

信用等级公告

联合[2018] 606 号

联合资信评估有限公司通过对华润股份有限公司及其拟发行的 2018 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

华润股份有限公司
主体长期信用等级为
AAA

华润股份有限公司
2018 年度第一期中期票据信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年四月十二日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

华润股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：20 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次性偿还本金

发行目的：补充营运资金

评级时间：2018 年 4 月 12 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	1038.89	1066.11	1066.42	1379.80
资产总额(亿元)	9369.85	10026.12	11116.06	12205.57
所有者权益(亿元)	2804.33	3066.17	3318.41	3548.93
短期债务(亿元)	1838.46	2109.83	2360.08	2556.86
长期债务(亿元)	1986.73	1825.08	2025.27	2121.94
全部债务(亿元)	3825.19	3934.92	4385.34	4678.80
营业收入(亿元)	4614.12	4812.29	5034.17	3840.25
利润总额(亿元)	379.22	440.85	486.16	427.38
EBITDA(亿元)	610.90	719.50	791.42	--
经营性净现金流(亿元)	299.48	599.06	552.17	112.72
营业利润率(%)	24.10	24.77	24.76	23.28
净资产收益率(%)	9.10	9.76	10.26	--
资产负债率(%)	70.07	69.42	70.15	70.92
全部债务资本化比率(%)	57.70	56.20	56.92	56.87
流动比率(%)	109.21	103.69	103.08	103.18
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：2017 年三季度财务数据未经审计；2014~2016 年现金类资产已扣除受限部分；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务；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；长期应付款中的有息债务已计入长期债务。

分析师

贺苏凝 刘祎烜

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

华润股份有限公司（下称“公司”）是以消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融七大战略业务单元为主业的国有大型集团企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其多元化运营模式成熟、核心业务经营较稳定、行业地位突出、规模优势明显等优势。同时，联合资信也关注到传统零售业受网络销售冲击、房地产政策调控影响的不确定性仍可能对公司相关业务经营和整体战略规划的实施带来不利影响。

目前，公司对各大运营板块制定了清晰的发展战略，未来随着各项业务的稳步推进，公司竞争实力有望进一步加强。同时多元化的产业布局有助于平滑单一产业的市场风险，公司整体抗风险能力强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据无担保，基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合分析，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是多元化经营的大型国有集团企业，旗下子公司形成了以消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融七大战略业务单元，拥有华润万家、苏果、Olé、Vango、雪花啤酒、怡宝纯净水、中艺、华润堂、Pacific Coffee、999、东阿阿胶等多个著名消费品牌，整体规模优势明显。
2. 公司资产规模大且持续增长，近年来营业收入和利润规模不断攀升，盈利能力稳健。
3. 公司 EBITDA 及经营活动现金流净额对本期中期票据的保障程度高。

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，房地产调控政策的影响仍具不确定性，对公司相应子板块的经营形成一定压力。
2. 公司多元化发展的业务模式对自身的管理能力要求很高，近年来完成多笔并购，可能导致短期内管理成本的上升。
3. 公司地产类存货金额较大，对资产流动性有一定影响。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

华润股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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，由中国华润有限公司¹（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，占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9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。

公司业务范围涉及消费品及医药、能源、房地产及金融、水泥等行业。经营范围包括：对金融、保险、能源、交通、电力、通讯、仓储运输、食品饮料生产企业的投资；对商业零售企业（含连锁超市）、民用建筑工程的投资与管理；石油化工、轻纺织品、建筑材料产品的生产；电子及机电产品的加工、生产、销售；物业管理；民用建筑工程的外装修及室内

装修；技术交流。公司下设职能部门由董事会办公室、战略管理部、人力资源部、财务部、审计部、监察部、法律事务部、信息管理部、环境健康、安全部和群众工作部等10个部室组成。

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9月底，公司（合并）资产总额为12205.57亿元，所有者权益合计为3548.93亿元（其中少数股东权益1672.47亿元）；2017年1~9月，公司实现营业收入3840.25亿元，利润总额427.38亿元。

公司地址：深圳市南山区滨海大道3001号深圳湾体育中心体育场三楼；法定代表人：傅育宁。

二、本期中期票据概况

公司于2016年完成DFI注册（中市协注【2016】DFI49号），注册额度为999亿元，本期拟发行2018年度第一期中期票据（下称“本期中期票据”），发行额度20亿元，期限5年，偿还方式为按年付息、到期一次偿还本金，募集资金将用于补充营运资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，

¹ 中国华润有限公司原名中国华润总公司，后完成公司改制并更为现名（截至2017年12月29日完成工商变更），改制后成为国务院国资委100%持股的有限责任公司。

同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

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

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

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全

国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

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

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

2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

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

四、行业分析

1. 零售行业

2016年以来，商品零售额增长缓中趋稳，限额以上大中型法人企业销售额增长加快。根据《2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年，全年社会消费品零售总额332316亿元，比上年增长10.4%，增速较上年放缓0.3个百分点；扣除价格因素，实际增长9.6%，增速较上年放缓1.0个百分点。按消费类型统计，商品零售额296518亿元，增长10.4%；餐饮收入35799亿元，比上年增长10.8%。2016年下半年，7、9、11、12月，全国百家重点大型零售企业零售额同比为正增长，其中9、11、12月增速高于上年同期，12月增速高达7%，可见呈现回稳态势。

图1 2010~2016年中国商品零售额及增速变动情况



资料来源：Wind 资讯

2017年上半年，中国零售行业持续向好，全国社会消费品零售总额17.2万亿元，同比增长10.4%，增速较去年同期回升0.1个百分点，比一季度提高0.4个百分点。连锁零售销售增长平稳，增速有所加快。据商务部统计，上半年国内2300家零售重点企业销售额同比增长4.1%，增速比上年同期提高3.3个百分点，零售企业营业利润和利润总额同比分别增长7.6%和6.6%，较去年同期分别提高7.8个百分点和14.3个百分点，增速回暖态势凸显。

网络零售作为中国零售行业发展中的强劲动力，近年来一直保持中高速增长，2016年中国网络零售交易总额达5.16万亿，同比增长

26.2%，但增速比上年下滑7.1个百分点；其中网上商品零售额41944亿元，增长25.6%，占社会消费品零售总额比重的12.6%。网络零售已逐渐进入平稳增长成熟阶段，企业竞争从增量扩张转入存量开发，发展质量、服务水平和购物体验全面提高。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2016年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降0.5%，降幅相比上年扩大了0.4个百分点，也是自2012年以来增速连续第五年下降。中国连锁经营协会“2016年行业基本情况及连锁百强调查”结果显示，2016年连锁百强销售规模2.1万亿元，同比增长3.5%；门店总数11.4万余个，同比增长5.9%。数据显示，百强销售增幅持续下降，小型店铺销售、门店双增长，国有企业面临较大压力；通过关闭低效门店，减员增效，改进商品经营，创新服务，百强企业运营质量逐步改善，租金支出总额同比下降0.5%，总用工人数下降5%。2016年，百强企业净利润率约为2.4%，比上年提高0.5个百分点。

