

水泥行业前三季度盈利水平大幅提升，偿债能力继续改善

——上市水泥企业 2017 年三季度信用风险研究

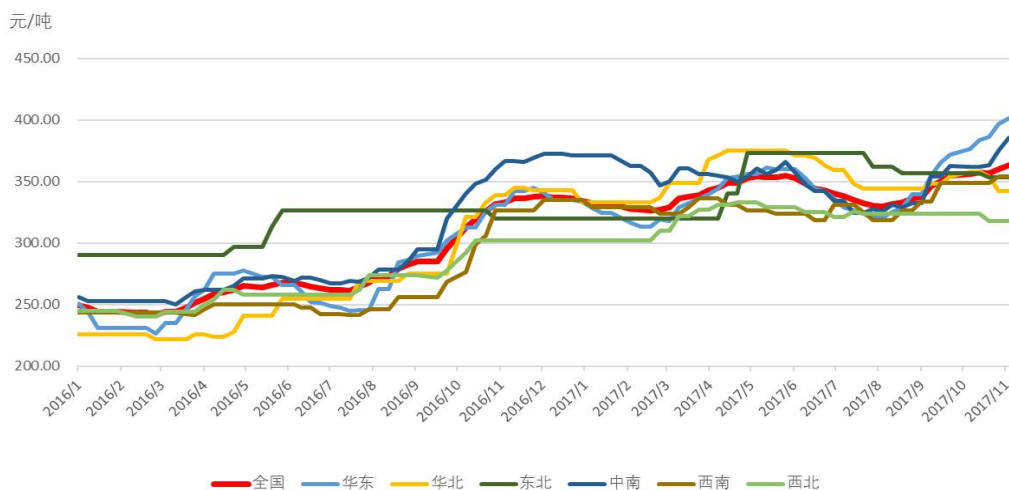
作者：东方金诚 工商企业部 李默晗

摘要：2017 年以来，受下游需求支撑和供给偏紧影响，国内水泥价格维持高位。2017 年前三季度，上市水泥企业合计实现营业收入 1209.50 亿元，同比增长 31.48%；平均毛利率 26.91%，同比提高 5.15 个百分点；利润总额 206.35 亿元，同比增长 120.25%，上市水泥企业盈利水平大幅提升。水泥企业前三季度债务负担略有下降，债务结构仍以短期有息债务为主；收入获现能力较强，随着盈利能力提升和债务负担下降，偿债能力继续改善。预计 2018 年水泥行业将保持较高的盈利水平，行业信用风险展望为稳定。

2017 年以来，受下游需求支撑和供给偏紧影响，水泥价格维持高位，水泥-煤炭价差走阔，水泥企业前三季度盈利水平大幅提升

2017 年前三季度，宏观经济形势稳中向好，全国房地产开发投资完成额同比增长 8.1%，固定资产投资完成额同比增长 15.88%，水泥企业下游需求保持平稳。受供给侧改革、行业自律限产和环保督查趋严影响，水泥产量有所下降，2017 年前三季度，全国水泥产量 17.61 亿吨，同比下降 0.47%。水泥价格维持高位。

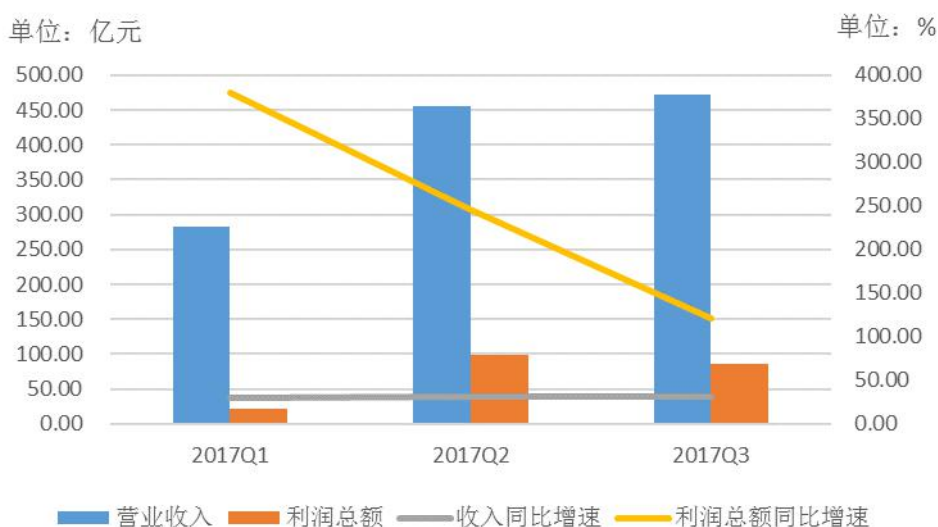
图 1：2016 年以来水泥价格走势



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

2017 年前三季度，动力煤均价¹为 640 元/吨，水泥-煤炭价差走阔，水泥企业的盈利空间进一步扩大。前三季度，上市水泥企业共实现营业收入 1209.50 亿元，同比增长 31.48%；平均毛利率 26.91%，同比增加 5.15 个百分点；利润总额 206.35 亿元，同比增长 120.25%，超过 2016 年全年利润总额，盈利能力大幅提升。

