

# 水泥行业信用评级方法

## 一、行业界定

依据《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）目录“C制造业”，水泥行业属于非金属矿物制品业，包括水泥制造（C3011）和水泥制品制造（C3021）。

表：水泥子行业（GB/T 4754-2017）

行业代码	行业名称	行业描述
C3011	水泥制造	以水泥熟料加入适量石膏或一定混合材，经研磨设备（水泥磨）磨制到规定的细度，制成水凝水泥的生产活动，还包括水泥熟料的生产活动
C3021	水泥制品制造	指水泥制管、杆、桩、砖和瓦等制品制造

本评级方法按照国家相关部门分类和实际信用评级需要，界定水泥行业为经营区域主要位于大陆地区、收入来自以上水泥产品的行业。

## 二、行业分析

中国是水泥大国，受益于经济高速增长，水泥产能已跃居世界第一。安融评级在对水泥行业的运行特征进行全面分析后认为，目前以及未来一段时间内我国水泥行业的信用风险主要来源于以下几个方面：

### （一）周期性与季节性

水泥行业是典型的经济周期性行业，主要为建筑施工提

供原材料，受其需求驱动。而建筑施工的发展与宏观经济，特别是固定资产投资紧密相关，影响到企业的盈利情况。如果宏观经济持续走好，基本建设投资稳步增长，水泥产品的需求也将保持较大幅度的增长。此外，北方的冬季和南方的梅雨季户外建筑活动减少或基本停止，是水泥销售的淡季，因此水泥企业生产具有一定季节性。

## （二）区域性强

水泥行业的需求具有地域性，各区域经济发展水平差异较大，房地产开发和基础设施建设也处于不同阶段，相应各区域内市场需求状况存在较大差异。而且，水泥产品的生产和销售也具有区域性，水泥产品及其主要原材料石灰均比重大、价值低，长途运输不具有经济性，有一定的销售半径。水泥行业需求、生产和销售的区域性导致不同区域水泥产品价格存在较大差别，行业竞争亦主要表现为区域性。

## （三）环境成本高

水泥行业是高能源消耗型行业，生产过程中需要耗费大量煤炭和电力，占水泥产品成本的比重高达 60%左右。水泥行业的三废排放对环境污染较大，是继火电、汽车尾气之后第三大氮氧化物排放来源，因而水泥行业是环保政策调控的重要行业之一。能源价格波动、节能减排政策的变化对水泥行业影响较大，污染控制是水泥企业面临的重要问题。

## （四）产能过剩，竞争激烈

水泥行业集中度偏低、企业规模偏小、局部区域产能严重过剩、市场过度竞争、科技含量低和能耗高，导致整个水泥行业的利润水平偏低，且水泥产能在市场上供应远远大于需求。各企业间工艺技术、管理水平的参差不齐，原材料供给不平衡等方面的原因，使整个水泥企业的生产成本存在明显的差异。企业之间为了抢占市场份额，造成恶性竞争和价格下降。

### 三、评级思路

按照《信用评级方法总论》，安融评级对水泥行业的评级思路是：评级对象自身信用风险程度的高低与其面临的经营风险和财务风险密切相关，是二者综合影响的结果。在相同财务风险的情况下，经营风险低的评级对象的信用质量会高于经营风险高的评级对象。同样，在经营风险相同的情况下，财务风险低的评级对象的信用质量也会高于财务风险高的评级对象。

评级对象的违约概率还和其可能获得的外部支持密切相关。评级对象能从外部获取支持的程度越高，出现财务困境的概率越低，偿债能力就越有保障。在同等条件下，获得外部支持强的评级对象，往往信用风险会显著低于获得外部支持弱的评级对象。

