



水泥行业信用评级方法

大公国际资信评估有限公司

2017年2月

目录

引言	1
第一节 水泥行业信用风险特征	2
一、行业指引	2
二、行业信用风险评价指标	2
（一）周期性波动	3
（二）区域性因素	3
（三）行业利润“挤出”效应	4
（四）政策调整	4
（五）行业兼并重组	5
第二节 水泥行业信用品质分析	6
一、评级思路	6
（一）经营环境分析	6
（二）经营与竞争分析	6
（三）战略与管理分析	7
（四）财务分析	7
二、偿债环境	7
（一）产业环境	7
1、宏观经济环境	7
2、行业政策环境	8
3、区域经济环境	8
（二）信用环境	9
三、财富创造能力	9
（一）需求动力	9
1、供需关系	9
2、原材料价格波动	10
（二）产品竞争力	10
1、研发能力	10
2、成本竞争力	11
3、生产竞争力	11
4、销售竞争力	12
5、环保竞争力	13

(三) 管理竞争力	14
1、战略竞争力.....	14
2、公司治理竞争力.....	14
3、管理素质竞争力.....	15
4、风险控制竞争力.....	15
(四) 财务品质	15
1、财务信息质量.....	15
2、资产质量.....	16
3、资本结构.....	16
4、盈利能力.....	17
5、货币资金量.....	18
6、外部支持力度.....	18
四、偿债来源	18
五、偿债能力	19
第三节 水泥行业风险映射	20
(一) 收入规模	20
(二) 原材料自给	20
(三) 资本结构	21
(四) 资产质量	21
(五) 盈利能力	22
(六) 偿债能力	22

引言

水泥是国民经济建设的基础原材料，水泥工业的发达程度可以作为衡量一国工业化和城镇化进程的重要指标之一。发达国家已经在上个世纪 90 年代已基本完成了工业化进程，平均城镇化水平超过 70%。而我国 2015 年的城镇化水平为 56.10%，较低的城镇化水平为国内水泥工业蓬勃发展创造了广阔的空间，从 1990 年开始，我国水泥年产量始终保持世界第一，2016 年，我国水泥产量达到 24.03 亿吨，在世界水泥总产量中占比超过 50%。

大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）通过研究我国水泥行业的发展过程和特点，结合委托项目的评级实践，根据《大公信用评级原理》（以下简称“评级原理”），制定了大公水泥行业信用评级方法（以下简称“本方法”）。本方法反映了大公在评价国内水泥企业信用风险时所考虑的因素及过程。

本方法由以下三个部分构成：

第一部分对本方法进行概述，在简述评级原理的基础上，归纳了现阶段及未来一段时期内影响水泥行业信用风险的主要来源，包括宏观经济周期性、区域性因素、国家政策等，本部分着重说明了水泥行业特征与水泥企业信用风险之间存在的关联关系。

第二部分确立了对水泥企业进行信用分析的框架。根据偿债环境、财富创造能力、偿债来源和偿债能力四个方面，确定水泥行业整体的信用评级要素及其指标。

第三部分根据已确定的评级要素指标，并在对水泥企业数据库进行整理与统计的基础上提供了部分指标的参考映射。

第一节 水泥行业信用风险特征

一、行业指引

水泥是国民经济建设的基础原材料，目前国内外尚无一种材料可以替代其基础建材的地位。水泥是加水拌和成塑性浆体，能胶结砂石等适当材料并能在空气和水中硬化的粉状水硬性胶凝材料。本方法所述水泥产品包括：（1）水泥熟料；（2）硅酸盐水泥、普通硅酸盐水泥、矿渣硅酸盐水泥、粉煤灰硅酸盐水泥、火山灰质硅酸盐水泥、复合硅酸盐水泥等；（3）无熟料水泥。因此，水泥制品制造行业、砼结构构件制造行业等衍生产品生产企业不涵盖在本方法所考察行业之内。

对于水泥行业来说，其上游相关产业包括煤炭和石灰石采矿等产业，其下游相关产业主要受基础设施和房地产影响较大。

二、行业信用风险评价指标

评级原理认为影响信用评级的主要因素为四个方面：偿债环境、财富创造能力、偿债来源和偿债能力。

（1）偿债环境主要包括国家/行业政策与法律环境，限定了行业的发展方向；市场供需环境，主要反映了行业在国民经济中的作用以及上下游关联关系；信用环境主要指一国的金融政策和行业/企业所处的信用需求与供给状况。

