

信用等级公告

联合〔2020〕1597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
二〇二〇年六月十八日



华润水泥控股有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

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

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付 日
16 华润水泥 MTN001	30 亿元	30 亿元	2021/09/06

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间:2020年6月18日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
水泥企业信用评级方法	V3.0.201907
水泥企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa	评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
财务风险	F1	现金流	经营分析	1
			资产质量	1
			盈利能力	1
		现金流量	4	
资本结构			1	
偿债能力			1	
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对华润水泥控股有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为华润(集团)有限公司(以下简称“华润集团”)水泥板块的投资经营主体,保持了在经营规模、区域市场占有率和系统成本等方面的综合优势。跟踪期内,公司贵州安顺产线投产,水泥和熟料产能均有增长,经营获现情况较好,盈利能力强,债务负担轻。同时,联合资信也关注到水泥行业周期性强、受政策影响较大,公司面临一定的汇兑风险等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续债券的保障能力强。

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,并维持“16 华润水泥 MTN001”信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司所在区域水泥产品需求量大。华南地区经济发展较快,铁路、城轨等基础设施项目建设及房地产投资对公司水泥需求形成一定支撑。
2. 公司产能布局完善,区域市场占有率高。公司在华南地区生产基地多沿江建设,系统成本优势明显。
3. 公司股东支持力度较大。公司是华润集团水泥及混凝土业务的经营主体。华润集团在战略发展、人力等方面对公司提供支持。
4. 跟踪期内,公司有息债务规模持续下降,整体债务负担轻。截至 2019 年底,公司全部债务合计 79.26 亿元,较 2018 年底下降 36.65%。
5. 公司 EBITDA 和经营性净现金流对存续债券的保障能力强。

分析师：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

关注

1. 水泥产品受行业政策影响较大。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. 公司或面临一定的汇兑风险。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. 疫情对公司水泥产品销售量和营业额可能有一定的影响。受疫情影响，2020年1-3月，公司实现营业收入55.94亿港元，较去年同期下降25.50%。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产（亿港元）	54.44	123.82	130.65	99.57
资产总额（亿港元）	565.27	605.06	611.71	591.68
权益总额（亿港元）	304.82	378.95	422.66	424.97
短期债务（亿港元）	65.72	45.32	12.98	17.73
长期债务（亿港元）	105.79	79.81	66.28	62.80
全部债务（亿港元）	171.52	125.12	79.26	80.53
营业额（亿港元）	299.58	387.91	389.56	55.94
除税前利润（亿港元）	48.84	113.35	120.08	15.82
EBITDA（亿港元）	75.32	141.33	145.88	--
经营性净现金流（亿港元）	66.13	113.31	112.85	--
毛利率（%）	30.81	39.75	40.19	39.21
净资产收益率（%）	11.79	21.13	20.57	--
资产负债率（%）	46.07	37.37	30.90	28.18
全部债务资本化比率（%）	36.01	24.82	15.98	15.93
流动比率（%）	77.46	131.87	165.52	187.91
经营现金流动负债比（%）	43.06	79.39	99.66	--
现金类资产/短期债务	0.83	2.72	10.07	5.62
EBITDA 利息倍数（倍）	11.80	21.95	32.16	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.28	0.89	0.54	--

注：1.2020年一季度财务数据未经审计；2.长期债务中包含了其他应付款项中有息部分；3.年报中经营活动现金流量表为间接法编制；4.2020年一季度现金流未获取；5.公司未提供母公司财务报表

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 华润水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/06/01	刘秀秀 文中 卢谋华	水泥行业企业信用分析要点（2013年）	阅读全文
16 华润水泥 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/06/03	唐岩 孙鑫 蔡伊静	水泥企业主体信用评级方法（2017年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本号

声 明

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

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则,符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效;根据后续跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

华润水泥控股有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司为 2003 年 3 月 13 日根据开曼群岛公司法在开曼群岛注册成立的一家具有豁免权的有限公司，主要经营水泥及混凝土业务。2003 年 7 月 29 日公司以介绍形式在香港联合交易所有限公司（以下简称“联交所”）主板上市，2006 年被华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）私有化成为顺创投资有限公司（现更名为华润集团（水泥）有限公司，以下简称“华润水泥”）的全资附属公司，并于 2006 年 7 月 26 日撤销其在联交所的上市地位。公司于 2009 年 10 月 6 日以全球发售形式重新于联交所主板上市，实际发行 17.38 亿股份，发售募资净额 61.33 亿港币。2013 年 10 月 7 日，公司根据 2013 年宣派及应付的中期股息有关的以股代息购股权发行 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 亿股普通股份子公司的直接控股公司华润水泥。截至 2019 年底，公司已发行股份 6982937817 股，其中华润水泥及其一致行动人持股 68.72%，为公司控股股东；公司实际控制人为中国华润有限公司（前称中国华润总公司）。

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和销售。

截至 2019 年底，公司下辖 115 家主要全资或控股子公司。公司本部设战略发展部、人力资源部、财务部、市场部、采购部、党委办公室和总裁办等 17 个职能部门。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 611.71 亿港元，权益总额 422.66 亿港元（非控股权益 2.87 亿港元）。2019 年，公司营业额 389.56 亿港元，除税前盈利 120.08 亿港元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 591.68 亿港元，权益总额 424.97 亿港元（非控股权益 2.71 亿港元）。2020 年 1—3 月，公司营业额 55.94 亿港元，除税前盈利 15.82 亿港元。

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

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2016 年 9 月 5 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使用完毕，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。

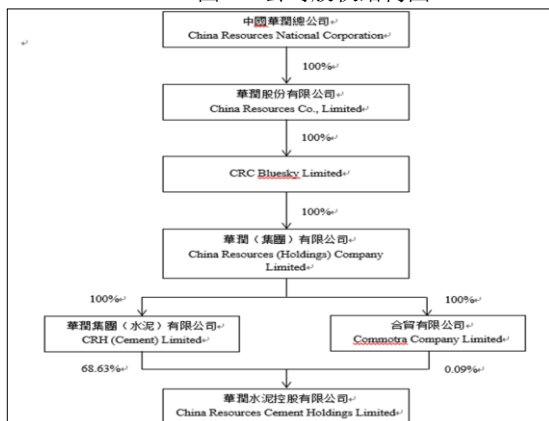
四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多，在全球经济增长放缓的背景下，我国经济增长进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，就业总体稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 1），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中第一季度 GDP 同比增长 6.5%，第二季度同比增长 6.3%，第

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

三季度和第四季度同比增长均为6.0%，逐季下滑态势明显。

表 1 2016—2019 年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1

注：1.增速及增幅均为同比增长情况；2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模
资料来源：国家统计局、Wind

消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点，其中12月有所回升；基础设施投资增速为3.8%，增速与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年回落4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口相抵，顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长38.8%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。

工业生产较为低落，服务业较快发展。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%、53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.6个

百分点，运行于近10年来底部；工业企业利润总额累计同比在年初大幅下降14%，此后降幅有所收窄，但一直为负增长，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入同比增长9.4%，其中，战略性新兴服务业、科技服务业和高技术服务业企业营业收入分别增长12.4%、12.0%和12.0%；规模以上服务业企业营业利润增长3.5%。12月份，服务业业务活动预期指数为59.1%，增长势头较好。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中猪肉价格上涨较快，全年同比上涨42.5%。食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，收支缺口扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382

亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。

就业形势基本稳定，但就业压力持续存在。在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻。2019年31个大城市调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高，且全年呈现波动上升态势。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出生产部门对劳动力需求的长期收缩状况，从需求方面说明就业压力长期较大。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，一是实施大规模降税降费，落实个税改革政策，进一步结构性下调增值税税率，全年减税降费目标2万亿元；二是大幅扩大地方政府专项债券规模，为基建补短板和提高有效投资提供了资金支持。货币金融方面，一是降低金融机构存款准备金率，其中1月和9月全面下调金融机构存款准备金率共1.5个百分点，释放长期流动性约2.3万亿元，为市场注入了适度充裕的流动性；同时分次定向下调服务县域的农村商业银行以及仅在本省经营的城市商业银行的存款准备金率，加强对中小微企业的信贷支持，“三挡两优”的存款准备金率框架初步形成；二是通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，开启了10多年来新的降息进程，实现一年期LPR报价下调11个基点，引导信贷市场利率实质性下降。结构性政策方面，主要是继续优化营商环境，扩大对外开放，深化国资国企、鼓励支持中小企业发展等。

3. 宏观经济及政策前瞻

新冠肺炎疫情使国内经济短期内加速下行，中长期拖累2020年经济增长。在空前疫情影响下，2020年年初中国经济的三大需求短期内均受到较

大冲击。消费方面，春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群居家隔离无法外出消费，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据大幅回落。投资方面，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。外贸方面，虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级，限制了我国的进出口贸易。短期内三大需求受到重挫，必将在短期内加速中国经济下行，长期拖累2020年经济增长。

受新冠肺炎疫情影响，通货膨胀和失业压力进一步增加。年初疫情的突发和迅速蔓延，药品、食品等必需品的短缺导致价格不断攀升，必然推高一季度CPI，通胀压力进一步增加；另一方面，由于下游产业大面积停产停工导致对原材料及产成品的需求下降，将使PPI的继续回升受阻。PPI再次回落加重制造业及服务业盈利预期，延缓企业复工复产，又对就业形成进一步压力。短期内通胀和失业的双重压力，对中国经济企稳回升构成较大挑战。

积极的财政政策更加积极有为，对冲新冠肺炎疫情对经济产生的负面影响。财政部在2月初再一次提前下达2020年新增地方债券限额8480亿元（其中一般债券限额5580亿元、专项债券限额2900亿元），合计提前下达2020年新增地方债券限额18480亿元，财政政策逆周期调节的力度进一步加大。2月14日，财政部下发《关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知》，提出对2020年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政按央行再贷款利率的50%给予贴息。2月中下旬以来，财政部会同人社部、国家医保局和城乡建设部，陆续出台企业基本养老保险、基本医疗保险和住房公积金减免、缓缴等政策措施，大幅度减轻企业负担，支持企业复工复产，稳定社会就业。

