

## 行业年报信用跟踪系列：

# 水泥行业 2016 年年报梳理及跟踪评级调整报告

专题报告 2017 年第\*\*期 总第\*\*期

### 工商企业二部

#### 建筑建材行业研究团队

宋睿

电话：010-88090030

邮件：[songrui@chinaratings.com.cn](mailto:songrui@chinaratings.com.cn)

白洁

电话：010-88090252

邮件：[baijie@chinaratings.com.cn](mailto:baijie@chinaratings.com.cn)

### 市场部

电话：010-88090123

邮件：[cs@chinaratings.com.cn](mailto:cs@chinaratings.com.cn)

中债资信是国内首家以采用投资人付费营运模式为主的新型信用评级公司，以“依托市场、植根市场、服务市场”为经营理念，按照独立、客观、公正的原则为客户提供评级等信用信息综合服务。

公司网站：[www.chinaratings.com.cn](http://www.chinaratings.com.cn)

电话：010-88090001

地址：北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心 2 号楼 6 层

## 内容摘要

中债资信对 26 家发债水泥企业进行梳理分析，认为 2016 年行业基本面小幅改善，行业财务表现小幅优化，盈利能力和偿债指标均有改善，但仍需对部分自身造血能力较差、流动性紧张的企业予以关注。**盈利方面**，冀东发展、吉林亚泰、中联水泥等 6 家主体经营性业务利润亏损，自身造血能力较差；**现金流方面**，样本企业经营获现能力整体改善，但关注中联水泥等自身经营获现无法覆盖投资需求；**债务负担方面**，样本企业债务规模上涨，中建材系企业债务负担进一步上升；但债务期限结构整体略有改善，关注四川双马、峨胜水泥、中联水泥和西南水泥短期债务占比仍很高；**偿债指标方面**，中建材系、冀东水泥、吉林亚泰、青松建化等短期偿债指标表现仍较差，天瑞集团和天瑞水泥考虑其现金类资产中受限比例较大，实际流动性亦较差；青松建化、吉林亚泰、冀东发展等企业长期偿债指标表现较弱。

**债券市场端**，截至 2017 年 5 月末，水泥行业存续债券余额约 1,800 亿元，其中银行间市场以中短期为主，交易所市场期限则较长；发债企业整体经营实力较好，但民企发行成本明显高于国企。水泥行业债券市场融资收紧，发行成本上扬，未来企业融资或更依赖银行贷款，关注青松建化和天瑞系等资金缺口较大企业的债务滚动压力。**展望 2017 年下半年行业运行**，房地产投资增速或难以维持，水泥需求将保持平稳或略有下降，区域弱平衡有望继续保持，行业利润有望于上年持平，债务负担及偿债指标保持相对稳定。

结合行业基本面走势判断及行业自身特点，我们维持水泥行业信用品质“一般”的行业评价，行业展望维持“稳定”，认为影响水泥行业信用品质分化的因素主要为区域景气度、企业自身成本控制能力和流动性压力，此外行业整合进展、母公司/实际控制人风险和资本运作等不确定因素亦对相关企业信用品质产生影响。在此基础上，结合年报梳理及债券市场情况分析，中债资信对全覆盖水泥信用级别进行梳理调整，其中**对 1 家水泥企业信用评价收紧**。目前，中债资信水泥行业级别中枢为 A+，低于外部级别中枢 3 个子集。

## 一、水泥行业年报梳理

2016 年受房地产明显回暖和基建较好支撑叠加影响，行业需求小幅回暖，在成本推动和限产执行力度加大等因素作用下价格于一季度末触底反弹并持续回升，较高的水泥-煤炭价差支撑行业盈利改善，近期中债资信对覆盖的水泥行业全口径发债企业进行梳理分析，认为 2016 年水泥行业财务表现有所优化，盈利及偿债指标同比均有改善，但仍需对部分自身造血能力较差、流动性紧张的企业予以关注。