（2）财富创造能力可以细分为需求动力、产品竞争力、经营性盈利和财务实力。对于水泥行业来说，地区城镇化水平和下游产业固定资产投资的水平 and 增速是需求动力的衡量指标；产品竞争力则主要从水泥企业微观层面，反映一个企业原材料和能源的获取能力、生产和设备水平、产能规模和销售区域及模式；经营性盈利主要由收入和

成本水平表示；财务实力集中反映了企业的经营性盈利和现金流的获取能力。

(3) 偿债来源是指企业经营性偿债来源、投资性偿债来源、股权融资性偿债来源等六种来源扣除刚性现金支出后的差额，大公根据六种偿债来源的重要性和可靠性系数将六种偿债来源调整后计算加权值作为衡量指标。

(4) 偿债能力不仅表示企业偿债来源对现有存量债务的空间的覆盖能力，还包括以当下的偿债来源看，企业未来可能新增债务空间的覆盖能力。

基于上述评级原理指导下的水泥行业信用风险要素，大公认认为，目前以及未来一段时间内我国水泥行业的信用风险可详述为以下几个方面：

(一) 周期性波动

我国经济运行具有投资需求驱动型的特征，故而水泥行业发展与宏观经济周期、行业固定资产投资水平和速度表现出一定的趋同性。

水泥行业基本的周期波动轨迹是：短期内，下游行业固定资产投资增加（减少）后，水泥产品需求增加（减少），当现有产量小于（大于）市场需求时，市场价格向有利于（不利于）供给面变动，将使得毛利率和利润率水平上升（下降），进而适当释放（收缩）产能引发行业供求关系的恶化（好转），行业利润率水平的回落（上升）。

(二) 区域性因素

水泥产品以石灰石为主要原材料，为了实现石料开采和生产一体化，水泥的生产基地根据矿山所在地而建，而销售地往往是经济较发达的城镇地区，因此水泥搅拌工艺往往在销售终端地点完成，形成了

一定程度上生产和销售的区域分割性。同时，水泥具有质量大、附加值低的特点，其产品运费占售价比重较高，加之产品保质期较短，因此水泥产品的销售半径过长时，销售成本将会大幅度增加，从而失去市场竞争力。因此，水泥行业具有较明显的区域性特征。

（三）行业利润“挤出”效应

水泥行业属于高能耗、高污染行业，对煤炭和电力的需求较大。由于我国煤炭资源的稀缺性和能源主体性尚未改变，煤炭与水泥相比价值较高，加之运输费用推高终端销售价格，使得煤炭价格波动较大，利润会被煤炭行业“分割”一部分。与此类似，电力价格属于政策性价格，水泥行业亦无任何议价能力。但是随着我国加强水泥余热发电技术的推广，新建产能均要求配备余热发电装置，电力能源部分可实现自给自足。

此外，我国水泥行业存在严重的产能过剩也是造成行业供需失衡、低价竞争的主要原因之一。因此，当水泥行业面临市场价格下降而成本上升的不利境地时，其利润空间将被“挤出”。

（四）政策调整

水泥行业与宏观经济周期密切相关，因此国家应对宏观经济形势所进行的政策调整会影响水泥行业需求，同时水泥行业产能过剩，污染严重，落后产能仍占据较大比重，企业数量众多，存在一定程度的恶性竞争，导致行业利润水平较低。为了增强水泥行业竞争力，减少环境污染，国家出台政策从产业升级、节能减排和增加行业集中度等主要方面对水泥行业进行政策调整。

（五）行业兼并重组

水泥行业是一个典型的规模经济行业，行业发展需要更广大的市场来容纳产能，行业并购是主要的方向之一。我国水泥行业并购以横向并购为主。由于水泥行业的区域性特征，行业并购以区域内大型企业为主导，实现区域内的整合，行业集中度不断提高。在供给侧改革和去产能的背景下，并购重组是优化产业结构、提升市场竞争力的重要途径。2015 年以来，水泥行业内并购重组的进程加快，中国建材股份有限公司与中国中材集团有限公司的重组，推动水泥板块从跨集团的层面直接展开协作，优化了产业结构，推动行业转型，加快多区域的去产能步伐，但与其他国家及地区相比，水泥行业的集中度仍需提高。

