

2019年11月19日

证券研究报告·固定收益报告

水泥行业 2019 年三季度报点评



供给收缩，水泥行业高景气维持可期

摘要

- **水泥行业高景气或可维持。**2019年1-10月，中国水泥产量19.07亿吨，同比增长5.8%，供需改善推动水泥行业价格指数不断上扬。我们从水泥行业供需两端进行分析，得出水泥行业高景气仍将维持的结论，主要基于两个方面的原因：一是基建复苏、地产保持韧性的背景下，需求端预计保持稳中有增；二是环保监管常态化，行业集中度上升出清落后产能，行业供给总体收缩。以下我们将结合水泥行业的上下游特征，以及供需两端的情况对水泥行业进行进一步的详细分析，为投资者提供参考。
- **需求保持稳中有增。**基于发改委批复基建项目加速、基建配套资金的确定性增强和国家频出利好政策提振基建，我们认为基建或将逐渐复苏，带动水泥边际需求增长；在国家对房地产严监管政策下，房地产销售保持韧性，房地产虽投资小幅下滑，但新开工增速明显回升，结合近期部分地区放松房地产管控，未来地产将继续强韧，将为上游水泥带来较为稳定的需求。此外，由于水泥行业的具有区域化特征，不同区域的经济状况、经济与竞争环境、行业集中度存在较大差异，直接影响了当地水泥企业盈利水平，总体上呈现“南强北弱”的格局。
- **行业供给总体收缩。**一方面，随着淘汰落后的过剩产能的政策实施，目前产能均稳定在18亿吨左右；另一方面行业错峰生产延续常态化，生态环境保护进一步强化，也推动落后产能退出市场以及水泥行业转型升级，加上水泥行业兼并重组不断实施，行业集中度提高对出清落后产能起到积极作用，目前水泥行业的总体供给得到有效控制，保持收缩状态。
- **水泥产业债三季度分析：**目前水泥行业存在两超多强的格局，“两超”指的是中国建材和海螺水泥，“多强”包括金隅、冀东、华润、华新、红狮等。从产能上看，中国建材和海螺水泥产能高于前二，均破2亿吨/每年；从负债情况来看，行业杠杆率与同期基本持平，债务期限结构仍以短期债务为主，海螺水泥表现出色，长短期偿债压力均较小，货币资金对短期债务覆盖比最高，高达13.03倍，远超其他企业，多数水泥企业短期偿债压力较大，南方水泥、中国联合水泥、西南水泥的货币资金与短期债务之比远低于1，分别为0.22、0.24、0.30，需关注流动性风险；从现金流来看，行业经营性现金流改善，投资和筹资性现金流净额双缩。
- **风险提示：**关注地产和基建投资、环保政策不及逾期；关注主体流动性不足的不利影响。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：李清荷
电话：010-57631229
邮箱：lqh@swsc.com.cn

相关研究

1. 信用债双周报：盈利空间收窄，密切关注下游需求变化——钢铁行业2019年三季度报点评 (2019-11-18)
2. 快递行业龙头，建议积极申购——顺丰转债投资价值分析 (2019-11-15)
3. 警惕行业供给过剩加剧，信用利差再上升——煤炭行业2019年三季度报点评 (2019-11-12)
4. 信用债双周报：14年以来已兑付违约债券及主体特征——哪些主体更可能获得兑付资金？ (2019-11-04)
5. 可转债月报：浦发转债上市后是否还会有配置价值 (2019-11-03)
6. 雷区是否有迹可循？——基于2019违约主体的分析 (2019-10-18)
7. 可转债月报：触发强赎后转债怎么走？ (2019-10-08)
8. 被市场“低估”的城投主体在哪儿？——基于有序选择模型的主体挖掘方法 (2019-09-25)
9. 信用债双周报：警惕信用利差再扩大与违约风险再上升 (2019-09-22)
10. 对地方债额度提前下发的几点看法 (2019-09-04)

目 录

1 水泥行业高景气或可维持	1
2 需求仍存增长空间	2
2.1 基建或将逐渐复苏，带动水泥边际需求增长	2
2.2 房地产市场保持韧劲，总体需求平稳	2
2.3 华东华中需求较高，东北区域产能过剩	3
3 行业供给总体收缩	4
3.1 行业进入平台期，未来产能将维持稳定	4
3.2 环保政策常态化，供给端收缩	5
3.3 行业集中度提高，议价能力较强	6
4 水泥行业三季度报点评	6
4.1 供需紧平衡，盈利能力改善	7
4.2 行业杠杆与去年持平，期限结构仍以短期为主	8
4.3 经营性现金流改善，投资和筹资现金流双缩	9
5 附表	11

图 目 录

图 1: 2016-2019 年 10 月水泥产量及累计同比增速.....	1
图 2: 水泥行业产业链.....	1
图 3: 2004-2019 年基础设施建设投资累计同比和水泥产量累计.....	2
图 4: 房地产开发投资与销售面积.....	3
图 5: 房屋新开工面积与土地购置面积.....	3
图 6: 2010-2019 各区域水泥产量占比.....	3
图 7: 2013-2019 各区域水泥平均价.....	4
图 8: 2010-2019 年全国水泥新增生产与产能情况.....	4
图 9: 2010-2019 年水泥产能情况.....	4
图 10: 16 家样本企业评级分布.....	6
图 11: 2014 年来水泥行业信用利差.....	6
图 12: 2019 年 Q3 样本企业营业收入同比变化分布.....	7
图 13: 2019 年 Q3 样本企业净利率分布.....	7
图 14: 2019 年 Q3 样本企业毛利率分布.....	8
图 15: 2019 年 Q3 样本企业净利润同比变化分布.....	8
图 16: 2019 年 Q3 样本资产负债率分布.....	9
图 17: 2019 年 Q3 样本企业短债/长债分布.....	9
图 18: 2019 年 Q3 样本企业货币资金/短期刚性债务分布.....	9
图 19: 2019 年 Q3 样本企业经营现金流净额同比变化分布.....	10
图 20: 2019 年 Q3 样本企业投资现金流净额同比变化分布.....	10
图 21: 2019 年 Q3 样本企业筹资现金流净额同比变化分布.....	10

