

# 行业展望

2023 年 2 月

中诚信国际  
水泥行业

## 中国水泥行业展望，2023 年 2 月

错峰限产常态化、双碳等一系列政策的推行有助于促进水泥行业长期良性发展，但在房地产投资下滑、煤炭价格高位运行的情况下，2022 年水泥行业供需失衡加剧，行业整体经营效益显著回落，预计短期内行业供需关系难以实现实质性改善，水泥企业仍将面临业绩增长和经营获现压力。

中国水泥行业的展望为稳定弱化，中诚信国际认为，未来 12~18 个月该行业总体信用质量较“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平。

### 摘要

- 2022 年以来水泥新建产能降速，短期内水泥行业产能格局平稳，但产能过剩矛盾依然存在；同期水泥产量降至近年低位，且库容比处于高位，市场供大于求的现状加剧。
- 环保等政策对水泥企业技改与环保投入提出更高要求，但短期内大部分企业投资性支出难以保证，行业内部资产重组进程或将加速，水泥产业供给结构有望得到优化。
- 2022 年以来房地产投资进一步弱化，对水泥需求形成较大抑制；2022 年下半年房地产支持政策陆续出台，但考虑到政策传导仍需时间，加之短期内基建对水泥需求的拉动作用难以显著提升，2023 年水泥需求将继续承压。
- 2022 年水泥价格整体呈波动下行走势，均价基本回归合理区间，但煤炭价格居高不下导致行业内企业经营效益大幅下降，盈利及经营获现水平承压，流动资金需求扩大，债务融资规模随之增长，需对企业债务滚动情况及短期债务规模控制情况保持关注。

### 目录

摘要	1
分析思路	2
行业基本面	2
行业财务表现	7
结论	10
附表	12

### 联络人

#### 作者

##### 企业评级部

刘冠男 010-66428877  
gnliu@ccxi.com.cn

马 涵 010-66428877  
hma@ccxi.com.cn

张倩倩 010-66428877  
qqzhang@ccxi.com.cn

#### 其他联络人

王雅方 010-66428877  
yfwang@ccxi.com.cn

龚天璇 010-66428877  
txgong@ccxi.com.cn

杨傲楠 010-66428877  
adyang@ccxi.com.cn

## 一、分析思路

水泥行业的信用基本面主要从供需两个维度进行分析，供给端主要分析目前行业内整体的产能、产量情况，以及近期国家出台的相关政策对水泥行业供给格局的影响，需求端主要分析基建、房地产投资对水泥需求的拉动作用，并对在上述供需端变化影响下水泥价格的走势进行判断，最后结合当前行业环境分析2021年以来水泥企业盈利能力、偿债能力等财务指标的变化情况。

## 二、行业基本面

**2022年以来水泥企业投资行为保持理性，新建产能降速，预计短期内水泥行业产能格局平稳，但行业产能过剩矛盾依然存在，长期来看加快淘汰落后产能仍是水泥行业转型升级的趋势；房地产开发投资负增长，基建投资对水泥拉动作用不强，使得2022年水泥产量创11年来新低**

从水泥供给端来看，淘汰落后产能、严控新增产能的政策依然延续，水泥行业整体产能规模保持相对平稳，但产能过剩的问题尚未得到根本解决，结构性矛盾仍然存在。

据中国水泥网信息中心统计，截至2022年末，全国新型干法熟料生产线共1,598条，熟料年产能18.23亿吨，产能规模同比变化不大，但受需求下滑影响，平均产能利用率同比下降3.75个百分点至62.37%。其中，2022年全国新投产水泥熟料产线13条，主要分布在广西、湖南、山东、江西、西藏等地，较上年减少8条，投产项目合计年产能2,318.8万吨，较上年减少819.90万吨，与年初计划的投产49条生产线、合计年产能7,333万吨存在很大差异，主要因在下游需求不振以及生产成本保持高位的情况下，部分原定建设的水泥熟料线并未按计划投资建设。同样受上述因素影响，2022年熟料产能置换出现断崖式下滑，全年置换熟料产能仅449.50万吨，较上年减少约90%，并且在产能置换执行过程中依旧存在“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目的问题，导致去产能进展缓慢。在短期内行情低迷的预期下，预计2023年水泥企业投资行为将继续保持理性，产能置换及新建产能投资进一步放缓，行业产能格局整体保持平稳。

产量方面，据国家统计局数据显示，2021年全国规模以上企业水泥产量23.63亿吨，同比下降1.20%；2022年1~11月，全国累计水泥产量19.50亿吨，同比下降10.80%，产量创11年来新低。分季度来看，一季度为错峰停窑淡季，但多省市明显加大了错峰停窑的力度，错峰时间延长，水泥产量同比大幅下降；二季度多地疫情反复，房建工程延期或停工，部分需求被后置，水泥产量降幅扩大；三季度疫情有所好转，但房地产持续下行，叠加北方高温等因素，水泥行情依然偏弱；四季度多地开工率逐步恢复，基建投资稳中有升，房地产投资受益于利好政策不断出台下降速度放缓，水泥产量降幅收窄。分区域来看，2022年1~11月，全国六大区域市场中，华东和中南区域水泥产量占全国总产量比重达62.28%，占比变化不大，依然是我国水泥产量最高的两大区域。分省份来看，水泥产量

过亿吨省份包括广东、安徽、江苏、山东、浙江、四川及河南7省，较上年减少河北、湖北、广西及云南4省（自治区），上述7省产量合计8.64亿吨，约占全国的44.29%，同比变化不大。综合来看，不同区域产量波动幅度差异度不高，行业总体区域布局较为稳定。

