

信用评级公告

联合〔2024〕1072号

联合资信评估股份有限公司通过对华润建材科技控股有限公司及其拟发行的2024年度第一期中期票据（可持续挂钩）的信用状况进行综合分析和评估，确定华润建材科技控股有限公司主体长期信用等级为AAA，华润建材科技控股有限公司2024年度第一期中期票据（可持续挂钩）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年二月二十二日

华润建材科技控股有限公司

2024 年度第一期中期票据（可持续挂钩）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10.00 亿元（含）

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本付息

募集资金用途：偿还公司及其子公司境内有息债务

评级时间：2024 年 2 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
水泥企业信用评级方法	V4.0.202208
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

华润建材科技控股有限公司（以下简称“公司”）作为央企华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）旗下水泥经营实体以及国家重点支持的大型水泥企业之一，在股东背景、行业地位和产能规模等方面优势明显；公司作为水泥行业龙头企业之一，在华南地区市场占有率高且品牌竞争力显著。2020—2022 年，公司经营净现金流保持净流入，公司目前债务负担较轻。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到受水泥行业产能过剩、煤炭价格上涨及下游市场需求不振等因素影响，公司销售规模及盈利能力有所下降；随着公司规模不断扩张，债务规模上升较快；公司积极向下游延伸产业链，对骨料产能投资规模较大，公司存在较大资金支出压力，同时随着水泥企业布局骨料板块，骨料行业竞争激烈且产能过剩日趋明显等因素对其信用水平带来的不利影响。

2022 年，公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力极强。

公司业务主要布局于广东和广西为主的华南区域，该区域经济发达，对公司水泥需求形成一定支撑；且公司积极拓展下游骨料、人造石材和装配式建筑等产业链延伸领域。未来，在水泥行业基本整合完成以及新增产能仅能通过产能置换的背景下，公司有望保持稳健发展，但 2023 年以来水泥价格下行，预计短期内公司盈利及经营获现仍将承压。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司股东背景实力强，公司整体水泥产能规模大、水泥行业地位突出。公司作为央企华润集团旗下香港上市公司，股东背景实力强，公司在 2020—2022 年中国水泥熟料产能百强榜中位列前五，截至 2022 年底，公司拥有包括通过合联营企业权益口径下的水泥、

分析师：赵兮（项目负责人） 刘璐轩 李香庭

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

熟料和混凝土年产能分别为 11240 万吨、7570 万吨和 4290 万立方米。

2. **华南区域经济发达，公司在区域内市场竞争力和规模优势明显。**公司作为华南区域水泥产能最大的生产商，区域规模优势和市场竞争优势明显。2022 年，水泥和熟料产能利用率分别为 81.60%和 90.50%，处于行业较高水平。

3. **公司整体资产负债率较低，具有良好的财务弹性。**截至 2023 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化率分别为 39.05%和 28.73%，债务结构以长期债务为主。截至 2023 年 6 月底，公司尚未动用银行授信共 194.95 亿元，间接融资渠道畅通。

关注

1. **水泥行业产能过剩，房地产行业景气度下行。**水泥行业产能过剩问题依然严峻，受房地产行业下行等因素影响，公司产品需求和产能利用率明显下滑，2020—2022 年及 2023 年上半年，公司水泥和熟料销量和产能利用率同比均持续下降。

2. **煤炭价格高企，盈利空间持续承压。**2020—2022 年，公司煤炭采购均价持续上涨，年均复合增长 38.80%，受供需失衡影响，公司 2022 年水泥和混凝土售价明显下滑，2022 年公司除税前盈利同比下降 77.82%。2023 年上半年，公司煤炭采购均价较 2022 年有所下降但仍处高位，加之水泥价格走弱，公司除税前盈利同比下降 60.66%。

3. **公司积极推进产业链延伸业务发展，骨料等业务面临较大资金支出压力，随着水泥企业布局骨料行业，业内产能过剩日趋明显且竞争激烈。**随着公司经营规模不断扩张，债务规模增长较快，公司在骨料等方面进行产业链延伸，2022 年末在建项目计划尚需投资 124.57 亿港元，存在较大的资本支出压力，同时，随着水泥企业布局骨料板块，骨料业内竞争激烈且产能过剩日趋明显。

主要财务数据:

项 目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
现金类资产 (亿港元)	136.19	74.84	27.00	38.46
资产总额 (亿港元)	685.32	791.49	806.14	816.57
所有者权益 (亿港元)	500.24	556.41	508.40	497.67
短期债务 (亿港元)	36.16	91.09	46.26	40.23
长期债务 (亿港元)	34.69	15.28	120.61	160.40
全部债务 (亿港元)	70.85	106.37	166.88	200.63
营业总收入 (亿港元)	400.87	439.63	322.19	121.73
利润总额 (亿港元)	118.93	102.91	22.82	8.35
EBITDA (亿港元)	143.03	130.57	51.71	--
经营性净现金流 (亿港元)	102.68	60.34	31.70	1.81
营业利润率 (%)	39.01	32.12	15.27	15.63
净资产收益率 (%)	18.05	13.88	3.66	--
资产负债率 (%)	27.01	29.70	36.93	39.05
全部债务资本化比率 (%)	12.41	16.05	24.71	28.73
流动比率 (%)	144.47	78.63	64.16	86.46
经营现金流动负债比 (%)	72.10	28.72	20.71	--
现金短期债务比 (倍)	3.77	0.82	0.58	0.96
EBITDA 利息倍数 (倍)	52.22	56.35	11.69	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.50	0.81	3.23	--

注: 1. 公司年报中经营活动现金流量表为间接法编制; 公司 2021 年财务数据使用期初审定数, 2020 年和 2022 年财务数据使用期末审定数, 2023 年半年度财务数据未经审计, 相关指标未经年化; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 3. 本报告将公司其他应付款和长期应付款中租赁负债分别调入短期债务和长期债务, 将财务费用附注中 2022 年资本化利息支出计入利息支出; 4. "--" 代表财务指标未获取或不适用

资料来源: 联合资信根据公司年报及中报整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2023/05/24	赵 兮 刘珺轩 李香庭	水泥企业信用评级方法 (V4.0.202208) / 水泥企业主体信用评级模型 (打分表) (V4.0.202208)	--
AAA	稳定	2016/06/01	刘秀秀 文 中 卢谋华	水泥行业企业信用分析要点 (2013 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受华润建材科技控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

华润建材科技控股有限公司

2024 年度第一期中期票据（可持续挂钩）信用评级报告

一、主体概况

华润建材科技控股有限公司（以下简称“公司”，股份代码“1313.HK”）为 2003 年根据开曼群岛公司法在开曼群岛注册成立的一家具有豁免权的有限公司。公司曾于 2003 年 7 月 29 日以介绍形式在香港联合交易所有限公司（以下简称“联交所”）主板上市，于 2006 年被华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）私有化成为顺创投资有限公司（现更名为华润集团（水泥）有限公司，以下简称“华润水泥”）的全资附属公司，并于 2006 年 7 月 26 日撤销其股份在联交所的上市地位。公司于 2009 年 10 月 6 日以全球发售形式重新于联交所主板上市。截至 2023 年 6 月底，公司已发行股份总数为 69.83 亿股，其中华润集团合计持有约 68.72% 的公司已发行股份；公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）（详见附件 1-1）。

