

跟踪评级公告

联合[2017] 927号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持华润股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“08华润债01”、“08华润债02”、“09华润债01”、“09华润债02”、“11华润MTN1”、“15华润MTN001”、“16华润MTN001”和“16华润MTN002”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年六月二十日



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（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

华润股份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	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
08 华润债 01	60 亿元	2008/8/6~2018/8/6	AAA	AAA
08 华润债 02	25 亿元	2008/8/6~2023/8/6	AAA	AAA
09 华润债 01	30 亿元	2009/5/8~2019/5/8	AAA	AAA
09 华润债 02	20 亿元	2009/5/8~2024/5/8	AAA	AAA
11 华润 MTN1	50 亿元	2011/3/24~2021/3/24	AAA	AAA
15 华润 MTN001	50 亿元	2015/5/19~2022/5/19	AAA	AAA
16 华润 MTN001	60 亿元	2016/3/8~2019/3/8	AAA	AAA
16 华润 MTN002	60 亿元	2016/3/23~2021/3/23	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	1038.89	1066.11	1066.42	1212.15
资产总额(亿元)	9369.85	10026.12	11116.06	11790.39
所有者权益(亿元)	2804.33	3066.17	3318.41	3395.75
短期债务(亿元)	1838.46	2109.83	2360.08	2604.31
长期债务(亿元)	1986.73	1825.08	2025.27	2004.38
全部债务(亿元)	3825.19	3934.92	4385.34	4608.70
营业收入(亿元)	4614.12	4812.29	5034.17	1221.08
利润总额(亿元)	379.22	440.85	486.16	105.91
EBITDA(亿元)	610.90	719.50	791.42	--
经营性净现金流(亿元)	299.48	599.06	552.17	-100.00
营业利润率(%)	24.10	24.77	24.76	21.98
净资产收益率(%)	9.10	9.76	10.26	--
资产负债率(%)	70.07	69.42	70.15	71.20
全部债务资本化比率(%)	57.70	56.20	56.92	57.58
流动比率(%)	109.21	103.69	103.08	101.13
经营现金流动负债比(%)	6.76	12.02	9.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	5.47	5.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.08	6.64	6.74	--

注: 1.2017 年一季度财务报表未经审计; 2.划分为持有待售的负债中的短期借款已计入短期债务和全部债务; 3. 2014~2016 年现金类资产已剔除使用受限部分。

评级观点

华润股份有限公司(以下简称“公司”)作为一家实行多元化经营的国有大型集团企业,跟踪期内,业务运营平稳,资产、权益和收入规模稳步增长,盈利能力稳健,利润水平持续攀升;受投资需求旺盛的影响,公司 2016 年债务规模有所增长,但债务负担仍处合理水平,整体保持了极强的偿债能力。同时,联合资信评估有限公司也关注到网络销售对传统零售行业形成冲击,公司地产类存货规模大、资产流动性有待提升,以及存在一定外汇风险,上述因素对公司信用基本面可能带来不利影响。

公司地产和发电业务在中国均处于领先的行业地位,同时医药、啤酒、零售等业务随着内需扩大将稳步发展。公司多元化产业布局有助于提升其整体的抗风险能力。未来,公司有望维持平稳发展。

公司稳健的盈利和现金获取能力对“08 华润债 01”、“08 华润债 02”、“09 华润债 01”、“09 华润债 02”、“11 华润 MTN1”、“15 华润 MTN001”、“16 华润 MTN001”、“16 华润 MTN002”具有很强的保障能力,同时“08 华润债 01”、“08 华润债 02”、“09 华润债 01”、“09 华润债 02”债券均由母公司中国华润总公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评估有限公司对中国华润总公司跟踪评级,其主体长期信用等级为 AAA。

综合考虑,联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,维持“08 华润债 01”、“08 华润债 02”、“09 华润债 01”、“09 华润债 02”、“11 华润 MTN1”、“15 华润 MTN001”、“16 华润 MTN001”、“16 华润 MTN002”的信用等级为 AAA。

优势

1. 公司各板块业务(医药、房屋销售、燃气、商品销售和电力)模式较为成熟,在业务

分析师

贺苏凝 刘然

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

规模方面具备明显竞争优势。

2. 公司实施多元化经营, 各业务板块相关度较低, 尤其是医药、消费品等业务板块受经济周期影响较小, 抗风险能力强。
3. 跟踪期内, 公司资产、权益和收入规模稳步增长, 利润持续攀升, 盈利能力稳健。
4. 公司EBITDA对存续债券的保障程度很高。

关注

1. 近年来网络销售快速发展, 对传统零售业形成一定的冲击和压力, 公司传统零售业务经营压力加大。
2. 公司地产类存货规模大, 对资产流动性有一定影响。
3. 公司部分子公司以外币进行采购和销售, 面临一定外汇风险。

声明

一、本报告引用的资料主要由华润股份有限公司(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。

华润股份有限公司跟踪评级报告

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”）关于华润股份有限公司主体长期信用及“08 华润债 01”、“08 华润债 02”、“09 华润债 01”、“09 华润债 02”、“11 华润 MTN1”、“15 华润 MTN001”、“16 华润 MTN001”、“16 华润 MTN002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

华润股份有限公司（以下简称“华润股份”或“公司”）系经中华人民共和国财政部“财企【2003】129 号”文件批准，由中国华润总公司（以下简称“中国华润”）作为主发起人，联合中国粮油食品（集团）有限公司、中国中化集团公司、中国五矿集团公司、中国华能集团公司四家单位联合发起组建的股份有限公司，中国华润以所持有的全部净资产作为出资，全部股东出资总额的 99.9842%，其余四家股东各以现金出资，占出资总额的 0.0039%。

2009 年 6 月，中国中化集团公司将其所持公司股权全部转让给中国中化股份有限公司。2010 年 10 月，经国务院国资委批复，中国中化股份有限公司、中国五矿集团公司、中国华能集团公司将其所持公司股权转让给中国华润，中国粮油食品（集团）有限公司将其所持公司股权转让给中国华润的全资子公司华润国际招标有限公司。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为人民币 164.67 亿元，中国华润直接持有公司 99.996053% 的股份，并通过华润国际招标有限公司间接持有公司 0.003947% 的股份。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司投资经营范围涉及电力、地产、零售、啤酒、燃气、水泥、医药等领域。截至 2016 年

底，公司资产总额 11116.06 亿元，所有者权益 3318.41 亿元（含少数股东权益 1532.60 亿元）；2016 年公司实现营业收入 5034.17 亿元，利润总额 486.16 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 11790.39 亿元，所有者权益 3395.75 亿元（含少数股东权益 1567.09 亿元）；2017 年一季度，公司实现营业收入 1221.08 亿元，利润总额 105.91 亿元。

