

2024年4月16日

中证鹏元资信评估股份有限公司  
工商企业评级部

张晨  
[zhangch@cspengyuan.com](mailto:zhangch@cspengyuan.com)

王贞姬  
[wangzj@cspengyuan.com](mailto:wangzj@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元评级”微信公众号。



**独立性声明：**

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 热点点评 | 从天瑞水泥股价闪崩看水泥行业信用风险演化

### 主要内容：

**事件复盘：**2024年4月9日，中国天瑞集团水泥有限公司（以下简称“天瑞水泥”，股票代码：1252.HK）港股股价剧烈波动，尾盘出现闪崩，股价在15分钟内从4.91港元/股暴跌至0.048港元/股，单日下跌99.04%，市值蒸发145.49亿港元，这一事件引发市场广泛关注。4月10日，天瑞水泥母公司天瑞集团股份有限公司（以下简称“天瑞集团”）发行的“14天瑞02/14天瑞集团债02”信用利差大幅走阔，上交所收盘价为83.28元，较前一交易日跌15.72元。

**从基本面看，**天瑞水泥于2024年4月2日披露2023年度业绩公告，2023年营业收入同比下滑28.64%，归母净亏损为6.34亿元，为2011年上市以来首次亏损；此外，公司应收款项大幅增长，资产负债率显著上升。天瑞水泥持股高度集中，股票长期交投清淡，部分股东股票质押融资被强制平仓可能为本次天瑞水泥股价闪崩的重要原因。

**事件影响：**本次风险事件发生后，天瑞水泥信用风险逐步暴露，可能触发金融机构风控引发一定信用收缩，尤其需关注天瑞集团下属公司股票质押融资相关债务处置情况。值得投资者警惕的是，当前水泥行业产能过剩、需求低迷、利润萎缩、亏损面扩大，信用风险逐渐暴露，信用资质已出现恶化现象。根据中国水泥协会预计2023年水泥行业利润同比下滑50%左右，水泥行业头部上市公司业绩亦整体大幅下滑。考虑到本次事件已引发市场关注，可能导致部分投资者对于行业前景的担忧情绪进一步加剧。在低效产能加速出清及行业集中度提升背景下，行业分化仍将持续，具备国央企背景、经营效益表现相对较好、销售区域较为发达的企业具备更强抗风险能力；同时部分企业信用风险显现，需关注行业内亏损企业、债务压力较大企业、业

---

绩下降较大的民营企业面临的流动性压力及估值波动风险。

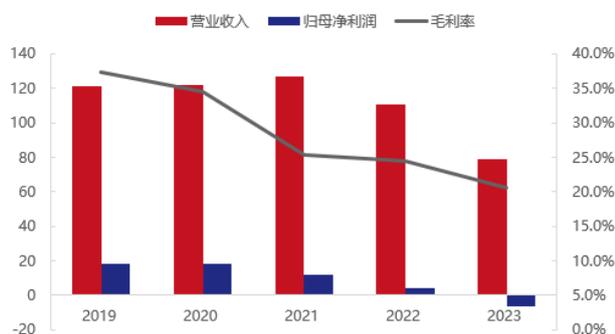
**天瑞水泥 2023 年由盈转亏，关注其面临的流动性压力及应收款项资金回收风险，本次股价闪崩后可能面临一定信用收缩冲击**

天瑞水泥港股股价闪崩，母公司天瑞集团境内债券价格下跌。2024 年 4 月 9 日，天瑞水泥港股股价剧烈波动，尾盘出现了闪崩，股价在 15 分钟内从 4.91 港元/股暴跌至 0.048 港元/股，单日下跌 99.04%，市值蒸发 145.49 亿港元，这一事件引发市场广泛关注。天瑞集团发行的余额为 8.43 亿元的“14 天瑞 02/14 天瑞集团债 02”将于 2024 年 6 月 25 日到期，4 月 10 日其信用利差大幅走阔，上交所收盘价为 83.2780 元，较前一交易日跌 15.72 元。天瑞水泥于 4 月 10 公告停牌，以待发出有关公司内幕消息的公告。天瑞水泥持股高度集中，实控人持股比例达 69.58%，股票长期交投清淡，4 月 9 日大幅放量，全天成交 2,438 万港元，而此前 30 个交易日日均成交额仅 161.49 万港元，部分股东股票质押融资被强制平仓或为本次天瑞水泥股价闪崩的重要原因。