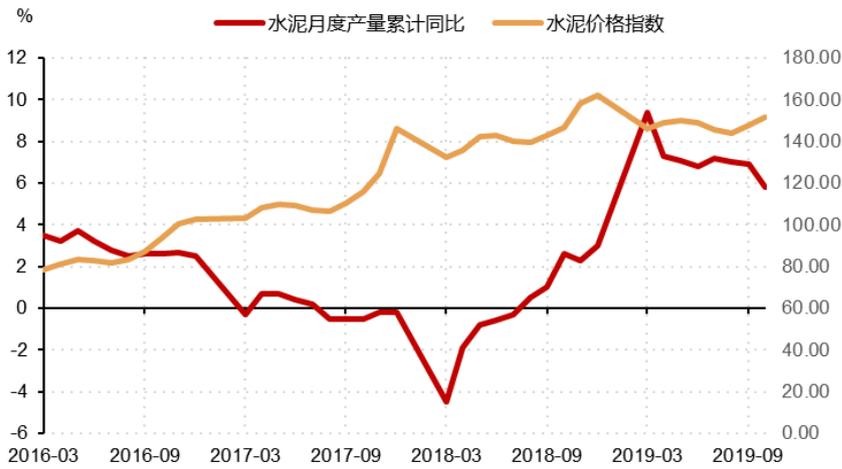
表 目 录

表 1: 水泥产业环保政策.....	5
表 2: 存续水泥发债主体 2019Q3 财务指标情况.....	11

1 水泥行业高景气或可维持

2019 年 1-10 月，中国水泥产量 19.07 亿吨，同比增长 5.8%，供需改善推动水泥行业价格指数上扬，年初至今，全国水泥价格指数基本维持在 150 上下。我们从水泥行业供需两端进行分析，得出水泥行业高景气仍将维持的结论，主要基于两个方面的原因：一是基建复苏、地产保持韧性的背景下，需求端预计将继续保持平稳；二是环保监管常态化，行业集中度上升出清落后产能，能够减少有效供给。以下我们将结合水泥行业的上下游特征，以及供需两端的情况对水泥行业进行进一步的详细分析，为投资者提供参考。

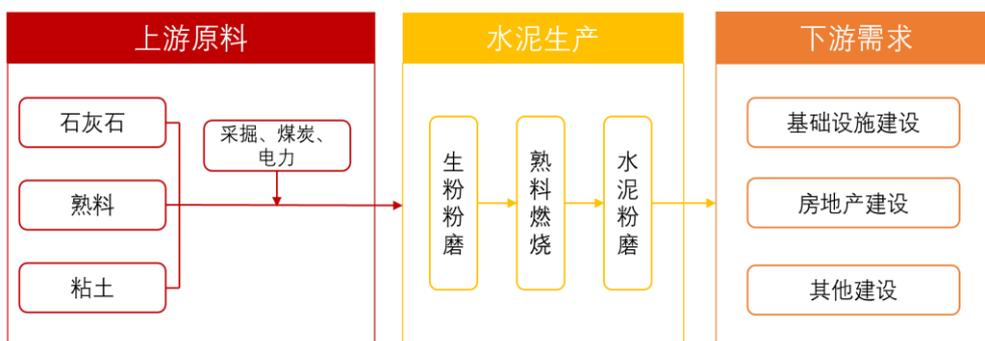
图 1：2016-2019 年 10 月水泥产量及累计同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

水泥产业具有周期性、季节性和区域性的特点。从产业链上看，产业链上游主要石灰石、熟料、粘土等作为主要原料，煤炭和电力作为主要能源支持，其中煤炭和电力成本在水泥熟料成本中占比超过 50%；下游主要是基础设施建设、房地产建设等，近几年随着新农村建设的不断完善，对水泥的需求提升明显。受冬季、雨季、春节等因素影响，水泥产业具有季节性。此外，水泥产品由于附加值较低、易受潮，外销占比较低，受保质期短、运输成本、矿山资源等影响，具有一定的销售半径，具有区域性，运输半径不超 250 公里。

图 2：水泥行业产业链



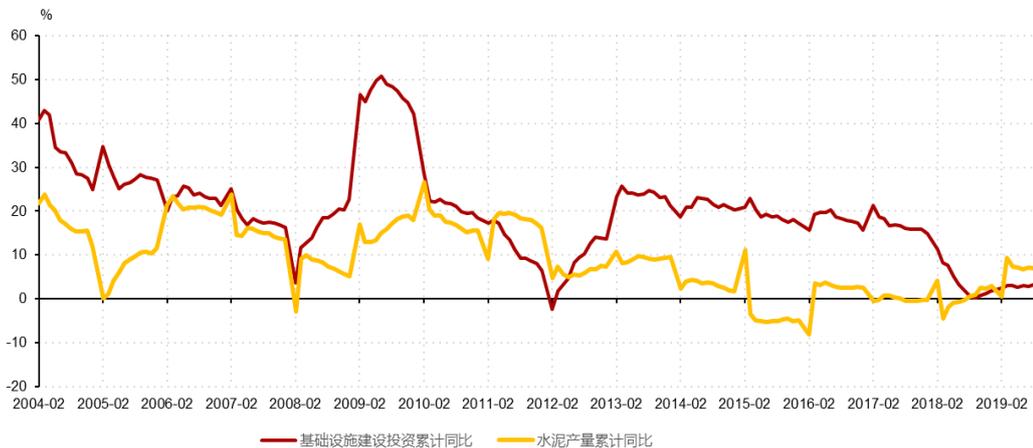
数据来源：西南证券整理

2 需求仍存增长空间

2.1 基建或将逐渐复苏，带动水泥边际需求增长

基建端约占水泥总需求的 30%-40%。基建投资增速自 2019 年第二季度以来，趋于企稳态势，考虑到逆周期政策发力，基建项目审批加快，四季度可能提前发行明年的专项债额度，2020 年基建或将加速。1) 发改委批复基建项目加速。据统计，2019 年前三季度发改委合计批复重点项目 8561 亿元，同比增长 179%，这些项目的逐渐启动将带动基建回暖。2) 国家出于稳增长考虑，对地方政府融资监管边际有所放松，基建配套资金的确定性增强，2019 年前三季度，城投债净融资额 8373 亿元，同比增长 182%。3) 国家频出利好政策提振基建，2019 年 8 月国家发布专项债新规，允许专项债直接用于项目资本金，并提前下发 2020 年部分专项债额度用于基建；2019 年 11 月 13 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议决定可适当降低补短板项目的资本金最低比例，进一步提升资金确定性。