第二节 水泥行业信用品质分析

一、评级思路

经济增长的周期性对水泥产品市场需求的影响、法律法规与政策的变动、水泥企业所处区域市场环境的变动、水泥行业产能总体过剩和供需失衡引发的价格波动是水泥行业未来一段时间内面临的主要风险，对于行业内企业均会出现共性影响。但具体到企业层面，上述系统性风险因素会因为禀赋和风险应对策略的差异对不同的水泥企业产生不同的影响，从而导致水泥企业间的信用风险水平差异。

本方法的行业信用分析就是根据大公评级原理，在识别水泥行业系统性信用风险因素、判断行业整体信用风险水平的基础上，对行业内企业的经营与竞争、战略与管理、财务实力进行全面的分析，以识别水泥企业的核心竞争优势和主要竞争劣势、评估竞争优势或劣势对未来盈利水平和现金流的有利或不利影响程度，以确定单体水泥企业相对于行业内其他企业的信用风险水平和信用级别。

大公对水泥行业的信用分析与评级分成以下四个相互关联的部分：

（一）经营环境分析

包括宏观经济环境、与水泥行业有关的法律与政策、区域市场环境、供需及价格变动、原材料价格波动五个方面。

（二）经营与竞争分析

包括规模、原材料、多元化程度、研发与技术、环保与节能五个方面。

（三）战略与管理分析

包括战略、公司治理、管理素质、风险管理及内部控制四个方面。

（四）财务分析

包括资本结构、资产流动性、成本控制与盈利能力、现金充足程度、外部财务弹性五个方面。经营环境、经营与竞争、战略与管理方面的信用影响因素对企业的影响都会在财务层面得以体现。财务分析既是在财务结果层面对现有偿债能力大小的直接评估，也是对偿债能力的未来趋势的判断。

二、偿债环境

（一）产业环境

1、宏观经济环境

宏观经济环境是指特定时期的宏观经济形势以及包括货币政策、税收政策、政府投资政策等在内的宏观经济调控政策。水泥行业的政策性约束主要来自于国家对水泥下游基础设施和房地产行业和对水泥行业本身的产业政策导向。就下游行业政策来说，国家主要是出于对宏观经济周期的相机抉择操作，当宏观经济增速放缓时，国家使用扩张性政策，例如以增加财政支出来刺激公共需求及基础设施建设领域为主要目标的政策会增加水泥行业需求；相反，当国家需要抑制经济过热，国家会使用紧缩性政策，例如近年来加大抑制房地产价格过快增长的政策会减少水泥行业需求。

大公对宏观经济环境的分析主要关注：（1）国内及周边国家的经济发展状况，如 GDP 增长率及变动趋势；（2）宏观经济调控政策变化

的方向、可能性以及对水泥企业的市场需求、固定资产投资、税负与资金成本的影响。

2、行业政策环境

水泥行业本身的政策则主要针对产能控制和产业升级进行调整，从而达到收紧供给的作用。从产能控制方面，国家鼓励水泥工业通过资产重组、联合等形式发展企业集团，力求提高水泥企业的生产集中度和竞争能力。从产业升级方面，国家通过在水泥行业内推行节能减排政策，力求节能降耗、降低环境污染，提高行业进入门槛。这些产业政策有利于大型企业通过并购方式实现规模的增长和市场控制力的迅速扩张，最终改善行业供给关系，使行业利润回归合理水平。

大公对产业政策环境的分析主要关注：（1）产业发展政策对水泥行业结构、产业布局、产业技术、产业组织及产业集中度的影响；（2）节能与环保政策对水泥行业布局、环保设备、技术发展方向和产品成本的影响。

3、区域经济环境

区域市场环境，主要包括水泥企业所处销售半径的地区经济发达程度以及对水泥需求程度的情况。经济发达地区一般对水泥产品需求较大，水泥产品运输半径较小的特性使得处于该区域的水泥企业具有一定的销售优势。

大公对区域市场环境的分析主要关注：（1）该地区经济发展状况，如 GDP 占全国的比重、GDP 增长率等；（2）该地区对水泥需求程度，如房地产、建筑等行业在全行业中所占比例以及基础设施建设投资规模及城镇化推进力度。

（二）信用环境

水泥行业作为受政策影响较大的行业，淘汰落后产能等政策都会通过金融政策的调整，直接或者间接地影响到行业发展的整体金融环境，进而影响到为行业发展提供外部支持的信用环境，对行业的信用品质产生影响。

