

# 信用等级公告

联合〔2019〕1141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，维持“16 华润水泥 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月三日



## 华润水泥控股有限公司跟踪评级报告

### 评级结果

跟踪评级结果：AAA

上次评级结果：AAA

债券名称	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

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 3 日

### 财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿港元)	521.57	565.27	605.06	605.86
权益总额(亿港元)	262.52	304.82	378.95	401.54
短期债务(亿港元)	68.91	65.72	45.32	26.14
长期债务(亿港元)	109.70	105.79	79.81	89.07
全部债务(亿港元)	178.60	171.52	125.12	115.21
营业额(亿港元)	256.47	299.58	387.91	75.08
除税前盈利(亿港元)	21.58	48.84	113.35	21.01
EBITDA(亿港元)	48.32	75.32	141.33	--
经营性净现金流(亿港元)	41.12	66.13	113.31	--
毛利率(%)	27.39	30.81	39.75	37.91
净资产收益率(%)	4.81	11.79	21.13	--
资产负债率(%)	49.67	46.07	37.37	33.72
全部债务资本化比率(%)	40.49	36.01	24.82	22.30
流动比率(%)	61.24	77.46	131.87	161.79
经营现金流流动负债比(%)	27.75	43.06	79.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.70	2.28	0.89	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.98	11.80	21.95	--

注：1、2019 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，2019 年一季度现金流未获取

### 分析师

唐 岩 孙鑫 蔡伊静

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

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，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，由于国家政策收紧，公司没有新增产能；但受益于水泥产品价格上涨及水泥产品需求增加，公司盈利能力持续增强，经营获现规模均大幅增长。同时，联合资信也关注到水泥行业周期性较强、受政策影响较大，主要原材料价格维持高位，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，联合资信确定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，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江建设，系统成本优势明显。
3. 公司股东实力强，在管理和资金等方面对公司支持力度大。
4. 跟踪期内公司有息债务规模持续下降，整体债务负担较轻，盈利水平提升。
5. 跟踪期内公司 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，受政策影响较大，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。
3. 国家召开水泥行业“反垄断”座谈会，对水泥产品定价和公司营业额可能有一定的影响。

## 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，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。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2018年底，公司已发行股份6982937817股，其中华润水泥集团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）。

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2018年底，公司下辖109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17个职能部门。

截至2018年底，公司合并资产总额605.06亿港元，权益总额378.95亿港元（非控股权益2.04亿港元）。2018年，公司营业额387.91亿港元，除税前盈利113.35亿港元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额605.86亿港元，权益总额401.54亿港元（非控股权益1.98亿港元）。2019年1~3月，公司营业额75.08亿港元，除税前盈利21.01亿港元。

公司注册地址：P.O. Box 309, Ugland 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，到期兑付日为2021年9月6日。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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性

和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全

国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万

亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到

2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 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

2018 年，中国经济发展继续保持稳中向好的态势，全年 GDP 实际增长 6.6%，全国固定资产投资同比增长 5.9%，房地产调控政策空前加强，但房地产投资增速仍维持在 9.5% 左右较高的水平。虽然 2018 年以来基建投资增速出现失速下行，由年初的 16.1% 降至 9 月的 3.3%，

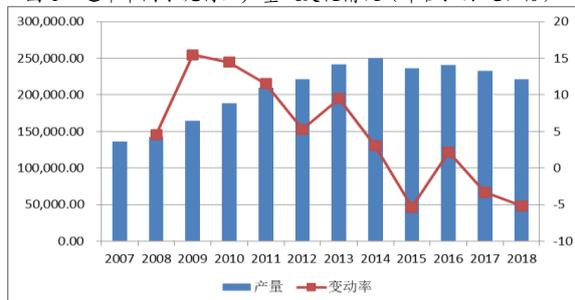
12月略有回升至3.8%。但从对水泥需求的影响来看，房地产投资的较好增长水平（尤其是新开工增速较快）对冲了基建投资下滑的影响，水泥下游需求总体平稳。

水泥市场供给方面，2018年，行业错峰生产延续常态化，阶段性减少产品供给；生态环境保护进一步强化，矿山综合治理逐步收紧，中央环保督察“回头看”和大气污染防治行动对推动落后产能退出市场以及水泥行业转型升级起到积极作用，部分落后产能淘汰出市场，总体供给得到有效控制。

2018年以来，水泥市场需求平稳，供给收缩，市场集中度提升，促使中国水泥市场总体供需矛盾得到了一定改善，多数地区库存水平处于低位运行，支撑水泥价格一路上扬，并站上历史高位。但需要注意的是，由于区域发展并不平衡，无论从需求还是效益水平，南强北弱的差距继续扩大。尤其是东北、内蒙等地区部分水泥企业依旧处于亏损或盈亏边缘。

2018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。2018年，全国水泥产量约为22.10亿吨，同比下降5.18%。2018年，建材行业实现利润4,317亿元，较上年增长43%。其中，水泥制造行业实现利润1,546亿元，较上年增长1.1倍。

图1 近年中国水泥行业产量及变化情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

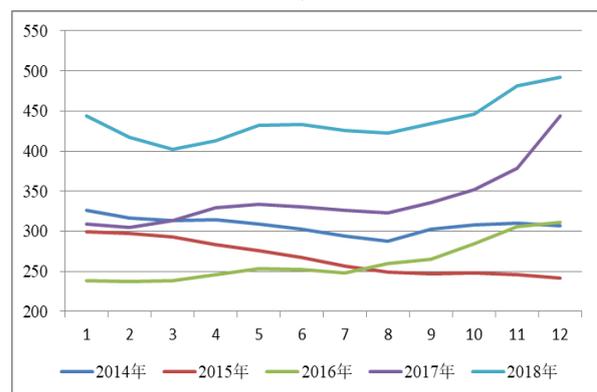
据中国水泥协会初步统计，2018年全国新点火水泥熟料生产线共有14条，合计年度新点火熟料设计产能2,043万吨，与上年基本持平，且全部为产能置换项目。分区域看，新点火产

能中，贵州相对较多，为3条，年产440万吨，其余地区相对分散；从规模来看，日产4,000吨以上有11条，日产2,500至3,200吨有3条。从点火时间来看，70%的产能主要集中在下半年，局部区域水泥供给压力增加。

截至2018年底，全国新型干法水泥生产线累计1,681条，设计熟料产能达18.2亿吨，实际年熟料产能依旧超过20亿吨。水泥熟料生产线平均规模继续提升，从2017年的3,424吨/天提升至3,491吨/天。从目前跟踪的在建生产线进度情况看，预计2019年仍将会有2,500万吨左右产能新点火，涉及区域相对集中在广西、福建、云南和贵州。

从水泥的价格来看，2018年全国水泥均价达435元/吨，较2017年上涨82元/吨，涨幅达23.23%，受下游需求平稳，上游供给紧缩影响，协同行业自律效果提升影响，中国水泥市场总体供需矛盾得到一定改善，支撑水泥价格一路上扬，并达到历史高位。具体看，2018年全国水泥市场全年基本保持高位稳定，大都在400~450元/吨之间运行。受错峰生产、环保检查以及旺季需求量增长等因素影响，2018年四季度开始呈明显上扬走势，12月份全国均价已经达到492元/吨。