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。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。目前零售行业正呈现出多种竞争模式的逐步升级，包括业态融合、完善供应链体系、线上线下融合等。

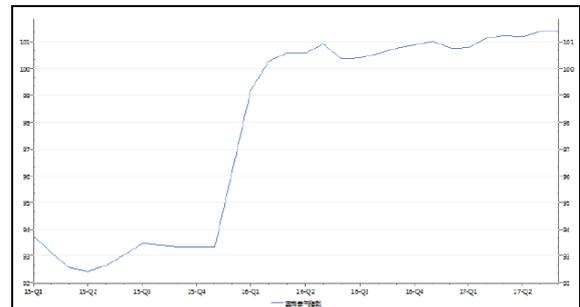
整体来看，2017年国民经济运行稳中向好，零售行业回暖凸显，预计全年社会消费品零售总额增速仍将保持在10%左右，比同期GDP增速高出3~4个百分点；商品结构将进一步优化，新零售经营模式不断试错完善，网络零售增速仍将保持领先。对比发达国家，目前中国零售行业经济增加值占GDP的比重仍处于较低水平，零售行业对中国经济增长的贡献仍有较大提高空间。从长期来看，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，中国零售行业将会呈现稳定良好的发展态势。

2. 房地产行业

(1) 行业概况

2016年上半年，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016年9月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图2 2015年以来国房景气指数（频率：月）



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%。2017年1~9月，全国房地产开发投资8.06万亿元，同比增长8.10%；其中住宅投资5.51万亿元，同比增长10.40%。全国房屋施工面积73.81亿平方米，同比增长3.10%；新开工面积13.10亿平方米，同比增长6.80%，其中住宅9.41亿平方米，同比增长11.10%；竣工面积5.77亿平方米，同比增长1.00%。从增速上看，房地产开发投资在2017年一季度迎来小高峰后增速持续回落，一线城市尤为明显。而新开工和施工面积增速相较2016年同期也有显著回落。

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，受“因城施策、分类调控”基调政策影响，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%。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。2017年1~9月，全国商品房销售面积为11.60亿平方米，同比增长10.30%，其中住宅销售面积10.01亿平方米，同比增长10.30%；商品房销售额9.19万亿元，同比增长14.60%，其中住宅销售额7.64万亿元，同比增长11.40%。价格方面，2017年1~9月，国家统计局70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增速逐月下降，2017年6月为5.70%。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

住房和城乡建设部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。未来一段时间内，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量有望稳步增加，为前

期审慎拿地企业提供一定空间；但同时多元化的土拍政策，也对房地产企业的项目前期策划、后期运营和资金运作能力提出了更高的要求。收并购、特色小镇等非市场化拿地手段以及联合体拿地方式逐渐成为房地产拿地竞争力的重要体现，也使得房地产企业面临更多的法律、财务和运营风险。

（2）行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

（3）行业政策

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至11月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议提到要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况出现增幅回落，三四线城市对地产市场销售形成支撑。随着三四线城市库存压力减轻，后续市场热度或有所下降，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

3. 发电行业

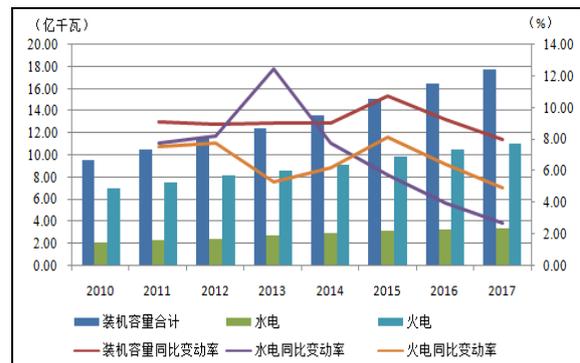
(1) 行业概况

2006~2017年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2017年中国电源基本建设投资合计完成2700亿元，同比下降20.8%。其中火电完成投资740亿元，同比下降33.9%；水电完成投资618亿元，同比增长0.1%；核电完成投资395亿元，同比下

降21.6%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5315亿元，同比下降2.2%。整体看，2017年中国电源及电网投资有所缩减，火电装机投资下降快。

2006年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在8.0%左右，清洁能源装机占比延续增长态势。截至2017年底，中国全口径发电设备装机容量17.77亿千瓦，同比增长7.6%。其中火电装机11.06亿千瓦，同比增长4.3%；可再生能源发电装机达到6.5亿千瓦，同比增长14%。包括水电装机3.41亿千瓦（全国水电新增装机约900万千瓦，主要集中在四川、江苏和云南）、风电装机1.64亿千瓦（全国风电新增装机1503万千瓦，主要集中在中东部和南部地区，截至2017年底，风电装机中“三北”地区占比74.4%）、光伏发电装机1.30亿千瓦（全国光伏新增装机5306万千瓦，其中，集中电站3362万千瓦，同比增加11%；分布式电站1944万千瓦，同比增长3.7倍）和生物质发电装机1488万千瓦（新增装机274万千瓦），分别同比增长2.7%，10.5%，68.7%和22.6%。可再生能源发电装机约占全部电力装机的36.6%，同比上升2.1个百分点，整体看，中国电力装机规模持续增长，可再生能源的清洁能源替代作用日益突显。

图3 近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：国家能源局，联合资信整理

2017年，中国全口径发电设备发电量63093万千瓦时，同比增长2.6%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3786小时，同比下降11小时。2017年全社会用电量63077亿千

瓦时，同比增长 6.6%。分产业看，第一产业用电量 1155 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业用电量 44413 亿千瓦时，同比增长 5.5%；第三产业用电量 8814 亿千瓦时，同比增长 10.7%；城乡居民生活用电量 8695 亿千瓦时，同比增长 7.8%。

整体看，中国电源及电网建设投资有所放缓，电力装机容量持续提高，可再生能源装机占比进一步提高。同期，发电机组整体平均利用小时数较为稳定，清洁能源发电效率有所提高，限电率有所下降。

(2) 行业关注

煤电电价调整

受前期煤炭价格持续下跌以及煤电价格联动影响，国家发改委多次出台相关政策下调标杆上网电价，在电价管控的前提下，煤炭价格于 2016 年下半年快速回升，造成了电力企业严重的成本压力。