图 3：2004-2019 年基础设施建设投资累计同比和水泥产量累计



数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 房地产市场保持韧劲，总体需求平稳

房地产端约占水泥需求的 25%-35%。数据显示，2019 年 1-10 月地产投资同比增长 10.3%，增速较前三季度小幅下滑 0.2 个百分点，而房地产新开工面积同比增长 10.0%，增速较前三季度提升 1.4 个百分点，由此可见，在国家对房地产严监管政策下，房地产销售保持韧性，房地产虽投资小幅下滑，但新开工增速明显回升，结合近期部分地区放松房地产管控，未来地产将继续强韧，将为上游水泥带来较为稳定的需求。

图 4：房地产开发投资与销售面积


数据来源：Wind，西南证券整理

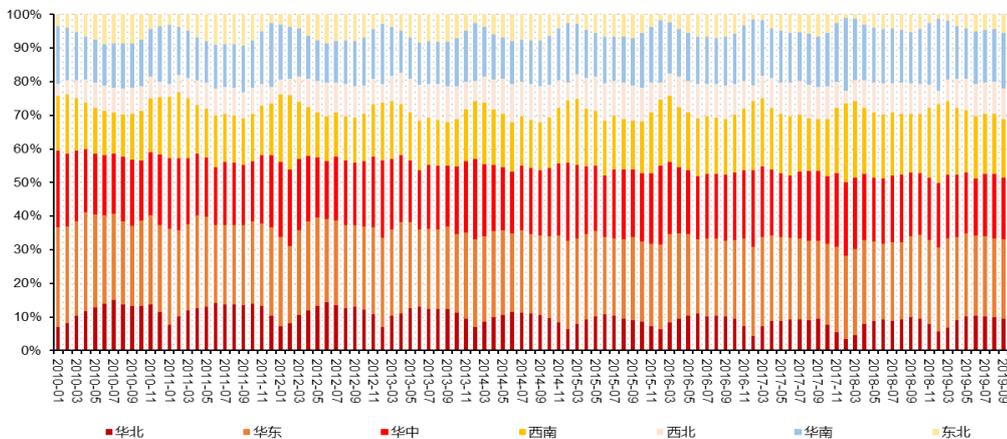
图 5：房屋新开工面积与土地购置面积


数据来源：Wind，西南证券整理

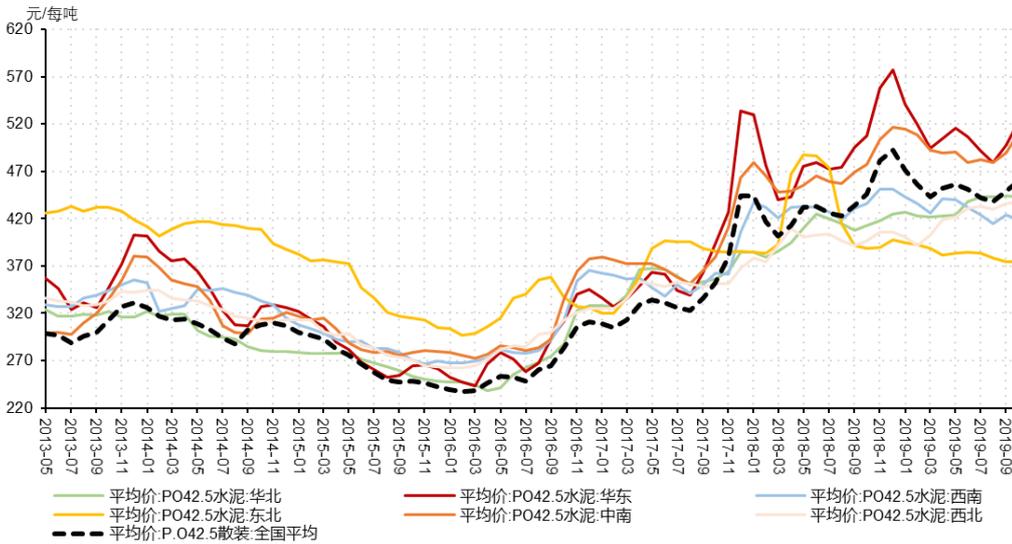
2.3 华东华中需求较高，东北区域产能过剩

水泥行业的具有区域化特征，目前大型水泥企业通常会选择“在资源地建熟料生产线，在市场地建水泥粉磨站”的产销结合模式。不同区域的经济发展状况、经济与竞争环境、行业集中度存在较大差异，直接影响了当地水泥企业盈利水平，总体上呈现“南强北弱”的格局。

从量的分布来看，受益于华东经济发展，区域水泥产量占比超过 30%，西北、东北地区加总占比未超过 12%；而从趋势上看，华北、东北地区产量占比逐年下降，华东、华中地区相对稳定，而西南、华南地区则稳步上升。从水泥价格来看，中国水泥市场总体供需矛盾得到一定改善，支撑水泥上扬态势，2019 年 10 月全国水泥均价达 460 元/吨，较 2017 年同期上涨 108 元/吨，涨幅达 30.68%。分区域来看，华东和中南区域价格波动与全国价格波动保持一致，整体来看高于全国均价，一方面是由于这些区域经济比较发达，价格较高；另一方面是当地存在轻微的供给紧张；西南、华北及西北价格走势与全国价格走势基本一致，但整体价格略低于全国平均水平，供给存在轻微的过剩。东北地区水泥价格走势与全国价格走势背离，整体呈下滑趋势，产能过剩相对比较严重。