整体来看，2022年以来地产下行周期持续，且新冠疫情对工程进度产生显著影响，水泥产量持续呈现负增长。此外，尽管全国各地水泥错峰生产执行情况良好，部分地区企业甚至延长错峰生产，但在疫情反复和需求疲软的背景下，2022年全国水泥库容比持续在60%以上高位波动，第二季度更是升至历史同期新高水平，达70~80%，市场供需失衡加剧。

图 1：2021 年全国水泥产量分布情况

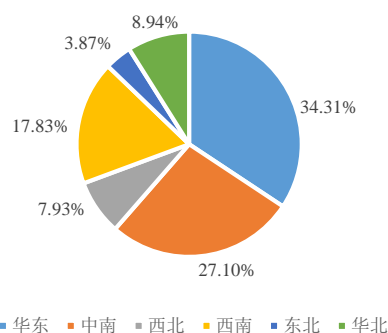
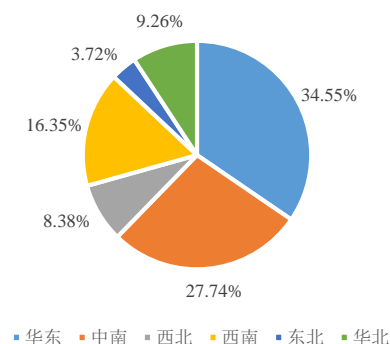


图 2：2022 年 1~11 月全国水泥产量分布情况



资料来源：wind，中诚信国际整理

图 3：近年来全国水泥产量及增速情况

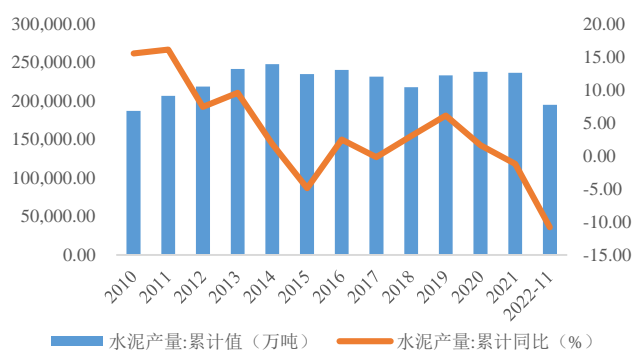
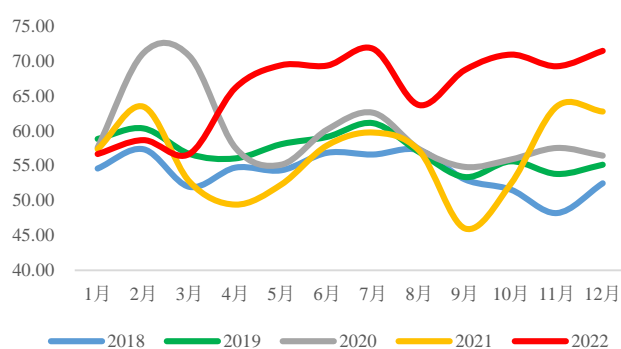


图 4：全国水泥库容比变化情况 (%)



资料来源：wind，中诚信国际整理

错峰生产常态化、超低排放、双碳等一系列政策陆续出台对水泥企业技改和环保投入提出更高要求，但短期内大部分企业业绩下滑，投资性支出难以保证，行业内部资产重组进程或将加速，水泥产业供给结构有望得到优化

2021年以来，得益于环保监管趋严以及水泥企业环保生产水平提升，我国水泥行业减碳效果有所显现。据统计，2021年我国水泥产量约占全球水泥产量的55%，同比变化不大，但二氧化碳排放量占全球的比重同比下降约4个百分点。错峰限产政策方面，2022年以来，

部分地区限产要求更为严格，河北、宁夏以及新疆等地停窑限产时间均有所延长，部分北方省份停窑期甚至长达5个月（详见附表一：2022~2023年秋冬部分省份错峰限产时间梳理）；但同时，华东、华南区域环保压力较小，部分省份错峰限产政策仍相对宽松，因此不同区域内水泥企业产能释放受影响程度有所差异。但从碳排放量来看，水泥行业目前在工业行业中仅次于钢铁行业，仍为碳排放第二大行业，在双碳政策背景下，水泥企业加快绿色转型、实现低碳发展仍为迫在眉睫的首要任务。

2022年以来，国家发改委等部门陆续出台《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南》等一系列政策，在此前政策基础上进一步细化了17个高能耗行业的节能降碳目标，要求对能效在基准水平以下且难以在规定时限通过改造升级达到基准水平以上的产能，通过市场化方式、法治化手段推动其加快退出。相关政策指出，水泥熟料能效标杆水平为100千克标准煤/吨，基准水平为117千克标准煤/吨；到2025年，水泥行业能效标杆水平以上的熟料产能比例达到30%，能效基准水平以下熟料产能基本清零。目前我国水泥行业能效未达到基准水平的产能占25%左右。此外，2022年11月，国家发改委等四部门联合印发《建材行业碳达峰实施方案》，明确了水泥行业碳达峰主要目标，“十四五”期间产业结构调整需取得明显进展，行业节能低碳技术持续推广，不断降低产品单位能耗和碳排放强度，水泥熟料单位产品综合能耗水平降低3%以上；“十五五”期间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。水泥行业实现碳达峰的重点任务包括强化总量控制、防范过剩产能新增、完善水泥错峰生产、加大替代燃料利用等。水泥企业若要实现上述目标，未来几年提标改造升级压力依然较大。此外，中诚信国际关注到，在行业效益下滑、环保投资压力加大的背景下，2022年以来部分企业挂牌转让旗下水泥资产，行业内整合事项有所增加，水泥行业资产重组进程或将加速，水泥产业供给结构有望得到优化。