可再生能源电价下调

2016 年 12 月 26 日，发改委发布了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》，提出根据当前新能源产业技术进步和成本降低情况，降低 2018 年 1 月 1 日之后新核准建设的陆上风电标杆上网电价，届时四类风电资源区上网电价将分别为 0.40 元/千瓦时、0.45 元/千瓦时、0.49 元/千瓦时和 0.57 元/千瓦时。

2017 年 12 月 22 日，国家发改委发布《2018 年光伏发电项目价格政策的通知》，提出 2018 年 1 月 1 日之后投运于三类资源区的光伏电站，标杆电价分别降低至每千瓦时 0.55 元、0.65 元和 0.75 元；2018 年 1 月 1 日之后投运的分布式光伏发电，对“自发自用、余电上网”模式，全电量补贴标准降低为每千瓦时 0.37 元；同时政策中明确“自 2019 年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价”，这意味着以往“630 抢装潮”在 2019 年将不再适用，但年底会再次出现抢装。

限电问题

近年来，发电机组装机容量持续增长，但受限于下游用电需求波动及电网建设尚不完善，部分发电企业机组经营效率受到限制。对此，国家陆续出台相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。2017 年 11 月，国家发改委、国家能源局发布了《解决弃水弃风弃光问题实施方案》，提出实行可再生能源电力配额制、落实可再生能源优先发电制度、推进可再生能源电力参与市场化交易、提升可再生能源电力输送水平、推行自备电厂参与可再生能源电力消纳等一系列建设方案。

4. 医药行业

(1) 医药工业

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。国家统计局公布的数据显示，2016 年中国医药工业规模以上企业实现主营业务收入 29635.86 亿元，同比增长 9.92%，全年利润总额 3216.43 亿元，同比增长 15.57%。2017 年 1~9 月，医药工业规模以上企业实现主营业务收入 22936.45 亿元，同比增长 11.70%，增速较上年同期提高 1.61 个百分点；实现利润总额 2557.26 亿元，同比增长 17.54%，增速较上年同期提高 1.90 个百分点。2017 年 1~9 月，规模以上医药工业主营收入利润率为 11.15%，较上年同期提升 0.69 个百分点，高于全国工业整体水平 4.98 个百分点。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段，医保控费对行业增长的边际冲击已有所减缓，在需求端的刺激下，2016年起行业开始企稳回升；但从各子行业增速波动情况来看，行业开始表现出由总量增长向结构性增长转变，行业分化趋势愈加明显。

(2) 医药商业

2010年以来，中国药品流通行业增速放缓。根据商务部发布的《2016年药品流通行业运行统计分析报告》，2016年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。商务部药品流通统计系统数据显示，全国七大类医药商品销售总额18393亿元，扣除不可比因素同比增长10.4%，增速较上年上升0.2个百分点。其中，药品零售市场3679亿元，扣除不可比因素同比增长9.5%，增速同比上升0.9个百分点。行业经过近20年的扩容发展和内部激烈竞争，集中度得到一定提升，逐渐形成全国性和区域性垄断结合的竞争格局。

2016年，全国药品流通直报企业主营业务收入13994亿元，扣除不可比因素同比增长11.6%，增速同比上升0.7个百分点；利润总额322亿元，扣除不可比因素同比增长10.9%，增速同比上升0.3个百分点；平均毛利率7.0%，同比上升0.1个百分点；平均费用率5.2%，同比下降0.2个百分点；平均利润率1.8%，同比上升0.1个百分点；净利润率1.5%，同比上升0.1个百分点。

(3) 行业关注

行业集中度低，兼并重组步伐加快

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在20世纪80年代初期只有800余家，截至2017年6月底已接近7600家，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头400~500亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企

业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品产能过剩。总体看，医药制造行业也面临“去产能”和“调结构”，近年来，行业内监管趋严，政策调控力度加大，行业内资源不断向优势企业集中。为实现规模化生产、获得优势品种、拓宽销售网络，整合并购将成为提高行业集中度的重要手段。同时，企业在兼并重组过程中存在一定整合风险和商誉减值风险，一旦整合不达预期，交易发生计提商誉减值事件。

研发能力不足，政策加速企业分化

药品的研发周期长、风险高、投资大。据统计，2016年全球医药研发投入达1454亿美元，2012年到2016年的年复合增长率为2.4%。中国医药行业研发起步较晚，发展初期技术能力不足，研发投入较少，目前处于以仿制为主到仿创结合的阶段，仿制药比例高达96%，新药研究开发能力较弱。中国药企在研发方面的匮乏主要由于缺乏创新药物的研发能力和完整的开发链，产品重复申报情况突出，导致企业同质化现象严重，处于无序竞争状态，企业利润空间有限，难以投入高额资金用于新药研发。

药品降价

2014年起，随着各省份基药招标开始，全国基药招标围绕着“降价”这一主旋律推进。广东、福建、重庆等省份都采用“最低价”的中标规则，吉林、湖南等地降价也是主要趋势，新版基药目录实施以来，新进目录基药价格均有一定降幅，个别省份创出历史新低。2014年11月25日，国家发改委下发《推进药品价格改革方案（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），欲取消药品最高零售限价，通过医保控费和招标采购，由市场竞争形成药品价格。

从长期看，中国将着手从体制上解决药品价格虚高的问题，并进行了积极探索，预计未来药品价格将呈现下行趋势，对一些价格高昂的专利药和独家品种，预计价格将有较大降幅。

(4) 未来发展

总体看，未来医药制造行业仍将保持稳定增长的态势，政府对医疗事业投入的加大及对

部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求，同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。从中期看，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年9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。

公司控股股东中国华润是隶属于国务院国

资委的国有独资企业，公司实际控制人是国务院国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司作为实行多元化经营的国有大型集团企业，拥有11家控股子公司，形成了以消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融七大战略业务单元，拥有华润万家、苏果、Ole、Vango、雪花啤酒、怡宝纯净水、中艺、华润堂、Pacific Coffee、999、东阿阿胶等多个著名消费品牌，具有跨地区、跨行业、利用多种资源进行快速整合的能力。

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）、华润置地有限公司（下称“华润置地”，股票代码01109.HK）、华润啤酒（控股）有限公司（下称“华润啤酒”，股票代码00291.HK）、华润医药集团有限公司（下称“华润医药”，股票代码03320.HK，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）、华润水泥控股有限公司（华润水泥，股票代码01313.HK）等多家上市公司。

表1 截至2016年底公司旗下主要上市板块概况（单位：%、亿港元）

	持股比例	资产总额	所有者权益	2016年营业额	2016年除税前溢利
华润电力	62.98	2001.11	745.65	662.13	130.42
华润置地	61.27	4270.45	1391.59	1093.28	383.87
华润啤酒	51.67	476.57	197.50	320.78	19.44
华润医药	53.04	1339.86	543.02	1567.05	80.43
华润燃气	63.30	596.75	237.05	329.16	61.89
华润水泥	73.35	521.57	262.52	256.47	21.58

