

信用评级公告

联合〔2021〕4026号

联合资信评估股份有限公司通过对华润水泥控股有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持华润水泥控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，“16 华润水泥 MTN001”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

二〇二一年六月二十二日



华润水泥控股有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
华润水泥控股有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 华润水泥 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 华润水泥 MTN001	30 亿人民币	30 亿人民币	2021/09/06

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 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	V3.0.201907
水泥企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

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：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
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	2
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对华润水泥控股有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）水泥板块的投资经营主体，保持了在经营规模、区域市场占有率和系统成本等方面的综合优势。跟踪期内，公司积极布局水泥产业链延伸领域，投资活动现金流净流出规模有所上升，但公司经营获现情况良好，盈利能力强，债务负担轻，整体财务状况良好。同时，联合资信也关注到水泥行业去产能进展缓慢、面临环保限产压力，公司在建项目待投资规模较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流量净额和现金类资产对存续债券的保障能力强。

公司主要布局的华南地区经济相对发达。受益于区域内基础设施建设的进一步推进和粤港澳大湾区房地产市场保持较好投资进度，以及公司在区域内的规模优势和系统成本优势，未来公司有望保持良好发展态势。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“16 华润水泥 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司所在区域水泥产品需求量大。华南地区经济发展较快，铁路、城轨等基础设施项目建设及房地产投资对公司水泥需求形成一定支撑。
2. 公司水泥产能布局完善，并积极布局水泥产业链延伸领域，竞争实力很强。公司在华南地区生产基地多沿西江建设，水泥产能规模和系统成本优势明显。跟踪期内，公司骨料、新材料和装配式建筑等业务布局有所扩张。
3. 跟踪期内，公司保持良好的经营获现和盈利表现，债务负担轻。2020 年，公司经营活动现金流净额和除税前盈利分别为 102.68 亿港元和 118.93 亿港元。截至 2020 年底，公司全部债务资本化比率 12.07%。

关注

1. 水泥行业去产能进展缓慢，行业整体面临环保限产压力。水泥行业产能过剩问题依然严峻，部分地区产能不

分析师：赵兮 刘璐轩
 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

- 降反增，环保限产等政策影响水泥企业的产能发挥。
2. 公司在建项目待投资规模较大，资金支出压力或将增加。截至2020年底，公司在建项目待投资规模87.76亿港元。公司未来计划继续推进产业链延伸的发展战略，资金支出或将增加。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿港元）	123.82	130.65	136.19	93.34
资产总额（亿港元）	605.06	611.71	685.32	678.04
权益总额（亿港元）	378.95	422.66	500.24	512.85
短期债务（亿港元）	45.32	12.98	35.64	43.5
长期债务（亿港元）	79.81	66.28	33	25
全部债务（亿港元）	125.12	79.26	68.64	68.5
营业额（亿港元）	387.91	389.56	400.87	85.11
除税前盈利（亿港元）	113.35	120.08	118.93	17.52
EBITDA（亿港元）	141.33	145.88	143.03	--
经营性净现金流（亿港元）	113.31	112.85	102.68	/
毛利率（%）	39.75	40.19	39.01	28.38
净资产收益率（%）	21.13	20.57	18.05	--
资产负债率（%）	37.37	30.9	27.01	24.36
全部债务资本化比率（%）	24.82	15.79	12.07	11.78
流动比率（%）	131.87	165.52	144.47	142.24
经营现金流/流动负债比（%）	79.39	99.66	72.1	--
现金短期债务比（倍）	2.73	10.07	3.82	2.15
EBITDA利息倍数（倍）	21.95	32.16	52.22	--
全部债务/EBITDA（倍）	0.89	0.54	0.48	--

注：1. 2021年一季度财务数据未经审计；2. 年报中经营活动现金流量表为间接法编制；3. 2021年一季度现金流未获取；4. 公司未提供母公司财务报表

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16华润水泥MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/18	孙鑫 蔡伊静	水泥企业信用评级方法/水泥企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
16华润水泥MTN001	AAA	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号

声 明

一、本报告引用的资料主要由华润水泥控股有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于华润水泥控股有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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，主要经营水泥及混凝土业务。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）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 1368.24 万股股份。2018 年 6 月 25 日，公司以现金按每股 9.30 港元的价格发行 4.5 亿股普通股份予公司的直接控股公司华润水泥。截至 2020 年底，公司已发行股份 69.83 亿股，其中华润水泥及其一致行动人持股 68.72%，为公司控股股东；公司实际控制人为中国华润有限公司（前称中国华润总公司）。

2020 年，公司经营范围较上年无变化。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。

截至 2020 年底，公司下辖 121 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、党委办公室和总裁办等职能部门。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 685.32 亿港元，权益总额 500.24 亿港元（非控股权益 3.97 亿港元）。2020 年，公司营业额 400.87 亿港元，除税前盈利 118.93 亿港元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 678.04 亿港元，权益总额 512.85 亿港元（非控股权益 5.69 亿港元）。2021 年 1—3 月，公司营业额 85.11 亿港元，除税前盈利 17.52 亿港元。

公司注册地址：P.O. Box 309, Ugland House, Grand Cayman, KY1-1104, Cayman Islands；法定代表人：李福利。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券为“16 华润水泥 MTN001”。“16 华润水泥 MTN001”到期兑付日为 2021 年 9 月 6 日，募集资金均已按指定用途使用完毕，待偿付本金余额 30 亿元。跟踪期内，公司已在付息日正常付息。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

¹文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复

情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表1 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主

要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比

较计算的几何平均增长率，下同。

年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**固定资产投资修复过程仍将持续，**投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来

更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、水泥行业及区域经济环境分析

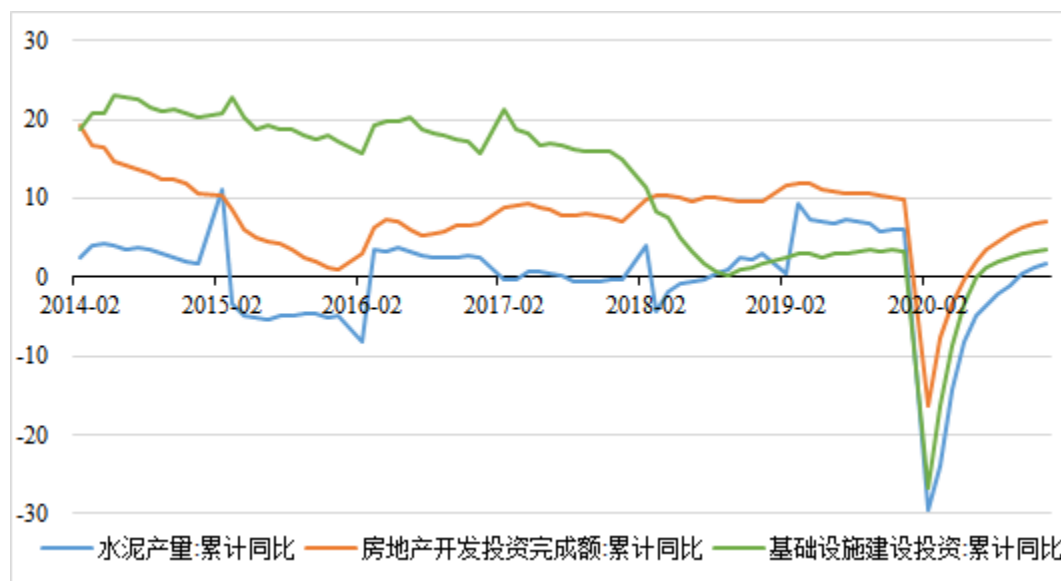
1. 水泥行业概况

2020 年，水泥产量在新冠疫情影响下仍保持同比小幅增长。水泥行业错峰生产和环保限产虽对供给形成压力，但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。2020 年水泥价格先降后升，区域价格表现有所分化，行业总体效益小幅下滑。

水泥需求方面，2020 年以来中国经济受到

新冠疫情冲击增速继续下行，全年 GDP 同比增长 2.3%。房地产调控维持“房住不炒”基调不变，仍较为严格；房地产开发投资仍表现出一定韧性，全年累计同比增长 7.0%，增速较 2019 年下降 2.9 个百分点。2020 年，中国基础设施建设投资完成额同比增长 3.41%，较上年同期增速上升 0.08 个百分点，发挥一定逆周期调节作用。分季度来看，2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产开发投资均出现大幅负增长；但二、三季度，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，中国基建投资和房地产开发投资有所回暖，但房地产开发投资较上年同期仍差距较大；四季度地产开发投资加速回暖。整体看，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，政府在基建投资方面保持一定力度以引导经济复苏，房地产企业具有较强的开工意愿，全年水泥需求量虽受到一定影响，但仍保持增长。

图 1 2014 年以来中国水泥产量、房地产开发和基础设施建设投资累计同比变动情况（单位：%）



资料来源：Wind

水泥供给方面，据中国水泥协会信息研究中心初步统计，截至 2020 年底，全国新型干法水泥生产线累计共有 1609 条（剔除部分已关停和拆除生产线，不包括日产 700 吨以下规模生产线），设计熟料年产能 18.3 亿吨，实际熟料年产能超过 20 亿吨。2020 年新点火产能项目主

