跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 333 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持华润水泥控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“16 华润水泥 CP001”信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年三月三日

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)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

华润水泥控股有限公司
2016 年度第一期短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 华润水泥 CP001	5 亿元	2016/09/06-2017/09/06	A-1	A-1

评级时间：2017 年 3 月 3 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
资产总额(亿港元)	541.80	575.37	542.17	551.07
权益总额(亿港元)	253.62	287.15	269.86	267.91
短期债务(亿港元)	61.71	47.29	52.27	64.14
长期债务(亿港元)	142.72	155.55	136.98	143.86
全部债务(亿港元)	204.43	202.84	189.25	207.99
营业额(亿港元)	293.41	326.69	267.79	174.78
除税前盈利 (亿港元)	43.14	57.54	9.84	12.85
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	--
毛利率(%)	28.49	31.30	23.96	25.33
净资产收益率(%)	12.93	14.36	3.47	--
资产负债率(%)	53.19	50.09	50.23	51.38
全部债务资本化比率(%)	44.63	41.40	41.22	43.71
流动比率(%)	70.13	90.83	55.00	72.23
经营现金流动负债比(%)	35.57	52.24	36.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.96	2.41	5.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.60	12.76	6.35	--

注：2016 年前三季度财务数据未经审计。

分析师

文 中　卢谋华

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

评级观点

作为华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）水泥领域的投资经营主体，华润水泥控股有限公司（以下简称“公司”）保持了在经营规模、区域市场占有率、股东支持和系统成本等方面的综合优势。跟踪期内，随着公司不断通过参股联营方式进行市场渗透以及在建水泥、熟料生产线的陆续完工达产，公司产能规模优势及区域市场竞争优势不断增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到 2015 年以来水泥行业景气度低迷，水泥和熟料价格大幅下降，公司收入规模和毛利率同比下滑明显等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，公司主要布局的华南地区固定资产投资增速较快，经济相对发达。受益于区域内基础设施建设的进一步推进，以及公司在区域内的规模优势，未来公司有望保持良好发展态势。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“16 华润水泥 CP001”信用等级为 A-1。

优势

1. 华南地区经济发展较快，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. 公司产能布局完善，区域市场占有率高，在华南地区生产基地多沿西江建设，系统成本优势较强。
3. 2014 年公司入股福建省建材（控股）有限责任公司，2015 年公司增资入股云南水泥建材集团有限公司，有助于公司在福建和云南水泥业务的拓展。
4. 公司股东实力较强，在管理和资金等方面

对公司支持力度大。

5. 公司整体债务负担较轻。
6. 公司现金类资产、经营活动产生的现金流量净额对“16 华润水泥 CP001”保障程度强。

关注

1. 跟踪期内，水泥行业产能过剩压力日益显现，行业竞争激烈。
2. 2015 年，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，公司收入规模和毛利率均同比下降。
3. 公司目前仍拥有一定规模的港币和美元债务，或面临一定的汇兑风险。

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、本跟踪评级结果自发布之日至“16 华润水泥 CP001”到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

华润水泥控股有限公司
2016 年度第一期短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于华润水泥控股有限公司主体长期信用及“16 华润水泥 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

华润水泥控股有限公司（以下简称“公司”）为 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 亿港币。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、环境健康及安全部等 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9月底，公司合并资产总额551.07亿港元，权益总额267.91亿港元（非控股权益2.76亿港元）。2016年1~9月，公司营业额174.78亿港元，除税前盈利12.85亿港元。

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

三、债券与募集资金使用情况

公司于 2016 年 9 月 6 日发行“16 华润水泥 CP001”，募集资金 5 亿元。截至报告出具日，“16 华润水泥 CP001”所募集资金均按照募集计划进行使用，全部用于偿还子公司银行借款。

四、宏观经济和政策环境

公司业务主要在中国大陆地区开展，中国大陆的经济情况和政策环境对公司影响较大。

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。

中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施

鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

五、行业及区域经济环境

1. 水泥行业分析

（1）行业概况

水泥是一种重要的资源性和影响国民经济发展的基础性产品，目前中国水泥产量占世界总产量的 60%左右。

市场供需

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著，近年来，随着宏观经济放缓，水泥市场景气度持续下行。同时，由于水泥不能长期储存，运输半径较小，水泥产销率一直保持较高水平，水泥库存比较低。

2015 年受固定资产投资增速持续下滑的影响，全年水泥产量 23.48 亿吨，同比下降 5.18%，是自 1991 年以来中国水泥产量首次出现负增长。

2016 年，基础设施建设投资和房地产开发投资的增速增长带动了水泥需求量的回升，全年全国规模以上水泥产量 24 亿吨，同比增长 2.5%。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%。2013年以来，随着中国固定资产投资增速不断下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速均有所下降，中国水泥需求持续疲弱。

近年来，受政策和需求减弱以及资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。2015 年全国新增投产水泥熟料生产线共有 31 条，合计年度新增熟料产能 4712 万吨，比 2014 年减少 2319 万吨，已经连续三年新增产能呈递减走势。

截至 2015 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1764 条（去除部分 2015 年已拆除生产线），设计熟料产能达 18.1 亿吨，实际年熟料产能达到 20 亿吨，累计产能比上年增长 2%。由于 2015 年水泥行业整体需求出现负增长，在产能仍在持续增加的背景下，供需形势更加严峻，2015 年水泥熟料实际产能富余量超过 6 亿吨。

2015 年，从水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑 15.77%；其次是华北地区，水泥产量同比也大幅下滑了 14.60%；西北和华东地区产量也有一定程度的下滑，同比分别下降 7.19%和 8%；中南地区产量仅有小幅下滑，同比下降 1.72%。公司水泥产能主要布局的西南地区表现较好，是全国唯一累计产量为正增长的区域，同比增长 1.30%。

2016 年 1~11 月，华北和西南地区水泥需求增速较快，同比分别增长 8.85%和 8.54%，华东和中南地区需求表现平稳同比分别增长 0.99%和 2.50%，东北和西北地区需求疲弱，同比分别下降 4.34%和 4.35%。

根据近 5 年全国熟料产能利用率的情况看，2015 年为同期最低水平，仅为 67%。2016 年上半年中国水泥熟料产能利用率依旧较低，仅为 64.5%，截至 2016 年 6 月底，全国新型干法水泥生产线累计 1773 条，设计熟料产能达 18.2 亿吨，较 2015 年底变化不大。

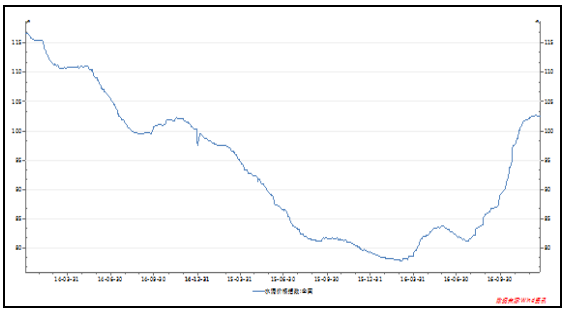
短期内，在需求预期没有明显改善的情况下，产能利用率若想回归合理区间，淘汰落后和过剩产能压力仍较大。长期看，持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得改善。

水泥价格

水泥价格多年在低位徘徊，使水泥在基本建设成本中的所占比例下降到只有3%~4%，水

泥价格的波动对基本建设的影响甚微。

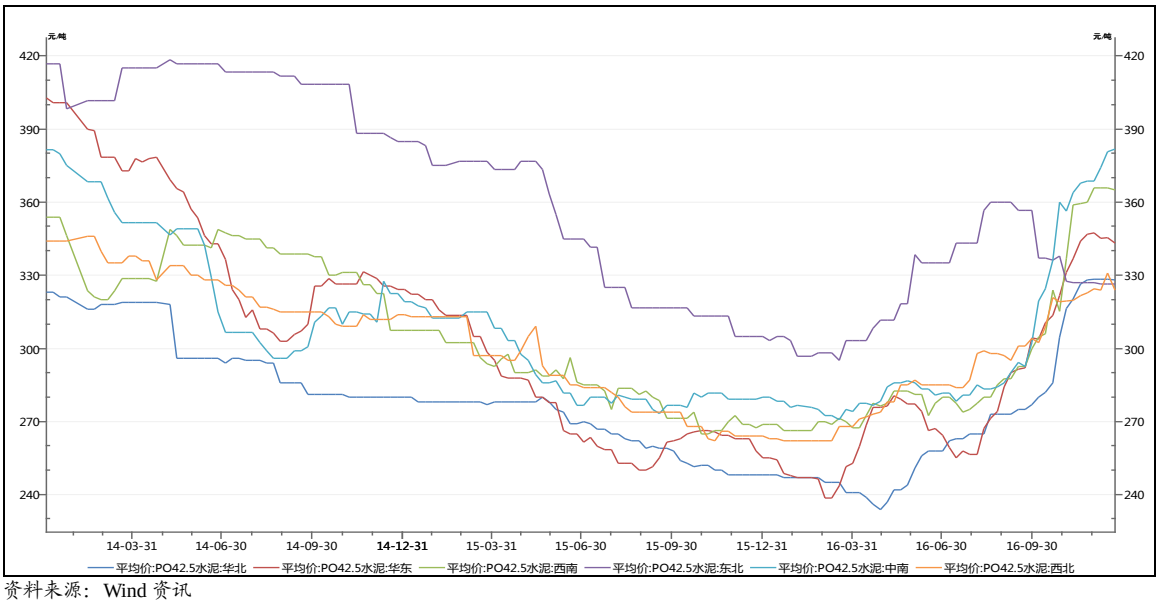
图 1　2014 年以来全国水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

