

发布时间：
2023年3月28日

撰写人

何贺
0755-82872897
hch@cspengyuan.com

罗力
0755-82872814
luol@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

信用展望 2023|水泥行业：需求延续下降、水泥-煤炭高价差难改，行业信用风险提升

主要内容：

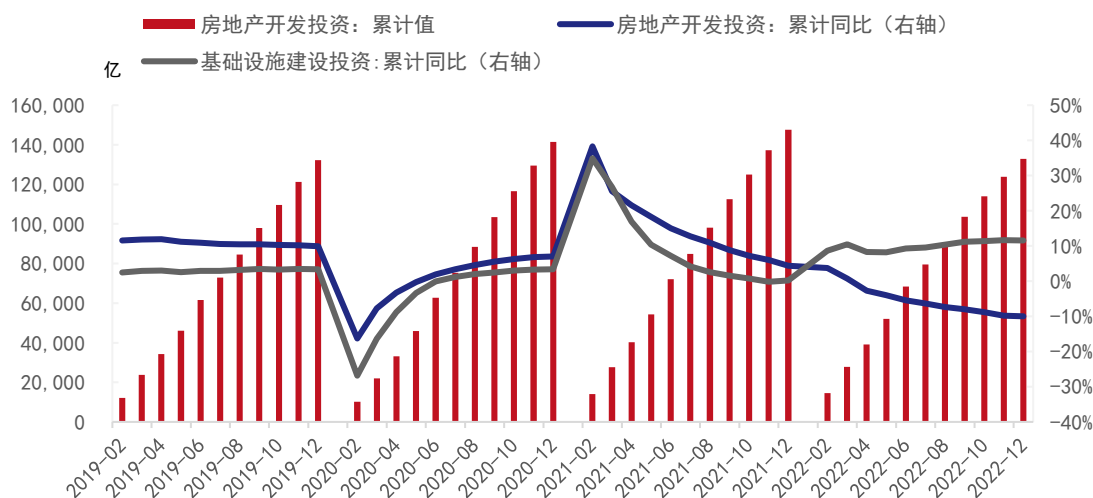
- ◆ **行业需求：**2023年，基建投资作为扩大内需、托底经济的重要抓手预计维持较高景气度，但其增速受地方政府收支矛盾加剧，以及防范化解隐性债务风险下城投融资整体偏紧等因素影响趋于走弱；房地产消费需求及信心尚显不足，恢复有待时日，叠加土地购置费及房屋新开工面积下滑，房地产行业将以“保交楼”和“去库存”为主，投资短期难以有效提振。预计2023年水泥需求受上述因素影响趋于下降。
- ◆ **价格-成本控制：**水泥需求趋弱、产能难以有效减少将加大供需矛盾，预计2023年水泥价格走弱；煤炭供需紧平衡延续，煤价或继续处于高位运行，同时水泥行业议价能力减弱将难以将成本向水泥价格转嫁，水泥-煤炭高价差态势仍将维持。
- ◆ **样本企业表现：**房地产投资下滑以及流动性趋紧导致2022年水泥行业盈利水平及经营性现金流明显下降，2022年Q1-3样本水泥企业利润总额和经营性净现金流入额同比分别下降51.21%和44.38%，偿债能力指标继续弱化；受制于房地产投资短期难以有效提振、基建投资增速放缓等因素综合影响，预计2023年水泥行业财务表现将继续走弱，但幅度收窄。

一、行业运行环境

2022 年以来我国水泥需求分化，基建投资虽持续发力，但难以对冲房地产投资下滑对水泥需求的负面冲击，预计 2023 年水泥需求仍将受制于基建投资增速放缓和房地产投资难以有效提振而趋于减弱