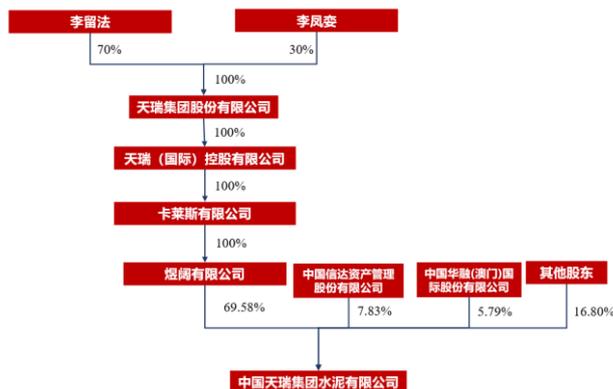
天瑞水泥为河南省及辽宁省领先的熟料水泥生产商，实控人持股集中，2023 年经营承压。截至 2024 年 4 月 10 日，天瑞水泥实际控制人为李留法及李凤变夫妇，合计持股比例达 69.58%，其他持股 5%以上的重要股东包括四大资产管理公司信达及华融（现中信资产）。天瑞水泥主要从事石灰岩开采利用和熟料、水泥、建筑骨料等建材产品的生产与销售，是河南省及辽宁省领先的熟料水泥生产商，是国家重点支持的 12 家全国性大型水泥企业之一，业务主要分布在河南、辽宁、安徽、天津等省市，产品被广泛应用于南水北调、哈大高铁、京港澳高速、连霍高速、黄河大桥、大连港等大型水利、高铁、高速、桥梁等国家级重点工程项目。截至 2023 年末，公司有熟料产能 2,840 万吨、水泥产能 5,640 万吨、石灰石骨料产能 3,020 万吨；2023 年水泥销量 2,520 万吨，同比减少 9.0%，平均价格为每吨 241.5 元，同比减少 21.8%。根据天瑞水泥于 2024 年 4 月 2 日披露的 2023 年业绩公告，2023 年营业总收入为 78.89 亿人民币，同比下滑 28.64%；全年归母净利润为亏损 6.34 亿人民币，而上年同期为盈利 4.49 亿人民币，为天瑞水泥 2011 年上市以来首度亏损。天瑞水泥毛利率由 2022 年的 24.55%降至 2023 年的 20.65%，盈利能力下滑，主要是 2023 年水泥价格下降幅度大于水泥吨成本下降幅度。截至 2023 年末资产负债率为 61.09%，较 2022 年末增加 12.38 个百分点；总债务为 174.66 亿元，同比增长 99.34%，偿债压力加大。受行业需求下滑、市场竞争加剧、原材料成本高企等因素影响，近年天瑞水泥营业收入、净利润及毛利率整体呈下滑态势。

图1 近年天瑞水泥营收及利润情况（亿元）

图2 截至 2024 年 3 月末天瑞水泥股权结构图



资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：企查查、天瑞水泥公告等，中证鹏元整理

**关注天瑞水泥面临的流动性压力、应收款项资金回收风险。**截至 2023 年末，天瑞水泥金融债务余额为 174.66 亿元人民币，其中短期债务占比 70.00%。根据企查查数据，天瑞水泥境内业务运营公司天瑞水泥集团有限公司 2023 年股权出质 15 次，显著高于近年水平。2024 年 1 月国家税务总局平顶山市税务局公告显示天瑞水泥集团有限公司欠缴增值税 309.06 万元。截至 2023 年末，天瑞水泥贸易及其他应收款项为 196.06 亿元，为当年营业收入的 2.49 倍，较 2022 年末增加 103.66 亿元，占总资产的 48.32%，占比近年持续提升；与此同时一年内到期的借款、一年后到期的借款合计同比增加 90.45 亿元，应收款项的增加显著加大了公司的融资压力。根据天瑞水泥披露信息，贸易及其他应收款项增加主要系应收票据及向供应商预付款项增加所致，但在行业下行、风险集聚的背景下，大幅增加相关应收及预付款项的合理性，是否存在资金回收风险等市场关切问题有待公司进一步解释。