要位于贵州、云南等地，较 2019 年略有增加，主要原因是 2020 年新点火的熟料生产线中部分是早期批复延续建设项目或置换非新干水泥产能的项目。另外值得关注的是，部分已经产能置换项目执行中存在“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目。整体看，水泥行业去产能进

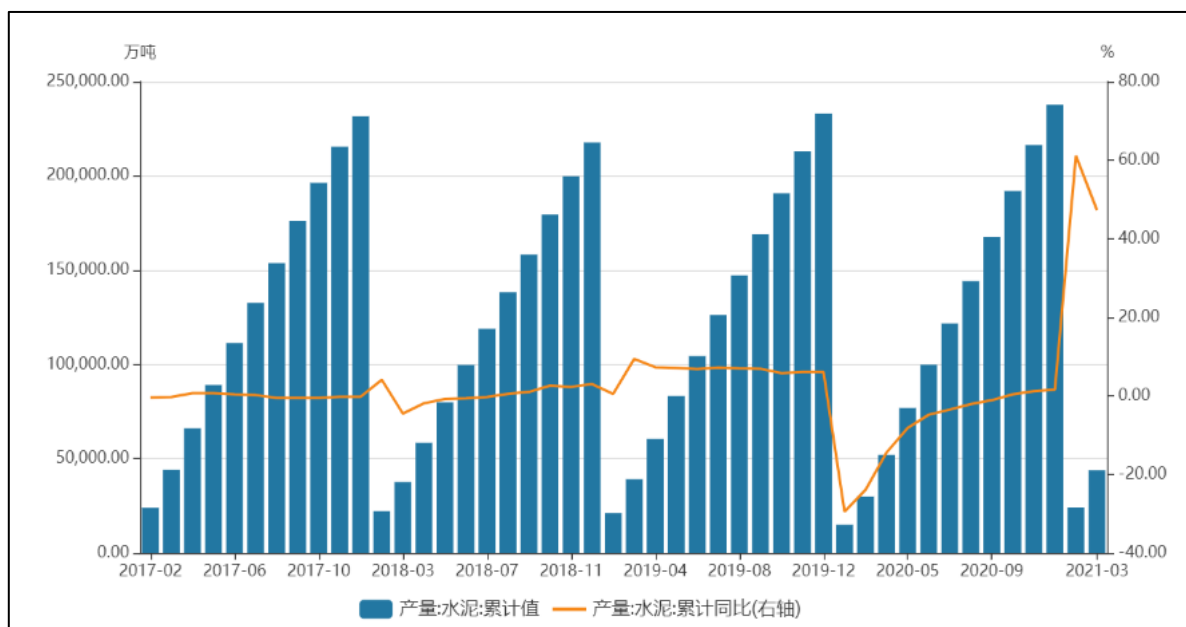
度缓慢，局部区域供给出现增长。

限产政策方面，2019年以来，各地水泥行业错峰生产政策只紧不松，2019年，河南实行“开二停一”，贵州推出刚性错峰，内蒙古、河北、山东、河南、江浙等地推出有关水泥行业污染物排放标准的政策文件，通过环保手段来倒逼去产能。2020年1月，工信部发布公告要求各地认真开展水泥错峰生产，坚决打好污染防治攻坚战。公告指出山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、宁夏、新疆、河北、湖北、浙江等地陆续发布了2019—2020年采暖季水泥行业错峰生产方案，公告发布之后青海、宁夏、内蒙古等地亦发布了行业错峰生产方案，避免水泥熟料生产排放与取暖锅炉排放叠加，减轻采暖期大气污染。进入10月后，

2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚战在全国打响，河北、湖南、山东等地已经召开水泥行业差异化错峰生产工作座谈会，对秋冬季节错峰生产进行部署，要求水泥熟料企业落实错峰生产政策。2020年12月，工信部和生态环境部发布《关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》，因时因地制宜，精准施策安排好错峰生产，并对承担供暖任务、协同处置生产线的错峰要求加以明确。上述政策的落实将对水泥供给量和成本控制上保持一定压力。

2020年，全国水泥产量约23.77亿吨，同比增长1.60%，其中一季度水泥产量受疫情影响较大，三四季度随投资力度回升，产量恢复较快。

图2 2017年以来中国水泥行业产量及变化情况



资料来源：Wind

2019年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2020年以来，水泥价格呈先降后升态势：一季度受新冠疫情影响水泥价格由2019年末高位下行，4月后小幅回升后，5-8月受梅雨天气影响再次下滑；9月后随着需求的强势复苏，水泥价格持续回升。2021年一季度，水泥行业进入淡季，多地水泥产销双弱，水泥价格

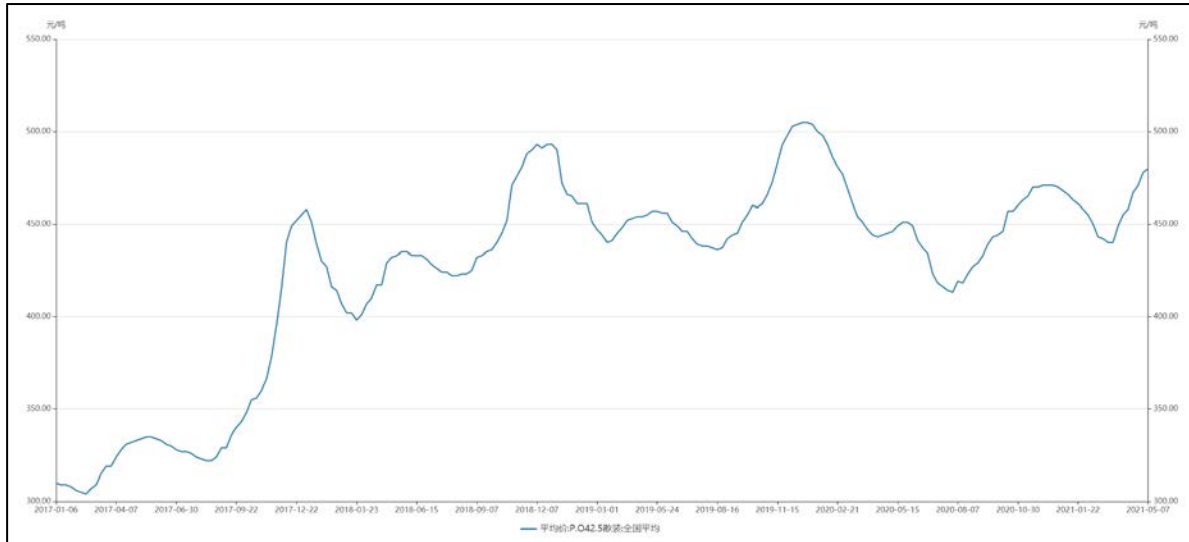
同比有所下降，3月开始回升。截至2021年3月底，全国水泥(P.O42.5散装)均价449元/吨，基本恢复至2020年同期水平。

从各区域情况来看，西北地区和中南地区2020年水泥价格涨幅在全国六大区中领先，全年均价同比增长14.7%和8.3%。华北地区水泥价格表现相对平稳，全年均价小幅下滑。华东地区水泥价格2020年受疫情、天气等因素影响波动幅度较大，全年均价同比下降0.3%。西南地

区和东北地区水泥价格同比分别下跌 8.0% 和 5.0%，主要系需求减弱因素所致，西南地区也受到产能增加影响。

行业效益方面，2020 年水泥行业全年实现水泥销售收入 9960 亿元，同比下降 2.2%；利润 1833 亿元，同比下降 2.1%。

图 3 2017 年以来全国水泥（PO42.5 散装）周均价走势图



资料来源: Wind

2. 上游原燃料情况

煤炭价格波动对水泥行业的成本控制带来压力。

煤炭价格方面，2020年，受经济恢复进程和气候等因素影响，煤炭供需出现阶段性失衡现象，煤炭价格整体呈先抑后扬走势，全年平均价格水平低于2019年。2021年1月至2月初，煤炭价格继续走高。截至2021年2月10日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）、喷吹煤（国内主要地区）、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为641元/吨、1284元/吨、1106元/吨和950元/吨，较2020年底分别上升13.45%、6.46%、13.67%和5.56%。随后，除无烟煤外，其余商品煤价格开始回落。截至2021年3月31日，动力煤（国内主要地区均价）、主焦煤（国内主要地区）和喷吹煤（国内主要地区）的价格分别回落至566元/吨、1277元/吨和1039元/吨。

矿石方面，随着中国加大矿山环保治理力度，石灰石价格整体走高，但由于大型水泥企业普遍具备较高自给率的石灰石资源，石灰石价格波动对水泥企业成本影响基本可控。

3. 行业发展

预计水泥需求短期内维持平台期，但需关注地产调控和逆周期调节政策力度调整对水泥需求带来的影响。

2021年是中国“十四五”计划的开局之年，是全面建成小康社会的关键时期，基建投资有望维持增长；房地产市场仍具韧性，从前期土地成交情况和房企加快回笼资金意愿来看，施工整体有望延续增长趋势，对水泥需求形成一定支撑。

