

信用等级公告

联合[2018] 1112 号

联合资信评估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。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十一日



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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

华润水泥控股有限公司

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	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 华润水泥 MTN001	30 亿元	2021/09/06	AAA	AAA

评级时间: 2018 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额(亿港元)	542.17	521.57	565.27	585.14
权益总额(亿港元)	269.86	262.52	304.82	334.79
短期债务(亿港元)	52.27	68.91	65.72	76.29
长期债务(亿港元)	136.98	109.70	105.79	92.18
全部债务(亿港元)	189.25	178.60	171.52	168.47
营业额(亿港元)	267.79	256.47	299.58	80.47
除税前盈利(亿港元)	9.84	21.58	48.84	23.48
EBITDA(亿港元)	35.93	48.32	75.32	--
经营性净现金流(亿港元)	48.34	41.12	66.13	--
毛利率(%)	23.96	27.39	30.81	36.47
净资产收益率(%)	3.47	4.81	11.79	--
资产负债率(%)	50.23	49.67	46.07	42.78
全部债务资本化比率(%)	41.22	40.49	36.01	33.48
流动比率(%)	55.00	61.24	77.46	78.91
经营现金流流动负债比(%)	36.07	27.75	43.06	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.27	3.70	2.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.35	6.98	11.80	--

注: 1、2018 年一季度财务数据未经审计; 2、资本化利息金额未获取; 3、年报中经营活动现金流量表为间接法编制, 2018 年一季度现金流未获取。

分析师

杨 栋 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进一步凸显; 受益于水泥行业景气度的持续回升, 公司盈利能力持续增强, 盈利水平及经营获现规模均大幅增长。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到水泥行业周期性较强、产能过剩突出, 主要原材料价格上涨, 公司面临一定的汇兑风险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 MTN001”信用等级为 AAA。

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, 系统成本优势明显。
3. 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。
4. 公司有息债务规模持续下降, 整体债务负担较轻。

5. 公司 EBITDA 和经营性净现金流对存续债券保护能力强。

关注

1. 水泥行业周期性较强，产能过剩压力较大，行业竞争激烈，行业景气度变化对公司盈利稳定性影响较大。
2. 公司目前仍拥有一定规模的港币债务，面临一定的汇兑风险。

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。

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

跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于华润水泥控股有限公司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 2017 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有限公司（前称中国华润总公司）。

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 2017 年底，公司下辖 108 家主要全资或控股子公司。公司本部设战略发展部、人力资源部、财务部、市场部、采购部、环境健康和安部等 14 个职能部门。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 565.27 亿港元，权益总额 304.82 亿港元（非控股权益 1.73 亿港元）。2017 年，公司营业额 299.58 亿港元，除税前盈利 48.84 亿港元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 585.14 亿港元，权益总额 334.79 亿港元（非控股权益 1.64 亿港元）。2018 年 1~3 月，公司营业额 80.47 亿港元，除税前盈利 23.48 亿港元。

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

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

公司于 2016 年 9 月 6 日发行“16 华润水泥 MTN001”，募集资金 30 亿元。截至报告出具日，“16 华润水泥 MTN001”待偿付余额为 30 亿元，其所募集资金均已按照募集计划进行使用，其中 10 亿元用于补充子公司营运资金，20 亿元用于偿还子公司银行借款。跟踪期内，公司已按期支付存续债券利息。

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。

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；

全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，

主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3

个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 水泥行业分析

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，目前仍属不可替代的基础建筑材料，并且不能重复利用。水泥一般按用途和性能可分为通用水泥、专用水泥和特性水泥三大类，按照抗压强度可分为32.5水泥、42.5水泥及其他高标号（如52.5、62.5）水泥等。

水泥产品单位价值低而单位重量大，运费占水泥售价的比例较高，具有明显的销售半径。受水泥销售市场半径限制，企业间的竞争主要表现在区域范围内，中国水泥行业被划分为多个相对封闭的区域市场，虽然呈现全国水泥行业集中度较低，但在某一区域内往往出现集中度较高的特点。由于水泥保存时间通常较短，受下游房地产、基建施工淡旺季的影响，水泥的销售也具有明显的季节性。

作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。基于水泥在国民经济发展中的重要地位和作用，水泥行业与宏观经济发展及固定资产投资的相关性较高，受宏观经济影响显著。

行业运行状况

从中国水泥的下游消费需求结构来看，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，且其投资情况决定了水泥需求总量，其变动情况决定了水泥需求的变动情况。2017年，中国GDP同比增长6.9%，经济增速较上年回升0.2个百分点，在中国经济呈现新常态的背景下，固定资产投资增速持续放缓，同比增长7.20%，较2016年同期下降0.9个百分点，投资增速持续下滑态势未改。

根据国家统计局数据，2017年，水泥需求量较上年略有下滑，全年中国水泥产量23.16亿吨，同比下降0.2%，为2015年后第二次负增长，水泥需求呈逐步下降趋势。2018年1~3

月，中国水泥市场需求回暖较慢，且南北差异较大，南方启动明显快于北方，同时企业主动作为，通过季节性淡季生产调控，产能呈现较大幅度下降，中国水泥产量 3.76 亿吨，较 2017 年同期下降 4.51%。

2017 年，全国水泥累计产量 23.16 亿吨，同比下降 0.2%，为 2015 年后第二次负增长，各区域水泥产量均呈现不同幅度的回落，其中华北和东北地区降幅较大，同比分别下降 22.54% 和 15.08%。逐月来看，1~2 月为传统淡季，3~5 月随着下游房地产、基础设施建设投资需求启动以及北方停窑结束，水泥产量保持平稳增长趋势；6~7 月，受南方地区进入梅雨季节、农忙及高温天气等淡季因素影响，下游需求疲弱，水泥产量同比增速有所回落；进入 8 月，随着天气状况好转，水泥需求出现超预期萎缩，导致累计增速由正转负；9~10 月，受假期和降雨影响，各区域水泥需求恢复具有一定差异，大部分地区以继续推涨价格为主；进入 11 月，北方地区临近错峰生产期并即将进入冬歇淡季，加之下游工程赶工，需求集中释放，南方局部区域因环保和能耗压力生产阶段性受限；12 月中下旬，北方地区进入淡季，供需停滞。2018 年一季度，水泥市场需求回暖较慢，且南北差异较大，主要系北方地区两会期间安全督查及环保检查较为严格，同时下游原材料价格处于高位，影响开工进度，南方市场表现相对较好，与上年同期持平。2018 年 1~3 月，全国水泥产量 3.76 亿吨，同比下降 4.51%。

2017 年，在水泥行业面临国家严格限制新增产能、提高行业准入门槛以及环保督查等背景下，尽管缺乏行政化去产能的手段，全国整体水泥产能首次呈下降趋势。据 Wind 资讯统计，2017 年全国水泥熟料生产线 1715 条，较 2016 年净减少 54 条，其中新增投产水泥熟料生产线共有 13 条；全国水泥熟料总设计产能 18.20 亿吨，较 2016 年净减少 0.10 亿吨，其中新增设计产能 0.20 亿吨。2017 年，全国累计销售水泥 23.08 亿吨，较 2016 年下降 1.67%，产

销率达 99.90%，较 2016 年上升 1.90 个百分点。截至 2017 年底，水泥行业库存量处于历史低位。

2017 年，全国水泥均价呈现持续上涨态势，尤其是进入 8 月份旺季以来，各区域水泥均价均呈现加速上涨趋势，至 2017 年底，水泥价格涨至历史高位水平，全国 PO42.5 散装水泥均价由年初的 310 元/吨上升至 458 元/吨，涨幅达 47.74%。2018 年一季度，尽管处于行业淡季，水泥均价略有回调，环比逐月回落，但得益于错峰生产和行业自律，全国水泥和熟料库存普遍处于中低位，水泥价格远高于上年同期水平。截至 2018 年 3 月底，全国 PO42.5 散装水泥均价为 401 元/吨，较年初小幅下降 57 元/吨。