综上，主体信用评级分析首先从评级对象的经营风险开始，然后进行财务分析和特殊事项风险分析，在整体考量经

营风险、财务风险和特殊事项风险后，判定评级对象的个体信用等级。其后，在个体信用级别的基础上结合评级对象的各项外部支持因素，确定评级对象的主体信用等级。

## 四、评级要素

### （一）运营环境

#### 1、宏观经济

水泥行业运行显示出较强的周期性，其需求增速与固定资产投资增速呈现明显的正相关关系。水泥行业的供给能力及未来变化主要取决于现有行业产能、行业固定资产投资额及落后产能淘汰量等因素。宏观经济运行状况、经济周期性波动及宏观经济政策等因素，都会影响到水泥行业的基本面，导致行业信用变化。

安融评级重点关注：国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；特定区域房地产投资、基础设施建设及民用投资的变化预期。

#### 2、产业政策

目前水泥行业政策主要集中在规范行业准入、限制新建产能、淘汰落后产能、鼓励行业集中度的提高和税收、环保等方面。产业政策制定的松紧程度和执行力度通常根据行业发展阶段和实际总体供需状况而改变。税收政策趋紧时，水泥企业税收压力加大，成本上升，盈利下降；税收政策趋松

时，水泥企业税收压力减轻，成本下降，盈利提升。水泥企业属于高污染行业，对其三废排放标准的变化将影响企业在环保方面的投入，对于能耗及排放标准的要求将迫使企业进行技改和工艺流程优化等方面的投入。此外，应关注相关环境支持政策对水泥企业投入和税收补贴方面的影响。

安融评级主要关注：相关政策和规划对水泥行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响。

## （二）经营实力

### 1、规模和市场地位

水泥企业的经营规模十分重要。同等条件下，规模大的企业在区域市场内占有率越高，通常能取得一定的规模效益，对上下游的议价能力相对越强，相应综合竞争力越强，抵抗不利因素的能力越强，收入和盈利水平稳定性越好，整体经营风险也越低；同时生产经营往往较为稳定，管理较为规范，并拥有较为固定的销售渠道。反之，企业的经营风险越高，抗风险能力越差。而市场地位高的水泥企业不但对行业发展有着重要影响，而且具有更高的融资优势。

安融评级主要关注：企业的资产规模、营业收入、收入和利润规模；水泥、熟料及相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名；主要经营区域的市场占有率、议价能力等。

### 2、区位条件

水泥企业所处区位对生产经营及销售都有重要影响。由于区域经济发展、房地产和基础设施建设力度的不同，水泥需求规模、结构和增长趋势存在明显差异。同时由于运输半径的存在，水泥行业竞争主要表现为区域内的竞争，不同区域的水泥市场竞争状况存在较大差异。水泥企业在地域分布角度的多元化可以消除单一区域需求下降带来的收入影响，并提高企业在个别区域竞争策略的灵活度。

安融评级主要关注：企业区域分布数量、企业在各具体区域内的总产能、实际产量、生产线的条数、单线生产能力、市场份额；区域交通运输条件；企业主要客户的地理位置和周边交通运输条件。

### 3、产品结构和生产技术

国内水泥企业通常主要生产商品熟料、水泥和向下游拓展至商品混凝土。不同产品的利润空间各有差别，同时不同类型和标号的水泥在特定时期、特定区域面临的市场需求会有不同。目前主要水泥企业的熟料和水泥产能较为匹配，但各企业间仍有一定差异，产品结构的差别对水泥企业的信用品质形成一定影响。

水泥企业生产设备的单线规模和工艺水平的先进程度决定了企业的生产效率，并保证产品质量稳定性和成本优势。一般而言，设备越先进，工艺水平越高，则产品质量越可靠，各项经济技术指标越合理，单位成本越低，相应企业竞争力

强，经营风险低。

安融评级主要关注：水泥企业商品熟料、水泥粉磨和混凝土的产能及配比，各类标号、普通水泥与特种水泥的占比；企业落后水泥在总产能中的比重；设备的投产时间、维护情况及成新率，单线产能情况，设备的产能利用率，余热发电系统的配置比例，以及水泥企业各项能耗指标、排污指标。