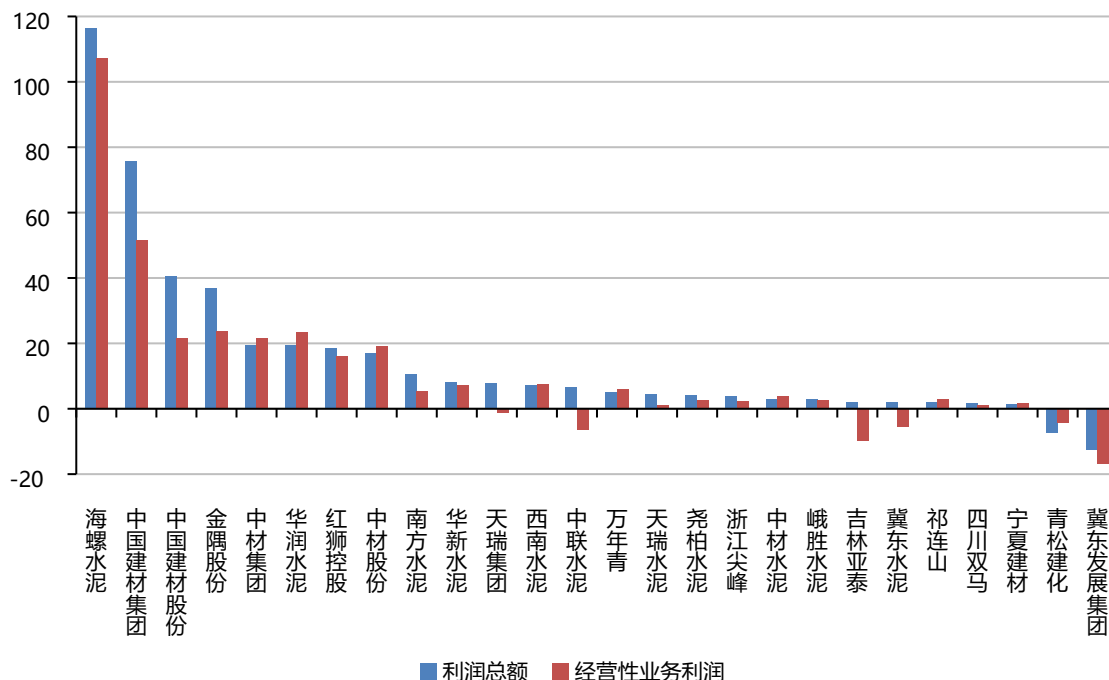
### （一）盈利

**2016 年水泥—煤炭价格差走阔，行业利润明显改善，样本企业盈利能力整体改善，但冀东发展、吉林亚泰、中联水泥等 6 家主体经营性业务利润仍为亏损，自身造血能力较差**

根据国家统计局统计数据，2016 年我国水泥行业实现收入 8,764 亿元，同比增长 1.2%，而得益于水泥煤炭价差走阔，行业利润明显改善，2016 年行业实现利润 518 亿元，同比增幅达 55%。样本企业方面<sup>1</sup>，从收入表现看，共有 73.08% 的企业实现收入增长，行业收入增长前两名均与行业整合有关，中建材集团在 2016 年将中国中材纳入合并范围，营业收入增幅 31.11%，金隅股份亦将冀东发展收购日（2016 年 10 月 1 日）后收入并表，全年营收同比增长 16.65%，7 家收入出现下滑的企业中，南方水泥营业收入下滑最为明显，同比降幅为 5.63%，主要为受宏观经济影响建材销量或价格下降所致，中材股份受水泥技术装备及工程服务板块（以海外为主）收入下降影响收入同比下降 5.04%（中材集团收入下降 4.12%），此外冀东发展集团收入同比下滑 2.88%，主要是由于水泥板块产销量的上升不足以抵消混凝土、房地产、装备工程和商贸物流等业务的下降。从利润表现看，2016 年仅青松建化和冀东发展利润总额出现亏损，且均较上年减亏，企业盈利面为 92.31%，较上年有所改善，但冀东发展、吉林亚泰、中联水泥等 6 家主体经营性业务利润仍为亏损，利润总额对非经常性损益依赖较大。从盈利指标表现看，2016 年样本企业 EBIT 利润率中位数为 11.79%，较 2015 年提升 2.94 个百分点，整体盈利能力有所改善。

图 1：2016 年水泥企业盈利表现（亿元）

<sup>1</sup>中债资信对公开债券市场发债的水泥进行全覆盖，截至 2016 年 5 月末发债企业共 28 家，剔除私募债无资料企业 2 家，本次跟踪共覆盖样本企业 26 家。



资料来源：WIND 资讯，中债资信整理

2017 年 1 季度，尽管固定资产投资增速（9.20%）处于 2001 年以来同期最低水平，水泥产量亦较上年同期有 0.30% 的小幅下降，但得益于冬季错峰价格水平得以维持，收入及利润水平较上年同期有较大幅度的增长，行业整体实现利润总额 65.26 亿元（上年同期亏损 20.42 亿元），一季度为水泥市场传统淡季，样本企业 EBIT 利润率中位数 7.87%，弱于 2016 年全年水平但较去年同期数据（2.75%）有较为明显的改善。进入二季度以来，水泥产量逐步回升，截至 5 月末水泥产量同比增长 0.70%，但下半年房地产投资预计将逐步从高位回落，考虑到房地产投资在水泥需求的主导地位，水泥需求将保持平稳或略有下降；新增产能持续收缩但仍有增量，行业产能利用率或继续走低，行业基本面难以发生实质性改善。然而，以中建材系为代表的大企业协同意愿仍较强，区域弱平衡有望维持，价格将大概率在 2016 年末高位基础上温和下滑，但全年平均价格有望超过 2016 年水平；水泥—煤炭价差走势相对平稳，2017 年行业利润有望与上年持平。

