

水泥行业西南区域调研实录：新增产能持续投放，价格自律易瓦解难达成 ——水泥行业区域专题（西南站）之三

评级业务部

分析师：

聂玉玲

电话：010-88090143

邮件：nieyuling@chinaratings.com.cn

韩璐

电话：010-88090149

邮件：hanlu@chinaratings.com.cn

谷仕平

电话：010-88090063

邮件：gushiping@chinaratings.com.cn

第 53 期（总第 681 期） 2016 年 3 月

本期为第二期西南区域专题的第三篇——企业点评。

市场部

电话：010-88090123

邮件：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

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

企业点评

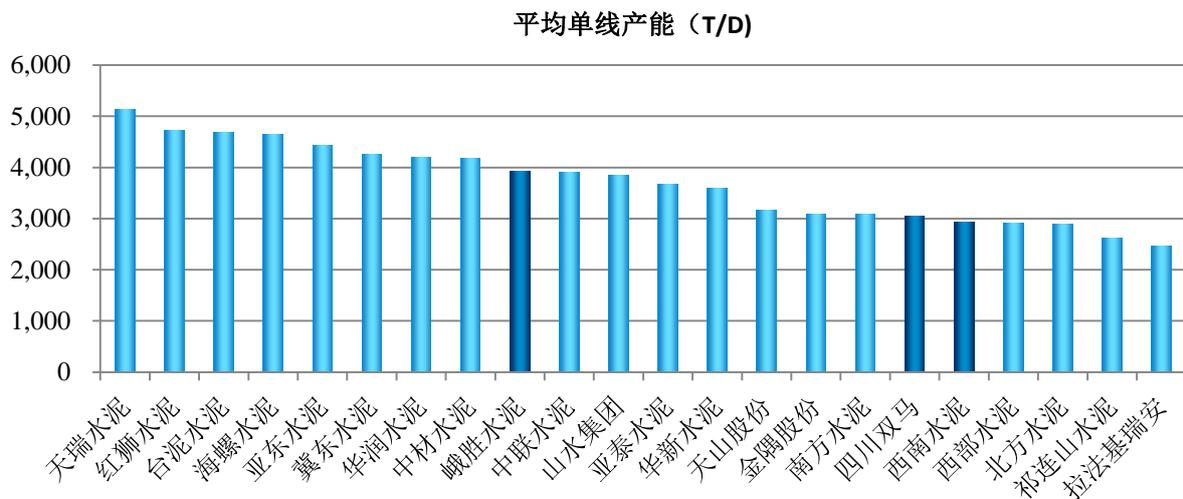
西南区域水泥企业重点关注

在现阶段水泥行业需求见顶、新增产能持续投放压力下，产能过剩问题逐步凸显，2015年以来水泥价格持续大幅下滑，区域内水泥生产企业盈利能力持续恶化，部分企业出现亏损。2015年1~10月西南区域水泥企业累计实现利润总额0.71亿元，同比下滑99.05%。但如上文所述，在下游需求疲软、新增产能大规模投放背景下，区域协同弱平衡较易瓦解，未来区域内水泥价格仍将承压，阶段性价格协同带来的盈利改善空间较小，未来水泥企业将逐步进入产能出清阶段。

在行业下行阶段，需关注企业自身竞争力尤其是成本控制能力以及资金链风险。

(1) 企业自身竞争力尤其是**成本控制能力**强的企业在行业下行阶段更能够抵御需求和价格下跌的冲击，以度过行业低谷期，因此我们关注平均单线产能、吨成本、产能利用率、期间费用水平等与成本控制水平相关指标。

图 1：主要水泥企业单线产能对比



注：产能数据来自数据水泥网，中债资信根据公开信息整理，或与各企业实际情况略有差异

资料来源：数字水泥网，中债资信整理

(2) 水泥行业属于重资产行业，行业整体债务负担较重，高杠杆将使企业面临更高偿债压力和再融资压力，尤其是现阶段水泥行业盈利大幅下滑甚至亏损，现金流缩水将使经营性现金流对债务周转的支撑能力弱化，**流动性压力**突出的企业或存在资金链断裂风险。因此我们关注资产负债率、经营净现金流/EBITDA 以及经营活动现金流入量/流动负债等指标。

中债资信选取西南水泥、峨胜水泥、双马水泥作为西南区域代表性企业进行点评：

表 1：西南水泥、峨胜水泥和双马水泥主要经营、财务指标对比

指标	西南水泥	峨胜水泥	双马水泥
区域分布	川 (41.52%) 渝 (10.42%) 云 (17.17%) 贵 (30.89%)	川 (100%)	川 (100%)
产能规模 (万吨)	10617	853	647
平均单线产能 (T/D)	2927	3928	3050
吨生产成本 (元)	159	145	202
利润总额 (亿元)	1.95	1.95	-0.86
期间费用率 (%)	27.47	8.15	14.46
资产负债率 (%)	83.03	28.33	41.06
现金类资产/短期债务 (倍)	0.19	0.74	0.23
经营活动现金流入量/流动负债 (倍)	0.56	2.43	2.56
全部债务/EBITDA (倍)	5.57	0.79	1.56
经营净现金流/EBITDA (倍)	0.80	0.80	1.22