资料来源：上市公司2016年年报

注：上表中对华润电力的持股比例是公司通过华润集团和华润集团（电力）有限公司合计持有股权的比重；对华润置地的持股比例是公司通过华润集团下属全资子公司CRH（Land）Limited和Commotra Company Limited合计持有股权的比重。

经过不断调整和优化主业结构，并辅以外延式并购，公司多元化经营体系日益清晰，整体规模优势明显，抗风险能力强。

3. 人员素质

公司设股东大会、董事会和监事会，董事

会设有董事8名（包括总经理1名），监事会设有监事3名。公司董事、监事及高级管理人员的设置符合《中华人民共和国公司法》等相关法律、法规以及公司章程的有关规定。

傅育宁为公司董事长及总经理，华润集团

董事长及华润医药董事局主席及非执行董事。为第十二届全国政协委员，亚太经济合作组织中国工商理事会理事兼理事会副主席、香港特区政府经济发展委员会委员、香港中国企业协会名誉会长及香港总商会理事会理事。曾任招商局国际有限公司董事长、招商局集团有限公司董事长、招商银行股份有限公司董事长、嘉德置地有限公司及利丰有限公司之独立非执行董事等职。毕业于中国大连理工学院，于1986年获得英国布鲁诺尔大学海洋工程力学博士学位，其后曾在该校从事博士后的研究工作

罗熹为公司董事，华润集团副董事长及总经理。罗先生曾任中国农业银行股份有限公司执行董事及副行长、中国农业银行行长助理、中国工商银行股份有限公司执行董事及副行长、中国出口信用保险公司总经理，毕业于中国人民银行研究生部，获经济学硕士学位。

王印为公司董事，华润集团副董事长。王先生曾任职于中国对外经济贸易合作部（现称商务部），持有中国山东大学经济学学士学位及美国旧金山大学工商管理硕士学位。

整体而言，公司高级管理人员具有丰富的管理经验。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》制定《公司章程》，制定相关的配套制度，规范董事会、监事会的议事规则和程序，明确董事会、董事长及总经理的各级职权。董事长是公司的法定代表人。

公司设董事会，是公司经营管理的最高决策机构。董事会由8名董事组成，董事长1人，总经理1人，外部董事4人。董事长由全体董事过半数选举产生和罢免，公司设一名总经理。

公司监事会成员为3人。

2. 内部管理

公司在多元化发展过程中，为实现资源合理配置和发挥不同业务间的战略协同功能，在

1993年引入了包含利润中心业务战略体系、利润中心管理报告体系、利润中心预算体系、利润中心评价体系、利润中心审计体系以及利润中心经理人考核体系在内的6S管控体系，并围绕6S体系制定了投资、财务、审计、人力资源等一系列战略管理制度。

财务管理方面，公司建立了以价值创造为核心的5C价值型财务管理制度，公司统一制定财务管理制度，各利润中心在不抵触公司财务制度的情况下，可根据利润中心的实际情况进行细化和修订。

投资管理方面，公司为了实施总体战略、行业战略及利润中心竞争战略，从而达到合理配置资源，优化资产结构，做大做强主业的目的，制定了公司投资管理体制，促进了投资决策的程序化、科学化，保证公司的可持续发展。投资管理制度对公司投资项目选择、可行性研究、项目评估、项目批准、项目管理都做出了明确规定。公司重大投资项目的决策权在公司董事会，如投资项目的投资指标不能达到公司规定标准，董事会将不予批准。

内部资金管理方面，公司建立了对库存现金、银行关系管理、银行户口及存款、银行付款、对外融资、内部存贷、项目付款、担保及金融市场投资等方面的资金管理制度，并统一纳入集团资金管理体系，资金管理模式分为集团总部资金中心及各上市公司资金中心进行管理。公司实行资金集中管理政策，除资金归集外，公司内部关联企业之间的资金往来，需经过相应内部审批程序，并明确往来双方的权利义务。

对外担保管理方面，公司建立了严格的对外担保管理制度，原则上严禁各级公司为公司之外的公司（非由公司及其附属公司拥有股权的公司）提供任何形式的担保，公司及下属公司对非全资公司提供担保，担保比例不得超过所持股比例。

子公司管理方面，公司在战略管理、财务管理、人力资源管理、审计管理、信息化管理、

法律事务管理和后勤管理等多个管理制度方面均涉及了对子公司的管理要求。如资金管理方面对属下全资及附属公司融资活动实施集中管理，公司财务部统一负责本部、全资及附属公司外部融资活动的组织和实施以及对公司内部融资的审核和报批；投资管理方面公司总部设立了重大投资项目会商制度，负责重大投资项目的评审工作，各下属公司重大投资项目均需报公司会商通过。

综上所述，公司治理结构健全，整体管理风险低。

七、经营分析

1. 经营概况

公司经营业务涉及消费品及医药、能源、房地产及金融、水泥等行业。2014~2016年，公

司营业收入以年均4.45%的速度稳步增长，2016年为5034.17亿元；其中，消费品及医药、能源、房地产及金融、水泥板块实现收入合计占2016年营业收入的97.64%，为公司的核心收入来源，前三大板块收入近年保持了良好的增长，年均增速分别为8.72%、4.49%和14.17%，仅水泥板块收入有所波动（年均复合变动率为-7.45%），主要由于2015年固定资产投资增速放缓、下游需求疲软导致产品价格下滑，造成行业收入与利润出现不同程度回落。2017年前三季度，公司实现营业收入3840.25亿元，同比增长7.66%，维持平稳增长态势。

2014~2017年前三季度，公司综合毛利率分别为27.00%、28.08%、27.95%和25.70%，整体看，主业盈利能力稳定。

表 2 2014~2017 年前三季度公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-9 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
消费品及医药	2373	51.43	20.90	2657	55.22	23.43	2805	55.72	20.96	2280	59.37	20.91
能源	785	17.01	21.15	812	16.88	27.22	857	17.03	31.97	693	18.04	25.16
房地产及金融	791	17.14	34.01	977	20.30	34.65	1031	20.49	30.16	545	14.18	32.32
水泥	258	5.59	31.40	210	4.36	23.97	221	4.40	27.60	177	4.61	29.56
微电子	43	0.93	16.28	42	0.87	16.00	44	0.88	15.91	37	0.98	18.60
纺织	39	0.85	10.26	33	0.68	9.76	35	0.69	8.57	26	0.68	10.00
化工	137	2.97	3.65	96	1.99	5.26	101	2.01	6.93	101	2.63	5.17
其他	189	4.10	--	-15	-0.31	--	-61	-1.22	--	-19	-0.50	--
合计	4614	100.00	27.00	4812	100.00	28.08	5034	100.00	27.95	3840	100.00	25.70