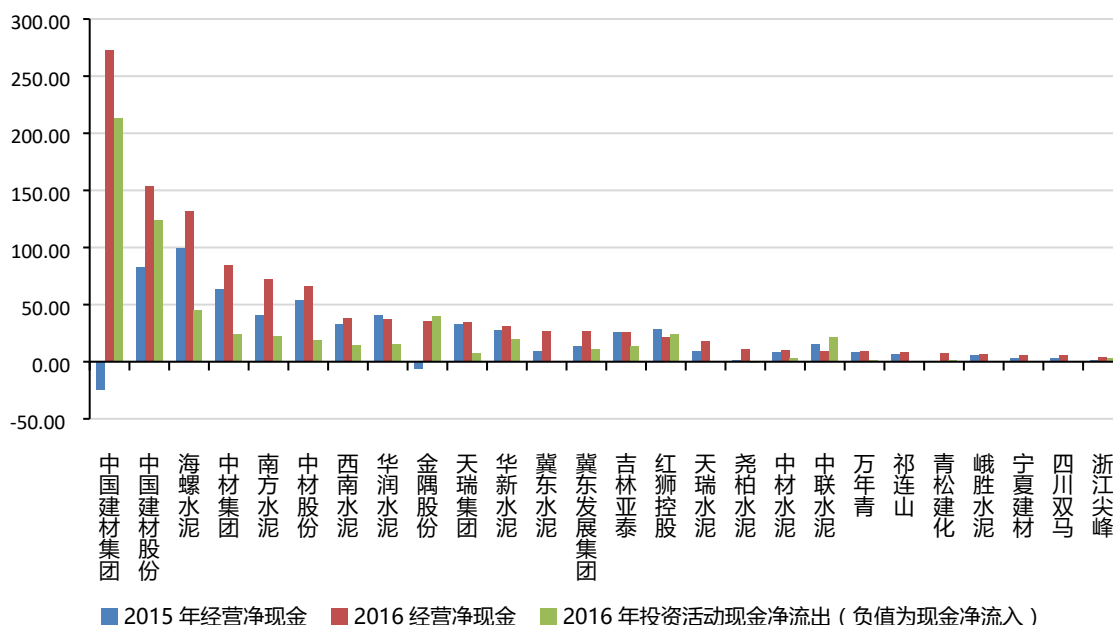
## （二）现金流

**样本企业获现能力整体改善，除中联水泥等三家企业外，其他企业经营活动现金净流入可覆盖投资活动现金流出需求，为满足投资需求而产生的外部融资压力不大**

经营活动现金流方面，样本企业经营获现能力整体改善，2016 年样本企业经营活动净现金流均为净流入状态，中位数为 26.20 亿元（2015 年为 11.42 亿元），除中联水泥（主要系应收及预付款项增加）、红狮控股（预付款项增加）和华润水泥（股权激励计划付款及利息支出增加）经营活

动净现金流同比下降外，其他 88.46%的企业经营活动净现金流规模同比增长或由负转正。投资活动现金流方面，近年水泥行业新增产线规模十分有限，固定资产投资以技术改造为主，整体规模呈下降趋势，样本企业投资活动现金净流出规模不大，除中联水泥、金隅股份和红狮控股三家企业外，其他企业经营活动现金净流入可覆盖投资活动现金净流出需求（其中中联水泥经营获现能力弱化，现金收入比下降且付现比提高，尽管投资活动现金支出规模下降，但经营活动现金流入仍无法覆盖其投资需求，而金隅股份、红狮控股则由于项目投入规模较大导致投资活动现金净流出规模明显增大），整体看样本企业为满足投资需求而产生的外部融资压力不大。2017 年 1 季度，除金隅股份经营活动现金净流出 79.46 亿元（或为房地产板块资金投入所致），样本企业经营净现金大多保持净流入或小规模净流出状态，预计良好的经营获现能力将得以保持。

图 2：大多数样本企业经营活动现金流入可覆盖投资活动现金需求（单位：亿元）



资料来源：WIND 资讯，中债资信整理

### （三）债务负担

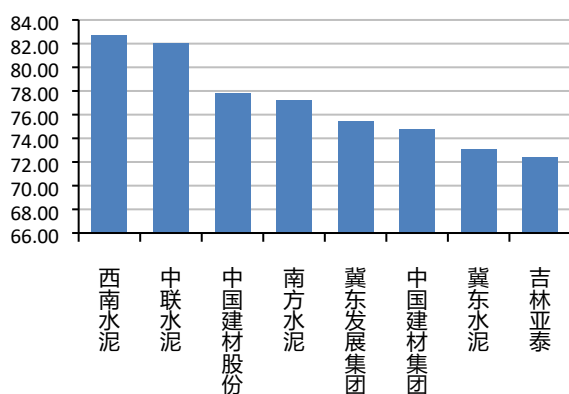
**样本企业债务规模上涨，中建材系企业债务负担进一步加重；债务期限结构小幅改善，但四川双马、峨胜水泥、中联水泥和西南水泥短期债务占比仍很高**

债务负担方面，截至 2016 年末样本企业全部债务规模 8,458.24 亿元，同比增幅约 8.61%，共有 38.46%的样本企业资产负债率小幅上升，其中青松建化的资产负债率较上年增加 2.24 个百分点至 58.69%，此外中建材系企业债务负担进一步加重，西南水泥和中联水泥资产负债率分别同比增加 0.43 个和 1.30 个百分点至 82.70%和 81.98%，列样本企业第一位和第二位，不过得益于行业盈利

改善，76.92%的样本企业所有者权益增厚，样本企业资产负债率和全部债务资本化比率中位数分别为58.61%和47.46%（2015年数据为63.00和49.11%），整体债务负担小幅下降。