公司地址：深圳市罗湖区深南东路 5001 号华润大厦 28 楼 2801、05、06 单元；法定代表人：傅育宁。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至《2016 年年度报告》披露日，公司存续债券发行额度、使用状况和存续期等情况如下表所示，其中超短期融资券“16 华润 SCP002”和“16 华润 SCP003”（合计 60 亿元）已使用 43 亿元，尚有 17 亿元未使用，其余债券均已使用完毕，且均正常付息。

表 1 公司存续债券概况及使用情况（单位：亿元）

名称	发行额度	已使用金额	存续期
08 华润债 01	60	60	2008/8-2018/8
08 华润债 02	25	25	2008/8-2023/8
09 华润债 01	30	30	2009/5-2019/5
09 华润债 02	20	20	2009/5-2024/5
11 华润 MTN1	50	50	2011/3-2021/3
15 华润 MTN001	50	50	2015/5-2022/5
16 华润 MTN001	60	60	2016/3-2019/3
16 华润 MTN002	60	60	2016/3-2021/3
16 华润 SCP002	30	15	2016/10-2017/7
16 华润 SCP003	30	28	2016/11-2017/8

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年

实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，

全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业

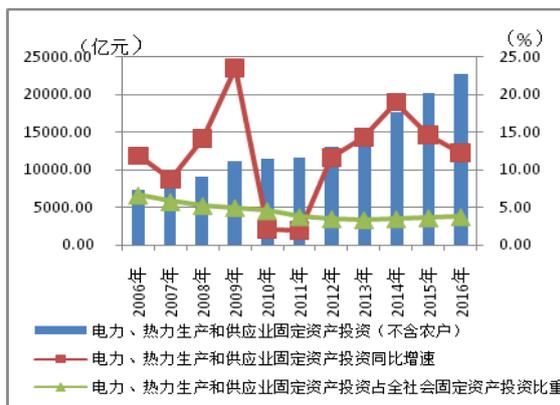
盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

1. 发电行业

2006~2016 年电力行业投资规模不断扩大，但由于电力项目近年审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2016 年全国全社会固定资产投资完成额 606466 亿元，比上年名义增长 7.91%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 22638 亿元，同比增长 12.23%，占全国城镇固定资产投资的 3.73%。

图 1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：国家统计局、中电联电力工业统计快报

2016 年，全国主要电力企业电力工程建设合计完成投资 8855 亿元、同比增长 3.3%。其中，为贯彻落实《配电网建设改造行动计划

(2015~2020 年)》等文件要求，提升电网配电能力，电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资 5426 亿元、同比增长 16.9%；电源工程建设完成投资 3429 亿元，同比下降 12.9%。在全国主要电力企业电源工程建设完成投资中，水电完成投资 612 亿元，火电完成投资 1174 亿元，核电完成投资 506 亿元，风电完成投资 896 亿元。

图 2 近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：中电联电力工业统计快报

2016 年，全国全口径发电量 59897 亿千瓦时，比上年增长 5.2%。分类型看，火电发电量 42886 亿千瓦时，同比上升 2.4%，占全国发电量的 71.6%，比上年降低 1.9 个百分点；水电发电量 11807 亿千瓦时，同比下降 6.2%，占全国发电量的 19.7%，比上年提高 0.2 个百分点。2016 年，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数继续下降，为 3785 小时，同比降低 203 小时，是 1964 年以来最低水平。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求增长趋缓，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

2016 年，由于实体经济运行显现出稳中趋好迹象，中国全社会用电量 59198 亿千瓦时，同比增长 5.0%，大幅超过 2015 年全社会用电量仅 0.5% 的同比增速。从电力消费结构看，第一产业用电量 1075 亿千瓦时，同比增长 5.3%；第二产业用电量 42108 亿千瓦时，同比增长 2.9%；第三产业用电量 7961 亿千瓦时，同比增

长 11.2%；城乡居民生活用电量 8054 亿千瓦时，同比增长 10.8%。工业用电量 41383 亿千瓦时，同比增长 2.9%；其中，轻工业用电量 7016 亿千瓦时，同比增长 4.4%，重工业用电量 34367 亿千瓦时，同比增长 2.6%。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

2016 年是“十三五”开局之年，国家一方面在电力体制各层面的政策频出，另一方面各地电改试点也全面推进。截至 2016 年底，中国电力体制改革试点已覆盖 29 个省（区、市）（含新疆生产建设兵团）。2016 年 3 月 1 日，北京电力交易中心、广州电力交易中心挂牌成立，标志着中国电力市场建设迈出关键一步，此后各地电力交易中心纷纷组建。2016 年 10 月，国家发改委、国家能源局印发《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》的通知，标志着电力体制改革进入新层次，给售电公司进入电力交易市场给予明确规则，更多省份推出 2017 年电力交易规则明确售电公司作为市场主体可以参与电力交易。

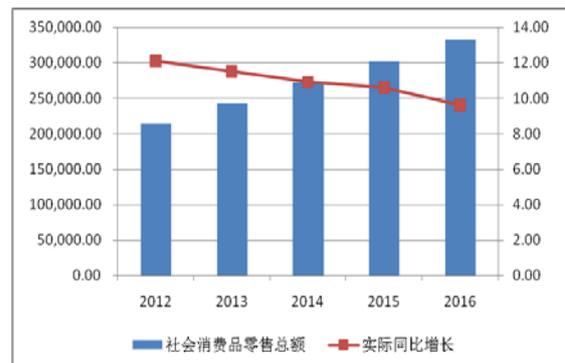
近年来，在国家节能调度的政策下，火电行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等清洁能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。同时，国家也在陆续颁布国家政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

2. 零售行业

根据国家统计局数据，2014 年国内生产总值 636463 亿元，同比增长 7.4%；同期，全年社会消费品零售总额 262394 亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，增速均出现同比下滑。2015 年，社会消费品零售总额 300931 亿元，比上年名义增长 10.7%，扣除价格因素实际增长 10.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 142558 亿元，增长 7.8%。2016 年，社会消费品零售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

图 3 社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

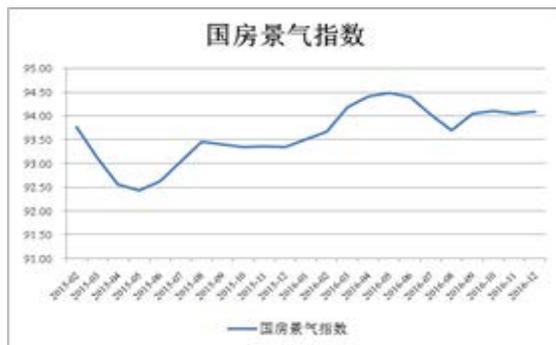
零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的

发展态势。

3. 房地产行业

2015年，在延续2014年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。2016年上半年，房地产宽松政策的出台有效刺激了购房需求，成交大幅回升，市场预期向好。2016年10月以来，随着北京、天津、南京、武汉等22个城市先后发布新楼市调控政策、信贷政策从严，房地产市场景气度迅速降低，总体房价涨势趋缓，不同城市出现分化。