图 6：2010-2019 各区域水泥产量占比


数据来源：Wind，西南证券整理

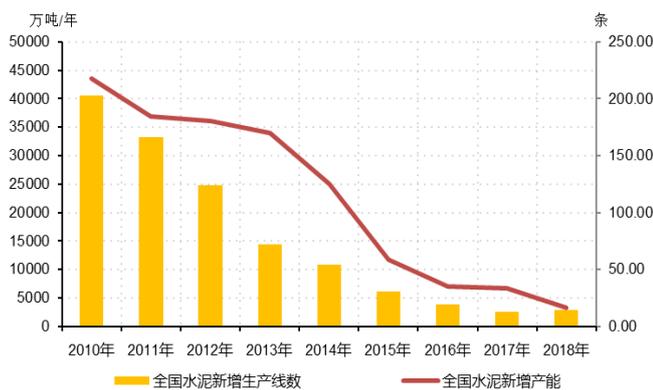
图 7：2013-2019 各区域水泥平均价


数据来源：Wind，西南证券整理

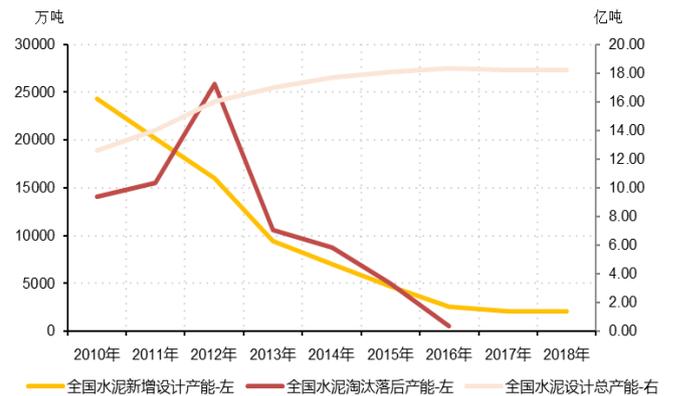
3 行业供给总体收缩

3.1 行业进入平台期，未来产能将维持稳定

我国水泥行业过去面临整体性产能过剩，淘汰落后的过剩产能是主要政策突破口。水泥及新增产能自 2010 年后不断下降，水泥淘汰落后产能在 2012 年达到顶峰，之后也不断减少，目前产能均稳定在 18 亿吨左右，未来产能增长的空间不大。

图 8：2010-2019 年全国水泥新增生产与产能情况


数据来源：交通统计公报，西南证券整理

图 9：2010-2019 年水泥产能情况


数据来源：国家统计局，西南证券整理

3.2 环保政策常态化，供给端收缩

2005 年发改委首次对水泥落后产能从工艺和规模角度进行界定，之后不断扩大淘汰落后产能的范围，2011 年之后落后产能的范围再无增加。2015 年以来北方地区率先推行的错峰生产逐步制度化、规范化和常态化，错峰生产地域范围也进一步扩大，根据 18 年 5 月发布的《禁止环保“一刀切”工作意见》，低排放，技术水平高、承担协同处置任务的企业可不错峰或少错峰，形成了环保治理的正向激励，有助于淘汰落后产能以及行业龙头集中度的提升。随着新增和淘汰落后产能数量的不断减少，当前影响水泥供给的因素主要为错峰限产政策，该政策对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力，但对于控量稳价，平滑价格季节性波动，改善盈利有积极意义。

表 1：水泥产业环保政策

颁布时间	时间	政策文件名	主要内容
工信部	2018 年	《工业和信息化部关于印发钢铁水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目，确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案。位于国家规定的环境敏感区的新建项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.5 吨产能；位于非环境敏感区的新建项目，每建设 1 吨产能须关停退出 1.25 吨产能；西藏地区的水泥熟料建设项目执行等量置换
中国水泥协会	2017 年	《水泥行业去产能行动计划（2018-2020）》	三年压减熟料产能 39270 万吨，关闭水泥粉磨站企业 540 家，使全国熟料产能平均利用率达到 80%，水泥产能平均利用率达到 70%，前 10 家大企业集团的全国熟料产能集中度达到 70% 以上，水泥产能集中度达到 60%
工信厅、环保厅	2017 年	《工业和信息化部办公厅、环境保护部办公厅关于“2+26”城市部分工业行业 2017—2018 年秋冬季开展错峰生产的通知》	水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季按照工信部联原〔2016〕351 号文有关规定实施错峰生产；承担居民供暖、协同处置城市垃圾或危险废物等保民生任务的，可不全面实施错峰生产，但应根据承担任务量核定最大允许生产负荷，报地市级人民政府备案并在门户网站上公告；水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产
环保部、国家发改委、工信部、公安部、财政部、住建部等	2017 年	《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	“2+26”城市建材行业全面实施冬季错峰
工信部、环保部	2016 年	《工业和信息化部、环境保护部关于进一步做好水泥错峰生产的通知》	北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等 15 个省（自治区、直辖市）所有水泥生产线，包括利用电石渣生产水泥的生产线都应进行错峰生产。其中，承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产，但要适当降低水泥生产负荷。
工信部	2016 年	《工业和信息化部关于印发建材工业发展规划（2016—2020 年）的通知》	明确了建材工业“十三五”期间发展目标，在加快结构优化、强化协同创新、推进绿色发展、促进融合发展、推进国际合作五个方面对水泥行业提出五大具体任务。提出到 2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间水泥熟料、平板玻璃产能置换
工信部	2016 年	《绿色制造工程实施指南（2016-2020 年）》	到 2020 年，规模以上单位工业增加值能耗下降 18%，吨水泥综合能耗降到 85 千克标准煤；推进工业余热用于城镇供暖制冷、水泥窑协同处理生活垃圾、污泥和飞灰等，促进产城融合
国务院办公厅	2016 年	《建材工业指导意见》	到 2020 年，再压减一批水泥熟料、平板玻璃产能，产能利用率回到合理区间；