稳健的货币金融政策降低社会融资实际成本，支持企业降低疫情影响，度过难关。央行于1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。此次

全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元，有利于降低金融机构支持实体经济的资金成本。2 月以来，央行连续降低了 OMO 操作利率和 MLF 操作利率，2 月 20 日 LPR 报价下调，其中 1 年期报价 4.05%，下调 10bp，5 年期报价 4.75%，下调 5bp，信贷市场利率全面下行。同时，2 月开市的前两天内（2 月 3—4 日），在无逆回购到期的情况下，央行逆回购投放资金 1.7 万亿元，保持了市场流动性合理充裕，充分发挥了稳定市场预期和提振市场信心的作用。另外，发改委、证监会、交易商协会等及时发布政策，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧，积极支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业发行疫情防控债募集疫情防控资金。这些政策措施为降低社会融资实际成本、支持企业度过难关具有积极作用。

五、行业分析

1. 行业概况

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。

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，具有明显的销售市场半径。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。

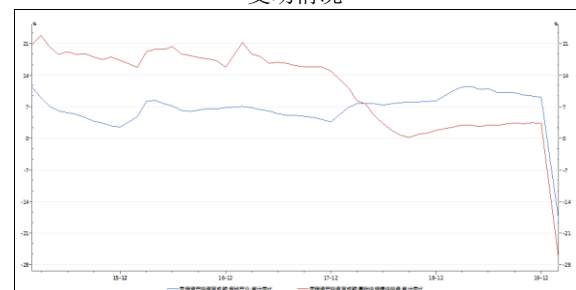
作为基础材料，水泥被广泛应用于工业建筑、民用建筑、交通工程、水利工程、海港工程、核电工程、国防建设等新型工业和工程建设等领域。

2. 行业运行状况

尽管水泥行业产能过剩矛盾依然突出，但随着国家供给侧结构性改革的进一步深化，水泥生产企业积极落实错峰生产和环保限产，行业盈利水平大幅提升，行业总体收益保持增长趋势。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%，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% 左右的较高的水平。2019 年以来，基础设施建设投资结束了 2018 年以来快速下跌的态势，缓慢回暖。2019 年，基础设施建设投资完成额同比增长 3.33%，较去年同期增速上升 1.54 个百分点；地产投资完成额整体高于 2018 年全年水平，但随着地产投资融资政策收紧及棚改热度下降，进入 2019 年四季度以来，累计增速有所下降，2019 年 12 月，房地产投资累计增速为 9.10%。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资和房地产投资均出现负增长。整体看，短期内，受疫情影响，房地产企业开工和销售受到一定影响，但随着疫情逐步得到控制，房地产企业具有较强的意愿加速开工，有助于拉动后续水泥需求反弹；基建逆周期调节有望持续加码，后续需求可能出现加速恢复。

图 2 2015 年以来，全国房地产和基础设施建设投资同比变动情况



资料来源：Wind

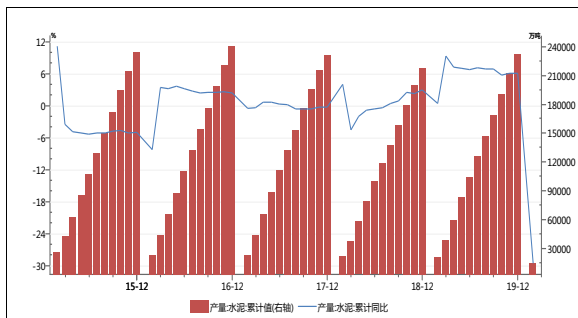
水泥市场供给方面，2019 年以来，水泥供给端基本保持稳定，随着蓝天保卫战进入攻坚战，各地水泥行业错峰生产政策只紧不松，2019 年，河南实行“开二停一”，贵州推出刚性错峰，内蒙古、河北、山东、河南、江浙等地推出有关水泥行业污染物排放标准的政策文件，通过环保手段来倒逼去产能。

据中国水泥协会信息研究中心初步统计，2019 年全国新点火水泥熟料生产线共有 16 条，新点火熟料设计产能 2372 万吨/年。截至 2019 年底，全国新型干法水泥生产线累计 1624 条，设计熟料产

能维持在 18.2 亿吨，实际年熟料产能依旧超过 20 亿吨。产能总量与去年基本相当，新型干法熟料总产能变化不大。2019 年，全国水泥产量约为 23.30 亿吨，同比增长 6.10%；熟料用量逐年增加，2019 年全国水泥熟料产量为 15.20 亿吨，创历史新高。受疫情及季节影响，2020 年 1—2 月份水泥和熟料产量均大幅下降。据国家统计局数据显示，2020 年 1—2 月，全国累计水泥产量 1.50 亿吨，同比下降 29.50%，其中，南方华东、中南、西南三地水泥产量占全国 92%，同比下降 30%。全国水泥熟料产量 1.45 亿吨，同比下降 15.90%。南方华东、中南、西南三地熟料产量占全国 88%，低于水泥产量占比 4 个百分点。

图 3 近年中国水泥行业产量及变化情况

(单位：万吨、%)

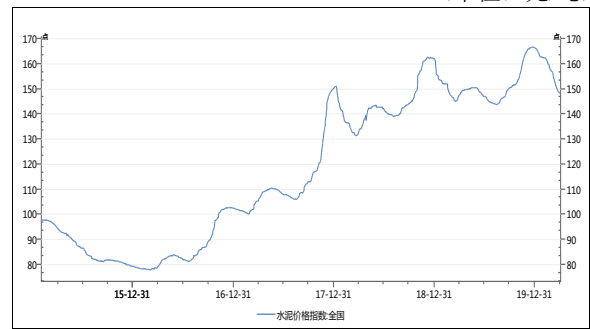


资料来源：Wind

2019 年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势，景气度持续上升，水泥价格全年持续高位运行，四季度市场价格迅速上扬，行业总体收益上升。2019 年全国水泥均价¹达 449 元/吨，较 2018 年上涨 15 元/吨。2019 年 12 月，全国水泥均价增长至 484 元/吨，环比增长 3.48%。2019 年水泥行业价格持续高位运行，“量价齐升”的表现和国务院出台了一系列减税降费、支持实体经济发展的政策措施，改革红利逐步释放，拉高了整个水泥行业效益的增长，使得 2019 年水泥行业利润的创造了历史最高水平。2019 年，水泥行业实现营业收入 1.01 万亿元，同比增长 12.5%，利润 1867 亿元，同比增长 19.6%。

¹下列表述中，水泥价格均以 PO42.5 散装水泥价格为准

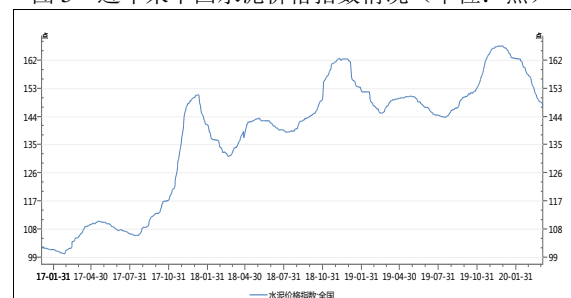
图 4 近年来全国水泥（P.O42.5 散装）月均价走势
(单位：元/吨)



资料来源：Wind

从全年走势来看，2019 年，全国水泥价格基本延续了 2018 年整体走势，价格高位运行。2019 年以来，全国水泥价格不断上涨主要有两个原因：一是 2019 年全年水泥需求量上涨，尤其是进入四季度旺季，又遇到暖冬，受前期雨季和环保影响的区域为完成全年任务，加快工程施工进度，由此带来水泥用量集中爆发，需求明显高于 2018 年，导致四季度市场供应偏紧，水泥价格出现快速上涨，华南珠三角地区表现最为突出；二是 2019 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，并且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，在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 2019 年底，全国水泥价格指数为 166.44 点，较 2018 年底的 162.27 点上涨 4.17 点。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，截至 2020 年 2 月 21 日，华东和华南主要城市水泥熟料库容比基本已达到 80%，库存压力较大。西南地区中川、渝、贵区域同样面临较大库存压力。2020 年 3 月底全国水泥价格指数为 148.51 点，与年初水平相比下降了 17.85 点。

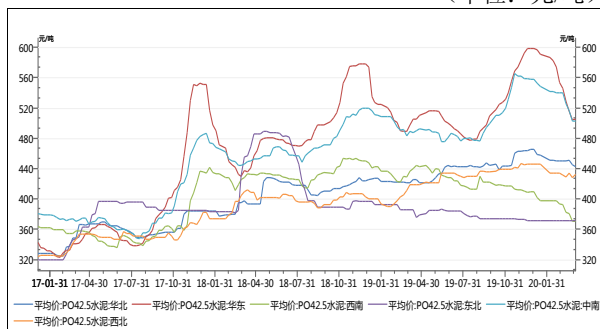
图 5 近年来中国水泥价格指数情况（单位：点）



资料来源：Wind

华东和中南地区表现突出，华东地区连续 2 年保持六大区域中价位最高，2019 年均价 518 元/吨，且比 2018 年有所增长，涨幅 4.89%。价位其次是中南地区，2019 年均价 503 元/吨，价格略低于华东，较 2018 年同期增长 7.01%。华北地区价格涨幅最大，2019 年均价 437 元/吨，较 2018 年同期上涨 7.41%。东北和西南地区价格均低于去年，分别较 2018 年同期下降 9.68% 和 1.56%。西北地区价格虽然比去年增长 6.90%，但整体价格仍较低，2019 年，西北地区平均价格为 424 元/吨。

图 6 2017 年以来各地区水泥（P.O42.5 散装市场价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