2015 年，在产能过剩和下游需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行。2015 年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降。2016 年 1~2 月为水泥传统淡季，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势，二季度后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，水泥价格开始震荡回升，尤其是下半年以来煤炭价格大幅拉升，对水泥价格上涨也起到了一定推动作用。截至 2016 年 11 月 30 日，全国水泥价格指数 102.12，同比增长 26.90%；全国散装 P.O.42.5 水泥均价为 306.00 元/吨，同比增长 24.39%。

图 2　2014 年以来全国六大区域水泥价格指数



资料来源：Wind 资讯

从区域水泥价格方面看，2015年从区域来看，华北、西北、东北地区价格持续下跌，西南、华东、中南随二四季度有小幅反弹行情，但力度微弱，全年同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑，在第三季度甚至一度跌至六大区域中的最低水平；华北地区水泥价格已在底部的区域，但依旧持续下滑，主要是由于煤价成本下降打开价格下跌空间。2016年，华北地区在金隅水泥、冀东水泥重组和煤价走高的背景下，区域内水泥企业在行业协会协助下有序进行限产，水泥价格多轮上调。华东、中南和西南地区，春节后需求恢复良好，价格启动上涨，随后受天气和水泥企业集中复产影响有所回落，8月份后在行业自律、煤炭价格上升以及查超带来运输成本增加等多种因素下，价格呈上升趋势。东北地区上半年错峰生产执行效果较好，价格有明显上调，下半年有效施工期短，但各地仍无明显赶工迹象，需求逐渐进入淡季，水泥价格稳中有跌。西北地区在需求疲软情况下3月行业自律整体推涨后市场行情基本保持平稳。根据Wind资讯数据显示，2016年11月，华北、华东、西南、东北、中南和西北地区P.O.42.5水泥均价分别为328.20元/

吨、347.00元/吨、360.00元/吨、327.00元/吨、368.67元/吨和322.80元/吨，同比增幅分别为32.34%、31.30%、33.33%、4.36%、32.06%和21.35%。

当前水泥行业受制于需求增长放缓和产能过剩，行业整体景气度不高。预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

行业经济效益

2015年，煤炭价格的进一步下滑未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在行业产能过剩严重及下游需求下滑的形势下，水泥市场呈现出量价齐跌的趋势，企业亏损加大。根据国家统计局统计数据，2015年中国水泥行业累计实现收入8897亿元，同比下降9.4%，行业亏损企业额达到历史新高的215亿元，比2014年增长119%，亏损面达到35%；行业销售利润率仅为3.7%，是近十年以来最低的一年。

2016年1~10月，水泥行业实现销售收入6952亿元，水泥产销量虽小幅回升但上半年价格仍低于2015年同期水平，导致销售收入同比下降1.87%，10月降幅较1~9月下降1.4个百分点，降幅持续收窄；2016年1~10月，水泥全行业实现水泥利润总额332亿元，同比增长47%，增速较1~9月提升13个百分点。10月单月水泥利润总额为83.4亿元，较上月增长31%，单月利润为年内新高。总体来看，2016年水泥行业自律和和抵制恶性竞争意识增强，错峰生产范围和执行力度大，水泥价格有所回升，行业盈利能力有所增强，但联合资信关注到煤炭和物流成本上升对水泥企业利润空间有所挤压。

（2）竞争格局

从全国范围来看，近年来，由于新建产能受到限制，并购成为企业扩大生产规模以增强其市场控制力的主要发展方式，中国水泥产业的集中度不断提高。同时市场集中度的提高也使水泥行业的竞争环境逐步规范，在一定程度上解决了企业产能盲目扩张，价格无序竞争等问题。根据中国水泥协会公布的数据，截至2015年底，前50家大企业集团的水泥熟料设计产能共计13.5亿吨，占全国总产能的75%。其中，前10家大企业集团的水泥熟料产能占全国总产能的54%，预期中的水泥行业并购大潮未在2015年大规模出现。进入2016年，水泥行业联合重组步伐加速，中材集团与中国建筑材料集团战略重组事宜已于2017年2月27日获商务部批准；金隅股份与冀东集团已开始进行战略重组。

表 1　截至 2016 年底全国水泥熟料产能前 10 家企业排名

排名	集团企业名称	熟料产能（万吨/年）
1	中国建筑材料集团有限公司（包含中国中材集团）	40215
2	安徽海螺水泥股份有限公司	20686
3	唐山冀东水泥股份有限公司（包含金隅水泥）	10432
4	华润水泥控股有限公司	6789
5	拉法基豪瑞中国	6557
6	山东山水水泥集团有限公司	5460
7	红狮控股集团有限公司	4396
8	台湾水泥股份有限公司	4067
9	天瑞集团水泥有限公司	3209
10	亚洲水泥（中国）控股公司	2062

资料来源：中国水泥协会

注：1、中国建材产能统计包含其合并范围内南方水泥、西南水泥、中联水泥、北方水泥，中材集团产能统计包含其合并范围内中材水泥、天山股份、祁连山、宁夏建材，现中材集团已整体并入中国建材集团；2、本表中拉法基豪瑞产能含华新水泥、华新托管的拉法基资产以及双马水泥；　3、金隅水泥和冀东水泥已实现重组。故产能与产能排名或已发生变化。

根据中国水泥协会公布的数据，2016 年中国水泥企业熟料产能排名中，中国建材、海螺水泥产能以绝对优势位居第一和第二。

水泥行业具有典型的销售半径，一般来看，水泥的销售辐射在周边 300 公里左右（华东地区在 500 公里左右），超过这个半径，其运输成本的增加将使其销售优势大幅削弱。因此，水泥市场的区域性更为明显，形成了目前多范围、多格局并存的区域水泥市场。

根据地理区位和水泥市场竞争条件的差异，将中国分成 7 个区域分析，其中华东区域为较为稳定的成熟类区域，每年的水泥产销增速基本保持稳定，以新建为主的发展方式已经结束。西南地区受宏观经济环境和地区基本情况影响，水泥行业处于较快增长阶段，虽然水泥产量占比不大，但每年增速较高。西北地区在资源拉动下市场步入发展的快车道。

大型水泥企业通过区域拓展，在提高行业集中度的同时降低行业竞争的无序性，从而有助于中国水泥行业的有序发展。

表 2　水泥行业区域市场环境

区域	所辖省份	优势企业
东北	辽宁、吉林、黑龙江	亚泰集团、中国建材（北方水泥）、山水水泥、天瑞水泥
西北	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆	中材集团（新疆天山、甘肃祁连山、宁夏建材集团、中材水泥）、海螺水泥、西部水泥（尧柏水泥）、金隅股份（冀东水泥）
华北	北京、天津、河北、山西、内蒙古	金隅股份（冀东水泥、金隅水泥）、山水水泥、蒙西集团、中国建材（中联水泥）
华东	上海、江苏、浙江、安徽、江西、山东、福建	中国建材（南方水泥、中联水泥）、中材集团（中材水泥）、安徽海螺、山水水泥、红狮水泥、万年青水泥、亚洲水泥、福建水泥、江苏金峰
中南	广东、广西、海南、河南、湖北、湖南	中国建材（南方水泥、中联水泥）、中材集团（中材水泥）、安徽海螺、华润水泥、华新水泥、天瑞集团、台泥国际、葛洲坝、同力水泥、华盛天涯
西南	重庆、四川、贵州、云南、西藏	中国建材（西南水泥）、安徽海螺、四川峨胜、拉法基豪瑞、四川双马、台泥国际、华润水泥、昆钢水泥、红狮集团、东方希望、华新水泥

资料来源：数字水泥网、联合资信整理
注：中国建材与中材集团重组正在进行中。

（3）上下游分析

上游原材料

水泥的全部成本中，主要分为原材料（石灰石、黏土、耐火材料等）、煤、电、折旧及其他，其中原材料、煤、电、折旧占主导。对于大公司来说，由于大多自有矿山，原材料的成本变化不大，折旧和工资又相对固定，其他各项成本则相对细琐，每项所占比例很小，影响也不大，成本都相对刚性，影响最大的主要在于煤和电。在整个水泥生产成本中燃煤成本接近总成本的36%，电费接近总成本的16%。

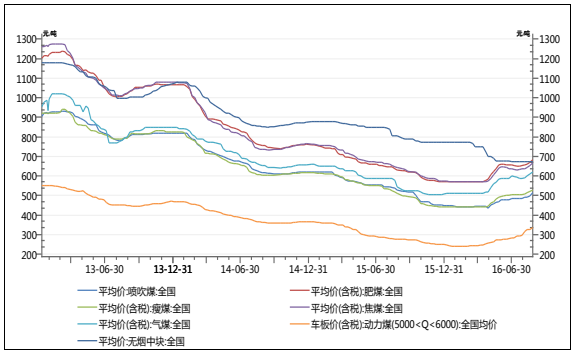
煤炭

2015年以来，煤炭市场呈现持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%，煤炭价格的下跌一定程度上缓解了水泥行业的成本端压力，煤炭价格长期看仍将维持底部整理格局。

2016年5月份以来，随着去产能政策的严格执行，煤炭价格进入上升通道，截至2016年9月末，动力煤价格指数上升至579元/吨，约为2014年一季度的水平。短期来看，煤炭价格的上涨挤压了水泥行业的盈利空间。

图3　截至2016年8月26日国内主要煤炭品种含税均价

（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

电力

2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号)规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。火电上网电价的下调有利于减轻行业成本端压力。

此外，进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价。

由于电价受政府主导，电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。国内水泥行业为了节约成本，目前大部分新型干法水泥生产企业大力发展纯低温余热发电项目，余热发电可提供单位水泥生产约 30%的用电。

下游需求

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%，工业、农业生产建设以及公共事业分别各占水泥市场需求的15%。因此，基础设施建设、房地产投资是拉动水泥需求增长的主导力量。