总体看，水泥行业供给侧改革缺乏行政化手段，主要依靠于行业自律、环保限产等相对温和的方式来压缩过剩产能，产能缩减速度可能较为缓慢，同时需求端支撑较弱，未来一段时间内，行业供需矛盾仍然存在。

上游原材料

煤、电成本在水泥熟料生产成本中占比达 60% 左右，煤炭、电力价格变化对水泥成本影响大。煤炭价格方面，进入 2017 年，受煤炭下游需求有所波动影响，除无烟煤价格有所增长外，其他煤炭品种价格整体小幅下降，2017 年下半年，煤炭市场受供需关系呈现紧平衡影响，煤炭产品价格持续高位震荡；自 2017 年冬季，供给侧由于环保和安全等因素，煤矿限产限量情况较多，同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加影响，煤炭各品种价格总体呈现持续上升的趋势。煤炭价格的上升大部分会转嫁到水泥价格上，但存在时间上的滞后，而单线产能规模较高企业的成本优势也更加凸显，煤价上升带来的成本上升幅度较小，中、小规模企业则面临一定的成本压力。电价方面，主要执行上网电价和一般工商业销售电价，国内水泥行业为了节约用电成本，目前大型新型干法水泥生产企业已进行完成低温余热发电技术改造，余热发电可为水泥企业生产提

供一定比例的用电。相对而言，电价变动对能耗水平较低水泥企业生产成本影响较小。

行业政策

环保方面，从2016年1月中央环保督察在河北省开展试点，至2017年中央环保督察已进行了四批，实现了对全国31省份的全覆盖。2017年3月，国家环保部、发改委、财政部、能源局联合发布《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，加大京津冀及周边地区大气污染治理力度，要求京津冀及周边2+26个城市水泥行业采暖季继续全面实行错峰生产。11月，工信部和环保部发布《关于“2+26”城市部分工业行业2017~2018年秋冬季开展错峰生产的通知》，提出水泥行业（含特种水泥，不含粉磨站）采暖季节按照《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》有关规定实施错峰生产。水泥粉磨站在重污染天气预警期间应实施停产。

去产能方面，2017年12月，中国水泥协会印发《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》，该报告提到三大目标，首先，三年压减熟料产能39270万吨，关闭水泥粉磨站企业540家，将上述指标按四年分解得到每年的目标任务，使全国熟料产能平均利用率达到80%，水泥产能平均利用率达到70%；其次，前10家大企业集团的全国熟料产能集中度达到70%以上，水泥产能集中度达到60%。力争10个省区内前2家大企业熟料产能集中度达到65%；第三，形成政府主导和市场机制结合的去产能机制，2017年达到政策基本明确与出台、方案成立、家底基本摸清，准备就绪。2018年上半年正式启动运行去产能机制，力争在10个省区组建水泥投资管理公司，形成去产能的有效机制。

《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》确定了2018年、2019年和2020年的目标任务，具体看，2018年，全国范围内将完成压减熟料产能13580万吨，将关闭水泥粉磨站企业210家；并且将力争于2018年上半年实现全面停止

生产32.5强度等级水泥产品。

2019年，全国范围内压减熟料产能11640万吨，关闭水泥粉磨站企业150家。企业兼并重组方面，前10家大企业集团的全国的熟料产能集中度达到62%以上，水泥产能集中度达到50%以上。在5个省区内，前2家大企业实际控制熟料产能达到65%，此外，在全国100万以上人口规模、具有水泥窑的城市有50%开展水泥窑协同处置。

2020年，全国范围内压减熟料产能14050万吨，压减水泥粉磨站企业180家。企业集中度方面，前10家大企业集团的熟料产能集中度达70%，水泥产能集中度达到60%。

未来发展

2017年，随着水泥行业自律和抵制恶性竞争意识增强，错峰生产范围和执行力度加大，水泥价格和水泥行业景气度有所回升，盈利能力有所增强，北方地区水泥企业盈利水平整体仍弱于南方，区域内企业分化加剧。展望2018年，基建投资虽有望保持较高增速但房地产投资增速回调可能性大，水泥需求预计以企稳为主；供给侧改革背景下，错峰生产、行业集中度提升以及行业自律将继续推进，水泥价格有望保持高位运行。

2. 区域经济和市场环境

公司超过60%的产能集中在广东、广西两省，两广地区为公司核心经营区域。

供给方面，2017年，广东新增2条熟料生产线，新增产能合计470万吨/年；广西地区新增2条熟料生产线，新增产能310万吨/年，在全国水泥产量负增长背景下，两广地区产能持续投放对两广区域市场形成一定压力。2017年广东水泥产量为1.6亿吨，同比增长4.7%；广西地区产量为1.2亿吨，同比增长1.7%，增速虽同比有所下降，但仍高于全国平均水平。

需求方面，水泥需求受区域经济发展、基建及地产投资影响较大。2015~2017年广东省GDP增速分别为8.00%、7.50%和7.50%；广西

省GDP增速分别为8.10%、7.30%和7.30%。两广地区经济发展较快，2017年经济增速均超过全国平均水平（6.90%）。2015~2017年，广东省全社会固定资产投资增速分别为15.80%、10.00%和13.50%；广西省全社会固定资产投资增速为17.23%、12.80%和12.40%。两广地区国民经济增长和固定资产投资增速已经实现企稳回升。

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，2017年，公司所在地区水泥市场整体需求回暖，相比于北方市场而言区域供需矛盾和市场竞争程度并不突出，水泥价格回调态势明显。

总体来看，近年来公司业务重点布局的华南地区（尤其是两广地区）固定资产投资增速高于全国平均水平，“一带一路”、粤港澳大湾区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较有支撑，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2017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有限公司（前称中国华润总公司）（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2017年底，公司业务主要覆盖广东、广西、福建、海南、山西、云南、贵州和山西等地区，公司经营95条水泥粉磨线及45条熟料生产线，水泥及熟料的年产能分别为

8330万吨和6130万吨，公司经营混凝土搅拌站60座，年产能为3650万立方米；此外，公司通过拥有联营公司及合营公司的股权，参股了80条水泥粉磨线、34条熟料生产线和21座混凝土搅拌站，合计拥有的权益产能分别为水泥1940万吨、熟料1270万吨及混凝土440万立方米。公司水泥、商品混凝土产能位居全国前列。

3. 人员素质

截至2017年底，公司董事局成员共11位，包括执行董事3位，非执行董事4位，独立非执行董事4位；其中非执行董事魏斌先生于2018年1月19日辞任，非执行董事杜文民先生于2018年5月11日退任，温雪飞女士及景世青先生于2018年5月12日获委任为非执行董事；公司现有董事局成员11人；公司高级管理人员包括执行董事、高级副总裁、副总裁及助理总裁，共17位，均具有丰富的企业管理经验。

截至2017年底，公司在职工20592人。按岗位性质分类，行政管理人员占15.91%，生产及技术人员占71.44%，品质控制人员占9.21%，销售人员占3.44%。

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；公司员工构成合理，符合行业发展要求，能够较好地满足公司经营需要。

4. 技术水平

公司十分重视产品、材料、技术的创新发展。2017年，公司持续研究和升级已投入市场的海工水泥、透水混凝土及专业装修水泥等新产品。海工水泥具备高抗腐蚀性和高抗裂性，能够满足海洋工程需要，公司海工水泥立项项目《海洋工程高抗蚀水泥基材料关键技术》是国家“十三五项目”；透水混凝土具有高透水性和高散热性等优点，能有效提升城市排水能力，目前该产品已在惠州、南宁等城市销售；专业装修水泥具有易搅拌、易抹面、绿色环保等特