图2 近四年全国水泥（PO42.5散装）月均价走势图（单位：元/吨）

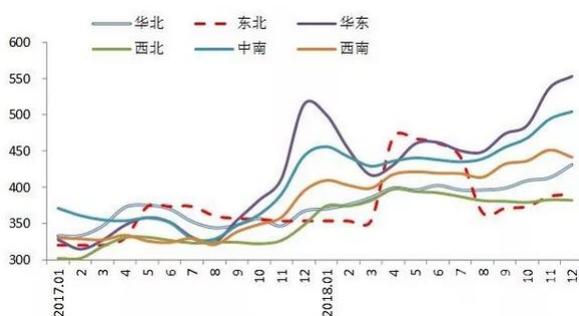


资料来源：Wind

分区域来看，各地区水泥市场价格表现差异较大。华东地区水泥价格无论是价位还是涨幅在全国各大区域中均居前位，2018年均价472元/吨，比2017年增长30%，12月份更是

达到了历史最高位的 553 元/吨，局部地区甚至突破 600 元/吨。其次是中南地区，2018 年均价 453 元/吨，比 2017 年增长 25%，12 月份也达到了历史高位的 504 元/吨。西南地区水泥 2018 年均价 422 元/吨，比 2017 年增长 25%。华北、东北和西北整体价格虽然比 2017 年也均有所上涨，但绝对价和涨幅均较低，均价普遍低于 400 元/吨。其中，2018 年下半年，受基建投资低迷，加上水泥产能严重过剩拖累，东北、西北地区水泥价格较其他地区偏低，水泥市场延续南强北弱格局。

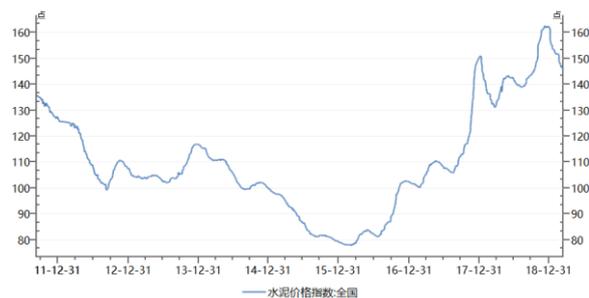
图 3 2017~2018 年各地区水泥（P.O42.5 散装）市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：中国水泥协会

2018 年，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因，首先，环保加强，错峰生产，供给压缩明显。其次，煤炭价格维持高位运行，2018 年，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。2018 年水泥市场各地区积极响应国家政策，相继展开停窑限产行动及行业自律。新增夏季错峰，并冬季停产时间明显加长，产能发挥率不足，长时间停产导致水泥供给减少，随着供给侧改革不断深入、国家环保政策趋严、错峰停窑时间的拉长和范围的扩大形势下，水泥价格持续推高。截至 2018 年底，全国水泥价格指数为 162.27 点，较 2017 年底的 149.90 点上涨 8.25%。

图 4 近年来中国水泥价格指数情况（单位：点）



资料来源：Wind

总体看，2018 年，水泥产量逐步回落，得益于行业供给侧结构性改革的积极影响，全年水泥行业供需关系持续改善，水泥产能过剩情况有所缓解，产品价格同比涨幅明显，行业盈利水平大幅提升。

### 行业政策

(1) 《水泥行业去产能行动计划(2018~2020)》

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 39,270 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。2019 年，全国范围内计划压减熟料产能 11,640 万吨，关闭水泥粉磨站企业 150 家，另外全国前 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。因此 2019 年水泥行业去产能力度将更大。

(2) 《京津冀及周边地区 2018~2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》

2018 年 9 月，生态环境部办公厅印发《京

京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，该方案的实施范围为“2+26”城市，该方案中提到，1、水泥行业自 2018 年 10 月严格执行大气污染物特别排放限值。2、推动一批水泥、化工等重污染企业搬迁工程。3、推进露天矿山综合整治。4、各地重点对钢铁、建材等高排放行业，实施采暖期错峰生产；根据采暖期月度环境空气质量预测预报结果，可适当缩短或延长错峰生产时间。

### （3）召开水泥行业“反垄断”告诫会

2019 年 4 月 24 日，由国家市场监督管理总局反垄断局组织召开了建材领域垄断行为告诫会。此次告诫会要求参会各方积极自查，水泥企业在市场销售中是否形成了垄断协议，是否限制了区域销售，是否存在限价销售等行为；各个协会在日常工作中是否制定了会员间限制产销量、制定排除竞争、限价控价的行为。

总体看，在供给侧改革的大背景下，中国政府对水泥去产能态度坚决，采取多种手段齐抓水泥产能的“质”和“量”，2018 年中国水泥行业产量得以控制，供需矛盾有所缓解，但去产能之路仍任重道远。

### 行业关注

（1）全行业仍产能过剩、产能利用率不高  
水泥产能持续释放，同时由于缺乏合理布局，中国水泥业结构性过剩和区域性过剩压力大，无序竞争较为严重。水泥产能过剩导致价格走低、企业亏损等一系列问题。2018 年以来，中国严禁水泥新增产能，逐步淘汰部分落后产能，水泥产能过剩情况有所缓解，但全行业产能利用率仍不高。

### （2）行业集中度不高、行业竞争加剧

水泥行业集中度发展不均衡，根据工信部资料显示，2018 年水泥行业熟料产能前十家集中度已达到 64%，比 2015 年提高 12 个百分点。其中，不同区域的集中度差异较大，华东地区的水泥企业行业集中度最高，西南地区水泥企业行业集中度较低，对于水泥业的全面发展造成了障碍。部分地区进行并购整合，但过程将

相当漫长，行业恶性竞争局面短期内难以改观。

### （3）安全环保压力加剧

水泥行业是国家环保政策重点监控的行业之一，水泥行业环保政策持续收紧，对水泥企业的成本管理和生产管理造成一定压力，水泥生产企业规范经营压力进一步加剧。

### （4）原材料价格波动影响

水泥产品的主要原材料为石灰石、煤炭和电力，煤炭和电力对水泥企业利润影响较大，煤电成本在水泥熟料生产成本中的占比在 60% 以上，占比较高，因此，煤炭、电力价格波动会对水泥行业的成本控制带来压力，对行业整体经济效益的影响显著。

### 未来发展

水泥企业利用水泥旋窑燃烧生产水泥熟料的同时处置废物，可以减免停产天数，并获取政府补贴。近年来，危废协同处理技术逐步成熟，未来将成为水泥企业重点发展方向之一。

考虑新产能投放以及部分海外产能进口等因素，2019 年全国水泥平均价格将有小幅下滑，但总体有望保持相对较高价格水平。水泥制造行业产能过剩将呈长期化趋势，兼并重组使行业集中度进一步提高，龙头企业竞争优势加强。水泥产能收缩已是大势所趋，在产能供给收缩的背景下，考虑到环保因素，各省出台了大量全面推行错峰生产的政策，差异化错峰生产范围将进一步扩大，预计对水泥市场供给端的收缩将进一步加大，有利于平衡水泥行业供需关系。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

### 2. 区域经济和市场环境

公司超过 65% 的熟料产能集中在广东、广西两省，两广地区为公司核心经营区域。

供给方面，2018 年，广东、广西新增 3 条熟料生产线，新增产能合计 470 万吨/年。2018 年广东水泥产量为 1.6 亿吨，同比增长 5.6%；广西地区产量为 1.2 亿吨，同比增长 6.3%，增速同比有所提高，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。2016~2018年广东省GDP增速分别为7.50%、7.50%和6.80%；广西省GDP增速分别为7.30%、7.30%和6.80%。两广地区经济发展较快，2018年经济增速均超过全国平均水平（6.60%）。2016~2018年，广东省全社会固定资产投资增速分别为10.00%、13.50%和10.70%；广西省全社会固定资产投资增速为12.80%、12.40%和10.80%。2018年两广地区国民经济增长和固定资产投资增速较上年有所下降，但仍处于较高水平。

