

信用等级公告

联合[2016] 226 号

联合资信评估有限公司通过对华润水泥控股有限公司 2016 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估，确定

华润水泥控股有限公司
2016 年度第一期短期融资券的信用等级为
A-1

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年七月十九日



华润水泥控股有限公司

2016 年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期短期融资券信用等级: A-1

本期短期融资券发行额度: 5 亿元

本期短期融资券期限: 365 天

偿还方式: 到期一次性还本付息

发行目的: 偿还下属子公司银行借款

评级时间: 2016 年 7 月 19 日

评级观点

经联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)评定,华润水泥控股有限公司(以下简称“公司”)拟发行的 2016 年度第一期短期融资券信用等级为 A-1。基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合分析,联合资信认为,公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿港元)	28.25	41.51	19.55	38.03
资产总额(亿港元)	541.80	575.37	542.17	570.83
权益总额(亿港元)	253.62	287.15	269.86	270.40
短期债务(亿港元)	61.71	47.29	52.27	69.49
全部债务(亿港元)	204.43	202.84	189.25	222.71
营业额(亿港元)	293.41	326.69	267.79	47.22
除税前盈利(亿港元)	43.14	57.54	9.84	0.37
EBITDA(亿港元)	68.96	84.01	35.93	--
经营性净现金流(亿港元)	51.21	68.59	48.34	--
净资产收益率(%)	12.93	14.36	3.47	--
资产负债率(%)	53.19	50.09	50.23	52.63
速动比率(%)	55.33	74.36	43.33	54.81
EBITDA 利息倍数(倍)	9.60	12.76	6.35	--
经营现金流负债比(%)	35.57	52.24	36.07	--
现金偿债倍数(倍)	4.71	6.92	3.26	6.34

注: 1. 2016 年一季度财务数据未经审计;

2. 本期短期融资券额度按 2016 年 3 月 31 日中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价调整。

优势

1. 华南地区经济快速发展,大型水利水电、铁路等基础设施项目建设对公司水泥需求形成一定支撑。
2. 公司整体债务负担较轻。
3. 公司现金类资产、经营活动产生的现金流量净额对本期短期融资券保障程度强。

关注

1. 中国水泥行业产能过剩压力日益显现,行业竞争激烈。
2. 华南区域水泥新增产能大量投产,区域内水泥价格不断下探,2015 年以来公司收入规模和毛利率均同比下降。
3. 公司外币贷款较大而收入主要以人民币进行结算,2015 年受人民币汇率下行影响,公司汇兑损失较大。

分析师

刘秀秀 文 中 卢谋华

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)

Http: //www.lhratings.com

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与华润水泥控股有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华润水泥控股有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因华润水泥控股有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华润水泥控股有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、华润水泥控股有限公司 2016 年度第一期短期融资券信用等级自本期短期融资券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

华润水泥控股有限公司（以下简称“公司”）于 2003 年 3 月 13 日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，是华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）水泥及混凝土业务的经营实体。2003 年 7 月 29 日公司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，2006 年被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，实际发行 17.38 亿股份，发售募资净额 61.33 亿港元。2013 年 10 月 7 日，公司根据 2013 年宣派及应付的中期股息有关的以股代息购股权发行 13682355 股股份，截至 2015 年底，公司已发行股份 6532937817 股，其中华润水泥持股 73.35%，为公司控股股东；公司实际控制人为中国华润总公司。

公司经营范围主要于中国及香港从事水泥、熟料、混凝土及其他相关产品及服务的生产及销售。

截至 2015 年底，公司下辖 99 家主要全资或控股子公司。公司本部设战略发展部、人力资源部、财务部、市场部、采购部、环境健康和安保部等 14 个职能部门。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 542.17 亿港元，权益总额 269.86 亿港元（含非控股权益 4.29 亿港元）。2015 年公司营业额 267.79 亿港元，除税前盈利 9.84 亿港元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 570.83 亿港元，权益总额 270.40 亿港元（非控股权益 3.69 亿港元）。2016 年 1~3 月，公司营业额 47.22 亿港元，除税前盈利 0.37 亿港元。