图4 2015年以来国房景气指数（频率：季）



资料来源：Wind 资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。

2017年1~3月，全国房地产开发投资

19292亿元，同比名义增长9.1%，增速比1~2月份提高0.2个百分点。其中，住宅投资12981亿元，增长11.2%，增速提高2.2个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.3%；房地产开发企业房屋施工面积636977万平方米，同比增长3.1%，增速比1~2月份回落0.1个百分点。其中，住宅施工面积433241万平方米，增长2.2%。房屋新开工面积31560万平方米，增长11.6%，增速提高1.2个百分点。其中，住宅新开工面积22751万平方米，增长18.1%。房屋竣工面积23031万平方米，增长15.1%，增速回落0.7个百分点。其中，住宅竣工面积16500万平方米，增长13.7%。2017年1~3月，商品房销售面积29035万平方米，同比增长19.5%，其中，住宅销售面积增长16.9%。

① 房地产供求与信贷环境

2016年上半年，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政，刺激了购房需求的大幅增长，房地产行业景气度迅速提升，一定程度上减缓了三、四线城市库存高企的压力。2016年10月以来，随着不同地区限购限贷政策的出台，各地房地产市场出现分化，全国房地产市场景气度迅速降低。

2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元。

② 政策环境

2016年上半年，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2月2日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点。2月19日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税

率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。2016 年 9 月底至年末，北京、天津、南京、武汉等 22 个城市先后发布新楼市调控政策，信贷政策有所收紧。2017 年以来，北京、石家庄、郑州、广州等发布对本地楼市的收紧政策，开始新一轮楼市收紧调控浪潮。北京发布了《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》，明确首套房“认房又认贷”，二套房首付比提至六成；石家庄发布《石家庄市人民政府关于加强房地产市场调控的意见》，表明非本市户籍居民暂不得购二套房政策等。受此影响，房地产市场明显降温。

六、基础素质分析

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为人民币 164.67 亿元，中国华润直接持有公司 99.996053% 的股份，并通过华润国际招标有限公司间接持有公司 0.003947% 的股份。公司实际控制人为国务院国资委。

截至 2016 年底，公司通过全资子公司华润（集团）有限公司（下称“华润集团”）持有华润电力控股有限公司（下称“华润电力”，股票代码 00836.HK，持股 60%）、华润置地有限公司（下称“华润置地”，股票代码 01109.HK，公司持股 61%）、华润啤酒（控股）有限公司（下称“华润啤酒”，股票代码 00291.HK，持股 52%）、华润医药集团有限公司（下称“华润医药”，股票代码 03320.HK，持股 53%，已于 2016 年 10 月 28 日上市）、华润燃气控股有限公司（下称“华润燃气”，股票代码 01193.HK，持股 61%）、华润水泥控股有限公司（华润水泥，股票代码 01313.HK，持股 73%）等核心经营主体。

跟踪期内，公司高管人员方面无重大变化。

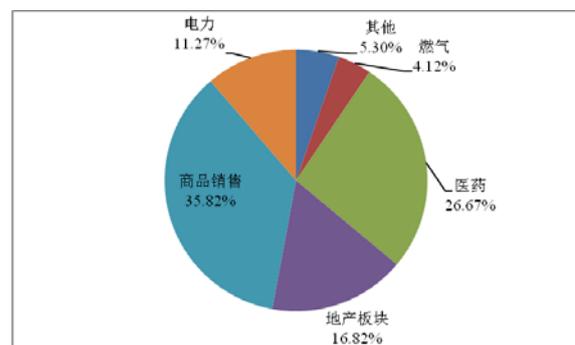
七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

公司主要业务集中在中国经济发展较快的重点城市，销售网络覆盖面广，在中国香港和内地均具有较强的市场竞争力。

图 5 2016 年主营业务收入结构图



资料来源：公司年报附注

2016 年，公司实现主营业务收入 5017.59 亿元，同比稳定增长 4.62%，板块分布如图 5；前五大业务板块中，医药、房屋销售和燃气板块呈增长态势，同比分别增长 14.74%、12.41% 和 6.17%，商品销售和电力板块略有回落，同比分别下降 3.24% 和 1.42%。

电力板块

华润电力是公司电力板块运营主体，成立于 2001 年，于 2003 年 11 月在香港上市，目前是香港恒生指数成份股之一，业态涉及火电、煤炭、风电、水电、燃气发电及光伏发电等领域。截至 2016 年底，华润电力总资产 2001.11 亿港元，总权益 745.65 亿港元¹；2016 年，华润电力实现营业额 662.13 亿港元，除税前利润 130.42 亿港元，同比分别下降 7.31% 和 20.09%。

截至 2016 年底，华润电力发电厂的运营权益装机容量由上年底的 34731 兆瓦增至 36184 兆瓦，其中火电装机容量 31066 兆瓦（占 85.9%，

¹ 截至 2016 年底，华润电力总权益相比上年底减少 91.74 亿港元，主要由于非控制性权益的下降（其中 7.50 亿美元永久资本证券已于 2016 年 5 月 9 日赎回）。

较上年比重下降 0.8 个百分点)，风电、燃气、水电及光伏装机容量分别为 4632 兆瓦、77 兆瓦、280 兆瓦和 130 兆瓦（合计占 14.1%）。2016 年，华润电力完成发电量 1.61 亿兆瓦时（同比增长 6.1%），完成售电量 1.52 亿兆瓦时（同比增长 6.1%）。根据所公布资料，华润电力在 2017 年未有新的火电机组投产。

火电业务方面，2016 年，自 1 月初国家对火电厂标杆上网电价进行下调，各地区调整幅度有所差异，华润电力所属区域的电价下调幅度位于 16.5~46.5 元/兆瓦时（其中附属火电厂的标杆上网电价算数平均值下调约 32.4 元/兆瓦时，或约 7.7%），使得火电业务盈利下降。同期，华润电力附属火电厂的平均售电单位燃料成本为每兆瓦时 156.18 元人民币（按年增长 6.8%），平均标煤单价为 509.86 元/吨（较上年增长 7.8%），燃料成本提升；但平均供电标准煤耗较上年下降 1.98 克/千瓦时（或 0.6%）。受益于旗下多为大型机组且分布于用电需求较为强劲的地区，华润电力具有一定市场优势，旗下附属电厂平均利用小时达 4922 小时（2015 年为 4906 小时），高出全国火电平均利用小时 757 小时（全国为 4165 小时，同比下降 4.6%）。

煤炭业务方面，2016 年，受煤炭行业去产能、控制产量影响，电煤供需形势从宽松逐步转为下半年的偏紧，电煤价格快速上涨，直至年末国家采取相关措施才开始回落。2016 年，华润电力旗下附属及联营的煤矿共计生产约 1474 万吨煤炭（各煤矿产量加总计算），较上年增长 6%；其中，附属煤矿生产了 1246 万吨煤炭，联营煤矿生产了 228 万吨煤炭。