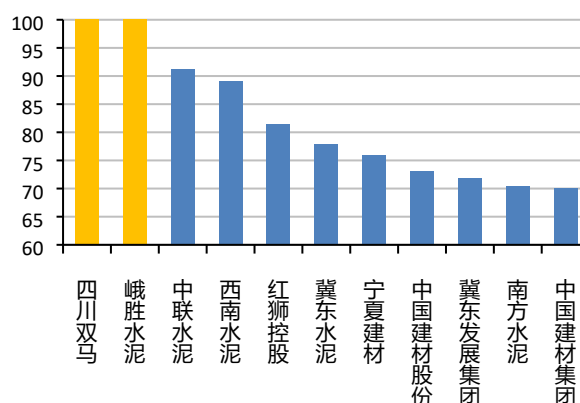
债务期限结构方面，截至2016年末样本企业短期债务占比66.40%，较上年降低3.27个百分点，短期债务占比小幅下降，但样本企业中峨胜水泥和四川双马有息债务几乎全部为短期债务，中建材系的中联水泥和西南水泥短期债务占比亦分别达到91.17%和89.07%，债务与资产在期限结构方面匹配度较差。

图3：2016年末资产负债率超过70%企业（%）



资料来源：WIND 资讯，中债资信整理

图4：短期债务占比超过70%企业（%）



资料来源：WIND 资讯，中债资信整理

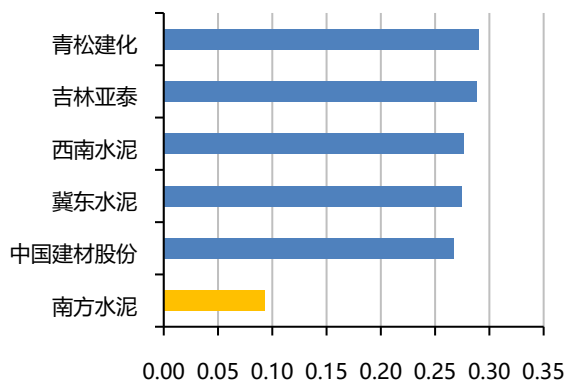
#### （四）偿债指标

行业偿债指标整体略有改善，但中建材系、冀东水泥、吉林亚泰、青松建化等短期偿债指标表现仍较差，天瑞集团和天瑞水泥考虑其现金类资产中受限比例较大，实际流动性亦较差；青松建化、吉林亚泰、冀东发展等企业长期偿债指标表现较弱

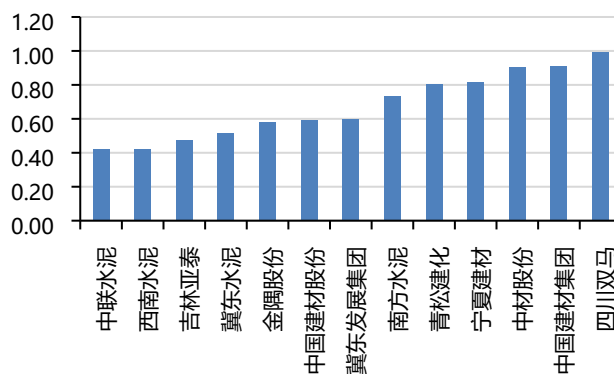
短期偿债指标方面，2016年样本水泥企业现金类资产/短期债务中位数为0.60倍，经营性现金流入/流动负债的中位数为0.99倍（2015年数据分别为0.50倍和0.95倍），73.08%的样本企业该指标表现优化，水泥行业短期偿债指标略有改善，但整体流动性仍偏紧。在行业整体好转的同时，仍有个别企业偿债表现较差，以现金类资产对短期债务的保障倍数来看，南方水泥等6家企业2016年末现金类资产/短期债务低于0.30倍，中联水泥、西南水泥、吉林亚泰等13家企业经营活动现金流入无法覆盖流动负债，此外，天瑞集团和天瑞水泥虽然短期偿债指标表现尚可，但考虑其现金类资产中受限比例较大，实际流动性亦较差。