3. 行业政策

国家有关部门对水泥行业延续了近年来“去产能”的结构性调整政策，2019 年主要是细节上的指导和优化，保持了政策的一贯性。

在《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41 号）以及《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》（国办发〔2016〕34 号）的要求基础上，2019 年以来工信部、国家发改委以及中国建筑材料联合会等机构进一步完善了水泥行业去产能机制，建立了规范有序的产能减量置换机制，确立了全国总产能“天花板”，并配套实施了分省生产线清单制度和跨省置换听证会制度。

2019 年 1 月，工信部发布了《产业发展与转移指导目录（2018 年本）》（水泥篇），明确了北京市、河北省等引导不再承接水泥产业转移的省市，上海市等逐步退出水泥产业的省市以及西藏自治区等优先承接发展的产业，对各区域水泥产业转移有一定规范作用。

2019 年 4 月，国家发改委发布了《产业结构调整指导目录（2019 年本，征求意见稿）》。目录

将部分水泥生产技术、装备和产品分为鼓励类、限制类和淘汰类。其中对干法中空窑（生产铝酸盐水泥等特种水泥除外）、水泥机立窑、立波尔窑、湿法窑，直径 3 米（不含）以下水泥粉磨设备（生产特种水泥除 108 外），无覆膜塑编水泥包装袋生产线等技术装备明确要求进行淘汰，有利于推动水泥行业高质量发展和优化升级，加快破除无效供给。同月，国家发改委、工信部和国家能源局联合发布了《关于做好 2019 年重点领域化解过剩产能工作的通知》（发改运行〔2019〕785 号），尽管通知内容主要针对钢铁、煤炭等化解产能过剩重点领域，但在产能置换、加快“僵尸企业”出清、资产负债处置等方面对水泥行业亦存在重要指导意义。

2019 年 6 月，中国建筑材料联合会发布了《2019 年水泥行业大气污染防治攻坚战实施方案》（以下简称“《实施方案》”），明确提出要将打赢蓝天保卫战与水泥行业的供给侧结构性改革相结合，严格控制新增产能带来的排放总量，加快落后产能、无效产能的淘汰出局，压减过剩产能等，通过结构调整实现总量减排。《实施方案》在水泥行业大气污染防治总目标，2019 年去产能、淘汰落后目标和措施，2019 年结构调整目标和措施，2019 年技术改造升级目标和措施和 2019 年综合措施五个方面，提出了 2019 年水泥行业单位产品能耗和污染物排放全面达标、单位产品能耗达到先进值的水泥企业不低于 80%；2019 年实现水泥行业压减熟料产能（淘汰落后产能）7000 万吨，进一步提升产能利用率，使全国平均产能利用率达到 70% 以上；2019 年前十家企业（集团）熟料产能集中度力争达到 60% 以上，以及实现水泥产量 32.5 等级水泥产品占比降低到 50% 以下等具体目标，并要求以“第二代新型干法水泥技术”技术成果为基础，全面推进水泥行业技术升级改造。《实施方案》对于水泥行业淘汰落后产能，实现产业升级和节能减排相关措施做出了布置，为 2019 年水泥行业发展规划了方向。

2020 年 1 月 3 日，工业和信息化部发布了《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》（以下简称“《操作问答》”），对水泥产能置换政策进行细化和完善。《操作问答》对产能减量置换指标提出了更严格的要求，严格限制僵尸产能“死灰复

燃”；明确表示已停产两年或三年内累计生产不超过一年的水泥熟料、平板玻璃生产线不能用于产能置换（自2021年1月1日起实行）。

总体看，国家频繁出台针对水泥产能过剩的调控政策，反映了国家对水泥行业进行的大力治理，包括设置高准入门槛，严防行业重复性建设，对行业内企业进行整合等，以此引导水泥行业健康发展，同时政策支持优势企业进行行业兼并重组，提高行业竞争力和集中度。

4. 行业关注

(1) 全行业去产能缓慢，产能仍过剩，局部区域供给持续增加，去产能成效有待巩固。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。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。产能置换政策执行中，存在大量“僵尸产能”和“无效产能”被置换为新建项目的问题，导致去产能进度缓慢。

(2) 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。

(3) 原材料和燃料价格波动影响

水泥产品的主要原材料和燃料为石灰石、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。

5. 未来发展

2020年，预计全行业效益将延续2019年较好的盈利态势，保持在较高水平；产业结构趋于优化，行业发展质量呈上升态势。

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。

2020年是“十三五”收官之年，是全面建成小康社会的关键时期。基建方面，国家提前下达地

方政府专项债额度，降低部分基础设施项目最低资本金比例，加快补短板项目建设，推动重大项目开工建设，基建投资增速有望出现回升。房地产方面，中央明确不将房地产作为短期刺激经济的手段，房地产调控以“稳”为主，房地产投资增速或将出现回落，但仍将保持较强的韧性。2020年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的最后一年，大气污染治理不会放松，地方管控措施会更加严格，加上道路运输超载治理趋紧，有助于水泥供给端的调控，水泥价格有望在高位波动，预计全行业效益将延续2019年较好的盈利态势。近年的落后产能置换使产业结构趋于优化，行业发展质量有望提升。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年底，公司已发行股份6982937817股，其中华润水泥及其一致行动人持股68.72%，为公司控股股东；公司实际控制人为中国华润有限公司（前称中国华润总公司）。

2. 企业规模

公司水泥产品具有较强的市场竞争力，水泥、商品混凝土产能位居全国前列。

公司是国家重点支持的大型水泥企业集团之一。截至2019年底，公司共经营96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8430万吨和6130万吨。公司经营混凝土搅拌站61座，年产能3690万立方米。此外，公司通过拥有联营公司及合营公司的股权，合计拥有74条水泥粉磨线、28条熟料生产线及20座混凝土搅拌站，总产能为水泥5850万吨、熟料3430万吨及混凝土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2020万吨、熟料1160万吨及混凝土440万立方米。经过多年的发展，公司已成为华南区域颇具竞争力的水泥和商品混凝土供应商，在中国水泥行业中具有重要地位。

3. 技术水平

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，公司积极履行企业义务

并坚持绿色可持续发展道路。

跟踪期内，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。

2019年，公司持续推行生产运营精细化管理，强化内部对标管理，通过统筹技术委员会、技术研发中心等专家资源，开展74项技术帮扶工作，解决生产基地生产工艺指针、设备管理等共性问题，提升生产基地的运营效率。跟踪期内，公司实施219项技术改造，涵盖安全环保、节能降耗等领域，有助于改善生产运营指标及质量。

截至2019年底，公司完成了所有水泥生产基地及粉磨站包装机以及移动装车机收尘系统的技术升级，提高了计量精度，降低了运行成本，并进一步提升了运营效率及经济效益。在总结平南水泥生产基地的成功经验基础上，公司在跟踪期内开展了对位于广东廉江、广西合浦的水泥生产基地矿山治水的规划。此外，公司在部分生产基地试用高效风机节能技术、高效节能双级压缩空压机等新技术、新设备，以减少能耗及维护费用，节能增效。

4. 股东支持及外部环境

股东支持

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

公司是华润集团的四大利润中心之一，定位为资源型创新驱动发展企业，是华润集团七大业务单元的重要组成部分，是华润集团水泥及混凝土业务的经营主体。

人员支持方面，公司董事局中有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；此外，公司作为华润集团的核心业务中心，在内地及香港资本市场拥有较强的融资能力。

外部环境

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

2019年2月国务院发布《粤港澳大湾区发展规划纲要》，提出目标到2022年，国际一流湾区和世界城市群框架基本形成；到2035年，形成以创新为主要支撑的经济体系和发展模式，全面建成国际一流湾区。

2019年7月，广东省政府发布《广东省推进粤港澳大湾区建设三年行动计划（2018—2020年）》，目标到2020年，大湾区实现轨道交通通车里程2400公里，高速公路通车里程5000公里，并推进世界级机场群及港口群建设。

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，黄挺先生、李保军先生、蔡翔先生、李维先生分别于2019年10月、2020年3月、2019年10月和2020年3月起分别担任公司首席采购官、海南大区总经理、公司首席运营官和新业务办公室主任；刘忠国先生于2019年5月10日退任执行董事、执行委员会、薪酬委员会及企业管治委员会成员职位。

黄挺先生，50岁，于1992年取得中国厦门大学经济学学士学位，在企业管理方面拥有约二十年经验；1992年加入中国华润总公司（现称“中国华润有限公司”），于2003年7月加入公司，曾担任广东大区副总经理、财务总监及首席财务官等；2019年10月，开始任公司首席采购官。

李保军先生，51岁，于1990年获中国天津大学工学学士学位、于2003年获中国河北工业大学工业工程硕士学位及于2012年获中国中欧国际工商学院工商管理硕士学位，在战略发展及企业管理方面拥有约二十年经验；2002年9月加入华润集团，曾担任华润电力控股有限公司战略管理部总经理及华润集团战略管理部助理总经理；2014年1月加入公司，曾担任本公司首席战略官及国际部总经理；2020年3月开始任公司海南大区总经理。

蔡翔先生，52岁，于2006年取得中国武汉理工大学工商管理本科学历，在建材及水泥行业拥有逾三十年工作经验。蔡先生于2003年7月加入公司，曾担任多个管理职务，包括广东大区副总经理、贵

州大区总经理及首席采购官等。公司于2019年10月聘请蔡先生为公司首席运营官。

李维先生，51岁，于2009年获美国皇家白礼顿大学经济管理硕士学位，在市场及企业管理方面拥有约三十年经验。李先生于2005年1月加入公司，曾担任多个管理职务，包括广东大区市场总监、广西大区副总经理、海南大区副总经理、首席采购官及首席市场官等。公司于2020年3月聘请李先生为公司新业务办公室主任。

八、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司实现销售额较2018年变化不大。受益于水泥产品原材料价格下降，公司综合毛利率较上期有所提升。