水泥行业融资需求较强，且融资渠道多元化。从水泥行业信用水平看，水泥行业发债主体的信用级别集中在 AA-~AA+，整体上信用水平较高，同时股东背景较好，超过 60% 的已发债企业的实际控制人是国务院及省市的国资委。需注意到，水泥行业信用供给具有一定的刚性特征，即当水泥行业发展良好，信用市场能够满足信用需求的增加，而提高信用水平的供给，但当水泥行业需求下行，行业内企业出现亏损时，信用供给未有降低，刚性的信用供给一定程度上会增加行业信用的系统性风险。

三、财富创造能力

（一）需求动力

1、供需关系

水泥的下游终端需求领域主要来自基础设施建设、房地产和民用投资三个部分。受我国进入经济新常态，固定资产投资和房地产投资增速下滑，外部融资压力加大等多因素的叠加影响，国内固定资产投资完成额增长速度持续走低。近年来房地产调控政策趋紧，影响了商品房房价预期、成交量及库存，进而影响了房地产开发企业的资金来源、投资意愿和投资能力，使得房地产投资增速降低。

随着我国经济步入以中高速增长为标志的新经济常态，经济增速

放缓，同时意味着经济增长动力的转换和经济发展方式的转变。为应对前期经济高速发展所带来的能源过度消耗、环境污染、地方债务增加、对房地产投资过度依赖以及资源过于集中等一系列经济发展问题，经济结构性调整和体制改革势在必行。“一带一路”战略的推进，加快了水泥企业“走出去”，从产能输出至水泥装备输出，通过加强国际间合作，将会有效的将去产能与“走出去”结合起来，化解过剩产能的同时可水泥需求形成一定的支撑；同时，绿色建材的推广可扩展中高端需求通道，服务正在兴起的装配式建筑，增加了水泥转型路径的同时扩大了对水泥用量的需求。预计随着政策调整到位，产能严重过剩的局面将有所缓解。

2、原材料价格波动

由于水泥行业整体集中度不高，对下游企业议价能力不强，原材料价格、运输费用、汇率等波动不会迅速传导到水泥的下游行业，成本波动压力大部分需要水泥企业内部消化，加大了水泥企业的成本控制压力，对水泥企业的盈利水平产生阶段性影响。

（二）产品竞争力

1、研发能力

研发能力与技术水平是企业竞争优势的重要来源之一。加强技术改造、加快技术进步有利于降低企业生产成本，提高产品质量，优化产品结构。目前我国水泥企业的研发水平和技术实力差距很大，优势企业的技术实力已经达到或接近国际先进水平，有效降低生产成本、提高产品质量、优化产品结构；部分企业创新能力不强，技术和研发投入不足，企业生产成本低、产品质量不稳定，产品结构单一落后，

具有明显的劣势。

大公对水泥企业研发能力与技术工艺水平的分析主要关注：（1）研发投入占销售收入的比例；（2）主要设备所采用的技术先进程度；（3）专利数量。

2、成本竞争力

水泥的成本主要包含了原材料、生产过程中消耗的煤电、生产设备折旧、人工及其他，人工成本和其他项中主要包括人力成本、各种税费等，其中能源费用占比达到 50%以上，煤炭价格和工业用电价格的波动，是影响水泥企业成本变化的主要因素，在采用新型干法生产工艺时，占比仍保持在 60%左右。

我国是世界上石灰岩矿资源丰富的国家之一，除上海、香港、澳门外，在各省、直辖市、自治区均有分布。2016 年，全国水泥产量 24.03 亿吨，按照每吨水泥消耗石灰石 1.3 吨的计算，在水泥产量不增、保有储量不降的静态下，能够维持近 20 年使用，若考虑使用损耗、开采损失和水泥总产量的增长，现有石灰石矿山将供约 12 年使用，考虑到目前大型水泥企业均有自营矿山，同时较为重视提高石灰石资源的综合利用率，加强后备矿山资源的勘探工作，因此 10 年之内石灰石资源不会成为制约水泥行业的约束因素。

3、生产竞争力

水泥企业的规模是判断其抵御不利风险能力的重要标准之一。规模较大的水泥企业盈利能力和现金流量充足性状况更加稳定，抵御经济周期影响的能力更强。规模大的水泥企业生产经营更趋多元化，并往往具有较广泛的营销网络以及相对较强的议价能力，一般能够拥有较高的市场占有率，特别是在当前我国正在进行的水泥产业调整和提