表1：2022年以来水泥行业相关的重要政策/信息一览表

发布日期	部门	政策	主要内容
2022.01	国务院	《关于印发“十四五”节能减排综合工作方案的通知》	推进钢铁、水泥、焦化行业及燃煤锅炉超低排放改造，到2025年，通过实施节能降碳行动，钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、炼油、乙烯、合成氨、电石等重点行业产能和数据中心达到能效标杆水平的比例超过30%。
2022.02	国家发改委、工信部、生态环境部、国家能源局	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南》、《水泥行业节能降碳改造升级实施指南》	加快先进适用节能低碳技术产业化应用，促进水泥行业进一步提升能源利用效率；推广节能技术应用、加强清洁能源原燃料替代、合理降低单位水泥熟料用量、合理压减水泥工厂排放。
2022.06	国家发改委、工信部、生态环境部、住建部、交通运输部、农业农村部、国家能源局	《减污降碳协同增效实施方案》	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，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。
2022.07	国家发改委、工信部、生态环境部	《工业领域碳达峰实施方案》	在保证水泥产品质量的前提下，推广高固废掺量的低碳水泥生产技术，引导水泥企业通过磷石膏、钛石膏等非碳酸盐原料制水泥，推进水泥窑协同处置垃圾衍生可燃物；以水泥、钢铁、石化化工、电解铝等行业为重点，推进生产制造工艺革新和设备改造，减少工业过程温室气体排放；严格执行水泥、平板玻璃产能置换政策，依法依规淘汰落后产能，到2025年，水泥熟料单位产品综合能耗水平下降3%以上。
2022.11	国家发改委、工信部	《建材行业碳达峰实施方案》	严格落实水泥、平板玻璃行业产能置换政策，加大对过剩产能的控制力度；分类指



	部、生态环境部、住建部	案》	导，差异管控，精准施策安排好错峰生产，推动全国水泥错峰生产有序开展，有效避免水泥生产排放与取暖排放叠加；“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；“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。
2022.12	生态环境部	《关于印发<国家重点推广的低碳技术目录（第四批）>的通知》	为在能源、工业、城乡建设、交通运输等领域和钢铁、有色金属、建材、石化化工等行业加快建立以绿色低碳为特征的产业体系，需要对各领域和行业实现低碳发展的技术路径加以引导，鼓励推广减排潜力大、先进适用、成熟可靠，同时经济、环境和社会综合效益良好的绿色低碳新工艺、新技术和新设备，其中包括推广水泥窑协同后处置技术。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

中诚信国际认为，建材行业碳达峰目标及路径的明确有助于引导水泥行业长期良性发展，促进生产技术与工艺升级，督促淘汰低效产能，从而改善行业供需关系；但短期来看，碳排放严监管预期对水泥企业技改与环保投入提出了更高要求，水泥企业投资压力随之增大。中小规模水泥企业生产工艺相对落后、环保水平较低，面临更大的环保升级和低效产能淘汰压力，但大部分企业业绩下滑，投资性支出难以保证；头部企业资金实力及融资能力更强，行业内部资产重组进程或将加速，水泥产业供给结构有望得到优化。

**2022年以来房地产投资进一步弱化，对水泥需求形成较大抑制；2022年下半年以来房地产支持政策陆续出台，但考虑到政策传导仍需时间，加之短期内基建对水泥需求的拉动作用有限，预计2023年水泥需求仍将承压**

需求端方面，水泥需求与固定资产投资呈正相关，其中基建和房地产投资增速是水泥需求的重要影响因素。2021年固定资产投资保持增长，对水泥需求形成一定支撑，但下半年房地产行业快速进入下行周期，使得全年房屋新开工面积同比下降11.40%，水泥需求随之走入低迷。2022年1~11月，全国固定资产投资（不含农户）52.00万亿元，同比增长5.30%，其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长8.90%，基建投资增速有所反弹，但其中与水泥强相关的道路运输业、铁路运输业投资分别仅增长2.30%和2.10%，远低于基建投资整体增速，对水泥需求的拉动作用不明显。地产投资方面，2022年以来，受行业资金压力加大影响，房地产开发投资增速持续下降，自4月起降至负增长，1~11月房地产开发投资同比增速降至-9.80%，创2016年来新低，房地产新开工面积亦同比回落38.90%，对水泥需求形成较大抑制。

根据国家“十四五”发展规划中提出要加快建设交通强国，完善综合运输大通道，到2035年，国家综合立体交通网实体线网总规模合计70万公里左右，长期来看基建项目的持续推动将对水泥需求形成良好支撑，但在地方财政压力加大以及当前投资规模高基数的背景下，短期内基建投资较难显著提速，加之基建投资向新基建等领域侧重的结构性调整，预计2023年基建对水泥需求的拉动作用难以显著提升。另一方面，2022年下半年“金融16条”等房地产支持政策陆续出台，房地产企业融资环境有望改善，行业发展及新增投资有望回暖；但政策传导仍需要时间，短期来看房地产行业景气度仍较弱。整体来看，2023年水泥需求或将继续承压。