资料来源：公司提供

注：其他板块包含内部抵消项，故该项可能是负数。

2. 业务经营

（1）消费品及医药

公司消费品及医药业务主要集中在下属子公司华润创业有限公司（下称“华润创业”，持股 100%）和华润医药。

零售业务

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、Pacific coffee等多个品牌，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。

从各零售业态看，公司大卖场业态营业面积一般为8000~15000平方米，经营2~3万种商品，满足一站式购物和休闲、交流消费需求；标准超市业态营业面积一般为500~800平方米，主要为社区消费者提供便利、快捷、亲民、新

鲜的服务；VANGO便利店24小时服务，营业面积为30~120平方米，主要满足时尚快捷消费需求；Ole'营业面积为4000~6000平方米，旨在为都市生活创造的体验式超市，高档消费群体，进口商品占比70%以上；欢乐颂经营面积8~10万平方米，以所在的区域家庭消费者为主要服务对象，为消费者带来“一站式消费”和“快乐消费”的双重体验。

从采购模式看，公司零售业务主要采用购销、代销、联营、租赁等方式；物流配送模式包括配送、直通，此外还有供应商直送门店。

啤酒业务

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），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）有限公司所持华润雪花啤酒有限公司（下称“雪花啤酒”，成立于1994年）49%的股权，该收购于同年10月11日完成，至此雪花啤酒成为华润啤酒的全资子公司。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。

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（雪花啤酒贡献约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。

根据2018年3月21日所披露业绩：华润啤酒2017年营业额同比增长3.62%至297.32亿元，除税前溢利同比增长4.43%增至18.16亿元，啤酒销量同比增长0.9%至约118.19亿升（雪花啤酒贡献约90%销量），整体中高档啤酒销量保持增长，使得单价同比上升约2.7%。

食品业务

公司食品相关业务以华润五丰有限公司（下称“华润五丰”）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；业务区域覆盖中国内地及香港市场。公司旗下拥有五丰、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。

在香港，华润五丰是最大的中国食品经销商之一，鲜肉、冻肉及中国特色食品在香港市场占主导地位，对维护香港社会的繁荣稳定发挥了重要作用；在国内，华润五丰开展种植、养殖、屠宰及食品研发、加工、生产等业务，目前已进入华南、华东、华北、西北、东北等多个区域。此外，华润五丰还在国内开展进口食品的代理及分销业务。

饮品业务

公司饮品业务以华润饮料为经营主体，主营“怡宝”牌系列饮用纯净水，并陆续推出“魔力”、“午后奶茶”等饮料，“怡宝”牌纯净水先后被认定为中国名牌、中国驰名商标及最具市场竞争力品牌。2010年，公司收购加林山旗下永隆加林山矿泉水厂及永隆饮品有限公司；2011年，华润创业与日本最大的清凉饮料生产企业之一麒麟饮料公司合资，加快了公司非酒精饮料业务在国内市场的拓展速度。

医药业务

公司医药板块经营主体为华润医药（投资控股公司），华润医药是在重组华源集团、三九

集团医药资源的基础上，于2007年成立的一家从事药品制造、分销的港股上市公司，2016年全球发行所募资金主要用于战略收购、建立更加先进的物流中心、建设研发平台、改进升级公司的信息技术等。

华润医药的经营范围涵盖了中成药、免煎中药、化学合成药物、生物药、天然药物、原料药中间体、营养保健品、医疗器械、制药装备、医药流通等领域，在北京、上海、深圳、四川、山东等地拥有生产基地、分销中心和研

发中心，旗下主要拥有华润三九医药股份有限公司（下称“华润三九”，股票代码 000999，通过下属公司持股 63.60%）、东阿阿胶股份有限公司（下称“东阿阿胶”，股票代码 000423，通过下属公司持股 29.79%）、华润双鹤药业股份有限公司（下称“华润双鹤”，股票代码 600062，通过下属公司持股 59.99%）3 家上市公司；此外还拥有华润医药商业集团有限公司作为公司医药流通业务的平台。

表 3 华润医药下属 3 家上市公司经营业务以及 2017 年部分财务数据（单位：亿元）

公司名称	细分行业	经营产品	总资产	净资产	营业收入	利润总额
东阿阿胶	医药滋补保健品业务	主要经营中成药、保健品、生物药、药用辅料等品种，系国内最大的阿胶及系列产品生产企业。	123.76	98.72	73.72	24.08
华润三九	OTC（非处方药）及中药处方药业务	主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务，拥有 999 全系列家庭用药品牌及 999 皮炎平、999 感冒灵、三九胃泰、999 强力枇杷露等产品品牌，核心品种在感冒药和皮肤药市场具有领导地位。	161.95	101.25	111.20	15.18
华润双鹤	化学药业务	搭建了慢病普药、专科业务和输液业务三大业务平台；慢病业务拥有 O 号、糖适平、匹伐他汀等核心产品，在降压领域形成了全品类产品线；基础输液业务保持输液行业第一梯队水平。	94.38	78.49	64.22	10.54

资料来源：上市公司 2017 年年度报告

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年实现营业额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），综合毛利率和除税前溢利分别为15.39%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列示的业绩产生了一定影响。

根据2018年3月21日所披露业绩：华润医药2017年营业额同比增长10.10%至1725.32亿港元，制药、医药分销、药品零售3个业务分部的营业额占比分别为15.3%、82.2%和2.5%，综合毛利率同比增加1.00个百分点至16.39%，受益

于产品结构、业务结构的优化提升了制药、医药分销业务的盈利能力；除税前溢利同比增长6.71%至85.82亿港元。

制药业务方面：截至2017年底共生产和销售超过460种医药产品，共39种医药产品的年营业额超1亿港元（其中7种医药产品年营业额超10亿港元），在研创新药、仿制药、产品改进等项目223个，在CFDA处于注册审批阶段的项目19个，重点推进超过40个仿制药一致性评价项目（大部分已完成药学对比研究，多项目已开展生物等效性临床试验，并有4个项目完成了生物等效性临床试验），2017年内有2个产品获得CFDA核发的临床批件，并有4个产品获得CFDA核发的生产批件。

医药分销业务方面：作为华润医药三大业务中规模最大的板块，2016年通过外延式并购

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，2017年完成在江西、海南、青海、新疆4个空白省份的布局，截至2017年底的分销网络已覆盖全国27个省、直辖市及自治区，客户包括二、三级医药5475家，基层医疗机构37941家以及零售药房30270家。