资本支出方面，2016 年，华润电力的现金资本支出共计 169 亿港元，其中约 26 亿港元用于已运营火电机组的超低排放、安全节能、供热改造等技术改造，约 64 亿港元用于火电机组建设，约 75 亿港元用于风电场、光伏电站及水电站的建设，约 4 亿港元用于煤矿改造和建设。

商品销售板块

全资子公司华润创业有限公司（下称“华

润创业”）是公司商品销售板块经营主体，专注于零售、啤酒、食品及饮品四大类药物。2016 年，公司商品销售板块实现收入 1797.12 亿元，同比下降 3.24%，收入水平略有下降。

（1）零售

公司零售业务主要包括超市、健康及护理产品销售、艺术品销售、咖啡店等多个业态，拥有华润万家、苏果、欢乐颂、中艺、Ole’、Blt、VANGO、太平洋咖啡等品牌，区域遍布华东、华南、华北、西北、东北、中原以及香港等全国 32 个省、自治区、直辖市和特别行政区，100 多个重点城市。

（2）啤酒

华润啤酒作为华润创业下属上市公司，于 2015 年 9 月由原港股上市公司华润创业更名而来（现华润创业为新设立企业，公司持股 100%），主要从事啤酒酿造、产品销售。截至 2016 年底，华润啤酒在中国内地 25 个省、市、区经营 98 间啤酒厂，年产能约 220 亿升。2016 年 3 月 2 日，华润啤酒宣布与 ABI 达成协议以 16 亿美元（相当于 124.4 亿港元）购入南非酿酒集团（亚洲）有限公司持有的 49% 华润雪花啤酒有限公司（下称“雪花啤酒”）股权，进而使雪花啤酒成为全资子公司，该收购于同年 10 月 11 日完成。同时，华润啤酒于 2016 年以每持 3 股股份获发 1 股股份的基准，按 11.73 港元/股进行 8.11 亿股供股募得 95.14 亿港元（扣除开支前），主要用于上述收购融资，并获得华润集团提供贷款（截至 2016 年底已获 27.22 亿元贷款）。

2016 年，国内社会消费品零售增速有所放缓，且存在天气变化较大的区域性情况（上半年的长江沿江城市及南方部分地区暴雨），对整体和区域性的啤酒市场均形成一定影响；受益于产品结构优化，华润啤酒的销量同比上升 0.3% 至 117.15 亿升（雪花啤酒贡献 90% 销量），单价同比上升 2.3%，同时原材料成本下降，综合毛利率上升 2.6 个百分点。

截至 2016 年底，华润啤酒资产总额为

426.30 亿元，总权益为 176.67 亿元；2016 年，华润啤酒实现营业收入 286.94 亿元，剔除已于 2015 年 9 月出售的已终止经营的非啤业务，持续经营业务实现 2.63% 的小幅增长；毛利润同比增长 11.35% 至 96.73 亿元，除税前溢利基本与上年持平，为 17.39 亿元。

（3）食品和饮品

食品业务方面，公司食品相关业务以华润五丰有限公司为经营主体，集食品研发、生产、加工、批发、零售、运输和国际贸易于一体，主要业务包括大米、果蔬、肉食、冷冻食品、进口食品及现代农业产业，同时负责运营华润希望小镇产业发展项目，并在国内开展进口食品的代理及分销业务。公司食品业务区域覆盖中国内地及香港市场，旗下拥有五丰、禾珠、一品国香、利是、田夫、联合康康、喜上喜、黎红、富春、上口爱等多个知名品牌。

饮品业务方面，公司饮品业务主营“怡宝”牌系列饮用纯净水，并于 2010 年通过收购获得永隆加林山矿泉水厂及永隆饮品有限公司，于 2011 年与日本最大的清凉饮料生产企业之一麒麟饮料公司合资以加快非酒精饮料业务的拓展，同时也陆续推出了其他品类饮料。

地产板块

公司地产板块的运营主体为华润置地，其商业模式为“住宅开发+持有物业+增值服务”。截至 2016 年底，华润置地资产 4270.45 亿港元，权益总额 1391.59 亿港元；2016 年，华润置地实现营业收入 1093.28 亿港元，除税前溢利 383.87 亿港元，分别较上年同期（经重列）增长 5.22% 和 17.31%，综合毛利率为 33.74%，相比上年同期的 31.13% 有所提升，主业盈利稳中有升。分板块看，2016 年，华润置地开发物业营业额为港币 987.3 亿港元，同比增长 5.0%，毛利率由上年的 30.0% 提升为 32.2%；投资物业（含酒店经营）租金收入为港币 72.5 亿港元，同比增长 8.5%，毛利率由上年的 59.6% 提升至 60.6%

物业开发方面：2016 年，受整体货币环境宽松、阶段性供需关系紧张、土地价格上涨等

因素影响，前三季度一、二线热点城市房价攀升，四季度由于政策逐步收紧，住宅销售量价趋稳。受益于前三季度的行业积极因素，华润置地于 2016 年实现签约额为人民币 1080.4 亿元，签约面积为 776 万平方米，同比分别增长 26.9% 和 14.8%。截至 2016 年底，华润置地已销售尚未结算的签约额为人民币 993.3 亿元，其中已锁定于 2017 年内结算的开发物业营业额为人民币 546.6 亿元。

物业投资方面：截至 2016 年底，华润置地在营投资物业总建筑面积为 555 万平方米，其中已开业万象城 12 个，五彩城和万象汇 8 个，其他购物中心 2 个；年内开业的酒店包括杭州柏悦酒店、惠州艾美酒店和淄博喜来登酒店。

土地储备方面：2016 年，除从母公司收购资产外，华润置地以总地价人民币 626 亿元（权益地价人民币 472 亿元）增持了 39 宗土地，计容建筑面积 1052 万平方米，其中开发物业 967 万平方米、投资物业 85 万平方米。截至 2016 年底，华润置地土地储备布局于全国 56 个城市，总土储面积为 4485 万平方米，其中开发物业 3808 万平方米、投资物业 677 万平方米，一、二线城市土地储备占比为 75%。

医药板块

公司医药板块运营主体为华润医药，2016 年 10 月在联交所主板上市（代码 03320.HK），目前主要拥有华润三九医药股份有限公司、华润东阿阿胶有限公司、华润双鹤药业股份有限公司等医药资产，在医药制造和流通领域具有很强的市场竞争力。截至 2016 年底，华润医药总资产为 1339.86 亿港元，总权益为 543.02 亿港元；2016 年实现营业收入 1567.05 亿港元，同比增长 6.92%（在人民币口径下的同比增速为 13.9%，增速高于港币口径；其中制药、医药分销与药品零售板块占收益比重分别为 14.28%、83.16% 和 2.50%，收益分别较上年增长 11.2%、14.4% 和 14.2%），同期毛利率和除税前溢利分别为 15.4% 和 80.43 亿港元，两者基本与上年持平。华润医药 2016 年的利润同比增速不及收入