资料来源：公开资料、中债资信整理

1、西南水泥

平均单线产能规模偏小，成本控制力有待提高，债务负担较重、债务周转压力加大

西南水泥作为中国建材下属核心企业之一，主要负责运营整合西南区域的水泥业务，产能规模位居西南区域首位。截至 2015 年 3 月末，西南水泥熟料年产能 8,770 万吨，水泥年产能 1.14 亿吨。但受其推动行业自律、区域限产保价等因素影响，西南水泥产能利用率较低，2014 年为 69.21%。西南水泥平均单线产能规模较小（约 2,927T/D），导致其在西南区域不具有明显成本优势，目前公司吨水泥生产成本、完全成本（包括期间费用）分别为 159 元/吨和 220 元/吨左右。

2015 年以来，受区域水泥需求增速放缓、新增产能投放压力影响，区域水泥均价大幅下滑 26.68%，导致西南水泥盈利大幅下滑，2015 年前三季度经营性业务利润仅为 1.35 亿元，同比下降 90.15%。由于西南水泥前期主要通过并购重组方式扩张，导致其债务负担很重，且大规模溢价收购使其商誉规模迅速膨胀（2015 年 9 月末为 161.02 亿元，资产占比 22.23%）。从区域经营环境看，目前西南区域水泥价格持续下滑，2500T/D 以下产线面临亏损压力较大，且未来短期盈利改善受限，供给侧改革去产能进展或将加快，需关注其前期收购的小规模产线的商誉减值压力；另外，在当前较高财务杠杆情况下，未来商誉减值将进一步加重其债务负担，对其外部流动性形成较大负面影响。公司短期偿债指标表现较差，现金类资产对短期债务保障程度弱，债务周转压力较大，未来盈利、经营获现仍将承压，债务周转压力将进一步加大，经营性盈余对债务保障程度弱化。

2、峨胜水泥

产能分布较为集中，成本控制力较好，但易受区域市场波动影响

峨胜水泥是四川省内第二大水泥生产企业，具有一定规模优势，其产能利用率维持在 95% 以上，成本控制较好，平均单线产能规模较高（约 3928T/D），在区域内具有一定的成本竞争优势。目前公司吨水泥生产成本、完全成本（含期间费用）分别为 145 元/吨和 160 元/吨左右，但峨胜水泥产线全

部集中于乐山地区，易受区域市场波动影响。

2015 年以来，受区域水泥需求增速放缓影响，成都地区水泥均价下滑 23.96%，导致峨胜水泥盈利承压，2015 年前三季度经营性业务利润仅为 1.81 亿元，同比下降 48.24%。但目前峨胜水泥债务负担较轻，债务周转压力尚可，现金类资产对短期债务覆盖较好，虽经营性盈余对债务保障将趋弱，但整体相对可控。

3、双马水泥

产能规模小，产线分布集中，不具有成本优势，盈利亏损，需关注其要约收购对公司经营的影响

双马水泥是拉法基豪瑞公司水泥业务在中国四川地区的主要运营实体，拉法基豪瑞直接和间接持有公司 75.26% 的股份，为其实际控制人。双马水泥在江油、宜宾和都江堰共拥有 6 条熟料产线，其中 5 条为新型干法水泥产线，主要辐射半径为大成都地区（成都、乐山、眉山、德阳、资阳及雅安等地区）、近年产能利用率基本维持在 85% 以上，但单线平均产能规模不大（约 3050T/D），导致其不具有成本优势，生产成本和完全成本（含期间费用）分别是 202 元/吨和 226 元/吨。

2015 年以来，受市场竞争激烈，水泥价格下跌影响，双马水泥 2015 年业绩预告亏损 1.05~1.20 亿元，短期盈利仍将承压，经营性盈余对债务保障将趋弱，现金类资产对短期债务保障较弱，但债务周转尚可。值得注意的是，2015 年 11 月，由于拉法基集团和豪瑞公司的全球合并交易宣告完成，拉法基中国全面要约收购双马水泥，但本次要约不以终止其上市地位为目的。中债资信将持续关注该事项对双马水泥经营实际情况的影响。

免责声明：本报告系根据公开信息做出的独立判断。对于公开信息，本公司不保障其真实性和准确性。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见不构成任何机构或个人做出证券买卖出价或询价的依据。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不承担任何法律责任。本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。