#### 4、原材料及能源供给

水泥的生产需要消耗大量的石灰石矿石，同时需要消耗大量的煤炭和电力。从矿石供给看，拥有自有矿石的企业受原料供应和价格波动影响小，经营稳定；同时石灰石资源与熟料生产线距离越近，则运输成本越低，水泥企业的盈利能力越强。水泥企业对煤炭的需求量大，在煤炭资源丰富的地区，煤炭价格相应较低，水泥生产相应具备成本优势；同时，一般水泥企业对煤炭企业的议价能力较低，如企业能够进行煤炭的集中采购，则会带来一定的成本降低。在电价和供电稳定性方面，不同水泥企业的用电成本和电力供给保障程度仍有一定的差异。

安融评级主要关注：水泥企业的矿石开采成本、综合利用率、运输成本以及未来保障能力；外部采购的稳定性和可持续性；矿石到厂价格以及矿石价格和物流价格的波动性；煤炭供应商的供应能力、供应稳定性、价格及其变化情况、企业集中采购的程度；企业用电价格和当地电力供求状况。



## 5、销售状况

水泥销售是企业实现盈利的重要环节。一般情况下，企业的销售结算方式越好、销售区域越广泛、销售客户越稳定，水泥的销售越顺利，企业的生产连续性和稳定性越好，现金流越流畅，经营风险越低。在销售模式的选择上，由于代销和直销的毛利率不同，对于竞争力较强的区域，水泥企业一般采用直销模式，而对于竞争力较弱的区域，为扩展业务往往采取直销和代销相结合的模式。

安融评级主要关注：企业在全国及特定区域的销量及占比、销售队伍建设情况、具体销售模式、价格和市场占有率；与全国性的大型房地产商、区域内大型工程项目及建筑商的合作关系，销售客户的稳定性和集中度。

## 6、管理与战略

管理与战略反映了企业未来的经营稳定性和竞争能力。良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，也有助于企业经营目标的实现和管理制度的贯彻执行。在企业管理制度及执行方面，一般情况下，管理方式越科学，内部制度越完善，其可操作性、执行效果越好，企业经营风险越低。

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向，战略规划越符合企业的实际状况，企业实现战略的条件

越充足，企业实现战略目标的可能性越大，对企业未来发展越有利。

安融评级主要关注：企业治理结构是否规范、对下属公司的管理层级是否合理、对下属企业管理方式和控制能力如何；企业管理制度是否健全、各项制度执行力度如何；战略定位的正确性、战略实施的可能性、短期战略实现手段对企业经营风险和财务风险的影响等。

### （三）财务实力

#### 1、资产质量

企业资产价值影响企业融资能力和动用资产偿还债务的实际能力。水泥行业对煤炭需求较大，而煤炭的购买一般需要现款现货，相应企业货币资金规模保持在较大规模，一般占流动资产的30%~40%。水泥行业虽然竞争激烈，在产能释放期和需求疲弱期往往会增加赊销比例，增加应收账款的总额和比例，但通常应收账款的账期较短；经营混凝土业务的水泥企业，由于混凝土行业特点，其应收账款规模和账期通常要高于单纯的水泥生产企业。分析应收账款时，应主要关注其集中度，防止过分集中带来风险，需关注主要应收账款欠款方的信用情况。同时由于水泥企业生产规模一般较大，相应存货也保持在较大规模，存货主要是煤炭和水泥产品，煤炭价格波动频繁，需关注企业煤炭库存是否接近行业平均水平，如大大超出安全库存，在价格下跌期需考察其跌价准

备的计提是否充分。对于非流动资产，固定资产是水泥企业生产的重要物质基础，也是资产的最主要构成部分，需要重点分析。要关注在建工程，关注其何时转为固定资产，同时考虑固定资产大修转入在建工程对折旧的影响。对于无形资产，一般是采矿权和土地使用权，对该采矿权的入账价值需审慎判断。

