

2024 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，受行业加强错峰生产及自律停产影响，9 月以来水泥价格进入增长通道，但依然低位运行，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，水泥行业效益持续下降，2024 年前三季度水泥企业亏损加剧。

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。

展望未来，水泥需求短期难以显著恢复，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，预计水泥价格或将低位修复，但尚不具备持续增长条件；煤炭价格短期内难以回落，水泥行业效益整体仍将承压。考虑行业产能过剩严重、亏损面扩大及“双碳”目标的实现，不排除 2025 年行业可能实施去产能相关政策，从长期看，采取直接或间接去产能政策势在必行。



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



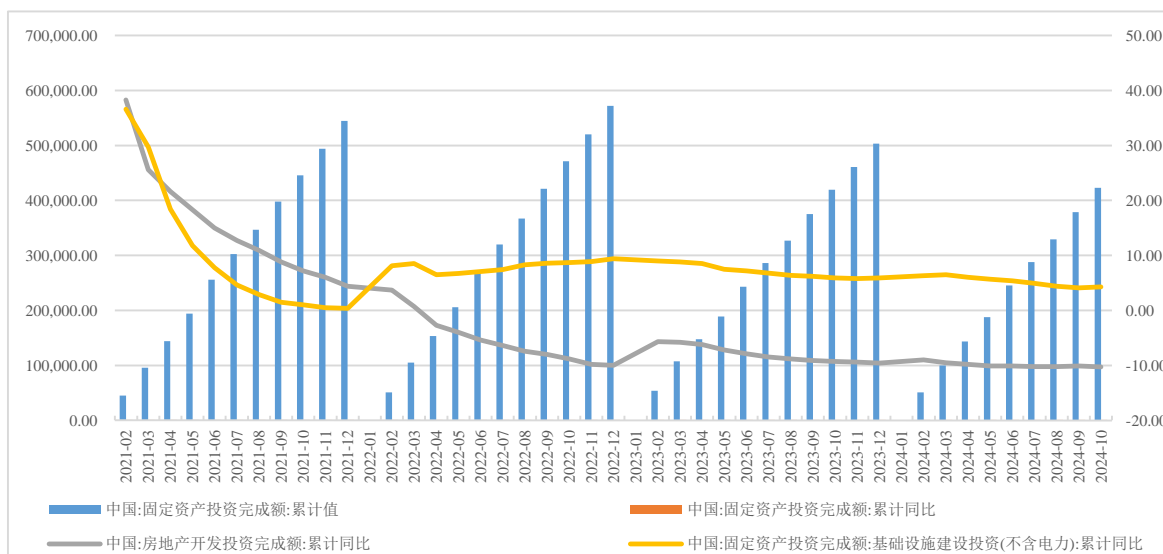
一、水泥行业运行情况

（一）行业供需情况

2024年1-10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年以来同期新低，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1-10月，全国固定资产投资额（不含农户）增速为3.4%。其中，基建投资（不含电力）增速为4.30%，增速同比下降1.60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1-10月，房屋新开工面积同比下降22.60%，施工面积同比下降12.40%，受此影响，房地产开发投资完成额增速为-10.30%，增速同比下降1.00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、%）