高集中度的条件下更容易得到政府支持，融资渠道较广。

我国水泥供给幅员辽阔，水泥运输半径有限，这些导致水泥产能和产量呈现明显区域性和季节性。分地区来看，水泥产量的地域分布与经济发展水平密切相关，水泥企业的产能布局决定了企业的生产竞争力和盈利能力，水泥行业以大企业集团为主导的重点区域竞争格局已经显现，因此，水泥市场竞争格局具有显著的地域性特征。

4、销售竞争力

目前我国水泥行业主要划分为东北、华北、西北、华东、中南以及西南六大区域。从区域市场来看，水泥消费增长呈现“南高北低”的特点。近年来，六大区域的固定资产投资均呈现出一定程度的增长，其中华东、中南、华北三大区域的固定资产总投资处于较高水平，未来处于这三个区域的水泥企业下游需求或将有所回暖。从水泥企业分布来看，华东地区企业数量众多，竞争较为激烈，市场相对成熟、产能淘汰开始较早，区域供给较稳定；但西北地区近年来新增产能大量投产，产能过剩问题逐步显现，市场竞争加剧。在经济欠发达地区由于企业数量较少，价格离散程度较低；而经济发达地区由于竞争激烈，其价格离散程度较高，表明在产业集中度较高的地区，价格波动幅度较小。

华东地区市场前五大水泥企业产能集中度达到 50%，市场竞争格局稳定，水泥需求以房地产拉动为主，对国家利率和限购政策较为敏感，近年来华东地区基础设施和房地产开发逐步进入成熟期，固定资产投资增速放缓，但仍保持良好水平，未来价格将维持现有水平。由于区内的竞争格局表现为大型企业具有先动优势，而其他企业跟进的情况，安徽海螺在成本和市场占有率方面较为领先，价格主要以安徽海螺的销售价格为指针，故价格相对于其他地区较低，垄断利润较少，

中小型企业基本依赖于大型企业的市场缝隙生存。中南地区市场竞争激烈，水泥产量及价格将主要受需求增速变化影响。近年来中南区域基础设施建设投资持续增加有助于水泥企业盈利能力的保持，其中广东省水泥供需保持平衡，水泥企业盈利性较强，新增产能主要集中在广东。华北地区中，基本与行业整体水平相一致，区域价格的高低依赖于龙头企业冀东集团和金隅集团的协同效果，二者战略重组的完成之后，对于区域水泥价格控制作用尤为明显。同时，由于区域市场封闭程度较差，陆路和水路运输均较为便利，区外企业也逐步向区内渗透。东北地区由于地理位置原因，市场较为封闭，特别是吉林和黑龙江两省处于少数企业垄断的情况，价格协同效果相对较好。近年来东北地区固定资产投资完成额出现负增长，水泥企业盈利能力弱化，受益于错峰生产，水泥销售价格有所回升不过持续性一般，未来下游需求仍是影响东北地区水泥企业盈利能力的重要因素。西北地区并不属于水泥生产的重点地区，作为经济较不发达地区，水泥供给量相对较少，城镇化及基础设施建设投资空间较大，但短期内水泥供需关系难以改善，未来水泥价格仍维持在低位。

近年来全国及各个区域的固定资产投资和基础设施建设投资增速放缓，水泥行业下游需求疲软。同时各个区域的水泥维持在低位。在这种情况下，未来区域内产能控制较好、基础设施建设发展空间大、市场集中度较高的水泥企业有望保持一定的盈利水平。

5、环保竞争力

我国水泥行业传统上是一个高污染高能耗的行业，国家发布的水泥产业发展政策以及环保政策等均对水泥产业的污染排放标准和资源消耗标准提出了严格的要求。环保水平和节能水平不符合环保和节能政策的要求，将导致市场退出，对水泥企业的环保设备、技术改造

和产品成本都会产生很大影响。

(三) 管理竞争力

1、战略竞争力

目前，我国水泥行业处于产业发展和调整的关键时期，排名前十位的水泥企业产能合计占全国总产能比例约 60%，行业集中度仍有较大提升空间；对原材料尤其是工业用电的议价能力较弱；产业布局不合理，大部分水泥企业分布受到环境容量、水资源、运输条件、能源供应等因素的制约。企业管理层能否根据企业的实际情况和经营环境的变化制订切实可行的发展战略是水泥企业未来生存和发展的关键。