图 5：近年来我国固定资产投资增速变化情况

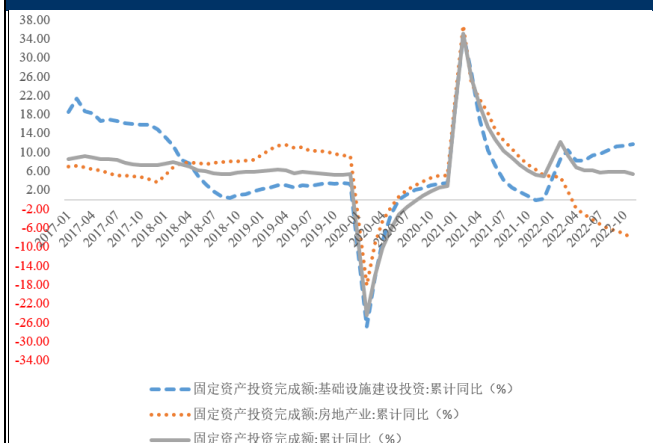
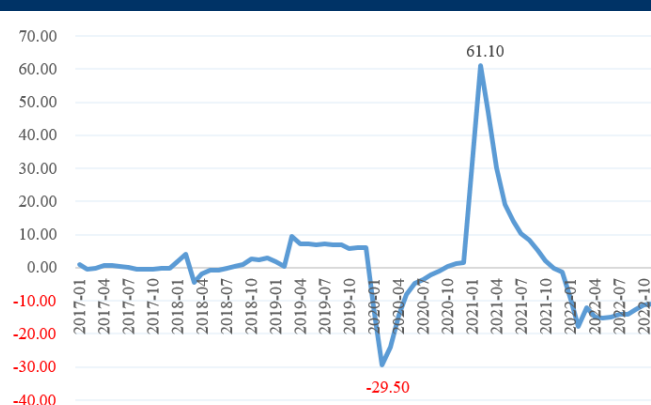


图 6：近年来水泥产量增速变化情况(%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

## 2022年水泥价格整体呈波动下行态势，均价基本回归合理区间，但煤炭价格居高不下导致行业内企业经营效益大幅下降

价格方面，2022年以来，水泥价格整体呈波动下行走势，1~2月水泥价格延续2021年末的下降趋势进一步下滑，3月部分地区市场需求回暖，华东、中南、西南和华北地区水泥价格均小幅上涨。4月份起，地产投资出现负增长，同时叠加钢材等原材料价格上涨、疫情影响施工节奏等因素，部分项目施工进度放缓，水泥需求阶段性收缩，价格一路走低，7月末全国水泥平均价格降至约435元/吨低点。8月以来，水泥价格小幅回弹，9月份部分地区陆续执行错峰停窑政策，供应有所收缩，11月末全国水泥平均价格涨至467元/吨，但较2021年同期634元/吨仍显著回落，价格基本回归合理区间。分区域来看，华北地区水泥产能规模较小，供需平衡情况较好，与其他区域相比水泥均价领先，11月末较上年同期下降约10%，跌幅远低于全国平均24.33%的水平；华东和中南地区水泥产能集中，价格与全国平均水平相当，11月末分别同比下降约27%和32%，跌幅较大，主要系上年同期价格处于高位。整体来看，水泥行业充分竞争，价格水平受供需关系影响较大，在水泥企业库容比高位运行，需求难以较快恢复的情况下，短期内水泥价格面临进一步下行压力。

图 7：近年来全国及各区域 P.O42.5 水泥价格走势

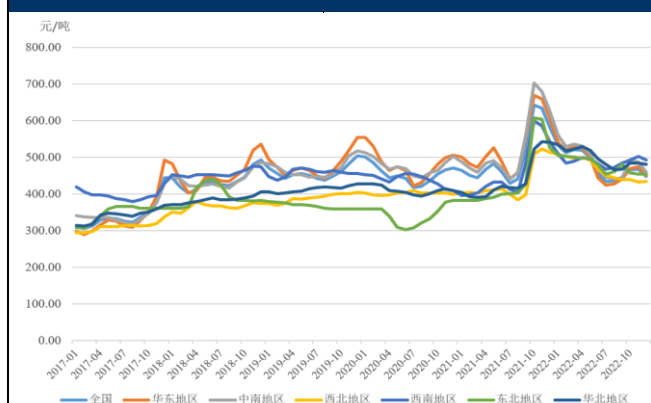
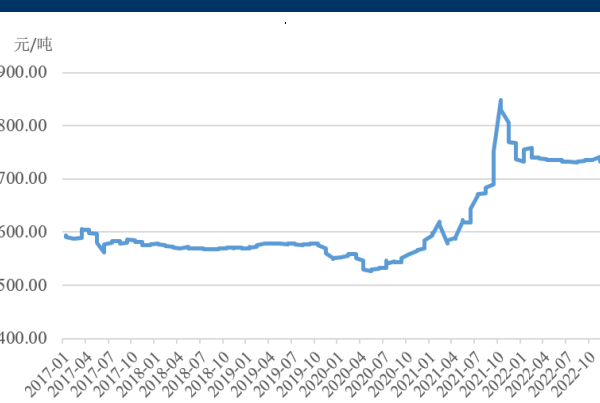


图 8：近年来动力煤价格指数走势



资料来源：Choice，中诚信国际整理

从成本端来看，采用新型干法生产工艺的水泥企业，煤电合计在水泥熟料生产成本中的占比在60%左右，其中煤炭在总成本中占比近40%，是影响水泥企业生产成本的重要因素。2021年下半年，国内煤炭供需失衡，煤炭价格快速走高，水泥企业成本压力陡增。2022年2月，国家发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，强调健全煤炭价格调控机制，动力煤价格被明确限制在合理范围内。3月，国家发改委印发《关于成立工作专班推动煤炭增产增供有关工作的通知》，要求主要产煤省份和中央企业加大煤炭生产力度，年内释放煤炭产能3亿吨以上。随着煤炭价格管控以及保供增量政策的执行，2022年以来国内煤炭价格逐渐趋于稳定，但仍处于历史高位，水泥企业成本压力犹存，经营业绩面临挑战。据水泥大数据网数据显示，2022年前三季度水泥行业实现利润总额527.6亿元，同比下降51.2%，行业整体经营效益大幅弱化。中诚信国际认为，煤炭价格的规范化管控有助于水泥企业保持成本相对稳定，但短期内煤炭供需关系难以逆转，预计2023年国内煤炭价格或将在管控价格区间内保持高位震荡，水泥企业成本压力较难显著减轻。为应对煤电成本压力，水泥企业加强节能降耗并寻找替代能源，既是当前宏观政策形势下的迫切需要，也是实现高质量可持续发展的必经途径。