并购方面：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，于9月完成收购山东圣海保健品有限公司（维生素矿物质等大健康产品）65%股权；华润双鹤于2017年1月完成收购双鹤药业（海南）有限责任公司（原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；同时，华润医药也通过对外合作方式在抗生素、生物仿制药、化学药等方面战略布局，其医药分销业务也通过并购完成对部分省份的布局。

华润医药自2016年10月上市以来，在监管趋严、竞争加剧、转型升级加速的行业环境下，通过产品组合和业务模式优化、战略并购、对外合作等方式实现三大业务的可持续性增长。

（2）能源

电力业务

华润电力是公司电力板块的运营主体，成立于2001年，于2003年11月在香港上市，业态涉及火电、煤炭、风电、水电、燃气发电及光伏发电等领域，主要在国内经济发展较快、电价承受能力强及资源丰富的地区开发、建设和运营60万千瓦及以上的大容量、高效率火力发电机组，并向上游煤炭和清洁能源领域延伸。

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²，2016年实现营业收入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%。

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%），年底的发电运营权益装机容量达36184兆瓦，较上年底增长4.18%，其中火电运营权益装机容量31066兆瓦（占85.9%，较上年底比重下降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，服务区域包括江苏、浙江、广东、河北、河南、湖北、辽宁、湖南、江西、云南、山西、内蒙古、黑龙江、甘肃、山东、安徽、广西和北京等地。火电方面，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%），且燃料成本有所提升，使得火电业务盈利下降；但同时，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%），且平均供电标准煤耗较上年也有所下降（下降1.98克/千瓦时，或0.6%）。

根据2018年3月19日所披露业绩：华润电力2017年营业额同比增长10.72%至733.12亿港元，其一是附属售电厂发电量同比上升5.1%，当期电厂累计售电量达1.59亿兆瓦时，其二是自2017年7月1日起国家通过取消向发电企业征收工业企业结构调整专项资金等措施，提高燃煤电厂的上网电价，其三是煤炭销售价格同比上升较快（港币计，同比上升57.5%），营业额中，火电厂售电、可再生能源售电、热能供应、煤炭销售占比分别为77.11%、10.21%、5.13%和7.55%；2017年，华润电力除税前利润同比下降34.67%增至85.20亿港元，主要由于燃料成本大幅上升（同比约40%至380.72亿港元）。

华润电力通过签订长期煤炭供应合同、集中采购、提高合同兑现率等措施严格控制燃料成本。同时，华润电力也通过自产煤炭控制燃料成本，2016年华润电力累计煤炭产量1473.5

² 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）。

万吨，2017年累计煤炭产量1502.3万吨。

燃气业务

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），自2003年11月华润燃气在苏州投资运营第一家城市管道燃气项目后，业务发展迅速。截至2017年底，华润燃气的城市燃气项目数量已达238个，遍布全国22个省份、3个直辖市及73个地级市。

华润燃气营业额主要来自经常性燃气销售及一次性燃气接驳费用等城市燃气业务；主要采购对象为中国石油天然气集团、中国石油化工股份有限公司及中海石油气电集团有限责任公司，并与其签订了战略燃气供应安排；销售客户均在国内且较为分散，最大五名客户合计销售收入占比不超过30%。结算方面，华润燃气给予销售客户的账期一般为30~90天。

投资方面：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）；于2017年获取36个投资项目（总投资17.19亿港元），包括注册公司18个（投资8.56亿港元）和新项目投资（投资8.63亿港元），并于6月完成青岛项目，该项目2017年天然气销售量超4亿立方米。

2016年，受益于中国房地产市场回暖、华润燃气致力于旧房接驳的开发以及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，年底拥有2649.56万客户（包括2630.30万居民用户、18.13万商业用户和1.13万工业用户），燃气总销量达163亿立方米（同比增长15%）；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，营业额增幅较小，同比微增0.3%至329.16亿港元；受益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%。

根据2018年3月23日所披露业绩：华润燃气2017年营业额同比增长21.03%至398.38亿港元，当期销售天然气196.67亿立方米（同比增长20.9%），其中工业售气量86.44亿立方米（同比增长30.1%）、商业售气量44.48亿立方米（同比增长23.8%）、民用售气量47.67亿立方米（同比增长10.5%），新接驳住宅用户总数同比增长11.5%至300万户；2017年综合毛利率有所下滑，主要由于冬季供暖期气源成本未能完全传导至价格端，部分低毛利大用户用量上升等因素，除税前溢利小幅增长6.86%至66.13亿港元。

（3）房地产及金融

房地产业务

公司房地产业务分布于中国内地、香港和泰国，业务范围包括民用住宅、商业地产、物业管理、建工建材等多样业态，其中从事中国内地房地产业务的子公司主要为华润置地。

华润置地主营业务为房地产开发销售、物业投资和管理、酒店经营以及提供建筑、装修服务，业务范围涵盖北京、上海、深圳、成都、合肥等50余个城市，采用“住宅开发+投资物业+客户增值服务”的商业模式。华润置地的住宅开发主要以在各大城市各系列中高端住宅开发为主，已形成万象高端系列、城市高端系列、郊区高端系列、城市品质系列、城郊品质系列、城市改善系列、郊区改善系列、旅游度假系列等八大产品线；投资物业已形成城市综合体万象城、区域商业中心万象汇（五彩城）和体验式生活馆1234SPACE三大商业产品线，其中核心的万象城城市综合体项目（包括商业、写字楼、酒店及住宅）是以中高端业态为主，住宅用于对外销售，回笼资金并平衡整体的项目现金流，投资物业为自持，通过经营出租获取租金收入，目前万象城项目已进入中国内地22个城市，五彩城项目已布局内地17个城市。

表 4 2014~2016 年华润置地营业额构成 (单位: 亿港元、%)

板块	2014 年		2015 年		2016 年	
	营业额	占比	营业额	占比	营业额	占比
销售已发展物业	817.59	91.14	940.19	90.48	987.27	90.30
物业投资及管理	46.73	5.21	57.16	5.50	62.67	5.73
酒店经营	8.10	0.90	9.69	0.94	9.85	0.90
建筑、装修服务及其他	24.63	2.75	32.02	3.08	33.48	3.06
合计	897.05	100.00	1039.06	100.00	1093.27	100.00

资料来源: 上市公司 2014~2016 年年度报告

注: 2015 年数据采用 2016 年年度报告期初数; 2014 年数据采用 2015 年年度报告期初数;

表 5 2014~2016 年华润置地业务运营及土地储备情况
(单位: 亿元、元/平方米、万平方米)

指标	2014 年	2015 年	2016 年
房地产开发运营情况			
新开工面积	1058.10	985.00	849.76
竣工面积	808.50	955.00	908.36
签约销售面积	660.09	675.87	775.95
签约销售金额	692.10	851.50	1080.45
销售均价	10485	12598	13924
新增土储情况			
新增土地储备面积	842.38	510.57	1052.05
土地购置支出	301.56	592.12	626.10
土地购置权益支出	222.50	293.58	472.30