公司主要从事水泥、混凝土及其他相关产品的生产及销售和服务业务。

截至 2023 年 6 月底，公司本部设 14 个部门，包括战略管理部、市场管理部、财务部、运营管理部、人力资源部（党委组织部）、审计部及环境健康和安部等职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 806.14 亿港元，权益总额 508.40 亿港元（非控股权益 16.07 亿港元）。2022 年，公司营业额 322.19 亿港元，除税前盈利 22.82 亿港元。

截至 2023 年 6 月底，公司合并资产总额 816.57 亿港元，权益总额 497.67 亿港元（非控股权益 15.92 亿港元）。2023 年 1—6 月，公司营业额 121.73 亿港元，除税前盈利 8.35 亿港元。

公司注册地址：P.O. Box 309, Ugland House, Grand Cayman, KY1-1104, Cayman Islands。

二、本期中期票据概况

本期中期票据名称为“华润建材科技控股有限公司 2024 年度第一期中期票据（可持续挂钩）”（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据期限为 3 年期，发行规模为不超过 10 亿元（含），本期中期票据募集资金全部用于偿还公司及其子公司境内有息债务。

本期票据发行利率由集中簿记建档、集中配售结果确定。本期票据存续期内前两年的票面利率固定不变，第三个计息年度的票面利率根据评估认证机构于票面利率调整支付日前不晚于 15 个工作日且不晚于 2026 年 4 月 30 日前出具的存续期验证评估报告中给出的可持续发展目标评估结果确定，如果公司未满足可持续发展绩效目标（SPT），则第三个计息年度的票面利率调升 10BP，反之第三个计息年度的票面利率将保持初始票面利率。本期票据采用单利按年计息，不计复利。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国两会决策部署为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全 REITs 市场功能、促进中小微企业调结构强能力。二季度，宏观政策以贯彻落实 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策。

2023 年上半年，随着经济社会全面恢复常态化运行，生产需求逐步恢复，消费和服务业加快修复，就业、物价总体稳定，经济运行整体回升向好。经初步核算，上半年我国 GDP 为 59.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.5%。随

着前期积压需求在一季度集中释放，二季度经济表现低于市场预期，但6月PMI止跌回升、工业增加值、服务业生产指数、社会消费品零售总额等指标两年平均增速加快，反映出生产、消费等领域出现边际改善，是经济向好的积极信号，但回升动能依然较弱，恢复势头仍需呵护。信用环境方面，2023年上半年，社融规模小幅扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性先紧后松，实体经济融资成本稳中有降。

展望未来，宏观政策调控力度将进一步加大，着力扩大内需、提振信心、防范风险，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。当前房地产市场供给仍处在调整阶段，房地产开发投资或将保持低位运行；在制造业利润低迷、外需回落以及产能利用率偏低等因素的影响下，制造业投资或将保持温和增长；就业形势整体好转，消费市场有望维持复苏态势，但修复到2019年水平仍需耐心等待；作为稳增长的重要抓手，在经济下行压力较大、出口承压、房地产疲弱等背景下，基建投资仍将发挥经济支撑作用。总体来看，2023年下半年随着基数的升高，三、四季度增速较二季度或将有所回落，但当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，实现全年5%的增长目标可期。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察\(2023年上半年\)](#)》。

四、行业分析

2021年以来，煤价大幅上涨至历史高位后快速回落至高位震荡，水泥企业生产成本大幅上扬。受此影响，2021年水泥价格成倒“V”字型波动，但2022年以来，房地产开发投资乏力，基建投资虽增幅明显但对水泥需求支撑不足，水泥下游需求疲软，水泥销量创11年来新低，供需失衡致使行业竞争加剧，水泥价格波动下降。在成本端和需求端的双重挤压下，2022年水泥行业企业经营效益下降明显。

国家有关部门对水泥行业延续了“去产能”

的结构性调整政策，推动行业产能置换升级；随着“碳达峰”“碳中和”目标的提出，水泥行业面临的环保、减能增效压力将进一步加大，对水泥供给形成压力，但目前水泥行业去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[2023年半年度水泥行业分析](#)》。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年6月底，公司已发行股份总数为69.83亿股，公司控股股东为华润集团，公司实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司水泥和商品混凝土产能位居全国前列，公司在华南区域的市场竞争力和规模优势明显。

公司是国家重点支持的大型水泥企业集团之一，在中国水泥行业中具有重要地位。2020—2022年，中国水泥熟料产能百强榜中，公司分别位列第4名、第4名和第5名。

经过多年的发展，公司已发展成为华南区域水泥产能最大的生产商，区域规模优势和市场竞争优势明显，公司在广东和广西为主的区域具有很强的产线规模和产品竞争优势。截至2022年底，公司拥有水泥粉磨线101条、熟料生产线49条和混凝土搅拌站63座，水泥年产能为9010万吨、熟料年产能为6360万吨、混凝土年产能为3850万立方米。此外，公司通过合联营方式拥有水泥粉磨线74条、熟料生产线30条及混凝土搅拌站19座，权益口径下拥有水泥、熟料及混凝土的年产能规模分别为2230万吨、1210万吨和440万立方米。

3. 企业信用记录

由于公司在境外注册成立，未被纳入人民银行征信系统，公司无征信报告。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 2 月 5 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司治理结构完善，整体治理运行情况良好。

公司根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》附录十四《企业管治守则》《公司章程》等规定，建立健全法人治理结构。

公司设股东大会，股东大会是公司的最高权力机构。

公司设董事局是公司主要决策机构，对股东大会负责。董事局从全体股东利益出发，审议年度商业计划、投资项目、财务报告，董事及经理层任免、薪酬、考核等议案，并听取汇报。

董事局根据公司需要下设多个专门委员会，目前除董事局主席专题会和总裁办公会，董事局下设专门委员会5个，分别为风险与合规委员会、战略与投资委员会、审核委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会。

2. 管理水平

公司内部管理制度较健全，能够为公司管理运作提供较好保障。

公司制定了投资管理制度对投资项目基本释义、管控要求、组织职责、前期管理内容、新建项目管理流程、并购项目管理流程、项目再决策、投资后评价、资产处置、财务约束和责任追究等方面做了具体规定。对“大型投资项目”专门制定了投资预审工作指引，投资预审委员会成员、职责和审核流程等做了具体规定。公司还制定了投资后评价工作指引，水泥控股对投资项目开展投资后评价工作，其中：新建项目在竣工投产运营12个月至18个月后进行；并购项目在项目完成整合、运营1个完整财务年度后进行。对主要责任部门、相关职责和评价标准内容进行规定。

公司制定了并购项目资产交割工作指引，对资产交割范围、主资产交割主要程序、工商登

记、交易对手沟通工作、工作小组人员要求等进行详细规定；公司制定了融资担保管理办法，对融资担保预算管理、控制融资担保规模、并购和股权处置过程中的特殊安排、防范代偿风险、严格控制超股比融资担保等方面进行了详细规范。