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

二、本期短期融资券概况

公司计划于 2016 年注册总额度为 45 亿元人民币的短期融资券，本期计划发行 2016 年第一期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”）5 亿元人民币，期限 365 天。本期短期融资券募集资金将用于偿还发行人下属子公司银行借款。

本期短期融资券无担保。

三、主体长期信用状况

公司系在香港上市的水泥及混凝土生产企业，在华南市场居于领先地位，是国家重点支持的大型水泥企业集团之一。公司依托独特的资源布局优势及水泥和商品混凝土纵向一体化的经营模式，凭借资源掌控、资源转化、资源分销和系统成本最低、区域市场领先的“3+2”发展战略，以润丰为主导品牌，公司已发展成为华南区域最具竞争力的水泥和商品混凝土供应商，在中国水泥行业中具有重要地位。

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计为最大的新型干法熟料及水泥生产商，以销量计为最大的混凝土生产商。产品主要用于修建建设工程如水电站、水坝、港口、桥梁、机场、道路以及房地产开发。公司产品主要布局省份为广东、广西、福建、海南、山西、云南及贵州。截至 2015 年底，公司在全国的熟料、水泥及商品混凝土年产能分别达到 6970 万吨、9850 万吨及 3790 万立方米，水泥、商品混凝土产能位居全国前列。

公司持续推进安全生产标准化创建工作，目前已有 18 个水泥生产基地通过国家安全生产监督管理总局的一级安全生产标准化企业评审，其中华润水泥（封开）有限公司确定为全国一级标准化示范企业试点单位。

从公司管理来看，公司现有高层管理人员大多具有丰富的行业经验、深厚的专业技术背

景以及丰富上市公司管理经验，管理能力和管理水平较高。符合行业发展要求，较好地满足公司经营需要。

总体看，公司管理水平较高，内部控制制度完善，整体经营状况良好。近年来，虽然受宏观经济和水泥市场景气度影响，公司收入规模波动下降，盈利能力逐渐走弱，但公司资产质量较好，有息债务水平适宜，短期偿债能力尚可，直接、间接融资渠道畅通。公司主体长期信用风险极低，经联合资信评定，公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

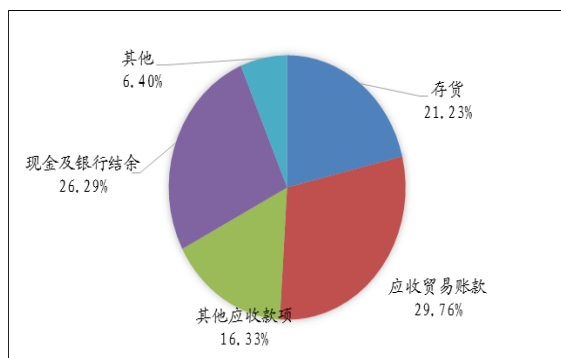
四、主体短期信用分析

1. 资产流动性分析

2013~2015 年，公司资产总额有所波动，年均复合增长 0.03%。截至 2015 年底，公司资产总额 542.17 亿港元，同比下降 5.77%，主要是公司流动资产大幅减少所致。从资产构成来看，流动资产占 13.60%，非流动资产占 86.40%，公司资产以非流动资产为主，符合水泥行业资产构成的一般特征。

2013~2015 年，公司流动资产波动下降，年均复合下降 14.56%。截至 2015 年底，公司流动资产 73.72 亿港元，同比下降 38.19%，主要是公司现金及银行结余大幅减少所致。从构成来看，现金及银行结余占 26.29%，存货占 21.23%，应收贸易账款占 29.76%，其他应收款占 16.33%。

图 1 2015 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司现金及银行结余波动下降，年均复合下降 17.13%。截至 2015 年底，公司现金及银行结余 19.38 亿港元，同比大幅下降 53.28%，主要系年底公司发放现金股利及本年度公司利用现金及银行结余偿还银行贷款所致；此外，公司当期收入大幅下降，对公司现金及银行结余的补充较为有限。截至 2015 年底，公司流动资产中受限使用资金部分为已质押银行存款，合计 0.17 亿港元，占比较小。

