

水泥企业三季度点评：

行业回暖带动盈利改善，部分区域企业分化加大，关注流动性风险

评级业务部

赵 颀

电话：010-88090148

邮件：zhaodi@chinaratings.com.cn

白 洁

电话：010-88090252

邮件：baijie@chinaratings.com.cn

第 期（总第 期） 2016 年 12 月

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

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

观点简述：

2016 年前三季度，受房地产明显回暖及基建较好支撑叠加影响，水泥行业需求回暖（前三季度产量同比略升 2.6%），水泥价格 3 月初达到历史低点后触底反弹持续回升，行业盈利同比显著上升（前三季度利润总额与同比大幅增长 34%至 248.65 亿元），各区域景气度不同程度回升，但东北、西北区域需求同比仍有回落。10 月份以来，全国水泥价格仍保持上扬，且由政府推动的 2016~2017 年冬季错峰生产已经开始，若错峰停窑执行到位，后期水泥价格仍有望维持现有较高水平。

财务表现方面，样本企业盈利整体有所改善，但在 25 家样本企业中，尚有 8 家企业前三季度经营性业务利润仍处于亏损状态（**中联水泥、亚泰集团和冀东水泥**亏损最高）；分区域来看，“**南强北弱**”的区域分化仍存在，且部分区域内企业分化有所加大。考虑到行业短期内回暖趋势暂不会反转，水泥企业全年盈利有望进一步改善。

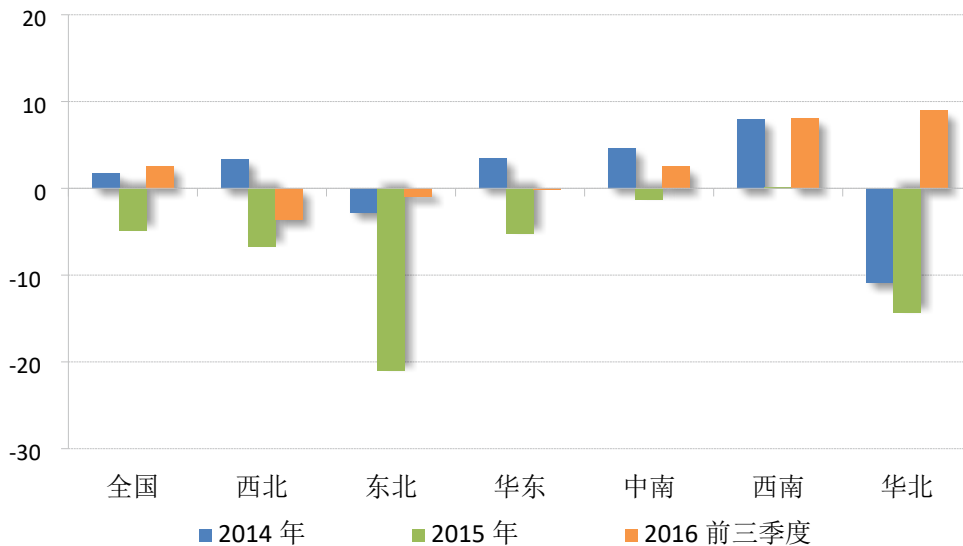
从现金流及偿债指标表现来看，盈利好转带动样本企业现金流小幅改善，但短期债务占比上升导致样本企业短期偿债指标小幅弱化；考虑到行业产能过剩的局面未得到实质性解决，且外部融资渠道仍有所收紧，需重点关注**中联水泥、亚泰集团、冀东水泥、北方水泥和天山股份**等企业的流动性风险。

全国需求回暖，价格低开高走，行业盈利同比显著上升，但东北、西北区域需求同比仍有回落

2016年前三季度，受房地产明显回暖及基建较好支撑叠加影响，全国水泥产量从3月起开始扭转连续同比下降的趋势，2016年前三季度水泥产量同比略升2.60%；全国水泥价格于3月初达到历史低点后触底反弹、持续回升，1~9月累计增速达到25.59%，但由于基数效应，2016年前三季度水泥价格同比仍下降7.59%；1~9月行业实现销售收入6,082亿元，同比下降3.30%，降幅继续收窄（去年同期降幅为9.04%）；行业利润与去年同期相比显著上升34%至248.65亿元，增速较1~8月提高了15个百分点，其中9月份单月水泥利润总额较上月增长30%至63亿元，为今年以来最高值，并且接近了行业历史较好水平。