大公对水泥企业战略分析主要关注：(1) 管理者的发展思路是否明晰；(2) 公司战略定位与水泥行业发展趋势的吻合程度；(3) 战略管理机构是否定期对公司战略进行检讨；(4) 以往公司战略的实现程度；(5) 长期发展战略与近期经营目标是否协调。

2、公司治理竞争力

我国水泥企业一般规模相对较大，组织架构较为复杂，能否规范治理架构、严格经营运作、及时充分披露信息是保证公司有效运行的重点考虑因素。良好的公司治理结构有助于保障公司顺畅运行、并能较好地保障债权人的利益，反之则会对企业的信用品质产生负面影响。

大公对公司治理结构的分析主要关注：(1) 股权结构及股权集中度；(2) 董事会的有效性，包括独立董事的专业胜任能力及比例，审计委员会设置与运作情况对会计信息质量的影响等；(3) 公司治理结构对债权人权利的保障程度等。

3、管理素质竞争力

较高的管理素质不仅是企业发展战略和经营目标如期实现的基础，而且有助于企业在不断变化的市场环境中保持应有的灵活性，从而及时把握市场机遇和风险，并采取有效措施不断扩大经营规模、调整产品结构、在维持和提高产品产销水平和市场占有率的同时，加强成本控制力度。

大公司对管理素质的分析主要关注：（1）管理层能力及行业经验；（2）公司对核心管理人员的依赖程度及重要岗位人员的流动性等；（3）管理费用率，即管理费用占主营业务收入的比例。

4、风险控制竞争力

受水泥行业周期性影响，水泥价格的变化也呈现周期性，而且波动幅度较大，对水泥企业盈利水平和盈利能力的影响也处于不断变化中。水泥企业除了通过调整产品结构、加强企业内部管理、促进企业上下游管理等内部风险管理和控制来提升竞争力，还可以通过期货销售和买卖进行套期保值，从而在一定程度上规避水泥价格变化不确定因素带来的不利影响。

（四）财务品质

1、财务信息质量

财务数据是企业经营和管理的综合体现，是企业财务风险分析的基础，财务信息的可靠性关系到信用风险判断是否合理，因此，对企业财务风险的判断首先要分析财务信息质量。审计机构是对企业财务报表进行审计的专业机构，其对财务报表的审计意见是评级机构判断

财务信息质量的基础。同时，同一行业不同企业在具体会计政策的选择上可能也会有较大的差异，如果单纯依据企业提供的财务数据进行分析会影响同行业内企业财务数据之间的可比性，进而影响对受评对象财务风险的判断。

水泥企业固定资产规模较大，折旧政策的差异会对企业的盈利指标造成显著影响。另外，近年来煤炭及工业用电价格波动较大，生产成本中原材料价格确认方式和存货跌价准备的计提比例也会对企业的盈利指标造成显著影响。

2、资产质量

水泥行业资产以非流动资产为主，其中固定资产在非流动资产中占比最大，大部分企业固定资产和在建工程占总资产的比重在 40%~70%之间。固定资产占比较大这一特点，决定了水泥行业具有规模经济效应，因此企业的资产规模是首要考虑的评级要素。非流动资产占比较大意味着水泥企业资产的变现能力相对较弱，为保证持续经营及扩大产业规模，水泥企业在流动性风险可控的前提下，会采用低成本的融资方式，通过增加短期借款和无息占用上游客户资金（增加一定数量的应付项目），保证企业内运营资金的充足性，进而完成产能规模的投入。

3、资本结构

水泥行业属于资金密集型行业，企业多采用负债形式扩大资产规模，行业内企业的负债以流动负债为主，其中流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款等构成。这样的构成特征表明行业存在资产与负债的时间错配。上述结论可以从行业短期偿债指标可以得到验证，大部分企业的流动比率不足 1，部分企业不足 0.8；速动比率大

部分企业不足 0.8，部分企业不足 0.5，一定程度上存在流动性不足的风险。但是从水泥行业经营角度考虑，也是一种合理的结构。但对于债权人而言，企业负债水平升高则意味着企业财务风险也将增大。同时，目前国内水泥行业仍处于产业结构调整时期，企业仍会有一定的在建项目和资本性支出，资产负债率处于较高水平。另外，企业长期资本对长期资产的保障程度也是考察企业财务稳健性的重要因素。