基础设施建设是水泥需求的主要动力，其中，交通运输、仓储和邮政业，水利环境和公共设施管理业，以及电力、燃气和水的生产和供应业是对水泥需求拉动最直接的行业。2015年，上述三大行业合计的城镇基建固定资产投资累计为13.13万亿元，同比增长17.27%，较2014年增速下降2.66个百分点。近年来，基础设施建设投资增速逐年下降，对水泥行业的需求拉动效应减弱。

房地产投资也是影响水泥需求的关键因素之一。2015年，全国房地产开发投资9.60万亿元，同比名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%），增幅较去年下降9.5个百分点；其中，住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%，增速大幅回落。

2016年前三季度，房地产投资出现企稳回暖趋势，主要是前期刺激政策效果显现，以及国家陆续出台了降息、降低首付比例、公积金政策调整等一系列行业政策所致。前三季度全国房地产开发投资累计7.46万亿元，同比名义增长5.8%（扣除价格因素实际增长7.1%），增速比1~8月份提高0.4个百分点；商品房销售面积105185万平方米，同比增长26.9%；房屋新开工面积122655万平方米，同比增长6.8%；房屋竣工面积57112万平方米，同比增长12.1%。房地产对经济增长的贡献率在8%左右。但随着国庆前后一些重点一二线城市调控措施的出台，房地产市场的增长开始降温，后续发展有待观察。

2016年以来，基础设施投资始终保持平稳较快的增长态势。前三季度，基础设施投资83245亿元，同比增长19.4%，占全部投资的比重为19.5%。中西部地区基础投资呈高速增长。前三季度，中部地区基础设施投资18791亿元，同比增长23.6%，增速比1-8月份加快0.4个百分点；占全部基础设施投资的比重为22.5%，比去年同期提高0.7个百分点。西部地区基础设施投资29630亿元，同比增长32.7%；占全部基础设施投资的比重为35.6%，比去年同期高7.8个百分点。

总的来看，房地产开发投资的企稳回升和基础设施建设投资的平稳较快增长对水泥需求形成了支撑。但同时也要看到，国内外经济环境依然复杂严峻，投资增速企稳回升的基础尚不牢固；另外在热点城市房地产市场调控政策和三、四线城市去库存压力的作用下，房地产投资走势仍有较大不确定性。未来水泥下游需求行业的走势仍需要加强关注。

（4）行业政策和关注

2016年是“十三五”的开局年，随着水泥产能过剩问题的日益凸显，不管是中央还是地方都出台了化解水泥过剩产能的规划目标和政策手段；而针对近年来日益严重的空气质量等环境问题，相关部门也对水泥的电耗、煤耗、污染源排放计划出台了规范和针对性的调控措施。

2016年，国务院办公厅发布了水泥行业“十三五”期间供给侧改革的纲领性文件《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34号，以下简称“34号文”）。34号文设定了到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；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；建材工业效益好转，水泥、平板玻璃行业销售利润率接近工业平均水平，全行业利润总额实现正增长的目标任务。文中还提出了严禁新增产能、淘汰落后产能、推进联合重组、推行错峰生产等压减过剩产能和提升水泥制品的意见，以及优化产业政策、加大金融支持、严格执法监督、发挥协会作用的支持政策。配合34号文，各省也根据自身的水泥供需情况制定了去产能目标和规划，但各地去产能目标差异较大，河南省、山东省、湖北省、广东省、河北省等水泥大省在水泥方面去产能力度较大。

具体来看，2016年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①严禁备案和新建新增产能项目、依法依规淘汰不达标产能。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；强化依法行政和标准实施，对经整改达不到环保、能耗、安全、质量等强制性标准要求的产能，依法有序关停退出。逐步淘汰砖瓦轮窑。②实行差别化政策，倒逼过剩产能退出。开展能耗、排放等对标达标，明确了到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；贯彻落实高耗能行业差别电价、阶梯电价等政策，研究提高享受资源综合利用财税政策的技术门槛，倒逼竞争乏力产能主动退出。③支持优势企业搭建产能整合平台，利用市场化手段推进联合重组，并结合联合重组、技术改造，主动经营性压减过剩产能。④推进水泥窑协同处置、资源化利用城市和产业废弃物。实施水泥窑炉能量梯级利用、能效提升改造，高效节能粉磨粉尘低成本、高效减排改造，高硫石灰石地区氮氧化物、二氧化硫综合减排改造。

表 3　2016 年以来水泥行业相关政策

发布时间	相关文件/会议	水泥相关政策要点
2016.1.21	《关于水泥企业用电实行阶梯电价政策有关问题的通知》（发改价格[2016]75 号）	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
2016.5.18	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号）	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；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。
2016.9.19	工信部《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。
2016.10.12	《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》（工信部规〔2016〕315 号）	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。第一项就提到，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。
2016.10.28	《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》（工信部联原[2016]351 号）	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。
2016.11.8	《关于提高机电、成品油等产品出口退税率的	水泥回转窑出口退税率提高至 17%。

	通知》（财税 [2016]113 号）	
2016.12.7	国务院印发“十三五”生态环保规划的通知	支持水泥窑协同处置城市生活垃圾和引导和规范水泥窑协同处置危险废物

资料来源：数字水泥网、工信部官方网站、联合资信整理

从政策内容看，主要涉及过剩行业项目建设产能置换方案、逐步取消32.5复合硅酸盐水泥、更改增值税退税比例及条件、促进绿色建材生产和水泥窑协同处置生活垃圾等方面，较以往的从严控新增产能、淘汰落后产能、规范行业准入、清理违规在建等调控水泥过剩产能的手段有所创新。

总体看，34号文奠定了水泥行业稳增长、去产能和调结构的发展基调。严禁新增产能，差别化政策，错峰生产监察增强、范围扩大，行业效益提升的同时推进绿色经济，行业政策较以往更为严格、手段更为多样化，供给侧结构改革初见成效。

（5）行业发展

展望 2017 年水泥行业，从行业需求来看，2016 年固定资产投资增速在供给侧结构性改革不断推进和稳增长政策效应持续释放的共同作用下，呈现企稳态势，其中基建投资和房地产投资拉动作用显著，水泥需求量有所回升。2017 年国内外经济环境依然复杂严峻，产能过剩和市场需求不振的压力仍在；房地产投资在三四线城市库存压力仍较大、前期土地价格偏高、房企购置土地增速低迷以及各地楼市调控政策密集出台的大背景下增速回调可能性较大，但中央经济会议也提到了房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地，未来房地产投资回调幅度可能不深。基建投资仍政府稳投资的重要手段，随着“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、轨道交通建设、地下综合管廊建设和改造等利好政策的落地实行，未来随基建新开工项目放量、PPP 项目逐步落地，基建投资有望保持较高增速。总体来看，水泥行业需求基本面难以显著性改善，2017 年水泥产量或随固定资产投资增速稳中有降。

从行业供给来看，2016 年新增产能同比继续下滑，34 号文也已明确严禁新增产能，2017 年新增产能同比增速将保持继续下滑。对于水泥行业，化解过剩产能和升级产品结构仍是供给侧改革的着力点。化解过剩产能主要通过严控新增产能、提高节能环保要求淘汰产能、严格执行错峰生产、积极推动联合重组提高区域内行业集中度。供给侧结构性调整方面，继续推动取消 32.5 标号水泥，取消 32.5 标号水泥将减少外卖至粉磨站的熟料，因此间接地限制了来自水泥粉磨站的水泥产量，且 42.5 水泥所用熟料占比较高，低标号水泥的取消将可压缩熟料产能。

另外，2016年各地区水泥企业行业自律和抵制恶性低价竞争意识增强对水泥价格的多轮推涨和水泥企业盈利水平的改善起到了重要作用，行业自律有望持续。而上游煤炭价格经历2016年的大幅上涨，2017年呈震荡调整态势上下调区间均有限，加之货运成本呈上升调试，水泥成本端支撑强。综合供需情况、行业竞合和上游原材料判断，水泥价格或将继续稳步回升。

2. 区域经济

公司经营范围主要位于广东、广西和福建。2013~2015年广东省GDP增速分别为9.47%、8.54%和7.38%；广西省GDP增速分别为10.85%、8.46%和7.21%；福建省GDP增速分别为11.00%、10.00%和8.00%。三省份经济发展较快，2015年经济增速均超过全国平均水平。

2013~2015年广东省全社会固定资产投资增速分别为18.97%、17.87%和15.80%；广西省全社会固定资产投资增速为21.40%、16.25%和17.23%；福建省全社会固定资产投资增速为23.21%、18.60%和17.20%。三省份固定资产投资高位运行。

进入2016年以来，房地产开发投资企稳回

升，基础设施建设投资保持平稳较快发展，宽信用等稳增长政策对短期经济增长的推动作用逐渐体现。受此影响，2016年前三季度GDP同比增长6.70%，增速回落幅度明显小于2012年以来的历史同期水平，经济短周期企稳。而公司目前主要布局的华南地区经济运行相对较好，主要经济指标大多优于全国平均水平：据初步核算，2016年前三季度，广东、广西和福建三省GDP增速分别为7.30%、7.00%和8.40%；固定资产投资增速分别为12.30%、13.70%和9.60%，三省固定资产投资增速均高于全国平均水平（8.20%）；房地产开发投资增速分别为18.00%、18.70%和0.10%，两广地区明显高于全国平均水平（5.80%），福建地区则大幅低于全国平均水平，接近零增长。

根据中国国家统计局数据，2015年全年，全国水泥产量为23.48亿吨，同比下降5.18%，其中公司有业务布局的广东、广西、福建、海南、山西、云南及贵州的水泥产量分别为14490万吨、11060万吨、7750万吨、2230万吨、3570万吨、9310万吨及9910万吨，较去年同期变化分别为-1.7%、3.9%、0.2%、3.4%、-21.4%、-2.0%及5.6%。2016年前三季度，全国水泥产量较去年同期增长2.60%至17.65亿吨，累计增速止跌反弹，主要是房地产开发投资的恢复性增长拉动了水泥需求的快速回升。