七、经营分析

1. 经营概况

2020-2022 年，公司收入波动下降，其中受供需失衡致水泥售价下滑影响，2022 年公司收入下降明显；受煤炭等原材料采购价格逐年上升影响，公司综合毛利率水平持续下滑。2023 年上半年，水泥行业景气度仍较弱，公司收入同比下降，综合毛利率仍处低位。

公司以水泥、熟料和混凝土生产、销售为主业，是中国华南地区以产能统计最大的新型干法熟料及水泥生产商。公司产品主要布局省份为广东、广西和福建区域等。2020-2022 年，公司营业额波动下降，年均复合下降 10.35%。公司 2022 年营业额和除税前盈利同比分别下降 26.71%和 77.82%。

从营业额构成看，公司主营业务突出，2020-2022 年，公司营业额中水泥收入占约 80%，混凝土收入占约 17%，熟料收入占比较小。2020-2022 年，公司水泥收入波动下降，其中，受水泥市场售价上涨至高位影响，公司 2021 年水泥收入同比增长 8.02%；2022 年，公司水泥板块收入同比下降 26.25%，主要系下游需求下降致使公司产品销量下降和水泥售价同比下降等综合影响所致。此外，2020-2022 年，公司混凝土收入波动下降，其中 2021 年，公司混凝土收入在产品量价齐升影响下同比增长 19.37%；2022 年，公司混凝土量价齐降，混凝土收入同比下降 32.28%。公司熟料收入整体波动较小。

毛利率方面，2020-2022 年，公司综合毛利率持续下降。在煤炭价格持续上涨导致公司生产成本增加影响下，2020-2022 年，公司水泥、熟料及混凝土板块毛利率均持续下降，叠加公司 2022 年将当期运输成本由销售及分销费用重

分类至生产成本影响，2022年水泥板块毛利率同比减少18.9个百分点，下降幅度较大。

2023年上半年，水泥行业景气度仍较弱，公司水泥和混凝土收入同比均有所下降，公司营

业额同比下降24.47%；受原材料成本同比有所上涨影响，公司综合毛利率同比下降4.9个百分点。

表1 2020-2022年及2023年上半年公司营业额及毛利率情况(单位:亿港元、%)

业务板块	2020年			2021年			2022年			2023年6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
水泥	324.63	80.98	41.9	350.65	79.76	34.6	258.59	80.26	15.7	101.86	83.68	16.7
熟料	10.68	2.66	39.8	10.72	2.44	23.9	10.59	3.29	17.4	3.11	2.55	7.7
混凝土	65.56	16.35	24.3	78.26	17.80	22.1	53.00	16.45	12.8	16.75	13.76	10.4
合计	400.87	100.00	39.0	439.63	100.00	32.1	322.19	100.00	15.3	121.73	100.00	15.6

注:尾差数据四舍五入所致
资料来源:公司年度及中期报告

2. 水泥及熟料业务

(1) 原材料采购

公司石灰石储量较丰富，煤炭及电力供应稳定，为生产运营提供有力保障。2020-2022年，公司煤炭采购均价持续增长导致水泥产品单位生产成本持续增加，受水泥产量逐年下降影响公司煤炭采购规模持续减少。

水泥生产主要原燃材料包括煤、电和石灰石。其中，煤电合计约占生产成本的55%，石灰石等材料约占生产成本的20%。

表2 公司煤炭采购情况

指标	2020年	2021年	2022年	2023年6月
采购均价(港元/吨)	641	989	1235	1152
采购量(万吨)	1020	950	860	460
其中:中国北方占比	76%	80%	90%	90%

资料来源:公司年度及中期报告

煤炭成本方面，公司煤炭采购渠道以内地大型煤炭供应商为主，通过稳定长期战略合作供应商，控制煤炭采购成本。2020-2022年及2023年上半年，公司向煤炭供货商直采比例分别为79%、82%、80%和92%；公司煤炭采购区域主要来自于中国北方区域。2020-2022年，煤炭市场价格持续处于高位，公司煤炭采购均价持续上涨，年均复合增长38.80%；水泥销售成本中煤炭成本占比持续上升。随着公司水泥及熟料生产规模持续下降，2020-2022年，煤

炭总采购量持续下降，年均复合下降8.18%。综上，2020-2022年，公司煤炭年采购金额持续增长，年均复合增长27.45%。2023年1-6月，公司煤炭采购均价同比下降1.20%，煤炭采购总量同比增长6.98%，主要系公司补库存所致。

公司的石灰石主要来自于自备矿山，石灰石资源能够基本满足自身生产需要，熟料生产基地多设立于石灰石矿山附近，自有石灰石资源分布在广东、广西、福建、海南、山西和贵州等地，公司拥有较丰富的石灰石资源储备。

公司电力供应分为外购及自发电两部分，其中外购电是由国家电网统一输送，自发电是利用公司各生产线配套的余热发电系统，2022年，公司外购电33.09亿千瓦时，占生产水泥产品总电耗63.1%。2022年，公司余热发电设备发电16.17亿千瓦时，节省成本约9.36亿港元。

(2) 生产经营

公司水泥和熟料产能主要布局于广东、广西和福建区域，公司在华南区域产能规模优势明显、产能布局较好。受市场需求下行影响，水泥和熟料产能利用率持续下滑。

表3 公司各类产品产能指标情况

(单位:百万吨、%)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年6月
水泥产能	85.30	85.30	90.10	90.10
水泥产能利用率	101.10	93.60	81.60	63.60
熟料产能	62.70	62.70	63.60	63.60

熟料产能利用率	112.60	100.60	90.50	78.90
---------	--------	--------	-------	-------

注：公司水泥和熟料产能利用率高于100%，主要系水泥行业以每年310天作为设计产能的计算标准，华南地区冬天为水泥需求旺季，不需要停窑或停窑时间较短所致

资料来源：公司年度及中期报告

2022年，公司新进湖南区域并新增水泥和熟料生产线各2条，水泥和熟料分别新增年产能200万吨和150万吨。2022年，公司新增水泥粉磨线4条和熟料生产线3条（广东、广西和湖南），减少水泥粉磨线4条和减少熟料生产线2条（山西），公司当年新增水泥和熟料年产能分别为480万吨和90万吨。截至2023年6月底，公司水泥和熟料年产能分别为9010万吨和6360万吨，主要布局于广东（水泥占30.74%、熟料占24.37%）、广西（水泥占38.62%、熟料占44.03%）和福建（水泥占11.21%、熟料占11.01%）。此外，公司通过合联营方式拥有74条水泥粉磨线和30条熟料生产线项目，权益口径拥有水泥和熟料年产能分别为2230万吨和1210万吨。

因房地产行业投资下滑等因素导致需求减少，公司产品销量持续下降导致公司降低产量，2020—2022年，公司水泥和熟料产能利用率均持续下降。2023年1—6月，公司水泥和熟料产能利用率较2022年同期分别下降6.30个百分点和8.20个百分点。

（3）产品销售

公司产品销售区域主要位于广东、广西和福建等地。受宏观经济和房地产行业不利因素影响，2020—2022年，公司水泥和熟料销量持续下降。受供需失衡，2022年水泥售价有所下降，公司盈利空间明显缩窄。

公司熟料产品主要自用于生产水泥，多余部分对外销售。公司销售的水泥产品以42.5及以上等级的产品为主，2020—2022年，公司销售的42.5及以上等级水泥产品占比持续小幅升至81.00%。