资料来源: 上市公司 2014~2016 年年度报告等公开资料

注: 1. 新增土地储备面积为计容建筑面积; 2. 公司土地储备相关指标中包含投资物业。

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 年实现营业额 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%, 后者增速快于前者, 主业盈利稳中有升。物业开发板块作为华润置地规模最大的业务板块, 对营业额的贡献始终在 90% 以上, 其次为物业投资和建筑、装修服务等, 合计占比在 8~9%, 上述板块近三年保持了增长态势。

物业开发方面: 近年来, 华润置地的签约销售面积和签约销售金额持续增长, 2015 年受益于深圳地区房地产销售金额、面积均涨幅明显, 且在深圳地区的可售货源充足, 华润置地当年签约销售金额同比增长 23.03%; 2016 年国内房地产市场明显复苏, 在北京、山东、江苏

等地区项目销售的带动下, 华润置地当年签约销售金额同比进一步增长 26.89%; 近三年的销售均价呈上升态势。销售区域方面, 华润置地房地产销售主要集中于华北、华东、华西和东北几个大区, 2016 年上述 4 个大区的签约销售面积分别占总面积的 23.01%、18.52%、17.81% 和 15.84%。华润置地根据行业环境、政策等调整推盘节奏和重点推盘区域。

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 491 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。近年来华润置地物业出租情况良好, 物业投资及管理收入逐年稳步攀升, 毛利率维持在较高水平 (近三年在 65% 以上)。

土地储备方面: 华润置地采取稳健的土地获取策略, 近三年新增土地储备面积波动上升。华润置地于 2015 年加大了在一线城市的土地购置力度, 使得当年新增土地储备的楼面价居于高位; 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, 当年楼面价有较明显回落。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%。

根据2018年3月20日所披露业绩：华润置地2017年营业额同比增长8.47%至1185.88亿港元，其中房地产开发、物业投资及管理营业额分别为1045.59亿港元和78.77亿港元，同比分别增长5.91%和19.25%；综合毛利率提升约6个百分点，主要源于房地产开发毛利率的明显提升；截至2017年底已销售尚未结算的签约额为人民币1261亿元，已锁定于2018年内结算的营业额已达人民币787亿元；除税前溢利同比增长20.08%至460.94亿港元。

金融业务

公司金融板块主要运营主体为华润深国投信托有限公司（下称“华润信托”）和珠海华润银行股份有限公司（下称“华润银行”）。

①华润信托

华润信托前身为深圳市信托投资公司，成立于1982年8月。1984年，经中国人民银行批准更名为深圳国际信托投资总公司，正式成为非银行金融机构，并同时取得经营外汇金融业务的资格。1991年，经中国人民银行批准更名为深圳国际信托投资公司。2002年2月，经中国人民银行批准重新登记，领取了《信托机构法人许可证》，同时更名为深圳国际信托投资有限责任公司。2006年10月，华润股份与深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（2009年更名为“深圳市国有资产监督管理局”，简称“深圳市国资局”）等签订了《股权转让及增资协议》，股权变更登记后，华润股份持有公司51%股权，深圳市国资局持有公司49%股权。2008年10月，深圳国际信托投资有限责任公司将其实业投资剥离，并将剥离资产注入新成立的华润深国投投资有限公司，深圳国际信托有限责任公司继续存在，并更名为华润深国投信托有限公司。分立的新公司（华润深国投投资有限公司，该公司经营规模很小）和存续公司（华润深国投信托有限公司）的股东持股比例，与分立前原深圳国际信托有限公司持股比例一致。

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8.73亿元，净利润19.38亿元。截至2016年底，华润信托管理信托资产达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%。

②华润银行

华润银行作为全国第二批新组建的城市商业银行之一，于1996年12月在珠海经济特区正式成立。2009年2月25日，公司与珠海市政府正式签署《重组珠海市商业银行框架协议补充协议》和《增资入股协议》，并于4月获银监会批准入股。华润银行注册资本为56.38亿元，公司持股75.33%，为华润银行的第一大股东。

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）。

（4）水泥

公司水泥业务的经营主体为华润水泥。截至2016年底，华润水泥经营93条水泥粉磨线及44条熟料生产线，水泥和熟料的年产能分别为8130万吨及5980万吨，经营的59座混凝土搅拌站的产能为3510万立方米混凝土；此外还通过联营及合营企业拥有5860万吨水泥产能、3970万吨熟料产能和740万立方米混凝土产能。

表6 截至2016年底华润水泥的生产线产能情况
(单位: 条、百万吨)

地点	水泥		熟料	
	生产线数量	产能	生产线数量	产能
广东	24	22.50	10	14.40
广西	35	31.20	17	25.00
福建	14	10.10	6	7.00
海南	5	4.40	3	3.30
山西	6	6.00	3	4.60
云南	7	5.10	4	3.90
贵州	2	2.00	1	1.60

合计	93	81.30	44	59.80
----	----	-------	----	-------

资料来源：上市公司 2016 年年度报告

2016 年随着水泥需求回升，行业竞争环境改善，水泥、熟料及混凝土销量小幅回升至 8004 万吨、486 万吨和 1240 万立方米；价格方面，水泥及熟料均价于第一季度持续下滑，尽管第二、三季度进入雨季，价格自 4 月起有所回升，但年度产品均价仍低于 2015 年水平。

由于均价下降抵消了削弱了销售增长对业绩的拉动，华润水泥 2016 年实现营业收入同比下降 4.22% 至 256.47 亿港元，但毛利润同比增长 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。

3. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均变化不大，2016 年分别为 8.67 次、1.70 次和 0.48 次。

总体上看，公司整体经营效率尚可。

4. 未来发展

公司目前将消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融确定为七大战略业务单元，未来将对该等核心板块持续进行投入，以期实现可持续的发展，其中对房地产板块（在建+拟建）投入规模较大，考虑到公司的资金实力和经营规模，对外融资压力不大。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014 年财务数据已经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论；2015~2016 年财务数据已经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年三季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2015 年公司合并范围

新增华润资产管理有限公司，减少深圳市润越投资发展有限公司；2016 年合并范围增加华润金控投资有限公司和华润网络控股（深圳）有限公司。总体看，合并范围变化对公司影响不大。

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 9 月底，公司（合并）资产总额为 12205.57 亿元，所有者权益合计为 3548.93 亿元（其中少数股东权益 1672.47 亿元）；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 3840.25 亿元，利润总额 427.38 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长率为 8.92%。截至 2016 年底，公司资产总额合计 11116.06 亿元，其中流动资产占 51.84%，非流动资产占 48.16%。

