重要原因，另外天瑞集团及原高管层对公司控制权之争也是导致违约的重要原因之一。

## 3、级别迁移情况

**2017 年以来，受益于水泥行业景气度提高，行业内企业经营效益好转，主体级别或展望下调的企业减少。**

受供给侧改革影响，水泥供需关系变动、价格上升，带动水泥企业收入和利润规模变动，进而影响公司信用风险和信用级别。2017 年 1~11 月，涉及主题级别或展望下调的水泥企业较 2016 年有所减少，上调企业有所增加；具体来看，主体级别或展望下调的企业 1 家，较 2016 年减少 2 家；主体级或别展望上调的企业 3 家，较 2016 年减少 1 家。

表 6 2017 年 1~11 月二级市场煤炭企业主体评级调整情况

债券主体	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次评级日期	上次主体评级	上次评级展望
评级下调							
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	中诚信证评	2017-06-05	AA-	稳定	2016-06-08	AA	稳定
评级上调							
吉林亚泰(集团)股份有限公司	中诚信国际	2017-07-28	AA	稳定	2016-07-27	AA	负面
唐山冀东水泥股份有限公司	大公国际	2017-05-19	AA+	稳定	2016-12-23	AA+	负面
北京金隅股份有限公司	大公国际	2017-04-27	AAA	稳定	2016-12-23	AA+	稳定

资料来源: Wind

总体看, 2017 年以来, 受益于水泥行业景气度提高, 行业内企业经营效益好转, 主体级别或展望下调的企业减少。

### 三、水泥行业 2018 年展望

#### 1、宏观经济

##### 全国 GDP 略有下滑, 但整体将保持稳定。

热点城市相对稳定投资需求意味着 2018 年全国房地产投资增速不会出现大幅下滑。消费、出口需求将维持稳定增长的态势, 这意味着与消费升级以及国外市场需求匹配的行业生产依然保持稳定, 而两高一剩行业生产继续受到环保压力的抑制, 工业生产将维持结构分化的局面。预计 2018 年 GDP 实际增长 6.7%。

2017 年, 中国房地产市场迎来严厉调控。已有超百城发布 150 余次楼市调控政策, 热点城市不断限购、限贷、限价、限售、限商。国家明确了“房住不炒”这一政策指引, 未来住房属性将去投资化, 更加注重居住属性, 预计在严厉调控下, 2018 年楼市会继续保持同比增幅收窄态势。

基建投资仍将是经济稳增长的重要抓手, 也是水泥需求的刚性支撑。2017 年我国基建投资有所回落, 预计 2018 年基建投资增速将持续小幅回落。

#### 2、需求展望

##### 未来 3~5 年, 需求变化对行业影响有限

从历史情况来看, 过去需求端对水泥等周期性行业影响较大, 但随着国家调控模式的升级转变, 更多的通过控制供给端来改善行业产业结构, 考虑到未来 3~5 年水泥行业需求大概率不会出现断崖式下跌, 预计需求变化对于行业景气度影响有限。

不过, 从各区域需求表现来看, 整体“南强北弱”的格局仍然存在, 且各大区域内部的发展差异亦逐渐加大, 对于区域水泥景气度的整体判断, 仍有赖于对需求的分析。具体来看, 东北地区由于房地产和基建投资均比较低迷, 整体需求疲软; 华北地区京津冀发展较好, 但山西和内蒙需求疲弱、产能过剩压力很大; 西北地区对政策扶持较为依赖, 近年政策倾斜力度有所下降, 对需求支撑不足; 西南地区基建投资增长空间较大, 未来需求仍有一定上升空间; 华东地区发展领先, 需求增长有限但体量很大, 能够形成较好支撑; 中南两广地区的区位优势和政策支持(如粤港澳大湾区)对需求的增长有一定支撑, 而中部地区需求表现则一般。

### 3、供给展望

#### 行业内通过多种组合方式去产能，2018 年供给端有望进一步收缩

根据水泥协会制定的《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》规定，2018~2020 年行业总规划及去产能目标为：

（1）压减熟料产能 39,270 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%。其中分解到 2018 年：压减熟料产能 13,580 万吨（占总目标的 35%），关闭水泥粉磨站企业 210 家。