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，2018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2018年底，公司已发行股份6982937817股，其中华润水泥集团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）。（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横向、纵向一体化的经营模式，致力打造「系统成本最低、区域市场领先、创新驱动发展」三大能力，进一步提高运营质量和效率，强化渠道建设及品牌推广，加强新产品、新技术及新材料的研发能力，打造差异化竞争优

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2018年底，公司业务主要覆盖广东、广西、福建、海南、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3630万立方米。此外，公司通过拥有联营公司及合营公司的股权，参股了79条水泥粉磨线、30条熟料生产线和20座混凝土搅拌站，合计拥有的权益产能分别为水泥2080万吨、熟料1160万吨及混凝土440万立方米。公司水泥、商品混凝土产能位居全国前列。

### 3. 技术水平

公司进行多项新产品和新技术的研发工作，以满足不同市场及客户的需求。公司为港珠澳大桥的建设设计特定要求的高性能海工水泥，有效防止混凝土裂缝产生，具有高抗渗性及高抗腐蚀能力。跟踪期内，公司于山西推出砌筑水泥M22.5，聚焦装修市场。同时，公司开展高钙熟料的研发和生产工作，以及人造石材、煤炭燃烧技术等多项新产品、新技术的开发工作。

跟踪期内，公司持续推行精益管理，重点推动节能技改项目：其中，通过自主创新解决了平南水泥产业基地石灰石矿山凹陷开采涌水治理技术难题。此外，公司持续推动水泥数控包装机技改项目。截至2018年底，公司共计完成106台水泥包装机技术升级改造，进一步提升运作效率及经济效益。此外，公司通过试点推行高效节能水泵及新能源矿车等新技术的应用，在矿上非爆破开采、在线分析技术应用及资源综合利用方面，推动技术创新及发展。2018年12月，公司与华润微电子有限公司在公司位于南宁的水泥基地设备及质量管理试点项目，已进入试运行阶段。2018年公司取得专利证书29项，主要包括新产品、节能减排及提升运营效率的设计和系统。截至2018年底，公司共持

有专利证书 139 项，其中发明专利 22 项，实用新型专利 117 项。

公司为了进一步优化资源布局，积极推动装配式建筑业务，延伸产业链。2018 年 5 月，公司于广东成立的联营公司东莞市润阳联合智造有限公司（以下简称“润阳联合智造”）开始投入生产运营。公司在广西南宁市、贵港市及广东湛江市分别取得装配式建筑零件生产用地，将于 2019 年上半年开始建设。

2019 年 4 月 16 日，公司与环球石材集团及东莞骏业投资咨询有限公司订立协议，收购环球石材（东莞）股份有限公司（“环球石材”）合计 40% 股份。本次收购将促进公司战略转型，创造业务协同价值，实现产业链延伸发展战略。未来公司将积极把握粤港澳大湾区发展机会，进一步加强在华南地区的资源布局优势。

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。

#### 4. 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，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 2018 年底，公司共有 6 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、管理分析

跟踪期内，公司管理方式及管理制度未发生重大变化。

跟踪期内，公司非执行董事魏斌先生于 2018 年 1 月 19 日辞任，执行董事刘忠国先生于 2019 年 5 月 10 日退任，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。

温雪飞女士，42 岁，于 1999 年获香港中文大学工商管理学士学位及于 2003 年获英国杜伦大学金融学硕士学位，为香港会计师公会会员、特许公认会计师公会资深会员以及特许金融分析师，曾在投资银行、跨国企业及会计师事务所分别从事证券研究、行业战略发展分析、财务及审计工作。温女士自 2008 年 8 月加入华润集团，现为华润集团财务部高级副总监，并于 2018 年 8 月起担任华润燃气控股有限公司的非执行董事。公司于 2018 年 5 月聘请温女士为公司非执行董事，同时担任公司审核委员会成员。

景世青先生，38岁，于2003年获中国长沙理工大学工学学士学位及于2011年获中国南京大学工商管理硕士学位。景先生自2003年7月加入华润集团并于2003年7月至2012年2月于华润电力控股有限公司任职，曾从事生产技术、人力资源管理及行政管理等方面的工作。景先生于2018年5月任华润集团人力资源部副总监职位，在企业高级管理人员选拔、领导力发展、人才队伍建设等领域积累了丰富的经验。公司于2018年5月聘请景先生为公司非执行董事，同时担任公司薪酬委员会及提名委员会成员。

## 八、重大事项

### 1. 潜在出售事项

公司与2018年11月5日及2018年12月27日发出公告，公司的全资附属子公司华润水泥投资有限公司拟以公开挂牌方式出售其于山西华润福龙水泥有限公司、华润水泥（长治）有限公司及华润混凝土（潞城）有限公司的72%股权及股东贷款权益。

后经审慎考虑意向受让方基本情况后，公司认为无法实现联合出售三家附属公司的商业目标。故于2019年3月4日撤销产权交易所公开挂牌。

### 2. 配股销售

跟踪期内，公司根据配售、包销及认购协议，于2018年6月25日以现金按每股9.30港元的价格发行4.5亿股普通股份，相当于扩大已发行股本约6.44%。配股完成后，华润水泥集团及其一致行动人持股占比为68.72%。此次配股集资金额为41.85亿港元，经扣除相关费用后净额约为41.80亿港元，即净发行价约为每股股份9.29港元。公司拟将认购所得款净额用作公司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。

## 九、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。

2016—2018年，随着国内水泥需求量的平稳增长，市场集中度上升，竞争环境改善，水泥价格保持稳中有升的趋势。其中，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；2018年公司营业额387.91亿港元，同比增长29.5%，主要系水泥产品售价和销售量增长所致。

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。2018年，由于水泥产品价格上升，公司减少熟料对外销售，水泥和混凝土产销量均有所上升。当期，公司水泥业务占营业额比重为80.45%，同比上升4.14个百分点；熟料收入占比为3.42%，同比下降3.39个百分点；混凝土收入占比为16.13%。

从毛利率来看，公司主营业务毛利率持续上升，2016—2018年，公司主营业务毛利率分别为27.39%、30.81%和39.75%。其中，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13.20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，由于水泥产品需求稳定及竞争环境改善，公司水泥产品平均售价

上升。2018年，公司主营业务毛利率增至39.80%。其中，水泥和熟料业务毛利率分别为42.90%和39.90%，同比分别上升10.50个百分点和13.90个百分点。同期，混凝土业务毛利率有所下降至24.20%。

2019年1-3月，公司实现营业收入75.08亿

港元，较去年同期减少6.70%，主要系雨水天气导致水泥产品销售量减少所致。同期公司主营业务毛利率为37.91%，较去年同期增长1.44个百分点，公司水泥、熟料业务毛利率均较去年同期有所提高，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	2016年			2017年			2018年			2019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	201.73	78.65	27.60	228.61	76.31	32.40	312.07	80.45	42.90	58.32	77.68	41.40
熟料	9.40	3.66	12.80	20.40	6.81	26.00	13.26	3.42	39.90	3.90	5.19	40.70
混凝土	45.35	17.69	29.40	50.57	16.88	25.80	62.58	16.13	24.20	12.86	17.13	21.30
合计	256.47	100.00	27.39	299.58	100.00	30.81	387.91	100.00	39.80	75.08	100.00	37.91