点，能有效提升施工效率，该产品已于 2016 年 9 月上市销售。同时，公司还进行了低钙骨料的研发和生产，并进行了混凝土掺合料、煤炭特性分析、耐高温混凝土等多项新产品、新技术的研发工作。2017 年，公司新获得专利授权 33 项，主要包括应用于节能减排及提升生产运营效率的设备和系统以及新材料等，其中发明专利 9 项，实用新型专利 24 项。截至 2017 年底，公司合计拥有专利授权 110 项，其中发明专利 15 项，实用新型专利 95 项。

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 45 条熟料生产线均为新型干法熟料生产线并已全部配套脱硝系统，氮氧化物排放浓度低于国家污染物排放标准限制。粉尘排放方面，公司持续推进除尘器技术改造，将熟料生产线静电收尘系统改造为袋收尘系统，目前公司所有生产线的颗粒物排放浓度均低于国家排放标准限值。

公司持续推进安全生产标准化创建工作，目前已有 25 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。

公司重视并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，并取得一定成果。同时，公司积极把握水泥窑协同处置废弃物的行业趋势，继续推进城乡生活垃圾协同处置项目建设，并积极探索协同处置新技术和新工艺，目前已成为中国水泥行业同时拥有协同处置生活垃圾、市政污泥、工业危废三类固废能力的企业之一。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，日处理能力 300 吨；2016 年 7 月，公司位于广西南宁市水泥基地的市政污泥协同处置项目投入运作，日处理能力 300 吨；2018 年 2 月，公司位于海南昌江的工业危废协同处置项目投入运作，日处理能力 100 吨。公司位于广西田阳县和云南弥渡县的日处理能力分别为 500 吨和 300 吨的水泥窑协同处置城乡生活垃圾项目目前正在施工建设中，预计于 2018 年上半年建成并投入运作。

总体看，公司环境保护、经济效益并重，产品质量、生产技术处于行业较高水平，公司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，公司董事局中有 4 名董事来自华润集团，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 2016 年底，公司下属水泥生产基地共有 1 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2016年底，公司共有1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、重大事项

1. 首席财务官变更

2017年10月20日，根据公司发布的《首席财务官之变更》公告，原公司首席财务官刘忠国先生不再担任首席财务官一职，自2017年10月20日起生效，刘忠国先生将继续留任公司执行董事，以便投放更多时间处理董事局工作及公司其他业务；同时，自2017年10月20日起，委任黄挺先生为公司首席财务官。

现任公司首席财务官黄挺先生，48岁，自2003年7月加入本公司，曾担任本公司多个管理职务，包括自2012年5月起为财务总监，自2011年起至2012年5月为财务部总经理，自2008年2月起至2011年1月为广东大区副总经理，以及多家运营混凝土业务的附属公司总经理。彼现为公司多家附属公司之董事。1992年，黄挺先生加入中国华润总公司（现称中国

华润有限公司），曾于中国华润总公司及其附属公司之财务部任职。黄挺先生于1992年取得厦门大学经济学学士学位。

此次公司首席财务官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。

2. 配售及发行认购股份

2018年6月11日，根据公司发布的《配售现有股份及根据一般授权先旧后新认购新股份》公告，公司控股股东、本公司与配售代理签订协议，约定按每股9.30港元的价格，向不少于6名独立承配人配售控股股东所持有的4.50亿股配售股份（配售股份在所有方面与现有股份具有同等地位）；同时，控股股东已有条件同意认购及本公司已有条件同意向控股股东按配售价发行4.50亿股认购股份（已缴足股款的认购股份在所有方面与现有股份具有同等地位）。根据协议，控股股东认购股份需待配售完成及联交所上市委员会批准认购股份上市及买卖后方可实施，最晚不得迟于该协议日期后14日（即2018年6月25日）或可能书面约定的其他日期。

截至公司公告当日，公司控股股东及其紧密联系人合计持有公司4798453749股，持股比例合计73.45%。公司预计配售完成后但认购完成前，公司总股份无变化，不过控股股东及其紧密联系人合计持股比例将下降至66.56%，承配人持股比例将上升至6.89%。公司预计在配售及认购均完成后，公司总股份将增加4.50亿股至约69.83亿股，控股股东及其紧密联系人合计持股比例将为68.72%。

本次配售及认购价为每股9.30港元，扣除最终将由公司承担的所有专业费用及控股股东产生的其他实付费用后，净配售及认购价估计约为每股9.29港元，配售及认购股份所得款项净额约为41.80亿港元，公司拟将本次配售及认购所得款项净额用于发展装配式建筑及骨料业务、偿还债务及一般营运资金用途。

此次配售及发行认购股份对公司控股股东控股地位无重大影响，配售及发行认购股份的实施有利于进一步增强公司资本实力。

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。

2015~2017 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，但受行业景气度变化、产品价格波动等因素影响，公司营业额有所波动。其中，2016 年公司营业额 256.47 亿港元，同比下降 4.22%，系当期公司产品价格下滑所致；2017 年公司营业额 299.58 亿港元，同比增长 16.81%，受益于水泥、熟料和混凝土价格的上涨，公司实现营业额同比回升。

从收入构成来看，水泥业务一直是公司的主要业务，熟料生产主要是满足自身水泥需求，

外销规模较小。2017 年，由于公司加大价格涨幅较大的熟料产品对外销售，水泥产销量均有所下降，公司水泥业务收入占比有所下滑，熟料业务收入占比提升。当期，公司水泥业务占营业额比重为 76.31%，同比下降 2.34 个百分点；熟料收入占比为 6.81%，同比上升 3.15 个百分点；混凝土收入占比为 16.88%。

从毛利率来看，公司主营业务毛利率持续上升，2015~2017 年，公司主营业务毛利率分别为 23.96%、27.39%和 30.81%。其中，2016 年，公司主营业务毛利率为 27.39%，同比上升 3.43 个百分点，主要系煤炭、电力等主要原燃料采购均价下跌所致；在公司主要产品均价同比仍有所下降的情况下，公司仍然实现了主营业务盈利能力的提升，体现出公司较好的成本控制能力。2017 年，受益于行业景气度回升，公司主营业务毛利率增至 30.81%，其中，水泥和熟料业务毛利率分别为 32.40%和 26.00%，同比分别上升 4.80 个和 13.2 个百分点；同期，混凝土业务毛利率则有所下滑，主要系当期混凝土价格涨幅低于成本涨幅所致。

2018 年 1~3 月，受益于行业高景气度，公司实现营业收入 80.47 亿港元，同比大幅增长 39.42%，同期公司主营业务毛利率为 36.47%，较 2017 年全年上升 5.66 个百分点，公司水泥、熟料业务毛利率均进一步提高，而混凝土业务毛利率有所下滑。

表 1 公司主营业务收入情况（单位：亿港元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	207.07	77.33	23.40	201.73	78.65	27.60	228.61	76.31	32.40	63.95	79.47	38.80
熟料	9.41	3.51	9.70	9.40	3.66	12.80	20.40	6.81	26.00	3.88	4.82	34.70
混凝土	51.31	19.16	28.80	45.35	17.69	29.40	50.57	16.88	25.80	12.64	15.71	25.00
合计	267.79	100.00	23.96	256.47	100.00	27.39	299.58	100.00	30.81	80.47	100.00	36.47

资料来源：公司年报、一季报

2. 公司业务

产能变动

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 2017 年底，公司共经营 95 条水泥粉磨线及 45 条熟料生产线，水泥及熟料的年产能分别为 8330 万吨和 6130 万吨。公司经营混凝土搅拌站 60 座，年产能为 3650 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 80 条水泥粉磨线、34 条熟