（2）前十大企业集团的全国熟料产能集中度达 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%。

（3）设立去产能专项资金，形成政府主导和市场机制结合的去产能机制，并于 2018 年上半年正式启动运行。

中国到了经济转型必要和关键的时刻，我们要从传统的粗放式经济向高效率的集约式经济发展，从重数量到重质量，因此此届政府去产能决心和力度非常强，远不是原先越去越多的情况，可以相信上述协会政策会被坚决执行，因此随着去产能的加快落地以及行业内产能集中度的不断提高，2018 年行业内总产能将会继续下降，行业内兼并重组加快，行业运行效率进一步提高。2018 年以下措施将对去产能产生积极影响：

#### 去产能日趋严格，启动专项资金配合去产能

停止新增产能项目建设，禁止对现有生产线的回转窑进行任何形式增加容积的扩能技术改造。对所有新增产能违建项目和违规置换项目，企业和协会应向政府有关部门进行举报，核查并追究批准单位和申报单位主要领导人的责任。依法依规清理无证生产企业，开展环保、能效、质量、安全的法规、标准核查、督查，推动不达标、不合规的落后产能退出市场。水泥行业将于 2018 年上半年正式启动去产能专项资金（基金），形成政府主导和市场机制结合的去产能机制。力争在 10 个省区组建水泥投资管理公司，设立去产能专项资金，与行业的环保、节能、质量、安全、矿山标准提升相配合，形成去产能的有效机制。

#### 环保“严监管”将成新常态，2018 年仍将保持高压态势

2017 年底，环保部、发改委、工信部等多部委及北京、天津、河北等省市共同印发《京津冀及周边地区 2017~2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。方案提出，2017 年 10 月至 2018 年 3 月，京津冀大气污染传输通道“2+26”城市 PM2.5 平均浓度同比下降 15%以上，重污染天数同比下降 15%以上。同时，钢铁有色水泥行业全面限产停产，采暖季唐山等城市钢铁限产 50%，电解铝和氧化铝企业限产 30%以上，水泥建材全部停产。政府治理环保决心之强，可见一斑。

京津冀地区冬季水泥产量将明显下降，供给端收缩，但这一措施同时利好不在环保限产区域的水泥企业。

预计 2018 年，环保“严监管”将成新常态。基于环境治理对改革全局的正向作用，2018 年中国环保政策仍将保持高压态势，并将通过绿色税收、法律法规、监管体系改革等制度化措施，形成常态化的严格治理体系。

#### 取消 32.5 强度等级水泥

根据水泥协会制定的《水泥行业去产能行动计划（2018~2020）》规定，力争 2018 年上半年实现全面停止生产水泥产品。本次 PC32.5R 标号的取消，强制提高水泥企业生产标准，从而提高小粉磨站的熟料使用比例和生产成本，压缩落后粉磨产能的现有市场和盈利能力，有助于清退落后粉磨站，从而规范水泥行业的竞争格局，有利于具备熟料生产能力的大型企业。

#### 4、信用展望

在化解产能路径方面，预计将“先兼并重组、再去产能”，即在行业集中度提高的前提下实现产能去化，因此未来企业兼并重组将持续深化，其中全国性大型水泥企业或区域龙头企业将是行业整合主力，未来自身优势和竞争力随兼并重组有望持续提高，中型水泥企业或出现分化，规模较小、实力较弱的小型水泥企业将是被整合和淘汰的对象，未来水泥行业市场集中度将进一步提升。

由于水泥行业区域性特征明显，处于供需格局相对较好、集中度高的华东、中南及西南地区的水泥企业将享受区域“红利”，将维持较好的信用水平；而处于东北及西北等经济下行压力较大或产能过剩严重区域的中小型水泥企业，面临被整合或淘汰的可能性较大，应重点予以关注。同时，受益于环保的有效控产量，需求的稳中回落压力并不大，但环保治理的因地制宜将导致区域分化更加显著。华北、西北等地地价高量低，而临近的华东、中南地区具备运输条件和成本优势的企业可北上销售，享受北方限产带来的利好。

## 研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级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评级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。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级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。

本研究报告版权为联合评级所有，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“联合信用评级有限公司”，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，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。