颁布时间	时间	政策文件名	主要内容
			水泥熟料、平板玻璃产量排名前 10 家企业的生产集中度达 60%左右；提出压减过剩产能、加快转型升级、促进降本增效、完善支持政策；提出“停止生产 32.5 等级复合硅酸盐水泥”
国家发改委	2016 年	《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》	决定对水泥生产企业生产用电实行基于可比熟料（水泥）综合电耗水平标准的阶梯电价政策
国务院	2013 年	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	加快修订水泥、混凝土产品标准和相关设计规范，推广使用高标号水泥和高性能混凝土，尽快取消 32.5 复合水泥产品标准

数据来源：西南证券整理

3.3 行业集中度提高，议价能力较强

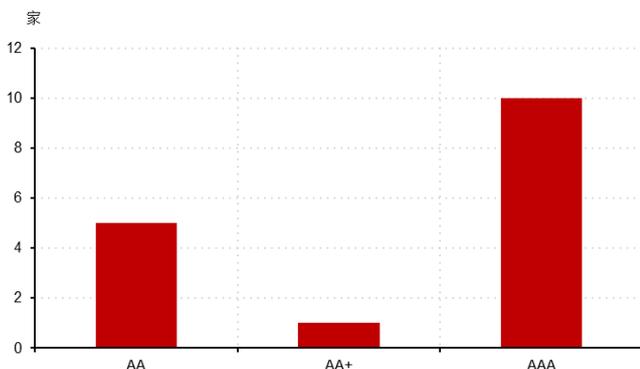
中国水泥协会制定的《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》提出前十大企业集团的熟料产能集中度达到 70%以上的目标。近年来，水泥行业兼并重组也不断实施，行业集中度不断提升，2018 年水泥行业熟料产能前十名集中度已达 64%。其中 2018 年中国建材、安徽海螺水泥和冀东金隅产能分别为 3.94 亿吨、2.07 亿吨和 1.04 亿吨，合计产能占比已达到 41%，龙头集聚效应明显。

4 水泥行业三季度报点评

19 年以来，水泥行业债券发行人信用情况较为稳定，未发生债券违约，也未涉及负面信息。二级市场方面，19 年以来，水泥行业信用利差持续收窄，较年初下降 51bps，信用利差处于历史低分位数水平。

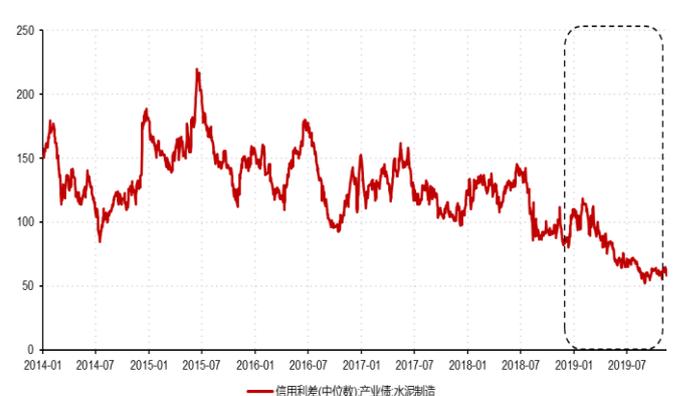
截至 2019 年 11 月中旬，债券市场共有水泥行业发行人 16 家，共计债券存量余额 1736.63 亿元。其中，中央国有企业债券余额为 978.56 亿元，占存量债比例达到 56.35%，地方国有企业发行额为 645.01 亿元，占比 37.14%，民营企业（包括外资企业）占 2.19%。从主体最新评级的分布看，水泥债发行人评级主要集中于 AAA 和 AA，其中 AAA 评级主体 9 家，AA+ 评级 1 家，AA 评级 5 家。从金额上看，AAA 评级主体债券余额为 1625.78 亿元，占比达到 95.26%。

图 10：16 家样本企业评级分布



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2014 年来水泥行业信用利差



数据来源：Wind，西南证券整理

4.1 供需紧平衡，盈利能力改善

目前水泥行业存在两超多强的格局，“两超”指的是中国建材和海螺水泥，“多强”包括金隅冀东、华润水泥、华新水泥、红狮集团等。从产能上看，水泥属于重资产行业，产能规模大的企业往往具有较强的竞争壁垒，中国建材和海螺水泥产能高于前二，均破 2 万亿/每年；其次是冀东水泥、金隅集团、南方水泥、西南水泥、联合水泥、华新水泥，年产能破 5000 万吨；尖峰集团和天路股份目前规模较小，年产能低于 500 万吨。

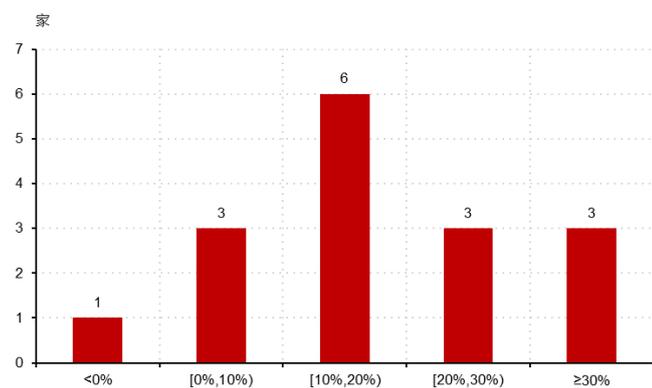
行业盈利水平持续上升，行业平均净利润、净利率均同比上升，毛利率表现良好。根据行业内公司 2019 年三季度公布的数据，平均而言，行业营业收入平均同比增长率为 18.78%，行业净利润同比上升率为 33.48%，平均毛利率维持在 30% 左右。受益于房地产开发投资加速回暖、基础设施建设投资支撑以及行业自律良好推进，行业整体盈利能力依然表现良好。