增速，主要在于：一方面，2016年在医保控费的背景下，中国医药流通行业盈利空间受到压缩，另一方面，2016年人民币对港币的持续贬值对华润医药以港币劣势的业绩产生了一定影响。

华润医药三大业务中规模最大的是医药分销业务，得益于对并购项目的推进，分销业务2016年增速也最高：在港币口径下，医药分销业务实现收益1322.96亿港元，同比增长7.4%。2016年度，华润医药通过外延式并购完成在云南、广西、四川、重庆4个中西部空白省市的分销业务布局，截至年末，其医药分销网络已覆盖全国23个省、直辖市及自治区，客户包括二、三级医药4280家，基层医疗机构35865家一级零售药房19306家。

并购方面：除上述分销业务的并购外，华润医药于2016年12月与合肥天麦生物科技发展有限公司（主营胰岛素类产品）订立战略合作协议；子公司华润三九于2016年7月宣布并购昆明圣火药业（集团）有限公司，引进血塞通软胶囊等产品以丰富心脑血管领域产品线，于2017年1月完成收购吉林金复康药业有限公司（主营抗肿瘤药品）65%股权；子公司华润双鹤于2017年1月完成收购海南中化联合制药工业股份有限公司（主营消化道、抗感染及抗肿瘤药品）100%股权。

2017年初，国务院医改办会同国家卫计委等8部门联合印发《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》，同时陆续发布《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》、《全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）》等政策，《规划》提出要“形成1家年销售额超过5000亿元的超大型药品流通企业，药品批发百强企业年销售额占批发市场总额的90%以上”，提高流通市场集中度，减少流通环节。华润医药自2016年10月上市以来，推进多个并购项目，符合政策要求的同时，丰富自身产品组合、完善网络布局、战略性布局生物医药领域、加快产品开发与产业化，以

实现未来的可持续性增长。

其他主要业务

（1）金融

公司金融板块的经营主体主要为华润深国投信托有限公司（下称“华润信托”，公司持股51%）和珠海华润银行股份有限公司（下称“华润银行”，公司持股75.33%）。

截至2016年底，华润信托资产总额184.52亿元，权益总额164.43亿元；2016年实现总收入30.02亿元，其中信托业务收入8.73亿，净利润19.38亿元。截至2016年底，华润信託管理信托资产达8082.30亿元，其中：房地产类信托占3.14%，证券类信托占75.94%，银行类信托占7.23%，其他类信托占13.69%；项目实现平均报酬率0.48%。

截至2016年底，华润银行在珠海市设立总行营业部、横琴分行和48家支行，在深圳市设立1家分行和32家支行，在中山市设立1家分行和6家支行，在佛山市设立1家分行和3家支行，在东莞市设立1家分行和4家支行，在惠州市设立1家分行和1家支行，在广州市设立1家分行，在百色市控股1家村镇银行，在肇庆市控股1家村镇银行。

截至2016年底，华润银行资产总额1377.32亿元（其中发放贷款和垫款净额605.27亿元），总负债1280.13亿元（其中吸收存款余额814.33亿元），所有者权益97.20亿元，不良贷款率为2.28%；2016年度华润银行实现净利润10.33亿元（归属于母公司利润10.27亿元）。

（2）燃气

华润燃气是公司旗下主营中国内地城市燃气业务的主体，是从事下游城市燃气分销业务的大型分销商（包括管道天然气分销及天然气加气站业务及燃气器具销售），业务分布于全国各地，2016年燃气总销量达163亿立方米（同比增长15%），拥有2649万客户（含2630万居民用户和19万工商业用户）。

2016年，受益于国家政策因素推动和天然气价格下调，中国整体天然气消费量增速回升

至 6.6%，高于上年的 5.7%。华润燃气于 2016 年继续进行并购活动并为 15 个城市燃气项目投资或支付 3.91 亿港元，截至年末已宣布或董事会已批准另外 17 个建议投资的城市燃气分销及相关项目（建议投资额为 11.83 亿港元）。

2016 年，受益于中国房地产市场回暖，以及公司致力于旧房接驳的开发、国家持续推动保障性住房建设等政策的影响，华润燃气当年新接驳住宅用户总数同比增长 10% 至 269 万户；但由于全国天然气城市门站价格于 2015 年 11 月下调以及人民币兑港元汇率走低，华润燃气当年实现营业额同比微增 0.3% 至 329.16 亿港元。2016 年，由于燃气价格下降期间单位利润上升导致向工商业用户销售燃气的利润率提升，华润燃气综合毛利率有所提升，实现除税前溢利 61.89 亿港元，同比增长 16.52%。

（3）水泥

根据中国交通运输部统计，2016 年，全国铁路行业固定资产投资 8015 亿元，同比下降 2.7%；公路建设投资 1.8 万亿元，同比增长 7.7%；房地产开发投资额同比增长约 6.9%，增速快于上年；交通运输基础设施和房地产的投资均为水泥需求提供了支撑，当年水泥产量平稳增长。2017 年 1 月，国家质检总局公告注销 680 家水泥企业的工业产品生产许可证；同年 2 月，中国环保部、国家质检总局等部门开展水泥、玻璃行业专业督查，对落后产能进行清理整顿，促进低效产能退出。

公司水泥业务的经营主体为华润水泥。2016 年，华润水泥完成位于广东封开县 1 条熟料生产线（160 万吨）、位于廉江市 1 条熟料生产线（190 万吨）和 2 条水泥粉磨线（200 万吨）、1 座混凝土搅拌站（令混凝土产能增加 60 万立方米）的建设；同时，华润水泥与广东、广西及海南的若干水泥粉磨厂订有加工合作，该等厂房的水泥粉末年产能达 440 万吨。

2016 年，华润水泥实现营业额 256.48 亿港元，同比下降 4.22%，毛利润较上年增长 9.48% 至 70.25 亿港元；由于汇兑亏损的减少以及联

营企业业绩减亏、合营企业盈利，除税前溢利大幅增长 119.26% 至 21.58 亿港元。

股权转让事项

公司及下属子公司中润国内贸易有限公司（下称“中润贸易”，公司持股 100%）于 2017 年 1 月 12 日与深圳市地铁集团有限公司（下称“地铁集团”）签署了《关于万科企业股份有限公司止股权转让协议》（下称“《协议》”），公司和中润贸易拟以协议转让的方式将合计持有的万科企业股份有限公司（下称“万科公司”）16.896 亿股 A 股股份（约占万科公司总股份的 15.31%）转让给地铁集团，转让价格为人民币 371.72 亿元（对应每股价格为人民币 22 元/股），若转让完成，公司和中润贸易将不再持有万科公司的股份。上述股权转让事项经国务院国资委批复后，已于同年 1 月 24 日完成股份过户登记手续，预计 2017 年内完成余下手续。