总体来看，2015年以来国民经济下行压力加大，但考虑到2016年以来稳增长政策效果显现，宏观经济出现短周期企稳回升趋势，以及公司业务重点布局的华南地区固定资产投资增速高于全国平均水平，“一带一路”等利好政策对基础设施建设领域促进作用较大，未来该区域水泥需求仍比较可观，行业发展空间仍较为广阔。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 9 月底，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（详见附件 1-1）。

2. 企业规模

公司是国家重点支持的大型水泥企业集团之一。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。截至 2015 年底，公司业务覆盖广东、广西、福建、海南、山西、云南、贵州、内蒙古及香港等地区，公司经营 91 条水泥粉磨线及 42 条熟料生产线，水泥及熟料的年产能分别为 7930 万吨和 5630 万吨，公司经营混凝土搅拌站 58 座，年产能为 3450 万立方米；此外，公司通过拥有联营公司及合营公司的股权，合计拥有的权益产能分别为水泥 1920 万吨、熟料 1340 万吨及混凝土 340 万立方米。公司水泥、商品混凝土产能位居全国前列。

3. 人员素质

截至 2016 年 12 月 31 日，公司董事局成员共 11 位，其中包括执行董事 3 位，非执行董事 4 位，独立非执行董事 4 位；高级管理人员 16 位，均具有丰富的企业管理经验。

截至 2015 年底，公司在职员工 23663 人。按教育程度分类，初中及以下占 23.40%，高中和中专学历占 46.40%，大专学历及以上占 30.20%；从年龄结构看，29 岁及以下占 36.40%，30~49 岁占 60.10%，50 岁以上占 3.50%。

总体看，公司管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工以中青年为主，符合行业发展要求，较好地满足公司经营需要。

4. 技术水平

公司大力推动水泥行业的绿色发展和节能减排工作。为符合最新国家《水泥工业大气污

染物排放标准》，公司所有的 42 条生产线均为新型干法熟料生产线并已全部完成脱硝设备改造，达到最新的国家氮氧化物排放标准。粉尘排放方面，截至 2015 年底，公司已完成 31 个项目的收尘系统改造，预计 2016 年可完成所有生产线的升级改造工作。

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。

公司十分重视和积极参与企业公民建设，长期践行循环经济和节能减排等对社会和生态环境有益的事业。余热发电、大量使用脱硫石膏和粉煤灰、水煤浆代替重油等节能减排工艺在生产过程中不断得到应用，并取得瞩目成果。公司在城乡生活垃圾协同处置项目取得突破性进展，与国际水泥设备生产商合作并积极推广其有关技术及相关经验。2015 年 11 月，公司注册成立华润环保工程投资有限公司，以专注于绿色环保项目，包括水泥窑协同处理城乡生活垃圾、市政污泥及危险废弃物等项目的发展。2015 年 12 月，公司位于广西宾阳县水泥基地的首个城乡生活垃圾协同处置项目投入运作，截至 2016 年 6 月底，该项目已累计处置原生态生活垃圾超过 5 万吨，所有相关指标均符合国家标准要求。公司正与各运营区域内的政府相关部门商谈进一步推广利用现有水泥窑协同处置生活垃圾的计划，协助地方政府解决生活垃圾处理难题。公司现时亦正积极研究并推动水泥窑协同处置污泥和危险废弃物的技术应用。

总体看，公司环境保护、经济效益并重，生产技术处于行业较高水平，积极履行企业公民义务并坚持绿色可持续发展道路。

5. 外部环境

股东支持

公司定位为资源型创新驱动发展企业，是华润集团七大业务单元的重要组成部分，是华润集团水泥及混凝土业务的经营主体。

人员支持方面，公司董事会中有四名成员来自华润集团，为公司战略发展、人力、财务等方面提供更加专业的支持；财务方面，公司通过互贷协议获得华润集团较大资金支持；此外，公司作为华润集团的核心业务中心，在内地及香港资本市场拥有较强的融资能力。

财税优惠

税收优惠方面，根据《财政部国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》（[2008]156 号）和《财政部国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的补充通知》（财税[2009]163 号），对满足“采用旋窑法工艺生产的水泥（包括水泥熟料）或者外购水泥熟料采用研磨工艺生产的水泥，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于 30%”条件的自产水泥（包括水泥熟料）实行增值税即征即退政策。截至 2015 年底，公司下属水泥生产基地共有 10 家享受资源综合利用的增值税即征即退优惠。

2015 年 6 月 12 日，财政部和国家税务总局两部委印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》（以下简称“目录”）的通知。目录将符合以下标准和条件的水泥、水泥熟料增值税退税比例调整为 70%：1））42.5 及以上等级水泥的原料 20%以上来自废渣，其他水泥、水泥熟料的原料 40%以上来自废渣；2）纳税人符合《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915—2013）规定的技术要求。截至 2015 年底，公司共有 10 家生产基地享受资源综合利用的增值税退税 70%的优惠政策。此次增值税退税政策的调整使原先不能享受优惠退税政策的 42.5 及以上等级水泥获得实质受益，同时降低了 32.5 等级水泥的退税比例，提高了掺比要求；并明确了获益的环保条件，在环境标准上更加严格。本次增值税优惠税率的调整短期内对公司退税总额有一定影响，但对淘汰落后产能、优化竞争格局方面起到了积极作用。

总体来看，公司已经成为华南区域重要的水泥及混凝土生产企业，在股东支持、税收优惠等方面得到较大支持。

七、管理分析

2016 年 9 月 21 日，公司发布的《执行董事、总裁及执行委员会成员之变更》公告称，原公司执行董事、总裁潘永红先生因华润集团系统其他工作分配而辞任本公司执行董事、总裁及本公司执行委员会成员的职务；同时，自 2016 年 9 月 22 日起，委任纪友红先生为公司执行董事、总裁及执行委员会成员。

现任公司执行董事、总裁纪友红先生，52 岁，自二零一六年九月起获委任为公司的执行董事及行政总裁，彼为公司执行委员会成员。于二零零三年十月加入本集团，曾担任本公司多个管理职务，包括多家水泥及混凝土附属公司之总经理，自二零零八年十一月起至二零一二年十二月为市场总监，以及自二零一二年四月起至二零一六年九月为广西大区总经理，现为本公司多家附属公司之董事。纪先生获广西壮族自治区民营企业高级工程师评委会评为建筑材料高级工程师。彼毕业于中国南京工学院（现称为东南大学），于一九八五年获工学学士学位，并于一九八八年获无机及非金属材料硕士学位。彼在建筑材料工程及市场方面拥有逾二十八年经验，现为广西水泥协会会长。

此次公司执行董事、总裁及执行委员会成员变更事项对公司的正常经营无重大影响。除此之外，公司在其他高管人员及管理体制等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

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，以销量统计为最大的混凝土生产商。公司水泥产品主要包括复合硅酸盐水泥 P.C32.5（R）、普通硅酸盐水泥 P.O42.5（R）、52.5 和 II 型硅酸盐水泥 P.II42.5R、52.5R，产品主要用于修建基建工程如水电站、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。

2013~2015 年，随着水泥、熟料和混凝土新生产线的不断投产，公司产品产能不断增大，但受宏观经济增速下行及水泥行业产能过剩影响，公司营业额有所下降；2015 年营业收入 267.79 亿港元，同比下降 18.03%。从收入构成来看，水泥业务一直是公司的主要业务，且水泥主业占比逐年增大，2015 年公司水泥业务占营业额比重为 77.33%，熟料收入占比为 3.51%，混凝土占比 19.16%。

从盈利能力来看，公司水泥、熟料、混凝土销售均价先增后减，2013~2015 年，公司主营业务毛利率波动下降，分别为 28.49%、31.30%和 23.96%；分板块来看，水泥和熟料业务毛利率近三年波动下降，2015 年分别为 23.40%和 9.70%，同比分别下降 10.20 个和 16.50 个百分点，主要系受水泥行业产能过剩，水泥及熟料销售价格大幅下降影响。同期混凝土业务毛利率持续增长，主要系水泥售价下降所致，2015 年该板块毛利率为 28.80%，同比增长 4.60 个百分点。

公司其他收入主要包括政府奖励、出售废料、利息收入、租金收入以及出售子公司收益等，2013 年以前，汇兑收益计入其他收入，2013 年，将汇兑收益从其他收入中剥离。2013 年，由于人民币兑其他货币升值，公司以非人民币计值的借款净额产生汇兑收益 4.16 亿港元；2014 年和 2015 年，公司汇兑损失分别为 0.35 亿港元和 9.03 亿港元，系汇率贬值所致。

2015 年，公司其他收入为 4.72 亿港元，剔除 2014 年公司出售附属公司的收益 1.47 亿港元外，公司其他收入同比增长 8.40%，主要系节能项目的政府补贴增长所致。2013~2015 年，公司取得政府奖励分别为 2.10 亿港元、2.08 亿港元和 2.41 亿港元，政府奖励主要指地方政府的退税、营运补助及能耗减少的奖励。

2016 年 1~9 月，公司实现营业额 174.78 亿港元，较去年同期下降 11.51%，主要系本期公

司水泥售价进一步下跌影响；同期，公司综合毛利率为 25.33%，较 2015 年上升 1.37 个百分点，其中，公司水泥业务毛利率有所回升，主要系本期公司煤炭采购价格持续下跌所致。