资料来源: 公司财务报告

## 2. 公司业务

### 产能情况

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2018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3630

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79条水泥粉磨线、30条熟料生产线及20座混凝土搅拌站，总产能为水泥6030万吨、熟料3560万吨及混凝土950万立方米，此类产能主要位于广东、香港、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2080万吨、熟料1160万吨及混凝土440万立方米。

表2 截至2018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	22.5	10	14.4	23	14.3
广西	37	33.2	18	26.5	25	15.2
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	36.3

资料来源: 公司财务报告

2018月，公司新增两座混凝土搅拌站，关闭两座混凝土搅拌站，混凝土全年产能减少约

20万立方米。跟踪期内，公司没有新增熟料或者水泥生产线。

总体来看，由于国家政策收紧，故跟踪期内公司没有新增产能。2019 年公司预计会在贵州安顺新增一条生产线。但整体来看，公司在华南地区的产能情况有明显优势。

表 3 公司产品产能利用率情况（单位：%）

产品	2016 年	2017 年	2018 年
水泥	101.5	96.3	102.9
熟料	114.3	111.5	113.7
混凝土	35.9	37.2	39.8

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：公司财务报告

2018 年，公司水泥、熟料及混凝土生产线的产能利用率为 102.90%、113.70%及 39.80%，较 2017 年分别增加了 6.60 个、2.20 个和 2.60 个百分点。

#### 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，2018 年，煤炭成本占公司吨水泥销售成本的 39.70%，较 2017 年上升 0.70 个百分点。2018 年，公司煤炭的平均发热量下降 0.60%至每公斤 5219.00 千卡，公司生产每吨熟料的单位煤耗微减至 147.20 公斤；而公司生产每吨熟料的单位标准煤耗则由 2017 年的 106.90 公斤下降至 106.50 公斤。由于煤价上涨，2018 年，公司生产每吨熟料的平均煤炭成本增至 110.50 港元，增幅为 6.10%，同时，公司吨水泥销售成本中煤炭成本增至 87.20 港元，增幅为 9.00%。

2018 年，电力成本占公司水泥销售成本的 14.20%。2018 年，公司每吨水泥的平均电力成本为 31.10 港元，较上期增加 0.10 港元。2018 年，公司根据直供电协议和竞价安排购电 39.27 亿千瓦时，占生产水泥产品总电耗的 59.40%，电力直供比例较上期有所提升，节省成本 2.11 亿港元。2018 年公司电耗变化不大，每吨水泥的电耗为 73.00 千瓦时。2018 年，公司余热发电设备共发电 20.99 亿千瓦时，同比增长 2.50%，余热发电发电量占所需电耗约 31.70%，公司节省成本约 10.37 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	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
煤炭	57.90	31.60	80.00	39.00	87.20	39.70
电力	33.40	18.20	31.00	15.10	31.10	14.20
原材料	44.10	24.10	44.30	21.60	48.30	22.00
其他	48.00	26.10	49.70	24.30	53.10	24.10
合计	183.40	100.00	205.00	100.00	219.70	100.00

注：其他成本主要包括员工成本、折旧、维修及保养成本  
资料来源：公司财务报告

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。2018 年，公司煤炭采购均价为 751.00 港元/吨，同比上涨 6.22%；总采购量为 1050 万吨，较 2017 年增长 3.96%；其中约 76%、21%及 3%分别采购自中国北方地区、公司生产基地周边地区及澳洲。2018 年，公司向煤炭供货商直采比例维

持在约 79%的水平。

总体来看，2018 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控制电力成本，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		2016 年	2017 年	2018 年
采购量合计		990	1010	1050
采购均价		519	707	751
采购区域占比	中国北方	75	71	76
	集团生产基地周边	20	20	21
	澳洲	5	9	3

资料来源: 公司财务报告

### 产品销售

近年来，华南地区水泥需求的稳步提升及竞争市场环境有所改善，公司水泥和混凝土的销售呈增长趋势。公司熟料生产以自用生产水泥为主，多余部分对外销售。2018 年，公司水泥、熟料及混凝土对外销量分别为 8260.20 万吨、403.30 万吨及 1423.10 万立方米。其中，熟料销量同比下降 49.26%，而水泥和混凝土销量则同比分别增长 8.84% 和 5.74%。受高标号水泥销售占比提升，熟料耗用量增加等影响，熟料对外销量同比下降 49.26% 至 4.03 百万吨。

2018 年，公司销售的水泥产品中约 71.50% 的等级为 42.5 或更高等级(2017 年为 67.20%)，袋装销售比例为 38.90% (2016 年为 45.00%)。2018 年，公司用于混凝土生产的内部水泥供给量为 290 万吨 (2017 年为 280 万吨)，占当期水泥总销量的 3.40%。

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上涨。2018 年，公司水泥、熟料及混凝土的平均售价分别为 377.08 港元/吨、328.90 港元/吨和 439.70 港元/立方米，同比分别上涨 25.43%、28.17% 及 17.00%。

2019 年一季度，水泥价格高位运行，公司水泥和熟料平均售价均有提高，分别为 382.60

港元/吨和 337.70 港元/吨，较 2018 年全年水平分别上涨 1.27% 和 2.68%；混凝土价格增长较快，当期公司混凝土平均售价为 499.40 港元/吨，较 2018 年全年水平上涨 32.89%。

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
水泥	8003.70	7589.50	8260.20	1524.30
熟料	485.90	794.80	403.30	115.50
混凝土	1239.50	1345.80	1423.10	257.60
平均售价	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
水泥	252.00	301.20	377.80	382.60
熟料	193.40	256.60	328.90	337.70
混凝土	365.90	375.80	493.70	499.40

注: 销量数据均为对外销售数据

资料来源: 公司财务报告

公司水泥销售主要布局区域为广东、广西、福建、海南、云南、贵州和山西，2018 年，上述各区域水泥销售收入占比分别为 42.06%、28.77%、11.72%、6.62%、5.62%、2.42% 和 2.79%。其中，广东和广西两省占比较高，2018 年，广东和广西水泥销量分别为 3133.90 万吨和 2576.50 万吨；从销售价格来看，各个销售区域的售价都有所提高，分别为 418.80 港元/吨、348.40 港元/吨、362.80 港元/吨、411.00 港元/吨、278.00 港元/吨、358.40 港元/吨和 319.50 港元/吨，但受北方水泥企业竞争激烈影响，山

西销售均价仍较低。2019年1—3月，公司各区域水泥销售价格有所波动，福建和山西销售价格较2018年平均销售价格有所下降。

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	2016年			2017年			2018年			2019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	3001.0	263.9	79.19	3046.5	315.7	96.17	3133.9	418.8	131.25	579.3	436.6	25.29
广西	2398.8	253.3	60.75	2191.7	277.0	60.71	2576.5	348.4	89.78	510.7	349.3	17.84
福建	953.4	217.8	20.76	887.2	278.4	24.70	1008.2	362.8	36.58	198.0	335.4	6.64
海南	505.3	311.7	15.75	533.7	357.9	19.10	503.0	411.0	20.67	86.9	421.9	3.67
云南	582.7	254.3	14.82	492.2	330.7	16.28	489.6	358.4	17.55	83.9	356.2	2.99
贵州	238.0	206.0	4.90	214.0	256.5	5.49	236.1	319.5	7.54	33.6	281.6	0.95
山西	324.5	171.2	5.56	224.2	274.9	6.16	312.9	278.0	8.70	31.9	297.1	0.95
合计	8003.7	252.0	201.73	7589.5	301.2	228.61	8260.2	377.8	312.07	1524.3	382.6	58.32