截至 2016 年底，万科公司资产总额 8306.74 亿元，所有者权益合计 1616.77 亿元，2016 年实现营业收入和净利润分别为 2404.77 亿元和 283.50 亿元，为公司下属联营企业（派遣人员担任其董事会成员，具有重大影响）。公司将持有的万科公司股份通过“长期股权投资”科目核算，公司对其初始投资成本为 36.06 亿元，2016 年底账面余额增至 177.62 亿元，当期按权益法调整的净损益为 30.31 亿元，当期宣告分配股利为 12.17 亿元。

上述股权转让事项可为公司带来较大规模的投资收益和现金对价，公司资本实力进一步增强；同时，长期股权投资及持有收益也会有所回落，但不会对公司整体盈利情况产生重大影响。

九、财务分析

公司 2016 年合并财务报告经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）北京分所审计并出具了标准无保留意见的审计结论。2016 年合并范围变动：新纳入华润金控投资有限公司（持股 100%，注册资本人民币 50 亿元）和华润网

络控股（深圳）有限公司（持股 100%，注册资本人民币 1 亿元），该公司资产规模占公司总规模比例很小，不影响财务数据的可比性。2017 年一季度财务数据未经审计。

截至 2016 年底，公司资产总额 11116.06 亿元，所有者权益 3318.41 亿元（含少数股东权益 1532.60 亿元）；2016 年公司实现营业收入 5034.17 亿元，利润总额 486.16 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 11790.39 亿元，所有者权益 3395.75 亿元（含少数股东权益 1567.09 亿元）；2017 年一季度，公司实现营业收入 1221.08 亿元，利润总额 105.91 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 11116.06 亿元，较上年底增长 10.87%，流动资产和非流动资产分别占 51.84% 和 48.16%，流动资产比重略高，资产结构基本与上年末一致。

截至 2016 年底，公司流动资产为 5762.20 亿元，同比增长 11.50%，构成以货币资金（占 19.01%）和存货（占 38.85%）为主。相比上年底，货币资金略有下降、应收账款和存货均稳定增长，同比变动率分别为-2.62%、17.20% 和 10.05%，其中货币资金以银行存款（占 80.00%）和其他货币资金（占 15.24%，主要为存放于中央银行的法定准备金和银行承兑汇票保证金）为主；预付款项增幅较大，同比增长 89.57%，主要系预付土地使用权；其他流动资产同比增长高达 143.98%，主要源于金融机构理财产品的增长。

截至 2016 年底，公司非流动资产 5353.87 亿元，同比增长 10.21%，构成以长期股权投资（占 14.05%）、投资性房地产（占 11.52%）和固定资产（占 39.32%）等科目为主。相比上年底，固定资产同比增长 5.31%；投资性房地产同比增长 11.29%，主要源于当年购置的房屋及土地使用权；长期股权投资同比增长 15.83%，主要源于对联营企业投资的增加（由 474.38 亿

元增至 579.84 亿元）；其他非流动资产同比增长 90.49% 至 237.60 亿元，主要系金融机构理财产品、应收联营企业款和应收合营企业款。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 11790.39 亿元，较 2016 年底增长 6.07%（流动资产和非流动资产分别增长 8.93% 和 2.99%），其中流动资产和非流动资产分别占 53.24% 和 46.76%，较 2016 年底变化不大。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，资产结构变化不大，资产质量较好，流动性一般。

2. 负债和所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债规模 7797.66 亿元，同比增长 12.04%，流动负债和非流动负债分别占 71.69% 和 28.31%，以流动负债为主，流动负债比重较上年末变化不大。

截至 2016 年底，公司流动负债 5590.02 亿元，同比增长 12.16%，以吸收存款及同业存放（占 16.58%）、应付账款（占 15.92%）和预收款项（占 22.42%）等科目为主。相比上年底，吸收存款及同业存放、预收款项快速增长，同比增幅分别为 12.90% 和 15.75%；短期借款同比增长 11.81% 至 589.90 亿元，主要源于信用借款的增长；其他应付款小幅增长 4.84% 至 732.13 亿元，主要源于商品销售板块（221.11 亿元）、电力板块（160.15 亿元）和房地产板块（110.17 亿元）的应付类款项；其他流动负债大幅增长至 325.55 亿元，主要为发行的代客保本理财资金（47.21 亿元）、短期应付债券（143.88 亿元）和超短期融资券（130.00 亿元）。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 2207.64 亿元，同比增长 11.72%，主要由于应付债券的增长（同比增长 39.19%）；非流动负债以长期借款（占 53.63%）和应付债券（占 38.11%）科目为主。

截至 2017 年 3 月底，公司负债规模为 8394.64 亿元，较上年底增长 7.66%，主要源于流动负债的提升（较上年底增长 11.03%）；流

动负债和非流动负债分别占 73.93% 和 26.07%，相比去年底变动不大。

有息债务方面：截至 2016 年底，公司全部债务为 4385.34 亿元，较去年底增长 11.86%，其中短期债务和长期债务分别占 53.82% 和 46.18%，以短期债务为主，债务期限结构同比变化不大；截至 2017 年 3 月底，全部债务较上年末增长 5.09% 至 4608.70 亿元，短期债务比重有所上升，为 56.51%。整体看，公司有息债务增长平缓，短期债务比重有所提升。

债务指标方面：截至 2016 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较去年底有所上升，分别为 70.15%、56.92% 和 37.90%；截至 2017 年 3 月底，上述三项指标分别为 71.20%、57.58% 和 37.12%，基本与 2016 年底持平。

总体看，公司有息债务水平有所增长，长、短期债务配比均衡，整体债务负担可控。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 3318.41 亿元，同比增长 8.23%，主要源于资本溢价和收购、处置少数股东权益导致的资本公积增加以及利润累积形成的未分配利润增加；其中，归属于母公司的所有者权益为 1785.80 亿元，同比增长 7.86%，主要以实收资本（占 9.22%）、资本公积（占 19.58%）和未分配利润（占 70.72%）等科目为主。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益小幅提升至 3395.75 亿元，较 2016 年底增长 2.33%，其中归属于母公司所有者权益为 1828.67 亿元，较 2016 年底增长 2.40%；所有者权益结构较 2015 年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

3. 盈利能力

在医药、房地产、燃气等板块收入增长的拉动下，2016 年公司营业收入同比增长 4.61% 至 5034.17 亿元，同期的营业成本同比增长

4.77% 至 3626.72 亿元，略高于营业收入增速；营业利润率为 24.76%，与上年持平，主业盈利能力稳健。

2016 年，公司期间费用同比增长 2.30% 至 802.54 亿元，占营业收入的 15.94%，相比上年的 16.30% 略有下降；其中，管理费用和销售费用同比小幅增长，财务费用同比下降 23.17%，主要受益于汇兑损益大幅改善，由上年的 -21.66 亿元增至 6.48 亿元，公司上年由于存量外币负债规模较大而导致汇兑损失金额较高，2016 年以来公司加大境内外人民币融资，调整了融资币种结构，汇兑风险得以缓解。