料生产线及 21 座混凝土搅拌站，总产能为水泥 5810 万吨、熟料 3860 万吨及混凝土 950 万立方米，此类产能主要位于广东、云南、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 1940 万吨、熟料 1270 万吨及混凝土 440 万立方米。

表 2 截至 2017 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	24	22.5	10	14.4	25	15.7
广西	37	33.2	18	26.5	23	14.0
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	95	83.3	45	61.3	60	36.5

资料来源：公司年报

2017 年 12 月，公司新增位于广西合浦县的一条年产 160 万吨的熟料生产线和两条总年产 200 万吨的水泥粉磨线；此外，公司在 2017 年内新增混凝土搅拌站 3 座，同时关闭 2 座混凝土搅拌站，混凝土年产能净增加 140 万立方米。

总体来看，近年来公司产能持续增长，在保持华南主产区产能有序扩张和竞争优势的同时，公司已通过自建、收购等方式完善区域布局，实现了西南地区新增产能的投放，尤其是 2015 年对于云南水泥的股权收购提高了公司在西南地区的区域竞争力和市场占有率。

表 3 公司产品产能利用率情况（单位：%）

产品	2015 年	2016 年	2017 年
水泥	99.5	101.5	96.3
熟料	113.3	114.3	111.5
混凝土	36.3	35.9	37.2

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。

2015~2017 年，公司水泥和熟料产能利用率均处于较高水平，混凝土产能利用率则相对偏低，主要系公司为了控制成本对于混凝土搅拌站采取轻资产运作模式，根据其有效供应半径内的市场需求适时开工所致。2017 年，公司水泥、熟料及混凝土生产线的产能利用率为 96.3%、111.5%及 37.2%，较 2016 年分别变动 -5.2 个、-2.8 个和 1.3 个百分点；其中，由于年末广西合浦县水泥和熟料投产后产能尚未释放，同时当期公司水泥产量有所减少，熟料产量基本稳定，导致公司水泥和熟料产能利用率有所下降。不过，相较于其他水泥企业，公司水泥、熟料产能利用率仍处于较高水平。

原材料采购

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，2017年，煤炭成本占公司吨水泥销售成本的39.0%，较2016年上升7.4个百分点。2017年，公司煤炭的平均发热量下降1.2%至每公斤5250千卡，公司生产每吨熟料的单位煤耗147.3公斤，同比小幅上涨0.8%；而公司生产每吨熟料的单位标准煤耗则由2016年的107.6公斤下降至106.9公斤，节约标煤量约4.78万吨。由于煤价上涨，2017年，公司生产每吨熟料的平均煤炭成本增至104.1港元，增幅为37.3%，同时，公司吨水泥销售成本中煤炭成本增至80.0港元，增幅为38.2%。

2017年，电力成本占公司水泥销售成本的

15.1%。2017年，公司每吨水泥的平均电力成本为31.0港元，同比下降7.2%，主要系公司通过直供电、改善电耗及提高余热发电量等措施降低电力成本所致。2017年，公司根据直供电协议和竞价安排购电34.35亿千瓦时，占生产水泥产品总电耗的54.7%，电力直供比例获得大幅提升（2016年直供电占水泥生产总电耗的18.0%），节省成本1.54亿港元；公司持续改善电耗，2017年每吨水泥的电耗为73.1千瓦时，同比下降1.08%，节省成本0.37亿港元；2017年，公司余热发电设备共发电20.47亿千瓦时，同比增长0.7%，余热发电发电量占所需电耗约32.6%，使公司节省成本约10.13亿港元。

表4 近年来公司吨水泥产品的销售成本结构（单位：港元、%）

成本构成	2015年		2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
煤炭	64.7	31.2	57.9	31.6	80.0	39.0
电力	38.9	18.7	33.4	18.2	31.0	15.1
原材料	49.9	24.0	44.1	24.1	44.3	21.6
其他	54.0	26.1	48.0	26.1	49.7	24.3
合计	207.5	100.0	183.4	100.0	205.0	100.0

资料来源：公司年报

注：其他成本主要包括员工成本、折旧、维修及保养成本。

公司的石灰石主要来自于自备矿山，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。公司熟料生产基地多设立于石灰石矿山附近。

公司煤炭采购方面采取短周期及多渠道的采购策略，以内地大型煤炭供应商为主要采购渠道，配合进口煤，稳定优质煤炭供应。2017年，公司煤炭采购均价为707港元/吨，同比大幅上涨36.22%；总采购量为1010万吨，较2016年增长2.02%；其中约71%、20%及9%分别采

购自中国北方地区、公司生产基地周边地区及澳洲。跟踪期内，随着煤炭行业去产能政策推进，煤价持续高位运行，公司从国内北方地区采购的煤炭占比有所下滑，进口煤采购占比有所上升；2017年，公司向煤炭供货商直采比例维持在约77%的水平。

总体来看，2017年以来，煤价持续高位运行，水泥行业成本端普遍存在一定压力，公司吨水泥销售成本同比也有所上升；不过公司通过大幅提高直供电占比、改善电耗和提高余热发电量等措施降低电力成本，体现出行业内较好的成本控制能力。

表5 公司煤炭采购情况（单位：万吨、港元/吨、%）

煤炭	2015年	2016年	2017年
采购量合计	930	990	1010
采购均价	545	519	707

采购区域占比	中国北方	75	75	71
	集团生产基地周边	19	20	20
	澳洲	6	5	9

资料来源：公司年报

产品销售

近年来，华南地区水泥需求的稳步提升和公司产能的持续增长为公司相关产品销售和市场地位稳固奠定了基础。公司熟料生产以自用生产水泥为主，多余部分对外销售。2017年，公司水泥、熟料及混凝土对外销量分别为7589.5万吨、794.8万吨及1345.8万立方米，其中，水泥销量同比下降5.18%，而熟料和混凝土销量则同比分别增长63.57%和8.58%。当期，公司加大了价格涨幅较大的熟料产品对外销售，熟料自给量有所减少，水泥产销量均有所下降。

2017年，公司销售的水泥产品中约67.2%的等级为42.5或更高等级（2016年为65.4%），袋装销售比例为45.0%（2016年为49.9%）。2017年，公司用于混凝土生产的内部水泥供给量为280万吨（2016年为260万吨），占当期水泥总销量的3.6%。

销售价格方面，受国家严控新增产能、行业自律及环保限产等因素影响，水泥行业竞争环境改善，国内各地区水泥价格均出现不同程度的上涨。2017年，公司水泥、熟料及混凝土的平均售价分别为301.2港元/吨、256.6港元/吨和375.8港元/立方米，同比分别上涨19.5%、32.7%及2.7%。

2018年一季度，水泥价格高位运行，公司水泥和熟料平均售价均大幅提高，分别为387.2港元/吨和329.3港元/吨，较2017年全年水平分别上涨28.55%和28.33%；混凝土价格与水

泥价格走势密切相关，但存在滞后性，当期公司混凝土平均售价为417.4港元/吨，较2017年全年水平上涨11.07%。

表6 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	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
水泥	7672.1	8003.7	7589.5	1651.6
熟料	463.2	485.9	794.8	117.8
混凝土	1231.1	1239.5	1345.8	302.9
平均售价	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
水泥	269.9	252.0	301.2	387.2
熟料	203.2	193.4	256.6	329.3
混凝土	416.8	365.9	375.8	417.4