2022 年以来房地产投资下滑明显削弱水泥需求，基建投资发力亦难以扭转局势。2022 年以来房地产市场景气度延续下行态势，虽然取消限购、提升公积金贷款额度、下调首付比例、降低房贷利率、融资等政策频繁出台，但在疫情反复、经济面临较大下行压力下，难以提升居民购房预期，房地产销售端继续承压，叠加房企频繁暴雷、行业信用风险提升导致房企融资受限，房企流动性趋紧，受此影响，2022 年我国房地产开发投资同比下降 10% 至 13.29 亿元。作为经济发展的稳定器，在稳增长需求下，专项债加速发行、及时推出政策性金融工具和贷款，推动基建投资持续发力，2022 年我国基建投资同比增长 11.52%。但基建投资对水泥的边际需求低于房地产开发投资，因此难以对冲房地产投资下滑对水泥需求的减少，2022 年以来我国水泥需求减弱。

图1 2022 年我国房地产投资明显下降，基建投资发力

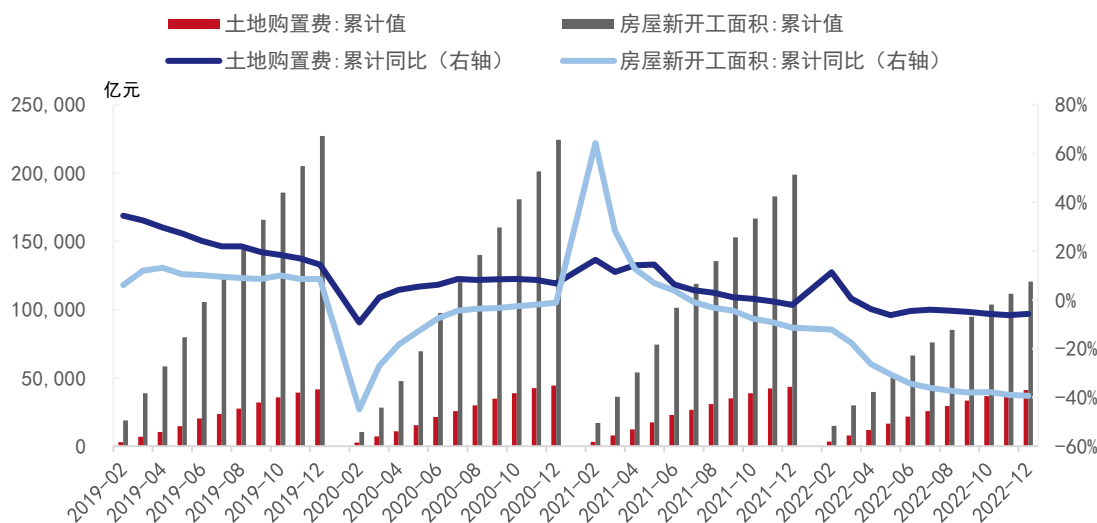


资料来源：同花顺 IFinD，中证鹏元整理

2023 年基建投资增速放缓、房地产投资短期难以有效提振仍将抑制水泥需求。2022 年 12 月中央经济工作会议确定了 2023 年经济工作“稳中求进”的总基调。我国居民消费仍待提振、房地产继续筑底、出口回落的经济形势下，基建投资仍将是 2023 年扩大内需、托底经济的重要抓手，在政策加持下，预计财政支出加强、政府债务扩容，截至 2023 年 2 月 10 日，31 个省份获得的提前批专项债、一般债额度合计分别为 21,900 亿元、4,320 亿元，同比增长 50%、32%。但需关注的是，2022 年我国政府性基金收入下降将加剧地方政府收支矛盾，叠加防范化解隐性债务风险下，城投融资整体偏紧，将制约基建投资。尽管销售端、融资端利好政策频出，但房地产消费需求及信心尚显不足，恢复有待时日，同时 2022 年房地产景气度下降及流动性趋紧抑制房企拿地意愿及新开楼盘，当年我国土地购置费同比下降 5.7%，房屋新开工面积同比下降