公司以水泥、熟料和混凝土生产、销售为主业，是中国华南地区以产能统计最大的新型干法熟料及水泥生产商，以销量统计为最大的混凝土生产商。公司水泥产品主要包括复合硅酸盐水泥P.C32.5(R)、普通硅酸盐水泥P.O42.5(R)、52.5和II型硅酸盐水泥P.II42.5R、52.5R，产品主要用于修建基建工程如水电站、水坝、港口、桥梁、机场、道路以及房地产开发。公司产品主要布局省份为广东、广西、福建、海南、山西、云南及贵州。

2019年，公司实现营业收入389.56亿港元，较2018年增长0.42%，主要系熟料及混凝土销售收入增长所致。

从收入构成来看，水泥业务收入一直是公司的主要收入来源，熟料生产主要是满足自身水泥生产需求，外销规模较小。2019年，由于港元汇率贬值使得水泥产品价格下降，公司实现水泥板块营业收入305.97亿港元，较2018年下降1.95%；同期，由于熟料产能增加，熟料销售量有所增长，公司熟料板块实现营业收入14.47亿港元，较2018年增长9.13%；受益于混凝土价格上涨，公司混凝土板块实现营业收入69.11亿港元，较2018年增长10.43%。

从毛利率来看，由于煤炭价格下降，2019年，公司主营业务毛利率增至40.20%。其中，水泥和熟料业务毛利率分别为44.00%和41.90%，较2018年分别上升1.10个百分点和2.00个百分点。同期，混凝土业务毛利率有所下降至23.10%，主要系混凝土原材料价格上涨所致。

2020年1-3月，公司实现营业收入55.94亿港元，较去年同期下降25.50%，主要系受疫情影响，水泥产品销售量减少所致。同期公司综合毛利率为39.20%，较去年同期增长1.30个百分点。公司水泥业务毛利率较去年同期有所提高，熟料和混凝土业务毛利率有所下滑。

表2 公司营业额构成及毛利率情况（单位：亿港元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020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	228.61	76.31	32.40	312.07	80.45	42.90	305.97	78.54	44.00	45.63	81.56	42.90
熟料	20.40	6.81	26.00	13.26	3.42	39.90	14.47	3.71	41.90	2.15	3.84	39.00
混凝土	50.57	16.88	25.80	62.58	16.13	24.20	69.11	17.75	23.10	8.17	14.60	18.40
合计	299.58	100.00	30.81	387.91	100.00	39.80	389.56	100.00	40.20	55.94	100.00	39.20

注：公司营业额合计数与各板块总和不一致系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

2. 公司业务

产能情况

跟踪期内，公司贵州安顺产线投产，熟料产能和水泥产能均有所增长。公司在华南地区的产能情况有明显优势。

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2019年底，公司共经营96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8430万吨和6130万吨。公司经营混凝土搅拌站61

座，年产能为 3690 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 74 条水泥粉磨线、28 条熟料生产线及 20 座混凝土搅拌站，总产能为水泥 5850 万吨、熟料 3430 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 2020 万吨、熟料 1160 万吨及混凝土 440 万立方米。

表 3 截至 2019 年底公司经营水泥、熟料和混凝土产能情况（单位：条、百万吨、座、百万立方米）

省份/自治区/ 特别行政区	水泥		熟料		混凝土	
	生产线数量	年产能	生产线数量	年产能	搅拌站数量	年产能
广东	24	22.50	10	14.40	23	14.30
广西	37	33.20	18	26.50	26	15.80
福建	14	10.10	6	7.00	--	--
海南	5	4.40	3	3.30	5	3.00
云南	7	5.10	4	3.90	1	0.60
贵州	3	3.00	1	1.60	--	--
山西	6	6.00	3	4.60	1	0.60
浙江	--	--	--	--	2	1.10
香港	--	--	--	--	3	1.50
合计	96	84.30	45	61.30	61	36.90

资料来源：公司财务报告

跟踪期内，公司新增贵州安顺一条年产能 140 万吨的熟料生产线及 2 条总产能约 200 万吨的水泥粉磨线。此外，公司新增 1 座混凝土搅拌站，关闭 1 座混凝土搅拌站，混凝土产能不变。

表 4 公司产品产能利用率情况（单位：%）

产品	2017 年	2018 年	2019 年
水泥	96.30	102.90	102.10
熟料	111.50	113.70	112.70
混凝土	37.20	39.80	39.20

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

2019 年，公司水泥、熟料及混凝土生产线的产能利用率分别为 102.10%、112.70% 及 39.20%，较 2018 年分别下降了 0.8 个百分点、1.00 个百分点和 0.60 个百分点。

原材料采购

2019 年，煤炭价格有所回落，且公司通过提高直供电占比、改善电耗和提高余热发电量等措施控制电力成本。跟踪期内，公司吨水泥产品成本有所下降，体现出行业内较好的成本控制能力。

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

水泥生产成本方面，2019 年，煤炭成本占公司吨水泥销售成本的 36.60%，较 2018 年下降 3.10 个百分点。2019 年，公司煤炭的平均发热量增长 0.30% 至每公斤 5234 千卡；公司生产每吨熟料的单位煤耗减至 145.20 公斤。由于煤价及煤耗的下降，2019 年，公司生产每吨熟料的平均煤炭成本下降 11.49% 至 97.80 港元。同时，公司吨水泥销售成本中煤炭成本下降至 77.50 港元。

2019 年，电力成本占公司水泥销售成本的 14.10%；公司每吨水泥的平均电力成本为 29.90 港元，较 2018 年下降 3.86%。跟踪期内，公司根据直供电协议和竞价安排购电 39.51 亿千瓦时，占生产水泥产品总电耗的 60.90%，电力直供比例较上期有所提升，节省成本 1.66 亿港元。2019 年，公司电耗保持稳定，每吨水泥的电耗为 72.90 千瓦时。2019 年，公司余热发电设备共发电 20.84 亿千瓦时，余热发电发电量占所需电耗约 32.10%，公司节省成本约 10.18 亿港元。

表 5 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	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
煤炭	80.00	39.00	87.20	39.70	77.50	36.60
电力	31.00	15.10	31.10	14.20	29.90	14.10
原材料	44.30	21.60	48.30	22.00	49.40	23.30
其他	49.70	24.30	53.10	24.10	55.10	26.00
合计	205.00	100.00	219.70	100.00	211.90	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。2019 年, 公司煤炭采购均价为 673 港元/吨, 较 2018 年下降 10.39%; 总采购量为 1010 万吨, 较 2018 年下降 3.81%; 其中在中国北方地区及公司生产基地周边地区的采购量分别为 80% 和 20%。2019 年, 公司未在澳洲地区采购煤炭, 主要系政策限制进口煤额。公司向煤炭供货商直采比例增长至 82%。

表 6 公司煤炭采购情况 (单位: 万吨、港元/吨、%)

煤炭		2017 年	2018 年	2019 年
采购量合计		1010	1050	1010
采购均价		707	751	673
采购区域占比	中国北方	71	76	80
	公司生产基地周边	20	21	20
	澳洲	9	3	--

资料来源: 公司财务报告

产品销售

2019 年, 公司水泥产品销售量较上年保持相对稳定, 由于汇率变动影响, 水泥产品价格略低于上年价格。2020 年 1—3 月, 公司水泥产品价格持续高位。

公司熟料生产以自用生产水泥为主, 多余部分对外销售。2019 年, 公司水泥、熟料及混凝土对外销量分别为 8252.80 万吨、449.70 万吨及 1421.20 万立方米。其中, 熟料销量较 2018 年增长 11.51%, 水泥和混凝土销量则较 2018 年保持相对稳定。

2019 年, 公司销售的水泥产品中约 76.90% 的等级为 42.5 或更高等级, 袋装销售比例为 35.60%。2019 年, 公司用于混凝土生产的内部水泥供给量与 2018 年持平, 为 290 万吨, 占当期水泥总销量的 3.40%。

销售价格方面, 2019 年, 公司水泥、熟料及

混凝土的平均售价分别为 370.70 港元/吨、321.80 港元/吨和 486.30 港元/立方米。公司水泥和熟料价格分别较 2018 年下降 1.88% 和 2.16%, 主要系汇率变动所致; 混凝土价格较 2018 年增长 10.60%, 主要系混凝土原材料价格上涨所致。

2020 年一季度, 水泥价格高位运行, 公司水泥、熟料和混凝土平均售价均有较上年提高, 分别为 408.10 港元/吨、324.60 港元/吨和 513.50 港元/吨。

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

销量	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
水泥	7589.50	8260.20	8252.80	1118.10
熟料	794.80	403.30	449.70	66.2

混凝土	1345.80	1423.10	1421.20	159.00
平均售价	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
水泥	301.20	377.80	370.70	408.10
熟料	256.60	328.90	321.80	324.60
混凝土	375.80	439.70	486.30	513.50

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（占36.98%）、广西（占32.14%）、福建（占12.94%）、

海南（占5.48%）、云南（占5.10%）、贵州（占2.64%）和山西（占4.72%）。其中，广东和广西两省占比较高。2019年，广东和广西水泥销量分别为3051.90万吨和2652.80万吨。从销售价格来看，除云南和山西两区域水泥价格有所增长外，其他区域价格均有不同程度下降。

2020年1-3月，公司各区域水泥销售价格除贵州和山西销售价格较2019年平均销售价格有所下降外，其余区域销售价格均有所提升。

表8 近年来公司各布局区域水泥销售情况（单位：万吨、港元/吨、亿港元）

省份/自治区/特别行政区	2017年			2018年			2019年			2020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	3046.5	315.7	96.17	3133.9	418.8	131.25	3051.90	414.60	126.54	440.10	461.70	20.32
广西	2191.7	277.0	60.71	2576.5	348.4	89.78	2652.80	347.80	92.27	354.20	375.20	13.29
福建	887.2	278.4	24.70	1008.2	362.8	36.58	1067.50	330.60	35.30	137.70	410.60	5.65
海南	533.7	357.9	19.10	503.0	411.0	20.67	451.90	400.30	18.09	44.90	413.60	1.86
云南	492.2	330.7	16.28	489.6	358.4	17.55	420.70	377.20	15.87	72.20	378.00	2.73
贵州	214.0	256.5	5.49	236.1	319.5	7.54	218.10	260.10	5.67	42.90	226.10	0.99
山西	224.2	274.9	6.16	312.9	278.0	8.70	389.90	313.70	12.23	25.10	311.70	0.78
合计	7589.5	301.2	228.61	8260.2	377.8	312.07	8252.80	370.70	305.97	1118.10	408.10	45.63