从销售规模方面看，受房地产市场景气度下行和外部特定因素等综合影响下，2020—2022年，公司水泥和熟料销量均持续下降，年均复合分别下降9.10%和9.18%。其中，2022年，公司水泥和熟料销量同比分别下降11.36%和10.92%。2023年1—6月，公司水泥和熟料对外销量同比分别减少7.00%和49.90%。

从销售价格方面看，2021年，受市场短期内供应紧张及煤炭价格整体上涨等因素影响，公司水泥和熟料产品售价同比分别增长15.86%和8.41%。2022年，受需求下行和供需失衡影响，采购成本上涨未传导至产品售价，公司水泥售价明显下滑，售价同比下降16.80%，熟料售价因原材料成本上涨同比增长10.95%。2023年1—6月，公司水泥和熟料售价同比分别下降12.10%和21.30%。

表4 公司水泥和熟料销量和售价情况

（单位：万吨、港元/吨）

销量	2020年	2021年	2022年	2023年6月
水泥	8727.40	8134.90	7211.00	2852.10
熟料	355.10	328.80	292.90	102.30
平均售价	2020年	2021年	2022年	2023年6月
水泥	372.00	431.00	358.60	357.10
熟料	300.70	326.00	361.70	304.30

注：销量数据均为对外销售数据，2020至2023年6月水泥销量数据分别含关联方水泥销量430万吨、460万吨、400万吨和160万吨

资料来源：公司年度及中期报告

2022年，公司水泥年销量中广东、广西和福建占比分别为43.11%、29.06%和12.19%。销售价格方面，2021年，公司各区域水泥售价均有不同程度增长，其中，广东、广西和福建平均售价同比分别增长16.25%、16.28%和20.14%；2022年，除山西区域产品售价有所增长外，其他区域均有不同程度下跌，其中，广东、广西和福建平均售价同比分别下降22.80%、19.83%和13.57%。

2022年，公司前五大客户的销售总额占公司销售总额比重小于30%，销售集中度较低。

表 5 近年来公司各布局区域水泥销售情况 (单位: 万吨、港元/吨、亿港元)

区域	2020 年			2021 年			2022 年		
	销量	平均 售价	营业 收入	销量	平均 售价	营业 收入	销量	平均 售价	营业 收入
广东	3392.20	421.50	142.97	3151.50	490.00	154.42	3108.60	378.30	117.56
广西	2687.40	352.60	94.75	2345.10	410.00	96.15	2095.40	328.70	68.87
福建	1002.90	320.80	32.18	1034.50	385.40	39.87	878.70	333.10	29.27
海南	405.10	398.80	16.17	393.80	490.00	19.30	315.30	459.20	14.48
云南	562.90	369.00	20.77	483.20	381.50	18.43	318.30	370.60	11.80
贵州	291.10	223.60	6.51	321.60	287.30	9.24	233.80	322.30	7.54
山西	385.80	292.60	11.29	405.20	326.60	13.23	170.40	366.20	6.24
湖南	--	--	--	--	--	--	90.50	313.70	2.84
合计	8727.40	372.00	324.63	8134.90	431.00	350.65	7211.00	358.60	258.59

注: 公司各区域总收入与各区域收入之和不一致系四舍五入所致
资料来源: 联合资信根据公司年度报告整理

3. 混凝土业务

公司产能主要布局于广东、广西和海南等, 区域布局较好。受下游需求下行, 2022 年以来公司混凝土产能利用率且平均售价下降较明显。

表 6 公司混凝土产品基本情况
(单位: 万立方米、%、港元/立方米)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
混凝土产能	3600	3730	3850	3850
混凝土产能利用率	37.50	40.90	29.30	21.30
混凝土销量	1338.50	1481.40	1080.50	380.30
混凝土平均售价	489.80	528.30	490.60	440.50

注: 销量数据均为对外销售数据
资料来源: 公司年度报告

截至 2023 年 6 月底, 公司拥有 63 座混凝土搅拌站, 主要位于广东、广西和海南等地。此外, 公司通过合联营方式拥有混凝土搅拌站 20 座 (权益口径年产能 390 万立方米)。

从销售规模方面看, 受房地产市场景气度下行和外部特定因素等综合影响下, 2020—2022 年, 公司混凝土销售规模波动下滑, 其中, 2022 年, 公司混凝土销量同比下降 27.06%, 混凝土产能利用率同比减少 11.60 个百分点。2023 年 1—6 月, 公司混凝土对外销量同比减少 29.50%, 产能利用率同比下降 7.50 个百分点。

从销售价格方面看, 2021 年, 受市场短期内供应紧张及煤炭等原材料价格整体上涨等因素影响, 公司混凝土产品售价同比增长 7.86%。2022 年, 受需求下行和供需失衡影响, 采购成本上涨未传导至产品售价, 公司混凝土售价同比下降 7.14%。2023 年 1—6 月, 公司混凝土售价同比下降 17.20%。

4. 业务延伸

公司积极向下游进行产业链延伸, 2023 年 6 月底公司在骨料等业务扩张产能你计划所面临资本支出压力较大, 同时骨料行业产能快速增长、市场竞争日趋激烈。

公司积极推动产业链延伸, 发展骨料、新材料和装配式建筑等业务, 发挥业务协同效应。

骨料方面, 公司通过竞拍、并购、参股等方式持续聚焦获取优质骨料矿山资源, 并加快骨料项目建设及投产。截至 2023 年 6 月底, 公司通过附属公司拥有的骨料年产能 (含试生产) 约 8340 万吨, 通过位于云南及福建的联营公司拥有骨料年产能共约 310 万吨。加上新取得的骨料项目, 全部建成后, 公司通过附属公司掌控在营在建的骨料年产能预计将达 14640 万吨, 通过联营公司及合营公司股权权益掌握在营在建的应占骨料年产能约 1360 万吨。

人造石材方面，公司人造石材方面主要运营子公司为东莞环球经典新型材料有限公司（以下简称“环球经典”）¹，环球经典主要产品为无机岗石和石英石，面向国内外市场，主要客户为大型房地产开发商以及负责国家大型公共建筑（如地铁、学校、会议中心等）的政府单位等，在国内市场具有较强的品牌知名度。公司通过竞拍、收并购等多元方式以增加人造石产能规模，截至2022年底，待在建项目建成投产后，公司人造石产能将达2610万平方米/年。

装配式建筑方面，截至2023年6月底，公司共拥有6个混凝土预制构件项目，全部建成后，混凝土预制构件设计年产能预计将达约140万立方米。此外，公司积极从事绿色建材业务，在蒸压加气混凝土砌块板材方面有所收获，公司位于广州项目已于2023年上半年试生产，板材设计年产能40万立方米，砌块设计年产能20万立方米。

截至2022年底，公司在建项目资本支出尚需投资规模共124.57亿港元，在建项目主要布局于广东、广西和海南区域，公司预计2023年资本开支总额为57.05亿港元，当期资本开支计划通过借贷及内部产生的资金支付。考虑公司未来资本除下表所示的在建项目外，还存在部分已建成生产基地的尚未支付款项，公司存在较大的资金支出压力。公司对骨料业务投拓力度很大，截至2022年底，公司计划项目建设中骨料项目资本支出占总计划投资的88.55%。