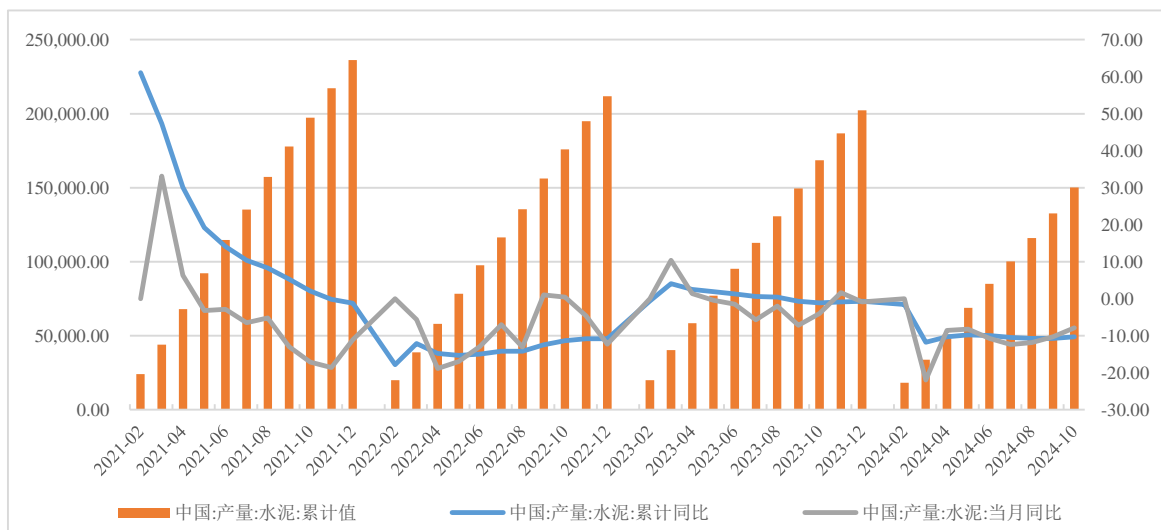


资料来源：Wind

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1-10月，全国水泥产量为15.01亿吨，为2010年以来同期最低产量，同比下降10.30%。根据中国水泥网数据显示，2024年1-10月，全国新投产熟料线10条，涉及总产能1350万吨，同比降幅较大，另有部分产线投产时间延至2025年，2024年四季度暂无新线投产，全国熟料总产能在17.6亿吨左右。2023年水泥熟料产能利用率约为59%，2024年以来，水泥产量继续下降，水泥熟料产能利用率预计持

续下降，水泥行业产能过剩情况进一步加重。

图2 近年来中国水泥产量情况（单位：万吨、%）

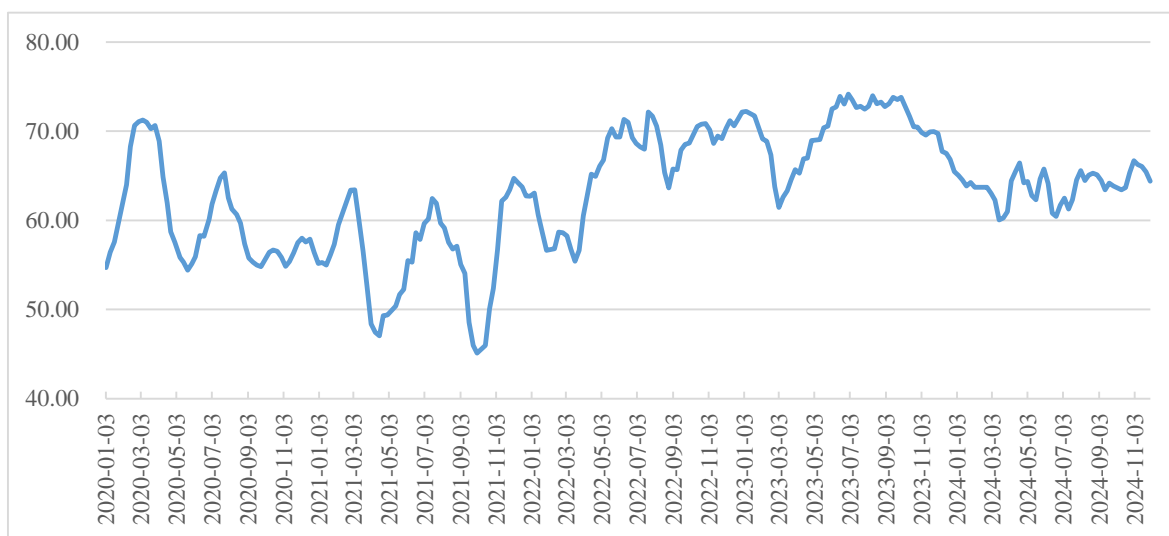


资料来源：Wind

（二）水泥价格表现

2024年以来，在行业加强错峰生产的影响下，水泥库存比波动幅度缩小，但整体库存比仍处于高位，供需失衡情况致使行业竞争加剧；2024年4月以来，水泥价格有所修复并于9月进入增长通道，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，水泥价格依然处于低位运行。