资料来源：公司财务报告

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，2018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2018年底，公司在西江流域年运输能力达3640万吨，掌控41个中转库（主要布局在广东珠三角地区），年中转能力达2840万吨，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，巩固了公司在广东市场的主导地位。

跟踪期内，公司积极优化中转库布局，引入自卸船资源，推动一卡通无人值守智能发运系统的试点工作，提升环保要求及减少社会物流成本的影响。2018年，公司的一卡通智能发运系统已在14个水泥生产基地推广利用，发货效率显著提升。此外，公司的水泥销售移动端应用程序已经在所有业务运营区域上线。

#### 协同处置

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度节约土地资源，而且有效的利用窑内高温去除有毒污染物。跟踪期内，公司新增位于海南昌江县的工业危险废物协同

处置项目，位于广西田阳县和云南官渡县的城乡生活垃圾协同处置项目。截至2018年底，公司共拥有7个协同处置项目。

公司依靠自主创新，推动城乡生活垃圾、市政污泥及工业危险废物三个领域的协同处理项目。在履行社会责任的同时，助力环保转型，较好的实现了企业可持续发展。

#### 产业链延伸

国家鼓励装配式建筑行业发展，以及结合产业链延伸的发展战略，装配式建筑已成为公司未来重点发展的业务之一。跟踪期内，公司与深圳市华阳国际工程设计股份有限公司成立联营公司—润阳联合智造。润阳联合智造主营业务为产品设计、生产制造、施工安装于一体的装配式建筑系统解决方案。润阳联合智造混凝土预制件设计年产能约4万立方米，于2018年5月投产，公司持有润阳联合智造49%的权益。润阳联合智造产品主要供应深圳市保障性住房及商品住宅等项目。截至本报告发布日，公司拥有3个装配式建筑的在建项目。

#### 安全环保

在安全环保方面，公司积极推动绿色生产。目前，所有水泥生产基地均取得污染物排放许可证，所有熟料生产线均配套余热发电设备、脱销系统及袋式除尘器。截至2018年底，公司

已建成 3 套湿法脱硫系统及 11 套复合脱硫系统。跟踪期内，公司完成 100 台水泥包装车移动收尘技术的应用，令粉尘排放符合国家《工作场所有害因素职业接触限额》（GBZ2.1-2007）要求；完成 106 台水泥数控包装技术改造，并在华润水泥（江门）有限公司的中转站成功应用自动插袋技术，改善水泥包装工作环境，提高装机自动化水平及有效减少颗粒物排放。

跟踪期内，公司的氮氧化物、二氧化碳及颗粒物排放程度均低于国家污染物排放标准限值，在行业中处于领先地位。

### 在建及拟建项目

截至 2018 年底，公司未来仍需支出项目建设资金约 22.89 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，2019 年和 2020 年公司资本开支总额预计分别为 15.83 亿港元和 10.32 亿港元，公司将通过以配售股份所得款项及内部产生的资金支付，资本支出压力不大。

表 8 截至 2018 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 2018 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	15.25	5.75	9.50
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	4.63	0.69	3.94
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	5.57	0.24	5.33
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	2.38	0.24	2.14
6 座混凝土搅拌站（混凝土全年产能 330 万立方米）	--	1.98	0	1.98
<b>总计</b>	<b>--</b>	<b>29.81</b>	<b>6.92</b>	<b>22.89</b>

资料来源：公司财务报告

### 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数逐年上升，分别 11.08 次、11.92 次和 15.64 次；存货周转次数波动上升，分别为 10.62 次、11.32 次和 12.67；公司总资产周转次数有所上升，分别为 0.48 次、0.55 次和 0.66 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。公司将致力打造「系统成本最低、区域市场领先、创新驱动发展」三大能力，进一步提高运营质量和效率，强化渠道建设及品牌推广，加强新产品、新技术及新材料的研发能力，打造差异化竞争优势。同时公司将履行企业社会责任，

积极推广水泥窑协同处置，推动行业绿色发展并积极把握大湾区发展及装配式建筑行业的契机，加快转型创新步伐，探索产业链延伸的机会，继续寻求与国内外领先企业进行战略合作，携手推动中国水泥行业的可持续发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2016—2017 年财务报表经德勤关黄陈方会计行审计。跟踪期间，经公司审核委员会建议，公司独立核算师变更为安永会计师事务所。故，2018 年公司财务报表由安永会计师事务所根据香港会计师公会颁布的香港审计准则进行审计出具。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公司事务状况、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2019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2019年3月29日、2018年12月28日、2017年12月29日和2016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港元兑人民币0.85779元、1港元兑人民币0.87620元、1港元兑人民币0.83591元和1港元对人民币0.89451元。

2018年，公司合并报表范围新增2家公司包括湛江市润阳联合智造有限公司和深圳市润丰新材料科技有限公司。新增合并公司规模较小，公司财务数据具有可比性。

截至2018年底，公司合并资产总额605.06亿港元，权益总额378.95亿港元（非控股权益2.04亿港元）。2018年，公司营业额387.91亿港元，除税前盈利113.35亿港元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额605.86亿港元，权益总额401.54亿港元（非控股权益1.98亿港元）。2019年1~3月，公司营业额75.08亿港元，除税前盈利21.01亿港元。

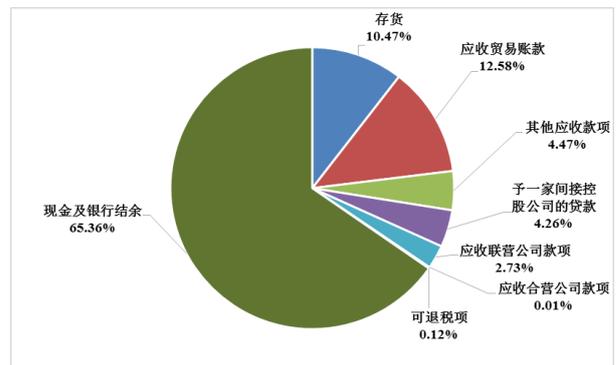
## 2. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额波动中有所增长，年均复合增长7.71%。截至2018年底，公司资产总额605.06亿港元，同比增长7.04%，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31.11%，非流动资产占68.89%，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

2016—2018年，公司流动资产持续增长，年均增长44.03%。截至2018年底，公司流动资产188.22亿港元，同比增长58.24%，主要系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65.36%，存货占10.47%，应收贸易账款占12.58%，其他应收款占4.47%。

图5 2018年底公司流动资产结构



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司现金及银行结余快速增长，年均增长97.34%。截至2018年底，公司现金及银行结余123.02亿港元，同比大幅增长128.48%，主要系2018年公司经营获现规模大幅增长所致。截至2018年底，公司无抵押银行存款。

2016—2018年，公司应收贸易账款有所下降，年均下降1.38%。截至2018年底，公司应收贸易账款23.67亿港元（扣除所计提呆坏账备抵2.47亿港元），同比下降8.73%。其中，公司应收第三方贸易账款23.36亿港元，占98.69%；其余是应收关联人士的贸易款项占1.31%。从账龄看，1~3月内占91.42%，3~6月占5.41%，6~12月占3.17%。公司给予客户的平均信贷回收期为60天，2018年公司逾期但未减值应收贸易账款为5.61亿港元，占应收贸易账款总额的23.70%；其中逾期1~3月占63.99%，逾期3~6月占22.64%，逾期6~12月占13.19%。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。