2016 年，公司资产减值损失为 89.06 亿元，较上年大幅下降 42.77 亿元，主要由于坏账损失²、存货跌价损失以及无形资产、商誉和贷款减值损失均有明显下降；如下表，当期计提的减值损失主要源于固定资产减值损失（计提相对稳定）、可供出售金融资产减值损失（主要由于子公司深国投信托的 4 期信托产品以及企业债-东北特殊钢集团有限责任公司债券陷入流动性危机、出现兑付困难而计提 7.66 亿元减值，华润创业所持的 GNC Holdings Inc. 股票、百度外卖等项目公允价值出现重大下降而计提 5.90 亿元减值，华润金融所持 2 项债权包³由于可回收性难以保证而计提 2.95 亿元）、投资性房地产减值损失（由于三、四线城市房地产行业发展放缓，公司对边缘地区的投资物业评估后确认减值损失）和无形资产减值损失（主要源于采矿权及探矿权的计提）。

表 2 近两年资产减值损失的主要构成（单位：亿元）

科目	2016 年	2015 年
坏账损失	-1.93	8.10
存货跌价损失	1.68	13.37
可供出售金融资产减值损失	14.94	4.51
固定资产减值损失	27.20	29.75
在建工程减值损失	9.03	11.80

² 当期坏账损失为负主要由于当期应收账款坏账准备转回 3.59 亿元以及核销坏账 1.05 亿元。

³ 包括深圳中亿军机械实业有限公司和深圳三九药业有限公司的债权，华润金融对上述 2 项债权全额计提减值准备。

投资性房地产减值损失	12.87	0.00
无形资产减值损失	12.19	20.86
商誉减值损失	5.92	24.12
贷款减值损失	5.39	18.86

资料来源：公司年报附注

非经营性损益方面，2016 年的投资收益和营业外收入分别为 106.41 亿元和 37.66 亿元，同比变动率分别为-32.30%和 48.85%。其中，投资收益主要包含按权益法确认收益 43.58 亿元、处置长期股权投资收益 43.19 亿元和可供出售金融资产收益 12.74 亿元，同比下降主要是由于按权益法确认收益较上年下降约 40 亿元（主要由于 2016 年，联营企业国信证券利润下降以及新投资企业华润凤凰医疗控股有限公司发生亏损⁴）；营业外收入主要系冲回“上年确认的深国投信托预计负债⁵”6.35 亿元以及获得的政府补助 15.79 亿元；2016 年发生营业外支出 14.17 亿元，主要为计提的预计负债 5.17 亿元及处置非流动资产净损失 5.99 亿元。

2016 年，公司利润总额和净利润分别为 486.16 亿元和 340.60 亿元，同比分别增长 10.28%和 13.79%。从盈利指标来看，2016 年总资产收益率和净资产收益率分别为 5.59%和 10.26%，分别较上年上升 0.18 和 0.50 个百分点。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 1221.08 亿元，较上年同期略有提升，为 2016 年全年水平的 24.26%；实现利润总额 105.91 亿元，较上年同期有一定增长，为 2016 年全年水平的 21.79%；营业利润率为 21.98%，较 2016

⁴ 公司间接持有华润凤凰医疗控股有限公司（下称“凤凰医疗”）35.70%股权。截至 2016 年底，凤凰医疗资产总额 64.48 亿元，净资产 53.58 亿元；2016 年营业收入和净利润 15.32 亿元和-14.99 亿元。

⁵ 深国投信托于 2015 年 5 月与深圳市融通资本财富管理有限公司（简称“融通资本”）签订流动性支持合同，承诺为保障融通资本持有的“兴城二十一号定向资管计划”（用于唐山博志平改基金集合信托计划）对应的本金和预期固定收益能够实现提供流动性支持。据深国投信托测算，履行上述承诺很可能导致经济利益流出，因此确认预计负债 8.81 亿元。其中，深国投信托于 2015 年确认营业外支出 15.16 亿元；2016 年由于新增恒大地产对唐山博志项目下深国投信托的债权提供不可撤销连带责任保证担保，项目已复工，部分房屋开始销售，2016 年转回预计负债 6.35 亿元（计入营业外收入）。

年有所下降。

跟踪期内，公司收入和利润规模持续增长，整体盈利能力稳定在较强水平。

4. 现金流及保障

经营活动方面：2016 年，公司经营活动现金流入（5382.33 亿元）以销售商品、提供劳务收到的现金（5040.45 亿元）为主；经营活动现金流出（4830.16 亿元）以购买商品、接受劳务支付的现金（3678.46 亿元）为主；经营活动现金流净额为 552.17 亿元，同比小幅下降 7.83%，经营活动现金流入规模大，获现能力强。2016 年，公司现金收入比为 100.12%，较上年的 101.32%略有下降，收入实现质量较好。

投资活动方面：2016 年，由于公司处置股权投资以及理财产品产生的投资现金流入同比有较大幅度的增长，投资活动现金流入同比增长 78.65%至 1076.10 亿元；公司收购活动规模大幅增长，当期投资支付的现金为 1236.95 亿元，投资活动现金流出为 1755.51 亿元，同比增长 114.02%，增速高于投资现金流入增速；投资活动产生的现金流量净额为-679.42 亿元，投资活动资金缺口相比上年的-217.91 亿元有明显的扩大。

2016 年，公司经营现金流量净额未能完全覆盖投资活动的资金缺口，有一定对外融资需求；当期筹资活动现金流量净额为 110.58 亿元（2015 年为-296.75 亿元），主要由于发行债券及吸收投资获得的现金增加。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入和现金净流量分别为 1272.19 亿元和-100.00 亿元，现金收入比进一步升至 101.93%；投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-63.04 亿元和 196.63 亿元。

跟踪期内，公司持续保持大规模经营活动现金流入量，经营活动获现能力强且稳定；由于收购活动支出较大，存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率

分别为 103.08% 和 63.03%，较上年底变化不大；经营现金流动负债比为 9.88%，较上年减少 2.14 个百分点。考虑到公司负债中无需实际偿付的预收款项规模较大，现金类资产较充裕，公司短期偿债能力强。

2016 年，公司 EBITDA 为 791.42 亿元，较上年增长 10.00%；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 6.74 倍和 5.54 倍，公司 EBITDA 对有息债务本息的保障能力较强，公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年底，公司对外担保总额 286.27 亿元，担保比率为 8.63%；其中，为华润集团的联营公司提供借款担保 3.40 亿元，为中国华润银行担保提供反担保 40.00 亿元，为其他公司或个人提供担保 218.30 亿元（主要系华润置地为其购买其物业的购买方提供银行贷款担保 218.30 亿元，2015 年末为 232.98 亿元）。

截至 2017 年 3 月底，公司本部共获得银行授信总额为 350.8 亿元，尚未使用额度为 238.8 亿元，间接融资渠道畅通。公司下属多家子公司为上市公司，直接融资渠道通畅。

6. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业信用报告（银行版）》，截至 2017 年 5 月 3 日，公司本部不存在未结清的不良类及关注类贷款信息记录。公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于公司股东背景、核心业务的行业地位和竞争优势、以及良好的财务状况等，联合资信认为，公司的综合抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