具体来看，2021年以来水泥企业积极探索多元化碳减排路径，一方面通过窑炉改造、技术升级、智能化改造等提高能源利用率，另一方面通过使用再生燃料、生物质燃料以及光伏发电等方式为水泥生产提供能源支持，推进能源结构调整。从效果来看，部分水泥企业降碳成效显著，如2021年安徽海螺水泥股份有限公司（以下简称“海螺水泥”）共使用光伏电力1.6亿kWh、风电128万kWh以及生物质燃料2.2万吨，分别实现降碳量9.5万吨、741吨和2.4万吨。此外，余热发电亦为水泥企业提高能源利用效率的重要方式，目前大型水泥企业多已建立余热发电系统，可解决自身用电量的三分之一左右。

表2：2021年以来部分水泥企业涉足新能源领域事项梳理

公司名称	事项	主要内容
安徽海螺水泥股份有限公司	完成海螺新能源100%股权收购，新增19座光伏电站、3座储能电站	海螺新能源主要经营光伏发电、风力发电等业务，可为水泥生产提供电力支持
江西万年青水泥股份有限公司	生产基地建设光伏发电	子公司上犹万年青新型材料有限公司于2021年1月完成500KW光伏发电站项目，年发电量可达60万千瓦/小时，全年减少碳排放约200.46吨，节约标煤约73.70吨
广东塔牌集团股份有限公司	建设分布式光伏发电储能一体化项目	总投资约13亿元，建设项目包括蕉岭区域220MWp分布式光伏发电项目+45MW/151MWh集装箱式储能项目、惠州塔牌水泥有限公司5MWp分布式光伏发电项目+3MW/10MWh集装箱式储能项目、福建塔牌水泥有限公司5MWp分布式光伏发电项目，据测算每年可减少约14.28万吨二氧化碳排放
甘肃上峰水泥股份有限公司 阳光新能源开发股份有限公司 合肥凭新科技咨询服务有限公司	布局光伏发电、储能等绿色新能源产业	签订《战略合作框架协议》，依托公司各基地资源，合作开发光伏发电等新能源业务

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

### 三、行业财务表现

2021年以来水泥企业面临下游需求不足及能源价格高企的双重挑战，盈利及经营获现水平承压，流动

### 资金需求扩大，债务融资规模随之增长，需对企业债务滚动及短期债务规模控制情况保持关注

中诚信国际选取了水泥行业上市公司及发债企业作为样本，并将存在母子公司关系的母公司剔除（除中国建材股份有限公司<sup>1</sup>及下属子孙公司），最终形成的分析样本数为25家，其中截至2022年末，公开市场有存续债券的企业为11家，无存续债的上市公司14家。

表3：样本企业情况（万吨/年）

公司名称	公司简称	熟料产能规模	主要布局区域
中国建材股份有限公司	中建材股份	37,138	全国
安徽海螺水泥股份有限公司	海螺水泥	26,936	安徽、甘肃、四川、西藏、云南、陕西、广西、贵州、重庆、湖南、江苏、江西、浙江、广东、海南
唐山冀东水泥股份有限公司	冀东水泥	11,000	河北、内蒙古、陕西、重庆、山西、山东、辽宁、吉林、黑龙江
西南水泥有限公司	西南水泥	9,644	四川、云南、贵州、重庆
中国联合水泥集团有限公司	联合水泥	8,503	山东、内蒙古、山西、河南、河北、安徽、江苏
南方水泥有限公司	南方水泥	8,409	安徽、广西、湖南、江苏、江西、浙江、福建
华新水泥股份有限公司	华新水泥	7,492	四川、西藏、云南、重庆、湖北、湖南
红狮控股集团有限公司	红狮集团	6,666	甘肃、四川、新疆、云南、广西、贵州、湖南、江西、浙江、福建
华润水泥控股有限公司	华润水泥	6,500	广东、云南、广西、贵州、山西、福建、海南
中国山水水泥集团有限公司	山水水泥	5,199	山东、内蒙古、新疆、山西、辽宁、吉林
天瑞集团股份有限公司	天瑞集团	3,385	河南
亚洲水泥（中国）控股公司	亚洲水泥	2,663	四川、湖北、江西
甘肃祁连山水泥集团股份有限公司	祁连山水泥	约 1,950	甘肃、青海、西藏
吉林亚泰(集团)股份有限公司	吉林亚泰	1,844	吉林、辽宁、黑龙江
尧柏特种水泥集团有限公司	尧柏水泥	1,555	新疆、陕西
甘肃上峰水泥股份有限公司	上峰水泥	1,494	安徽
江西万年青水泥股份有限公司	万年青	1,486	江西
广东塔牌集团股份有限公司	塔牌集团	1,473	福建、广东
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	青松建化	1,389	新疆
宁夏建材集团股份有限公司	宁夏建材	约 1,230	甘肃、内蒙古、宁夏
福建水泥股份有限公司	福建水泥	930	福建
金圆环保股份有限公司	金圆环保	744	青海
浙江尖峰集团股份有限公司	尖峰集团	363	湖北
西藏天路股份有限公司	天路股份	325	西藏
四川和谐双马股份有限公司	四川双马	约 200	四川