图 2：上市水泥企业 2017 年前三季度收入和利润总额情况



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

由于 2017 年前三季度水泥价格远高于去年同期，2017 年前三季度 16 家上市水泥企业营业收入均有不同幅度增长。其中，**海螺水泥**实现营业收入 500.39 亿元，同比增长 31.86%，收入规模位列上市水泥企业之首；**金圆股份**收入同比大幅增长 79.89%，主要系其收购多家环保企业，以期实现水泥窑协同处置危废发展所致。

成本费用方面，前三季度动力煤价高位运行，但由于水泥-煤炭价差持续走阔，水泥企业毛利率同比提升。**冀东水泥**、**同力水泥**和**青松建化**期间费用率较高，对净利润侵蚀较大，成本管控能力有待提高。

从利润来看，受华北、西北基建需求提振，**冀东水泥**和**天山股份**实现扭亏，**福建水泥**和**青松建化**实现减亏，其余上市水泥企业利润总额均实现同比增长。受华东市场需求上升、水泥价格高企和成本控制力度进一步增强的影响，**海螺水泥**实现利润总额 133.36 亿元，同比增长 66.54%。受和金隅股份整合、市场供需关系改善影响，**冀东水泥**利润总额 5.70 亿元，实现扭亏为盈。受当地环保监管趋严、错峰生产常态化和行业自律协同的影响，当地市场供需关系改善，**同力水泥**利润总额同比增长 1211%。

¹ 以秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产为例。

表 1：2017 年前三季度上市水泥企业盈利情况

单位：亿元、%、百分点

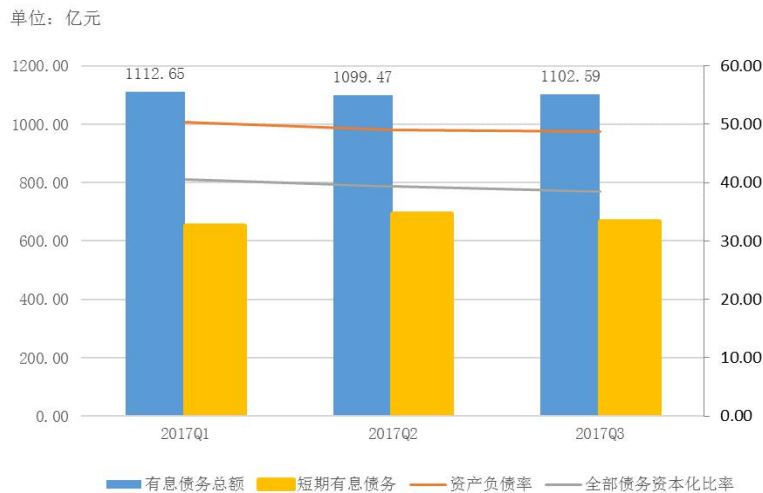
企业简称	主要地区	营业收入	同比增长	利润总额	同比增长	毛利率	同比变动	期间费用率	同比变动
冀东水泥	华北	113.93	25.53	5.70	扭亏	29.30	7.45	24.36	-2.82
金圆股份	西北	28.20	79.89	3.43	11.44	21.74	-16.88	10.44	-7.19
上峰水泥	西北	29.39	37.93	6.22	491.46	32.35	13.97	11.10	-1.85
万年青	华东	46.15	24.30	5.93	68.57	22.33	1.30	10.21	-2.17
天山股份	西北	50.33	36.31	4.24	扭亏	25.59	4.75	16.34	-5.21
同力水泥	中南	38.01	71.41	8.75	1210.96	42.64	21.65	18.73	0.14
四川双马	西南	18.60	22.67	1.56	88.78	19.26	4.44	11.12	-0.98
塔牌集团	中南	30.42	24.97	6.76	122.54	28.48	5.95	6.75	-3.18
青松建化	西北	15.71	7.47	-0.42	减亏	17.35	6.59	22.78	-9.26
宁夏建材	西北	34.38	27.48	3.86	155.31	30.10	2.60	18.17	-4.66
海螺水泥	华东	500.39	31.86	133.36	66.54	32.44	0.72	9.77	-2.87
尖峰集团	华东	19.66	18.59	3.88	74.64	31.02	8.78	16.46	3.66
祁连山	西北	46.28	21.99	7.08	188.98	31.63	4.85	16.59	-3.53
华新水泥	中南	143.50	56.60	14.12	339.21	26.35	1.88	16.39	-4.44
福建水泥	华东	11.71	45.44	-1.18	减亏	10.55	9.51	20.49	-15.93
亚泰集团	东北	82.84	2.07	3.06	75.87	29.49	4.87	29.89	-0.27

