

## 水泥行业区域专题（华东站）：价格协同弱平衡有望重构，领军企业成本优势支撑区域盈利表现——企业点评

### 评级业务部

#### 分析师：

白洁

电话：010-88090252

邮件：baijie@chinaratings.com.cn

#### 王旋

电话：010-88090049

邮件：wangxuan@chinaratings.com.cn

中债资信于 2015 年 12 月至 2016 年 3 月间对全国主要区域代表性水泥企业展开了走访、电话等多种形式的调研，调研范围涵盖东北、华北、华东、中南、西南和西北的十余家水泥企业。

结合调研一手资料，我们将陆续推出六大区域调研专题，每期专题分为调研实录、区域展望和企业点评三部分。

本期为第四期华东区域专题的第四篇——企业点评。

第 111 期（总第 739 期） 2016 年 5 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](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

## 企业点评

据初步统计，截至 2015 年末华东区域水泥熟料总产能达 5 亿吨/年，其中产能占比位居前六名的企业分别为海螺水泥（19%）、南方水泥（14%）、中联水泥（11%）、山东山水（5%）、红狮水泥（4%）及万年青（3%），中债资信选取上述华东区域代表性企业进行梳理与点评<sup>1</sup>。

### 1、成本梳理

#### 海螺水泥、红狮水泥、万年青表现出较好的成本控制能力

2014 年以来水泥价格大幅持续走低，成本控制力较强的企业具备更高的价格安全边际，在抵御需求下滑冲击方面具有较强优势。中债资信对华东区域各企业水泥吨成本进行了简单梳理，得益于煤炭价格进入下行通道，2015 年各企业水泥吨成本较 2014 年均有所下降，降幅在 10% 左右；海螺水泥、红狮水泥、万年青具有较高的成本控制水平，2015 年完全成本在 160 元/吨左右，制造成本在 140 元/吨左右，显著低于行业内其他企业。

表 1：各企业 2014、2015 年水泥吨成本对比（元）

	2015 完全成本	2014 年完全成本	2015 制造成本	2014 制造成本
红狮水泥*	153.01	178.46	141.10	163.82
万年青	158.96	174.28	136.22	156.42
海螺水泥	165.80	179.58	139.69	154.90
山东山水	—	216.03	162.32	183.99
南方水泥*	206.84	229.69	162.61	181.71
中联水泥	—	232.80	153.68	174.20

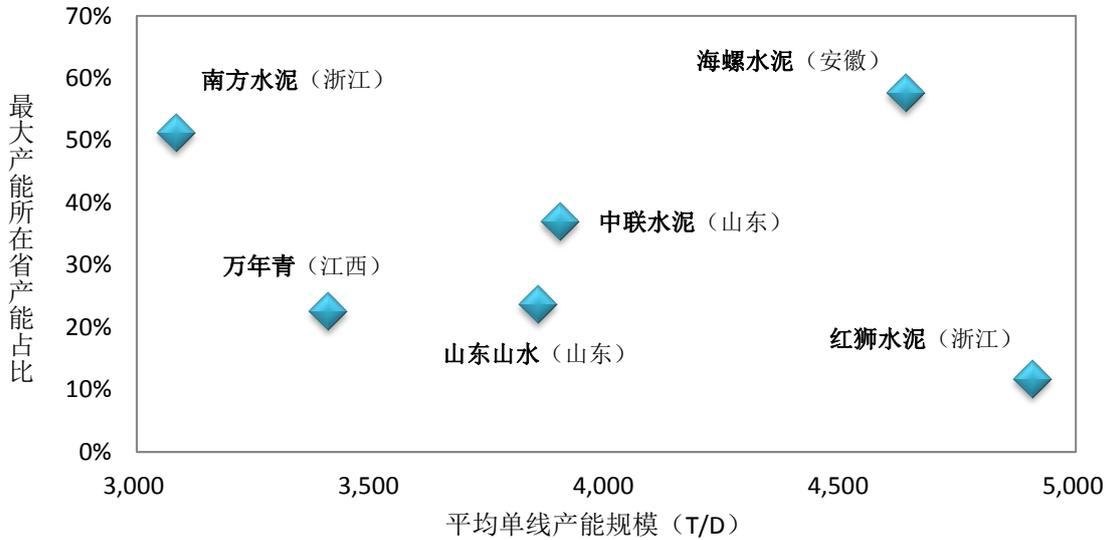
注：由于部分企业未公布 2015 年水泥销售数据，南方水泥和红狮水泥 2015 年相关成本以 2015 年前三季度数据简单测算

数据来源：公开资料，中债资信整理

（1）平均单线规模较大，生产成本较低。红狮水泥、海螺水泥平均单线产能规模分别为 4,712T/D 和 4,635T/D，具备较好的规模优势，有利于降低生产成本。2015 年红狮水泥、海螺水泥平均吨水泥制造成本分别为 141 元和 137 元。

<sup>1</sup> 中联水泥此前已在水泥行业区域专题（华北站）-企业点评中进行分析，下文将不再赘述。

图 1：各企业最大产能所在地产能占比及平均单线产能规模对比



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

(2) 期费控制能力较强：根据中债资信对各企业吨水泥期费成本的估算，我们可以看出，海螺水泥、万年青及红狮水泥在期费控制方面优势明显。其中，海螺水泥、万年青 2015 年期间费用率在 13% 左右，红狮水泥 2015 年期间费用率仅为 7.73%，均低于水泥发债企业 20% 的平均水平。

表 2：各企业 2015 年吨水泥期间费用对比 (元/吨、%)