表 4　公司主营业务收入情况（单位：千港元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 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	21571667	73.52	31.00	24359503	74.56	33.60	20706812	77.33	23.40	13691133	78.33	24.90
熟料	1925810	6.56	13.70	1580455	4.84	26.20	941060	3.51	9.70	518336	2.97	7.00
混凝土	5843142	19.92	23.90	6728952	20.60	24.20	5130799	19.16	28.80	3268312	18.70	30.00
合计	**29340619**	**100.00**	**28.49**	**32668910**	**100.00**	**31.30**	**26778671**	**100.00**	**23.96**	**17477781**	**100.00**	**25.33**

资料来源：公司年报、三季报

2. 公司业务

产能变动

截至 2015 年底，公司经营 91 条水泥粉磨线及 42 条熟料生产线，水泥及熟料的年产能分别为 7930 万吨和 5630 万吨。公司经营混凝土搅拌站 58 座，年产能为 3450 万立方米。

此外，公司通过拥有联营公司及合营公司的股权，合计拥有 85 条水泥粉磨线、39 条熟料生产线及 15 座混凝土搅拌站，总产能为水泥 5810 万吨、熟料 4040 万吨及混凝土 740 万立方米，此类产能主要位于广东、福建及内蒙古。根据公司对联营公司及合营公司的权益计算，公司应占的产能分别为水泥 1920 万吨、熟料 1340 万吨及混凝土 340 万立方米。

表 5　截至 2015 年底公司经营水泥、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	生产线数量	年产能
广东	22	20.5	8	10.9	25	15.3
广西	35	31.2	17	25.0	21	12.4
福建	14	10.1	6	7.0	--	--
海南	5	4.4	3	3.3	5	3.0
山西	6	6.0	3	4.6	1	0.6
云南	7	5.1	4	3.9	1	0.6
贵州	2	2.0	1	1.6	--	--
浙江	--	--	--	--	2	1.1
香港	--	--	--	--	3	1.5
合计	**91**	**79.3**	**42**	**56.3**	**58**	**34.5**

资料来源：公司年报

2013 年，公司完成建设一条位于山西长治的日产 4500 吨熟料生产线及两条水泥粉磨线，使公司的熟料及水泥总年产能分别增加 140 万吨及 200 万吨；新增五座混凝土搅拌站，使公司的混凝土总年产能增加 290 万立方米。由于两条位于山西的日产 1200 吨熟料生产线在经济上不符合新环保排放标准，公司于 2013 年决定关停此两条熟料生产线。

2014 年，公司水泥生产线较 2013 年合计新增 5 条，水泥年产能增加 280 万吨；熟料生产线数量新增 2 条，熟料年产能新增 380 万吨，其中一条位于贵州金沙县的一条日产 5000 吨熟料生产线及两条水泥粉磨线投产，金沙项目是公司在贵州的第一条生产线；另一条位于云南弥渡县的一条日产 5000 吨熟料生产线及两条水泥粉磨线投产；2014 年，公司混凝土生产

线较 2013 年减少 6 条，混凝土年产能下降 340 万立方米，主要系 2014 年公司将持有的在福建省布局的全部混凝土公司股权注入福建省建材（控股）有限责任公司，并缴付现金 4.79 亿港元，以取得福建省建材（控股）有限责任公司 49%股权；同期，公司四座混凝土搅拌站新投产，使公司混凝土总年产能增加 230 万立方米。

2015 年，公司新增一条位于广东廉江年产能 100 万吨的水泥粉磨线、一条位于广东封开年产能 160 万吨的熟料生产线，混凝土搅拌站数量新增 3 座，年产能增加 180 万立方米。

2015 年 9 月，公司下属公司与昆明钢铁控股有限公司（以下简称“昆钢控股”）及其子公司云南昆钢水泥建材集团有限公司（以下简称“昆钢水泥”）在深圳签署增资扩股协议，公司需以现金向昆钢水泥注资 15.15 亿元。2015 年 10 月，本次注资事项已完成，昆钢水泥更名为“云南水泥建材集团有限公司”（以下简称“云南水泥”），昆钢控股持有其 60%股权，公司持有其 40%的股权，与公司在云南的水泥产能合计约 3000 万吨，成为云南省规模最大的水泥企业。2015 年 12 月，公司下属公司与昆钢控股及云南水泥订立补充协议，公司须以现金向云南水泥额外注资 7.57 亿人民币，当月公司额外注资事项已完成，公司持有云南水泥权益比例上升至 50%。

此外，协议约定公司将按其于云南水泥之股权权益比例向云南水泥提供财务资助（包括股东贷款），上限为 11.5 亿人民币。财务资助乃拟为协助云南水泥偿还部分欠昆钢控股的股东贷款。

总体来看，近年来，公司混凝土布局持续快速扩张，新建混凝土站点不断增加；水泥、熟料生产线新增产能相对较少，且 2014 年以来，新增产能、并购等主要集中于水泥需求持续增长的西南地区。

表 6　公司产品产能利用率情况（单位：%）

产品	2013 年	2014 年	2015 年
水泥	94.0	99.3	99.5
熟料	118.9	117.1	113.3
混凝土	43.2	42.4	36.3

资料来源：公司年报

注：公司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，而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。

2013~2015 年，公司水泥产能利用率呈现增长态势，熟料、混凝土产能利用率持续下降。2015 年，公司水泥、熟料及混凝土生产线的产能利用率为 99.5%、113.3%及 36.3%，较 2014 年分别变动 0.2 个、-3.8 个和-6.1 个百分点。相较于其他水泥企业，公司水泥、熟料产能利用率很高。

原材料采购

公司水泥生产所需原材料和能源主要为煤炭、石灰石、电力以及粉煤灰、煤渣等其他材料，煤炭、电力、石灰石在水泥制造成本中占比较大。

水泥生产成本方面，2015 年，公司煤炭的平均发热量上升 0.8%至每公斤 5272 千卡，公司生产每吨熟料的单位煤耗 147.9 公斤，同比下降 1.90%。由于较低的煤炭价格及单位煤耗的改善，2015 年，公司生产每吨水泥的平均煤炭成本为 64.7 港元，同比下降 19.00%。煤炭成本占 2015 年水泥销售成本的 31.2%，同比减少 3.80 个百分点。2015 年，公司生产每吨水泥的平均电力成本为 38.9 港元，同比下降 5.60%，公司改善电耗，每吨水泥的电耗为 74.6 千瓦时，同比下降 2.48%；2015 年，公司余热发电设备共发电 19.17 亿千瓦时，同比增长 4.80%，余热发电发电量占所需电耗约 31.6%，使公司节省成本约 11.45 亿港元。电力成本占 2015 年水泥销售成本约 18.7%。

表 7　近年来公司吨水泥销售成本结构（单位：港元、%）

成本构成	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
煤炭	85.6	38.2	79.5	35.0	64.7	31.2
电力	41.1	18.3	41.2	18.1	38.9	18.7
原材料	49.3	21.9	53.1	23.4	49.9	24.0
其他	48.5	21.6	53.2	23.5	54.0	26.1
合计	**224.5**	**100.0**	**227.0**	**100.0**	**207.5**	**100.0**

资料来源：公司年报

公司的石灰石主要来自于自备矿山，已完成勘察的石灰石资源储量 48.31 亿吨，矿权内保有资源储量 24 亿吨，分布在广东、广西、福建、海南、山西、贵州等地，基本可以满足水泥熟料生产线 30 年以上的需求。公司熟料生产基地多设立于石灰石矿山附近。

在中国煤炭市场持续下行的趋势下，公司采取短周期及多渠道的采购策略。2015 年，公司煤炭采购均价为 545 港元/吨，同比下降 17.42%；总采购量为 930 万吨，与 2014 年持平；其中约 75%、19%及 6%分别采购自中国北方地区、公司生产基地周边地区及澳洲。2015 年，公司向煤炭供货商直采比例约 74%。总体来看，随着近年来中国煤炭行业低迷，煤价持续下跌，公司从国内北方地区采购的煤炭占比逐步增长，从越南等海外国家进口煤炭量显著下降。

表 8　公司煤炭采购情况（单位：万吨、港元/吨、%）

煤炭		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购量合计		870	910	930	930
采购均价		795	691	660	545
采购区域占比	中国北方地区	47	57	73	75
	公司生产基地周边地区	16	17	17	19
	越南	33	18	2	0
	其他国家	4	8	8	6

资料来源：公司年报

注：2015 年度其他国家主要是澳洲。

产品销售

公司执行全产全销的市场策略，近三年，受益于华南地区宏观经济不断发展，公司水泥对外销量不断增长。2015 年，公司水泥、熟料及混凝土对外销量分别为 76721 千吨、4632 千吨及 12311 立方米，同比分别增长 6.5%、-21.7%和-22.7%。公司熟料生产以自用生产水泥为主，多余部分对外销售。同时，公司主动减少淡季时的熟料对外销售，以稳定旺季水泥价格。

2015 年，公司销售的水泥产品中约 63.2%的等级为 42.5 或更高等级，袋装销售比例为 52.5%。2015 年，用于公司混凝土生产的内部水泥销量为 2700 千吨，占水泥总销量的 3.4%。2015 年，水泥、熟料及混凝土的平均售价分别为 269.9 港元/吨、203.2 港元/吨和 416.8 港元/立方米，同比分别下降 20.2%、24.0%及 1.4%；主要系中国经济放缓，水泥产品需求低迷所致。

2016 年前三季度，水泥、熟料及混凝土的平均售价进一步下滑，分别为 240.3 港元/吨、176.4 港元/吨和 370.6 港元/立方米；当期公司水泥、熟料及混凝土对外销量分别为 56964 千吨、2939 千吨及 8820 立方米。

表 9　公司水泥、熟料和混凝土销量和售价情况
（单位：千吨、立方米、港元/吨、港元/立方米）

销量	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
水泥	67143	72025	76721	56964
熟料	7774	5914	4632	2939
混凝土	15205	15920	12311	8820
平均售价	**2013 年**	**2014 年**	**2015 年**	**2016 年 1~9 月**
水泥	321.3	338.2	269.9	240.3
熟料	247.7	267.2	203.2	176.4
混凝土	384.3	422.7	416.8	370.6

资料来源：公司年报、三季报
注：销量数据均为对外销售数据。

公司水泥销售主要布局区域为广东、广西、福建、海南、山西、云南和贵州，2015 年，上述各区域水泥销售收入占比分别为 42.83%、29.23%、10.00%、7.74%、2.60%、5.42%和 2.18%，其中，广东和广西两省占比较高，2015 年，广东和广西水泥销量分别为 30748 千吨和 22317 千吨，公司水泥销量在两省的市场占有率分别为 21.22%和 20.18%；从销售价格来看，公司在广东和海南销售均价较高，2015 年分别为 288.4 港元/吨和 317.8 港元/吨，受北方水泥企业竞争激烈影响，山西销售均价仅为 176.5 港元/吨。2016 年 1~9 月，公司各区域水泥销售收入占比波动不大，但受下游固定资产投资增速放缓，需求持续低迷影响，大部分区域水泥销售均价出现较大程度的下滑；其中福建、广东、广西降幅最大，较 2015 年的平均销售价格分别下降 36.5 港元/吨、35.6 港元/吨和 26.4 港元/吨。

表 10　近年来公司各布局区域水泥销售情况（单位：千吨、港元/吨、千港元）

省份/自治区/特别行政区	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 月		
	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	销量	平均售价	营业收入
广东	23238	344.2	7998564	29338	373.3	10953024	30748	288.4	8868234	21173	252.8	5351775
广西	23507	307.3	7223116	20380	321.2	6545758	22317	271.2	6052878	17086	244.8	4182239
福建	9436	309.4	2919213	9091	308.8	2807233	8660	239.2	2071239	6795	202.7	1377284
海南	4014	345.2	1385493	5012	403.2	2020860	5046	317.8	1603444	3481	297.0	1033809
山西	3803	266.9	1015181	3797	208.9	793025	3047	176.5	537938	2521	157.0	395832
云南	3145	327.5	1030100	3643	284.5	1036507	4686	239.4	1121889	4176	244.7	1022049
贵州	--	--	--	764	265.8	203096	2217	203.5	451190	1732	189.5	328145
合计	**67143**	**321.3**	**21571667**	**72025**	**338.2**	**24359503**	**76721**	**269.9**	**20706812**	**56964**	**240.3**	**13691133**

资料来源：公司年报、三季报

公司销售的水泥主要用于基础设施建设、房地产开发以及民用领域，2015 年，三者销量近乎持平；当期公司前五大客户的销售总额占公司销售总额比重和前五大供货商的采购总额占比均小于 30%，集中度尚可。

销售物流运输方面，公司采用水运、汽运、中转站等多元物流管道，公司在广东省和福建省启动了全球卫星定位调度管理系统，以加强汽车运输配送工作。截至 2015 年底，公司通过自有船舶及招标运输服务在西江流域掌控了 71.5 万吨船舶运输运力，年运输能力达 3200 万吨，此外，公司持有 49%股权权益的广西润桂船运有限责任公司拥有船只 80 艘、10 万吨运力，年运输能力达 450 万吨，利于公司水泥、熟料由广西通过水运至广东进行销售。公司掌控 53 个中转库（主要布局在广东珠三角地区），年中转能力达 3940 万吨，公司在珠三角地区“水运+中转”的物流运输优势较为明显，降低水泥运输成本。

安全环保

截至 2015 年底，公司所有熟料生产线均配备新型干法技术及余热发电设备，全部已完成脱硝设备的改造，达至新的国家氮氧化物排放标准。截至 2015 年底，公司已完成 31 台袋收

尘改造，剩余预计将在2016年内全部完成。目前各生产线颗粒物排放浓度均符合国家最新颗粒物排放标准每立方米30毫克。

在建及拟建项目

2015年，公司已批准并启动的项目为兴建六座总年产能为 360 万立方米的混凝土搅拌站，计划总投资约2.86亿港元。截至2015年底，公司正在建设中的重大项目包括广东封开县生产线（熟料总产能为310万吨）、贵州安顺市生产线（水泥及熟料总产能分别为200万吨及140万吨）、广西合浦县生产线（水泥及熟料的总产能分别为200万吨及160万吨）等，下表列示的为截至2015年底公司未来需要进行资本支出的项目，公司未来仍需支出项目建设资金约45.16亿港元。2016年和2017年，公司资本开支总额预计分别约为35.16亿港元和19.27亿港元，将通过公司自身经营及外部筹资解决，但资金集中支付压力较大。目前水泥行业产能已过剩，上述项目达产后的经济效益有待持续关注。

表11　截至2015年底公司未来资本支出计划（单位：百万港元）

项目	计划总投资	截至2015年底已付款项	尚未支付资本支出
兴建广东封开县生产线（熟料总产能为3100000吨）	2940.5	1745.1	1195.4
兴建贵州安顺市生产线（水泥及熟料总产能分别为2000000吨及1400000吨）	1499.1	312.3	1186.8
兴建广西合浦县生产线(水泥及熟料的总产能分别为2000000吨及1600000吨）	1268.2	363.9	904.3
兴建广东廉江市生产线（水泥及熟料总产能分别为3000000吨及1860000吨）	1825.1	908.8	916.3
广西宾阳县水泥基地兴建一套日处理量为300吨的城市垃圾共同处理设备	134.2	78.7	55.5
兴建6座混凝土搅拌站（混凝土总产能为3600000立方米）	285.9	28.2	257.7
总计	**7953.0**	**3437.0**	**4516.0**

资料来源：公司年报

经营效率

2013~2015年，公司销售债权周转次数分别10.32次、10.84次和10.64次；存货周转次数持续增长，分别为9.42次、10.45次和10.93次；公司总资产周转次数波动下降，分别为0.55次、0.58次和0.48次。

总体而言，公司经营效率一般。

3. 未来发展

中国基建的加快建设、房地产市场逐步回暖，以及“一带一路”、“十三五”规划的长远国策，将有助稳定水泥行业的中长期需求。公司将坚持“3（资源掌控、资源转化、资源分销）+2（系统成本最低、区域市场领先）”发展战略，透过资源掌控、资源转化及资源分销，达至区域内系统成本最低，以及市场领先的地位。在推动内容精益管理、降本增效的同时，公司继续于所在区域寻求并购的机会，加强研发和创新，推动绿色发展。

七、财务分析

公司提供的2013~2015年财务报表经德勤关黄陈方会计行审计，审计意见为：该等综合财务报表根据香港财务报告准则真实与公平地反映近三年事务状况、盈利及现金流量，并已按照香港公司条例的披露规定妥为编制。公司提供的2016年三季度财务报表未经审计。公司综合财务报表按《香港财务报告准则》编制。

2013年，公司财务报表合并范围的变化主要来自新收购的海南五指山大江南水泥有限公司（后更名为华润水泥（五指山）有限公司）；2014年的变化主要是华润水泥（福建）有限公司、华润混凝土（福清）有限公司等9家混凝土子公司的减少，系公司将福建区域内的混凝土公司的股权价值全部注入福建省建材（控股）有限责任公司（以下简称“福建建材”），公司持股福建建材49%，福建区域内的混凝土公司不再并入合并报表所致。2015年，公司合并报

表范围新增华润混凝土（容县）有限公司和华润混凝土（遂溪）有限公司。

公司近年合并范围的变化主要是混凝土站点的增减，系公司根据区域市场消费情况进行相应的调整且涉及均为孙公司，对公司合并报表的财务数据影响不大，财务数据可比性较强。

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（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9月底，公司合并资产总额551.07亿港元，权益总额267.91亿港元（非控股权益2.76亿港元）。2016年1~9月，公司营业额174.78亿港元，除税前盈利12.85亿港元。

1. 盈利能力

受宏观经济疲弱及下游需求行业景气度下行影响，2015年国内水泥及熟料价格较2014年降幅较大，2015年公司实现营业额267.79亿港元，同比下降18.03%。同期，公司营业成本为203.61亿港元，较2014年下降9.28%，营业成本降幅低于营收降幅，主要系原料、燃料等价格的下降和系统成本降低所致。

期间费用方面，2015年公司期间费用为47.62亿港元，同比下降7.50%，主要系销售费用和管理费用下降所致。2015年，公司期间费用占营业收入的比重为17.79%，由于公司期间费用降幅不及营收降幅，该项占比较2014年提高了2.03个百分点。在营收大幅降低的背景下，公司期间费用压力有所上升，公司对于期间费用的控制能力一般。

非经常性损益方面，公司非经常性损益主要为汇兑损益、联营及合营公司损益和营业外收益。

2015年，公司汇兑收益为-9.03亿港元，公司连续两年均出现汇兑亏损，且2015年亏损金额较2014年大幅增长，对公司除税前盈利影响较大，主要是当期人民币兑其他货币的汇率贬值幅度较大。

联营及合营公司损益方面，2015年，公司应占联营公司业绩大幅下降至-2.35亿港元；同期公司应占合营公司业绩同样大幅下降至-0.09亿港元；主要是公司联营及合营公司多集中在水泥行业，受2015年水泥价格下滑影响，公司相关权益下降明显。

营业外收益方面，2015年，公司其他收入为4.72亿港元，其中政府奖励收入为2.41亿港元。政府奖励收入主要是地方政府的税收返还、营运补助及能耗减少的奖励。

2015年，公司除税前盈利为9.84亿港元，同比大幅降低82.89%，主要是本年度由于水泥及熟料价格大幅降低导致营收降幅较大，毛利润减少所致。

从盈利指标看，2015年公司毛利率为23.96%，较2014年下降7.34个百分点，主要是水泥市场销售价格大幅下降所致。由于2015年公司净利润大幅减少，公司净资产收益率和总资本收益率均降幅较大，较2014年分别降低10.89个百分点和6.47个百分点。公司整体盈利能力有所恶化。

2016年1~9月，公司营业额174.78亿港元，同比下降11.51%，主要系受宏观经济和水泥市场低迷，华南地区水泥销售价格有所下滑所致；同期，公司毛利率为25.33%，较2015年上升1.37个百分点，主要系本期煤炭价格下跌导致公司营业成本降幅更大所致；同期，公司期间费用为30.81亿港元，应占联营及合营公司损益分别为-0.44亿港元和-0.25亿港元；公司除税前盈利为12.85亿港元，同比上升5.68%。

总体来看，近三年公司收入规模波动下降，尤其是2015年以来，受宏观经济和水泥市场景气度影响，公司营业额同比下滑较多。整体来看，公司盈利能力逐渐走弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 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，2015 年，公司投资活动支出的现金仍保持较高水平，公司投资活动产生的现金流量净额为-46.42 亿港元。

公司筹资活动现金流入主要来自于银行贷款，2015 年新增长期银行贷款为 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，2015 年公司偿还银行贷款现金支出金额为 70.12 亿港元；2015 年公司支付现金股利为 10.45 亿港元。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额-22.45 亿港元。

总体看，公司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持续增长，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。

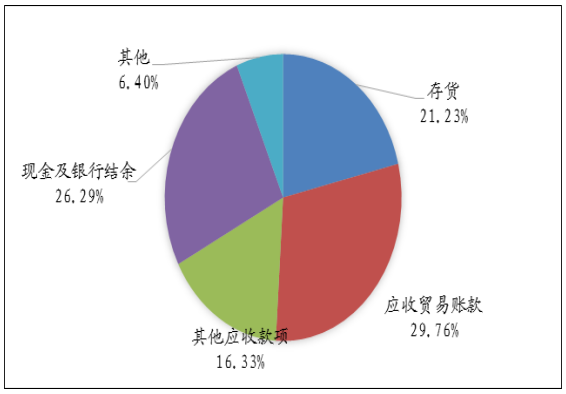
3. 资本及债务结构

资产

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。

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 4　2015 年底公司流动资产结构



资料来源：公司审计报告

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。

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%，主要原因系公司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收回期为 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。

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%）。

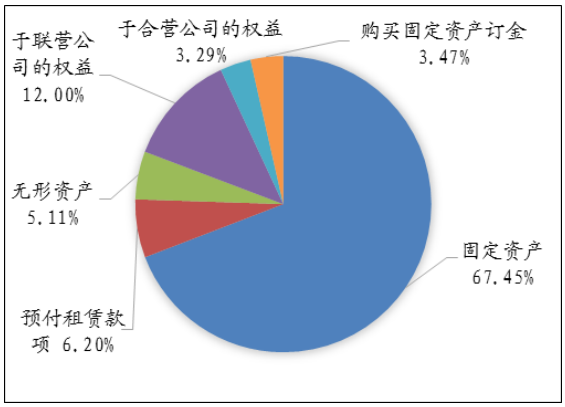
公司 2014 年对华润集团系统内公司华润置地投资有限公司提供有息贷款 6.35 亿港元，贷款年利息 5.6%并约定于 2015 年 5 月 7 日偿还。截至 2015 年底，该笔有息贷款已足额支付本息，公司于一家同系附属公司贷款余额降为 0。

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 万港元，其中 6 个月内应偿付的本金占比为 37.91%。

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。

截至2015年底，公司非流动资产为468.45亿港元，同比增长2.71%，主要是公司于联营公司权益大幅增长所致。从非流动资产构成来看，截至2015年底，公司非流动资产主要由固定资产（占67.45%）、预付租赁款项（占6.20%）、无形资产（占5.11%）、购买固定资产订金（占3.47%）和公司在联营及合营公司中所占的权益（分别占12.00%、3.29%）构成。

图 5　2015 年底公司非流动资产结构



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司固定资产原值为421.69亿港元，累计折旧与减值为105.72亿港元，固定资产账面价值为315.96亿港元，较2014年底下降5.04%，主要原因是本年度人民币兑港元汇率贬值幅度较大，公司在将以人民币为功能货币入账的固定资产换算为呈列货币时所产生的汇兑调整较大所致，汇兑调整金额为-24.63亿港元。从账面价值构成来看，公司固定资产主要包括土地及建筑物（占30.17%）、厂房及设备（占53.53%）、物流设备（占4.95%）、在建工程（占8.03%）和其他（占3.33%）。

截至2015年底，公司无形资产为23.95亿港元，同比增长5.38%，主要系公司采矿权益增长所致。从无形资产账面价值构成来看，商誉占53.92%，采矿权占46.08%。公司无形资产以商誉为主，截至2015年底，商誉账面价值为12.91亿港元，商誉规模维持相对高位。其中分配至公司水泥生产单位组的商誉账面价值为12.43亿港元，占比为96.27%；分配至公司混凝土生产单位组的商誉账面价值为0.48亿港元，占比3.73%。公司管理层定期对商誉减值情况进行测试，根据可收回金额按使用价值基准厘定，本年度根据管理层批准的财务预算所预测的现金流分别按五年期间9%的增长率（基于行业增长预测厘定）及8%的折现率计算；五年期后的现金流采用零增长率估算。

截至2015年底，公司预付租赁款项净额

29.05亿港元，较2014年底增长4.24%，主要系公司生产规模不断扩大、土地租赁规模增长所致。公司预付租赁款全部为中国内地土地租赁款项。

近年来，公司不断通过参股联营方式扩大生产规模优势及区域市场竞争优势。截至2015年底，公司主要联营企业为广西润桂船运有限公司、肇庆润庆船运有限公司、内蒙古蒙西水泥股份有限公司、福建省建材（控股）有限责任公司、福建省福润水泥销售有限公司和云南水泥建材集团有限公司，公司于联营公司权益合计56.20亿港元。

近三年，公司合营企业范围并无变化，主要包括中国世纪水泥有限公司、顺峰实业有限公司和方正水泥有限公司。截至2015年底，公司于合营企业权益合计15.43亿港元，同比小幅下降3.24%，主要原因是汇兑调整较大及公司应占收购后盈利减股息有所减少。

截至2016年9月底，公司资产总额551.07亿港元，较2015年底增长1.64%，系流动资产大幅增长所致。公司资产总额中流动资产占18.09%，非流动资产占81.91%，公司资产结构以非流动资产为主。截至2016年9月底，公司流动资产合计99.71亿港元，较2015年底增长35.27%，主要系现金及银行结余和存货大幅增长所致。同期，公司非流动资产为451.35亿港元，较2015年底下降3.65%，主要系公司固定资产减少所致。

总体来看，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固定资产为主，符合水泥行业特征，而且公司流动资产中应收贸易账款占比较高。整体来看，公司资产质量一般。

负债及债务结构

截至2015年底，公司负债总额272.31亿港元，同比下降5.52%，主要来自非流动负债的减少。近三年非流动负债占比分别为50.04%、54.44%和50.78%，公司负债结构有所波动，流动负债占比波动中有所提高。

截至2015年底，公司流动负债134.02亿港元，同比小幅增长2.07%，主要来自银行贷款-于一年内到期、应付贸易账款和其他应付款的增长。从构成上看，流动负债中应付贸易账款占23.05%，其他应付款占36.23%，银行贷款-于一年内到期占39.00%，应付税项占1.31%，应付直接控股公司款项占0.41%。

截至2015年底，公司应付贸易账款30.90亿港元，同比增长10.34%，主要系应付第三方的贸易账款延长。从构成来看，应付第三方的贸易账款30.81亿港元，占99.73%；应付同系附属公司的贸易款项0.08亿港元，占0.27%。从账龄来看，1~3月内占96.87%，3~6月占1.32%，6~12月占0.87%，1年以上占0.94%。

截至2015年底，公司其他应付款项48.55亿港元，同比增长3.95%，主要系公司应付建筑商款项和收购固定资产的应付款项增加，以及公司2015年因对联营公司增资但部分款项尚未支付所致。从构成上看，主要包括应付建筑款项及收购固定资产的应付款项（占29.43%）、收购附属公司、联营公司及合营公司的应付款项（占9.21%）、来自客户的订金（占14.72%）、应付应计工资（占14.38%）、来自供应商的保证金（占8.39%）、应计应付运输款项（占6.9%）和其他应付税项（占8.91%）。

截至2015年底，公司银行贷款-于一年内到期52.27亿港元，同比增长10.53%，受此影响，公司短期内偿债压力有所增加。

截至2015年底，公司非流动负债138.29亿港元，同比下降11.87%，主要系一年以上的银行贷款减少所致。从构成上看，公司银行贷款-于一年后到期占76.63%，无抵押债券占22.42%。

截至2015年底，公司银行贷款-于一年后到期合计105.98亿港元，同比下降14.89%。从账龄看，1~2年的占39.24%、2~3年的占60.76%。

截至2015年底，公司合计银行贷款158.24亿港元。其中定息借款58.49亿港元，占比36.96%；浮息借款99.76亿港元，占63.04%。总

体看，公司银行贷款实际利率区间为1.1%-4.5%，较2014年利率水平（1.2%-5.6%）有所下降。公司外币贷款较大而收入主要以人民币进行结算，汇兑风险较大。

公司无抵押债券系公司于2012年10月5日发行本金总额4.00亿美元（31.01亿港元）的信用增级优先债券，按票息每年2.125%计息，每半年支付一次并于2017年10月5日到期一次性还本并支付当期利息。截至2015年底，本期信用增级优先债券账面价值31.00亿港元。