2013~2015 年，公司应收贸易账款持续减少，年均复合下降 17.09%。截至 2015 年底，公司应收贸易账款 21.94 亿港元（扣除所计提呆坏账备抵 2.59 亿港元），同比下降 22.68%，主要原因系发行人制定了明确的应收账款催款制度并落实到部门和负责人，公司应收贸易账款收回较多。其中公司应收第三方贸易账款 21.85 亿港元，占 99.57%；其余是应收华润集团系统内公司的贸易款项，占 0.43%。从账龄来看，1~3 月内占 86.53%，3~6 月占 5.84%，6~12 月占 7.63%。公司给予客户的平均信贷回收期为 60 天，2015 年公司逾期应收贸易账款总额为 6.26 亿港元，占应收贸易账款总额的 28.55%；其中逾期 1~3 月占 54.03%，逾期 3~6 月占 20.11%，逾期 6~12 月占 25.86%。公司应收贸易账款综合账龄较短，符合行业特性。

公司应收款项的坏账计提主要通过呆坏账备抵的变动来表现，主要由呆坏账备抵、年内已收款项、撤销不可收回款项、出售附属公司所占部分及汇兑调整构成；由于公司客户基础庞大，信贷集中风险程度有限，故未逐项计提坏账准备。

2013~2015 年，公司其他应收款项持续下降，年均复合下降 12.04%。截至 2015 年底，公司其他应收款项 12.03 亿港元，同比下降 13.31%，主要系已付原材料供应商订金和长期应收款的即期部分减少所致。从构成看，其他应收款主要包括预付款及订金（占 6.18%）、已付原材料供应商的订金（占 41.88%）、债券发行费用（占 4.18%）、增值税及其他可收回税项

(占22.29%)及长期应收款项的即期部分(占比6.93%)。

公司 2014 年对华润集团系统内公司华润置地投资有限公司提供有息贷款 6.35 亿港元, 贷款年利息 5.6%并 2015 年 5 月 7 日偿还。截至 2015 年底, 该笔有息贷款已足额支付本息, 公司于一家同系附属公司贷款余额降为 0。

应收联营及合营公司款项主要是公司在联营及合营公司中股权应收的股息、公司提供的无抵押无息借款本金和按市场借贷利率计息的有息借款本金, 该科目余额根据联营及合营公司政策及经营情况存在一定的不确定性。截至 2015 年底, 公司应收联营公司款项为应收股息 0.27 亿港元和无息借款 2.46 亿港元; 应收合营公司款项包括无息借款本金 1.13 亿港元和按市场借贷利率计息的有息借款本金 271.30 亿港元, 其中 6 个月内应偿付的本金占比为 37.91%。

2013~2015 年, 公司存货波动下降, 年均复合下降 14.32%。截至 2015 年底, 公司存货为 15.65 亿港元, 同比降低 27.63%, 主要系原材料价格下跌所致。公司存货主要包括原材料(占 62.06%)、在制品(占 19.54%)和制成品(占 18.40%)。公司存货余额中原材料占比较大, 原材料主要为煤炭、石灰石、石膏、粉煤灰等混合材。整体看, 公司存货中原材料占比较大, 由于煤炭等原材料价格近年来持续下跌, 公司存货具有一定的跌价风险。

总体看, 随着公司现有市场的不断渗透及联营合营多种方式开拓新市场工作的推进, 公司资产规模波动增长且以非流动资产为主。而且由于水泥及混凝土行业特性, 公司流动资产中应收贸易账款占比较高。整体看, 公司资产流动性一般。

2. 现金流分析

从经营活动来看, 2013~2015 年, 公司经营产生的现金流量净额分别为 51.21 亿港元、68.59 亿港元和 48.34 亿港元。主要由除税前盈利、固定资产折旧、采矿权及预付租赁摊