注：1、熟料产能规模为2021年末数据；2、祁连山水泥、宁夏建材未公布熟料产能规模，表中数据按产能利用率100%进行估算。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

水泥行业多为以销定产、产销结合模式，产销率通常较高，2021年国内水泥产量同比小幅下降，但全年价格水平处于高位，样本企业营业总收入均值延续增长趋势；但同期，煤炭价格的快速上涨使得水泥企业成本压力显著加大，样本企业净利润均值同比回落6.30%。2022年以来，水泥需求量显著收缩，同时煤炭价格保持高位震荡，水泥企业无法将成本压力完全向下游传导，在购销两端的双重压力下，前三季度样本企业营业总收入均值同比下降13.92%，净利润均值同比下降49.38%，且部分企业已出现亏损。分企业性质来看，样本企业中部分民营上市公司利润规模相对较小，面临较大的盈利压力，但从

<sup>1</sup> 以下简称“中建材股份”。



三季度报来看暂未见亏损；亏损企业以地方国企为主。此外，考虑到第四季度为主要错峰停产季节，预计2022年全年水泥企业较难实现盈利的扭转。

图 9：近年来样本企业盈利情况

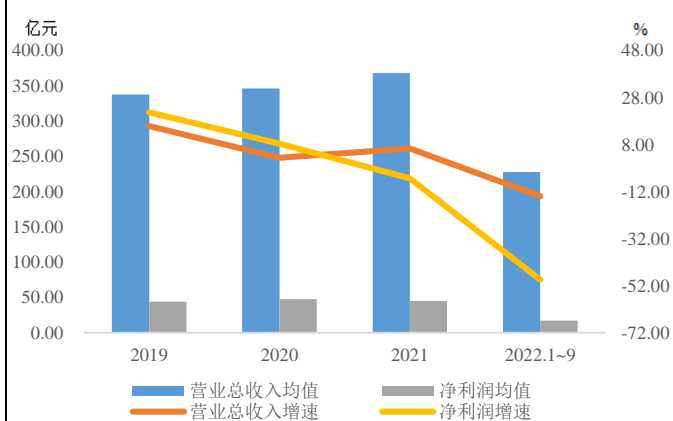
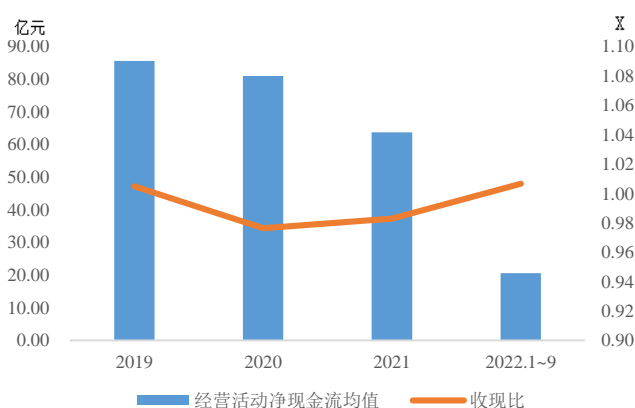


图 10：近年来样本企业获现情况



资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

水泥产品销售多为款到发货，水泥企业整体收现能力较好，各年度收现比均值变化不大，经营获现水平通常随盈利能力同向变化，2021年以来利润的收缩使得样本企业经营活动净现金流均值出现较大幅度下滑。除上述因素外，2022年以来，供需失衡使得水泥企业库存量增加，存货对资金的占用亦对前三季度经营活动现金净流入规模产生影响。同时，中诚信国际关注到，短期流动性压力以及对短期内行业发展预期的弱化使得部分企业延缓产能建设、技改升级或安全环保等领域的投资支出，2022年前三季度上峰水泥和塔牌集团等多家企业投资活动现金支出同比显著减少。

经营获现水平的下降使得水泥企业外部融资需求增加，从样本企业来看债务规模呈增长趋势，2022年9月末样本企业资产负债率和总资本化比率均值分别为43.17%和30.54%，分别较上年末增长1.93个百分点和3.10个百分点。此外，补充营运资本等流动资金需求扩大使得短期债务增速快于长期债务，2022年9月末长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末的1.22倍升至1.36倍，需对短期债务占比显著高于行业水平的企业保持关注。从企业性质来看，中建材股份及其下属企业债务率处于相对高位，民营上市公司融资行为更为保守，债务率普遍更低。偿债能力方面，2021年以来样本企业债务规模的上升和经营获现的减少使得偿债指标下降，其中2022年9月末货币资金对短期债务的覆盖倍数降至1.55倍，短期偿债压力加大，但货币资金仍能够覆盖当期末短期债务。

债券发行方面，我国水泥行业债券发行较为集中，截至2022年末，样本企业存续债券余额723.39亿元，其中中建材股份及其下属企业存续余额占比达到71.74%，其他部分头部企业存续金额占比亦较大，如冀东水泥、红狮集团存续债券余额分别为71.96亿元、69.97亿元，而中小规模水泥企业整体发债较少。2023年样本企业到期需兑付债券合计190.97亿元，

其中中建材股份及其下属企业到期债券145.97亿元，其他企业短期内到期需兑付债券金额较少。整体来看，水泥行业发债主体多为信用实力及融资能力较强的头部企业，且集中兑付压力不大。