从个体的营业收入同比变化率看，2019 年第三季度 16 个有效样本企业中有 1 家为负增长，3 家在 0% 到 10% 之间，6 家在 10% 到 20% 之间，3 家在 20% 到 30% 之间，3 家在 30% 以上；同比增长率最低为华润水泥控股有限公司，营业收入同比减少 2.98%；同比增长率前三位分别为安徽海螺水泥股份有限公司、中国联合水泥集团有限公司、新疆青松建材化工(集团)股份有限公司，分别同比增长 42.37%、36.13%、30.08%，增长率均高于 30%。

从净利润同比变化率看，16 家样本企业同比增加，仅有 2 家净利润出现负增长，分别为吉林亚泰(集团)股份有限公司和华润水泥控股有限公司，净利润分别同比减少 67.72% 和 3.94%。同比增长率前三位分别为新疆青松建材化工(集团)股份有限公司、中国联合水泥集团有限公司、唐山冀东水泥股份有限公司，分别同比增长 141.04%、98.55%、91.43%，盈利能力显著高于行业平均水平，且高于 90%。

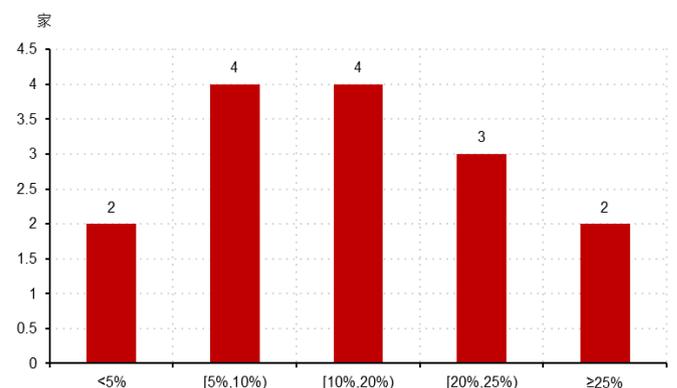
从毛利率看，2019 年第三季度的 16 个有效样本企业中，2 家毛利率分布在 25%-28% 以内，3 家在 28%-31% 之间，4 家在 31% 到 34% 之间，3 家在 34%-37% 之间，3 家超过 37%。整体来看，企业间毛利率差别不大；毛利率最高的是 41.25%，为华新水泥股份有限公司。

图 12：2019 年 Q3 样本企业营业收入同比变化分布

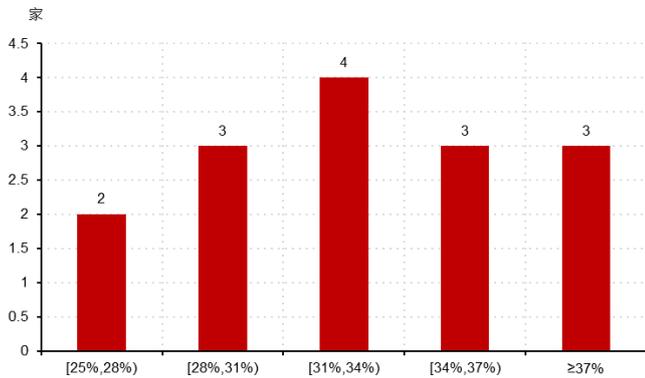


数据来源：Wind，西南证券整理

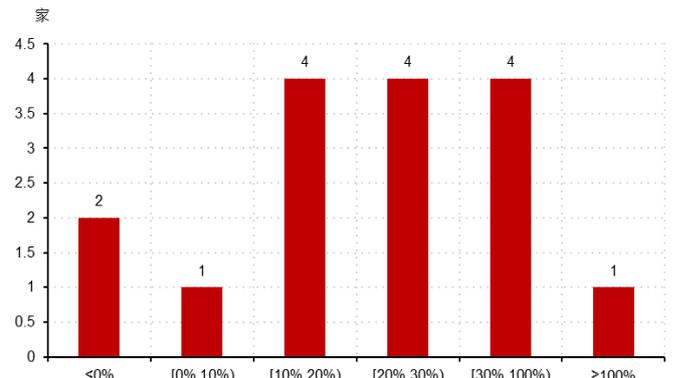
图 13：2019 年 Q3 样本企业净利率分布



数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：2019 年 Q3 样本企业毛利率分布


数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2019 年 Q3 样本企业净利润同比变化分布


数据来源：Wind，西南证券整理

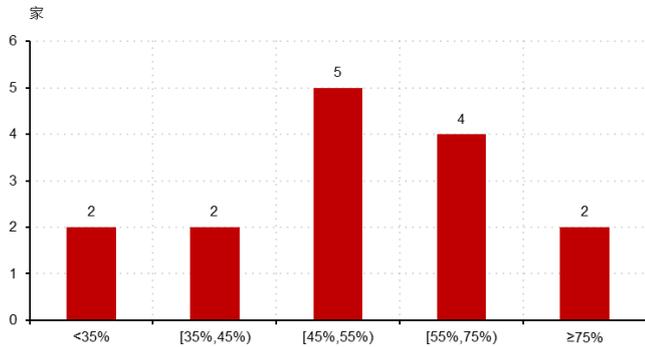
4.2 行业杠杆与去年持平，期限结构仍以短期为主

行业杠杆率与去年持平，债务期限结构仍以短期债务为主，或存在流动性风险。就行业平均而言，2019 年第三季度行业平均资产负债率与去年持平，平均资产负债率为 53.60%；债务结构仍以短期债务为主，平均短期债务为长期债务的 3.24 倍；以短期借款和一年内到期的非流动负债之和作为短期债务衡量指标，继续计算货币资金与短期债务之比，进而得到 2019 年第三季度货币资金与短期债务之比同比增加至 1.68，同期增长 0.47。