39.40%，短期内亦将削弱水泥需求。预计 2023 年房地产行业将以“保交楼”和“去库存”为主，房地产投资短期难以有效提振。

图2 2022 年以来房企拿地及新开工面积下降

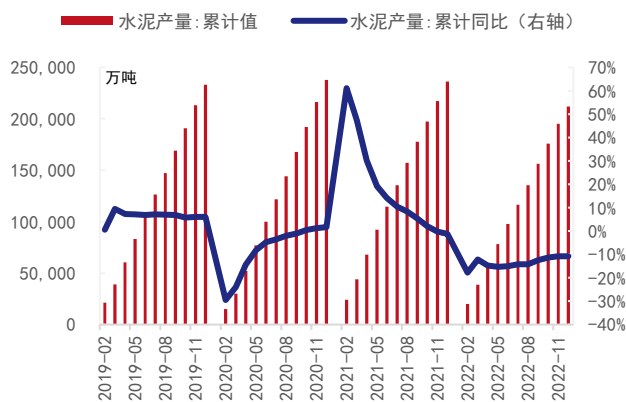


资料来源：同花顺 IFinD，中证鹏元整理

2022 年以来需求不足导致水泥产量明显下降、库容比提高，预计 2023 年地产政策松动以及基建托底等作用下水泥产量降幅收窄

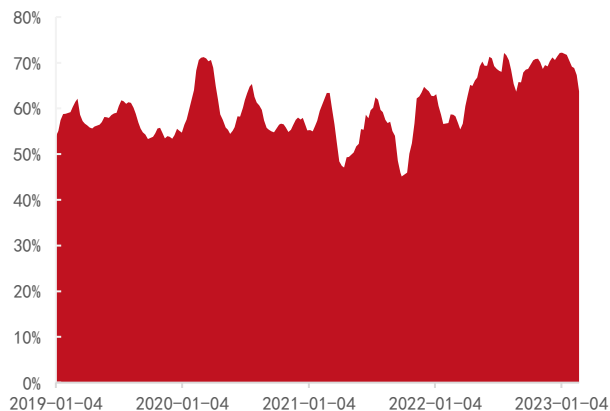
2022 年以来我国水泥产量下降、库存高企，预计 2023 年水泥产量降幅收窄。2022 年以来我国房地产投资超预期下降，水泥需求明显减弱，导致我国水泥产量同比下降 10.8%，但库容比整体处于 2019 年以来高位，2022 年全年库容比均值为 66.30%，同比提高 10.11 个百分点，高库存将限制产能释放。“稳中求进”总基调下，基建投资将保持高景气度，而房地产投资恢复有待时日，受此影响，预计 2023 年水泥产量延续下滑；但政策利好下，房地产开发投资有望筑底企稳，水泥产量降幅有望收窄。