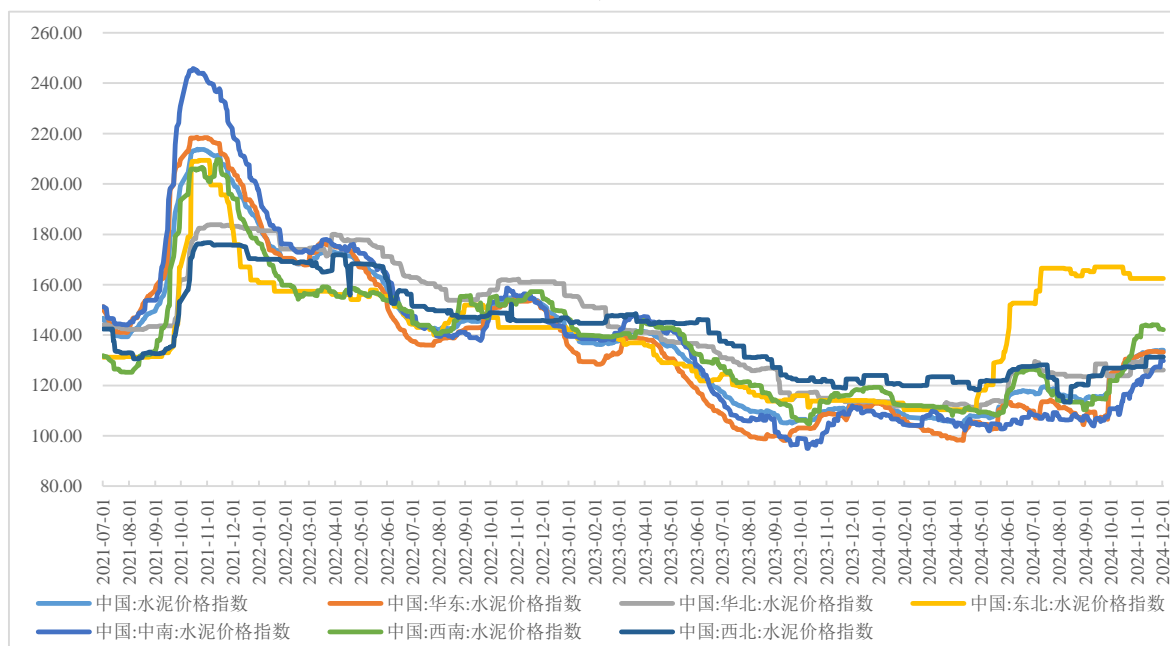
图3 近年来中国水泥库存比情况（单位：%）



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，受高温及雨水天气增多影响，下游需求有所减少，水泥库容比小幅增长后开始震荡下行；2024年10月中旬，受下游需求阶段性改善、水泥产量环比增加影响，水泥库容比小幅增长；但进入11月后，水泥库容比小幅下降。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月到9月，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；2024年9月底以来，水泥价格环比及同比均有所增长，主要系水泥行业企业加大错峰生产力度，增加停产时长，同时市场需求阶段性改善所致。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 月以来持续回升并于 7 月以来维持稳定，水泥价格同比有所增长，较其他各区域水泥价格表现较好，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，水泥企业上调水泥价格所致；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 9 月，各区水泥价格环比均有所增长，9 月中旬后，各区水泥价格同比均进入增长通道。

（三）行业效益情况

2024 年前三季度，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，水泥价格虽有所修复但仍处于低位，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 年三季度报的企业一共 25 家）营业总收入同比下降 17.66%，利润总额同比下降 62.42%，利润总额亏损企业占比 36%，较 2023 年前三季度亏损企业数量增加 4 家，亏损金额增加 160.38%；预计 2024 年水泥行业企业亏损情况较 2023 年或将有所扩大。

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年二季度以来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	151天	全区所有水泥熟料生产线2024年11月1日零时至2025年3月31日24时共5个月实行错峰生产
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	错峰生产范围涉及所有水泥熟料生产线，错峰生产时间由2024年11月1日至2025年3月31日连续停5个月，共计151天
华东	江苏	80天	2024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	--	不定期停产
	福建	预计155天	2024年预计错峰155天，1—4月份错峰65天，5月份、6月份错峰30天，7月停窑12天，三季度和四季度计划错峰30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	110天	2024-2025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110天，其中2024年9月1日—12月31日错峰生产天数基数不少于65天
	河南	120天	全省水泥企业分为A、B、C、D级别，A级企业自2024年11月11日至2025年2月28日、2025年3月11日至2025年3月31日实施错峰生产；B级企业自2024年11月1日至2025年2月18日、2025年3月1日至3月31日实施错峰生产；其他企业自2024年11月1日至2025年3月31日实施错峰生产
	湖北	40—93天	全年各企业要求错峰停产时间存在差异，基本在40—93天
华南	广东	80天	全年计划错峰生产停窑暂定40+40天/窑
	广西	150天	2024年计划停150天