表7 截至2022年底公司未来资本支出计划情况
(单位: 亿港元)

项目	计划总投资	累计已投	尚需投资
兴建位于广东封开县的骨料生产基地（规划年产能约3000万吨）	81.03	59.22	21.81
兴建位于广西贵港市的骨料生产基地（规划年产能约970万吨）	39.48	13.46	26.02
兴建位于海南定安县的骨料生产基地（规划年产能约300万吨）	21.72	17.67	4.04

兴建位于广西田阳区那坡镇的骨料生产基地（规划年产能约400万吨）	11.13	1.38	9.76
兴建位于广东德庆县的骨料生产基地（规划年产能约650万吨）	10.87	2.71	8.17
兴建位于湖北咸宁市的骨料生产基地（规划年产能约500万吨）	9.6	2.17	7.44
兴建位于广西贵港市覃塘区的骨料生产基地（规划年产能约750万吨）	7.36	3.05	4.31
兴建位于广西上思县平广林场的骨料生产基地（规划年产能约200万吨）	6.79	0.82	5.97
兴建位于陕西铜川市的骨料生产基地（规划年产能约500万吨）	5.15	0.25	4.9
兴建位于云南巍山县的骨料生产基地（规划年产能约300万吨）	4	1.6	2.4
兴建位于广西富川县的骨料生产基地（规划年产能约300万吨）	3.8	1.62	2.18
兴建位于陕西洛南县的骨料生产基地（规划年产能约300万吨）	3.29	0.08	3.21
兴建位于广西南宁市宾阳县的骨料生产基地（规划年产能约500万吨）	2.37	0	2.36
兴建位于云南弥渡县的骨料生产基地（规划年产能约100万吨）	0.94	0.23	0.7
兴建位于广东罗定市的骨料生产基地（规划年产能约150万吨）	0.9	0	0.9
骨料业务小计	208.43	104.26	104.17
兴建四条位于广东封开县的蒸压加气混凝土砌块板材生产线（砌块及板材的总设计年产能分别约40万立方米及约80万立方米）	6.12	2.32	3.81
兴建位于广西南宁市的装配式建筑构件生产基地（设计年产能约40万立方米）	5.58	3.06	2.52
兴建三条位于海南定安县的蒸压加气混凝土砌块板材生产线（砌块及板材的总设计年产能分别约30万立方米及约60万立方米）	4.74	0.54	4.21
装配建筑业务小计	16.44	5.92	10.54
技术升级改造位于湖南郴州市的现有水泥生产基地	5.46	0.44	5.02
兴建六座混凝土搅拌站（混凝土的总年产能约540万立方米）	3.42	0.2	3.23
兴建位于广西贺州市饰面用大理石产品生产线（总规划年产能约114万立方米）	1.63	0.01	1.62
总计	235.38	110.82	124.57

资料来源：公司年度报告

¹ 公司与2019年通过全资附属公司深圳市润丰新材料科技有限公司（以下简称“润丰新材料”）收购环球石材（东莞）股份有限公司（以下简称“环球石材”）40%股份。2021年1月，公司与环

球石材及其子公司签订股权转让协议收购环球经典约58.8%的股份，使公司对环球经典的持股比例提高至75.3%。

5. 经营效率

2020—2022年，公司主要经营效率指标表现持续弱化。整体看，公司经营效率有待提升。

2020—2022年，公司主要经营指标持续下降，由于公司资本性支出较多且大多未形成收入，公司总资产周转次数阶段性较低；由于存在一定规模的混凝土业务，公司应收账款规模较大，应收账款周转率较低，与所选同行业公司相比，2022年，公司整体经营效率指标表现偏弱。

表 8 同行业公司 2022 年经营效率指标对比（单位：次）

公司名称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
唐山冀东水泥股份有限公司	22.75	7.35	0.56
安徽海螺水泥股份有限公司	32.95	9.63	0.56
华新水泥股份有限公司	26.05	6.47	0.52
中国建材股份有限公司	4.88	7.29	0.50
公司	8.37	9.62	0.41

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind，联合资信与 Wind 计算口径存在一定差异
数据来源：Wind

6. 未来发展

公司对自身业务未来发展规划明确。

2023年，公司将加强聚焦水泥、骨料、混凝土、人造石材、新材料业务的组合发展，优化资源配置，精准有效投资，大力提升存量业务市场行业地位，加快向智能化、数字化、绿色化转型，重点推进新材料业务转型；坚持对标世界一流，持续提升运营效率及质量，提高环保、安全与健康管理水平，加快实现碳达峰目标。尤其是骨料业务方面，公司将积极布局广东和广西区域及周边的骨料业务发展。

公司将积极巩固公司在两广区域为主的华南区域和周边区域的市场竞争力和规模优势，把握大湾区等区域发展机遇，加快转型创新。

八、财务分析

1. 财务概况

公司综合财务报表按香港财务报告准则编制。安永会计师事务所对公司2020—2022年度财务报告进行了审计，审计意见均为标准无保留意见。公司提供的2023年1—6月财务数据未经审计。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 806.14 亿港元，权益总额 508.40 亿港元（非控股权益 16.07 亿港元）。2022 年，公司营业额 322.19 亿港元，除税前盈利 22.82 亿港元。

截至 2023 年 6 月底，公司合并资产总额 816.57 亿港元，权益总额 497.67 亿港元（非控股权益 15.92 亿港元）。2023 年 1—6 月，公司营业额 121.73 亿港元，除税前盈利 8.35 亿港元。

2. 资产质量

随着公司通过收购等方式不断获取采矿权，2020—2022年末，公司资产规模持续增长；资产构成以固定资产和无形资产为主，公司生产线布局区域较好。

2020—2022年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长8.46%，主要系非流动资产持续增长所致。公司资产构成以非流动资产为主，符合水泥行业资产构成的一般特征。

表 9 2020—2022 年末及 2023 年 6 月末公司资产主要构成情况（单位：亿港元、%）

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
现金及银行结余	132.27	19.30	70.67	8.93	21.82	2.71	33.43	4.09
流动资产	205.76	30.02	165.23	20.88	98.21	12.18	117.25	14.36
于联营公司的权益	66.36	9.68	67.55	8.53	63.04	7.82	61.29	7.51
固定资产	284.85	41.56	295.56	37.34	314.68	39.04	330.09	40.42
使用权资产	34.10	4.98	43.25	5.46	51.29	6.36	49.31	6.04
无形资产	27.03	3.94	122.99	15.54	199.06	24.69	197.10	24.14

非流动资产	479.57	69.98	626.27	79.12	707.92	87.82	699.32	85.64
资产总额	685.32	100.00	791.49	100.00	806.14	100.00	816.57	100.00

注：占比为占资产总额的比例

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020—2022年末，公司现金及银行结余持续下降，年均复合下降59.39%。其中，截至2021年底，公司现金及银行结余年初下降46.57%，主要系本年度公司收购生产线、采矿权和收购公司等投资支出大幅增加所致；截至2022年底，公司现金及银行结余较年初下降69.13%，主要系公司业务扩张下资本性支出规模较大下经营获现无法覆盖投资所需支出所致，从币种来看，公司现金及银行结余主要为人民币（占97.02%）。