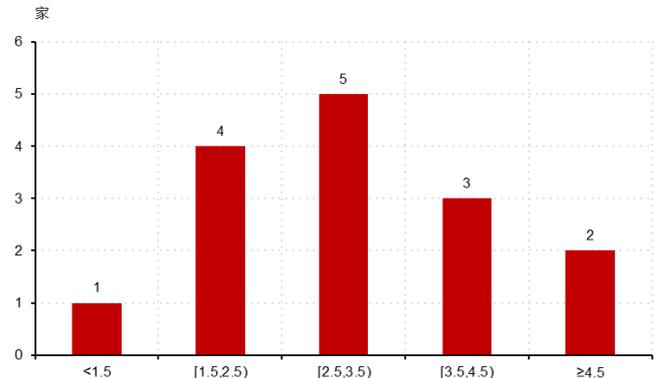
从个体的资产负债率看，2019 年第三季度 16 家样本企业中，2 家在 35% 以下，2 家在 35%-45% 之间，5 家在 45%-55% 之间，4 家在 55% 到 75% 之间，2 家 75% 以上；资产负债率前三位公司分别为中国联合水泥集团有限公司、西南水泥有限公司、北京金隅集团股份有限公司，达到 79.45%、75.29%、70.33%；资产负债率在 35% 以下的公司分别为安徽海螺水泥股份有限公司、浙江尖峰集团股份有限公司。

从短债/长债来看，2019 年第三季度 16 个有效样本企业中，1 家低于 1.5，4 家在 1.5-2.5 之间，5 家在 2.5-3.5 之间，3 家在 3.5-4.5 之间，2 家高于 4.5；短债/长债前三位公司分别为中国联合水泥集团有限公司、西南水泥有限公司、吉林亚泰(集团)股份有限公司，短债/长债达到 8.22、5.29、4.33；后三位公司分别为天瑞水泥集团有限公司、北京金隅集团股份有限公司、尧柏特种水泥集团有限公司，依次为 1.08、1.63、1.85。

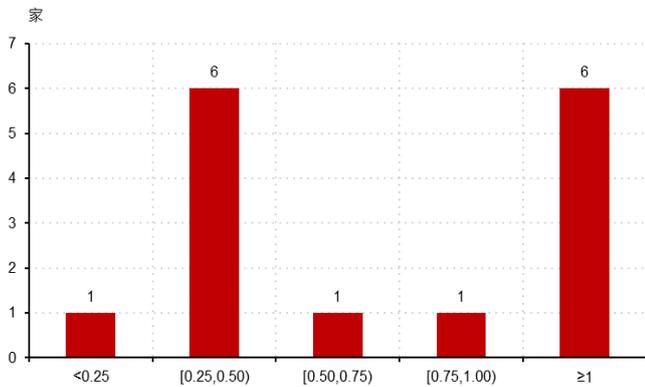
从货币资金与短期债务之比看，1 家小于 0.25，6 家在 0.25-0.50 之间，1 家在 0.50-0.75 之间，1 家在 0.75-1 之间，6 家大于 1；货币资金与短期债务最高的公司为安徽海螺水泥股份有限公司，高达 13.03，现金充沛；末三位公司分别为南方水泥有限公司、中国联合水泥集团有限公司、西南水泥有限公司，货币资金与短期债务之比分别为 0.22、0.24、0.30。

图 16: 2019 年 Q3 样本资产负债率分布


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 2019 年 Q3 样本企业短债/长债分布


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 2019 年 Q3 样本企业货币资金/短期刚性债务分布


数据来源: Wind, 西南证券整理

4.3 经营性现金流改善, 投资和筹资现金流双缩

行业经营现金流净额呈现同比上升趋势, 投资、筹资现金流净额同比显著下降。就行业平均而言, 经营现金流净额同比上升 12.77%, 投资现金流净额同比下降 84.46%, 筹资现金流净额同比下降 20.91%。

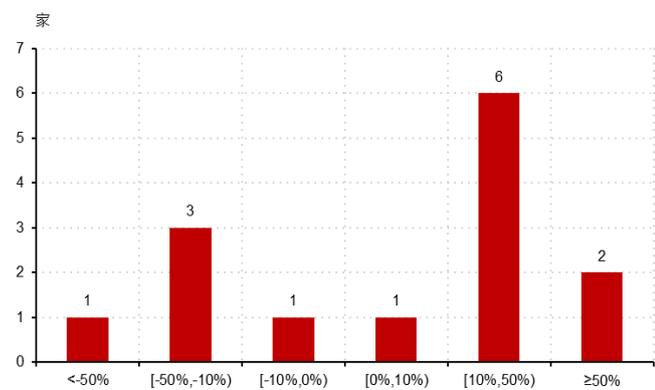
从个体的经营活动现金流净额同比变化率看, 2019 年第三季度 14 家样本公司 (删去缺乏数据的公司) 中 1 家的同比增长率在 -50% 以下, 3 家在 -50% 到 -10% 之间, 1 家在 -10% 到 0 之间, 1 家在 0 到 10% 之间, 6 家在 10% 到 50% 之间, 2 家超过 50%; 经营现金流净额同比增长率后三位的公司分别为北京金隅集团股份有限公司、天瑞水泥集团有限公司、吉林亚泰(集团)股份有限公司, 经营现金流净额最多同比下降 187.55%; 经营现金流净额同比增长率最高的公司新疆青松建材化工(集团)股份有限公司, 同比增长 148.28%, 行业个体差距分化明显。

从投资活动现金流净额同比变化率看, 3 家同比增长率在 -50% 以下, 2 家在 -50% 到 -10% 之间, 1 家在 -10% 到 0% 之间, 1 家在 0% 到 10% 之间, 1 家在 10% 到 50% 之间, 7 家超过 50%; 投资现金流净额同比增长率后三位的公司分别为唐山冀东水泥股份有限公司、新疆青

松建材化工(集团)股份有限公司、吉林亚泰(集团)股份有限公司,投资现金流净额同比下降率均超过 50%,最高下降 3656.59;投资现金流净额同比增长率最高的公司为天瑞水泥集团有限公司,同比增长率达 1219.32%。