销等构成。

投资活动方面, 近年公司通过新建、并购、联营及合营等方式积极扩大产能并增加市场占有率, 2013~2015 年, 公司投资活动支出的现金保持较高水平, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-33.17 亿港元、-45.57 亿港元和 -46.42 亿港元。

公司筹资活动现金流入主要来自于银行贷款, 2013~2015 年新增长期银行贷款分别为 55.59 亿港元、46.01 亿港元和 58.20 亿港元。公司筹资活动现金流出主要是偿还短期和长期银行贷款, 及年末支付现金股利, 近三年偿还银行贷款现金支出金额分别为 62.08 亿港元、47.42 亿港元和 70.12 亿港元; 近三年公司支付现金股利分别为 6.17 亿港元、9.15 亿港元和 10.45 亿港元。2013~2015 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-26.43 亿港元、-9.72 亿港元和-22.45 亿港元。

总体看, 公司近年经营活动产生的现金流量净额波动下降, 系水泥产品销售价格大幅下滑影响; 投资活动现金流量净流出逐年增长, 主要是公司对外兼并重组, 积极扩大市场份额所进行的投资; 受公司偿还银行借款规模及支付股息逐年增加影响, 公司近年筹资活动产生的现金持续净流出。公司现阶段经营活动现金流量净额基本满足公司对外投资需求, 未来, 随着公司对外兼并整合的持续投入及偿还借款规模的增长, 公司或存在一定外部债务融资需求。

3. 短期偿债能力分析

从短期偿债能力指标看, 2013~2015 年, 公司流动比率波动下降, 近三年分别为 70.13%、90.83%和 55.00%; 速动比率同样波动下降, 近三年分别为 55.33%、74.36%和 43.33%; 截至 2016 年 3 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 69.39%和 54.81%。2013~2015 年, 公司经营现金流动负债比分别为 35.57%、52.24%和 36.07%。总体看, 公司短期偿债能力尚可, 短期支付压力一般。

截至 2015 年底,公司在银行共获得授信额度 84.00 亿港元、144.00 亿人民币、3.20 亿美元,其中尚未使用的授信额度为 9.00 亿港元、84.00 亿人民币及 1.70 亿美元;此外,华润集团准许公司在系统内进行一定额度的贷款。总体看,公司间接融资渠道通畅。

截至 2015 年底,公司对外担保金额 6.52 亿港元,其中已动用金额 6.33 亿港元,担保比率为 2.42%,系就联营公司获授银行贷款额度而向银行授出的担保,对公司影响小。

五、本期短期融资券偿债能力

公司计划发行本期短期融资券 5 亿元人民币,根据 2016 年 3 月 31 日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价,港元对人民币的汇率水平为 1 港元对人民币 0.83325 元,本期短期融资券约为 6.00 亿港元,以下偿债能力分析均基于此数值。同时,联合资信关注到公司作为主营业务集中在内地并以人民币进行结算的港交所上市公司,港元对人民币汇率的波动对公司整体盈利水平造成一定影响。

截至 2016 年 3 月底,公司全部债务 222.71 亿港元,短期债务 69.49 亿港元,公司本期短期融资券占公司全部债务的 2.69%,占短期债务的 8.63%,对公司债务结构有一定影响。

截至 2016 年 3 月底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.63%和 45.17%。以 2016 年 3 月底数据为基础,不考虑其他因素,本期短期融资券发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 53.12%和 45.82%,公司债务负担有所加重。

2013~2016 年 3 月底,公司现金类资产分别为 28.25 亿港元、41.51 亿港元、19.55 亿港元和 38.03 亿港元,对本期短期融资券的覆盖倍数分别为 4.71 倍、6.92 倍、3.26 倍和 6.34 倍,现金类资产对本期短期融资券保障能力强。