西南	重庆	180天-190天	2024年度单条水泥熟料生产线错峰任务基数为180天、2025年度单条水泥熟料生产线错峰任务基数为190天，其中2024年10月至2025年3月错峰任务为110天
	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	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，2024年12月1日至2025年3月10日开展采暖季错峰生产（100天）
	新疆	185-227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	140-200天	2024年11月1日-2025年10月31日期间执行错峰生产，传统窑错峰生产时间累计为200天；协同处置窑不少于140天，具体时间按各企业承诺的错峰计划时间执行；计划外的停窑不计入错峰生产时间；连续10天以上错峰停窑方可计入错峰生产时间，鼓励同开同停
	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。

2024年9月9日，生态环境部对《全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）》（以下简称《全国碳交易方案（征求意见稿）》）公开征求意见，《全国碳交易方案（征求意见稿）》提出分两个阶段推动碳排放权交易市场建设，启动实施阶段（2024—2026年）和深化完善阶段（2027年—）阶段，年度温室气体直接排放达到2.6万吨二氧化碳当量的单位作为重点排放单位，纳入全国碳排放权交易市场管理。在启动实施阶段，实现平稳启动扩围，以熟悉市场规则为主，只控制碳排放强度，不限制配额总量，配额免费分配，采用绩效评价法，根据单位产出的碳排放强度进行绩效管理，不预设配额绝对总量，不限制企业产能。在深化完善阶段，强化激励约束程度，建立预期明确、公开透明的配额逐步适度收紧机制，配额分配方法由绩效评价法逐步转向基准法，对标行业先进水平，推动单位产品产量（产出）碳排放强度不断下降。

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年以来，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
2024年9月24日	国务院新闻办公室	发布会主要宣布多项新政，包括引导商业银行将存量房贷利率降至新发房贷利率附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷最低首付比例由25%下调到15%。提高3000亿元保障性住房再贷款中央银行资金的支持比例，将年底前到期的经营性物业贷和“金融16条”政策文件延期至2026年底，支持收购房企存量土地
2024年9月26日	中共中央政治局	会议强调，要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动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 年水泥企业债券市场表现回顾

（一）一级市场概况

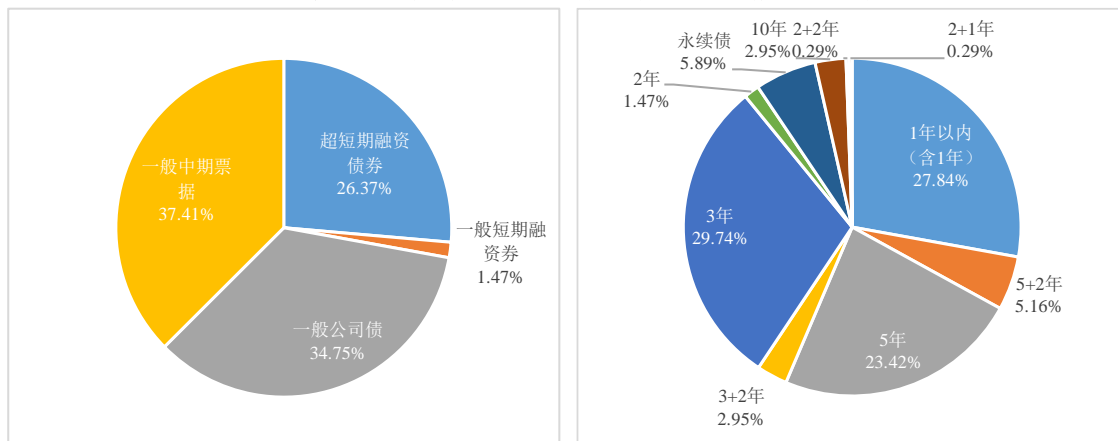
2024 年 1-11 月，水泥企业新发债规模较上年有所增长，新发债企业集中在高信用等级企业，中长期债券发行规模提升，发行成本较上年同期下降明显。

2024 年 1-11 月，水泥企业共发行债券 61 只，发行规模 678.90 亿元，发债数量较 2023 年同期增加 16 只，发行规模同比增长 27.85%。