安融评级主要关注：资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性，货币资金和日常煤炭需求采购金额的匹配程度；应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评估情况，在建工程规模以及变化情况；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率。

## 2、资本结构

资本结构能在很大程度上体现企业的风险偏好及财务政策的激进程度。企业杠杆水平一般与风险水平成正相关关系，杠杆水平越高，则债务压力越大且企业融资越困难，相应风险越大。在衡量杠杆水平的时候，需考虑债务水平的绝对规模及变化趋势，并注重分析债务及负债规模、与总资产及所有者权益的匹配，同时研究长、短期债务分布以及期限结构。另外或有负债也将对企业的短期债务的偿还产生压力。由于水泥企业采购煤炭需要大量流动资金，对流动资金的需

求较大，与银行一般都保持良好的合作关系，以获得其短期借款支持资金流转。同时出于发展的考虑，水泥企业一般都有项目投资，相应普遍存在一定规模的长期借款。

安融评级主要关注：财务杠杆水平，包括资产负债率、全部债务资本化比率、有息债务余额和有息负债占比；净资产的稳定性，主要指实收资本、资本公积和未分配利润的比例；债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度。

### 3、盈利能力

盈利是企业经营的根本，盈利能力及其稳定性是企业获得足够现金以偿还债务的关键因素，增强了企业再融资的可能性，决定着企业的持续经营。水泥产品区域性较强，各区域内的市场竞争状况差异较大，分析盈利能力需要关注企业目前在各主要区域的布局及竞争能力。从期间费用看，目前规模水泥企业一般都在多个区域布局，总体管理成本较高，管理能力的差异也会导致各企业间管理费用存在较大差距；较高的债务负担使得企业财务费用普遍较高。不仅需要考察企业当前的盈利能力，还需对其收入和利润结构、收入和利润来源的稳定性、成本费用支出结构的合理性进行考察。

安融评级主要关注：企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率。

### 4、现金流

现金流是企业自身偿还债务的真正来源。在分析企业各类现金流量中，经营活动现金流量显得更为重要，企业经营性现金流入量能在一定程度上反映企业资金周转能力。企业未来投资支出的规模大小是企业未来现金流出的重要方面。筹资活动现金流入量能在一定程度上反映企业的融资能力。

通过对水泥企业历史经营性现金流入量和净流量的考察，与行业其他企业进行比较，判断企业获现能力状况强弱和稳定性；通过企业未来资本支出的大小和资金来源及企业现有自由货币资金量共同判断企业未来资金缺口，并以此为基础判断企业未来的筹资需求。此外，水泥企业经营活动现金流的分析也要考虑到季节性因素的影响。

安融评级主要关注：企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流动规模与经营规模的匹配性等。

## 5、偿债能力

水泥企业偿债能力旨在考察企业长、短期偿债指标的表现，判断企业偿债能力的强弱。偿债指标越好，财务风险越低，相同经营风险条件下，企业信用风险也越低。企业的偿债能力一般从短期偿债指标和长期偿债指标分析入手，并综合考虑外部融资环境、再融资便利条件等因素。对于多数水泥企业而言，在分析长期偿债指标时更倾向用 EBITDA 作为

现金流的代表。水泥企业短期借贷行为比较频繁，短期偿债压力主要来源于经营活动中因流动资金的需求而产生的短期银行借款，过度集中偿还会造成短期流动资金的紧张，产生短期偿债危机。

安融评级主要关注：短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流流动负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA利息保障倍数和全部债务/EBITDA。

#### （四）外部支持

##### 1、股东支持

企业的股东外部支持力度不尽相同，需分析企业股东类型、实力及其所能给予企业的资金注入、融资担保、业务运营等支持措施及其对企业的影响。另外，也可通过股东对企业盈余分配的要求来侧面评价其支持意愿，判断企业在股东战略定位中的位置和业务体系里面的地位。