资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

水泥企业债务负担略有下降，债务结构仍以短期有息债务为主

债务负担方面，截至 2017 年 9 月末，上市水泥企业有息债务 1102.59 亿元，与 2016 年末基本持平，其中短期有息债务占比 60.60%，债务结构仍以短期有息债务为主。2017 年 9 月末，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 48.71%和 38.44%，较 2016 年末分别下降 1.58 个百分点和 2.14 个百分点，行业整体债务负担有所下降。

图 3：上市水泥企业 2017 年前三季度债务负担情况



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

截至 2017 年 9 月末，同力水泥、冀东水泥和福建水泥杠杆率较高、债务负担较重且短期偿债压力很大。其中**冀东水泥**资产负债率为 72.32%，全部债务资本化比率 63.93%，短期有息债务占比 81.77%，短期偿债压力较大，短期内通过盈利好转改善资本结构的可能性较低。**塔牌集团**和**海螺水泥**债务负担较轻，全部债务资本化比率分别为 6.13%和 16.15%，处于较低水平。

前三季度水泥企业收入获现能力较强，经营活动现金流状况持续改善

2017 年前三季度，上市水泥企业现金收入比为 109.32%，较上年同期增加 0.13 个百分点；经营活动净现金流为 219.70 亿元，同比增加 20.21%；投资活动现金净流出较去年同期略有增加，筹资活动净流出有所减少；平均速动比率为 81.26%，较上年同期增加 11.98 个百分点。上市水泥企业的收入获现能力较强，经营活动现金流持续改善。

表 2：2017 年前三季度上市水泥企业现金流及偿债能力情况

单位：亿元、%、百分点

企业简称	主要地区	2017 年 1~9 月 经营性净现金流	同比增长	2017 年 9 月末 现金收入比	同比 变动	2017 年 9 月末 速动比率	同比变动
冀东水泥	华北	19.86	-16.19	72.08	-12.60	45.56	7.52
金圆股份	西北	1.62	-	117.51	32.75	76.86	-9.16
上峰水泥	西北	6.07	397.71	113.24	5.73	34.80	4.59
万年青	华东	6.29	35.35	105.86	-1.73	79.79	-7.54
天山股份	西北	5.61	15.44	66.95	-13.88	42.63	7.99
同力水泥	中南	18.79	465.69	96.41	-7.86	31.40	-7.31
四川双马	西南	2.64	-4.09	84.64	4.22	32.78	4.00
塔牌集团	中南	3.60	-14.15	115.65	0.85	303.13	163.07
青松建化	西北	2.96	-20.48	90.63	0.55	56.29	7.31
宁夏建材	西北	8.47	127.47	55.34	2.15	113.90	16.83
海螺水泥	华东	88.09	7.37	126.04	1.36	169.42	5.88
尖峰集团	华东	1.95	2.07	114.02	-1.01	79.30	-20.21
祁连山	西北	8.37	-5.75	62.30	-11.77	68.88	-12.24
华新水泥	中南	20.01	16.89	111.76	-4.93	72.94	2.27
福建水泥	华东	-0.62	-420.15	104.15	-6.12	16.80	2.23
亚泰集团	东北	25.98	21.60	139.77	23.09	75.75	15.38

资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

从企业分化角度分析，**海螺水泥**、**塔牌集团**和**尖峰集团**等收入获现能力较强，现金收入比分别为 126.04%、115.65%和 114.02%，受益华东、中南水泥市场上涨行情，经营性净现金流和短期偿债能力情况也比较突出；**宁夏建材**、**青松建化**和**天山股份**现金流状况有待改

善；**金圆股份**受企业加强应收账款管理等影响，现金收入比较上年大幅改善。

2018 年水泥行业将保持较高的盈利水平，行业信用风险展望为稳定

2018 年，国内房地产和基建投资增速仍将保持在较高水平，水泥需求将继续提升。随着行业供给侧改革继续推进，新增产能将保持在较低水平；同时随着环保监管趋严及行业自律限产趋于常态，行业供需关系有望持续改善，水泥价格将保持高位，行业仍将保持较高的盈利水平。东方金诚对 2018 年水泥行业信用风险展望为稳定。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。