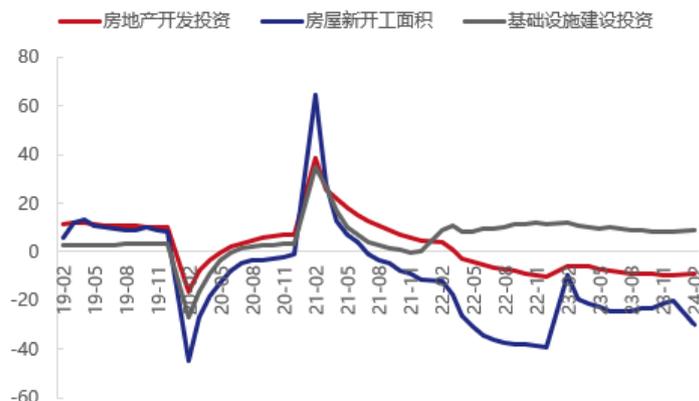
**本次风险事件可能使天瑞水泥面临一定信用收缩冲击。**本次风险事件发生后，天瑞水泥可能触发部分金融机构风控引发一定信用收缩，关注公司债务偿付风险及再融资压力。天瑞集团下属公司股票质押融资相关债务处置情况尤为值得注意，根据天瑞水泥于 2024 年 1 月 19 日公告，控股股东焯阔有限公司以 9,700 万股天瑞水泥股票进行质押担保，获得贷款金额最高达 1.67 亿元人民币。

### 2023 年行业整体产能过剩，需求低迷，价格下跌

**市场需求不足，预期转弱。**2023 年，全国房地产开发投资同比下降 9.6%。房屋新开工面积同比下降 20.4%，基础设施投资同比增长 8.2%，基础设施投资增速仍保持较快增长。房地产行业深度调整阶段，尽管在稳增长背景下，基础设施建设投资保持稳中有增的发展态势，但仍难以弥补下降空间，房地产行业对水泥需求的拖累明显，水泥需求总量仍呈下降趋势。

图3 水泥行业下游需求情况（单位：%）

请务必阅读正文之后的免责声明

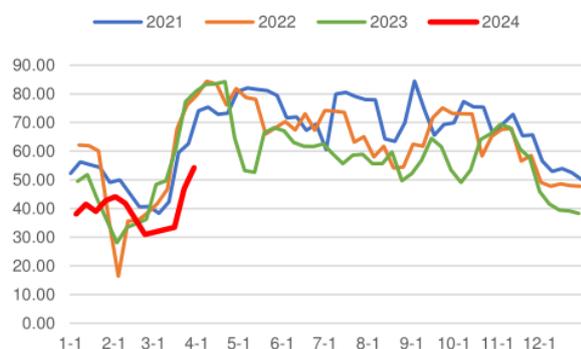


注：数据比较口径为月度累计同比。

资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

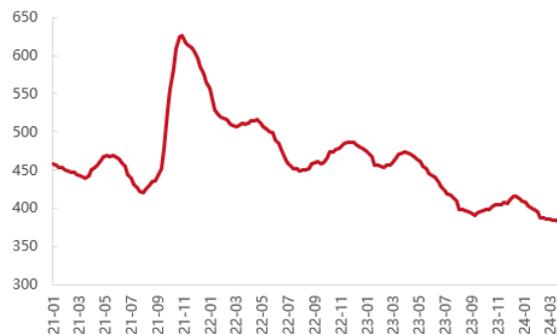
**产量减少，产能利用率下滑。**为应对供需矛盾，水泥行业采取错峰生产等措施，以缓解市场供给压力。部分地区停窑时间延长，熟料生产量下降，水泥供应相应减少。2023 年全国规模以上水泥产量为 20.23 亿吨，同比下降 4.5%。但产能过剩进一步加剧，熟料产能持续扩张，实际产能利用率继续下降，根据中国水泥协会信息研究中心统计，2023 年新点火新型干法水泥生产线 17 条，年设计熟料能力 2,492 万吨；2023 年产能利用率预计 59%，比 2022 年下降 7 个百分点。