2016—2018年，公司其他应收款项持续下降，年均下降6.76%。截至2018年底，公司其他应收款项8.41亿港元，同比下降1.61%，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21.73%）、增值税及其他可收回税项（占23.38%）、预付租赁款项之即期部分（占9.54%）及长期应收款项的即期部分（占比15.81%）等。

公司 2018 年对公司华润股份有限公司提供有息贷款 8.01 亿港元，贷款年利息 4.35%，已于 2019 年 1 月偿还。

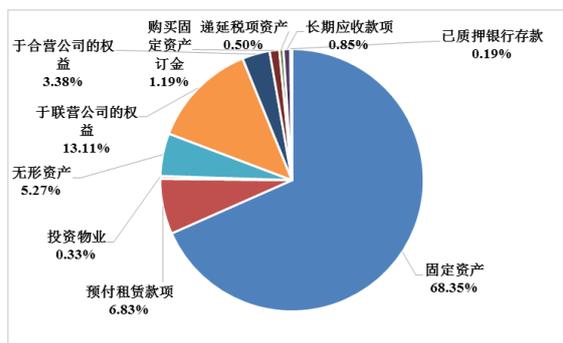
应收联营及合营公司款项主要是公司在联营及合营公司中股权应收的股息、公司提供的无抵押无息借款本金和按市场借贷利率计息的有息借款本金，该科目余额根据联营及合营公司政策及经营情况存在一定的不确定性。截至 2018 年底，公司应收联营公司款项主要为无抵押借款及其他应要求偿还款项，合计 5.14 亿港元；应收合营公司款项主要为无抵押借款及其他应要求偿还款项 263.10 亿港元。

2016—2018年，公司存货波动增长，年均复合增长0.70%。截至2018年底，公司存货为19.71亿港元，同比增加14.74%，主要系原材料及消耗品有所增加所致。公司存货主要包括原材料及消耗品（占63.01%）、在制品（占21.61%）和制成品（占15.32%）。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

2016—2018年，公司非流动资产波动下降，年均复合下降1.64%。截至2018年底，公司非流动资产为416.84亿港元，同比下降6.60%，主要是公司固定资产减少所致。从非流动资产构成来看，截至2018年底，公司非流动资产主要由固定资产（占68.35%）、预付租赁款项（占6.83%）、无形资产（占5.27%）、购买固定资产订金（占1.19%）和公司在联营及合营公司中所占的权益（分别占13.11%、3.38%）构成。

图 6 2018 年底公司非流动资产结构



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司固定资产波动下降，年均复合下降2.20%。截至2018年底，公司固定资产原值为436.52亿港元，累计折旧与减值为151.62亿港元，固定资产账面价值为284.90亿港元，较2017年底减少7.81%，主要系公司出售部分固定资产以及公司以人民币为功能货币入账的固定资产受汇率影响账面价值减少所致，汇兑调整金额为-27.60亿港元。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35.77%）、厂房及设备（占52.52%）、物流设备（占4.34%）、在建工程（占4.24%）和其他（占3.14%）。

2016—2018年，公司无形资产波动中有所下降，年均复合下降1.47%。截至2018年底，公司无形资产为21.97亿港元，同比下降5.90%，主要系汇兑调整减少价值所致，汇兑调整金额为-1.29亿港元。从无形资产账面价值构成来看，商誉占54.35%，采矿权占45.65%。公司无形资产中商誉占比较大，截至2018年底，商誉账面价值为11.94亿港元，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11.46亿港元，占比为95.98%；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4.02%。

2016—2018年，公司预付租赁款项有所增长，年均复合增长3.15%。截至2018年底，公司预付租赁款项净额28.46亿港元，较2017年底增长1.06%，主要系公司预付租赁款中国内地土地租赁款项增加所致。

2016—2018年，公司在联营公司的权益波动增长，年均复合增长2.37%。截至2018年底，公司于联营公司权益为54.63亿港元，同比下降1.30%，主要系汇兑调整减值所致，当期汇兑调整金额为-3.24亿港元。截至2018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2018年底，公司于合营企业权益合计14.09亿港元，同比小幅下降1.11%。

截至2019年3月底，公司资产总额605.86亿港元，较2018年底增长0.13%。公司资产总额中流动资产占29.26%，非流动资产占70.74%，公司资产结构仍以非流动资产为主。

总体来看，2018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

2016—2018年，公司权益总额快速增长，年均复合增长20.15%。截至2018年底，公司权益总额为378.95亿港元，同比增长24.32%，主要系公司配股销售，股本和储备增加所致。从权益总额构成来看，股本占1.84%，储备占97.62%，非控股权益占0.54%。公司权益结构稳定性差。

2018年6月25日，公司配发4.5亿股，集资净额为41.80亿港元。截至2018年底已发行及缴足合计6982937817股，公司股本合计6.98亿港元、储备合计369.93亿港元。

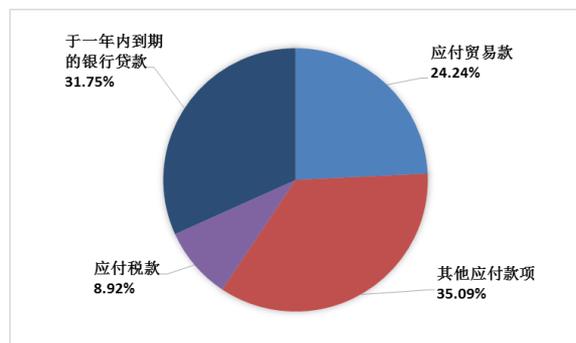
截至2019年3月底，公司权益总额合计401.54亿港元，较2018年底增长5.96%，权益结构方面则较2018年底变化不大。

#### 负债

2016—2018年，公司负债总额波动中有所下降，年均复合下降6.57%。截至2018年底，公司负债总额226.11亿港元，同比下降13.18%。近三年非流动负债占比分别为42.80%、41.04%和36.88%，公司流动负债占比有所上升。

2016—2018年，公司流动负债波动中有所下降，年均下降1.85%。截至2018年底，公司流动负债142.73亿港元，同比下降7.06%，主要系于一年内到期银行贷款减少所致。从构成上看，流动负债中应付贸易账款占24.24%，其他应付款占35.09%，于一年内到期银行贷款占31.75%。

图7 2018年底公司流动负债结构



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司应付贸易账款有所增长，年均增长4.88%。截至2018年底，公司应付贸易账款34.60亿港元，同比增长2.54%，主要系应付第三方贸易账款的增长所致。从构成来看，应付第三方的贸易账款34.43亿港元，占99.51%；应付关联人士的贸易款项0.17亿港元，占0.49%。从账龄来看，1~3月内占96.91%，3~6月占1.76%，6~12月占0.49%，1年以上占0.84%。

2016—2018年，公司其他应付款项有所波动，年均复合增长6.13%。截至2018年底，公司其他应付款项50.08亿港元，同比增长0.84%。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16.29%）、收购附属公司、来自客户的订金（占21.55%）、应付应计工资（占21.77%）和其他应付税项（占14.76%）等。

2016—2018年，公司银行贷款-于一年内到

期波动增长，年均复合增长18.45%。截至2018年底，公司银行贷款-于一年内到期余额为45.32亿港元，同比下降31.05%。

2016—2018年，公司非流动负债持续下降，年均复合下降13.28%。截至2018年底，公司非流动负债为83.38亿港元，同比下降21.98%，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54.65%，中期票据占41.07%。