2013~2015 年,公司经营活动产生的现金流量净额对本期短期融资券的覆盖倍数分别为

8.54 倍、11.43 倍和 8.06 倍;总体看,公司经营活动产生的现金流量净额对本期短期融资券保障能力强。

六、结论

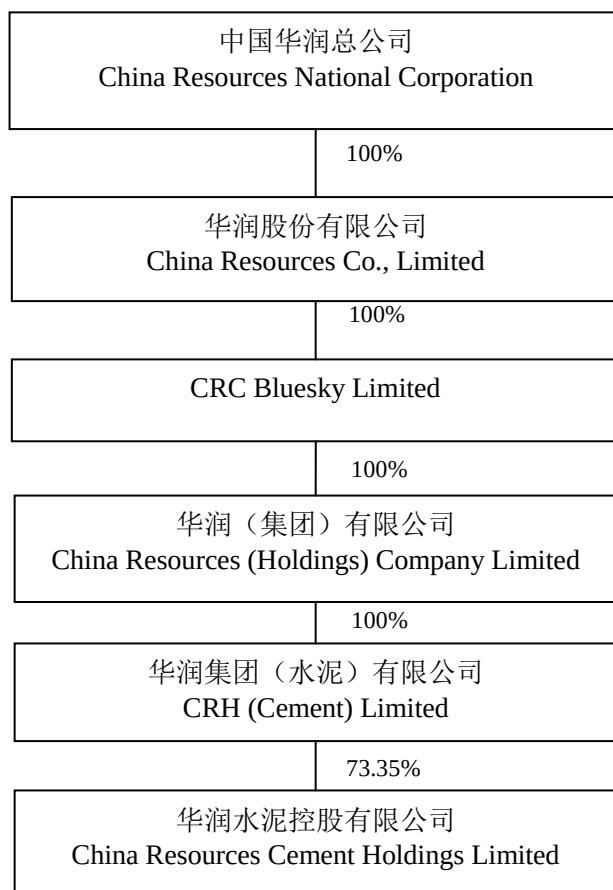
公司作为华润集团水泥业务的经营实体,近年来已经成为华南区域水泥及混凝土生产的重要企业,产能和市场占有率均具有领先优势。

近年来,公司持续巩固华南市场并积极布局开拓新市场,公司生产规模持续扩大,非流动资产保持稳定增长,但受制于宏观经济疲弱及下游需求行业景气度下行,公司营业收入呈现波动下降趋势。在宏观经济依旧存在下行压力,结构化调整仍需时日的背景下,水泥行业供需矛盾的日益突出和水泥价格的持续下滑对水泥生产企业盈利能力带来了不利影响。

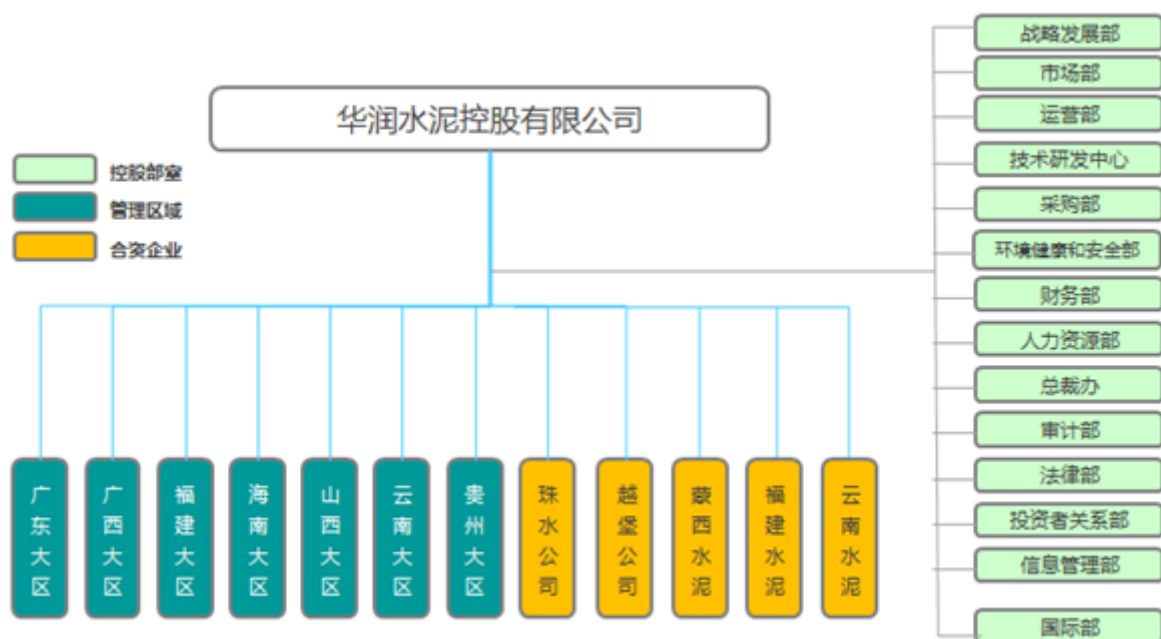
但受益于煤炭价格持续下滑及公司降本增效工作的开展,公司水泥生产成本呈下降趋势,整体毛利保持在较高水平。公司负债水平适宜,债务压力小,经营获现能力强,整体偿债能力很强。公司现金类资产、经营活动产生的现金流量净额对本期短期融资券保障程度强。