4、盈利能力

大部分水泥产品具有一定的同质性，因此成本成为影响水泥企业竞争地位的重要因素之一。成本较低的企业在市场低迷时能够保持相对较高的竞争优势，信用风险也较低。

与成本控制水平相对应的是盈利能力，具有低成本优势的企业将拥有高于竞争对手的盈利水平，通常来看盈利能力也越强。水泥行业整体上盈利能力较强，盈利水平与收入水平呈正相关关系，行业盈利能力对市场需求和价格变动较为敏感。从盈利结构来看，行业利润总额和净利润随着行业收入的增加而增加；从毛利率的指标看，绝大部分企业的毛利率在 20%-30%之间，也有极少数的企业毛利率在 40%以上或 20%以下，但所有企业的毛利率水平均高于 10%。由于水泥行业处于产能过剩的供大于求的情况下，当行业需求随宏观经济波动时，水泥企业是否能有效地控制供给规模，与市场需求相平衡，将直接影响水泥行业的盈利能力。从长期盈利指标来看，行业内企业的总资产报酬率和净资产收益率表现的差别较大，这主要是由于长期盈利指标更侧重于企业资产的经营效率，与企业内部的管理能效和所处的成长阶段关系较为密切。

5、货币资金量

水泥行业是资金密集型行业，水泥企业不仅在建厂初期需要大量的资金投入，在持续经营中由于购买原材料、支付员工工资等原因仍然会需要大量营运资金，因而充足的资金是项目投资及企业顺利经营的关键。

6、外部支持力度

水泥项目投资规模较大，仅靠企业自身难以满足资金需求，通常需要银行、股东、资本市场等外部支持。因而企业能从外部获取支持的程度越高，出现不利财务困境的概率越低，偿债能力就越有保障。

四、偿债来源

根据大公评级原理，水泥企业的偿债来源主要来自于以下六个方面，受评主体可支配偿债来源来自于以下六种偿债来源之和，可用偿债来源为可支配偿债来源减去资本支出和现金分红：

第一，经常性偿债来源，即经营性盈利和现金流，根据以上提到的财富创造能力的四个方面预测得到；

第二，投资性偿债来源，即金融投资的现金投资回报，根据金融资产的性质预测得到；

第三，股权融资性偿债来源，即发行股权所获现金流，根据预测融资需求计划及其实现可能得到预测值；

第四，债务融资性偿债来源，即发行债务所获现金流，通过预测融资需求计划及其实现可能；

第五，存量资产偿债来源，即资产变现（非持续损益），通过公允价值评估得到；

第六，第三方支持偿债来源，即政府支持、股东支持和其他第三方等方面。

五、偿债能力

偿债能力的分析是企业财务分析的综合，旨在综合资产质量、资本结构、盈利能力、现金流分析的结论，通过偿债指标综合评定受评企业财务风险的高低，是支持企业财务风险分析结论的关键因素。水泥企业偿债指标的分析 and 一般制造类企业无显著的差异，旨在考察企业长短期偿债指标的表现并与同行业企业进行比较，判断企业偿债能力的强弱，一般是通过资产负债率、经营性现金流与总负债、流动负债的比率和经营性现金流利息保障倍数以及可变现资产等指标进行衡量，例如资产负债率指标，水泥行业资产负债率集中在 55%~70% 之间，资产负债率处于中等水平。资产负债率过高，未来违约的风险必然越大，但如果资产负债率太低，也可能会影响企业扩张的步伐以及利用债权人的资金为企业创造价值的的能力。由于水泥行业周期性特征显著，相关指标波动大，分析相关长期偿债指标时不仅考虑多年数据的平均值，更要考虑企业在行业低谷时期的偿债指标。

第三节 水泥行业风险映射

大公基于多年对水泥企业的评级实践，在结合行业评级方法的基础上提炼出完整的指标体系，对已有评级样本和上市公司数据进行深入分析，统计了部分指标的映射关系，供评级报告使用者参考。需要提醒评级报告使用者注意的是，由于已有的评级样本在时间跨度上尚未经历一个完整的经济周期，因而本方法提供的参考映射不可避免地带有样本所处经济周期阶段的特征。