目前，公司存续期内中期票据为“11 华润 MTN1”、“15 华润 MTN001”、“16 华润 MTN001”、“16 华润 MTN002”，发行额度 220 亿元；公司债为“08 华润债 01”、“08 华润债 02”、“09 华润债 01”和“09 华润债 02”，发行额度合计 135 亿元，兑付时间较分散（如下表），

降低了集中偿付压力。

表 3 公司存续债券兑付年份的分布情况（单位：亿元）

年份	2018 年	2019 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
金额	60	90	110	50	25	20

资料来源：公司年报附注

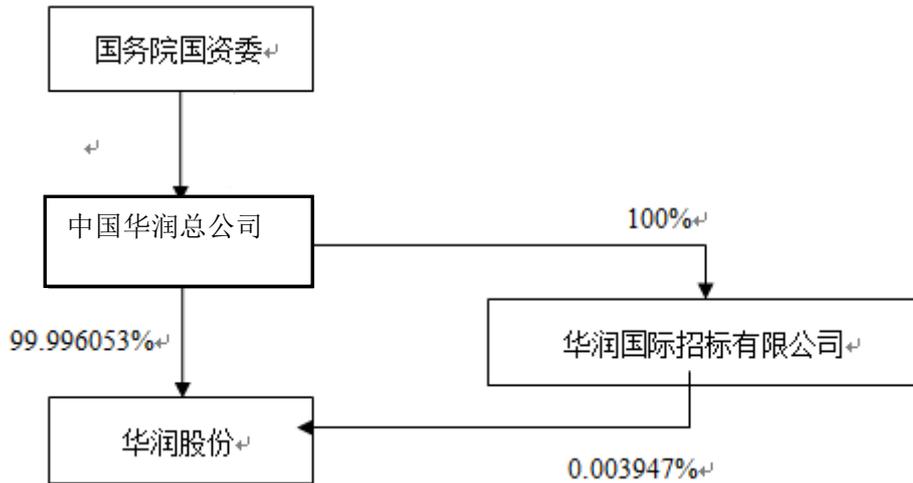
注：上表中未包含 2016 年发行的 2 期超短期融资券，该 2 期超短期融资券均于 2017 年到期。

2016 年，公司 EBITDA、经营活动现金流量和经营性现金流净额分别为上述债券发行额的 2.23 倍、15.16 倍和 1.56 倍。公司的经营活动现金流和 EBITDA 对其保障能力很强。

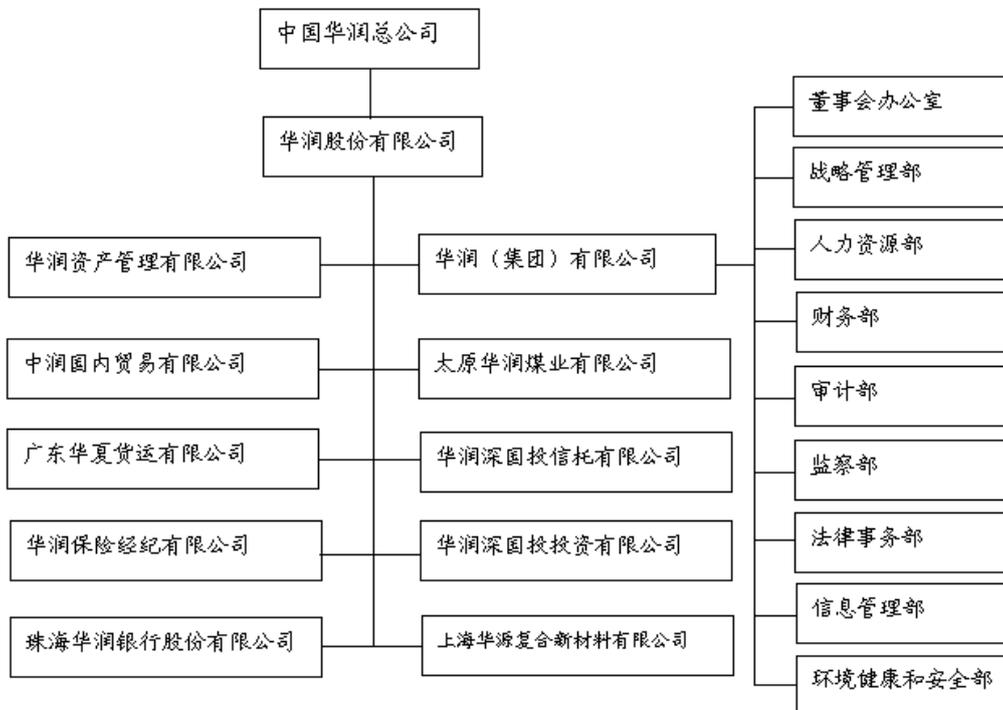
十一、结论

综合上述分析，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“08 华润债 01”、“08 华润债 02”、“09 华润债 01”、“09 华润债 02”、“11 华润 MTN1”、“15 华润 MTN001”、“16 华润 MTN001”、“16 华润 MTN002” AAA 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1038.89	1066.11	1066.42	1212.15
资产总额(亿元)	9369.85	10026.12	11116.06	11790.39
所有者权益(亿元)	2804.33	3066.17	3318.41	3395.75
短期债务(亿元)	1838.46	2109.83	2360.08	2604.31
长期债务(亿元)	1986.73	1825.08	2025.27	2004.38
全部债务(亿元)	3825.19	3934.92	4385.34	4608.70
营业收入(亿元)	4614.12	4812.29	5034.17	1221.08
利润总额(亿元)	379.22	440.85	486.16	105.91
EBITDA(亿元)	610.90	719.50	791.42	--
经营性净现金流(亿元)	299.48	599.06	552.17	-100.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.65	9.40	8.67	--
存货周转次数(次)	1.88	1.75	1.70	--
总资产周转次数(次)	0.52	0.50	0.48	--
现金收入比(%)	100.01	101.32	100.12	101.93
营业利润率(%)	24.10	24.77	24.76	21.98
总资本收益率(%)	4.97	5.41	5.59	--
净资产收益率(%)	9.10	9.76	10.26	--
长期债务资本化比率(%)	41.47	37.31	37.90	37.12
全部债务资本化比率(%)	57.70	56.20	56.92	57.58
资产负债率(%)	70.07	69.42	70.15	71.20
流动比率(%)	109.21	103.69	103.08	101.13
速动比率(%)	65.75	62.87	63.03	64.53
经营现金流流动负债比(%)	6.76	12.02	9.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.08	6.64	6.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	5.47	5.54	--

注：1.2017 年一季度财务报表未经审计；

2.划分为持有待售的负债中的短期借款已计入短期债务和全部债务；

3.2014-2016 年现金类资产已剔除使用受限部分。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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-营业税金及附加)/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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期() 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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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：

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

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。