图5：现金类资产/短期债务表现较弱企业（倍）

图6：经营活动现金流入/流动负债表现较弱企业（倍）



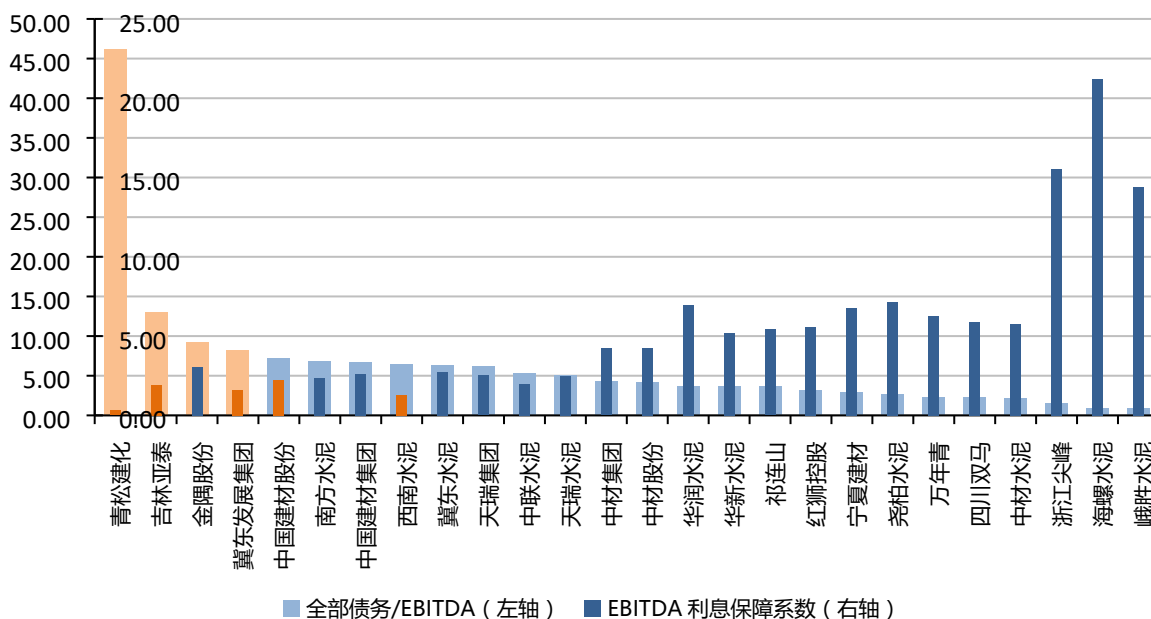
资料来源：WIND 资讯，中债资信整理



资料来源：WIND 资讯，中债资信整理

从长期偿债指标看，伴随行业盈利与现金流改善，样本企业长期偿债能力较上年出现较为明显的好转，2016 年样本企业全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数中位数分别为 4.22 倍和 4.25 倍（2015 年数据为 4.79 倍和 3.35 倍），整体长期偿债能力表现较好。个体企业方面，青松建化等 4 家企业全部债务/EBITDA 超过 8 倍，包括青松建化在内的 5 家企业 EBITDA 利息保障倍数低于 2 倍，长期偿债指标表现较差。

图 7：样本企业长期偿债指标表现（倍）



资料来源：WIND 资讯，中债资信整理

## 二、水泥行业债券市场分析及下半年运行展望

### （一）水泥行业债券市场分析

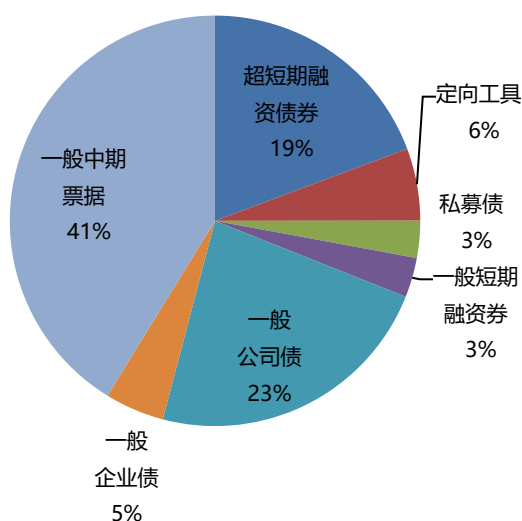
水泥行业存续债券余额约 1,800 亿元，其中银行间市场以中短期为主，交易所市场期限则较长；发



## 债企业整体经营实力较好，但民企发行成本明显高于国企

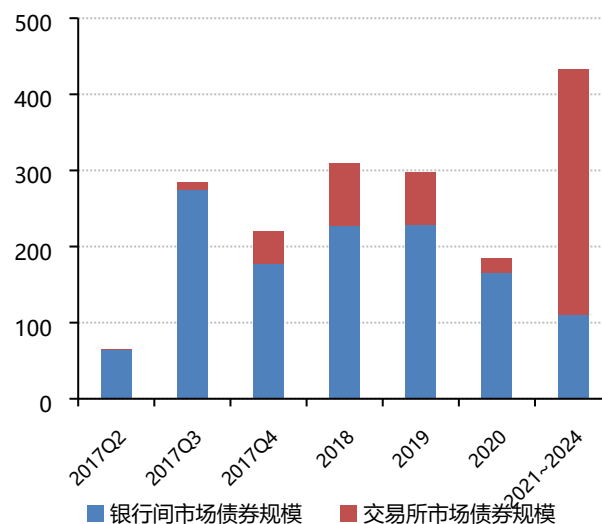
基于对全国水泥企业信用债的统计数据<sup>2</sup>，截至2017年5月底，水泥行业发债主体共28家，存续债券129只，债券总额为1,792.84亿元。从期限结构来看，2017年年内到期的债券规模为570.84亿元，占存续债券总额的31.84%；2018~2020年每年到期的债券基本都在300亿元以内，整体分布较合理。在2017~2020年到期的债券中，银行间融资工具占84%，而2021~2024年到期的债券中，交易所市场债券占75%，中短期内银行间市场债券的偿付规模较大，而交易所市场整体期限较长，一定程度上延迟了债券偿付及风险爆发的时点。从级别分布来看，AA级的企业占比最高（43%），共12家，AAA级和AA+级分别为7家，另有雷山水泥和青海金鼎水泥发行的是私募债，级别未披露，发债企业整体经营实力较好。