大公将继续致力于搜集已有评级样本和未评级水泥企业数据，持续完善水泥行业评级数据库，对评级指标进行不间断跟踪分析，最终形成跨越经济周期的指标映射标准。

（一）收入规模

收入规模是指水泥企业当年的营业收入。收入能够从产品销量和价格两方面综合体现企业的规模，同时通过水泥产量弥补收入指标的不足，通过两个指标相互参照综合判断企业在行业中的规模。同等情况下，规模越大，水泥企业抵御不利风险的能力越高，信用风险越小。

表 1 收入规模指标参考映射

评级指标	优秀	良好	一般	较低	低
收入规模（亿元）	>300	(80, 300]	(30, 80]	(10, 30]	≤10
水泥产量（万吨）	>3000	(1500, 3000]	(800, 1500]	(300, 800]	≤300

（二）原材料自给

石灰石自给率是指由水泥企业内部提供的石灰石占当期所消耗的全部石灰石的比率。同等情况下，自给比率及可采年限越高，水泥企业越能抵御市场不利价格波动风险，信用风险越小。

表 2 原材料自给指标参考映射

评级指标	优秀	良好	一般	较低	低
石灰石自给率 (%)	>60	(40, 60]	(20, 40]	(10, 20]	≤10
可采年限 (年)	>30	(20, 30]	(8, 20]	(3, 8]	≤3

(三) 资本结构

资产负债率是指总负债除以总资产，同等情况下，该比率越高，财务杠杆越高，债务越大，进一步融资空间越小，信用风险越大。

表 3 资本结构指标参考映射

评级指标	优秀	良好	一般	较低	低
资产负债率 (%)	<60	[60, 70)	[70, 80)	[80, 90)	≥90

(四) 资产质量

由于我国大部分水泥企业应收账款比重较高，加之水泥企业固定资产规模一般较大，资产流动性不足往往导致相关企业资金周转困难。可使用流动比率、速动比率、应收账款周转天数、受限资产占总资产比重等指标衡量企业资产流动性，并将这些指标与同类企业进行对比分析。

流动比率指流动资产除以流动负债，考察除现金以外，非现金流动资产的变现能力以及对到期负债的覆盖程度。同等情况下，该比率越高，在现金不足以支付到期债务时，非现金流动资产如能顺利变现，到期负债就越有保障，信用风险越小。

应收账款周转率指主营业务收入除以年初末平均应收款项，其中应收款项是指应收账款。同等情况下，该比率越高，应收账款越能迅速转化为现金，并且被占用的资金也越低，坏账风险越小，信用风险越小。

受限资产占总资产比重指年末受限资产除以年末总资产，其中受限资产包括所有权或使用权受到限制的流动资产及非流动资产的合计。同等情况下，该比率越高，资产变现能力越弱，资产质量越差，

信用风险越大。

表 4 资产质量指标参考映射

评级指标	优秀	良好	一般	较低	低
流动比率	>1	(0.7, 1]	(0.5, 0.7]	(0.3, 0.5]	≤0.3
应收账款周转率	>20	(16, 20]	(12, 16]	(8, 12]	≤8

（五）盈利能力

大公选择毛利率、总资产报酬率、净资产收益率 3 个次级指标来反映企业盈利能力。毛利率是衡量水泥企业成本和产品初始获利能力的重要指标，在很大程度上反映了原材料、产品结构和生产工艺等导致企业盈利水平变化的重要因素。总资产报酬率反映企业综合运用资产获取收益的能力，净资产收益率是本期净利润与净资产平均余额的比率，反映企业运用权益资本获取收益的能力。

表 5 盈利能力指标参考映射

评级指标	优秀	良好	一般	较低	低
毛利率 (%)	>30	(22, 30]	(16, 22]	(10, 16]	≤10
总资产报酬率 (%)	>9	(5, 9]	(3, 5]	(1, 3]	≤1
净资产收益率 (%)	>12	(8, 12]	(6, 8]	(3, 6]	≤3

（六）偿债能力

EBIT 利息保障倍数是 EBIT 与利息支出的比值，主要考察水泥企业剔除非经常性损益后的盈利水平对利息的保障程度。

同等情况下，经营性净现金流/总负债这一比率越高，企业偿付全部负债的能力越强，信用风险越小。

表 6 偿债能力指标参考映射

评级指标	优秀	良好	一般	较低	低
EBIT 利息保障倍数 (倍)	>4	(2.5, 4]	(1.5, 2.5]	(0.5, 1.5]	≤0.5
经营性净现金流/总负债 (%)	>12	(6, 12]	(4, 6]	(1, 4]	≤1