图3 2022 年水泥产量下降明显



资料来源：同花顺 IFinD，中证鹏元整理

图4 2022 年以来水泥库容比处于高位

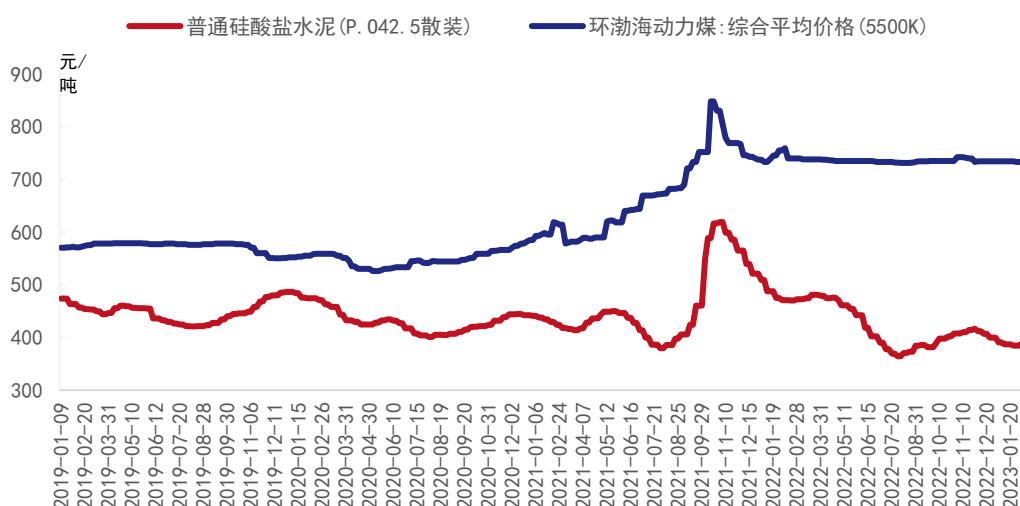


资料来源：同花顺 IFinD，中证鹏元整理

2022 年以来水泥-煤炭价差扩大削弱行业盈利能力，2023 年高价差态势仍难以扭转

水泥需求下滑、库存高企同样导致价格持续下降，普通硅酸盐水泥（P.042.5 散装）价格由 2022 年初的 509.10 元/吨持续降至 2022 年 8 月初的 364.20 元/吨，降幅达 28.46%；随着上半年产量持续减少以及 9 月、10 月地产政策松动，叠加四季度错峰生产限制产能释放，2022 年 Q3 及 Q4 水泥价格有所反弹，但反弹力度不大。2022 年以来煤炭价格高位运行，水泥需求不足导致成本难以向下游转嫁，水泥-煤炭价差扩大，削弱水泥行业盈利能力。2023 年预计水泥需求仍旧低迷，水泥价格将维持低位；煤炭供需紧平衡格局大概率延续，煤价继续处于高位运行，水泥行业成本控制难度依然很大，水泥-煤炭高价差态势仍难以扭转。

图5 2022 年以来水泥-煤炭价差扩大，削弱水泥行业盈利能力



资料来源：同花顺 IFinD，中证鹏元整理

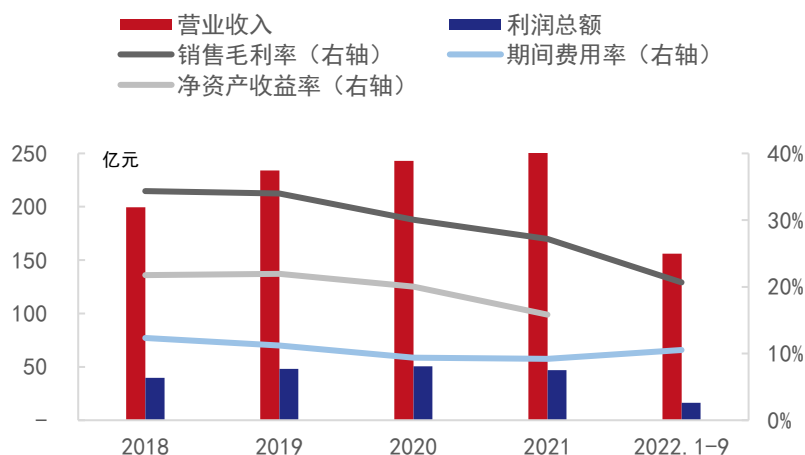
二、 样本企业财务分析

本文选取发债企业及上市公司在内的水泥样本企业共 21 家（样本企业信息见附录一）。

预计 2023 年水泥行业盈利能力及经营性净现金流继续下行，但降幅收窄

2022 年房地产市场低迷抑制水泥需求，水泥量价齐跌，需求不足同时削弱水泥行业成本转嫁能力，水泥-煤炭价差扩大，上述因素导致 2022 年水泥行业盈利能力下降明显，2022 年 Q1-3 水泥样本企业营业收入同比下降 15.41%，销售毛利率同比下降 5.58 个百分点，利润总额同比下降 51.21%。2023 年房地产投资难以有效提振，基建投资增速预计放缓，水泥需求仍趋于减弱，难以对水泥价格形成有效支撑，但考虑到地产利好政策加持以及行业自律加强，水泥价格降幅有限；叠加煤炭价格高位运行且成本难以转嫁，预计 2023 年水泥行业盈利水平延续跌势，但跌幅收缩。