	销售费用	管理费用	财务费用	期间费用率	2014 年期间费用率
海螺水泥	11.83	12.11	2.17	13.44%	10.42%
万年青	7.60	9.30	5.85	13.33%	11.41%
红狮水泥	1.12	6.61	4.18	7.73%	7.12%
南方水泥	13.53	12.04	18.67	22.79%	19.81%
山东山水	—	—	—	—	13.93%
中联水泥	—	—	—	32.15%	24.53%

注：由于部分企业未公布 2015 年水泥销售数据，南方水泥和红狮水泥 2015 年吨水泥相关费用以 2015 年前三季度数据简单测算

数据来源：公开资料，中债资信整理

得益于较强的成本控制力，在 2015 年需求和价格双降的背景下，海螺水泥、红狮水泥、万年青仍保持盈利，特别是行业龙头海螺水泥实现利润总额 100.39 亿元，约占全行业利润总额的 1/3。

## 2、重点关注

**南方水泥：区域市场地位较高，但成本端无明显优势，财务杠杆处于行业较高水平**

南方水泥产能主要分布于浙江、湖南、江西、安徽等地，在浙江省内产能规模及市场占有率居首位，区域市场地位较高，具备较强的市场控制力；此外，南方水泥近年商混业务发展较快，已经成为其收入及利润的重要补充，特别在湖南地区商混市场占有率较高，对下游市场具有一定话语权。

不过，从成本控制方面来看，由于南方水泥前期通过联合重组并入部分产能规模较小的产线，平均单线产能规模偏低（3,084T/D），加之财务费用较高，期间费用率逐年增长，成本端无明显优势。另一方面，由于南方水泥前期主要依赖债务扩张，财务杠杆处于行业较高水平。考虑到行业下行期公司盈利下滑明显，加之商混业务规模较大，且销售账期长、垫资现象普遍，占用大量营运资金，预计短期内财务杠杆仍将维持高位。由于短期债务占比较高（75%左右），南方水泥 2015 年经营性现金流入/短期债务已不足 1 倍，短期偿债指标表现较差。

表 3：各企业 2015 年主要财务指标对比

2015	海螺水泥	万年青	红狮水泥	南方水泥	山东山水*	中联水泥
资产总额（亿元）	1,057.81	90.08	259.57	916.75	335.09	780.92
所有者权益（亿元）	739.12	40.86	106.30	209.45	141.11	151.18
短期债务（亿元）	84.52	20.04	83.49	393.66	47.64	233.03
长期债务（亿元）	107.40	11.53	43.78	133.96	47.82	91.43
全部债务（亿元）	191.91	31.57	127.27	527.61	95.46	324.46
营业总收入（亿元）	509.76	55.83	121.93	351.38	85.61	39.71
经营性业务利润（亿元）	68.11	3.98	11.58	-2.17	-6.88	-1.73
利润总额（亿元）	100.39	4.67	18.21	4.62	-6.27	0.47
经营净现金流（亿元）	99.08	7.95	28.06	40.85	17.22	8.95
营业毛利率（%）	27.64	21.06	18.00	23.07	11.27	23.70
资产负债率（%）	30.13	54.64	59.05	77.15	57.89	80.64
全部债务资本化比率（%）	20.61	43.37	54.49	71.58	40.35	68.22
流动比率（倍）	1.28	0.98	0.71	0.51	0.58	0.60
现金类资产/短期债务（倍）	2.24	0.82	0.29	0.06	0.23	0.36

数据来源：各公司 2015 年审计报告，山东山水为 2015 年前三季度报表，中债资信整理

### 山东山水：2015 年亏损严重，控制权争夺事件持续发酵，境内债务偿付或须依赖法律途径解决

山东山水产能主要分布于山东、辽宁、山西、内蒙古等区域，除山东省外其他地区市场集中度低、竞争激烈，且均面临区域需求与价格的显著下滑，加之其受困于母公司股东的股权争夺，2015 年前三季度亏损幅度较大（经营性业务利润亏损 6.88 亿元）。虽然山东山水尚未公布 2015 年年报，但根据其母公司中国山水(0691.HK)公布的 2015 年年报，中国山水 2015 年净利润亏损 63.87 亿元，其中经营性业务亏损约 28.97 亿元，其他固定资产减值、商誉减值等非经营性项目亏损近 40 亿元。

此外，山东山水母公司控制权争夺事件持续发酵，虽然天瑞集团已成功控制中国山水董事会，但山东山水公章仍掌握在张斌等前管理层手中，且随着 15 山水 SCP001、13 山水 MTN1、15 山水 SCP002 三只债券陆续违约（截至本报告出具日仅兑付了部分利息），山东山水面临多项法律诉讼，

天瑞集团短期内欲实现对山东山水的实际控制难度很大。考虑到山水事件后续发展仍存在诸多变数，山东山水未来经营及债务偿付均存在较大不确定性（除上述违约债券外，尚有未到期存续债券 25 亿元），境内债务偿付或须依赖法律途径解决<sup>2</sup>。在此前的不定期跟踪及特别评论中我们曾指出，山东山水资产质量较好，且在山东、辽宁等核心利润区具有一定的战略重要性和资源、布局稀缺性，但目前公开资料无法获取山东山水最新的经营及财务情况，随着控制权争夺事件持续发酵，预计相关债权、债务处置过程较为漫长，若期间山东山水的生产经营出现进一步恶化，违约损失率或将进一步加大。

#### 延伸阅读：

[水泥行业区域专题（华东站）-调研实录](#)

[水泥行业区域专题（西南站）-企业点评](#)

[水泥行业区域专题（华北站）-企业点评](#)

---

**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。

---

<sup>2</sup> 详细分析请参见山东山水不定期跟踪及特别评论《天瑞暂未控制山东山水，国内债务偿付或须依赖法律手段》。