注：公司各区域总收入与各区域收入之和不一致系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告

2019年，公司前五大客户的销售总额占公司销售总额比重和前五大供货商的采购总额占公司采购总额比重均小于30%，集中度一般。

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。跟踪期内，公司在西江流域年运输能力3440万吨，掌控35个中转库（主要布局在广东珠三角地区），年中转能力2140万吨。公司在珠三角地区“水运+中转”的物流运输优势较为明显，降低了水泥运输成本，巩固了在广东市场的主导地位。

跟踪期内，公司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。公司的一卡通智能发运系统已在14个水泥生产基地推广使用，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

跟踪期内，公司新增位于云南凤庆的城乡生活垃圾协同处置项目。公司协同处置业务发展较为稳定。

公司利用水泥窑协同处置固体废弃物，较传统填埋方式大幅节约土地资源，而且有效地利用窑内高温去除有毒污染物。跟踪期内，公司新增位于云南凤庆的城乡生活垃圾协同处置项目。截至2019年底，公司共拥有8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，较好地实现了企业可持续发展。

产业链延伸

公司在产业链延伸板块布局合理。随着跟踪期内收购项目的完成，公司在骨料、人造石材及装配式建筑方面的竞争力进一步增强。

公司立足华南，推动转型创新，积极探索产业链延伸的机会，骨料、装配式建筑及人造石材等新业务均取得突破。

装配式建筑方面，跟踪期内，公司位于贵港及南宁项目混凝土搅拌站已投产。截至 2019 年底，公司拥有 7 个在建及拟建的装配式建筑项目。

2020 年 1 月，公司取得位于广东江门市新会区崖门镇的装配式建筑预制构件生产用地，竞得用地面积约 45500 平方米，混凝土预制构件设计年产能约 50000 立方米；同月，公司取得位于广西来宾市工业园区高新产业集聚园的装配式建筑预制构件生产用地，竞得用地面积约 153000 平方米，混凝土预制构件设计年产能约 200000 立方米。

在骨料方面，公司于 2019 年 11 月及 2020 年 3 月分别取得位于福建武平县、广西上思县的骨料矿山采矿权，进一步充实公司的骨料资源储备。

2019 年 4 月 16 日，公司全资附属公司深圳市润丰新材料科技有限公司（以下简称“润丰新材料”）收购环球石材（东莞）股份有限公司（以下简称“环球石材”）20.00% 的股份，收购金额为人民币 388116348 元（约 453394000 港元）。连同于 2019 年 1 月 18 日以人民币 387880100 元（约 453117000 港元）对环球石材 20.00% 股份收购，润

丰新材料现持有环球石材共 40.00% 股份。

2019 年 10 月 30 日，公司全资附属公司华润水泥控股（香港）有限公司（以下简称“华润水泥香港”）以每股 3.36 港元的全球发售价认购云南建投绿色高性能混凝土股份有限公司（以下简称“云建绿砼”）40164000 股 H 股股份，占其已发行股本总额的约 9.00%，金额为 134951040 港元。云建绿砼 H 股股份已于 2019 年 10 月 31 日起在联交所主板上市及交易（股份代号：01847k）。公司与云南省建设投资控股集团有限公司签署战略合作协议，双方拟在水泥、混凝土、骨料业务等方面开展全面合作。

在建及拟建项目

公司 2020 年及 2021 年资本开支规模较小，资本支出压力不大。

截至 2019 年底，公司未来仍需支出项目建设资金约 25.15 亿港元（详见表 9）。公司未来资本除表 9 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，2020 年和 2021 年公司资本开支总额预计分别为 13.22 亿港元和 12.83 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9 截至2019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 2019 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	15.31	12.18	3.13
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	4.55	0.91	3.64
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	5.46	0.89	4.57
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	2.34	0.50	1.84
广西来宾市装配式建筑构件生产基地（设计年产能约 20 万立方米）	广西	2.15	0.00	2.15
广东江门市装配式建筑构件生产基地（设计年产能约 5 万立方米）	广东	2.28	0.00	2.28
福建武平县骨料生产基地（规划年产能约 200 万吨）	福建	3.55	1.73	1.82
广西上思县骨料生产基地（规划年产能约 500 万吨）	广西	4.45	0.00	4.45
3 座混凝土搅拌站（混凝土全年产能为 180 万立方米）	--	1.27	0.00	1.27
总计	--	41.36	16.21	25.15

资料来源：公司财务报告

经营效率

公司经营效率指标在水泥行业表现较好。

2019 年，公司销售债权周转次和存货周转次

数较 2018 年均有所提升，分别为 16.39 次和 13.39 次；公司总资产周转次数较上期略有下降，为 0.64 次。

表 10 同行业经营效率指标对比 (单位: 次)

公司名称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
唐山冀东水泥股份有限公司	16.21	8.88	0.56
中国联合水泥集团有限公司	3.48	10.52	0.64
公司	16.39	13.39	0.64

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

3. 未来发展

公司未来发展战略明确, 具有较强的可持续发展能力。

未来, 公司将持续发展「系统成本最低、区域市场领先、创新驱动发展」三大能力。公司将致力提升运营效率及质量, 进一步提高环保、安全与健康管理水平; 深化品牌推广及渠道建设, 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。公司将履行企业社会责任, 推广水泥窑协同处置, 推动行业绿色发展。此外, 公司将把握大湾区发展机遇, 加快转型创新步伐, 推动产业链延伸的发展战略。公司亦将持续寻求与国内外领先企业进行战略合作机会, 共同推动中国水泥行业的可持续发展。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供 2019 年审计报告。公司综合财务报表按香港财务报告准则编制。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 2020 年一季度财务报表未经审计。

公司 2019 年财务报表采纳香港财务报告准则第 16 号对资产、负债和权益相关科目进行调整。本次应用新订及经修订香港财务报告准则及诠释将会对公司的综合财务报表造成未造成重大影响。

截至 2020 年 3 月 29 日、2019 年 12 月 31 日、2018 年 12 月 28 日和 2017 年 12 月 29 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 0.8562 元、1 港元兑人民币 0.8962 元、1 港元兑人民币 0.87620 元和 1 港元兑人民币 0.83591 元。

2019 年, 公司合并报表范围新增 3 家子公司包括贵港润合装配式建筑有限公司、来宾润合装配式建筑有限公司和来宾润合装配式建筑有限公司。新增合并公司规模较小, 公司财务数据具有可比性。

截至 2019 年底, 公司合并资产总额 611.71 亿港元, 权益总额 422.66 亿港元 (非控股权益 2.87 亿港元); 2019 年, 公司营业额 389.56 亿港元, 除税前盈利 120.08 亿港元。

截至 2020 年 3 月底, 公司合并资产总额 591.68 亿港元, 权益总额 424.97 亿港元 (非控股权益 2.71 亿港元); 2020 年 1—3 月, 公司营业额 55.94 亿港元, 除税前盈利 15.82 亿港元。

2. 资产质量

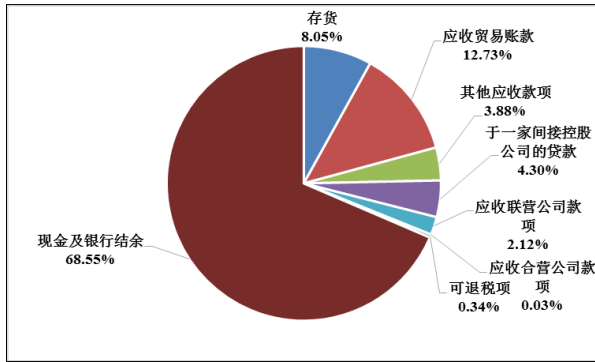
跟踪期内, 公司资产规模有所增长。公司资产构成以固定资产为主, 符合水泥行业特征。

截至 2019 年底, 公司资产总额 611.71 亿港元, 较上年底增长 1.10%, 主要系无形资产和于联营企业的权益增长所致。从资产构成来看, 流动资产占 30.64%, 非流动资产占 69.36%, 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

截至 2019 年底, 公司流动资产 187.43 亿港元, 较上年底下降 0.42%, 主要系存货减少所致。从构成来看, 公司流动资产主要由现金及银行结余 (占 68.55%), 存货 (占 8.05%), 应收贸易账款 (占 12.73%), 其他应收款 (占 3.88%) 和于一家间接控股公司贷款 (占 4.30%) 组成。

图7 截至2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司现金及银行结余128.48亿港元，较上年底增长4.44%。公司现金及银行结余货币类型主要为人民币、港元和美元。

截至2019年底，公司应收贸易账款23.86亿港元（扣除所计提呆坏账备抵2.47亿港元），较上年底变化不大。其中，公司应收第三方贸易账款23.84亿港元（占99.92%）；其余是应收关联人士的贸易款项（占0.08%）。从账龄看，账龄在1~3月内占77.25%，3~6月占9.88%，6~12月占9.55%。公司给予客户的平均信贷回收期为60天。整体看，公司应收贸易款项账龄较短。

公司应收款项的坏账计提主要通过呆坏账备抵的变动来表现，主要由呆坏账备抵、年内已收款项、撤销不可收回款项、出售附属公司所占部分及汇兑调整构成；由于公司客户基础庞大，信贷集中风险程度有限，故未逐项计提坏账准备。

截至2019年底，公司其他应收款项7.26亿港元，较上年底下降13.63%，主要系部分预付租赁款项到期所致。从构成看，其他应收款主要包括预付款及定金（占4.96%）、已付原材料供应商的定金（占24.63%）、增值税及其他可收回税项（占26.07%）、长期应收款项的即期部分（占19.55%）及其他应收款项（占24.79%）。