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，2017年，上述各区域水泥销售收入占比分别为42.07%、26.56%、10.80%、8.35%、2.69%、7.12%和2.40%，其中，广东和广西两省占比较高，2017年，广东和广西水泥销量分别为3046.5万吨和2191.7万吨；从销售价格来看，公司在海南、云南和广东销售均价较高，2017年分别为357.9港元/吨、330.7港元/吨和315.7港元/吨，受北方水泥企业竞争激烈影响，山西销售均价较低，仅为274.9港元/吨。2018年1~3月，公司各区域水泥销售收入占比有所波动，广西水泥收入占比有所上升，海南、山西等地水泥收入占比有所下降。

表7 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	2015年			2016年			2017年			2018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	3074.8	288.4	88.68	3001.0	263.9	79.19	3046.5	315.7	96.17	640.6	426.0	27.29

广西	2231.7	271.2	60.53	2398.8	253.3	60.75	2191.7	277.0	60.71	541.2	344.4	18.64
福建	866.0	239.2	20.71	953.4	217.8	20.76	887.2	278.4	24.70	193.6	390.9	7.57
海南	504.6	317.8	16.03	505.3	311.7	15.75	533.7	357.9	19.10	98.7	439.8	4.34
山西	304.7	176.5	5.38	324.5	171.2	5.56	224.2	274.9	6.16	18.1	293.7	0.53
云南	468.6	239.4	11.22	582.7	254.3	14.82	492.2	330.7	16.28	118.4	354.4	4.20
贵州	221.7	203.5	4.51	238.0	206.0	4.90	214.0	256.5	5.49	41.0	336.0	1.38
合计	7672.1	269.9	207.07	8003.7	252.0	201.73	7589.5	301.2	228.61	1651.6	387.2	63.95

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，2017年，三者销量占比为4:3:3；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，截至2017年底，公司在西江流域年运输能力达3340万吨，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480万吨，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43个中转库（主要布局在广东珠三角地区），年中转能力达3000万吨，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。

此外，公司持续推进物流信息化，提高发运效率及支持线上线下销售渠道。物流信息化方面，公司已在所有营运区域上线了全球卫星定位调度管理系统及信息采集系统，全球卫星定位调度管理系统的应用能够加强汽车运输配送工作，提高车辆调度、监控和周转效率，信息采集系统亦有助于提升物流精准配送效率，以及为市场研究、客户分析提供更多的资料支持；目前公司新一代无人值守的一卡通智能发运系统已测试完成，有助于实现货物发运自动化、智能化，提升客户服务质量，已计划在公司水泥季度推广使用。O2O渠道建设方面，2017年，公司在广东大区销售移动下单应用程

式试点项目基础上，通过完善功能及系统升级，提高了系统稳定性和运行速度，目前该系统已在公司所有运营区域上线，全面实现了线上下单交易。

安全环保

截至2017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，公司氮氧化物排放浓度优于国家氮氧化物排放标准的每立方米400毫克。公司于2015年开始进行除尘器的技术改造，以袋收尘系统代替原有的静电除尘系统，目前已为所有熟料生产线配套袋式除尘器，目前各生产线颗粒物排放浓度优于国家最新颗粒物排放标准的每立方米30毫克，在行业内处于领先地位。另外，公司通过优化生产配方，有效利用工业废渣、石灰石废石等资源，降低能耗，实现资源的综合利用。

在建及拟建项目

截至2017年底，公司未来仍需支出项目建设资金约13.95亿港元（详见表8），主要资本支出项目为贵州安顺市生产线（水泥及熟料总产能分别为200万吨及140万吨）。

除表8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，2018年和2019年公司资本开支总额预计分别为11.61亿港元和8.24亿港元，公司将通过公司自身经营及外部筹资解决，资本支出压力不大。

表 8 截至 2017 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 2017 年底已投	尚未支付资本支出
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)	贵州	14.95	3.56	11.39
广西田阳县水泥基地兴建一套日处理量为 500 吨的城市垃圾协同处置设备	广西	1.52	0.92	0.60
云南弥渡县水泥基地兴建一套日处理量为 300 吨的城市垃圾协同处置设备	云南	1.39	0.98	0.41
兴建 6 座混凝土搅拌站 (混凝土总产能为 330 万立方米)	--	1.95	0.40	1.55
总计	--	19.81	5.86	13.95

资料来源: 公司年报

经营效率

2015~2017年, 公司销售债权周转次数逐年上升, 分别10.64次、11.08次和11.92次; 存货周转次数波动上升, 分别为10.93次、10.62次和11.32次; 公司总资产周转次数有所上升, 分别为0.48次、0.48次和0.55次。

总体看, 公司经营效率指标在水泥行业表现较好。

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

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2015~2017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2018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2018年3月30日、2017年12月29日、

2016年12月31日和2015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0.80125元、1港元对人民币0.83591元、1港元对人民币0.89451元和1港元对人民币0.83778元。

2015年, 公司合并报表范围主要新增华润混凝土(容县)有限公司和华润混凝土(遂溪)有限公司。2016年、2017年及2018年一季度, 公司合并报表范围无变化。

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2017年底, 公司合并资产总额565.26亿港元, 权益总额304.82亿港元(非控股权益1.73亿港元)。2017年, 公司营业额299.58亿港元, 除税前盈利48.84亿港元。

截至2018年3月底, 公司合并资产总额585.14亿港元, 权益总额334.79亿港元(非控股权益1.64亿港元)。2018年1~3月, 公司营业额80.47亿港元, 除税前盈利23.48亿港元。

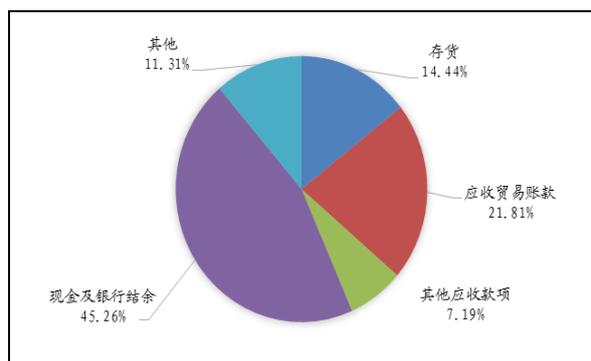
2. 资产质量

2015~2017年, 公司资产总额波动中有所增长, 年均复合增长2.11%。截至2017年底, 公司资产总额565.26亿港元, 同比增长8.38%, 主要是公司现金及银行结余和固定资产增长所致。从资产构成来看, 流动资产占21.04%, 非流动资产占78.96%, 流动资产占比有所上升; 公司资产仍以非流动资产为主, 符合水泥行业资产构成的一般特征。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产持续增长，年均增长27.03%。截至2017年底，公司流动资产118.95亿港元，同比增长31.09%，主要是公司现金及银行结余大幅增长所致。从构成来看，现金及银行结余占45.26%，存货占14.44%，应收贸易账款占21.81%，其他应收款占7.19%。

图1 2017年底公司流动资产结构



资料来源：公司财务报告

2015~2017年，公司现金及银行结余快速增长，年均增长66.69%。截至2017年底，公司现金及银行结余53.84亿港元，同比大幅增长70.45%，主要系2017年公司经营获现规模大幅增长所致。截至2017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92.8万港元，占比较小。

2015~2017年，公司应收贸易账款有所增长，年均增长8.73%。截至2017年底，公司应收贸易账款25.94亿港元（扣除所计提呆坏账备抵2.73亿港元），同比增长6.56%。其中公司应收第三方贸易账款25.46亿港元，占98.15%；其余是应收华润集团系统内公司的贸易款项，占1.85%。从账龄看，1~3月内占89.73%，3~6月占5.42%，6~12月占4.85%。公司给予客户的平均信贷回收期为60天，2017年公司逾期但未减值应收贸易账款为6.09亿港元，占应收贸易账款总额的23.47%；其中逾期1~3月占61.50%，逾期3~6月占21.47%，逾期6~12月占17.03%。公司应收贸易账款综合账