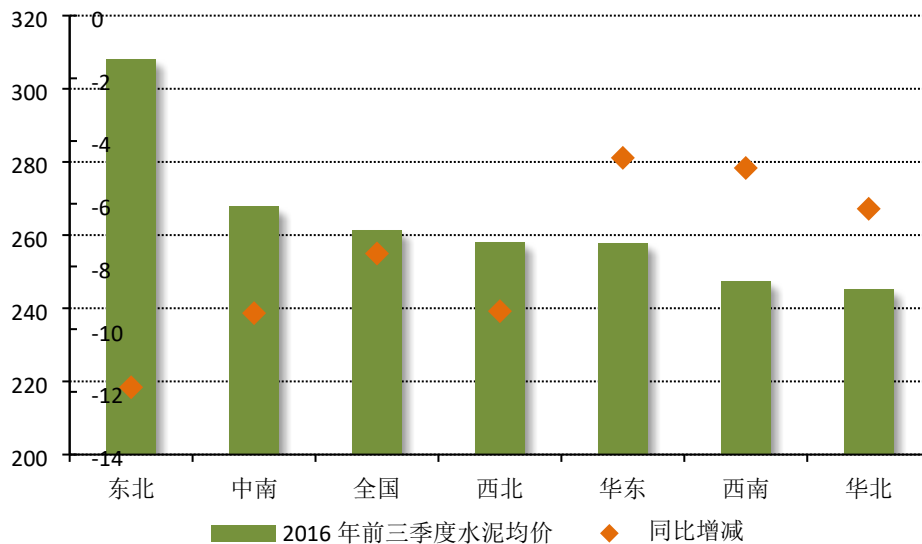
区域分化方面，各区域需求呈现一定差异，其中**华北地区**需求回暖力度最强，2016年1~9月产量同比增速达到8.97%，较2015年的负增长显著改善；**西南地区**次之，增速为8.06%，呈现较明显的需求复苏态势；但**东北和西北市场**同比仍呈现负增长趋势，整体区域景气度仍较差。从价格来看，由于基数效应，六大区域1~9月价格同比仍有下降，其中东北地区价格同比降幅最大，达到-11.85%，不过从绝对值来看，前三季度东北仍为均价最高的区域，但截至10月末中南和华北区域已超越东北区域成为全国水泥价格最高的区域，10月末P.O42.5水泥价格分别上涨至352元/吨和333元/吨。

图 1：2016 年前三季度各区域水泥需求增速变动情况（%）



数据来源：中债资信水泥行业数据库

图 2：2016 年前三季度各区域水泥均价情况（元/吨）

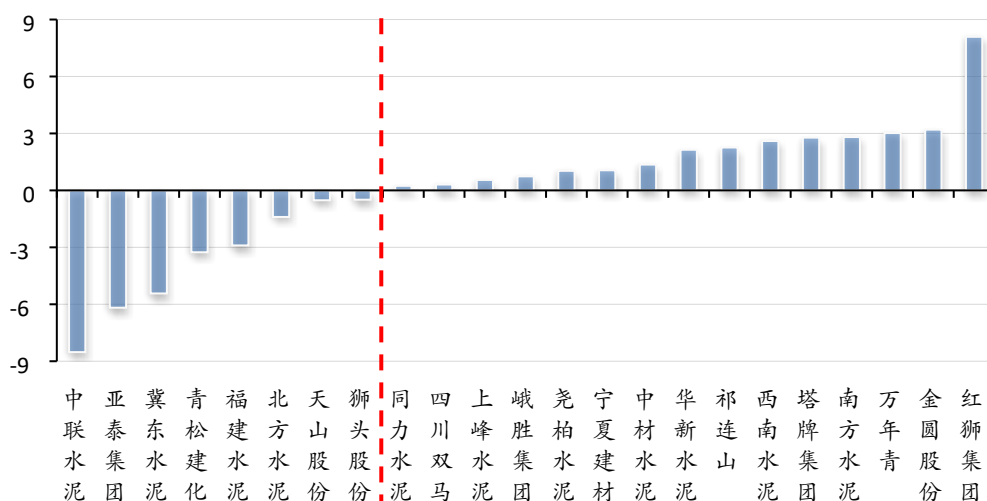


数据来源：中债资信水泥行业数据库

样本企业盈利整体改善，但部分区域企业分化加大，中联、亚泰、冀东经营性业务领亏

从水泥行业样本企业¹三季报数据来看，2016 年 1~9 月样本水泥企业实现营业收入 1,966 亿元，同比微增 0.4%；实现利润总额 141 亿元，同比增长 24%，样本企业盈利整体有所改善。