从发债主体信用风险情况看，水泥发债企业仍集中在高等级。2024 年 1-11 月新发债水泥企业共 13 家，包括 11 家 AAA 企业和 2 家 AA⁺企业；而 2023 年新发债水泥企业共 11 家，包括 8 家 AAA 企业和 2 家 AA⁺企业和 1 家 AA 企业。2024 年 1-11 月，水泥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 1-11 月发行的 61 只债券中，43 只为中长期债券，发行规模占 72.16%，主要系水泥发债企业主要为央国企，且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 1-11 月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 1-11 月，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，三季度以来，发行利差有所走扩。长期信用债券方面，2024 年 1-11 月，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 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	2024				2023			
		一季度	二季度	三季度	1—11 月	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	2.07	2.06	2.44	2.35	2.63	2.61
	加权平均发行利差 (BP)	82.16	38.42	62.90	57.17	29.83	41.22	81.28	27.76
全样本	加权平均发行利率 (%)	2.75	2.00	2.08	2.09	2.49	2.35	2.76	2.61
	加权平均发行利差 (BP)	102.57	41.10	64.02	59.76	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	三季度	1—11 月	一季度	二季度	三季度	四季度
AAA	加权平均发行利率 (%)	2.85	2.44	2.26	2.35	3.40	3.25	3.03	3.20
	加权平均发行利差 (BP)	45.59	37.46	45.09	48.97	96.71	95.29	83.68	77.12
全样本	加权平均发行利率 (%)	2.85	2.44	2.26	2.35	3.92	3.25	3.03	3.20
	加权平均发行利差 (BP)	45.59	37.46	45.09	48.97	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

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 年前三季度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 11 月 30 日，水泥企业存续债的企业共 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，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 1—9 月水泥企业继续亏损，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，但 2024 年前三季度由于中建材集团系的水泥企业大分部出现亏损，净资产收益率为负。

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 9 月底	54.65	42.09	51.70	49.98
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 1—9 月	-2.39	1.55	-0.45	-0.18
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 9 月底	41.38	25.36	41.53	38.29
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—9 月的净资产收益率已年化
资料来源：Wind，联合资信整理

2024 年 1—9 月，下游房地产景气度尚未恢复，基建投资不及预期，水泥需求呈收缩趋势，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 年前三季度业绩看，16 家样本企业净利润较上年同期均有不同程度下滑，其中有 7 家出现亏损¹。

（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 11 月 30 日，样本水泥企业将于 1 年内行权和到期债券本金金额为 669.91 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 11 月 30 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	254.65	地方国企	AAA	稳定
中国建材股份有限公司	208.00	央企	AAA	稳定

¹ 西藏建工建材集团有限公司未披露 2024 年 9 月份财务数据，故不包含在内

中国建材集团有限公司	72.00	央企	AAA	稳定
唐山冀东水泥股份有限公司	20.00	地方国企	AAA	稳定
红狮控股集团有限公司	41.80	民营企业	AAA	稳定
天山材料股份有限公司	30.00	央企	AAA	稳定
西藏天路股份有限公司	10.46	地方国企	AA	稳定

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、水泥行业信用风险展望

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。2024 年 1—10 月全国水泥产量下降幅度同比扩大，行业供需失衡情况仍然严重，一季度水泥价格仍持续下降，但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并于 9 月进入增长通道，但相较于 2023 年以前仍处于低位运行，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。考虑下游需求疲软及停产时间延长，2024 年全年水泥产量同比将继续下降。受前三季度亏损加剧拖累，预计 2024 年全年水泥行业的经营业绩同比将继续下降，水泥行业企业亏损情况将扩大，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。

展望 2025 年，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，预计 2025 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。供给端看，考虑目前行业主要通过控制生产调节水泥供给，预计供给端产能过剩情况仍然严重，但考虑双碳目标及行业亏损面扩大情况，不排除 2025 年行业可能实施去产能相关政策，从长期看，采取直接或间接去产能政策势在必行。2025 年，水泥价格的走势仍然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继续严格实施及执行，水泥价格或将继续修复，预计自律及错峰停产实施力度较大的区域，水泥价格修复更加明显。但考虑 2024 年行业产能利用率已经处于较低水平，随着水泥价格的修复，2025 年行业自律停产力度或将减弱，在水泥行业产能过剩状态未实质改变的情况下，水泥价格尚不具备持续增长条件。

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。2025 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。