图4 我国水泥熟料产能利用率（单位：%）



资料来源：同花顺 iFind、信达证券，中证鹏元整理

图5 水泥市场均价（单位：元/吨）



注：上述价格为全国水泥散装市场均价（含税，P.O42.5）

资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

**市场价格震荡下滑。**2023 年末全国水泥市场价为 409 元/吨，同比回落 14%，价格处于近六年最低水平。全年水泥价格低位弱势震荡调整，主要是市场需求持续低迷，房地产新开工面积同比降幅不断扩大，以及部分基建项目受资金短缺制约，施工进度缓慢，水泥需求表现持续疲软，另一方面，企业销售策略在竞争与竞合间不断切换，且竞争大于合作。

**2023 年行业利润总体大幅下降，亏损面扩大，上市公司业绩显著下滑，信用资质恶化**

请务必阅读正文之后的免责声明

**行业利润大幅萎缩，亏损面扩大。**整体来看，2023年水泥企业同时受到了市场竞争加剧、上游原燃料成本高企、下游房地产下行和环保能耗约束力增强等多重不利因素的冲击。部分地区无序竞争、区域性行业亏损，企业的利润大幅度萎缩，行业利润微薄。中国水泥协会预计2023年水泥行业利润为320亿元左右，同比下滑约50%。水泥行业销售利润率处于主要工业行业倒数水平，且行业亏损面持续扩大，吨利润微薄。

**行业上市公司业绩显著下滑。**大部分水泥行业头部上市公司已披露2023年年报，业绩整体大幅下滑，其中唐山冀东水泥股份有限公司、中国山水水泥集团有限公司（截至2023年末，天瑞(国际)控股有限公司持有21.85%股份）、中国天瑞集团水泥有限公司出现亏损，仅华新水泥股份有限公司因实现资产处置收益4.27亿元同比小幅增长。

**表1 部分水泥行业上市公司2023年财务数据（单位：亿元）**

公司名称	证券代码		存续债券	营业总收入		归母净利润	
	A股	H股		金额	同比	金额	同比
中国建材股份有限公司	-	3323.HK	404.00	2,102.16	-10.12%	38.63	-52.48%
安徽海螺水泥股份有限公司	600585.SH	0914.HK	-	1,409.99	6.80%	104.30	-33.40%
新疆天山水泥股份有限公司	000877.SZ	-	20.00	1,073.80	-19.01%	19.65	-56.74%
华新水泥股份有限公司	600801.SH	6655.HK	30.00	337.57	10.79%	27.62	2.34%
唐山冀东水泥股份有限公司	000401.SZ	-	71.96	282.35	-18.26%	-14.98	-
华润建材科技控股有限公司	-	1313.HK	-	255.50	-12.90%	6.44	-60.08%
中国山水水泥集团有限公司	-	0691.HK	-	181.16	-15.69%	-8.84	-
宁夏建材集团股份有限公司	600449.SH	-	-	104.10	20.24%	2.97	-43.78%
中国西部水泥有限公司	-	2233.HK	-	90.21	6.26%	4.21	-65.32%
江西万年青水泥股份有限公司	000789.SZ	-	16.00	81.90	-27.40%	2.29	-41.17%
中国天瑞集团水泥有限公司	-	1252.HK	-	78.89	-28.64%	-6.34	-
亚洲水泥(中国)控股公司	-	0743.HK	-	74.27	-22.75%	1.06	-74.75%

注：数据查询时间为2024年4月12日。

资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理

**水泥行业发债企业以央企、省级国企等高级别主体为主，具备国央企背景、经营效益较好、区域较为发达的企业具备更强发展潜力及抗风险能力；但部分企业信用风险显现，需警惕行业内亏损企业、债务压力较大企业、业绩下降较大的民营企业面临的流动性压力及估值波动风险**