2020—2022年末，公司于联营公司的权益小幅波动下降。截至2022年底，公司于联营公司的权益较年初下降6.67%，具体情形详见下表。

表 10 截至 2022 年底公司主要联营企业情况

公司名称	持股比例 (%)
内蒙古蒙西水泥股份有限公司	40.6
福建省建材（控股）有限责任公司	49.0
云南水泥建材集团有限公司	50.0
环球石材（东莞）股份有限公司	40.0
海垦润丰（屯昌）新型环保建材有限公司	34.0

资料来源：公司年度报告

2020—2022年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长5.11%。截至2022年底，公司固定资产较年初增长6.47%，主要系土地及建筑物增加所致；累计折旧与减值为203.39亿港元，公司固定资产（账面价值）主要包括土地及建筑物（占36.93%）和厂房及设备（占42.16%）。

2020—2022年末，公司收购采矿权力度较大，公司购买资产订金波动增长。截至2022年底，公司购买资产订金较年初下降7.45%。

2020—2022年末，公司使用权资产持续增长，年均复合增长22.64%，主要系土地使用权持续增加所致。截至2022年底，公司使用权资产账面价值中土地使用权占91.40%。

2020—2022年末，公司无形资产持续增长，

年均复合增长171.37%。主要系公司新购置骨料矿山资源持续增加所致。2021年和2022年，公司分别新购置11座和6座骨料矿山资源。截至2022年底，公司对无形资产累计摊销及减值14.14亿港元，无形资产（账面价值）包括商誉（占12.43%）和采矿权（占87.57%）。

截至2023年6月底，公司合并资产规模较上年底无重大变化。

截至2023年6月底，公司无抵押资产。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020—2022 年末，公司所有者权益规模变化不大，所有者权益中保留盈利占比很高，权益结构稳定性有待提高。

2020—2022年末，公司所有者权益规模变化不大。截至2022年底，公司所有者权益较年初下降8.63%至508.40亿港元，主要系派付股息等因素影响所致。公司权益中保留盈利占95.47%，权益结构稳定性有待提高。

截至2023年6月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

（2）负债

随着业务不断扩张，2020—2022年末，公司负债规模和有息债务规模均持续增长。截至2023年6月底，公司整体债务负担轻，债务结构以长期债务为主。

2020—2022年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长26.83%。其中，截至2021年底，公司负债总额较年初增长27.01%，主要系短期借款致使流动负债增长所致；截至2022年底，公司负债总额较年初增长26.65%，主要系长期借款增长致使非流动负债增长所致。截至2022年底，公司负债结构相对均衡。

表 11 2020-2022 年末及 2023 年 6 月末公司负债主要构成情况 (单位: 亿港元、%)

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一年内到期银行贷款	0.00	0.00	73.36	31.21	40.85	13.72	34.91	10.95
应付贸易账款	37.23	20.12	37.86	16.11	32.42	10.89	29.87	9.37
其他应付款项	56.05	30.28	72.65	30.91	72.74	24.43	63.65	19.96
流动负债	142.42	76.95	210.12	89.38	153.07	51.41	135.62	42.53
银行贷款-于一年后到期	33.00	17.83	12.23	5.20	117.51	39.47	156.93	49.21
非流动负债	42.66	23.05	24.95	10.62	144.67	48.59	183.28	57.47
负债总额	185.09	100.00	235.08	100.00	297.73	100.00	318.90	100.00

注: 占比为占负债总额的比例

资料来源: 公司年度报告, 联合资信整理

2020-2022 年末, 公司应付贸易账款波动下降, 年均复合下降 6.69%。截至 2022 年底, 公司应付贸易账款较年初下降 14.38%, 账龄主要集中在 0-90 日 (占 93.70%)。

2020-2022 年末, 公司其他应付款项持续增长, 年均复合增长 13.93%。截至 2021 年底, 公司其他应付款较年初增长 29.63%, 主要系公司应付建筑款项及收购固定资产的应付款项增长所致; 截至 2022 年底, 公司其他应付款较年初变化不大, 公司其他应付款主要包括应付建筑款项及收购固定资产的应付款项 (占 28.57%)、收购附属公司、联营公司及合营公司的应付代价 (占 16.40%)、来自客户的订金 (占 11.87%) 和应付应计工资及花红 (占 11.97%)。

2020-2022 年末, 在公司资本性支出规模持续增长且自身经营获现无法覆盖下, 公司一年内到期银行贷款和银行贷款-于一年后到期合计规模持续较快增长。截至 2022 年底, 公司银行贷款的实际年利率介于 1.0%~8.0%。考虑公司存在一

定规模外币债务而收入主要以人民币进行结算, 存在一定的汇兑风险。

表 12 截至 2022 年底公司一年内到期银行贷款及银行贷款-于一年后到期情况 (单位: 亿港元)

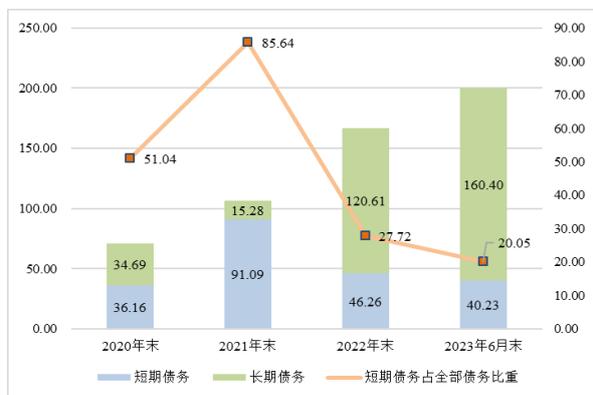
期限	金额	占比
1 年内	40.85	25.79%
1-2 年	9.03	5.70%
2-3 年	78.36	49.48%
3-4 年	5.62	3.55%
4-5 年	5.31	3.35%
5 年以上	19.19	12.12%
合计	158.37	100.00%

注: 合计数尾差系四舍五入所致

资料来源: 公司年度报告

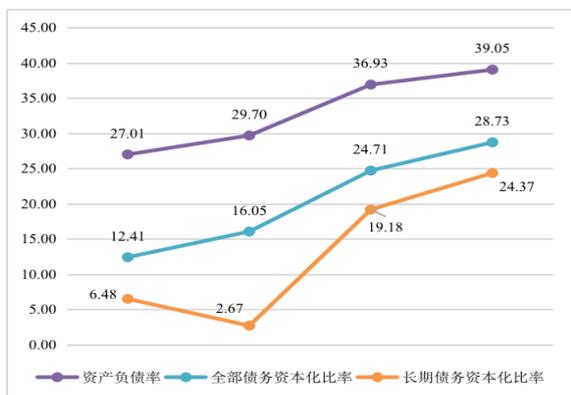
有息债务方面, 本报告将租赁负债计入有息债务, 2020-2022 年末, 随着经营规模不断扩张, 公司全部债务持续快速增长, 杠杆水平持续上升。截至 2022 年底, 公司全部债务规模 166.88 亿港元, 债务以长期债务为主, 公司债务期限结构得到明显优化; 融资渠道主要为银行贷款。整体看, 公司债务负担轻。