从有息债务方面来看，截至2015年底，公司债务总额189.25亿港元，同比下降6.70%，公司整体债务负担有所下降。从有息债务结构来看，短期债务占27.62%，长期债务占72.38%，公司有息债务以长期债务为主。从债务指标来看，2013~2015年，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降，三年加权平均值分别为41.96%和34.58%，截至2015年底分别为41.22%和33.67%。公司资产负债率波动中小幅下降，三年加权平均值为50.78%，截至2015年底为50.23%，较2014年底提高了0.14个百分点，总体来看变化不大。

截至2016年9月底，公司负债合计283.16亿港元，较2015年底增长3.98%。从构成上看，流动负债占48.75%，非流动负债占51.25%，公司负债结构变化不大。截至2016年9月底，公司流动负债为138.05亿港元，较2015年底增长3.01%，主要系银行贷款-于一年内到期增加及公司于2016年9月发行额度为5亿元的“16华润水泥CP001”所致；公司非流动负债为145.11亿港元，较2015年底增长4.93%，主要系公司于2016年9月发行额度为30亿元的“16华润水泥MTN001”所致。

截至2016年9月底，公司有息债务总额207.99亿港元，较2015年底增长9.90%。从构成来看，短期债务占30.84%，长期债务占69.16%。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为51.38%、43.71%和34.94%，较2015年底分别提高了1.15个、2.49个和1.27个百分点。

公司2016通过发行中期票据置换部分银行借款及发行短期融资券补充营运资金，公司债务规模有所上升。总体来看，公司债务水平适宜，债务结构合理。

所有者权益

截至2015年底，公司权益总额为269.86亿港元，同比下降6.02%，主要是公司于2014年末和2015年中期提取应付股息及累计亏损增长导致公司储备减少所致。从权益总额构成来看，股本占2.42%，储备占95.99%，非控股权益占1.59%。公司权益总额结构稳定性差。

截至2016年9月底，公司权益总额合计267.91亿港元，较2015年底略有下降，降幅0.72%，主要系非控股权益减少所致，公司权益总额及结构较2015年底变化不大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别为55.00%和43.33%，均较上年底有较大下滑；截至2016年9月底，受现金及银行结余大幅增长影响，公司流动比率和速动比率分别为72.23%和58.45%，较2015年底有所提高；2015年公司经营现金流动负债比为36.07%。总体来看，公司经营获现能力虽有所波动，但对流动负债保障能力尚可，公司短期偿债压力适宜。

从长期偿债能力指标看，2015年公司EBITDA[1]为35.93亿港元，同比大幅减少57.23%。2015年，公司EBITDA利息倍数为6.35倍，公司EBITDA利息倍数有所下降，但EBITDA对于当期利息支付的保障能力仍然较好。2015年，公司全部债务/EBITDA为5.27倍，EBITDA对公司整体债务保障能力有所下降。整体来看，公司长期偿债指标虽有所弱化，但仍维持在较好水平。

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，

[1]包含合营联营公司数据

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。同时，公司作为香港联交所上市公司，具有权益融资和境外债券融资通道。总体看，公司直接和间接融资渠道通畅。

截至 2015 年底，公司对外担保额度 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。

5．过往债务履约情况

根据公司提供的说明文件，公司维持良好信用记录，无违约记录及不良贷款。

6．抗风险能力

华南区域固定资产投资空间仍然较为广阔，公司区域水泥竞争优势明显；在经济下行压力加大和水泥市场景气度持续下滑的背景下，公司在产能、成本、技术、品牌和管理上的突出优势有助于抵御行业周期性波动，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

7．存续债券偿还能力

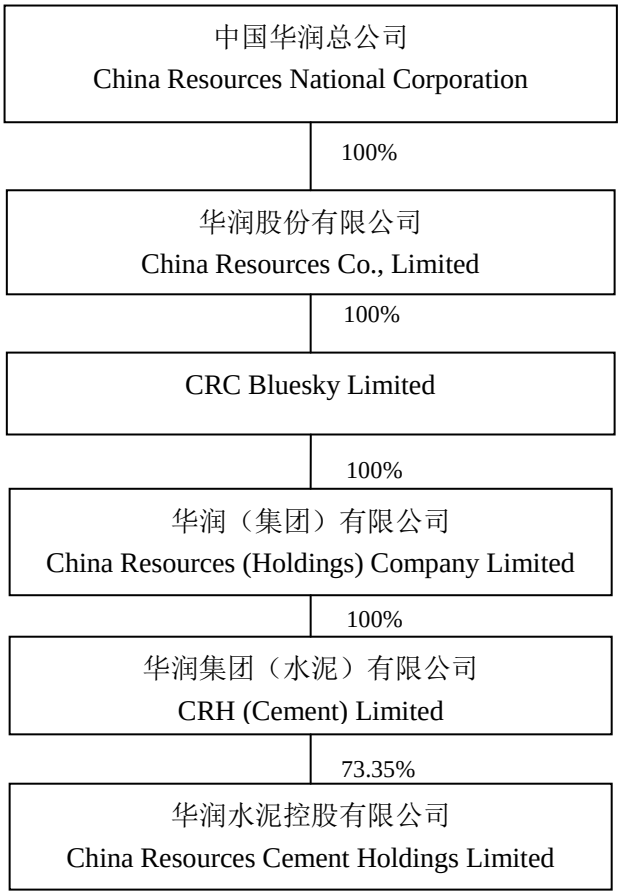
跟踪期内，公司存续期内短期融资券为“16 华润水泥 CP001”，发行额度为 5 亿元。根据 2017 年 2 月 28 日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价，港元对人民币的汇率水平为 1 港元对人民币 0.88580 元，本期短期融资券本金约为 5.64 亿港元。

截至 2016 年 9 月底，公司现金类资产为 39.30 亿港元，是存续期内短期融资券的 6.97 倍，现金类资产对存续期内短期融资券的保障能力强。2015 年，公司经营活动现金流量净额为 48.34 亿港元，对存续期内短期融资券的覆盖倍数为 8.57 倍，公司经营活动现金流量净额对存续期内短期融资券的保障能力强。

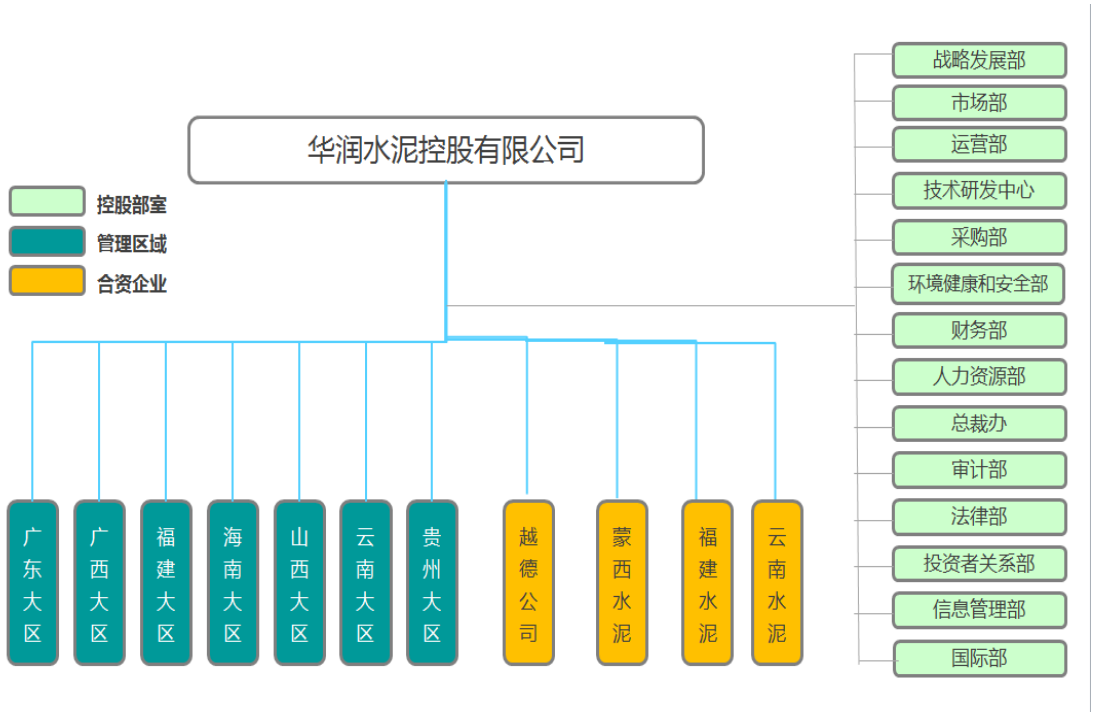
八、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16 华润水泥CP001”信用等级为A-1。

附件 1-1　截至 2016 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2016 年 9 月底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿港元)	28.25	41.71	19.80	39.30
资产总额(亿港元)	541.80	575.37	542.17	551.07
权益总额(亿港元)	253.62	287.15	269.86	267.91
短期债务(亿港元)	61.71	47.29	52.27	64.14
长期债务(亿港元)	142.72	155.55	136.98	143.86
全部债务(亿港元)	204.43	202.84	189.25	207.99
营业额(亿港元)	293.41	326.69	267.79	174.78
除税前盈利(亿港元)	43.14	57.54	9.84	12.85
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	25.33
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	34.94
全部债务资本化比率(%)	44.63	41.40	41.22	43.71
资产负债率(%)	53.19	50.09	50.23	51.38
流动比率(%)	70.13	90.83	55.00	72.23
速动比率(%)	55.33	74.36	43.33	58.45
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	--

注：2016 年前三季度财务数据未经审计。

附件 3　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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业额年复合增长率	
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/平均应收贸易账款净额
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	年度盈利/权益总额×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%
经营现金流动负债比	经营活动产生的现金净额/流动负债合计×100%

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+其他无抵押短期债务-短期融资券

长期债务=银行贷款-于一年后到期+无抵押债券+无抵押中期应付票据

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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

级别设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　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