图8：水泥企业存续债券结构



资料来源：Wind 资讯，中债资信整理

图9：水泥企业债券到期分布（亿元）



资料来源：Wind 资讯，中债资信整理

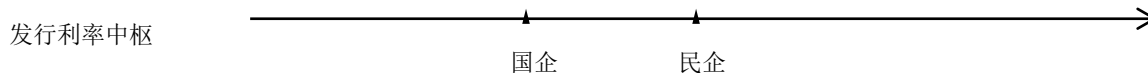
从发行利率来看，发行时票面利率在[4%,6%)的债券占发债总额的60.55%，其次为票面利率在[2.5%,4%)的债券，占发行总额的24.54%。发行利率最高的为青海金鼎水泥于2014年9月在深圳交易所发行的私募债，票面利率为11.50%，规模为2.30亿元，期限为3年；其次为红狮水泥和雷山水泥在2014年和2015年发行的中期票据和交易所私募债，票面利率均为9%。整体来看，民营企业发行成本高于国有企业，而发行利率在[6%,8%)这个相对较高成本的债券中，天瑞集团及天瑞水泥占46.38%。在发行利率处于该区间的债券中，除天瑞集团及天瑞水泥外，大部分企业是因为发行时间处于2014~2015年，该时间段内整体发行利率均较高，而天瑞集团受山水水泥股权纷争事件

<sup>2</sup> 包括银行间市场的CP、SCP、MTN、PPN，交易所市场的公司债、企业债和私募债。

的不利影响，其于 2016~2017 年上半年这个整体发债利率较低的期间内发行的债券，利率仍高达 7%~8%。

表 1：各类型债券历史发行利率情况（亿元）

	[2.5%,4%)	[4%,6%)	[6%,8%)	[8%,10%)	[10%,12%)
SCP	145	201	—	—	—
CP	20	32	4	—	—
MTN	155	551	30	3	—
PPN	—	68	29	5	—
公司债	120	227.5	66	—	—
企业债	—	6	68	10	—
私募债（交易所）	—	—	37.5	12.5	2.34
合计	440	1085.5	234.5	30.5	2.34

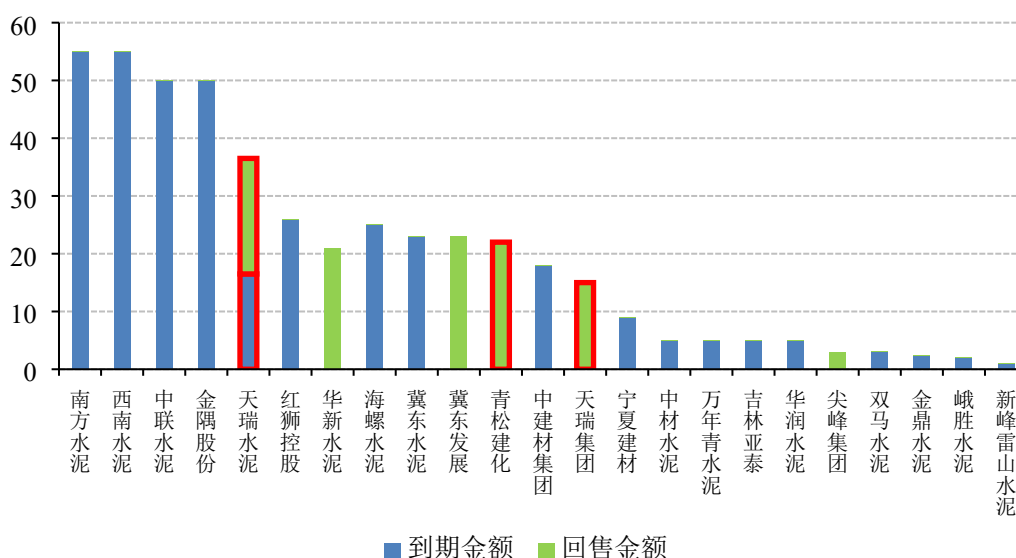


资料来源：Wind 资讯，中债资信整理

2017 年 80%以上的发行主体面临债券到期或回售行权，债务到期及回售规模相对较大且分布较为集中，需关注个体企业的流动性压力

水泥行业存续债券涉及发行主体共 28 家，其中 24 家企业 2017 年存在到期债券或面临回售行权的债券，规模（674.84 亿元）占存续债券的 37.64%，其中 Q2、Q3 和 Q4 到期或面临回售的金额分别为 65.00 亿元、285.34 亿元和 220.50 亿元。

图 10：2017 年各水泥企业债券到期及回售情况（亿元）



数据来源：wind 资讯，中债资信整理



注：中建材股份到期规模（215 亿元）远大于其他企业，未在图中显示；图中标红为债务滚动压力较大的企业

债券到期方面，共 19 家企业、570.84 亿元债券到期，其中中建材股份（215 亿元）、南方水泥（55 亿元）、西南水泥（55 亿元）、中联水泥（50 亿元）和金隅股份（50 亿元）到期规模较大，合计占比达 74.45%，到期债券所涉及的企业集中度较高，特别是中建材集团本部及旗下企业合计到期及面临回售的债券规模占全部债券的 65.69%。

债券回售方面，共 6 家企业、104 亿元债券面临投资者回售行权，其中天瑞集团股份有限公司（以下简称“天瑞集团”）和天瑞集团水泥有限公司（以下简称“天瑞水泥”）涉及的回售行权债券规模分别为 15 亿元和 20 亿元，冀东集团、青松建化、华新水泥和尖峰集团涉及的回售行权债券规模分别为 23 亿元、22 亿元、21 亿元和 3 亿元。整体看，2017 年水泥行业债务到期及回售规模相对较大且分布较为集中，需关注个体企业的流动性压力。