图 1 近年来公司债务结构 (单位: 亿港元、%)



资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

图 2 近年来公司债务杠杆水平 (%)



资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

截至 2023 年 6 月底，公司合并负债规模较上年底无重大变化。因长期债务有所增加，负债中非流动负债占比进一步上升。截至 2023 年 6 月底，公司债务规模较 2022 年底增长 20.22%，杠杆水平进一步上升。

盈利指标方面，2020—2022 年，公司总资本收益率分别为 16.29%、12.00% 和 3.28%，持续下降；净资产收益率分别为 18.05%、13.88% 和 3.66%，持续下降。

4. 盈利能力

2020—2022 年，公司营业额波动下降，除税前盈利持续下降。公司盈利能力偏弱。2023 年上半年，公司利润和盈利指标同比进一步下降。

公司营业额和毛利率等情况详见经营部分分析。受市场需求下降销售规模下滑、原材料成本高企和供需失衡下公司产品售价有所下降等影响，2020—2022 年，公司除税前盈利规模持续下降。2022 年及 2023 年 1—6 月，除税前盈利同比分别下降 77.82% 和 60.66%。

2020—2022 年，公司费用总额波动下降。2022 年，公司期间费用主要为一般及行政费用（占 75.87%），本期期间费用同比下降 29.81%，主要系公司为更好与业内其他公司对标将水泥及混凝土运输成本重分类至销售成本导致销售及分销费用减少所致。2020—2022 年及 2023 年 1—6 月，期间费用率分别为 13.13%、12.02%、11.51% 和 13.46%。公司期间费用控制能力尚可。

公司非经营性损益对利润影响不大。

盈利指标方面，2020—2022 年，公司总资本收益率分别为 16.29%、12.00% 和 3.28%，净资产收益率分别为 18.05%、13.88% 和 3.66%，均持续下降，2022 年下降较大。

5. 现金流

2020—2022 年，公司经营活动现金净流入规模持续缩窄；投资活动净流出规模大且波动增长。2021 年以来，公司经营活动现金无法覆盖投资活动支出，公司对筹资活动依赖度大，2022 年，公司筹资活动由净流出转为净流入。

考虑公司项目未来资本支出所需资金较多，公司外部融资需求较大。

表 13 公司现金流情况（单位：亿港元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-6 月
经营活动现金流净额	102.68	60.34	31.70	1.81
投资活动现金流净额	-50.04	-117.30	-103.36	-27.57
筹资活动现金流净额	-56.88	-7.55	26.96	38.59

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

从经营活动看，2020—2022 年，伴随行业景气度下行与成本端抬升，公司经营活动现金净流入规模持续大幅缩窄，年均复合下降 44.44%。

从投资活动看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入规模较小。公司投资活动现金流出主要为公司对固定资产投资和收购采矿权支出，2020—2022 年，公司投资活动现金流出规模较大且呈波动增长，其中，因公司收购子公司支出增幅较大，公司 2021 年投资活动现金流出同比增长 118.35%。整体看，2020—2022 年，公司投资活动现金流持续保持较大规模净流出。

从筹资活动来看，2020—2022 年，伴随经营活动净现金流减少与资本性支出维持高位，公司加大筹资力度，筹资活动现金流由净流出转为净流入。

2023 年 1—6 月，公司经营活动现金净流入规模小，投资活动现金流持续净流出，公司经营活动现金流无法满足投资活动所需支出，筹资活动保持较大规模净流入。

6. 偿债指标

近年来，随着公司生产扩展下债务规模快速增长，公司整体偿债指标持续弱化，短期和长期偿债指标表现一般；考虑公司区域经营竞争优势明显和融资渠道畅通等，公司整体偿债能力极强。

表 14 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
短期	流动比率 (%)	144.47	78.63	64.16	86.46

偿债指标	速动比率 (%)	131.46	64.64	46.31	63.61
	经营现金/流动负债 (%)	72.10	28.72	20.71	--
	经营现金/短期债务 (倍)	2.84	0.66	0.69	--
	现金短期债务比 (倍)	3.77	0.82	0.58	0.96
长期偿债指标	EBITDA (亿港元)	143.03	130.57	51.71	--
	全部债务/EBITDA (倍)	0.50	0.81	3.23	--
	经营现金/全部债务 (倍)	1.45	0.57	0.19	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	52.22	56.35	11.69	--
	经营现金/利息支出 (倍)	37.49	26.04	7.17	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

从短期偿债指标看，2020—2022 年末，公司流动比率、速动比率和现金短债比等指标均持续快速下降，截至 2022 年底，公司现金短债比降至 1 倍以下，现金类资产对债务保障水平较弱；2020—2022 年，公司经营活动现金流对公司流动负债和短期债务覆盖能力持续弱化但覆盖水平尚可。整体看，公司目前短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA 持续下降。2022 年，公司 EBITDA 和经营现金对当期利息支出和全部债务的覆盖能力均大幅弱化，EBITDA 和经营现金对当期利息支出覆盖水平较高，EBITDA 和经营现金对全部债务的覆盖能力一般。整体看，公司长期债务偿债指标表现一般。

对外担保方面，截至 2023 年 6 月底，公司对合联营公司授予人民币 27.40 亿元的银行贷款担保额度，其中已动用金额为人民币 14.67 亿元。

未决诉讼方面，截至 2023 年 6 月底，公司不存在重大未决诉讼和仲裁等事项。

银行授信方面，截至 2023 年 6 月底，公司无抵押银行贷款额度为 23.00 亿港元及人民币 350.61 亿元，其中人民币 194.95 亿元尚未动用并仍可供提用，公司间接融资渠道畅通；此外，华润集团准许公司在系统内进行一定额度的贷款。同时，公司作为港股上市公司，具有直接融资渠道。整体看，公司融资渠道畅通，融资能力强。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响不大，公司 2022 年 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力极强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

截至 2022 年底，公司全部债务 166.88 亿港元，本期中期票据发行金额为不超过 10 亿元，对公司债务负担影响不大。以 2022 年底财务数据及 2022 年底汇率为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 36.93%、24.71% 和 19.18% 上升至 37.80%、25.94% 和 20.59%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金拟全部用于偿还公司及其子公司境内有息债务，公司实际债务指标或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