龄较短。

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。

2015~2017年，公司其他应收款项持续下降，年均下降15.72%。截至2017年底，公司其他应收款项8.55亿港元，同比下降11.64%，主要系已付原材料供应商订金减少所致。从构成看，其他应收款主要包括已付原材料供应商的订金（占26.73%）、增值税及其他可收回税项（占28.57%）、预付租赁款项之即期部分（占9.12%）及长期应收款项的即期部分（占比7.70%）等。

公司2017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7.18亿港元，贷款年利率4.35%，并约定于2018年5月偿还。

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2017年底，公司应收联营公司款项主要为无抵押借款及其他应要求偿还款项，合计5.04亿港元；应收合营公司款项主要为无抵押借款及其他应要求偿还款项1382.1万港元。

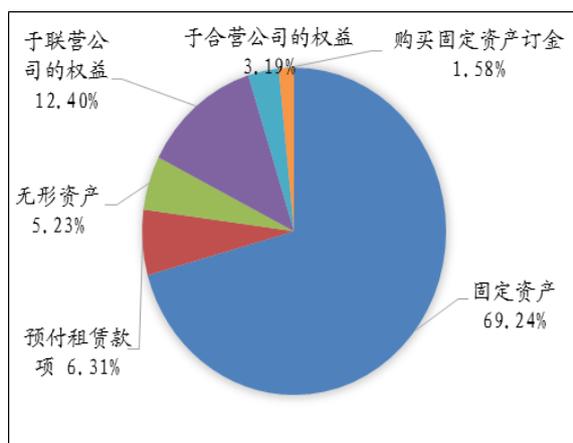
2015~2017年，公司存货波动增长，年均复合增长4.76%。截至2017年底，公司存货为17.17亿港元，同比下降11.64%，主要系原材料及消耗品有所减少所致。公司存货主要包括原材料及消耗品（占60.90%）、在制品（占22.59%）和制成品（占16.51%）。公司存货余额中原材料占比较大，原材料主要为煤炭、石灰石、石膏、粉煤灰等。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产波动中有所下降，年均复合下降2.39%。截至2017年底，公

司非流动资产为446.32亿港元，同比增长3.60%，主要是公司固定资产增长所致。从非流动资产构成来看，截至2017年底，公司非流动资产主要由固定资产（占69.24%）、预付租赁款项（占6.31%）、无形资产（占5.23%）、购买固定资产订金（占1.58%）和公司在联营及合营公司中所占的权益（分别占12.40%、3.19%）构成。

图2 2017年底公司非流动资产结构



资料来源：公司财务报告

2015~2017年，公司固定资产波动中有所下降，年均复合下降1.10%。截至2017年底，公司固定资产原值为451.85亿港元，累计折旧与减值为142.83亿港元，固定资产账面价值为309.03亿港元，较2016年底增长3.76%，主要原因是本年度人民币兑港元汇率升值幅度较大，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28.70亿港元。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34.56%）、厂房及设备（占53.85%）、物流设备（占4.65%）、在建工程（占3.73%）和其他（占3.21%）。

2015~2017年，公司无形资产波动中有所下降，年均复合下降1.25%。截至2017年底，公司无形资产为23.35亿港元，同比增长3.16%，主要原因是当期公司新增采矿权以及汇兑调整较大所致，其中新增采矿权成本为13.58亿港元、汇兑调整金额为13.20亿港元。从无形资产

账面价值构成来看，商誉占52.02%，采矿权占47.98%。公司无形资产中商誉占比较大，截至2017年底，商誉账面价值为12.15亿港元，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11.64亿港元，占比为95.80%；分配至公司混凝土生产单位组的商誉账面价值为0.50亿港元，占比4.20%。其中，由于公司部分水泥生产单位长期亏损导致其可收回款项低于账面值，公司对水泥生产单位组计提商誉减值0.79亿港元，该部分商誉占比不大，公司商誉减值风险可控。

2015~2017年，公司预付租赁款项波动中有所下降，年均复合下降1.55%。截至2017年底，公司预付租赁款项净额28.16亿港元，较2016年底增长5.29%，主要系汇兑调整所致，公司预付租赁款均为中国内地土地租赁款项。

2015~2017年，公司在联营公司的权益波动下降，年均复合下降0.76%。截至2017年底，公司于联营公司权益为55.35亿港元，同比增长6.18%，主要系汇兑调整同比大幅减少所致，当期汇兑调整金额为-1.06亿港元。截至2017年底，公司主要联营企业为内蒙古蒙西水泥股份有限公司、福建省建材（控股）有限责任公司和云南水泥建材集团有限公司。

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和方正水泥有限公司。截至2017年底，公司于合营企业权益合计14.25亿港元，同比小幅下降3.98%。

截至2018年3月底，公司资产总额585.14亿港元，较2017年底增长3.52%，主要系固定资产、存货和应收贸易账款增长所致。公司资产总额中流动资产占21.19%，非流动资产占78.81%，公司资产结构仍以非流动资产为主。

总体来看，2017年以来，随着行业景气度好转，公司经营获现规模大幅增长，带动公司现金及银行结余大幅上升，公司资产规模有所增长。公司资产构成以固定资产为主，符合水泥行业特征。整体来看，公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

权益

2015~2017年，公司权益总额有所增长，年均复合增长6.28%。截至2017年底，公司权益总额为304.82亿港元，同比增长16.12%，主要是当期盈利水平较好导致公司储备增加所致。从权益总额构成来看，股本占2.14%，储备占97.29%，非控股权益占0.57%。公司权益结构稳定性差。

近年来公司股本均保持不变，为6.53亿港元。公司法定股本100亿股、金额10.00亿港元，截至2017年底已发行及缴足合计6532937817股、金额6.53亿港元。

现金分红方面，公司于2017年内支付2016年股息4.90亿港元，并于2018年5月派付2017年末期股息10.13亿港元。

截至2018年3月底，公司权益总额合计334.79亿港元，较2017年底增长9.83%，主要系公司当期盈利改善所致，权益结构方面则较2017年底变化不大。

负债

2015~2017年，公司负债总额波动中有所下降，年均复合下降2.20%。截至2017年底，公司负债总额260.44亿港元，同比增长0.54%。近三年非流动负债占比分别为50.78%、42.80%和41.04%，公司流动负债占比有所上升。

2015~2017年，公司流动负债持续增长，年均增长7.04%。截至2017年底，公司流动负债153.57亿港元，同比增长3.65%，主要系银行贷款-于一年内到期增加所致。从构成上看，流动负债中应付贸易账款占21.97%，其他应付款占32.34%，银行贷款-于一年内到期占42.80%，银行贷款-于一年内到期占比大幅上升。

2015~2017年，公司应付贸易账款持续增长，年均增长4.51%。截至2017年底，公司应付贸易账款33.75亿港元，同比增长7.27%，主要来自于应付第三方贸易账款的增长。从构成来看，应付第三方的贸易账款33.67亿港元，占99.77%；应付同系附属公司的贸易款项0.08亿

港元，占0.23%。从账龄来看，1~3月内占95.41%，3~6月占2.33%，6~12月占1.02%，1年以上占1.24%。

2015~2017年，公司其他应付款项有所波动，年均复合增长1.14%。截至2017年底，公司其他应付款项49.66亿港元，同比增长11.70%，主要系应付应计工资和其他应付税项增长所致。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20.39%）、收购附属公司、来自客户的订金（占16.39%）、应付应计工资（占16.83%）和其他应付税项（占12.88%）等。

2015~2017年，公司银行贷款-于一年内到期波动较大，年均复合增长12.14%。截至2017年底，公司银行贷款-于一年内到期余额为65.72亿港元，较2016年底增加33.42亿港元。