图 3：2016 年前三季度各企业经营性业务利润分布情况（亿元）



¹ 中债资信以水泥行业主要 A 股上市公司以及信用债水泥企业作为分析样本（剔除未披露三季报的天瑞水泥和山水集团，中国建材、中国中材等企业仅以旗下主要水泥平台企业为样本，不包含集团层面数据），基本覆盖行业内主要的大型水泥企业，具有一定代表性。

注：出于图表可读性考虑，隐去海螺水泥（2016 年前三季度实现经营性业务利润 70.27 亿元）

数据来源：各公司财务报表，中债资信整理

不过从绝对值来看，前三季度共有 8 家企业经营性业务利润仍处于亏损状态，其中**中联水泥**、**亚泰集团**和**冀东水泥**分别以-8.52 亿元、-6.18 亿元和-5.43 亿元成为经营性业务利润亏损最高的三家企业，但除福建水泥和狮头股份同比为下滑之外，其余 6 家企业均为减亏趋势。

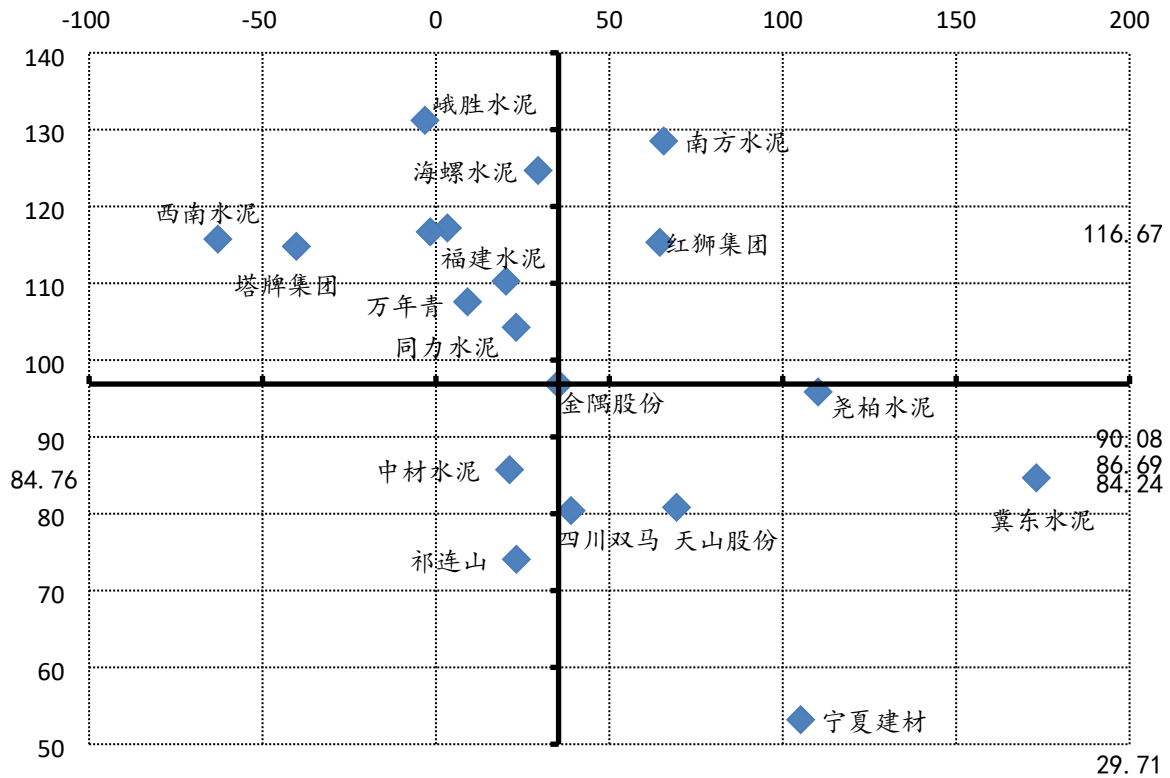
分区域来看，“南强北弱”的区域分化仍存在，且部分区域内企业分化有所加大。在需求回暖较强劲的**华北区域**，金隅股份和冀东水泥作为京津冀地区主导企业盈利好转明显（冀东水泥虽仍为亏损，但同比减亏 13.48 亿元）。在需求回暖明显的**西南区域**，西南水泥和四川双马盈利水平均有提升，峨胜水泥则受裁员补贴影响盈利空间有所收缩。在景气度较差的**西北区域**，尧柏水泥、宁夏建材和祁连山得益于较好的区域市场控制利润改善较大，而地处产能严重过剩的新疆地区的天山股份和青松建化减亏后尚未能扭转亏损局面，类似的还有**东北区域**的亚泰集团和北方水泥。**中南区域**1~9 月价格涨幅最大，但仅华新水泥经营性业务利润实现同比增长，同力水泥、中材水泥和塔牌集团主业盈利则均有弱化。**华东区域**素来良好的市场环境为企业经营奠定了基础，海螺水泥作为行业龙头仍保持了良好的业绩表现，红狮水泥经营性业务利润同比亦有较大幅度提升，而成本控制水平一般的南方水泥竞争力则有所削弱。