截至2019年底，公司于一家间接控股公司贷款为8.05亿港元，较上年底变化不大。2019年，公司对华润股份有限公司提供有息贷款8.05亿港元，贷款年利率3.915%。

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、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

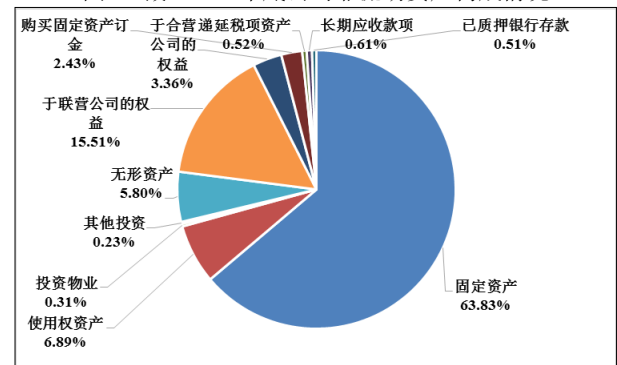
存在一定的不确定性。截至2019年底，公司应收联营公司款项主要为无抵押借款及其他应要求偿还款项，合计3.98亿港元；应收合营公司款项主要为无抵押借款及其他应要求偿还款项581.80万港元。

截至2019年底，公司存货为15.10亿港元，较上年底下降23.39%，主要系原材料及消耗品减少所致。公司存货主要包括原材料及消耗品（占60.18%）、在制品（占21.13%）和制成品（占18.69%）。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

截至2019年底，公司非流动资产为424.28亿港元，较上年底增长1.78%，主要系无形资产和于联营公司的权益增加所致。从非流动资产构成来看，截至2019年底，公司非流动资产主要由固定资产（占63.83%）、使用权资产（占6.89%）、无形资产（占5.80%）、购买固定资产订金（占2.43%）和公司在联营及合营公司中所占的权益（分别占15.51%、3.36%）构成。

图8 截至2019年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

截至2019年底，公司固定资产原值为434.54亿港元，累计折旧与减值为163.74亿港元，固定资产账面价值为270.81亿港元，较2018年底下降4.95%，主要系公司出售部分固定资产所致。从账面价值构成来看，公司固定资产主要包括土地及建筑物（占36.38%）、厂房及设备（占50.50%）、物流设备（占4.11%）、在建工程（占5.95%）和其他（占3.06%）。

截至2019年底，公司无形资产为24.62亿港元，较上年底增长12.03%，主要系采矿权价值增加所致。从无形资产账面价值构成来看，商誉占48.11%，采矿权占51.89%。截至2019年底，公司

商誉账面价值为 11.84 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 11.37 亿港元，占比为 96.03%；分配至公司混凝土生产单位组的商誉账面价值为 0.47 亿港元，占比 3.97%。

截至 2019 年底，公司使用权资产净额 29.22 亿港元，较上年底增长 2.67%，主要系公司预付中国内地土地租赁款项增加所致。

截至 2019 年底，公司于联营公司权益为 65.81 亿港元，较上年底增长 20.45%，主要系新增对环球石材投资额所致。截至 2019 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、云南水泥建材集团有限公司和环球石材。

截至 2019 年底，公司于合营企业权益合计 14.27 亿港元，较上年底增长 1.22%。公司合营企业主要包括中国世纪水泥（控股）有限公司和方正水泥有限公司，较上年无变化。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 591.68 亿港元，较 2019 年底下降 3.27%。公司资产总额中流动资产占 29.92%，非流动资产占 70.08%。公司资产结构仍以非流动资产为主。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长。公司权益总额中储备占比较大，权益结构稳定性较差。

截至 2019 年底，公司权益总额为 422.66 亿港元，较上年底增长 11.53%，主要系储备增加所致。从权益总额构成来看，公司权益主要由股本（占 1.65%）、储备（占 97.67%）及非控股权益（占 0.68%）。公司权益结构稳定性差。

董事局建议以现金方式派付截至 2019 年 12 月 31 日止年度的末期股息每股 0.335 港元。有关末期股息将毋须缴纳任何香港预扣税。

董事局已宣布以现金方式派付 2019 年的中期股息每股 0.26 港元，而截至 2019 年 12 月 31 日止年度的分派股息总额将为每股 0.595 港元。

截至 2020 年 3 月底，公司权益总额合计 424.97 亿港元，较 2019 年底增长 0.55%。公司权益结构方面较 2019 年底变化不大。

公司分红政策影响了权益增长幅度。

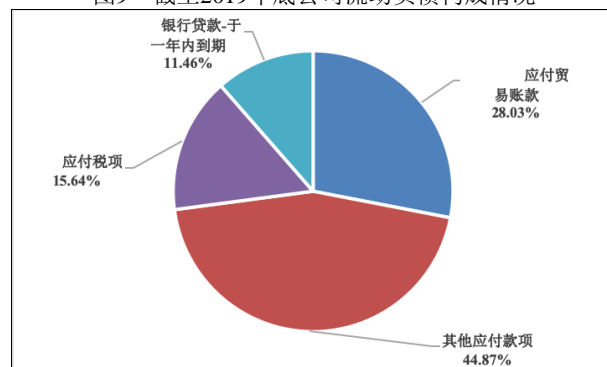
负债

跟踪期内，公司债务负担有所下降，债务水平低，债务结构合理。

截至 2019 年底，公司负债总额 189.05 亿港元，较上年底下降 16.39%。公司流动负债占 59.90%、非流动负债占 40.10%。公司流动负债占比较高。

截至 2019 年底，公司流动负债 113.23 亿港元，较上年底下降 20.66%，主要系于一年内到期银行贷款减少所致。从构成上看，公司流动负债主要由应付贸易账款（占 28.03%）、其他应付款项（占 44.87%）、应付税项（占 15.64%）和于一年内到期银行贷款（占 11.46%）组成。

图9 截至2019年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司应付贸易账款 31.74 亿港元，较上年底下降 8.27%，主要系应付第三方贸易账款的减少所致。从构成来看，公司应付第三方的贸易账款 31.58 亿港元（占 99.47%）、应付关联人士的贸易款项 0.16 亿港元（占 0.53%）。从账龄来看，公司应付贸易款账龄在 1~3 月内占 98.04%，3~6 月占 1.07%，6~12 月占 0.38%，1 年以上占 0.51%。

截至 2019 年底，公司其他应付款项 50.81 亿港元，较上年底增长 1.45%，主要系应付工资及分红增长所致。从构成上看，公司其他应付款由应付建筑款项及收购固定资产的应付款项（占 13.21%）、收购附属公司、来自客户的订金（占 23.46%）、应付计工资及分红（占 26.26%）和其他应付税项（占 11.94%）等组成。

截至 2019 年底，公司银行贷款-于一年内到期余额为 12.98 亿港元，较上年底下降 71.36%，主要系偿还部分于一年内到期的银行贷款所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 75.81 亿港

元，较上年底下降9.08%，主要系一年以上的银行贷款减少所致。从构成上看，公司非流动负债主要由银行贷款-于一年后到期（占43.25%）、无抵押中期票据（占44.18%）等组成。

截至2019年底，公司银行贷款-于一年后到期为32.79亿港元，较上年底下降2.19%。从账龄看，公司于一年后到期的银行贷款账龄在1~2年的占12.44%、2~5年的占87.56%。

截至2019年底，公司无抵押中期票据余额33.49亿港元。公司无抵押中期票据为2016年9月5日发行的额度为30亿人民币的“16华润水泥MTN001”债券。该期中期票据为无抵押债券，票面利率3.5%，期限为5年。

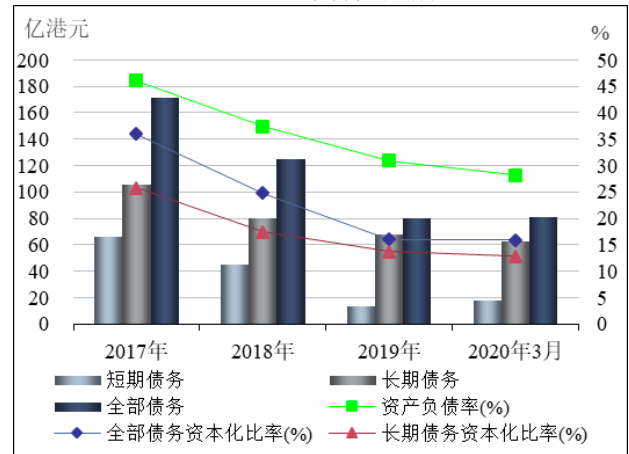
截至2019年底，公司合计银行贷款45.77亿港元，其中定息借款2.23亿港元（占4.88%）；浮息借款43.54亿港元（占95.12%）；公司银行贷款实际利率区间为2.30%~4.80%。公司银行贷款为人民币和港元贷款，均无抵押。

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。

截至2019年底，公司其他长期应付款项为4.49亿港元，较上年底大幅增长，主要系租赁负债及应付环境修复恢复款增加所致。公司其他长期应付款主要包括租赁负债（占25.72%）、应付环境修复恢复款增（占72.47%）及其他应付款（占1.81%）。

从有息债务方面来看，截至2019年底，公司全部债务为79.26亿港元，较上年底下降36.65%，主要系银行贷款减少所致。从有息债务结构来看，短期债务占16.38%，长期债务占83.62%，公司有息债务以长期债务为主。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所下降，截至2019年底分别为30.90%、15.79%和13.56%。

图 10 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至2020年3月底，公司负债合计166.71亿港元，较2019年底下降11.81%。从构成上看，流动负债占56.52%，非流动负债占43.48%。截至2020年3月底，公司流动负债为94.22亿港元，较2019年底下降16.79%，主要系应付贸易款和其他应付款减少所致；公司非流动负债为72.49亿港元，较2019年底下降4.38%，主要系一年后到期银行贷款减少所致。