2015~2017年，公司非流动负债持续下降，年均下降12.09%。截至2017年底，公司非流动负债为106.87亿港元，同比下降3.61%，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65.41%，中期票据占33.58%。

2015~2017年，公司银行贷款-于一年后到期快速下降，年均下降18.78%。截至2017年底，公司银行贷款-于一年后到期合计69.90亿港元，同比下降8.21%。从账龄看，1~2年的占62.87%、2~3年的占37.13%。

截至2017年底，公司无抵押中期票据余额35.89亿港元，系公司在2016年9月5日发行的额度为30亿人民币的中期票据“16华润水泥MTN001”。该期中期票据为无抵押债券，票面利率3.5%，期限为5年。

截至2017年底，公司合计银行贷款135.63亿港元，其中定息借款86.37亿港元，占比63.68%；浮息借款49.25亿港元，占36.32%；公司银行贷款实际利率区间为1.2%~4.8%。公司银行贷款中包含43.00亿港元贷款和6.25亿港元的等值美元贷款，公司银行贷款中外币贷款规模合计49.25亿港元。

公司外币债务仅包含银行贷款中的外币贷款，目前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。

从有息债务方面来看，2015~2017年，公司全部债务有所下降，年均下降12.12%，截至2017年底，公司全部债务171.52亿港元，同比下降3.97%，公司整体债务规模有所下降。从有息债务结构来看，短期债务占38.32%，长期债务占61.68%，公司有息债务以长期债务为主。从债务指标来看，2015~2017年，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均持续下降，三年加权平均值分别为47.98%、38.39%和28.46%，截至2017年底分别为46.07%、36.01%和25.76%。

截至2018年3月底，公司负债合计250.35亿港元，较2017年底下降3.88%。从构成上看，流动负债占62.75%，非流动负债占37.25%，流动负债占比较2017年底上升3.79个百分点。截至2018年3月底，公司流动负债为157.10亿港元，较2017年底增长2.30%，主要系银行贷款-于一年内到期增加所致；公司非流动负债为93.25亿港元，较2017年底减少12.74%，主要系银行贷款-于一年后到期减少所致。

截至2018年3月底，公司有息债务总额168.47亿港元，较2017年底下降1.77%。从构成来看，短期债务占45.28%，长期债务占54.72%。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42.78%、33.48%和21.59%，较2017年底分别下降3.29个、2.53个和4.17个百分点，公司债务指标进一步下降。

总体看，近年来公司债务负担持续下降，债务水平较低，债务结构合理。不过公司目前仍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。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业额波动上涨，年均增长5.77%。2017年公司营业额299.58亿港元，同比增长16.81%，系当期水泥行业景气度提升

带动公司产品价格回升所致。

近三年公司营业成本同样呈现波动上涨趋势，年均增长0.90%。2017年公司营业成本为207.28亿港元，较2016年增长11.31%，主要系煤炭成本上涨所致，营业成本增幅低于营收降幅。

2015~2017年，公司期间费用波动中有所增长，年均复合增长3.47%。2017年公司期间费用为50.98亿港元，同比增长9.17%，主要系一般及行政费用增长所致；当期一般及行政费用同比增长16.26%，主要系向员工支付奖金导致一般员工成本增加所致。2017年，由于营业额增幅较大，公司期间费用占营业收入的比重为17.02%，较2016年下降1.19个百分点。

2015~2017年，公司其他收入分别为4.72亿港元、2.66亿港元和3.71亿港元，其中政府奖励收入分别为2.41亿港元、0.70亿港元和0.85亿港元。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。

2015~2017年，公司汇兑收益分别为-9.03亿港元、-4.19亿港元和2.64亿港元，公司2015~2016年均出现大额汇兑亏损，主要是当期人民币贬值幅度较大所致；2017年产生汇兑收益系当期人民币升值所致。

联营及合营公司损益方面，2015~2017年，公司应占联营公司业绩持续好转，分别为-2.35亿港元、-0.58亿港元和0.21亿港元，其中受水泥行业景气度回升影响，2017年公司应占联营公司业绩扭亏为盈；2017年，公司应占合营公司业绩也有所回升，为0.78亿港元。

2015~2017年，公司除税前盈利快速增长，年均增长122.74%。其中，2016年，在公司营业额下降的情况下，公司除税前盈利为21.58亿港元，同比大幅增长119.26%，主要系当期煤炭和电力成本下降，毛利增加，期间费用降低所致；2017年，随着水泥行业景气度回升，公司产品价格持续上涨，除税前盈利增至48.84亿港元，增幅为126.28%。

从盈利指标看，2015~2017年，公司毛利率

分别为 23.96%、27.39% 和 30.81%，其中 2016 年，公司毛利率较 2015 年增长的原因系煤炭和电力结算成本下降带动公司水泥产品销售成本下降所致；2017 年，随着水泥行业景气度持续回升，公司毛利率进一步上升。2015~2017 年，公司净资产收益率分别为 3.47%、4.81% 和 11.79%；总资本收益率分别为 3.27%、4.43% 和 8.88%。由于 2017 年公司净利润大幅增长，公司净资产收益率和总资本收益率，较 2016 年分别上升 6.98 个百分点和 4.45 个百分点。公司整体盈利能力进一步增强。

2018 年 1~3 月，公司营业额 80.47 亿港元，同比增长 39.42%，主要系公司产品销售价格上涨所致；同期公司综合毛利率为 36.47%，较 2017 年全年上升 5.66 个百分点；同期，公司期间费用为 9.58 亿港元，占营业收入比例为 11.91%，较 2017 年水平有所下降；应占联营及合营公司损益分别为 0.08 亿港元和 0.68 亿港元；公司除税前盈利为 23.48 亿港元，较 2017 年同期大幅增长 178.26%。

总体来看，受行业景气度变化影响，近三年公司收入规模波动上涨。2017 年，受益于行业景气度回升和水泥价格上涨，公司盈利规模增长较快，盈利能力增强；2018 年以来，受益于水泥行业高景气持续，公司盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营产生的现金流量净额分别为 48.34 亿港元、41.12 亿港元和 66.13 亿港元。其中，2017 年，受益于行业景气度回升和产品价格上涨，公司经营产生的现金流量净额同比增长 60.83%。

投资活动方面，近年来公司投资力度持续放缓，2017 年，公司固定资产的购置款项及订金支出进一步减少至 10.43 亿港元，但受提供同系附属公司华润置地投资有限公司 7.18 亿港元贷款以及收购采矿权支付 1.36 亿港元影响，投资活动现金净流出规模为 18.88 亿港元，同

比增长 12.98%。

公司筹资活动现金流入主要来自于银行贷款和一家同系附属公司贷款，2015~2017 年，公司新增长期银行贷款分别为 58.20 亿港元、34.70 亿港元和 28.97 亿港元，新增短期银行贷款分别为 -7.01 亿港元、2.24 亿港元和 17.43 亿港元，另外，2017 年，公司新增来自一家同系附属公司贷款 17.03 亿港元。公司筹资活动现金流出主要是偿还银行贷款、无抵押债券、一家同系附属公司贷款及年末支付现金股利，公司近三年筹资活动现金流出规模分别为 73.59 亿港元、85.86 亿港元和 91.38 亿港元。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -22.45 亿港元、-10.35 亿港元和 -27.91 亿港元。