但值得关注的是，由于水泥产品的生产和消费具有很强的区域性，不同区域样本企业的信用水平存在较大差异。例如，六大区域中华东和中南地区水泥产量全国占比维持高位，华新水泥、红狮集团等区域龙头企业营收规模及盈利长期保持行业领先水平，2022年以来虽受整体行情影响，但仍维持在较高水平。东北地区水泥价格和产量较低，产能分布以东北为主的亚泰集团持续亏损，且2021年以来亏损缺口扩大，加之房地产等板块的拓展使其资金压力进一步加大，2022年9月末亚泰集团资产负债率为71.19%，处于行业较高水平，货币资金/短期债务为0.17倍，面临很大的短期偿债压力。此外，部分水泥企业主要布局单一省份，产能和收入规模较小，盈利能力亦与当地经济发展情况正相关，如产能分布以西藏为主的天路股份净利率较低，总资本化比率高于行业平均水平，面临一定的债务压力。

图 11：近年来样本企业资本结构情况

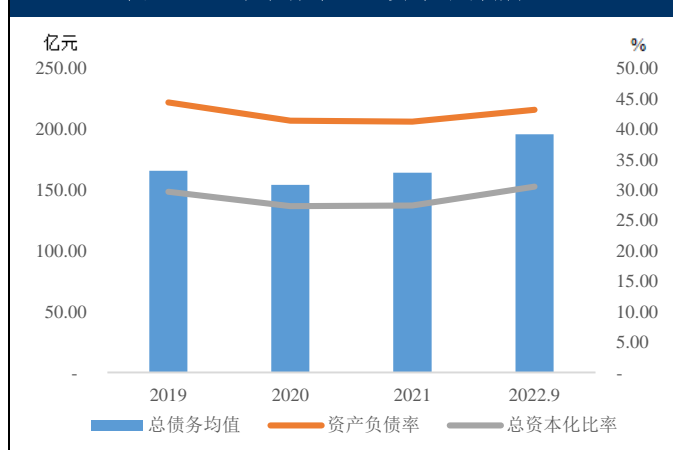
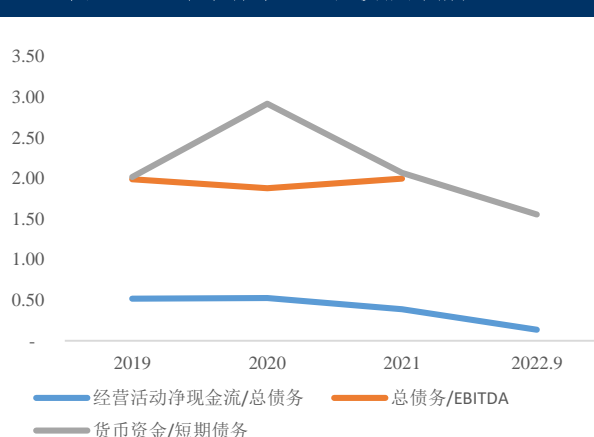


图 12：近年来样本企业偿债能力情况 (X)



注：2022 年 9 月末经营活动净现金流/总债务为年化数据。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

总体来看，短期内需求不足及原燃料价格高企的局面较难改变，水泥企业仍将面临收入及成本两端的压力，盈利和经营获现水平的下滑使得企业流动资金需求扩大，对融资和资金管理能力提出更高要求；在盈利普遍大幅下降，甚至部分企业出现亏损的情况下，需对相关企业的债务滚动及短期债务规模控制情况保持关注。

## 四、结论

目前水泥行业产能过剩的矛盾依然存在，错峰限产常态化、双碳等一系列政策的推行将有助于落后产能出清，优化行业供给格局，但同时水泥企业在减碳降耗方面面临的投资压力有所增加。在房地产投资下滑、煤炭价格高位运行的影响下，2022年水泥行业供需失衡加剧，行业整体经营效益显著回落。预计2023年水泥行业供需关系难以实现实质性