2016—2018年，公司银行贷款-于一年后到期快速下降，年均复合下降22.65%。截至2018年底，公司银行贷款-于一年后到期合计45.57亿港元，同比下降34.81%。从账龄看，1~2年的占34.52%、2~5年的占65.48%。

截至2018年底，公司无抵押中期票据余额34.24亿港元，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2018年底，公司合计银行贷款90.89亿港元，其中定息借款47.89亿港元，占比52.69%；浮息借款43.00亿港元，占47.31%；公司银行贷款实际利率区间为1.8%~4.8%。公司银行贷款全部为港元和人民币贷款。

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，2016—2018年，公司全部债务有所下降，年均下降16.30%。截至2018年底，公司全部债务125.12亿港元，同比下降27.05%，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36.22%，长期债务占63.78%，公司有息债务以长期债务为主。从债务指标来看，2016—2018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42.44%、31.31%和22.32%，截至2018年底分别为37.37%、24.82%和17.40%。

截至2019年3月底，公司负债合计204.32亿

港元，较2018年底下降9.64%。从构成上看，流动负债占53.62%，非流动负债占46.38%。截至2019年3月底，公司流动负债为109.56亿港元，较2018年底下降23.24%，主要系于一年内到期银行贷款和应付贸易款减少所致；公司非流动负债为94.76亿港元，较2018年底增加13.64%，主要系一年后到期银行贷款增加所致。

截至2019年3月底，公司有息债务总额115.21亿港元，较2018年底下降7.92%。从构成来看，短期债务占22.69%，长期债务占77.31%。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33.72%、22.30%和18.16%。其中，资产负债率和全部债务资本化比率较2018年底均有所下降；长期债务资本化比率略微增加。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。

#### 4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业额快速上涨，年均复合增长22.98%。2018年公司营业额387.91亿港元，同比增长29.48%，主要系当期水泥行业景气度和需求提升带动公司产品价格和销量回升所致。

近三年公司营业成本同样呈现上涨趋势，年均复合增长12.03%。2018年公司营业成本为233.71亿港元，较2017年增长12.75%，主要系煤炭成本上涨所致。但营业成本增长幅度小于营业收入增长幅度，表现了公司较好的控制成本能力。

2016—2018年，公司期间费用有所增长，年均复合增长5.26%。2018年公司期间费用为51.74亿港元，同比增长1.49%，主要系销售及分销费用增长所致，当期销售及分销费用同比增长11.30%，主要系物流费用增加所致。2018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13.34%，较2017年下降3.68个百分点。

2016—2018年，公司其他收入分别为2.66亿港元、3.71亿港元和5.74亿港元。2018年公司

其他收入由政府奖励（1.81亿港元）利息收入（1.34亿港元）和出售原材料及废料（1.16亿港元）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。

2016—2018年，公司汇兑收益分别为-4.19亿港元、2.64亿港元和1.05亿港元，公司2016年出现大额汇兑亏损，主要是当期人民币贬值幅度较大所致；2017年和2018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，2016—2018年，公司应占联营公司业绩持续好转，分别为-0.58亿港元、0.21亿港元和1.82亿港元，主要系受水泥行业景气度回升及需求增加所致。2018年，公司应占合营公司业绩也持续回升，合计收益为2.21亿港元。

2016—2018年，公司除税前盈利快速增长，年均复合增长129.16%。2018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113.35亿港元，增幅为132.09%。

从盈利指标看，2016—2018年，公司毛利率分别为27.39%、30.81%和39.75%。2018年，随着水泥产品价格不断上升和水泥需求不断增加，公司毛利率进一步上升。2016—2018年，公司净资产收益率分别为4.81%、11.79%和21.13%；总资本收益率分别为4.43%、8.88%和17.16%。由于2018年公司净利润大幅增长，公司净资产收益率较上期上升9.34个百分点。公司整体盈利能力进一步增强。

2019年1—3月，公司营业额75.08亿港元，同比下降6.70%，主要系公司产品销售量较去年同期减少所致。同期公司综合毛利率为37.91%，较2018年全年下降1.84个百分点。同期，公司期间费用为9.12亿港元，占营业收入比例为12.14%，较2018年水平有所下降。应占联营及合营公司损益分别为-0.03亿港元和0.60亿港元；公司除税前盈利为21.01亿港元，较2018年同期下降10.52%。

总体来看，受行业景气度变化影响，近三年公司收入规模快速上涨。2018年，受益于水

泥价格上涨和水泥产品需求增加，公司盈利规模增长较快，盈利能力增强。

## 5. 现金流分析

从经营活动来看，2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为41.12亿港元、66.13亿港元和113.31亿港元。其中，2018年，受益于水泥产品价格上涨和水泥产品需求增加，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长71.35%。

投资活动方面，2018年公司固定资产投资支出较上年保持稳定。投资活动现金净流出规模为10.75亿港元，同比下降43.07%，主要系公司收到合营公司还款、收到政府款及利息增加及收购附属公司支出减少所致。

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。2016—2018年，公司新增长期银行贷款分别为34.70亿港元、28.97亿港元和6.52亿港元；新增短期银行贷款分别为2.24亿港元、17.43亿港元和-17.92亿港元。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。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-10.35亿港元、-27.91亿港元和-28.03亿港元。

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，2016—2018年，公司流动比率持续上升，近三年分别为61.24%、77.46%和131.87%；速动比率同样呈现上升趋势，近三年分别为48.12%、66.27%和118.07%；截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率

分别为 161.79% 和 139.15%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比分别为 27.75%、43.06% 和 79.39%。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，公司短期偿债指标较好。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年公司 EBITDA<sup>1</sup> 持续增长，年均复合增长 71.02%。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 6.98 倍、11.80 倍和 21.95 倍，EBITDA 对于当期利息支付的保障能力增强。2016—2018 年，全部债务/EBITDA 分别为 3.70 倍、2.28 倍和 0.89 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，整体偿债能力极强。

截至 2018 年底，公司在银行共获得授信额度 43.00 亿港元、129.50 亿人民币。其中尚未使用的授信额度为 87.54 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 2018 年底，公司对外担保金额 18.16 亿人民币，其中已动用金额 16.40 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。