总体看，近年来，公司保持了较强的经营获现能力；随着投资力度的放缓，公司投资活动现金净流量波动下降；受公司偿还银行借款规模较大及持续进行现金分红影响，公司近年筹资活动现金流持续净流出。公司经营获现能够满足对外投资需求，外部增量融资需求不大，不过考虑到当前存量债务情况，公司仍将存在一定的外部融资规模。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率持续上升，近三年分别为 55.00%、61.24% 和 77.46%；速动比率同样呈现上升趋势，近三年分别为 43.33%、48.12% 和 66.27%；截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 78.91% 和 63.99%。2015~2017 年，公司经营现金流负债比分别为 36.07%、27.75% 和 43.06%。总体来看，公司经营获现能力持续增强，对流动负债保障能力有所提升，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年公司 EBITDA¹ 持续增长，年均增长 44.78%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 6.35 倍、6.98 倍和 11.80 倍，EBITDA 对于当期

¹包含合营联营公司数据

利息支付的保障能力增强。2015~2017年，全部债务/EBITDA分别为5.27倍、3.70倍和2.28倍，EBITDA对公司整体债务保障能力持续提升。整体来看，公司长期偿债指标较好，整体偿债能力较强。

截至2017年底，公司在银行共获得授信额度43.00亿港元、143.50亿人民币、0.80亿美元，其中尚未使用的授信额度为71.30亿人民币；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2017年底，公司对外担保金额17.16亿人民币，其中已动用金额16.67亿人民币，担保比率为5.63%，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；水泥行业周期性较强，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风险，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

9. 存续债券偿还能力

跟踪期内，公司存续债券为“16华润水泥MTN001”，发行额度为30亿元。根据2018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0.80125元，存续债券本金约为37.44亿港元。

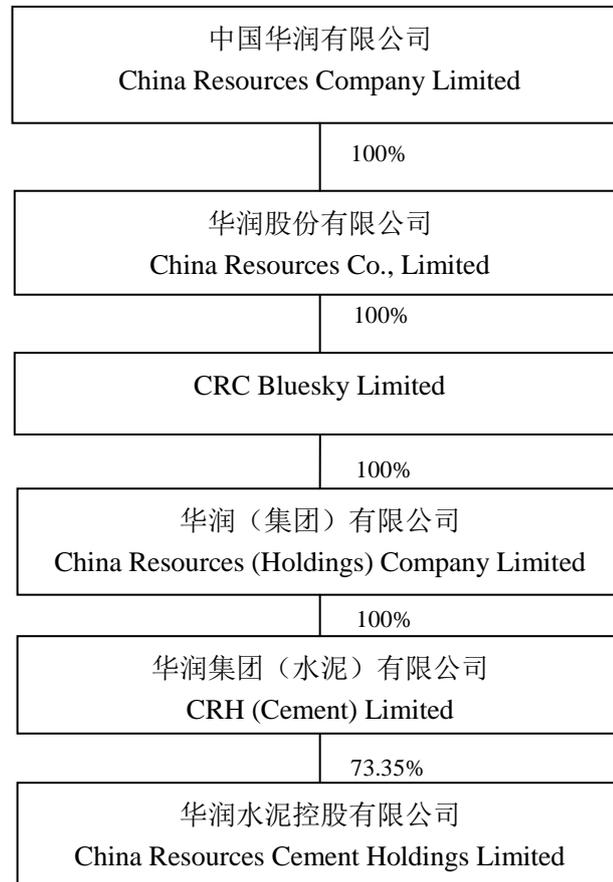
2017年，公司经营活动现金流量净额为66.13亿港元，对存续债券的覆盖倍数为1.77倍，公司经营活动现金流量净额对存续债券的

保障能力强。2017年，公司EBITDA为75.32亿港元，对存续债券的覆盖倍数为2.01倍，公司EBITDA对存续债券的保障能力强。

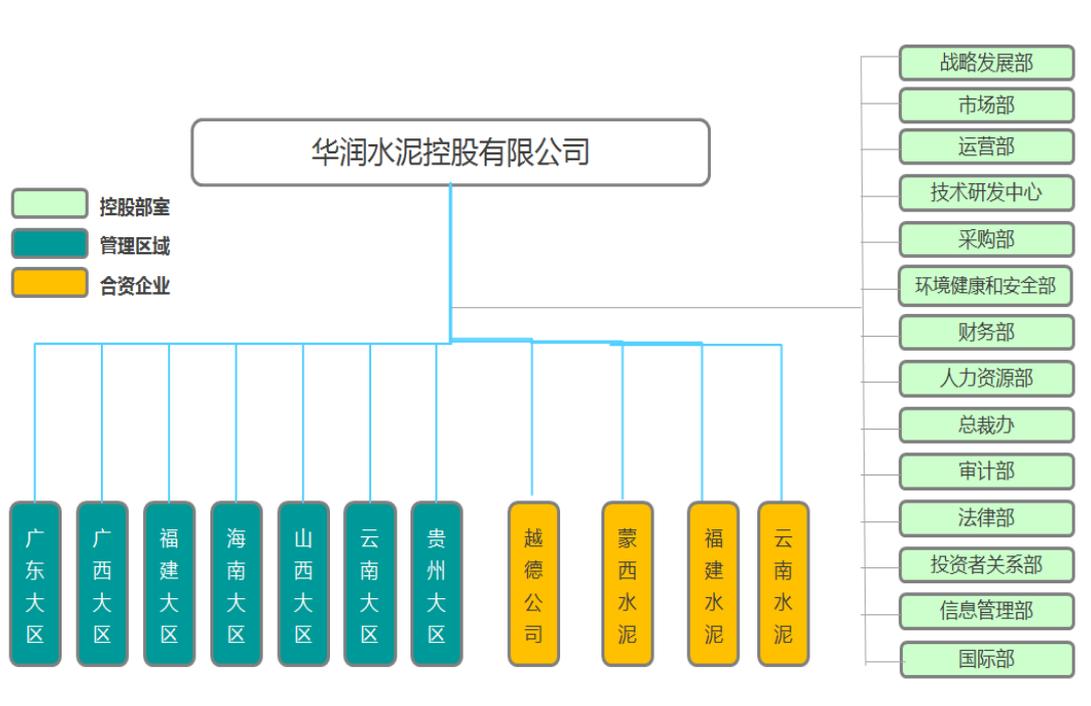
八、结论

综合评估，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MTN001”信用等级为AAA。

附件 1-1 截至 2017 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 年底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿港元)	19.80	31.93	54.44	43.14
资产总额(亿港元)	542.17	521.57	565.26	585.14
权益总额(亿港元)	269.86	262.52	304.82	334.79
短期债务(亿港元)	52.27	68.91	65.72	76.29
长期债务(亿港元)	136.98	109.70	105.79	92.18
全部债务(亿港元)	189.25	178.60	171.52	168.47
营业额(亿港元)	267.79	256.47	299.58	80.47
除税前盈利(亿港元)	9.84	21.58	48.84	23.48
EBITDA(亿港元)	35.93	48.32	75.32	--
经营性净现金流(亿港元)	48.34	41.12	66.13	--
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.64	11.08	11.92	--
存货周转次数(次)	10.93	10.62	11.32	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.48	0.55	--
毛利率(%)	23.96	27.39	30.81	36.47
总资本收益率(%)	3.27	4.43	8.88	--
净资产收益率(%)	3.47	4.81	11.79	--
长期债务资本化比率(%)	33.67	29.47	25.76	21.59
全部债务资本化比率(%)	41.22	40.49	36.01	33.48
资产负债率(%)	50.23	49.67	46.07	42.78
流动比率(%)	55.00	61.24	77.46	78.91
速动比率(%)	43.33	48.12	66.27	63.99
经营现金流动负债比(%)	36.07	27.75	43.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.35	6.98	11.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.27	3.70	2.28	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；2、资本化利息金额未获取；3、年报中经营活动现金流量表为间接法编制，2018 年一季度现金流未获取。

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+无抵押债券-于一年内到期+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-于一年后到期+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：

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 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 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。