安融评级主要关注：股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划和企业股利分配政策等。

##### 2、政府支持

水泥行业在税收政策方面，粉煤灰等资源综合利用项目能够享受到增值税即征即退的优惠，部分水泥企业因此形成较大的财政补贴收入；同时，部分地区的水泥企业在所得税

方面能够享受区域性的优惠政策。

安融评级主要关注：政府对企业支持力度和获得政府的支持。

## 五、评级指标体系

表：水泥行业公司主体信用评级指标

一级指标	二级指标	三级指标
运营环境	宏观经济	国家经济发展、宏观经济增速、经济周期波动、国民经济的结构调整；固定资产投资规模和未来趋势、特定区域的固定资产投资结构、规模及其变化趋势；特定区域房地产投资、基础设施建设及民用投资的变化预期
	产业政策	相关政策和规划对水泥行业结构、产业布局和产业组织的影响；上下游行业的政策变动及由此产生的供需、生产成本和行业经营效率影响
经营实力	规模和市场地位	企业的资产规模、营业收入、收入和利润规模；水泥、熟料及相关产品的产能、产量及在行业和区域内的排名；主要经营区域的市场占有率、议价能力等
	区位条件	企业区域分布数量、企业在各具体区域内的总产能、实际产量、生产线的条数、单线生产能力、市场份额；区域交通运输条件；企业主要客户的

		地理位置和周边交通运输条件
	产品结构和生产技术	水泥企业商品熟料、水泥粉磨和混凝土的产能及配比，各类标号、普通水泥与特种水泥的占比；企业落后水泥在总产能中的比重；设备的投产时间、维护情况及成新率，单线产能情况，设备的产能利用率，余热发电系统的配置比例，以及水泥企业各项能耗指标、排污指标
	原材料及能源供给	水泥企业的矿石开采成本、综合利用率、运输成本以及未来保障能力；外部采购的稳定性和可持续性；矿石到厂价格以及矿石价格和物流价格的波动性；煤炭供应商的供应能力、供应稳定性、价格及其变化情况、企业集中采购的程度；企业用电价格和当地电力供求状况
	销售状况	企业在全国及特定区域的销量及占比、销售队伍建设情况、具体销售模式、价格和市场占有率；与全国性的大型房地产商、区域内大型工程项目及建筑商的合作关系，销售客户的稳定性和集中度
	管理与战略	企业治理结构、企业管理制度及执行、战略定位的正确性、战略实施的可能性
财务实力	资产质量	资产结构及稳定性，货币资金的规模及稳定性，货币资金和日常煤炭需求采购金额的匹配程度；



		应收款项账龄分布以及回收难度、存货计价方式和变现能力；固定资产的成新率、折旧、减值政策及变化原因，无形资产规模以及内容、资产评估情况，在建工程规模以及变化情况；资产中受限资产总额及占比；资产周转效率，包括总资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率和存货周转率
	资本结构	财务杠杆水平、净资产的稳定性、债务期限结构、资本结构与资产结构的匹配程度
	盈利能力	企业的收入产品结构、收入地区结构与收入和利润贡献分析；营业毛利率、总资产报酬率、净资产收益率、成本费用利润率
	现金流	企业收入的现金实现质量、经营活动净现金流，企业经营活动现金流量净额的稳定性及其波动原因；投资计划对资金的需求；筹资现金流规模与经营规模的匹配性
	偿债能力	短期债务与货币资金、可变现资产和经营活动现金流入的匹配程度；流动比率、速动比率、经营现金流负债比、经营活动现金流入量/短期债务、EBITDA 利息保障倍数和全部债务/EBITDA
外部支持	股东支持	股东背景、公司与股东关系紧密度、历史所获得股东支持规模和频率、未来股东的资金注入计划

		和企业股利分配政策
	政府支持	政府对企业支持力度和获得政府的政策支持