#### 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

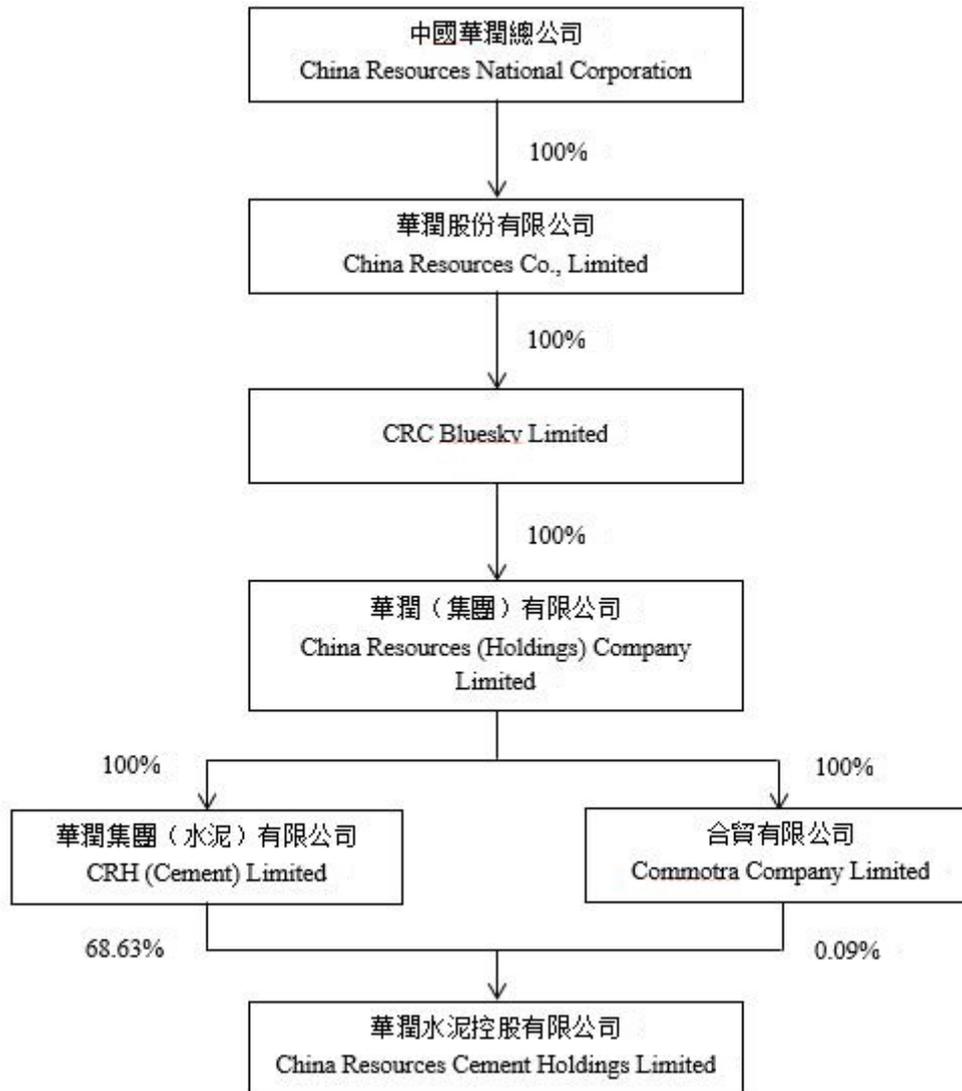
跟踪期内，公司存续债券为“16 华润水泥 MTN001”，发行额度为 30 亿元。根据 2019 年 3 月 29 日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价，港元对人民币的汇率水平为 1 港元兑人民币 0.85779 元，存续债券本金约为 34.97 亿港元。

2018 年，公司经营活动现金流量净额为 113.31 亿港元，对存续债券的覆盖倍数为 3.24 倍，公司经营活动现金流量净额对存续债券的保障能力强。2018 年，公司 EBITDA 为 141.33 亿港元，对存续债券的覆盖倍数为 4.04 倍，公司 EBITDA 对存续债券的保障能力强。

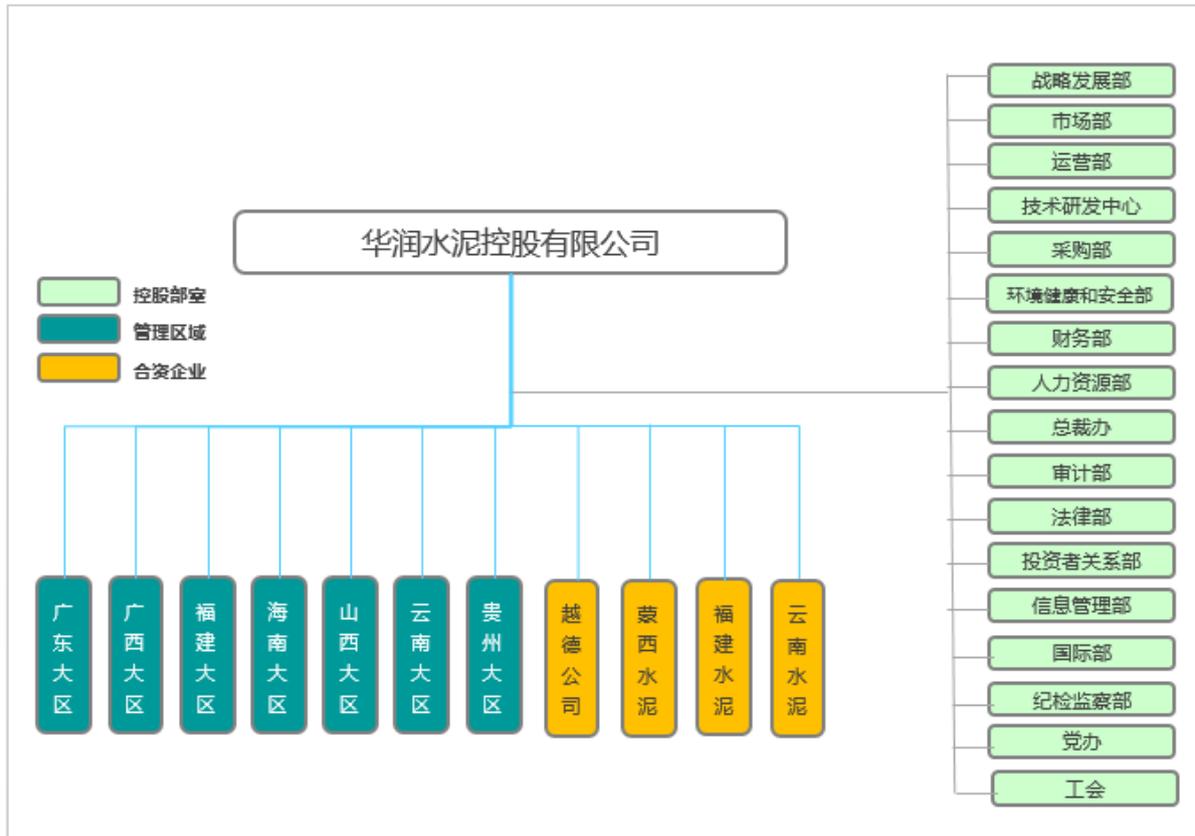
### 八、结论

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

附件 1-1 截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织架构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿港元)	31.93	54.44	123.82	93.89
资产总额(亿港元)	521.57	565.26	605.06	605.86
权益总额(亿港元)	262.52	304.82	378.95	401.54
短期债务(亿港元)	68.91	65.72	45.32	26.14
长期债务(亿港元)	109.70	105.79	79.81	89.07
全部债务(亿港元)	178.60	171.52	125.12	115.21
营业额(亿港元)	256.47	299.58	387.91	75.08
除税前盈利(亿港元)	21.58	48.84	113.35	21.01
EBITDA(亿港元)	48.32	75.32	141.33	--
经营性净现金流(亿港元)	41.12	66.13	113.31	--
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	11.08	11.92	15.64	--
存货周转次数(次)	10.62	11.32	12.67	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.55	0.66	--
毛利率(%)	27.39	30.81	39.75	37.91
总资本收益率(%)	4.43	8.88	17.16	--
净资产收益率(%)	4.81	11.79	21.13	--
长期债务资本化比率(%)	29.47	25.76	17.40	18.16
全部债务资本化比率(%)	40.49	36.01	24.82	22.30
资产负债率(%)	49.67	46.07	37.37	33.72
流动比率(%)	61.24	77.46	131.87	161.79
速动比率(%)	48.12	66.27	118.07	139.15
经营现金流动负债比(%)	27.75	43.06	79.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.98	11.80	21.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.70	2.28	0.89	--

注：1、2019 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，2019 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 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