## （二）2017 年下半年水泥行业运行展望

**2017 年下半年房地产投资增速或难以维持，水泥需求将保持平稳或略有下降，区域弱平衡有望继续保持，行业利润有望于上年持平，债务负担及偿债指标保持相对稳定**

2017 年 1~5 月，全国固定资产投资同比增长 8.6%，房屋施工面积同比增长 3.1%，基础设施建设投资同比增长 16.66%，投资数据整体平稳，但受冬季限产执行力度加大和一季度需求未完全启动影响，水泥产量同比小幅增长 0.70%。

行业基本面方面，考虑到水泥需求已进入平台或下行期，预计行业基本面难以发生实质性改善。2017 年下半年在房企融资环境收紧背景下房地产投资增速或难以维持，考虑到房地产投资在水泥需求的主导地位，水泥需求将保持平稳或略有下降；新增产能持续收缩但仍有增量，行业产能利用率或继续走低。

政策与规划方面，2017 年 6 月 5 日中国水泥协会发布《水泥工业“十三五”发展规划》，提出到 2020 年末前十家熟料产能集中度超过 80%的发展目标（目前为 54%），未来行业整合进一步推进，区域龙头市场控制能力将有所提升。此外，工信部发布通知将在水泥等行业实施基于能耗限额标准的阶梯电价政策，水利部则对新增水泥项目不予办理取水许可，但多样化行政手段对产能退出的促进作用仍有待观望。

竞争秩序与价格方面，考虑到以中建材系为代表的大企业协同意愿较强，区域弱平衡有望维持，价格将大概率在 2016 年末高位基础上温和下滑，但全年平均价格有望超过 2016 年水平；水泥—煤炭价差走势相对平稳，行业利润有望与上年持平。在行业供求矛盾较为突出的背景下，未来行业固定资产投资以技术改造为主，预计债务规模增幅有限，债务负担及偿债指标有望维持当前水

平。

### 三、2017年水泥行业评级情况

#### (一) 行业及企业信用品质判断

2016年以来水泥行业现金流与偿债指标表现有所提升，2017年一季度淡季价格维持情况相对良好，4月需求启动后单月行业净利润73亿元，为2011年以来第三高位，但行业整体需求已进入平台期或下行阶段，产能过剩矛盾未能根本解决，**我们认为未来短期内水泥行业信用品质不会发生实质性变化，维持水泥行业信用品质“一般”的行业评价，行业展望维持“稳定”。**

信用品质分化方面，我们认为现阶段影响水泥行业信用品质分化的因素主要为区域景气度、企业自身成本控制能力和流动性压力，故对于区域景气度较低、资金链紧张且融资能力较差的企业信用政策适度从紧。此外，行业整合进展、母公司/实际控制人风险和资本运作等不确定因素亦对相关企业信用品质产生影响。

**第一，水泥行业区域分化特征仍然明显。**由于产品运输有明显区域半径，区域市场供需关系及竞争格局将影响水泥价格走势，进而导致水泥企业盈利分化。结合各区域供需基本面以及前期水泥区域调研中所了解的部分大企业竞合意愿来看，我们认为西北新疆宁夏、华北晋蒙和东北地区产能过剩严重，竞争秩序较差，区域内企业信用品质相对较差，例如亚泰集团（东北）、青松建化（新疆）；此外需关注山东和河南区域协同情况，代表企业山水水泥（山东）、天瑞水泥（河南）。

**第二，协同达成普遍共识背景下，成本控制能力对企业信用品质分化的重要性有所提高。**当前水泥价格相对偏高但需求无进一步增量支撑，为维持区域弱平衡，各地区协同力度有望进一步增强，并出现区域销售公司等更为紧密的协同组织，区域内各企业产品价格和产能利用率逐渐趋同，成本控制能力成为影响区域内企业盈利能力进而影响其信用品质分化的主要因素。对于产线装备一般且产能利用率不高而导致制造成本较高的企业（如天山水泥、尧柏水泥、北方水泥和福建水泥）以及制造成本表现较好但受期费管控能力拖累导致完全成本表现不佳的企业（如冀东水泥、天瑞水泥、中联水泥和西南水泥），需重点关注其盈利压力和偿债指标表现。

**第三，现阶段市场流动性偏紧，需重点关注企业资金链分化表现。**2017年以来，在金融去杠杆的大背景下，我国债券市场正经历一个明显的调整期，债券发行利率上升、发行规模下降，多只债券推迟或取消发行的情况屡屡发生，市场流动性整体偏紧。对水泥企业而言，债券市场融资收紧，发行成本上扬，未来企业融资或更依赖银行贷款，关注青松建化和天瑞系等资金缺口较大企业的债务滚动压力。

**第四，管理风险等其他不确定因素可能对相关企业信用品质产生影响。**对于行业整合进展，在市场容量有限而去产能难有实质性进展的情况下，企业通过整合提高自身区域市场控制能力，但实操层面行业整合落实程度存在差异。对于行业整合进展较好、集团统一管控调度能力较强、集团内部竞争秩序较好的企业，参与行业整合对其信用品质有改善作用，例如金隅冀东；对于行业整合实际进展速度较慢、对下属生产企业实质性影响较小的企业，参与行业整合对其信用品质影响不大，例如原中建材和中材集团旗下企业。母公司/实际控制人风险方面，对于母公司/实际控制人盈利能力较弱、财务杠杆较重且集中偿付压力较大的企业（如天瑞水泥），关注其母公司/实际控制人偿债压力向企业传导的可能性。资本运作方面，2017年以来水泥企业股价波动幅度较大，多个企业发生大股东减持，企业治理结构稳定性存在潜在风险，例如青松建化；近年部分企业选择通过水泥行业上市公司完成“借壳上市”，“壳资源”企业原有资产和债务承接主体存在不确定性，例如四川双马（已发布公告出售水泥资产），对于以上类型企业，需及时跟踪事项进展及变化情况。