截至2020年3月底，公司有息债务总额80.53亿港元，较2019年底增长1.60%。从构成来看，公司短期债务占22.01%、长期债务占77.99%。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较2019年底均有所下降，分别为28.18%、15.93%和12.88%。

表 11 同行业公司 2019 年底债务情况对比
(单位：亿元、亿港元、%)

公司名称	全部债务	资产负债率	全部债务资本化比率
唐山冀东水泥股份有限公司	226.15	52.52	43.95
中国联合水泥集团有限公司	294.15	78.72	92.95
公司	79.26	30.90	15.79

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业额较上期增长幅度不大。受益于营业成本下降及联营公司收益增长，公司除税前盈利有所增长。公司整体盈利能力强。

2019年，公司实现营业收入389.56亿港元，较上期增长0.42%，变化不大。2019年，公司营业成本为232.98亿港元，较上期下降0.31%，主要系原材料成本下降所致。

2019年，公司期间费用为47.69亿港元，较上期下降3.28%，主要系一般及行政费用和财务费用减少所致。当期，公司一般及行政费用和财务费用较上期分别下降8.50%和29.53%。2019年，由于利息支出减少，公司期间费用占营业收入的比重为12.24%，较2018年下降1.10个百分点。

2019年，公司其他收入为6.03亿港元，较上期增长5.06%。公司其他收入主要由政府奖励（1.26亿港元）、利息收入（1.50亿港元）和出售原材料及废料（1.34亿港元）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。

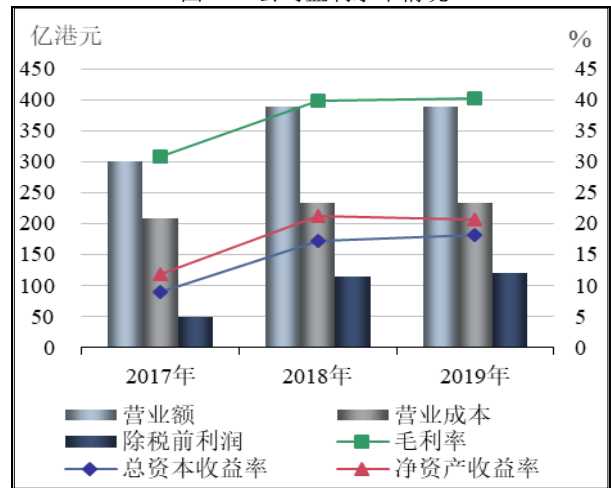
2019年，公司汇兑亏损为0.37亿港元，主要系当期人民币贬值所致。

联营及合营公司损益方面，2019年，公司应占联营公司收益为3.27亿港元，较上期增长79.56%，主要系新增联营公司环球石材，收益增长；同期，公司应占合营公司收益为2.21亿港元，较上期变化不大。

2019年，受益于营业成本下降及联营公司收益增长，公司除税前盈利为120.08亿港元，较上期增

长5.94%。

图 11 公司盈利水平情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2019年，公司毛利率和总资本收益率较上期均有所提升，分别为40.19%和18.23%；公司净资产收益率较上期有所下降，为20.57%。公司整体盈利能力较强。

2020年1—3月，公司营业额55.94亿港元，较2019年同期下降25.50%，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39.20%。同期，公司期间费用为7.25亿港元，占营业收入比例为12.96%。2020年1—3月，公司应占联营及合营公司损益分别为-0.30亿港元和0.36亿港元；同期，公司除税前盈利为15.82亿港元。

表 12 同行业公司 2019 年底盈利情况对比（单位：亿元、亿港元、%）

公司名称	营业收入	利润总额	毛利率	净资产收益率	总资本收益率
唐山冀东水泥股份有限公司	345.07	62.64	35.52	16.88	11.32
中国联合水泥集团有限公司	505.53	34.49	30.49	67.29	12.76
公司	389.56	120.08	40.19	20.57	18.23

资料来源：联合资信根据公开资料整理

5. 现金流

跟踪期内，公司保持了较强的经营获现能力；随着对固定资产和联营公司的投资增加，公司投资活动现金净流出规模有所扩大；受公司偿还银行借款规模较大及持续进行现金分红影响，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。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动产生的现金流净额为112.85亿港元，较上期下降

0.41%，变化不大。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金净流出规模为26.18亿港元，较上期增长143.50%，主要系固定资产投资支出、收购联营公司投资增加所致。

从筹资活动前现金流量净额看，2019年，公司筹资活动前净额为86.67亿港元。公司经营活动产生的现金流净额可以覆盖投资活动所需资金，对筹资活动依赖程度小。

公司筹资活动现金流入主要来自于银行贷款；公司筹资活动现金流出主要是偿还银行贷款和支付股息。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-78.37亿港元，净流出规模较上年大幅度增长，主要系偿还银行贷款金额和支付股息增加所致。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债指标和长期偿债指标表现很好。公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019年，公司流动比率和速动比率均有所提升，分别为165.52%和152.19%；经营现金流动负债比为99.66%；现金资产/短期债务为10.07倍。截至2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为187.91%和162.85%。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA利息倍数为32.16倍，EBITDA对于当期利息支付的保障能力增强。2019年，全部债务/EBITDA为0.54倍。

表 13 同行业公司 2019 年偿债能力对比情况（单位：%、倍）

项目	流动比率	速动比率	现金类资产/短期债务	EBITDA 利息倍数	全部债务/EBITD
唐山冀东水泥股份有限公司	78.00	65.00	0.73	8.43	0.47
中国联合水泥集团有限公司	45.50	39.28	0.13	--	3.75
公司	165.52	152.19	10.07	32.16	0.54

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至2019年底，公司共获得银行授信额度33.00亿港元、126.00亿人民币。其中尚未使用的授信额度为114.56亿人民币；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2019年底，公司对外担保金额12.58亿人民币，其中已动用金额11.99亿人民币，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

基于对公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流量净额和EBITDA对存续债券的保障能力强。

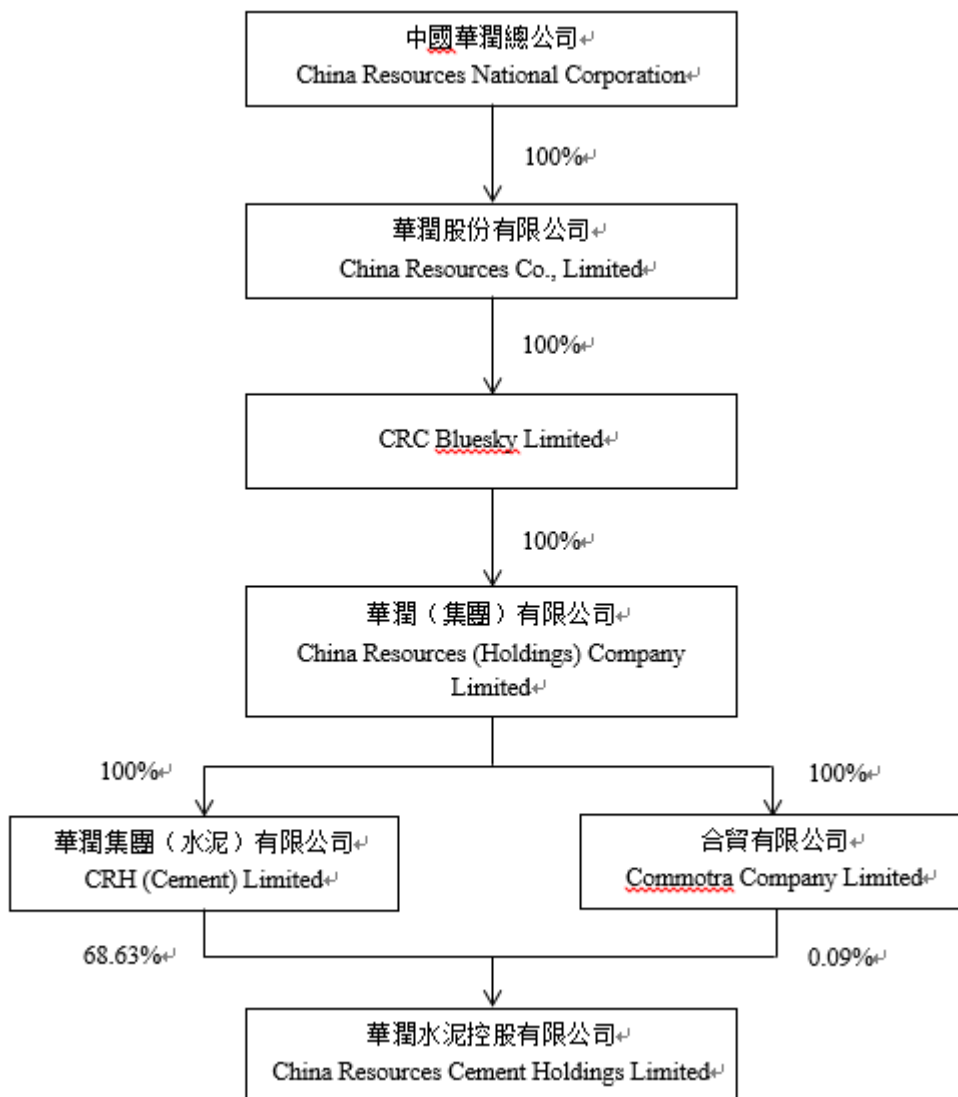
跟踪期内，公司存续债券为“16华润水泥MTN001”，发行额度为30亿元。根据2019年3月29日中国人民银行授权中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价，港元对人民币的汇率水平为1港元兑人民币0.8562元，存续债券本金约为35.04亿港元。

2019年，公司经营活动现金流量净额为112.85亿港元，对存续债券的覆盖倍数为3.22倍。2019年，公司EBITDA为145.88亿港元，对存续债券的覆盖倍数为4.16倍，公司经营活动现金流量净额和EBITDA对存续债券的保障能力强。

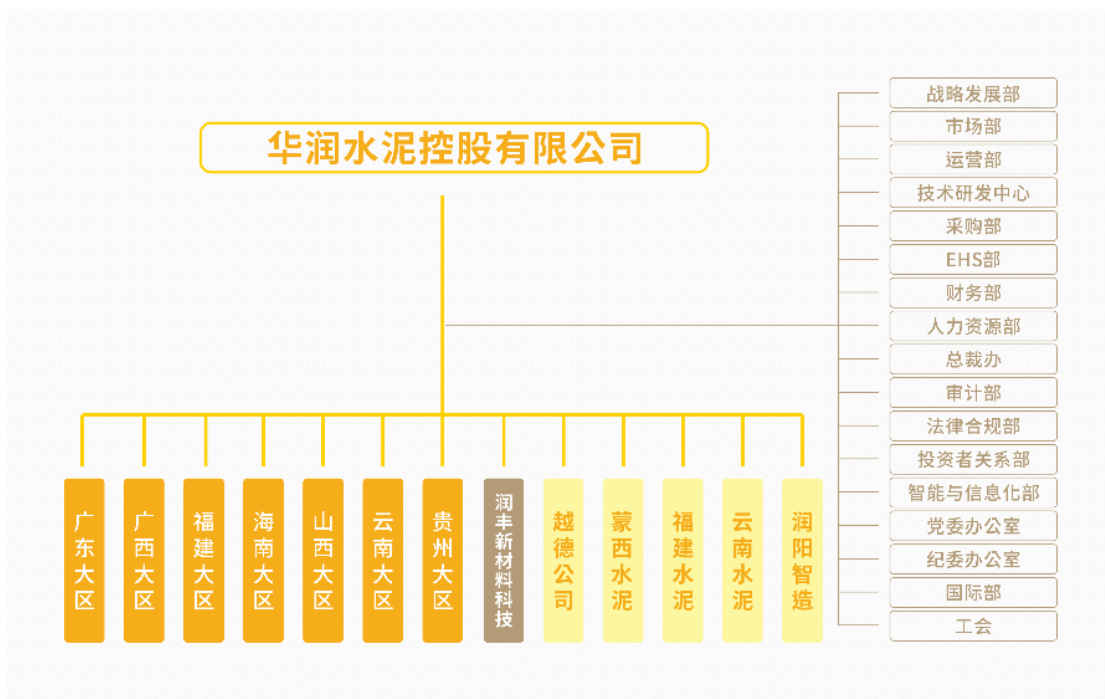
十一、结论

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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司子公司情况

序号	子公司名称	注册成立及业务所在地	本公司持有所有权权益的比例		主要业务
			直接	间接	
1	华润水泥（安顺）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
2	华润水泥（昌江）有限公司	中国内地	-	98.40%	水泥生产与销售
3	华润水泥（长治）有限公司	中国内地	-	72%	水泥生产与销售
4	华润水泥（防城港）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
5	华润水泥（方山）有限公司	中国内地	-	72%	水泥生产与销售
6	华润水泥（封开）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
7	华润水泥（富川）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
8	华润水泥（贵港）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
9	华润水泥（合浦）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
10	华润水泥（鹤庆）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
11	华润水泥（惠州）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
12	华润水泥（江门）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
13	华润水泥（金沙）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
14	华润水泥（连江）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
15	廉江市丰诚水泥有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
16	华润水泥（龙岩曹溪）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
17	华润水泥（龙岩雁石）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
18	华润水泥（龙岩）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
19	华润水泥（陆川）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
20	华润水泥（罗定）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
21	华润水泥（弥渡）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
22	华润水泥（南宁）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
23	华润水泥（平南）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
24	华润水泥（泉州）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
25	华润水泥（上思）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
26	华润水泥（汕头）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
27	华润水泥（田阳）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
28	华润水泥（武宣）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
29	华润水泥（五指山）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售

30	华润水泥（阳春）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
31	华润水泥（永定）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
32	华润水泥（湛江）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
33	华润水泥（漳平）有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
34	华润水泥控股（香港）有限公司	香港	100%	-	持有多家附属公司投资
35	华润水泥投资有限公司	中国内地	-	100%	持有多家附属公司投资
36	华润混凝土（百色）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
37	华润混凝土（北海）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
38	北海华润混凝土（铁山港）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
39	华润混凝土（澄迈金江）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
40	华润混凝土（澄迈老城）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
41	华润混凝土（大理）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
42	华润混凝土（定安）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
43	东莞华润丰诚混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
44	华润混凝土（防城港）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
45	华润混凝土（封开）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
46	华润混凝土（佛山）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
47	华润混凝土（富川）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
48	华润混凝土（高要）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
49	华润混凝土（广西）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
50	华润混凝土（贵港）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
51	华润混凝土（鹤山）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
52	华润混凝土（贺州）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
53	华润混凝土（惠州）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
54	华润混凝土（江门）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
55	华润混凝土（靖西）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售

56	华润混凝土（来宾）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
57	华润混凝土（乐东）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
58	华润混凝土（廉江）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
59	华润混凝土（柳州）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
60	华润混凝土（潞城）有限公司	中国内地	-	72%	混凝土生产与销售
61	华润混凝土（陆川）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
62	华润混凝土（罗定）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
63	华润混凝土（茂名）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
64	南宁华润西乡塘混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
65	华润混凝土（南宁）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
66	华润混凝土（宁波）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
67	华润混凝土（平桂）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
68	华润混凝土（钦州）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
69	钦州华润勒沟混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
70	华润混凝土（容县）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
71	深圳华润混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
72	华润混凝土（遂溪）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
73	华润混凝土（万宁）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
74	华润混凝土（梧州）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
75	华润混凝土（阳江）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
76	华润混凝土（玉林）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
77	华润混凝土（湛江）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
78	华润混凝土（肇庆）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
79	华润混凝土（珠海）有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售

80	华润东莞水泥厂控股有限公司	香港	-	100%	水泥贸易
81	东莞华润混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
82	华润环保工程控股（香港）有限公司	香港	-	100%	持有多家附属公司投资
83	华润环保工程（百色）有限公司	中国内地	-	100%	环境保护工程
84	华润环保工程（宾阳）有限公司	中国内地	-	100%	环境保护工程
85	华润环保工程（弥渡）有限公司	中国内地	-	100%	环境保护工程
86	华润环保工程（南宁）有限公司	中国内地	-	100%	环境保护工程
87	东莞华润水泥厂有限公司	中国内地	-	100%	水泥生产与销售
88	锐致有限公司	香港	-	100%	持有物业
89	佛山华润顺安混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
90	金得旺有限公司	香港	-	100%	持有物业
91	广东粤群混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
92	广西宾阳县昆安混凝土有限责任公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
93	广西华润红水河水泥有限公司 ⁽²⁾	中国内地	-	95.80%	水泥生产与销售
94	广西华润装配式建筑有限公司	中国内地	-	100%	预制建材生产与销售
95	贵港润合装配式建筑有限公司	中国内地	-	100%	预制建材生产与销售
96	河源华润辉达混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
97	河源华润鹏源混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
98	惠州华润建材有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
99	江门华润混凝土睦洲有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
100	江门华润混凝土棠下有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
101	来宾华润兴宾混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
102	来宾润合装配式建筑有限公司	中国内地	-	100%	预制建材生产与销售
103	柳州华润西江混凝土有限公司	中国内地	-	70%	混凝土生产与销售
104	南宁华润良庆混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
105	宁波小港华润混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
106	贵就发展有限公司	香港	-	100%	持有物业

107	品质管制顾问有限公司	香港	-	100%	建筑物料测试及顾问服务
108	中港混凝土有限公司	香港	-	100%	混凝土生产与销售
109	中港物料供应有限公司	香港	-	100%	建筑材料贸易
110	山西华润福龙水泥有限公司	中国内地	-	72%	水泥生产与销售
111	深圳市润丰新材料科技有限公司	中国内地	-	100%	持有联营公司投资
112	大盈利投资有限公司	香港	-	100%	持有物业
113	武平华润矿业有限公司	中国内地	-	80%	开采骨料
114	湛江华润鹏源混凝土有限公司	中国内地	-	100%	混凝土生产与销售
115	湛江市润阳联合智造有限公司	中国内地	-	100%	预制建材生产与销售

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿港元)	54.44	123.82	130.65	99.57
资产总额(亿港元)	565.27	605.06	611.71	591.68
权益总额(亿港元)	304.82	378.95	422.66	424.97
短期债务(亿港元)	65.72	45.32	12.98	17.73
长期债务(亿港元)	105.79	79.81	66.28	62.80
全部债务(亿港元)	171.52	125.12	79.26	80.53
营业额(亿港元)	299.58	387.91	389.56	55.94
除税前盈利(亿港元)	48.84	113.35	120.08	15.82
EBITDA(亿港元)	75.32	141.33	145.88	--
经营性净现金流(亿港元)	66.13	113.31	112.85	--
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.55	15.64	16.39	--
存货周转次数(次)	10.33	12.67	13.39	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.66	0.64	--
毛利率(%)	30.81	39.75	40.19	39.21
总资本收益率(%)	8.88	17.16	18.23	--
净资产收益率(%)	11.79	21.13	20.57	--
长期债务资本化比率(%)	25.76	17.40	13.56	12.88
全部债务资本化比率(%)	36.01	24.82	15.79	15.93
资产负债率(%)	46.07	37.37	30.90	28.18
流动比率(%)	77.46	131.87	165.52	187.91
速动比率(%)	66.27	118.07	152.19	162.85
经营现金流流动负债比(%)	43.06	79.39	99.66	--
现金类资产/短期债务(倍)	0.83	2.72	10.07	5.62
EBITDA 利息倍数(倍)	11.80	21.95	32.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.28	0.89	0.54	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.长期债务中包含了其他应付款项中有息部分；3.年报中经营活动现金流量表为间接法编制；4.2020 年一季度现金流未获取；5 公司未提供母公司财务报表

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	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%
现金类资产/短期债务	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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