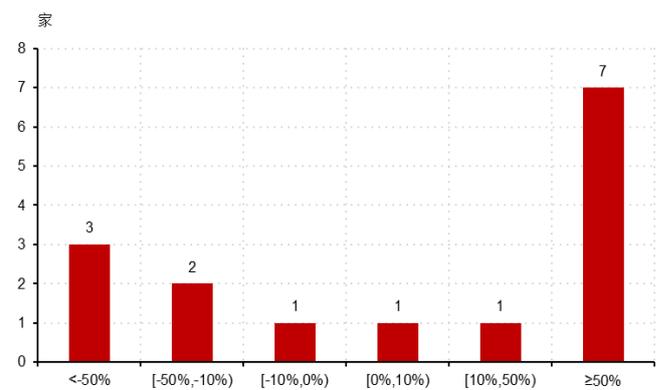
从筹资活动现金流净额同比变化率看,在同比下降的 10 家企业中,2 家下降率在 100% 以上,8 家在 100% 以内;在同比上升的 5 家企业中,4 家增长率在 50% 以内,1 家超过 100%;筹资现金流净额同比下降率前三位的公司分别为西藏天路股份有限公司、北京金隅集团股份有限公司、浙江尖峰集团股份有限公司,筹资现金流净额同比下降率分别为-126.89%、-106.64%、-89.96%;筹资现金流净额同比增长率最高的公司为唐山冀东水泥股份有限公司,同比增长率均超过 100%。

图 19: 2019 年 Q3 样本企业经营现金流净额同比变化分布



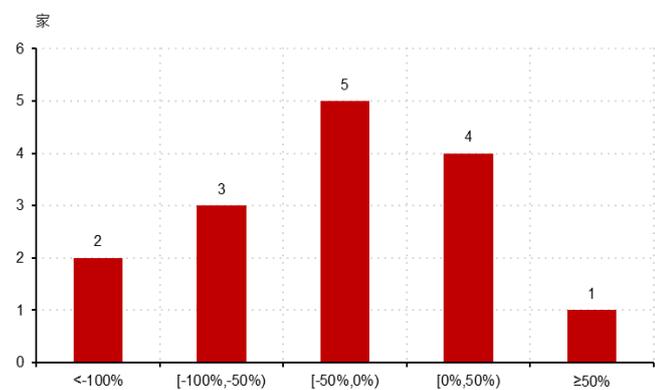
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 20: 2019 年 Q3 样本企业投资现金流净额同比变化分布



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 21: 2019 年 Q3 样本企业筹资现金流净额同比变化分布



数据来源: Wind, 西南证券整理

5 附表

表 2: 存续水泥发债主体 2019Q3 财务指标情况

发行人	省份	市场最新主体级别	行政层级	股东	债券余额	总产能(万吨/年)	毛利率	短长债比	货币资金/短期刚性债务	资产负债率	股东权益/刚性债务	经营活动产生的现金流量净额	现金流量净增加额
中国建材股份有限公司	北京	AAA	中央国有企业	-	690.64	37465.05	29.97	2.03	0.37	67.00	0.85	303.56	-11.65
安徽海螺水泥股份有限公司	安徽	AAA	地方国有企业	安徽海螺集团有限责任公司	34.99	20816.50	32.42	3.04	13.03	20.53	12.20	260.15	78.40
唐山冀东水泥股份有限公司	河北	AAA	地方国有企业	冀东发展集团有限责任公司	93.34	15100.00	37.68	3.78	0.67	53.82	1.99	57.96	-24.88
北京金隅集团股份有限公司	北京	AAA	地方国有企业	北京国有资本经营管理中心	461.90	9982.00	27.20	1.63	0.31	70.34	0.69	42.30	-22.60
南方水泥有限公司	上海	AAA	中央国有企业	中国建材股份有限公司	142.92	9851.80	31.69	3.00	0.22	70.09	0.77	105.11	-17.39
西南水泥有限公司	四川	AAA	中央国有企业	中国建材股份有限公司	75.00	8422.70	28.52	5.29	0.30	75.29	1.18	54.21	4.00
中国联合水泥集团有限公司	北京	AAA	中央国有企业	中国建材股份有限公司	40.00	7624.00	31.86	8.22	0.25	79.45	0.74	57.44	-12.91
华新水泥股份有限公司	湖北	AAA	外资企业	Hbl chi n B V.	12.00	6181.40	41.25	2.21	2.85	38.70	4.16	70.51	4.29
红狮控股集团有限公司	浙江	AAA	民营企业	章小华	75.00	4836.00	27.01	3.17	1.06	45.21	2.21	52.49	9.02
天瑞水泥集团有限公司	河南	AA+	外商独资企业	中国天瑞(香港)有限公司	21.06	3385.20	36.08	1.08	1.45	49.06	1.75	6.53	-3.73
尧柏特种水泥集团有限公司	陕西	AA	外商独资企业	集诚有限公司	5.00	2910.00	34.59	1.85	1.25	44.74	2.55	14.63	0.81
吉林亚泰(集团)股份有限公司	吉林	AA	地方国有企业	长春市人民政府国有资产监督管理委员会	33.50	1937.50	30.30	4.33	0.32	67.75	0.62	4.57	-2.55
新疆青松建材化工(集团)股份有限公司	新疆	AA	地方国有企业	阿拉尔统众国有资产经营有限责任公司	7.88	1435.00	34.55	2.65	0.48	47.32	2.00	6.02	2.34
浙江尖峰集团股份有限公司	浙江	AA	地方国有企业	金华市通济国有资产投资有限公司	2.54	450.00	40.99	3.82	0.99	28.75	6.39	3.59	1.00
西藏天路股份有限公司	西藏	AA	地方国有企业	西藏天路置业集团有限公司	10.87	180.00	33.26	2.64	1.60	45.94	1.85	5.34	1.17

数据来源: Wind, 西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn