

信用等级公告

联合[2016] 227号

联合资信评估有限公司通过对华润水泥控股有限公司及其拟发行的 2016 年度第一期中期票据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

主体长期信用等级为

AAA

华润水泥控股有限公司

2016 年度第一期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。



华润水泥控股有限公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA
评级展望: 稳定
本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 30 亿元
本期中期票据期限: 5 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本付息
发行目的: 补充发行人下属子公司的营运资金及偿还发行人下属子公司的银行借款

评级时间: 2016 年 6 月 1 日

财务数据

| 项 目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 16 年 3 月 |
|--------------------|--------|--------|--------|----------|
| 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 |
| 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 | -- |
| 毛利率(%) | 28.49 | 31.30 | 23.96 | 20.65 |
| 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 |
| 全部债务资本化比率(%) | 44.63 | 41.40 | 41.22 | 45.17 |
| 流动比率(%) | 70.13 | 90.83 | 55.00 | 69.39 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 2.96 | 2.41 | 5.27 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 9.60 | 12.76 | 6.35 | -- |
| EBITDA/本期中期票据额度(倍) | 1.92 | 2.33 | 1.00 | -- |

注: 1.2016 年一季度财务数据未经审计;

2.本期中期票据额度按 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。

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

评级观点

联合资信评估有限公司(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”)水泥领域的投资经营主体,在经营规模、区域市场占有率、盈利能力和股东支持等方面具备的显著优势。同时,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。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据保障程度强。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低,安全性极高。

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. 公司经营活动产生的现金流量净额对本期

中期票据保障程度强。

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。

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 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据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”）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2016年3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。

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、本期中期票据概况

公司计划于2016年注册总金额为90亿元人民币的中期票据，本期计划发行2016年度第一期中期票据30亿元人民币（以下简称“本期中期票据”），期限5年。公司计划将募集资金中的10亿元人民币拟用于补充发行人下属子公司的营运资金，20亿元人民币拟用于偿还发行人下属子公司的银行借款。

本期中期票据无担保。

三、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，全年国内生产总值（GDP）为67.7万亿元，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）均处于较低水平，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。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣

除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相对于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 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。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

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。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0% 的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在

美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、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。

2013年受“稳增长”政策的提振，尤其是3月以来新开工以及在建工程复工进度的加快，水泥产量增速有所提高，2013年水泥产量24.2亿吨，同比增长10.55%，增速比2012年提升4.69个百分点；销量23.89亿吨，同比增长10.54%。

2014年全年水泥产量为24.76亿吨，同比增长1.8%，增速显著放缓；2014年，全国累计销售水泥24.47亿吨，较2013年增长2.43%。

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。

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。

近三年，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。2013年，全国水泥行业固定资产投资完成1421亿元，较

2012年下滑6.5%；全国新增熟料产能0.94亿吨，较2012年新增产能1.6亿吨明显回落。2014年全国水泥投资完成1080亿元，同比继续下降，降幅达19%，是继2011年的大幅下滑后，水泥投资连续4年下降；2014年全国新增投产水泥熟料生产线共有54条，合计年度新增熟料产能7030万吨，比2013年新增减少2400万吨，其中，西南地区新增产能最多，为3234万吨，其余依次为华东、中南、华北、西北和东北地区。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%。

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%。需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，加剧产能严重过剩。

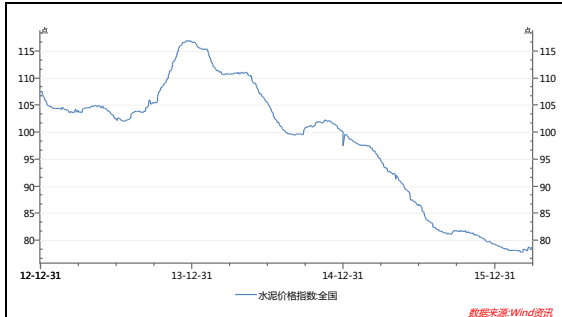
持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得改善。

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 2013~2016年3月底全国水泥价格指数



资料来源: Wind 资讯

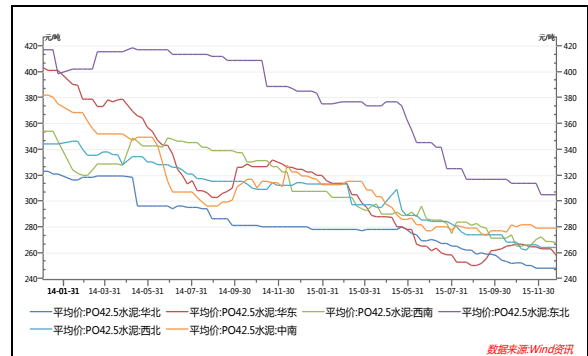
受经济形势低迷的影响,近年来水泥价格不断下滑。2013年上半年全国水泥平均价格处于金融危机以来的低位,四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下,全国水泥均价持续上行至全年最高价,接近2009年末水平;四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业2013年获利的关键。

2014年,受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响,各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势,月度走势表现为前高后低形态。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看,前8个月从380元/吨的高位持续下降至8月底最低位的325元/吨,四季度虽然季节性表现出反弹行情,但反弹力度明显较弱,且12月份受季节性因素影响,水泥价格又有短暂回调。

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。截至2015年12月31日,中国水泥价格指数降至79.25,价格走势与水泥价格指数和水泥行业景气度保持一致。

图2 2014~2015年各区域P.O42.5价格走势

(单位:元/吨)



资料来源: Wind 资讯

从区域水泥价格方面看,2014年对全国利润贡献最大的华东和中南地区价格表现活跃,走势与全国一致,整体价位而言,华东各省好于中南地区,而且年底中南两广地区受北方沿海低价水泥流入影响价格又有所松动。东北地区价格表现为震荡走低,进入需求期后,市场需求表现乏力,区域间低价水泥交叉销售频繁,企业竞争激烈,尤其是辽宁省水泥价格跌入近三年来最低值。华北地区2014年延续2013年的需求弱势,在产能严重过剩的背景下,企业间竞争越发激烈,行业自律依旧不显著,水泥价格是六大区域中最低区域。西南地区整体表现震荡走低,四川和贵州,高位回调;尤其是贵州,虽然需求增量依旧连续保持全国各省第一,但过快的产能增长,使得从年初到年底价格下滑幅度超过100元/吨。西北地区表现各异,新疆和陕西市场价格整体低迷,甘肃、青海表现较为稳定。