图6 2022 年前三季度样本企业经营收益延续下降趋势

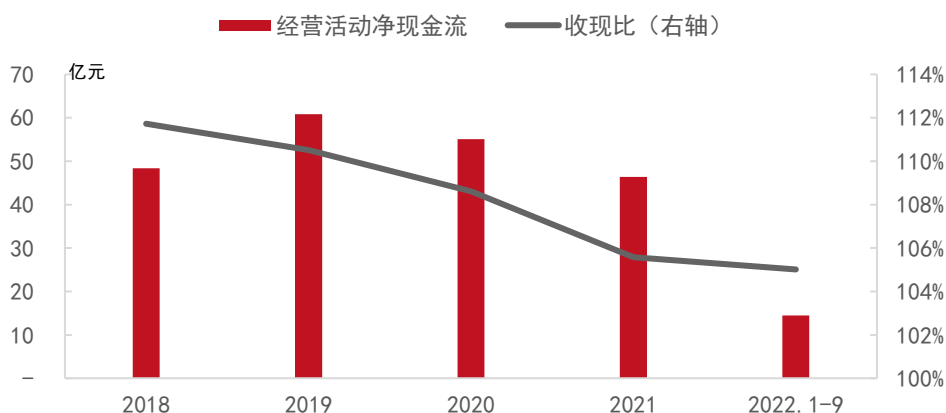


注：表中营业收入及利润总额为样本企业均值。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

下游需求减弱、供需矛盾扩大导致水泥行业盈利水平及议价能力减弱，加之下游房地产行业资金链趋紧，2022年以来水泥行业应收账款及存货规模增加，收现比继续下降、经营性现金流大幅减少，2022年Q1-3水泥样本企业经营性净现金流入金额同比下降44.38%。2023年水泥需求趋弱预期下，行业盈利水平走弱，水泥企业议价能力走弱将继续延长账期，水泥行业经营性现金流将进一步走弱，同时需关注下游资金链紧张引致的坏账风险。

图7 2022年前三季度样本企业收现比及经营性净现金流继续下降



注：表中经营性净现金流为样本企业均值。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

预计 2023 年水泥行业偿债能力指标继续弱化

随着盈利水平下降、经营性净现金流走弱，水泥行业债务规模提升，2022年水泥行业偿债能力指标弱化，样本企业利润水平的大幅下降导致 EBITDA 对负债的保障能力快速下降，2022年Q1-3度水泥样本企业负债总额/EBITDA 快速增至 10.58，经营性净现金流对流动负债的保障能力较去年同期下降 9.62 个百分点。2023年水泥行业偿债能力受利润及经营性净现金流减弱影响预计将继续弱化。

附录一 样本企业名称

序号	企业名称
1	唐山冀东水泥股份有限公司
2	甘肃上峰水泥股份有限公司
3	江西万年青水泥股份有限公司
4	新疆天山水泥股份有限公司
5	广东塔牌集团股份有限公司
6	四川双马水泥股份有限公司
7	西藏天路股份有限公司
8	新疆青松建材化工(集团)股份有限公司
9	宁夏建材集团股份有限公司
10	安徽海螺水泥股份有限公司
11	甘肃祁连山水泥集团股份有限公司
12	吉林亚泰(集团)股份有限公司
13	浙江尖峰集团股份有限公司
14	福建水泥股份有限公司
15	华新水泥股份有限公司
16	云南博闻科技实业股份有限公司
17	中国联合水泥集团有限公司
18	南方水泥有限公司
19	西南水泥有限公司
20	红狮控股集团有限公司
21	尧柏特种水泥集团有限公司

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	地址：北京市朝阳区建国路世 茂大厦 C 座 23 层	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
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	电话：010-66216006 传真：010-66212002	总机：021-51035670 传真：021-51035670
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	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	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	电话：025-87781291 传真：025-87781295	电话：028-89102569
山东	吉林	陕西
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	地址：吉林省长春市南关区人 民大街 7088 号伟峰国际商务广 场 2005 室	地址：西安高新区唐延路 22 号 金辉国际广场 902 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	电话：0431-85962598 传真：0431-85962596	电话：029-88626679 传真：029-88626679
香港		
地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140		