在《2016 年水泥行业展望》中我们曾提到，2016 年“行业供需边际弱改善、区域主导企业协同意愿增强，盈利水平有望出现阶段性、区域性回升”。从前三季度行业运行情况来看，与我们的预期基本吻合。10 月份以来，全国水泥价格仍保持上扬，行业盈利继续向好，1~10 月全行业实现水泥利润总额 332 亿元，同比增长 47%，总量已超过 2015 年全年水平（330 亿元）；10 月单月利润（83.4 亿元）在 9 月基础上再创年内新高。此外，由政府推动的 2016~2017 年冬季错峰生产已经开始，较以往相比，错峰停窑的执行力度进一步加大，若执行到位，后期水泥价格仍有望维持现有较高水平。行业短期内回暖趋势暂不会反转，水泥企业全年盈利有望进一步改善。

盈利好转带动现金流小幅改善，但短债上升导致偿债指标小幅弱化，关注中联、亚泰、冀东、北方、天山等企业流动性风险

从样本水泥企业的现金流及偿债指标表现来看，受盈利改善及现金收入比小幅上升影响，2016 年前三季度大部分企业经营活动净现金流均同比增长；从资金运转情况来看，2016 年 9 月末样本企业应收账款/总资产为 9.99%，较去年同期亦微降 0.13 个百分点。不过，虽然样本企业整体获现情况小幅改善，仍需关注**宁夏建材**、**祁连山**、**四川双马**和**天山股份**等部分收现较差（现金收入比低于 85%）的企业。

图 4：2016 年前三季度样本水泥企业经营活动现金流同比情况（%）



注：1、加粗标线为样本中位数线，横轴为经营活动现金净流量同比，纵轴为现金收入比；2、出于图表可读性考虑，隐去部分差异较大的企业数据

数据来源：各公司财务报表，中债资信整理

从债务负担来看，截至 2016 年 9 月末，样本企业全部债务规模基本保持不变，但从债务的期限结构来看，短期债务占比略有上升。截至 2016 年 9 月末，样本企业资产负债率同比下降 1.21 个百分点至 64.55%，其中中建材系北方水泥、西南水泥和中联水泥的资产负债率仍处于 80% 以上的高位，且财务杠杆同比仍有小幅上升；此外，需关注财务杠杆上升较快的上峰水泥和同力水泥，二者资产负债率同比分别上升约 13 个和 11 个百分点。偿债指标方面，受短期债务规模增长影响，前三季度样本企业经营活动现金流入/短期债务小幅下降至 1.22 倍，短期偿债指标小幅弱化。考虑到今年水泥价格上涨，行业的自律限产调节远大于供需基本面的改善，行业产能过剩的局面未得到实质性解决；且从外部融资环境来看，金融机构对于水泥企业的信贷政策仍有收紧，部分企业的短期信用风险仍有加大，需重点关注中联水泥、亚泰集团、冀东水泥、北方水泥和天山股份等企业的流动性风险。