**预计2024年水泥行业市场需求下降，低效产能加速出清和集中度提升是行业发展趋势。**当前，房地产行业进入深度调整阶段，尽管基础设施建设保持稳中有增的发展态势，但仍难以弥补下降空间，综合影响下，中国水泥协会预计2024年全年水泥需求比2023年将略有下降，降幅在2-3%。行业产能过剩矛盾或将更为突出，导致产能利用率进一步走低，供需关系边际明显改善难度不大，预计水泥市场价格将维持震荡调整。请务必阅读正文之后的免责声明

整走势，行业效益难以显著改善。在此背景下，行业低效产能加速出清和集中度提升是行业发展趋势，具有品牌溢价和成本优势的企业仍然能够保持较高运转率，实现较好效益，大集团和优势企业有望进一步推进产能整合，提升产业集中度，部分劣势企业主动退出市场意愿增大。

**存量水泥行业债券发行人以高级别为主，行业利差呈低位震荡走势。**按债券余额统计，存量水泥行业债券发行人以高级别为主，AAA 级别占比 94.1%；省属国企、央企占比达 85.4%，必要时有望可获得较强外部支持。从行业利差上看，目前水泥行业利差与产业债整体保持一致，呈低位震荡走势，但个别中低级别、民企发行人利差水平相对较高，其中截至 2024 年 4 月 12 日，天瑞集团主体利差达 1,917 BP。目前行业经营普遍面临较大压力，但市场并未对水泥行业发债企业差别化定价。

图6 水泥行业债券发行人主体信用级别

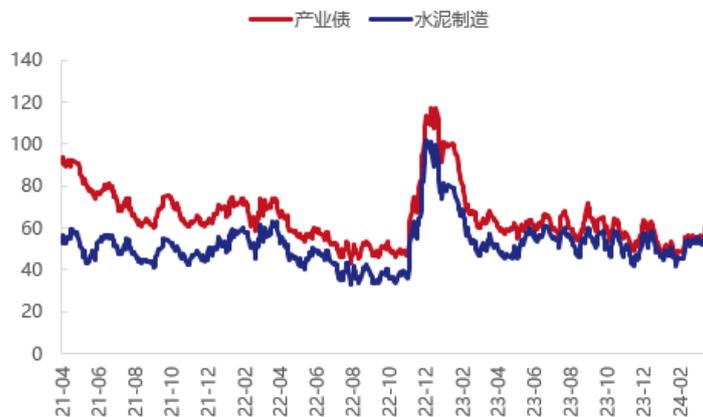
图7 水泥行业债券发行人企业性质



注：数据查询时间为 2024 年 4 月 12 日；仅统计有存续债券发行人。

资料来源：同花顺 iFind，中证鹏元整理。

图8 水泥行业信用利差情况（BP）



注：数据查询时间为 2024 年 4 月 9 日。

资料来源：DM，中证鹏元整理。

请务必阅读正文之后的免责声明

**警惕行业内亏损企业、债务压力较大企业、业绩下降较大的民营企业面临的流动性压力及估值波动风险。**天瑞水泥信用风险已逐步暴露，需充分重视其经营稳定性、流动性压力及偿债风险，以及本次风险事件发生后可能触发的信用收缩问题。在低效产能加速出清及行业集中度提升背景下，水泥行业分化仍将持续，具备国央企背景、经营效益表现相对较好、销售区域较为发达的企业具备更强抗风险能力；同时当前水泥行业需求低迷、利润萎缩、亏损面扩大，信用资质已出现恶化现象，投资者需警惕行业内亏损企业、债务压力较大企业、业绩下降较大的民营企业面临的流动性压力及估值波动风险。

## 免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

**中证鹏元资信评估股份有限公司**

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872333 0755- 82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路世贸 大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府三街 19 号 新希望国际大厦 A 座 1701 室 电话：028-82000210 传真：028-85288932
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：陕西省西安市莲湖区桃园 南路 1 号丝路国际金融中心 C 座 801 室 电话：18392525385	地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140