综合分析,公司本期短期融资券到期不能偿付的风险极低。

附表 1-1 截至 2015 年底公司股权结构图



附表 1-2 截至 2015 年底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿港元)	28.25	41.51	19.55	38.03
资产总额(亿港元)	541.80	575.37	542.17	570.83
权益总额(亿港元)	253.62	287.15	269.86	270.40
短期债务(亿港元)	61.71	47.29	52.27	69.49
长期债务(亿港元)	142.72	155.55	136.98	153.23
全部债务(亿港元)	204.43	202.84	189.25	222.71
营业额(亿港元)	293.41	326.69	267.79	47.22
除税前盈利(亿港元)	43.14	57.54	9.84	0.37
EBITDA(亿港元)	68.96	84.01	35.93	--
经营性净现金流(亿港元)	51.21	68.59	48.34	--
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.32	10.84	10.64	--
存货周转次数(次)	9.42	10.45	10.93	--
总资产周转次数(次)	0.55	0.58	0.48	--
毛利率(%)	28.49	31.30	23.96	20.65
总资本收益率(%)	8.92	9.74	3.27	--
净资产收益率(%)	12.93	14.36	3.47	--
长期债务资本化比率(%)	36.01	35.14	33.67	36.17
全部债务资本化比率(%)	44.63	41.40	41.22	45.17
资产负债率(%)	53.19	50.09	50.23	52.63
流动比率(%)	70.13	90.83	55.00	69.39
速动比率(%)	55.33	74.36	43.33	54.81
经营现金流动负债比(%)	35.57	52.24	36.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.60	12.76	6.35	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.96	2.41	5.27	--
经营活动产生的现金流量净额偿债倍数(倍)	8.54	11.43	8.06	--
现金偿债倍数(倍)	4.71	6.92	3.26	6.34

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；

2.本期短期融资券额度按 2016 年 3 月 31 日中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价调整。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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%
营业额年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
除税前盈利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业额/平均应收账款净额
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(年度盈利+费用化利息支出) / (权益总额+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
毛利率	毛利/营业额 ×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+权益总额) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+权益总额) ×100%
担保比率	担保余额/权益总额 ×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%
本期短期融资券偿债能力指标	
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%
现金偿债倍数	现金类资产/本期短期融资券到期偿还额

注： 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制

现金类资产=现金及银行结余+已质押银行存款

短期债务=银行贷款-于一年内到期+来自间接控股公司贷款

长期债务=银行贷款-于一年后到期+无抵押债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA 除税前盈利+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

权益总额=本公司拥有人应占权益+非控股权益

附件 4 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

联合资信评估有限公司关于 华润水泥控股有限公司 2016 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期短期融资券存续期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

华润水泥控股有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。华润水泥控股有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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华润水泥控股有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现华润水泥控股有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期短期融资券的信用等级。

如华润水泥控股有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期短期融资券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送华润水泥控股有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月十九日

评级业务专用章