2015年从区域来看,华北、西北、东北依旧亏损,西南、华东、中南同比大幅下滑,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。根据Wind资讯数据显示,截至

2015年12月25日，华北、东北、西北、华东、西南和中南地区PO42.5水泥均价分别为248.00元/吨、305.00元/吨、264.00元/吨、257.86元/吨、267.50元/吨和279.17元/吨，同比降幅分别为11.43%、20.78%、15.92%、20.48%、13.01%和13.44%。

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

2013年房地产和基础设施建设投资增速双双回升，全年保持稳定增长，拉动了全国水泥需求的60%左右，在此带动下，2013年在全国水泥供需格局改善和行业有序竞争下，行业景气度提升，水泥量价齐升，尤其是从三四季度水泥价格上涨，全行业取得了可观的经济效益。2013年全年实现销售收入9695.69亿元，同比增长8.62%，而2012年仅增长0.06%；取得利润总额765.54亿元，同比增长约16.4%，远远高于2012年同期水平，创历史第二高水平，利润总额仅次于2011年的1019.66亿元，其中不能忽视的是2013年煤炭成本的下降为行业创造了一定的利润空间。但水泥行业效益区域分化明显，整体表现出南高北低的特点。利润下降的区域主要是华北、东北和西北的新疆等地区，这些地区利润下降主要是由于下游需求不足，产能增长继续恶化，导致产能过剩加剧，价格低迷。

2014年水泥全行业利润总额达780亿元，比2013年增长1.8%。从月度看，利润同比增长表现出“前高后低”的特点。主要是由于2013年下半年价格“翘尾”明显，而2014年下半年价格以下跌为主，水泥行业盈利能力较去年同期下降。4~7月份，虽水泥产品价格持续下跌，但成本端煤炭价格跌幅更大（煤炭均价同比下降

12%），单月盈利能力始终高于去年同期。9月进入旺季，价格环升，但上升幅度不及2013年同期，盈利能力同比下降。12月上中旬，库存高和需求弱促使水泥价格下滑，行业盈利能力11月起持续环比下降。

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。

从区域来看，华北全行业亏损，东北、西北和西南下滑幅度超过90%，两大利润区华东和中南地区也分别下滑接近50%。从利润率来看，华北地区创历史新低为-5.7%，连续3年低于行业平均水平，是目前区域效益最差区域。东北、西北和西南表现接近，利润率不到1%，形势堪忧。华东和中南地区利润率好于全国平均，保持在5%左右的水平。利润及利润率的下滑首先是由于需求下滑的同时产能仍然在增加，供需矛盾严峻；其次，在行业竞争上，部分大企业主导低价竞争拼实力，不采取自律协同的做法，通过低价提高市场占有率，而生产技术相对落后的企业，不愿意主动退出，不断降低水泥销售价格，均压缩了水泥行业的利润空间；另外还有随着产量下滑，水泥生产线产能利用率进一步降低，折旧等成本无法充分摊薄，以及受增值税退税政策改革等因素影响。

(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，截止到

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%，行业产能集中度提升较慢，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正在筹划战略重组事宜，重组方案尚未确定，方案确定后尚需获得有关主管部门批准。2016 年 4 月 17

日晚间，金隅股份发布公告称，公司已于 4 月 15 日与唐山市人民政府国有资产监督管理委员会、冀东集团签署了《关于冀东发展集团有限责任公司重组之框架协议》，根据该协议披露的信息显示，本次金隅股份与冀东集团的重组包括两个方面：金隅股份与冀东集团进行战略重组；金隅股份及/或冀东集团将水泥及混凝土等相关业务注入冀东水泥。

表1 截至2015年底全国水泥企业熟料产能排名（单位：万吨/年）

| 序号 | 企业名称 | 熟料产能 | 序号 | 企业名称 | 熟料产能 |
|----|------------|-------|----|--------|------|
| 1 | 中国建材 | 31453 | 11 | 天瑞水泥 | 3209 |
| 2 | 海螺水泥 | 20376 | 12 | 亚洲水泥 | 2062 |
| 3 | 中材集团 | 8784 | 13 | 亚泰水泥 | 1981 |
| 4 | 冀东水泥 | 7080 | 14 | 尧柏水泥 | 1907 |
| 5 | 拉法基豪瑞中国 | 6479 | 15 | 云南昆泥 | 1727 |
| 6 | 华润水泥控股有限公司 | 6324 | 16 | 青松建化 | 1606 |
| 7 | 山水集团 | 5460 | 17 | 金峰水泥 | 1318 |
| 8 | 红狮水泥 | 4241 | 18 | 蒙西水泥 | 1302 |
| 9 | 台湾水泥 | 4067 | 19 | 葛洲坝水泥 | 1280 |
| 10 | 北京金隅 | 3460 | 20 | 河南同力水泥 | 1225 |

资料来源：中国水泥协会

注：统计截至 2015 年 12 月 31 日已建成点火的新型干法熟料生产线产能，不统计其他窑型及粉磨站产能；全年密的运转率按 310 天计算产能；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；拉法基豪瑞中国产能统计包含其合并范围内华新水泥、双马水泥等。

根据中国水泥协会公布的数据，2015 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 | 优势企业 | 市场环境 |
|----|---|--|
| 华北 | 冀东水泥、金隅集团等 | 天津滨海新区、河北曹妃甸特别是南堡油田开发，以及山西、内蒙古的能源基地建设，中国北方最大水泥市场华北地区的消费有望逐步提升。 |
| 东北 | 中国建材（子公司北方水泥、滨州水泥）、亚泰集团、辽源金刚，冀东水泥、天瑞水泥、山水集团，CRH | 振兴东北区域经济发展战略出台，有望拉动当地固定资产投资、经济发展以及水泥需求的增长。 |

| | | |
|----|--|---|
| 西北 | 中材集团（子公司赛马实业、天山股份、祁连山水泥）、冀东水泥、西部水泥 | 受益于西部大开发，此市场在2008年金融危机中逆势崛起，基础设施建设的高投入拉动水泥需求，中材集团对此市场主控力强。 |
| 华东 | 中国建材（子公司南方水泥和中联水泥）、海螺水泥、山水集团、江苏金峰、红狮集团 | 华东地区已步入成熟市场，是中国最大的水泥消费区，区域集中度高，是全国竞争最激烈的地区。 |
| 华南 | 海螺水泥、华润、台湾水泥、中材集团、拉法基豪瑞、塔牌、越秀、鱼峰 | 竞争激烈，整合趋势明显，已步入成熟市场。 |
| 华中 | 海螺水泥、中国建材、华新水泥（第一大股东为拉法基豪瑞）、天瑞水泥、同力、葛洲坝等 | 得益于中部崛起战略，水泥产业启动，处于市场成长发展阶段。 |
| 西南 | 中国建材（子公司西南水泥）、拉法基豪瑞等 | 除中国建材、拉法基之外，西南地区水泥行业的整体发展落后，企业的规模普遍偏小，规模优势不明显，缺乏超大型现代化生产企业，技术和管理水平不高。 |

资料来源：数字水泥网

（3）上下游分析

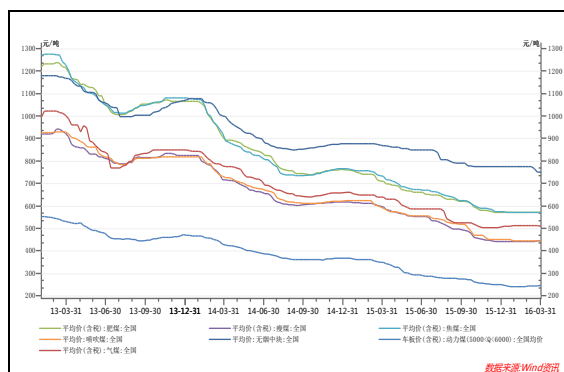
上游原材料

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27%。

煤炭

从煤炭价格方面来看，随着中国加入WTO后煤炭价格管制的逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。而自2011年四季度以来，随着下游需求增速放缓，煤炭价格普遍出现下滑态势，尽管在2012年和2013年四季度，煤价在季节性因素和刺激政策影响下，有过短暂回调，但整体来看，在国内煤炭行业供大于求形势持续下，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道，煤炭行业仍旧持续低迷。总体上看，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，煤炭价格仍将维持底部整理格局。

图3 截至2016年3月底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

基于2013年前三季度煤价的持续下行，2013年10月根据《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》（以下简称“《通知》”），国家发改委提出下调上海、江苏、浙江和广东等27省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时，并明确表示提高上海和广东等8省（区、市）天然气发电上网电价，于9月25日起执行，此次下调为自2009年11月起中国首次下调上网电价。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。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。电价小幅下调一定程度上减轻水泥企业用电成本。

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,可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。同时,国内水泥行业为了节约成本,目前大型新型干法水泥生产企业已进行完纯低温余热发电技术改造,余热发电可为水泥企业生产提供约30%的用电。相对而言,电价变动对水泥企业生产成本的影响相对较小。

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%。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。2013年,全国房地产开发投资8.60万亿元,比上年名义增长19.8%(扣除价格因素实际增长19.4%),进而对水泥需求形成一定拉动。2014年全国房地产开发投资9.50万亿元,同比

名义增长10.5%(扣除价格因素实际增长9.9%),增速较2013年显著放缓,增速为近10年来的最低值;其中住宅投资增长9.2%,房屋新开工面积17.96亿平方米,比上年下降10.7%,其中住宅新开工面积下降14.4%。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1~3月,全国房地产开发投资1.77万亿元,同比名义增长6.2%(扣除价格因素实际增长9.1%),增速有所回升。2016年1~3月,商品房销售面积24299万平方米,增长33.1%;房屋新开工面积28281万平方米,增长19.2%;房屋竣工面积20001万平方米,增长17.7%。2016年一季度,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。

由此看出,基建投资增速逐年下降,对水泥行业的需求拉动效应有所减弱,而房地产投资增速的快速下滑是导致2015年水泥需求增速大幅下降的主要原因。不过,2016年一季度基建和房地产投资有所回暖,水泥行业下游需求情况有所改善,对水泥需求形成了一定支撑。未来下游需求行业走势仍值得关注。

(4) 行业政策和关注

随着水泥产能过剩问题的日益凸显,有关控制水泥产能过快增长、促进高标号水泥产品发展的政策密集出台(详见下表2),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。

表 3 2014 年底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 |
|------------|--|---|
| 2014.12.2 | 关于批准发布 GB175-2007《通用硅酸盐水泥》国家标准第 2 号修改单的公告 | 复合硅酸盐水泥的强度等级分为 32.5R、42.5、42.5R、52.5、52.5R 五个等级，不再包含 32.5。 |
| 2015.4.20 | 《工业和信息化部关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》（工信部产业[2015]127 号） | 产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；新（改、扩）建项目产能置换指标，须为 2013 年及以后列入工业和信息化部公告或省级人民政府完成任务公告的企业淘汰产能；支持跨地区产能置换。 |
| 2015.4.23 | 《六部委关于开展水泥窑协同处置生活垃圾试点工作的通知》（工信厅联节[2015]28 号） | 试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑协同处置项目开展试点，承担试点项目的水泥窑生产线须是符合水泥行业准入条件和投资管理政策的新型干法水泥熟料生产线，试点及评估工作期限为 2 年。 |
| 2015.6.12 | 关于印发《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知 | 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%：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；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。 |
| 2015.8.31 | 关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知（工信部联原[2015]309 号） | 发展高品质和专用水泥，制修订水泥产品标准，鼓励生产和使用高标号水泥、纯熟料水泥，优先发展并规范使用海工、核电、道路等工程专用水泥；支持延伸产业链，完善混凝土掺合料标准，推广下游应用高性能混凝土，鼓励使用 C35 及以上强度等级预拌混凝土，推广大掺量掺合料及再生骨料应用技术。 |
| 2015.11.13 | 《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542 号） | 为减轻大气污染，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产。 |
| 2016.1.14 | 《两部门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） | 对 GB16780-2012《水泥单位产品能源消耗限额》实施前后投产的水泥企业，区分企业投产时间和耗能环节实行不同阶梯电价加价标准。将有利于促进水泥行业技术进步和节能减排水平的提高，加速淘汰落后生产线。 |

资料来源：工信部官方网站、联合资信整理

具体来看，2015 年以来的水泥行业相关政策主要包括以下方面：①倡导逐步取消 32.5 复合硅酸盐水泥，32.5 复合水泥标准取消有望增加高标号水泥产量、一定程度上化解熟料过剩产能；此外，根据之前的增值税退税政策，水泥生产原料中掺兑废渣比例不低于 30%，实行增值税 100% 即征即退，2015 年 7 月 1 日起，资源综合利用退税由 100% 即征即退改为退税比例为 70%，且对环境标准更加从严，而且 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，使生产低标号水泥的企业难度加大，目的是鼓励高标号水泥生产，促使企业进行技术创新，在提高废渣的掺兑比例的同时确保产品的质量。然而，中国水泥产量中 32.5 强度等级复合硅酸盐水泥约占 50%，对水泥企业收入及利润贡献较大，且广泛应用于农村水泥市场，取消 32.5 复合水泥历程将较为漫长；②产能严重过剩行业项目建设，须实施等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换；③试点利用水泥窑协同处理生活垃圾及产业废弃物，选取已建成的水泥窑（新型干

法水泥熟料生产线）协同处置项目开展试点。目前，已建成的水泥窑协同处置生活垃圾项目的水泥企业包括：海螺水泥、华新水泥、中国中材集团、拉法基瑞安水泥有限公司和河南同力水泥股份有限公司等。

2015 年 11 月 13 日，工信部和环境保护部联合下发《两部门关于在北方采暖区全面试行冬季水泥错峰生产的通知》（工信部联原函[2015]542 号），为减轻大气污染，缓解产能严重过剩矛盾，在北方采暖地区的水泥熟料生产线试行错峰生产，但承担居民供暖、协同处置城市生活垃圾及危险废物等特殊任务的熟料生产线除外。2015 年冬天，水泥错峰生产的试行范围进一步扩大，这将对遏制产能严重过剩和增加企业效益发挥一定作用，但对水泥企业经营效益会造成一定影响。

2016 年 1 月 14 日，发改委和工信部联合下发《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），表示 2016 年 1 月 14 日起，对淘汰类以外的通用硅酸盐水泥生产用电实行基于电耗的阶梯电价政策。在具体电价分档和加价标准方面，对 GB16780-2012

《水泥单位产品能源消耗限额》实施前后投产的水泥企业，区分企业投产时间和耗能环节实行不同阶梯电价加价标准。该政策的出台，将有利于促进水泥行业技术进步和节能减排水平的提高，并加速淘汰落后生产线。据行业相关部门预计，水泥行业阶梯电价政策的实施将促使约10%左右产能的水泥生产线达不到能耗要求被淘汰，对促进化解水泥行业过剩产能将起到一定作用。

总体看，上述政策旨在推进高标号水泥产品及绿色建材的推广使用，逐步淘汰低标号水泥产品，但该项调控短期内对企业影响有限；而继续严控新增产能，倡导跨区域产能等量或减量置换，产品结构调整、产能优化整合和严控污染物排放、提倡错峰生产等仍是水泥行业的主要基调；此外，对于水泥行业用电价格机制的合理运用，也是水泥行业调控政策的新尝试。

（5）行业发展

展望 2016 年水泥行业，从行业需求来看，中国铁路行业持续快速发展，根据《国家公路网规划（2013-2030 年）》，国家高速公路将全面连接城镇人口超过 20 万人口的城市，总规划里程达到 13.6 万公里，其中国家高速通车里程 11.8 万公里。另一方面，城市轨道交通（地铁、轻轨、有轨电车等）投资脚步亦将加快。根据中长期铁路网规划（2030）修编工作，大力推进“一带一路”的交通基础设施建设，加快推进珠江三角洲的城际铁路骨干网路建设等，鼓励开行市郊快铁等。中国城镇基础交通网路设施的建设，将带动水泥行业的需求。

此外，京津冀协同发展、长江经济带、地下综合管廊建设和改造等利好政策的频出亦将一定程度上促进水泥需求，但应重点关注其投资落地的时效性，或存在一定的滞后性，基建项目投资进展慢于预期，对水泥行业支撑作用尚待观察，部分区域水泥价格在 2015 年 9、10 月份虽然呈现小幅上涨，但属于区域季节性需求上升及行业自律引致的补涨；此外，受宽松

的货币环境及房地产政策环境影响，一线及二线房地产市场急剧升温，2016 年一季度房地产开发投资 1.77 万亿元，同比增长 6.2%，但三四线城市库存压力仍较为严峻，新开工、施工数据转好，数据持续性仍待检验，预计全年保持投资增速平稳的趋势。总体来看，2016 年下半年水泥行业需求存在一定回暖预期，但水泥行业需求基本面显著性改善仍有待时日。

从行业供给来看，2015 年西南、内蒙、江西等地已投产部分产能，加之 2015 年水泥企业盈利普遍下滑态势显著，部分企业推迟、放缓在建产能施工进度，2016 年新增产能同比增速将保持继续下滑；即使新增产能减少，目前水泥企业自身盈利下滑、债务负担较重、产能利用率严重不足，难以出现大规模的并购重组来消化过剩产能；而在 2015 年 11 月 10 日的中央财经领导小组会议上，习近平总书记表示“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率”，这是中央首度提出供给侧改革的概念，意味着在外需不足、内需潜力和空间有限的情况下，今后经济发展的着力点将从原本的重需求逐步转变为供给需求共同发力，未来中国经济将更加注重效益质量，转变经济发展模式。对于水泥行业，引导过剩产能供给侧减量和加大供给侧结构性调整或会成为供给侧改革的着力点，其一，产能供给侧减量方面，中国一直致力于淘汰水泥行业落后产能，严控新增产能，近年来着重进行落后产能的等量或减量置换，中小落后产能虽得到逐步淘汰；其二，供给侧结构性调整方面，或会逐步侧重于取消 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，同时，国家新出台的增值税退税政策改革，也意在鼓励高标号水泥生产。总体来看，水泥产品改革或会成为供给侧改革的着力点，然而，中国水泥产量中 32.5 强度等级复合硅酸盐水泥约占 50%，对水泥企

业收入及利润贡献较大，且广泛应用于农村水泥市场，取消 32.5 复合水泥历程将较为漫长。

在行业需求预期没有显著改善的背景下，供给端“去产能”效果不会短期迅速体现，水泥供需矛盾依旧很突出，尤其是区域供需形势呈现明显差异，进而对不同区域的水泥企业经营效益影响程度不同，行业内南北区域分化现象严重。

总体来看，预计中国水泥行业短期内仍整体将继续处于下行周期，企业经营风险加大；水泥行业的长期发展取决于行业去产能化的力度和推进速度，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。

2. 区域经济概况

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，基建和房地产投资有所回暖，宽信用等稳增长政策对短期经济增长的推动作用开始体现。受此影响，2016年一季度GDP同比增长6.7%，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年一季度，广东、广西和福建三省GDP增速分别为7.30%、7.00%和8.30%；固定资产投资增速分别为12.10%、14.10%和12.00%，三省固定资产投资增速均高于全国平

均水平（10.70%）；房地产开发投资增速分别为6.30%、14.50%和4.90%，两广地区高于全国平均水平（6.20%），福建则低于全国平均水平。

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年一季度，全国水泥产量较去年同期增长3.50%至4.44亿吨，累计增速止跌反弹，主要是房地产开发投资和基础设施建设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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

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（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 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

公司现有董事会成员 12 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 5 位；高级管理人员 18 位，均具有丰富的企业管理经验。

公司董事会主席周龙山先生，55 岁，自二零零三年三月起担任执行董事，二零零八年八月至二零一一年十月担任公司总裁，并自二零一一年十月起获委任为董事局主席。周先生为公司执行委员会、薪酬委员会、提名委员会及企业管治委员会成员。周先生于一九八三年获中国吉林财贸学院经济学学士学位，于一九八四年加入华润集团，拥有逾三十年国际贸易及企业管理经验，现为中国建筑材料联合会副会长、中国水泥协会副会长、中国混凝土与水泥制品协会第七届理事会副会长及中国水泥网理事会理事长。

公司执行董事、总裁潘永红先生，46 岁，自二零一一年十月起获委任为公司的执行董事兼总裁。潘先生为公司执行委员会成员。潘先生于二零零三年八月加入公司，并自二零零八年二月至二零一二年三月期间担任福建、广西和广东大区总经理。潘先生于一九九八年获中国暨南大学经济学硕士学位。潘先生在财务管理方面拥有逾二十年经验，现为广东省水泥行业协会第六届理事会会长及广东省建筑材料行业协会第三届理事会副会长。

公司执行董事、首席财务官刘忠国先生，

59 岁，于二零零三年五月加入公司担任首席财务官，并自二零零八年四月起担任执行董事。刘先生为公司执行委员会、薪酬委员会及企业管治委员会成员。刘先生于一九七九年获香港大学社会科学学士学位，曾在多家国际会计师事务所从事重组、审计和顾问咨询服务工作，及担任上市公司的财务总监及首席财务官，拥有逾三十年经验。刘先生为香港会计师公会及特许公认会计师公会的资深会员，及为加拿大特许专业会计师公会会员（前为“加拿大特许会计师公会会员”）。

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。

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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据开曼群岛《公司法》、《香港联合交易所有限公司证券上市规则》及《公司章程》的规定,设立了股东大会、董事会和高级管理层组成的公司治理结构。

公司董事会由12名董事组成,其中执行董事3名、非执行董事4名、独立非执行董事5名人。

公司设立经营管理机构负责日常经营管理工作,设立行政总裁1名、财务总监1名及各职能部门首席若干名。

公司法人治理结构完善,运作较为规范,管理有序,董事会、管理层均依法行使职权,各机构独立运作。

2. 管理水平

子公司管控方面,公司统一制定各下属企业的战略规划,并从资金、考核等各方面加强

对下属企业的监管。资金监管方面，实施统一融资、账户集中、收支分离、计划审批的总部统筹管控的资金运作模式，实现内部资源共享、管控高度集中。总部通过建立资金计划审批标准，强化营运资本事中控制能力；通过强化现金流的业绩考核，深化公司全局现金流管理理念。绩效考核方面，公司分别确立了以“净利润、投入资本回报率、经营性现金流比率”等指标为核心的考核体系，同时进一步加强了对应收账款和期间成本费用的管理。

企业管理制度化方面，公司自筹办以来，在行政人事、财务审计、资金管理、生产技术、物资集采、市场营销、安全生产等方面制定多项规章制度，建立并不断完善公司管理制度体系。

产能布局最优方面，公司积极整合现有的资源，最大限度的降低系统成本，提升规模效应。目前公司的主要措施包括：1) 强化资源整合及可持续发展，公司新设水泥生产基地的重要前提是当地的石灰石资源可以满足该生产基地未来 30 年或以上的原材料需求；2) 强化转换优势，持续在生产工艺、环境保护、节能减排、协同处置等方面进行投资并投入生产，提高单位产量的同时满足国家减排要求及公司未来发展需求；3) 完善分销渠道，强化系统成本最低优势，依托西江水运系统，并与原材料供应商积极合作，通过设立仓储地点等方式做到区域系统成本最低；4) 财务集中，目前公司总部、区域公司、生产基地等的财务机构由总部统一管理；各生产基地及下属公司的资金每天下午自动归集，公司本部根据下属公司的资金申请进行审批后下拨。

人才队伍建设方面，不断健全完善干部员工的考核体系，加大降本指标、效益指标、安全生产等在生产人员的考核权重，加大销售价格、销量、应收账款在销售人员的考核权重，努力营造全员参与降本增效的考核体系，并依据数据化的业绩指标来选拔和激励人才。

总体看，公司管理制度完善，管理水平较

高。

七、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为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。

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 10.2 个和 16.5 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 4.6 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 8.4%，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 年一季度，全国固定资产投资和房地产投资增速有所回暖，全行业水泥产量同比增长 3.7%，累计增速止跌反弹；同期公司布局的西南区域内贵州等地水泥产能释放较多，整体市场环境较差，各企业价格竞争日趋激烈，公司水泥及熟料售价不断下降。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 47.22 亿港元，同比下降 23.86%，同期公司整体毛利率为 20.65%，同比下降 5.2 个百分点，各项业务毛利率均有所下降，其中熟料业务毛利率降至-2.50%。

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 1~3 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 | 21571667 | 73.52 | 31.00 | 24359503 | 74.56 | 33.60 | 20706812 | 77.33 | 23.40 | 3689061 | 78.13 | 19.50 |
| 熟料 | 1925810 | 6.56 | 13.70 | 1580455 | 4.84 | 26.20 | 941060 | 3.51 | 9.70 | 152237 | 3.22 | -2.50 |
| 混凝土 | 5843142 | 19.92 | 23.90 | 6728952 | 20.60 | 24.20 | 5130799 | 19.16 | 28.80 | 880428 | 18.65 | 29.30 |
| 合计 | 29340619 | 100.00 | 28.49 | 32668910 | 100.00 | 31.30 | 26778671 | 100.00 | 23.96 | 4721726 | 100.00 | 20.65 |

资料来源: 公司年报、一季报

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。2015年10月，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9.10亿港元（待调整），完成后，公司及昆钢控股将

分别持有云南水泥50%权益。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 近年来公司水泥产品的销售成本结构（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 |

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 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年一季度,水泥、熟料及混凝土的平均售价进一步下滑,分别为232.8港元/吨、167.1港元/吨和379.0港元/立方米;当期公司水泥、熟料及混凝土对外销量分别为15849千吨、911吨及2323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1-3月 |
|------|-------|-------|-------|-----------|
| 水泥 | 67143 | 72025 | 76721 | 15849 |
| 熟料 | 7774 | 5914 | 4632 | 911 |
| 混凝土 | 15205 | 15920 | 12311 | 2323 |
| 平均售价 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年1-3月 |
| 水泥 | 321.3 | 338.2 | 269.9 | 232.8 |
| 熟料 | 247.7 | 267.2 | 203.2 | 167.1 |
| 混凝土 | 384.3 | 422.7 | 416.8 | 379.0 |

资料来源:公司年报、一季报

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1-3月,公司各区域水泥销售收入占比波动不大,但受下游房地产行业增速放缓,需求低迷影响,各区域水泥销售均价均出现较大程度的下滑;其中广东、广西降幅最大,较2015年的平均销售价格分别下降47.6港元/吨和39.1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1-3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 | 23238 | 344.2 | 7998564 | 29338 | 373.3 | 10953024 | 30748 | 288.4 | 8868234 | 5651 | 240.8 | 1352015 |
| 广西 | 23507 | 307.3 | 7223116 | 20380 | 321.2 | 6545758 | 22317 | 271.2 | 6052878 | 5360 | 232.1 | 1243955 |
| 福建 | 9436 | 309.4 | 2919213 | 9091 | 308.8 | 2807233 | 8660 | 239.2 | 2071239 | 1830 | 208.8 | 382167 |
| 海南 | 4014 | 345.2 | 1385493 | 5012 | 403.2 | 2020860 | 5046 | 317.8 | 1603444 | 880 | 297.4 | 261747 |
| 山西 | 3803 | 266.9 | 1015181 | 3797 | 208.9 | 793025 | 3047 | 176.5 | 537938 | 298 | 154.3 | 45982 |
| 云南 | 3145 | 327.5 | 1030100 | 3643 | 284.5 | 1036507 | 4686 | 239.4 | 1121889 | 1418 | 225.9 | 320363 |
| 贵州 | -- | -- | -- | 764 | 265.8 | 203096 | 2217 | 203.5 | 451190 | 448 | 184.9 | 82832 |
| 合计 | 67143 | 321.3 | 21571667 | 72025 | 338.2 | 24359503 | 76721 | 269.9 | 20706812 | 15849 | 232.8 | 3689061 |

资料来源:公司年报、一季报

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。公司目前产能已过剩,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 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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

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 年一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。

截止 2016 年 3 月 31 日、2015 年 12 月 31 日、2014 年 12 月 31 日和 2013 年 12 月 31 日,根据中国

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，港币对人民币的汇率水平分别为1港元对人民币0.83325元、1港元对人民币0.83778元、1港元对人民币0.78887元、1港元对人民币0.78623元。

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，系公司将福建省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%，福建省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。

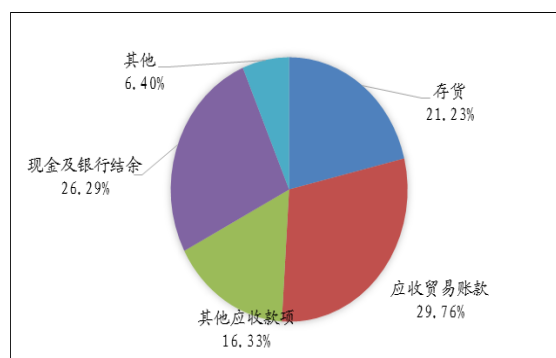
2. 资产质量

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。

流动资产

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4 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%。

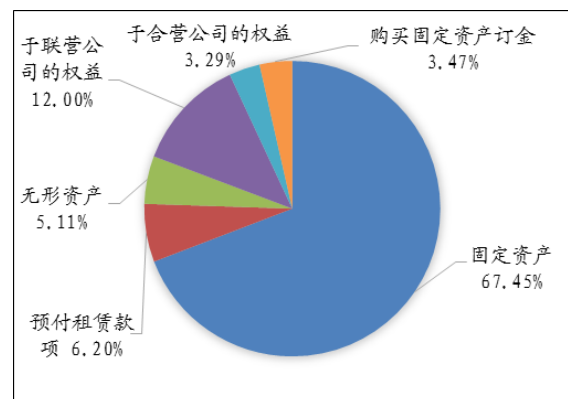
2013~2015 年，公司存货波动下降，年均复合下降 14.32%。截至 2015 年底，公司存货

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。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产稳定增长，年均复合增速3.09%。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

2013~2015年，公司固定资产波动下降，年均复合下降1.44%。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%）。

2013~2015年，公司无形资产稳定增长，年均复合增速4.32%。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。

2013~2015年，公司预付租赁款项有所增长，年均复合增长率2.74%，主要系公司生产规模不断扩大、土地租赁规模增长所致。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%，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，2013~2015年，公司在联营公司的权益大幅增长，其中2014年公司于联营公司权益同比增幅为37.24%，主要系公司一家附属公司对福建省建材（控股）有限责任公司增资所致；2015年公司于联营公司权益同比增幅为71.13%，主要系公司一家附属公司对云南水泥建材集团有限公司注资所致。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%，主要原因是本年度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3月底，公司资产总额570.83亿港元，较2015年底增长5.29%，系流动资产大幅增长所致。公司资产总额中流动资产占17.74%，非流动资产占82.26%，公司资产结构以非流动资产为主。截至2016年3月底，公司流动资产合计101.26亿港元，较2015年底增长37.37%，主要系现金及银行结余和存货大幅增长所致。截至2016年3月底，公司非流动资产为469.57亿港元，较2015年底小幅增长0.24%，主要系公司固定资产增加所致。

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。整体来看，公司资产质量尚可。

3. 负债及权益总额

权益

2013~2015年，公司权益总额波动增长，年均复合增长3.15%。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。

2013~2015年，公司股本保持不变，为6.53亿港元。公司法定股本10000000000股、金额10.00亿港元，截至2015年底已发行及缴足合计6532937817股、金额6.53亿港元。

截至2016年3月底，公司权益总额合计

270.40亿港元，较2015年底略有增长，增幅0.20%，公司权益总额及结构较2015年底变化不大。

负债

2013~2015年，公司负债总额有所下降，年均复合下降2.79%。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。

2013~2015年，公司流动负债波动下降，年均复合下降3.52%。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%。

2013~2015年，公司应付贸易账款波动中有所下降，年均复合下降2.44%。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%。

2013~2015年，公司其他应付账款持续增长，年均复合增长5.46%。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%）。

2013~2015年，公司银行贷款-于一年内到期波动下降，年均复合下降7.97%。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。

2013~2015年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降2.07%。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%。

2013~2015年，公司银行贷款-于一年后到期波动下降，年均复合下降10.65%。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，2013~2015年，公司债务总额波动下降，年均复合下降3.78%，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3月底，公司负债合计300.44亿港元，较2015年底增长10.33%。从构成上看，流动负债占48.57%，非流动负债占51.43%，公司负债结构变化不大。截至2016年3月底，公司流动负债为145.93亿港元，较2015年底增长8.89%，主要系银行贷款-于年内到期增加所致；公司非流动负债为154.51亿港元，较2015年底增长11.73%，主要系银行贷款-于一年后到期增加所致。

截至2016年3月底，公司有息债务总额222.71亿港元，较2015年底增长17.68%。从构成来看，短期债务占31.20%，长期债务占68.80%。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52.63%、45.17%和36.17%，较2015年底分别提高了2.41个、3.94个和2.50个百分点，主要是2016年一季度公司短期和长期债务均增长较快所致。

总体来看，近三年来公司债务负担有所下降，债务水平适宜，债务结构合理；但公司2016年一季度新增债务较多，未来公司债务规模及结构变化仍值得关注。

4. 盈利能力

2013~2015年，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，但受制于宏观经济疲弱及下游需求行业景气度下行，公司营业额呈现波动下降趋势，年均复合下降4.47%。2015年公司营业额267.79亿港元，同比下降18.03%，主要原因是2015年国内水泥及熟料价格较2014年降幅较大。

随着公司营业额的波动下降，近三年公司营业成本同样呈现波动下降趋势，年均复合降幅为1.49%。2015年公司营业成本为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。

2013~2015年，公司期间费用波动下降，年均复合下降3.04%，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。

2013~2015年，公司其他收入分别为3.96亿港元、5.82亿港元和4.72亿港元，其中政府奖励收入分别为2.10亿港元、2.08亿港元和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。

2013~2015年，公司汇兑收益分别为4.16亿港元、-0.35亿港元和-9.03亿港元，公司2014和2015年均出现汇兑亏损，且2015年亏损金额较2014年大幅增长，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，2013~2015年，公司应占联营公司业绩大幅下降，分别为0.98亿港元、0.19亿港元和-2.35亿港元；同期公司应占合营公司业绩持续降低，分别为1.00亿港元、0.97亿港元和-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。

2013~2015年，公司除税前盈利波动中大幅下降，年均复合下降52.23%。其中，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，2013~2015年公司毛利率分别为28.49%、31.30%和23.96%，其中2015年，公司毛利率较2014下降的原因是水泥销售价格大幅下降。2013~2015年，公司净资产收益率分别为12.93%、14.36%和3.47%；总资本

收益率分别为8.92%、9.74%和3.27%。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1~3月，公司营业额47.22亿港元，同比下降23.87%，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；虽然公司自身采取了一系列降本增效措施，但营业收入下降幅度高于营业成本下降幅度，毛利率为20.65%，较2015年下降3.31个百分点；同期，公司期间费用为9.18亿港元，应占联营及合营公司损益分别为-1.15亿港元和-0.23亿港元；公司除税前盈利为0.37亿港元，同比大幅下降93.62%。

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。

5. 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、47.43亿港元和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。

6. 偿债能力

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，公司经营现金流流动负债比分别为35.57%、52.24%和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，公司短期偿债能力适宜。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年公司EBITDA¹波动下降，年均复合下降27.81%。其中，2015年公司EBITDA为35.93亿港元，同比大幅减少57.23%。2013~2015年，公司EBITDA利息倍数分别为9.60倍、12.76倍和6.35倍，EBITDA利息倍数虽波动中有所下降，但EBITDA对于当期利息支付的保障能力仍然较好。2013~2015年，全部债务/EBITDA分别为2.96倍、2.41倍和5.27倍，EBITDA对公司整体债务保障能力有所下降。整体来看，公司长期偿债能力虽有所弱化，但仍处于较好

¹包含合营联营公司数据

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，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。

7. 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。

8. 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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行中期票据 30 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，本期中期票据约为 36.00 亿港元，以下偿债能力分析均基于此数值。本期中期票据发行额度分别占 2016 年 3 月底公司全部债务和长期债务的 16.16% 和 23.50%，对公司现有债务结构影响较大。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 52.63%、45.17% 和 36.17%。以公司 2016 年 3 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率将分别上升至 55.44%、48.90% 和 41.17%，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金中的 20.00 亿元拟用于偿还银行贷款，本期中期票据发行后，公司债务指标将低于上述模拟值。

总体看，目前公司有息债务以外币为主，但公司未来投资主要集中在内地且多以人民币进行投资，本期中期票据的发行将有利于优化公司债务结构，降低汇兑风险。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 51.21 亿港元、68.59 亿港元和 48.34 亿港元，分别为本期中期票发行额度的 1.42 倍、1.91 倍和 1.34 倍；公司 EBITDA/本期发债额度分别为 1.92 倍、2.33 倍和 1.00 倍。

整体看，公司经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据保障程度强。

十、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，整体毛利虽有所波动但仍保持在较高水平。公司负债水平适宜，债务压力不大，经营获现能力强，整体偿债能力强。

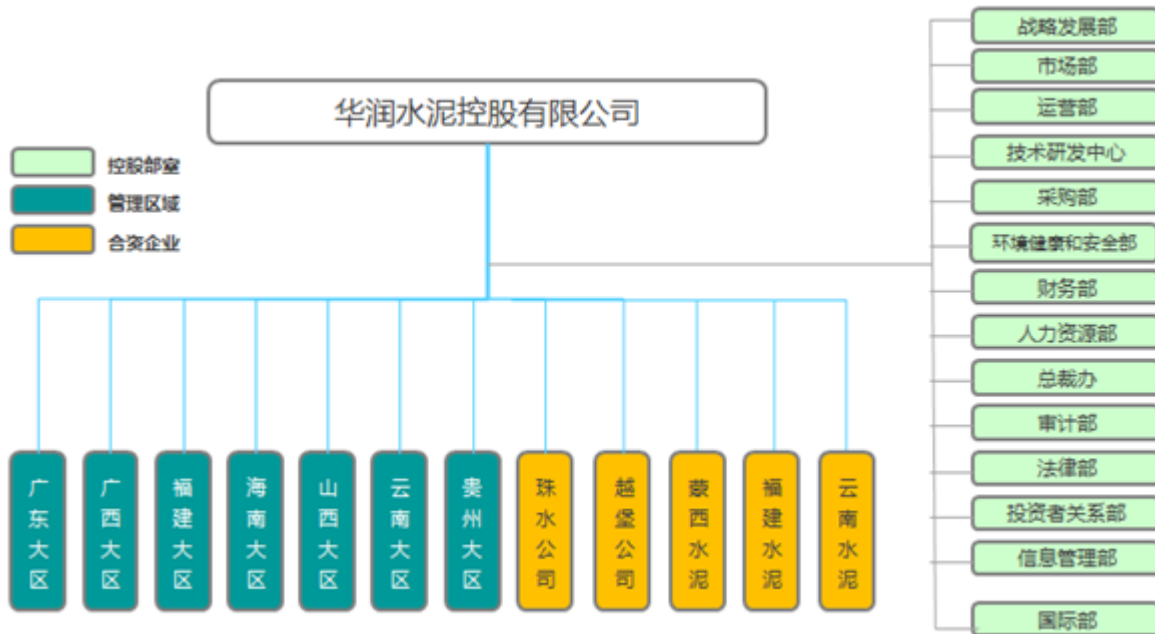
本期中期票据的发行将有助于公司改善债务结构，公司经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据保障程度强。

综合分析，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 截至 2015 年底公司股权结构图



附件 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) | 1.42 | 1.91 | 1.34 | -- |
| EBITDA/本期发债额度(倍) | 1.92 | 2.33 | 1.00 | -- |

注：1.2016 年一季度财务数据未经审计；

2.本期中期票据额度按 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 | |
| 资产总额年均复合增长率 | (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% |
| 净资产年均复合增长率 | |
| 营业额年均复合增长率 | |
| 除税前盈利年均复合增长率 | |
| 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% |
| 本期中期票据偿债能力 | |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 | 经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额 |
| 经营活动现金净额偿债倍数 | 经营活动产生的现金净额/本期中期票据到期偿还额 |
| EBITDA/本期发债额度 | EBITDA/本期发债额度 |

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 中长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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

| 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 |

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 华润水泥控股有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，华润水泥控股有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注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，据以确认或调整信用等级。

如华润水泥控股有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，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，如华润水泥控股有限公司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。