但仍应关注到，随着“三道红线”“贷款集中管理”和“集中供地”等政策的推出，地产行业供给侧调控力度仍在加大，房企投资将更加谨慎。而随着中国经济逐步恢复正常，政府的逆周期调节政策力度或将逐步减弱。上述两方面的政策力度调整均可能对未来水泥需求走势产生重要影响。

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，推动行业产能置换升级，并指出水泥行业向智能化发展的方向。随着“碳达峰”“碳中和”的提出，水泥行

业面临的环保、减能增效压力将进一步加大。

2020年1月，工信部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，明确了水泥行业产能置换项目的范围、指标要求、置换比例、操作程序，要求项目建设地省级主管部门负责监督新建项目方案的落实和督促组织查验并公布装置的实际产能，并由工信部组织抽查各地公告的产能置换方案执行情况，对各区域水泥产能置换有一定规范作用。2020年12月，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》，进一步提高产能置换比例，明确要求，位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料建设项目，产能置换比例为2:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料建设项目，产能置换比例分别为1.5:1。

2020年9月，工信部发布了《建材工业智能制造数字转型行动计划（2021—2023年）》的通知（工信厅原〔2020〕39号），提出水泥行业要重点形成数字规划设计、智能工厂建设、自动采选配矿、窑炉优化控制、磨机一键启停、设备诊断运维、生产远程监控、智能质量控制、能耗水耗管理、清洁包装发运、安全环保、固废协同处置等集成系统解决方案，并在组织领导、政策支持、人才保障和经营环境等方面加强相关保障措施。

2020年9月，在第七十五届联合国大会上，中国向世界宣布将提高国家自主减排贡献力度，二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。水泥行业也是二氧化碳排放的主要工业行业之一。控制水泥行业的碳排放主要通过减少水泥用量、提高能效水平、提升产品利用效率和优化产品材料结构等路径。未来，节能减排、能源利用效率方面水平更高的水泥企业竞争优势将更加明显。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。华润水泥为公司控股股东，中国华润有限公司为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司在水泥行业具有较强的市场竞争力，水泥、商品混凝土产能位居全国前列。

公司是国家重点支持的大型水泥企业集团之一。截至2020年底，公司共经营97条水泥粉磨线及46条熟料生产线，水泥及熟料的年产能分别为8530万吨和6270万吨。公司经营混凝土搅拌站60座，年产能3600万立方米。公司熟料产能居中国水泥企业熟料产能第五位。

此外，公司通过拥有联营公司及合营公司的股权，合计拥有75条水泥粉磨线、28条熟料生产线及19座混凝土搅拌站，总产能为水泥6030万吨、熟料3420万吨及混凝土890万立方米。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2040万吨、熟料1120万吨及混凝土410万立方米。经过多年的发展，公司已成为华南区域颇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。

3. 外部支持

股东支持

公司为华南区域重要的水泥及混凝土生产企业，在融资和人员等方面得到了股东较大支持。

公司是华润集团的四大利润中心之一，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，公司董事局中有多名董事来自华润集团，为公司财务、内控等方面提供更加专业的支持；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。

外部环境

公司所在区域水泥需求量大。大湾区建设的逐步推进将带动区域内水泥及混凝土等建材的中长期需求。公司外部环境良好。

2019年2月国务院发布《粤港澳大湾区发展规划纲要》，提出目标到2022年，国际一流湾区和世界级城市群框架基本形成；到2035年，

形成以创新为主要支撑的经济体系和发展模式，全面建成国际一流湾区。

根据中国国家发展和改革委员会批复的《粤港澳大湾区（城际）铁路建设规划》，目标到2025年，大湾区铁路网络运营及在建里程达到4700公里，到2035年达5700公里，覆盖100%县级以上城市。其中，近期规划建设总里程约775公里，总投资约人民币4741亿元。根据《广东省高速公路网规划（2020-2035年）》，目标到二零三五年，全省高速公路总里程达到约15000公里，形成以珠江三角洲为核心，沿海城市、港口、机场和铁路枢纽为重点，支撑粤港澳大湾区深度合作发展、引领东西两翼及沿海经济带发展、快捷通达周边省区的高速公路网络。

房地产市场方面，2020年广东、广西和福建三省房地产开发投资同比增速分别为9.20%、0.80%和6.20%。粤港澳大湾区房地产市场保持良好的投资进度。

2020年，公司主要布局的广东、广西和福建三省水泥产量分别为1.71亿吨、1.21亿吨和0.97亿吨，两广地区为水泥产销大省。

4. 企业信用记录

根据公司2021年6月16日提供的说明文件和公开市场查询，公司维持良好信用记录，无违约记录及不良贷款。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分董事发生变化，但对公司管理无重大影响；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司管理方式及管理制度未发生重大变化。

李福利先生于2020年12月起担任公司董事局主席、非执行董事及提名委员会主席。李先生具有经济学学士学位及高级管理人员工商管理硕士学位，拥有逾三十年策略投资、企业财务

融资及财务管理经验。李先生自1991年至2018年任职中国五矿集团有限公司，曾担任中国五矿集团有限公司副总经理、五矿资源有限公司董事长、五矿有色金属控股有限公司董事长、湖南有色金属控股集团有限公司董事长等；自2017年5月至2019年1月担任五矿地产有限公司（在联交所主板上市）的主席及非执行董事。李先生于2018年9月加入华润集团³，现为华润（集团）有限公司副总经理、总会计师，自2019年4月至2020年4月担任华润微电子有限公司（在上海证券交易所上市）的董事长。

公司原董事局主席周龙山先生于2020年12月调任公司非执行董事。

景世青先生于2021年5月起担任公司副总裁，并不再担任公司非执行董事。景先生具有工学学士学位及工商管理硕士学位。景先生于2003年加入华润集团，2012年2月起于华润（集团）有限公司人力资源部任职，自2018年5月至2021年4月获委任为人力资源部副总经理，自2018年8月至2021年5月担任华润燃气控股有限公司非执行董事，于2018年5月至2021年4月担任公司非执行董事。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入和毛利率保持稳定。2021年一季度，受新冠肺炎疫情后需求恢复影响，公司收入同比有所增长，但毛利率受水泥售价下滑及成本上升影响有所下降。

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、福建、海南、云南、贵州及山西等。

2020年，公司营业收入同比增长2.90%，变化不大。其中，水泥收入受水泥销量增长影响同比增长6.10%；熟料销售收入同比下降26.19%，主要系外销熟料减少所致；混凝土收入同比下

³ 指华润（集团）有限公司、华润股份及其各自的附属公司，下同。

降5.14%，主要系受混凝土产能压减影响。

毛利率方面，2020年，综合毛利率同比下降1.2个百分点，整体变化不大。其中，水泥板块毛利率有所下降主要系2020年水泥销售中包含关联方销售水泥所致。

2021年一季度，公司营业额同比增长

13.36%，主要系2021年春节后需求启动较早及2020年一季度水泥销售受疫情影响基数较低所致；综合毛利率同比下降10.8个百分点，其中水泥和熟料毛利率同比分别下降13.1个和12.3个百分点，主要系水泥产品售价下降且成本较同期有所回升所致。

表2 公司营业额构成及毛利率情况（单位：亿港元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1-3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	312.07	80.45	42.9	305.97	78.54	44.0	324.63	80.98	41.9	67.45	79.25	29.8
熟料	13.26	3.42	39.9	14.47	3.71	41.9	10.68	2.66	39.8	3.34	3.92	26.7
混凝土	62.58	16.13	24.2	69.11	17.75	23.1	65.56	16.35	24.3	14.33	16.84	21.9
合计	387.91	100.00	39.8	389.56	100.00	40.2	400.87	100.00	39.0	85.11	100.00	28.4

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

2. 生产情况

2020年，公司贵州安顺产线投产，熟料产能和水泥产能均有所增长，混凝土产能有所减少；公司主要产品产能利用率受疫情影响小幅下降，水泥和熟料的产能利用水平仍高。

从产能分布来看，公司产能布局是将熟料生产线设立于自备的石灰石矿山附近，大部分

水泥粉磨线则与熟料生产线构筑了综合生产基地；混凝土搅拌站则建立在水泥粉磨线附近，以节约运输成本。截至2020年底，公司经营的水泥粉磨线和熟料生产线主要位于在广东、广西和福建等地。此外，公司联营公司及合营公司拥有的水泥粉磨线、熟料生产线及混凝土搅拌站主要位于广东、福建、云南、内蒙古及香港。

表3 截至2020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	搅拌站数量	年产能
广东	24	22.50	10	14.40	22	13.70
广西	37	33.20	18	26.50	26	16.10
福建	14	10.10	6	7.00	--	--
海南	5	4.40	3	3.30	5	2.40
云南	7	5.10	4	3.90	1	0.60
贵州	4	4.00	2	3.00	--	--
山西	6	6.00	3	4.60	1	0.60
浙江	--	--	--	--	2	1.10
香港	--	--	--	--	3	1.50
合计	97	85.30	46	62.70	60	36.00

资料来源：公司年度报告

2020年2月，公司位于贵州省安顺市的一条年产能100万吨的熟料生产线及2条总产能约200万吨的水泥粉磨线投产。2020年，公司新增1座混凝土搅拌站，关闭2座混凝土搅拌站，混凝土产能较2019年底减少90万立方米。

表4 公司产品产能利用率情况（单位：%）

产品	2018年	2019年	2020年
水泥	102.90	102.10	101.10
熟料	113.70	112.70	112.60

混凝土	39.80	39.20	37.50
-----	-------	-------	-------

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
资料来源：公司年度报告

2020年，公司水泥、熟料及混凝土生产线的产能利用率较2019年分别下降了1.00个百分点、0.10个百分点和1.70个百分点，主要系一季度疫情影响所致。

3. 原材料采购

2020年，公司煤炭采购价格继续下降，且公司通过提高直供电占比、改善电耗和提高余热发电量等措施控制电力成本，公司自产水泥产品单位成本有所下降，保持行业内较好的成本控制能力。

公司水泥生产所需原燃料主要为煤炭、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，2020年，煤炭成本在公司吨水泥销售成本的占比下降5.30个百分点；公司煤炭的平均发热量增长2.10%至每公斤5344千卡；公司生产每吨熟料的单位煤耗由2019年的145.20公斤减至141.30公斤。由于煤价及煤耗的下降，2020年，公司生产每吨熟料的平均煤炭成本下降7.36%至90.60港元，每吨水泥的平均煤炭成本下降6.84%。公司在华

南地区生产基地多沿西江建设，并不断通过技术升级，提高运营效率、节约能耗和维护费用，在行业内具备系统成本优势。

公司煤炭采购方面以内地大型煤炭供应商为主要采购渠道，通过稳定长期战略合作供应商，控制煤炭采购成本。2020年，公司煤炭采购金额同比下降4.75%；总采购量同比增长0.99%；其中在公司生产基地周边地区的煤炭采购量占比小幅上升3个百分点。2020年，公司向煤炭供货商直采比例为79%，同比下降3个百分点。

2020年，电力成本占公司水泥销售成本的比重同比下降0.20个百分点；公司每吨水泥的平均电力成本同比下降2.00%。跟踪期内，公司根据直供电协议和竞价安排购电40.33亿千瓦时（同比增长2.06%），占生产水泥产品总电耗的62.00%，电力直供比例较上期有所提升，节省成本1.84亿港元。2020年，公司每吨水泥的电耗为72.20千瓦时，同比减少0.70千瓦时。2020年，公司余热发电设备共发电20.84亿千瓦时（同比增长0.3%），余热发电发电量占所需电耗约32.20%（同比上升0.1个百分点），公司节省成本约10.01亿港元。

2021年一季度，煤炭市场价格整体上涨，原燃料价格的波动将对公司的成本控制形成一定压力。

表5 近年来公司吨水泥产品的销售成本结构（单位：亿港元、%）

成本构成	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
煤炭	87.20	39.00	77.50	39.70	72.20	34.40
电力	31.10	15.10	29.90	14.20	29.30	14.00
原材料	48.30	21.60	49.40	22.00	51.90	24.80
其他	53.10	24.30	55.10	24.10	56.20	26.80
合计	219.70	100.00	211.90	100.00	209.60	100.00

注：其他成本主要包括员工成本、折旧、维修及保养成本；上表吨水泥销售成本不含关联方水泥销售
资料来源：公司财务报告

表6 公司煤炭采购情况（单位：万吨、港元/吨、%）

煤炭		2018年	2019年	2020年
采购量合计		1050	1010	1020
采购均价		751	673	641
采购区域占比	中国北方	76	80	76

	公司生产基地周边	21	20	23
	澳洲	3	--	1

资料来源：公司年度报告

公司的石灰石主要来自于自备矿山，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、贵州等地，公司拥有较为丰富的石灰石资源储备，基本可以满足水泥熟料生产线 30 年以上的需求。

4. 产品销售

2020 年，公司水泥产品销售量和销售价格较上年保持相对稳定。2021 年 1—3 月，公司水泥产品价格有所下降。

公司熟料生产以自用生产水泥为主，多余部分对外销售。2020 年，公司水泥销量同比增长 5.75%，剔除关联方销售水泥后较 2019 年变化不大；熟料及混凝土对外销量同比分别下降 21.04% 和 5.82%。其中，熟料销量同比下降主要系用于生产水泥的熟料增加所致；混凝土销量同比下降主要系产能有所压减所致。

2020 年，公司销售的水泥产品中 42.5 或更高等级产品约占 81.0%（2019 年为 76.90%），袋装销售比例为 33.2%（2019 年为 35.60%）。2020 年，公司用于混凝土生产的内部水泥供给量为 280 万吨，占当期水泥总销量的 3.10%，较 2019 年变化不大。

销售价格方面，2020 年公司全年水泥和混凝土销售均价较 2019 年变化不大；熟料销售价格同比下降 6.56%。

由于 2020 年一季度公司产销受疫情影响较

大，2021 年一季度水泥、熟料和混凝土产品销量同比均实现大幅增长，涨幅分别为 64.81%、68.43% 和 80.19%。2021 年一季度，公司产品销售价格同比均有所下降，跌幅分别为 10.32%、7.76% 和 2.63%，其中广东和广西地区降幅较大，主要系受外来水泥影响。

表 7 公司水泥、熟料和混凝土销量和售价情况
(单位：万吨、万立方米、港元/吨、港元/立方米)

销量	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
水泥	8260.20	8252.80	8727.40	1842.70
熟料	403.30	449.70	355.10	111.50
混凝土	1423.10	1421.20	1338.50	286.50
平均售价	2018 年	2019 年	2019 年	2021 年 1—3 月
水泥	377.80	370.70	372.00	366.00
熟料	328.90	321.80	300.70	299.40
混凝土	439.70	486.30	489.80	500.00

注：销量数据均为对外销售数据，2020 年和 2021 年一季度水泥销量数据分别含关联方水泥销量 430 万吨和 90 万吨，2019 年及以前年度数据无关联方销量
资料来源：公司财务报告

从销量分布来看，公司水泥销售主要布局区域为广东（占 38.87%）、广西（占 30.79%）、福建（占 11.49%）、海南（占 4.64%）、云南（占 6.45%）、贵州（占 3.34%）和山西（占 4.42%）。其中，广东和广西两省占比较高。从销售价格来看，除广东和广西两区域水泥价格小幅增长外，其他区域价格均有不同程度下降。

表 8 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)

省份/自治区/特别行政区	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 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	3133.9	418.8	131.25	3051.90	414.60	126.54	3392.20	421.50	142.97	711.90	420.00	29.90
广西	2576.5	348.4	89.78	2652.80	347.80	92.27	2687.40	352.60	94.75	602.80	335.40	20.22
福建	1008.2	362.8	36.58	1067.50	330.60	35.30	1002.90	320.80	32.18	216.60	317.20	6.87
海南	503.0	411.0	20.67	451.90	400.30	18.09	405.10	398.80	16.17	81.10	445.40	3.61
云南	489.6	358.4	17.55	420.70	377.20	15.87	562.90	369.00	20.77	122.80	337.40	4.14
贵州	236.1	319.5	7.54	218.10	260.10	5.67	291.10	223.60	6.51	67.80	217.50	1.47

山西	312.9	278.0	8.70	389.90	313.70	12.23	385.80	292.60	11.29	39.70	308.90	1.23
合计	8260.2	377.8	312.07	8252.80	370.70	305.97	8727.40	372.00	324.63	1842.70	366.00	67.45

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：公司财务报告

2020年，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公司采购总额比重均小于30%，集中度一般。

物流运输方面，公司采用水运、汽运、中转站等多元物流管道。2020年，公司在西江流域年运输能力3630万吨，掌控35个中转库（主要布局在广东珠三角地区），年中转能力3430万吨。公司在珠三角地区“水运+中转”的物流运输优势较为明显，降低了水泥运输成本，巩固了在广东市场的主导地位。跟踪期内，公司根据各运营区域的市场特点，积极开展物流运输招标、组织双向物流、优化罐装船运航线、开通铁路联运等措施，以降低物流成本。

5. 其他业务

协同处置

跟踪期内，公司新增2个垃圾协同处置项目。公司协同处置业务发展较为稳定。

公司利用水泥窑协同处置固体废弃物，较传统填埋方式大幅节约土地资源，而且有效地利用窑内高温去除有毒污染物。跟踪期内，公司与环保公司合作新发展位于广西上思县的工业危险废物协同处置项目（年处理能力10万吨，2021年1月起试运营）和位于福建雁石镇的工业危险废物及市政污泥协同处置项目（年处理能力为8万吨工业危废及2万吨市政污泥，截至2021年3月底项目仍在建设中）。截至2020年底，公司共拥有10个协同处置项目，其中3个项目位于联合营公司的水泥生产基地。

2020年，公司水泥生产基地（不含联合营公司）共处置城乡生活垃圾18.31万吨，同比增长12.54%；分别处置市政污泥和工业危险废物5.28万吨和0.61万吨，同比变化不大。

产业链延伸

公司在产业链延伸板块布局合理。随着收购的完成和建设项目的逐步的投产，公司在骨

料、人造石材及装配式建筑方面的竞争力进一步增强。

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。

骨料方面，公司自2020年以来分别于广东封开县、广西上思县、田阳区及武宣县、海南定安县及云南巍山县获取骨料矿山采矿权，资源储量合计9.22亿吨，规划年产能5100万吨，计划与2022—2023年逐步投产。截至2020年底，公司骨料产能约1060万吨。

人造石材方面，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，以人民币2.56亿元收购环球经典约58.8%的股份，使公司对环球经典的持股比例提高至75.3%。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。

装配式建筑方面，跟踪期内，公司位于贵港及南宁项目混凝土搅拌站已投产。2020年，公司新取得3个装配式建筑预制构件生产用地，分别位于广东江门市、广西来宾市和广西百色市，合计混凝土预制构件设计年产能约45万立方米。公司贵港润合项目的一期混凝土预制构件生产线（设计年产能10万立方米）已完成建设，并于2020年6月开始试生产。截至2020年底，公司共规划7个装配式建筑项目，全部建成后，混凝土预制构件设计年产能预计将达到约150万立方米。

6. 经营效率

公司整体经营效率较好。

2020年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数较2019年有所下降，存货周转次数有所提升。与同行业公司相比，公司的经营效率指标表现较好。

表9 同行业公司2020年经营效率指标对比
(单位:次)

公司名称	销售债权周转次数	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	17.75	8.27	0.59
安徽海螺水泥股份有限公司	142.24	19.86	0.93
华新水泥股份有限公司	23.01	9.14	0.90
中国建材股份有限公司	5.58	9.31	0.57
公司	14.91	14.54	0.62

资料来源: 存货周转次数和总资产周转次数来源于 Wind, 联合资信根据公开资料整理

7. 在拟建项目及未来发展

公司在拟建项目投资规模较大, 资金支出压力或将增加。公司发展战略明确, 较为可行。

“十四五”期间, 公司将继续深化“区域市

场领先、系统成本最低、创新驱动发展”三大能力, 提升运营效率及质量, 提高环保、安全与健康管理水平; 深化品牌推广及渠道建设, 巩固市场份额; 加强新产品、新技术及新材料的研发能力, 推动数字化、智能化建设, 打造差异化竞争优势。公司将积极履行企业社会责任, 推广水泥窑协同处置, 推动行业绿色发展。此外, 公司将积极把握大湾区发展机遇, 加快转型创新步伐, 推进产业链延伸的发展战略。公司亦将持续寻求与国内外领先企业进行战略合作机会, 携手推动中国水泥行业的可持续发展。

截至2020年底, 公司未来仍需支出项目建设资金约87.76亿港元(详见表10), 主要为产业链延伸的装配式建筑配件和骨料项目。公司未来资本除表10所示的在建项目外, 公司还存在部分已建成生产基地的尚未支付款项。若将其考虑在内, 2021年和2022年公司资本开支总额预计分别为57.09亿港元和28.91亿港元, 公司计划通过以配售股份所得款项及内部产生的资金支付, 资金支出压力或将增加。

表10 截至2020年底公司资本支出情况(单位:亿港元)

项目	区域	计划总投资	截至2020年底已投	尚未支付资本支出
广东湛江市装配式建筑配件生产基地(设计年产能40万立方米)	广东	5.20	1.71	3.50
广西南宁市装配式建筑配件生产基地(设计年产能40万立方米)	广西	5.73	1.37	4.36
广西贵港市装配式建筑配件生产基地(设计年产能20万立方米)	广西	2.39	1.81	0.58
广西来宾市装配式建筑构件生产基地(设计年产能约20万立方米)	广西	2.29	0.26	2.03
广东江门市装配式建筑构件生产基地(设计年产能约5万立方米)	广东	3.01	0.75	2.26
广西百色市装配式建筑构件生产基地(设计年产能约2万立方米)	广东	2.54	0.33	2.21
福建武平县骨料生产基地(规划年产能约200万吨)	福建	4.67	2.24	2.43
广西上思县骨料生产基地(规划年产能约500万吨)	广西	4.74	0.90	3.84
广西田阳区骨料生产基地(规划年产能约500万吨)	福建	4.71	1.03	3.68
云南巍山县骨料生产基地(规划年产能约300万吨)	云南	4.32	1.26	3.06
广东封开县骨料生产基地(规划年产能约300万吨)	广东	63.29	27.44	35.85
海南定安县骨料生产基地(规划年产能约300万吨)	海南	20.20	7.37	12.83
广西武宣县骨料生产基地(规划年产能约500万吨)	广西	8.94	0.00	8.94
海南昌江建筑垃圾消纳场(涉及年处置能力约25万吨, 配套机制砂及碎石总产能约15万吨)	海南	1.32	0.46	0.86
3座混凝土搅拌站(混凝土全年产能为180万立方米)	--	1.61	0.28	1.33
总计	--	134.96	47.20	87.76

资料来源: 公司财务报告

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度综合财务报表，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上述财务报表进行了审计，审计意见为：该等综合财务报表已根据香港会计师公会颁布的香港财务报告准则真实而中肯地反映了公司于2020年12月31日的综合财务状况及截至该日止年度的综合财务表现及综合现金流量，并已遵照香港公司条例之披露规定妥为拟备。公司提供的2021年一季度财务数据未经审计。

2020年，公司合并报表范围新增7家子公司包括百色润合装配式建筑有限公司、定安润丰矿业有限公司和巍山润丰矿业有限公司，2家原子公司因股东变更移出合并范围。新增合并公司规模较小，公司财务数据具有可比性。

截至2020年底，公司合并资产总额685.32亿港元，权益总额500.24亿港元（非控股权益3.97亿港元）。2020年，公司营业额400.87亿港元，除税前盈利118.93亿港元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额678.04亿港元，权益总额512.85亿港元（非控股权益5.69亿港元）。2021年1-3月，公司营业额85.11亿港元，除税前盈利17.52亿港元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产构成仍以固定资产为主，现金类资产充裕，资产质量良好。

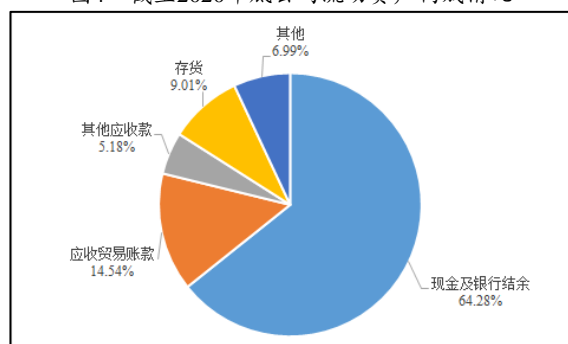
截至2020年底，公司资产总额685.32亿港元，较2019年底增长12.03%，主要系非流动资产增长所致。从资产构成来看，流动资产占30.02%，非流动资产占69.98%，公司资产以非流动资产为主，符合水泥行业资产构成的一般特征。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产205.76亿港元，较2019年底增长9.78%，主要系现金及银行结余和应收贸易账款增长所致。从构成来看，公司流

动资产主要由现金及银行结余、应收贸易账款、存货和其他应收款组成。

图4 截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年度报告

截至2020年底，公司现金及银行结余132.27亿港元，较2019年底增长2.95%，变化不大。从币种来看，公司现金及银行结余主要为人民币。

截至2020年底，公司应收贸易账款29.92亿港元（扣除所计提呆坏账备抵3.25亿港元），较2019年底增长25.37%，主要系混凝土板块应收账款有所增加。其中，公司应收第三方贸易账款29.65亿港元；其余是应收关联方的贸易款项。从账龄看，账龄在1~3月内占78.22%，3~6月占9.89%，6~12月占8.23%。公司给予客户的平均信贷回收期为60天。整体看，公司应收贸易款项账龄较短。

截至2020年底，公司其他应收款项10.66亿港元，较2019年底下降5.66%，主要系应收联营公司款项减少所致。从构成看，其他应收款主要包括应收联营公司款项（占22.70%）、增值税及其他可收回税项（占21.16%）、已付原材料供应商的订金（占16.46%）以及长期应收款项的即期部分（占15.47%）等。

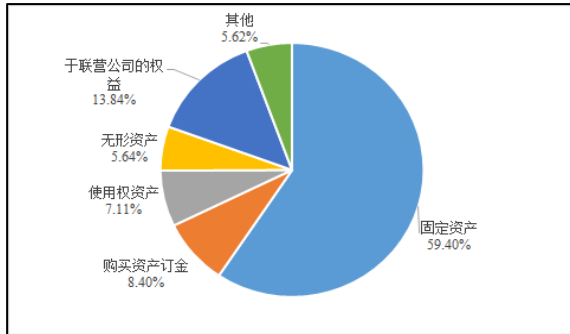
截至2020年底，公司存货为18.53亿港元，较2019年底增长22.75%。公司存货主要包括原材料及消耗品（占54.80%）、在制品（占24.44%）和制成品（占20.76%），2020年各类库存较2019年底均略有增长。公司存货余额中原材料占比较大，原材料主要为煤炭、石灰石、石膏、粉煤灰等。

(2) 非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产为479.57亿

港元，较上年底增长13.03%，主要系购买资产订金、固定资产和无形资产增加所致。从非流动资产构成来看，截至2020年底，公司非流动资产主要由固定资产、于联营公司中的权益、购买固定资产订金、使用权资产和无形资产等构成。

图5 截至2020年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司固定资产原值为478.08亿港元，累计折旧与减值为193.28亿港元，固定资产成新率较为一般；固定资产账面价值为284.85亿港元，较2019年底增长5.19%，主要系土地建筑物及在建工程投入增加所致。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37.85%）、厂房及设备（占48.54%）和在建工程（占6.82%）等。

截至2020年底，公司购买资产订金40.29亿港元，较2019年底增长290.47%，主要系公司收购采矿权支付的订金。

截至2020年底，公司无形资产原值36.41亿港元，累计摊销及减值9.38亿港元，账面值为27.03亿港元，较上年底增长9.80%，主要系采矿权增加所致。从无形资产账面价值构成来看，商誉占44.53%，采矿权占55.47%。

截至2020年底，公司使用权资产34.10亿港元，较2019年底增长16.70%，主要系土地使用权增加所致。

截至2020年底，公司于联营公司权益为66.36亿港元，较2019年底增长0.84%。截至2020年底，公司联营企业情况见表11。

表 11 截至 2020 年底公司联营企业情况

公司名称	持股比例 (%)
内蒙古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	40.0

资料来源：公司年度报告

截至2020年底，公司无抵押资产。

截至2021年3月底，公司资产总额678.04亿港元，较2020年底下降1.06%。公司资产总额中流动资产占27.24%，非流动资产占72.76%。截至2021年3月底，公司现金及银行结余90.20亿港元，较2020年底下降31.80%，主要系支付营运和投资支出增加所致；应收贸易账款46.40亿港元，较2020年底增加55.09%，主要系混凝土板块应收账款继续增加所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益有所增长，保留盈利占比仍高，权益结构稳定性有待提高。

截至 2020 年底，公司权益总额为 500.24 亿港元，较 2019 年底增长 18.35%，主要系储备中的保留盈利增加所致。公司权益中保留盈利占 95.76%，公司权益结构稳定有待提高。

董事局建议以现金方式派付截至 2020 年 12 月 31 日止年度的末期股息每股 0.34 港元。有关末期股息将毋须缴纳任何香港预扣税。董事局已宣布以现金方式派付 2020 年的中期股息每股 0.275 港元。公司分红政策影响了权益增长幅度。

截至 2021 年 3 月底，公司权益总额合计 512.85 亿港元，较 2020 年底增长 2.52%。公司权益结构方面较 2020 年底变化不大。

(2) 负债

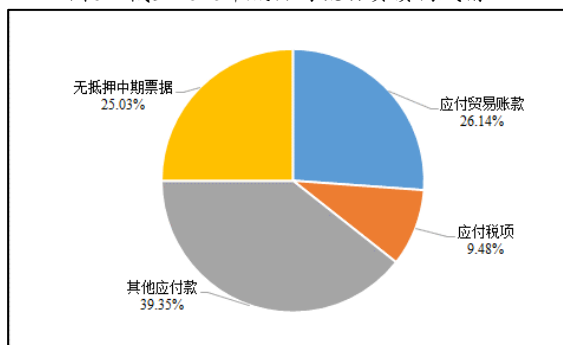
跟踪期内，公司债务负担有所下降，债务水平低，债务结构偏短期，但考虑公司现金类资产充足，短期偿付压力不大。

截至2020年底，公司负债总额185.09亿港元，较上年底下降2.10%。公司流动负债占76.95%、非流动负债占23.05%。公司流动负债占比较高。

截至2020年底，公司流动负债142.42亿港元，较上年底增长25.78%，主要系无抵押中期票据转入流动负债所致。从构成上看，公司流动负债

由应付贸易账款、其他应付款项、应付税项和无抵押中期票据组成。

图6 截至2020年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

截至2020年底，公司应付贸易账款37.23亿港元，较2019年底增长17.29%。从账龄来看，公司应付贸易款账龄主要在0~90日内（占96.21%）。

截至2020年底，公司其他应付款项56.05亿港元，较上年底增长10.31%，主要系来自客户的订金和应付工资及花红增长所致。从构成上看，公司其他应付款由应付建筑款项及收购固定资产的应付款项（占11.61%）、来自客户的订金（占21.79%）和应付应计工资及花红（占26.88%）等组成。

截至2020年底，公司无抵押中期票据为35.64亿港元，系2021年到期的“16华润水泥MTN001”（本金30亿人民币）。

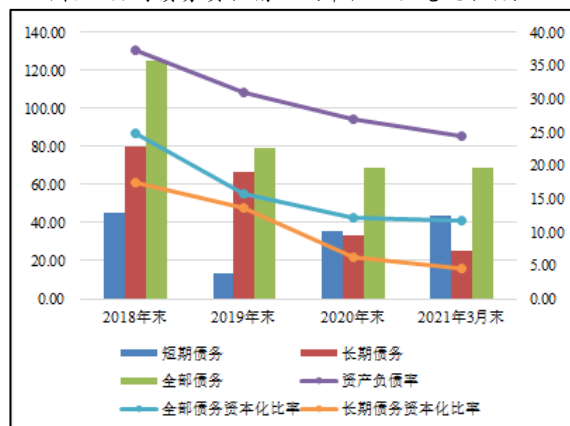
截至2020年底，公司非流动负债为42.66亿港元，较2019年底下降43.72%，主要系无抵押中期票据转入流动负债所致。从构成上看，公司非流动负债主要由银行贷款-于一年后到期（占77.35%）和其他长期应付款项（占12.74%）等组成。

截至2020年底，公司银行贷款-于一年后到期为33亿港元，较2019年底增长0.64%，期限全部在1~2年，币种为港币。2020年银行贷款的实际年利率介于1.0%~3.2%。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，仍存在一定的汇兑风险。

截至2020年底，公司其他长期应付款项为5.44亿港元，较2019年底增长21.09%，主要系租赁负债及应付环境修复恢复款增加所致。公司

其他长期应付款主要包括租赁负债（占31.06%）和环境修复拨备（占64.54%）。

图7 公司债务负担情况（单位：亿港元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从有息债务方面来看，截至2020年底，公司全部债务为68.64亿港元，较2019年底下降13.39%，主要系银行贷款减少所致。从有息债务结构来看，短期债务占51.93%，长期债务占48.07%，短期债务占比显著上升。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所下降，截至2020年底分别为27.01%、12.07%和6.19%。

截至2021年3月底，公司负债合计165.19亿港元，较2020年底下降10.75%。从构成上看，流动负债占78.62%，非流动负债占21.38%，构成较2020年底变化不大。截至2021年3月底，公司流动负债为129.88亿港元，较2020年底下降8.81%，主要系其他应付款减少所致；公司非流动负债为35.32亿港元，较2020年底下降17.22%，主要系一年后到期银行贷款减少所致。

截至2021年3月底，公司有息债务总额68.50亿港元，较2020年底下降0.22%。从构成来看，公司短期债务占63.50%、长期债务占36.50%。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2020年底均有所下降，分别为24.36%、11.78%和4.65%。

4. 盈利能力

2020年，公司营业额和毛利率保持稳定，

费用有所增加导致盈利水平同比微降，整体盈利能力仍强。

2020年，公司营业额和销售成本分别为400.87亿港元和244.51亿港元，同比分别增长2.90%和4.95%；销售成本增速略高于营业额，公司毛利率同比下降1.19个百分点至39.01%。

2020年，公司期间费用为52.63亿港元，同比增长10.37%，主要系一般及行政费用增加所致。2020年，公司一般及行政费用31.93亿港元，同比增长37.14%，主要系联营公司权益减值、固定资产减值和坏账增加所致；财务费用同比下降39.62%，主要系债务规模下降所致。2020年，由于资产减值的增加，公司期间费用占营业收入的比重为13.13%，较2019年上升0.89个百分点。

2020年，公司其他收入为7.31亿港元，同比增长21.08%。公司其他收入主要由政府奖励（1.33亿港元）、利息收入（2.00亿港元）和出售原材料及废料（1.53亿港元）组成。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。

2020年，公司汇兑收益为1.04亿港元，主要系当期人民币升值所致。

联营及合营公司损益方面，2020年，公司应占联营公司收益为4.26亿港元，较上期增长30.26%，主要系内蒙古蒙西水泥股份有限公司和云南水泥建材集团有限公司投资收益增长；同期，公司应占合营公司收益为2.71亿港元，较2019年增加0.50亿港元。

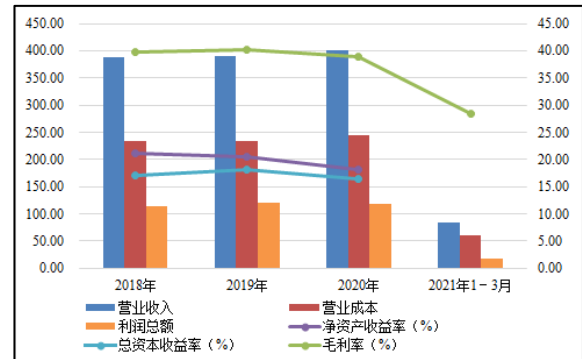
2020年，由于费用的增加，公司除税前盈利为118.93亿港元，同比微降0.96%。

从盈利指标看，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率均较2019年小幅下降，分别为16.35%和18.05%。公司整体盈利能力强。

2021年1-3月，公司营业额85.11亿港元，较2020年同期增长52.15%，主要系公司产品销售量较去年同期大幅增长所致；公司综合毛利率为28.38%，较2020年同期下降10.82个百分点，主要系水泥价格下降所致。同期，公司期间费用为9.22亿港元，占营业额比例为10.84%。

2021年1-3月，公司除税前盈利为17.52亿港元，同比增长10.69%。

图8 公司盈利水平情况（单位：亿港元、%）



资料来源：公司财务报告

表12 2020年公司盈利情况同行业对比

（单位：亿元、%）

公司名称	营业收入	营业利润率	净资产收益率
唐山冀东水泥股份有限公司	354.80	33.55	17.24
安徽海螺水泥股份有限公司	1762.43	28.43	23.48
华新水泥股份有限公司	293.57	38.85	25.09
中国建材股份有限公司	2589.54	26.21	13.12
公司	400.87	39.01	19.56

注：公司2020年营业利润率数据为毛利率数据

资料来源：Wind，联合资信根据公开资料整理

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金仍为净流入状态，经营获现能力强；投资活动现金净流出规模继续扩大，经营活动现金可以覆盖投资活动支出；由于公司保持较大规模的现金分红并偿还了部分债务，筹资活动现金流仍呈净流出状态；公司在建项目未来投资规模较大，融资需求或将上升。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动产生的现金流净额同比下降9.01%，主要系费用增加所致。

投资活动方面，2020年，公司投资活动现金净流出规模同比增长91.18%，主要系固定资产投资支出、收购采矿权支出增加所致。

从筹资活动前现金流量净额看，2020年，公司筹资活动前净额为52.64亿港元，同比下降

39.26%。公司经营活动产生的现金流净额可以覆盖投资活动所需资金，对筹资活动依赖程度小。

公司筹资活动现金流入主要来自于银行贷款；公司筹资活动现金流出主要是偿还银行贷款和支付股息。2020年，公司筹资活动产生的现金流量净流出规模较上年下降27.43%，主要系偿还银行贷款金额减少所致。2020年，公司支付股息现金支出为42.60亿港元。

表13 2020年公司现金流情况

(单位：亿元)

指标	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流净额	113.31	112.85	102.68
投资活动现金流入量	12.04	14.80	14.19
投资活动现金流出量	22.79	40.97	64.23
投资活动现金流净额	-10.75	-26.18	-50.04
筹资活动前现金流净额	102.56	86.67	52.64
筹资活动现金流净额	-28.03	-78.37	-56.88

资料来源：公司财务报告

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现较好，长期偿债指标表现很强。考虑公司经营获现能力强，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为144.47%和131.46%；现金资产/短期债务为3.82倍。截至2021年3月底，公司流动比率和速动比率分别为142.24%和123.49%；现金资产/短期债务为2.15倍。2020年，公司经营现金流动负债比为71.20%，较2019年下降27.56个百分点。跟踪期内，公司短期偿债指标有所弱化，但整体仍处较好水平。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为143.03亿港元，同比下降1.96%；EBITDA利息倍数为52.22倍，EBITDA对于当期利息支付的保障能力增强。2020年，全部债务/EBITDA为0.48倍。

截至2020年底，公司共获得银行授信额

度33.00亿港元、115.00亿人民币。其中尚未使用的授信额度为115.00亿人民币；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，融资能力很强。

截至2020年底，公司对外担保金额14.87亿人民币，其中已动用金额14.13亿人民币，系公司授予联营公司银行贷款额度向银行发出的担保，对公司影响小。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流量净额和现金类资产对存续债券的保障能力强。

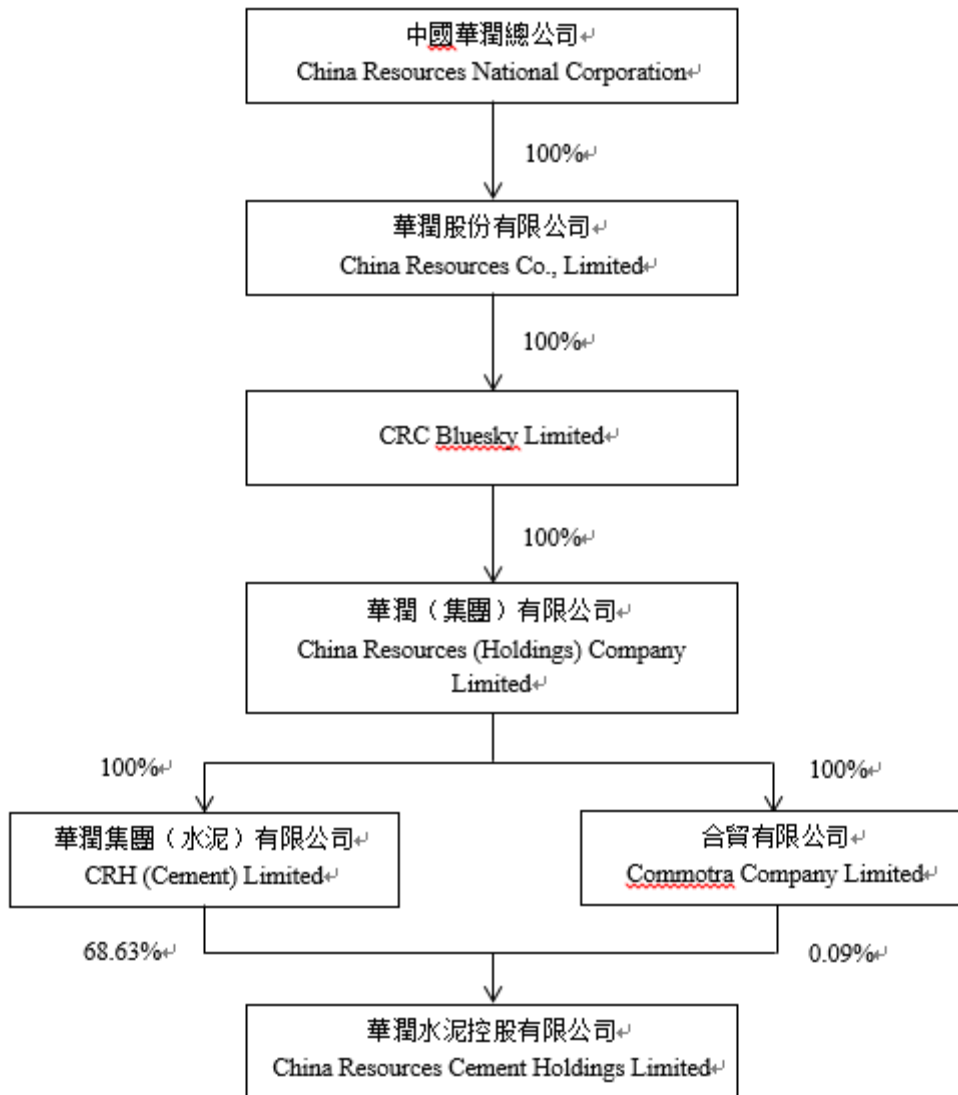
截至本报告出具日，公司存续债券为“16华润水泥MTN001”，本金余额为30亿元，将于2021年到期。根据2021年5月25日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价，港元对人民币的汇率水平为1港元兑人民币0.82794元，存续债券本金约为36.23亿港元。

2020年，公司经营活动现金流量净额为102.68亿港元，对存续债券的覆盖倍数为2.83倍。2020年，公司EBITDA为143.03亿港元，对存续债券的覆盖倍数为3.95倍。截至2020年底，公司现金类资产对存续债券的覆盖倍数为3.76倍。公司经营活动现金流量净额和现金类资产对存续债券的保障能力强。

十一、结论

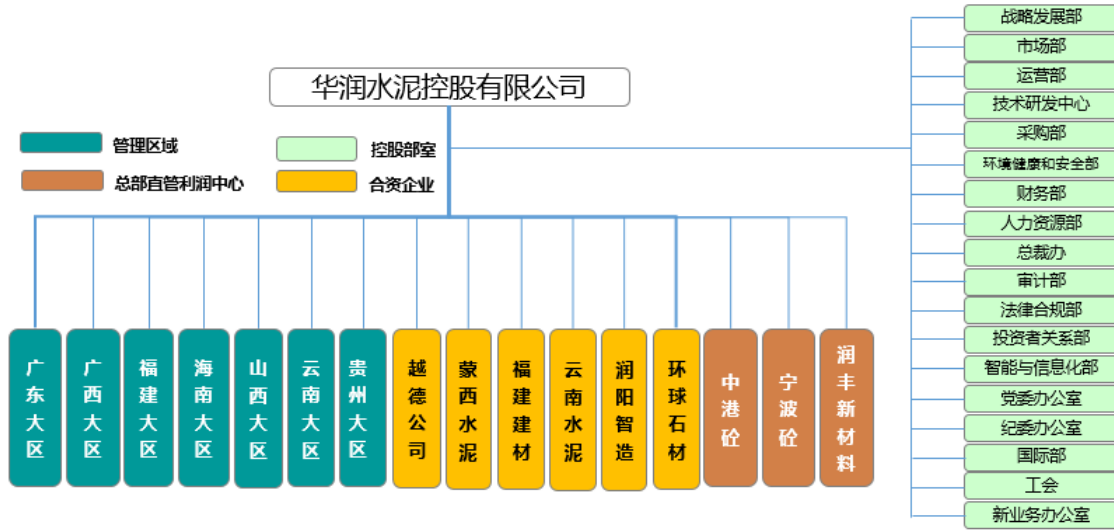
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“16华润水泥MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司年度报告

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司子公司情况

序号	企业名称	注册成立及业务所在地	公司持有所有权权益的比例		主要业务
			直接	间接	
1	百色润合装配式建筑有限公司	中国内地	--	100%	预制建材生产与销售
2	华润水泥（安顺）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
3	华润水泥（昌江）有限公司	中国内地	--	98%	水泥生产与销售
4	华润水泥（长治）有限公司	中国内地	--	72%	水泥生产与销售
5	华润水泥（防城港）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
6	华润水泥（方山）有限公司	中国内地	--	72%	水泥生产与销售
7	华润水泥（封开）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
8	华润水泥（富川）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
9	华润水泥（贵港）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
10	华润水泥（合浦）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
11	华润水泥（鹤庆）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
12	华润水泥（惠州）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
13	华润水泥（江门）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
14	华润水泥（金沙）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
15	华润水泥（连江）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
16	廉江市丰诚水泥有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
17	华润水泥（龙岩曹溪）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
18	华润水泥（龙岩雁石）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
19	华润水泥（龙岩）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
20	华润水泥（陆川）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
21	华润水泥（罗定）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
22	华润水泥（弥渡）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
23	华润水泥（南宁）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
24	华润水泥（平南）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
25	华润水泥（泉州）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
26	华润水泥（上思）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
27	华润水泥（汕头）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
28	华润水泥（田阳）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
29	华润水泥（武宣）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
30	华润水泥（五指山）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
31	华润水泥（阳春）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
32	华润水泥（永定）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
33	华润水泥（湛江）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
34	华润水泥（漳平）有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
35	华润水泥控股（香港）有限公司	香港	100%	--	持有多家附属公司投资
36	华润水泥投资有限公司	中国内地	--	100%	持有多家附属公司投资

37	华润混凝土（百色）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
38	华润混凝土（北海）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
39	北海华润混凝土（铁山港）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
40	华润混凝土（澄迈金江）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
41	华润混凝土（澄迈老城）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
42	华润混凝土（大理）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
43	华润混凝土（定安）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
44	东莞华润丰诚混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
45	华润混凝土（防城港）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
46	华润混凝土（封开）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
47	华润混凝土（富川）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
48	华润混凝土（高要）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
49	华润混凝土（广西）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
50	华润混凝土（贵港）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
51	华润混凝土（鹤山）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
52	华润混凝土（贺州）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
53	华润混凝土（惠州）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
54	华润混凝土（江门）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
55	华润混凝土（靖西）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
56	华润混凝土（来宾）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
57	华润混凝土（乐东）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
58	华润混凝土（廉江）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
59	华润混凝土（柳州）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
60	华润混凝土（潞城）有限公司	中国内地	--	72%	混凝土生产与销售
61	华润混凝土（陆川）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
62	华润混凝土（罗定）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
63	华润混凝土（茂名）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
64	南宁华润西乡塘混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
65	华润混凝土（南宁）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
66	华润混凝土（宁波）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
67	华润混凝土（平桂）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
68	华润混凝土（钦州）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
69	钦州华润勒沟混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
70	华润混凝土（容县）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
71	深圳华润混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
72	华润混凝土（田阳）有限公司	中国内地	--	80%	混凝土生产与销售
73	华润混凝土（遂溪）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
74	华润混凝土（万宁）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
75	华润混凝土（梧州）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
76	华润混凝土（阳江）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
77	华润混凝土（玉林）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
78	华润混凝土（湛江）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
79	华润混凝土（肇庆）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
80	华润混凝土（珠海）有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
81	华润东莞水泥厂控股有限公司	香港	--	100%	水泥贸易

82	东莞华润混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
83	华润环保工程（百色）有限公司	中国内地	--	100%	环境保护工程
84	华润环保工程（宾阳）有限公司	中国内地	--	100%	环境保护工程
85	华润环保工程（弥渡）有限公司	中国内地	--	100%	环境保护工程
86	华润环保工程（南宁）有限公司	中国内地	--	100%	环境保护工程
87	东莞华润水泥厂有限公司	中国内地	--	100%	水泥生产与销售
88	定安润丰矿业有限公司	中国内地	--	100%	开采骨料
89	锐致有限公司	香港	--	100%	持有物业
90	佛山华润顺安混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
91	金得旺有限公司	香港	--	100%	持有物业
92	广东省润丰科技投资有限公司	中国内地	--	100%	持有多家附属公司投资
93	广东粤群混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
94	广西宾阳县昆安混凝土有限责任公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
95	广西华润红水河水泥有限公司	中国内地	--	96%	水泥生产与销售
96	广西华润装配式建筑有限公司	中国内地	--	100%	预制建材生产与销售
97	贵港润合装配式建筑有限公司	中国内地	--	100%	预制建材生产与销售
98	河源华润辉达混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
99	惠州华润建材有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
100	江门华润混凝土睦洲有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
101	江门华润混凝土棠下有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
102	江门市润丰联合智造建筑有限公司	中国内地	--	100%	预制建材生产与销售
103	来宾华润兴宾混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
104	来宾润合装配式建筑有限公司	中国内地	--	100%	预制建材生产与销售
105	柳州华润西江混凝土有限公司	中国内地	--	70%	混凝土生产与销售
106	南宁华润良庆混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
107	宁波小港华润混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
108	贵就发展有限公司	香港	--	100%	持有物业
109	质量管理顾问有限公司	香港	--	100%	建筑物料测试及顾问服务
110	中港混凝土有限公司	香港	--	100%	混凝土生产与销售
111	中港物料供应有限公司	香港	--	100%	建筑材料贸易
112	润丰环保科技（昌江）有限公司	中国内地	--	100%	环境保护工程
113	润丰科技控股（香港）有限公司（前称华润环保工程控股（香港）有限公司）	香港	--	100%	持有多家附属公司投资
114	山西华润福龙水泥有限公司	中国内地	--	72%	水泥生产与销售
115	深圳市润丰新材料科技有限公司	中国内地	--	100%	持有联营公司投资及新材料销售
116	大盈利投资有限公司	香港	--	100%	持有物业
117	巍山润丰矿业有限公司	中国内地	--	100%	开采骨料
118	武平华润矿业有限公司	中国内地	--	80%	开采骨料
119	湛江华润鹏源混凝土有限公司	中国内地	--	100%	混凝土生产与销售
120	湛江市润阳联合智造有限公司	中国内地	--	100%	预制建材生产与销售
121	肇庆润信新材料有限公司	中国内地	--	65%	开采骨料

资料来源：公司年度报告

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿港元)	123.82	130.65	136.19	93.34
资产总额 (亿港元)	605.06	611.71	685.32	678.04
权益总额 (亿港元)	378.95	422.66	500.24	512.85
短期债务 (亿港元)	45.32	12.98	35.64	43.50
长期债务 (亿港元)	79.81	66.28	33.00	25.00
全部债务 (亿港元)	125.12	79.26	68.64	68.50
营业额 (亿港元)	387.91	389.56	400.87	85.11
除税前盈利 (亿港元)	113.35	120.08	118.93	17.52
EBITDA (亿港元)	141.33	145.88	143.03	--
经营性净现金流 (亿港元)	113.31	112.85	102.68	/
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	15.64	16.39	14.91	--
存货周转次数 (次)	12.67	13.39	14.54	--
总资产周转次数 (次)	0.66	0.64	0.62	--
毛利率 (%)	39.75	40.19	39.01	28.38
总资本收益率 (%)	17.16	18.23	16.35	--
净资产收益率 (%)	21.13	20.57	18.05	--
长期债务资本化比率 (%)	17.40	13.56	6.19	4.65
全部债务资本化比率 (%)	24.82	15.79	12.07	11.78
资产负债率 (%)	37.37	30.90	27.01	24.36
流动比率 (%)	131.87	165.52	144.47	142.24
速动比率 (%)	118.07	152.19	131.46	123.49
经营现金流动负债比 (%)	79.39	99.66	72.10	--
现金类资产/短期债务 (倍)	2.73	10.07	3.82	2.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	21.95	32.16	52.22	--
全部债务/EBITDA (倍)	0.89	0.54	0.48	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2. 年报中经营活动现金流量表为间接法编制；3. 2021 年一季度现金流未获取；4. 公司未提供母公司财务报表

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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
存货周转次数	销售成本/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) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	年度盈利/所有者权益×100%
毛利率	(营业额-销售成本) / 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+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

短期债务=一年内到期银行贷款+一年内到期无抵押中期票据

长期债务=一年后到期银行贷款+一年后到期无抵押中期票据

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

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：

信用等级设置	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 中长期债券信用等级设置及其含义

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 4-3 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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。