经测算，2022 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力极强。

表 17 本期中期票据偿还能力测算

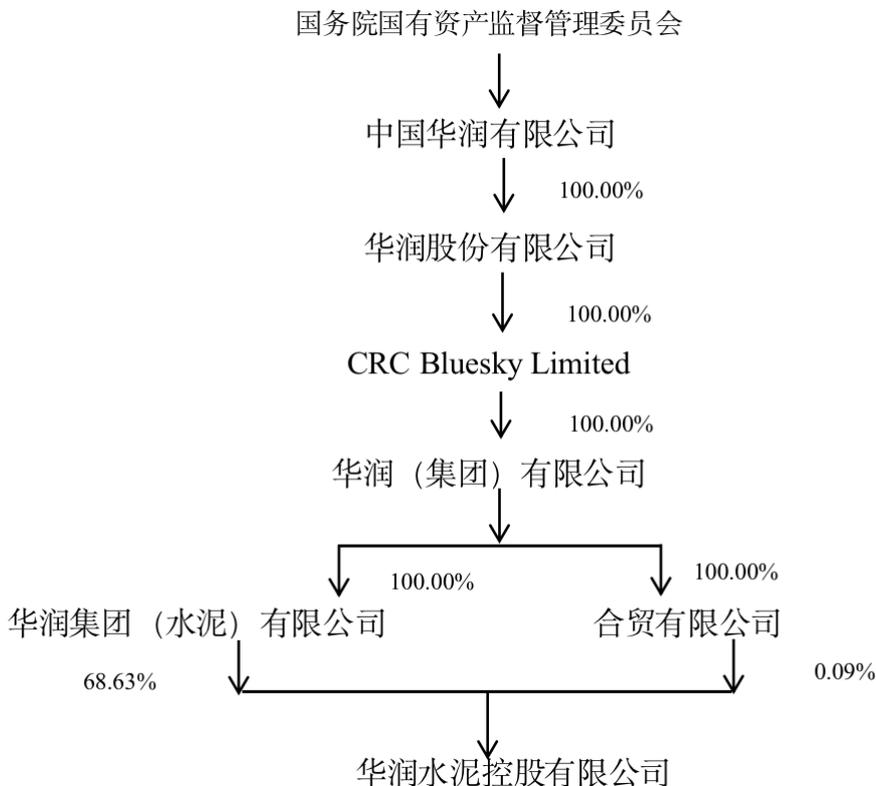
项目	2022 年
本期中期票据本金 (亿元)	10.00
公司现金类资产/本期中期票据本金 (倍)	2.41
公司经营活动现金流净额/本期中期票据本金 (倍)	2.83
公司 EBITDA/本期中期票据本金 (倍)	4.62

注：测算中公司财务数据根据 2022 年期末汇率由港元换算成人民币计算
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

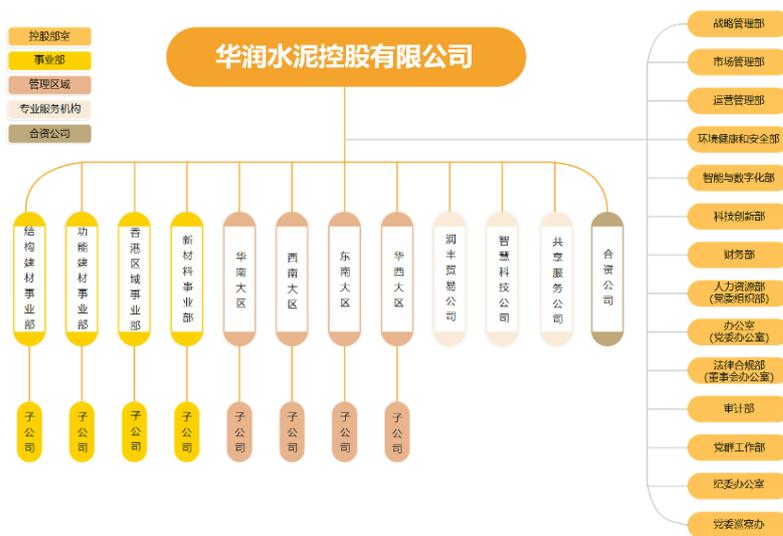
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 6 月底公司股权结构图



注：于 2023 年 12 月 5 日，公司名称由“华润水泥控股有限公司”变更为“华润建材科技控股有限公司”。
资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 6 月底公司组织架构图



注：于 2023 年 12 月 5 日，公司名称由“华润水泥控股有限公司”变更为“华润建材科技控股有限公司”。
资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底公司重要子公司情况

公司名	持股比例/表决权比例	业务范围	注册资本
华润水泥投资有限公司	100.00%	持有附属公司投资	10.67 亿美元
华润水泥（封开）有限公司	100.00%	水泥生产与销售	14.51 亿人民币
华润水泥（平南）有限公司	100.00%	水泥生产与销售	10.81 亿人民币

资料来源：公司提供

附件 2 截至 2023 年 6 月底公司经营水泥、熟料和混凝土产能情况

（单位：条、百万吨、座、百万立方米）

省份/自治区/特别行政区	水泥		熟料		混凝土	
	生产线数量	年产能	生产线数量	年产能	搅拌站数量	年产能
广西	35	34.80	19	28.00	28	17.60
广东	32	27.70	12	15.50	21	13.30
福建	14	10.10	6	7.00	--	--
云南	7	5.10	4	3.90	1	0.60
海南	5	4.40	3	3.30	5	2.70
贵州	4	4.00	2	2.90	1	1.00
山西	2	2.00	1	1.50	1	0.60
湖南	2	2.00	2	1.50	--	--
浙江	--	--	--	--	2	1.10
香港	--	--	--	--	4	1.60
合计	101	90.10	49	63.60	63	38.50

注：上表不包括公司通过合联营方式拥有的产能数据

资料来源：公司 2023 年中期报告

附件 3 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿港元)	136.19	74.84	27.00	38.46
资产总额 (亿港元)	685.32	791.49	806.14	816.57
所有者权益 (亿港元)	500.24	556.41	508.40	497.67
短期债务 (亿港元)	36.16	91.09	46.26	40.23
长期债务 (亿港元)	34.69	15.28	120.61	160.40
全部债务 (亿港元)	70.85	106.37	166.88	200.63
营业总收入 (亿港元)	400.87	439.63	322.19	121.73
利润总额 (亿港元)	118.93	102.91	22.82	8.35
EBITDA (亿港元)	143.03	130.57	51.71	--
经营性净现金流 (亿港元)	102.68	60.34	31.70	1.81
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	14.91	11.29	8.37	--
存货周转次数 (次)	14.54	12.45	9.62	--
总资产周转次数 (次)	0.62	0.60	0.40	--
营业利润率 (%)	39.01	32.12	15.27	15.63
总资本收益率 (%)	16.29	12.00	3.28	--
净资产收益率 (%)	18.05	13.88	3.66	--
长期债务资本化比率 (%)	6.48	2.67	19.18	24.37
全部债务资本化比率 (%)	12.41	16.05	24.71	28.73
资产负债率 (%)	27.01	29.70	36.93	39.05
流动比率 (%)	144.47	78.63	64.16	86.46
速动比率 (%)	131.46	64.64	46.31	63.61
经营现金流流动负债比 (%)	72.10	28.72	20.71	--
现金短期债务比 (倍)	3.77	0.82	0.58	0.96
EBITDA 利息倍数 (倍)	52.22	56.35	11.69	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.50	0.81	3.23	--

注：1. 公司年报中经营活动现金流量表为间接法编制；公司2021年财务数据使用期初审定数，2020年和2022年财务数据使用期末审定数，2023年半年度财务数据未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 本报告将公司其他应付款和长期应付款中租赁负债分别调入短期债务和长期债务，将财务费用附注中2022年资本化利息支出计入利息支出；4. "--" 代表财务指标未获取或不适用

资料来源：联合资信根据公司年报及中报整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+采矿权摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 华润建材科技控股有限公司 2024 年度 第一期中期票据（可持续挂钩）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

华润建材科技控股有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。