## （二）中债资信水泥行业评级结果分析

### 2017年水泥企业信用品质表现相对稳定，中债资信对天瑞水泥信用收紧

结合2016年年报梳理情况，中债资信对全覆盖范围的水泥企业进行系统梳理，并针对个体企业的具体情况对企业信用评价进行调整，对天瑞水泥信用收紧。

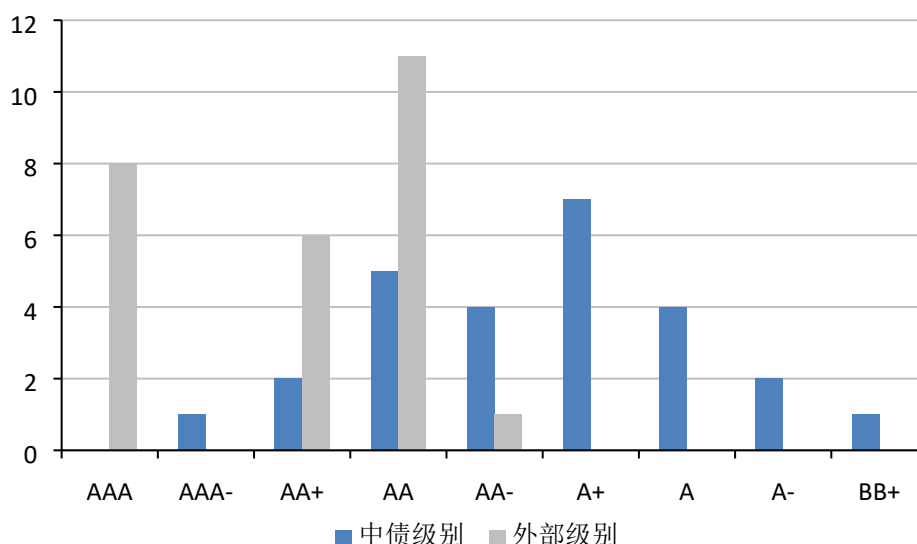
从天瑞水泥看，截至2017年5月末，天瑞水泥在公开市场存续债券为71.50亿元，其中2017年将有16.50亿元到期，20亿元面临回售行权。根据天瑞水泥2016年年报显示，截至2016年末，天瑞水泥资产负债率为57.45%，流动比率为1.34，现金类资产为38.54亿元，剔除受限货币资金（19亿元）后现金类资产对短期债务的保障倍数为0.41倍，经营活动现金流入/流动负债的倍数为1.05倍，短期偿债表现尚可。由于天瑞集团的实际控制人均为自然人李留法，天瑞集团和天瑞水泥的债务压力将有一定重叠效应。天瑞集团方面，截至2017年5月末，天瑞集团存续债券均为交易所企业债，总额为50亿元，其中2017年面临回售的债券金额为15亿元。根据天瑞集团2016年年报数据，其资产负债率为53.83%，现金类资产为75亿元，对短期债务的覆盖倍数为0.72倍，经营性现金流入对流动负债的覆盖倍数为2.16倍，由于资金受限情况不明，若受限资金比例较低，则其短期偿债表现尚可。从母公司层面来看，由于短期债务仅4亿元，其流动性压力较小，但母公司长期债务规模较大，全部债务/EBITDA高达21.25倍，债务压力较重。由于天瑞集团与山水水泥的股权纷争事件对天瑞集团造成了较大不利影响，据中债资信简单测算，天瑞集团购买山水水泥股权约花费30余亿元，而据山水水泥2016年年报披露，山水水泥已累计得到天瑞集团免息贷款11.84亿元人民币用作偿付若干债务，天瑞集团垫资规模较大；且受山水水泥事件影响，天瑞集团

短期内通过公募发行债券难度较大，银行等外部融资环境也十分严峻，其滚动融资压力较大，若流动性危机加紧，不排除天瑞集团出售中国天瑞股份获现的可能性，但市场对天瑞系公司的态度不明确，需重点关注天瑞集团及天瑞水泥 2017 年面临的兑付及回售压力。

**目前中债资信水泥行业级别中枢为 A+，相较外部级别中枢低 3 个子级，较中债资信全行业中枢高 1 个子集子级**

截至最新，中债资信累计覆盖 26 家水泥发债主体（私募债无资料的企业除外），级别分布呈现以 A+ 为中枢、中间大两头小的形态，较外部级别中枢（AA+）低三个子集子级，较中债资信全行业（近 4,000 家企业）中枢（A）高一个子集子级。

图 11：2017 年水泥企业级别分布图



资料来源：中债资信

**免责声明：**本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有。如为合理使用的目的而引用本报告中的定义、观点或其他内容，请注明信息来源于中债资信评估有限责任公司。在任何情况下，中债资信及其雇员对任何机构或个人因使用本报告所引发的任何直接或间接损失不承担任何法律责任。