改善，能源价格高位运行造成的成本压力犹存，水泥企业盈利及获现水平仍面临较大挑战，流动资金需求或将进一步扩大，中诚信国际认为水泥行业信用水平为稳定弱化。

附表一：2022~2023 年秋冬部分省份错峰限产时间梳理

省份	参与范围	错峰时间	停窑时长
安徽	淮北、宿州、蚌埠、淮南、滁州	2022.12.1~2023.3.31	4 个月
	合肥、马鞍山、芜湖、宣城、铜陵、池州、安庆	原则上于冬季、雨季伏天实施错峰生产	--
黑龙江	所有熟料生产线	2022.10.15~2023.3.15	5 个月
吉林	所有熟料生产线	2022.11.1~2023.3.31	5 个月
河北	多地水泥熟料企业	2022 年开始供暖之日起至 2023 年开始供暖前一日，错峰天数 150 天。 其中，采暖季 120 天，非采暖季 30 天	150 天
河南	绩效分级 A 级	2022.11.20~2023.1.5、2023.1.21~2023.3.15	4 个月
	绩效分级 B 级	2022.11.15~2022.12.31、2023.1.16~2023.3.15	
	绩效分级 C 级	2022.11.15~2023.1.31、2023.2.11~2023.3.15	
	绩效分级 D 级、未完成超低排放改造企业	2022.11.15~2023.3.15	
湖南	长株潭及传输通道城市（岳阳市、常德市、益阳市）	水泥熟料生产线错峰生产天数基数为 80 天，其他市州为 75 天，其中 2022 年第四季度（10 月 16 日-12 月 31 日）错峰生产时间不少于 30 天	75~80 天
福建	所有熟料生产线	春节雨季期间（2023 年 1~5 月）和酷暑伏天期间（2023 年 7~10 月）	不少于 65 天
内蒙古	所有熟料生产线	2021.12.1~2022.3.31	4 个月
新疆	乌鲁木齐市、昌吉州、石河子市、哈密市	2022.11.1~2023.4.30、2023.6.1~2023.6.30	135~226 天
	吐鲁番市	2022.11.1~2023.3.15 2023.6.1~2023.6.30；2023.8.16~2023.9.30	
	伊犁州（直）、博州	2022.11.1~2023.4.15、2023.6.1~2023.6.30；2023.8.1~2023.8.30	
	塔城地区、阿勒泰地区	2022.11.1~2023.4.15、2023.6.1~2023.6.30	
	巴州地区、阿克苏地区	2022.11.1~2023.3.15、2023.5.1~2023.5.31、2023.7.1~2023.7.31	
	克州、喀什地区	2022.11.1~2023.3.15、2023.6.1~2023.6.15	
	和田地区	2022.11.1~2023.3.15	
陕西	所有熟料生产线	2022.12.1~2023.3.10	100 天
甘肃	所有熟料生产线	2022.12.1~2023.3.10	100 天
宁夏	所有熟料生产线	2022.12.1~2023.3.10，时限内未完成错峰生产的天数在 2023 年 6 月底前补足	130 天
浙江	所有熟料生产线	春节（一季度）停窑 40 天（企业必须确保春节期间错峰生产时间不得少于 40 天，多停的天数可冲减后续错峰生产时间）、梅雨高温（6-8 月）停窑 20 天、9-12 月各企业停窑按照政府亚运会、亚残会等相关文件的错峰限产要求严格落实执行	--
四川	所有熟料生产线	自 2022 年 10 月份每条熟料生产线不少于 15 天，其中实际停窑天数 10 天（即不享受优惠政策和不抵减之前超停的天数）；11 月和 12 月每条熟料生产线分别错峰生产 19 天	--
广东	所有熟料生产线	第一阶段：2023.1.1~2023.4.30，错峰停窑天数为 40+10 天；第二阶段：2023.7.1~2023.9.30，错峰停窑天数为 20+10 天	60+20 天

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理



附表二：部分样本企业财务数据

公司简称	营业总收入（亿元）				净利润（亿元）			
	2019	2020	2021	2022.1~9	2019	2020	2021	2022.1~9
中建材股份	2,574.82	2,589.54	2,786.27	1,713.31	184.58	216.63	256.59	121.34
海螺水泥	1,570.30	1,762.43	1,679.53	853.28	343.52	363.70	341.65	127.58
冀东水泥	345.07	354.80	363.38	273.51	49.05	51.84	41.82	17.35
西南水泥	302.66	269.09	264.59	163.48	13.53	10.14	1.18	-8.45
联合水泥	505.53	481.04	520.47	381.12	15.02	16.80	6.30	13.24
南方水泥	669.68	692.35	725.91	395.80	59.51	101.66	107.74	31.05
华新水泥	314.39	293.57	324.64	218.11	70.21	61.74	58.05	23.96
红狮集团	326.63	332.62	485.09	363.62	64.26	65.36	55.36	19.01
公司简称	经营活动净现金流（亿元）				总债务（亿元）			
	2019	2020	2021	2022.1~9	2019	2020	2021	2022.9
中建材股份	633.48	642.30	500.89	138.91	1,876.33	1,731.43	1,792.02	2,011.86
海螺水泥	407.38	347.97	339.01	95.93	117.45	104.54	119.17	204.30
冀东水泥	82.19	87.28	62.11	23.45	178.34	157.45	173.43	177.95
西南水泥	103.34	77.24	42.03	19.91	186.80	174.37	227.35	217.22
联合水泥	108.59	82.76	67.13	30.90	264.30	254.37	255.97	302.53
南方水泥	191.41	180.58	135.26	37.99	339.09	304.25	400.30	479.37
华新水泥	96.79	84.05	75.95	25.11	42.04	79.48	109.38	150.64
红狮集团	91.83	90.77	88.04	25.85	146.45	141.55	175.71	230.85
公司简称	经营活动净现金流/总债务(X)				总债务/EBITDA(X)			
	2019	2020	2021	2022.1~9	2019	2020	2021	2022.1~9
中建材股份	0.34	0.37	0.28	0.09	4.24	3.70	3.17	--
海螺水泥	3.47	3.33	2.84	0.63	0.27	0.24	0.25	--
冀东水泥	0.46	0.55	0.36	0.18	1.89	1.64	1.87	--
西南水泥	0.55	0.44	0.18	0.12	3.08	4.07	5.38	--
联合水泥	0.41	0.33	0.26	0.14	2.16	2.47	3.55	--
南方水泥	0.56	0.59	0.34	0.11	1.71	1.56	2.16	--
华新水泥	2.30	1.06	0.69	0.22	0.40	0.83	1.13	--
红狮集团	0.63	0.64	0.50	0.15	1.47	1.31	1.73	--

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

附表三：中诚信国际行业展望结论定义

行业展望	定义
正面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性
稳定	未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化
负面	未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性
正面减缓	未来 12~18 个月行业总体信用质量较“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平
稳定提升	未来 12~18 个月行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平
稳定弱化	未来 12~18 个月行业总体信用质量较“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平
负面改善	未来 12~18 个月行业总体信用质量较“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
刘冠男	企业评级部	高级分析师
马 涵	企业评级部	分析师
张倩倩	企业评级部	分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司  
(穆迪投资者服务公司成员)

地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹杆胡同2号银河SOH05号楼

邮编：100010

电话：(86010) 66428877

传真：(86010) 66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD

An Affiliate of Moody's Investors Service

ADD: Building 5 Galaxy SOHO

No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District,  
Beijing, PRC. 100010

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>