2014~2016 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长率为 9.12%。截至 2016 年底，公司流动资产为 5762.20 亿元，同比增长 11.50%，主要为货币资金（占 19.01%）和存货（占 38.85%）。

2014~2016 年，公司货币资金基本保持稳定。截至 2016 年底，公司货币资金为 1095.16 亿元，同比下降 2.62%，其中受限资金 161.03 亿元。公司货币资金主要为银行存款（占 80.00%），受限货币资金中主要为存放于中央银行的法定准备金 110.43 亿元。公司现金类资产充足。

2014~2016 年，公司应收账款规模逐年增长，年均复合增长率为 12.96%。截至 2016 年底，公司应收账款净额为 540.91 亿元，同比增长 17.20%，公司应收账款主要以医药板块为主，医药板块 2016 年底应收账款为 372.57 亿元，占公司应收账款总额的 68.88%；按账龄分析法，公司一年以内的应收账款占总额的 95.96%，整体账龄较短，公司共计提坏账准备 7.54 亿元，计提比例 1.39%。

2014~2016年，公司预付账款逐年增长，年均复合增长20.18%；截至2016年底，公司预付款项251.09亿元，同比增长89.57%，主要系预付土地使用权较上年增加110.63亿元所致。

2014~2016年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长率为24.76%。截至2016年底，公司其他应收款账面价值469.68亿元，同比增长9.53%；构成上以应收关联方款项（195.35亿元）和地产板块其他应收款（140.00亿元）为主。按账龄分析法账龄在1年以内的其他应收款为361.44亿元，占其他应收款总额的76.95%；共计提坏账准备7.54亿元，计提比例1.61%。

2014~2016年，公司存货逐年增长，年均复合增长率为7.82%。截至2016年底，公司存货账面价值2238.86亿元，同比增长10.05%，主要源自房地产在建开发产品的增加，公司存货共计提跌价准备13.44亿元，计提比例0.60%。

2014~2016年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长率为69.36%，截至2016年底公司其他流动资产为507.06亿元，同比大幅增长143.98%，构成上以金融机构理财产品（327.92亿元）和预缴税费（195.11亿元）为主，累计计提减值准备20.54亿元。

2014~2016年，公司发放贷款金额不断增长，主要为子公司华润银行发放的贷款。截至2016年底，公司发放贷款合计618.23亿元，同比增长13.62%，主要由信用贷款（169.09亿元）、保证贷款（95.05亿元）和抵押贷款（243.04亿元）组成；累计计提减值准备24.28亿元，贷款账面净值为593.95亿元，其中一年内到期的部分为286.34亿元（计入“流动资产-贷款”科目），一年以上到期的部分为307.62亿元（计入“非流动资产-贷款”科目）。

2014~2016年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长率为8.71%。截至2016年底，公司非流动资产5353.87亿元，同比增长10.21%，主要由长期股权投资（占14.05%）、固定资产（占39.32%）和投资性房地产（占11.52%）构成。

2014~2016年，公司长期股权投资规模逐

年增长，截至2016年底，公司长期股权投资752.15亿元（同比增长15.83%），主要是对联营企业和合营企业的投资，该投资均按照权益法进行计量，其中对合营企业投资175.00亿元，对联营企业投资579.84亿元；联营企业中投资规模较大的为国信证券股份有限公司（下称“国信证券”，持股25.15%，账面余额109.12亿元）和万科企业股份有限公司（下称“万科企业”，持股15.31%，账面余额177.62亿元）。公司已于2017年1月（完成股份过户）将所持万科企业股权全部转让给深圳市地铁集团有限公司。

2014~2016年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长率为11.18%，截至2016年底，公司投资性房地产净值为617.00亿元，同比增长11.29%，主要系公司加大持有型物业的投入以及投资性物业项目竣工转入所致。

2014~2016年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长率为7.27%。截至2016年底，公司固定资产原值为3242.33亿元，主要集中于房屋及建筑物（占29.60%）和机器设备（占64.23%），公司共计提折旧982.85亿元，减值准备154.47亿元，截至2016年底，公司固定资产净值为2105.01亿元。

2014~2016年，公司在建工程逐年下降，年均复合变动率为-24.62%。截至2016年底，公司在建工程账面价值213.58亿元，本年度完工转出164.31亿元。

2014~2016年，公司无形资产略有波动，截至2016年底公司无形资产净值为409.97亿元，同比下降4.64%，主要由土地使用权（占49.54%）和采矿权及探矿权（占38.50%）构成。

2014~2016年，公司其他非流动资产规模快速增长，年均复合增长率为40.69%，截至2016年底公司其他非流动资产为237.60亿元，同比大幅增长90.49%，主要系应收联营企业款和应收合营企业款均大幅增加所致。

截至2017年9月底，公司资产总额12205.57亿元，较2016年底增长9.80%，增长主要源于存货和货币资金的增加，其中流动资产和非流动

资产分别占53.36%和46.64%，资产构成变化不大。截至2017年9月底，公司货币资金为1245.53亿元，较2016年底增长13.73%；存货较2016年底增长15.63%至2588.82亿元，主要源于可供出售物业的进一步增长。

总体看，近年来公司资产规模稳步增长，货币资金充裕，长期股权投资收益良好，整体资产质量较好；但地产类存货规模大，对资产流动性有一定影响。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长8.78%，主要系未分配利润增加所致。截至2016年底，公司所有者权益（含少数股东权益1532.60亿元）合计为3318.41亿元，少数股东权益占比较高，主要是少数股东持有华润啤酒、华润燃气、华润电力、华润置地、华润水泥和华润医药等重要子公司股权比例较高所致；归属于母公司的权益中以资本公积（占19.58%）和未分配利润（占70.72%）为主，公司所有者权益稳定性一般。

截至2017年9月底，公司所有者权益（含少数股东权益1672.47亿元）合计为3548.93亿元，较2016年底增长6.95%，其中未分配利润较2016年底增长6.79%，少数股东权益对应增加。所有者权益构成基本保持稳定。

总体看，近年来公司所有者权益稳定增长，未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性一般。

负债

2014~2016年，公司负债以年均8.98%的速度逐年增长，截至2016年底为7797.66亿元，其中流动负债和非流动负债分别占71.69%和28.31%，公司负债结构基本保持稳定。

2014~2016年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长率为12.31%。截至2016年底，公司流动负债合计5590.02亿元，同比增长12.16%，主要由短期借款（占10.55%）、吸收存

款及同业存放（占16.59%）、应付账款（占15.92%）、预收款项（占22.42%）和其他应付款（占13.10%）构成。

2014~2016年，公司短期借款以年均40.25%的速度逐年增长；截至2016年底为589.90亿元，同比增长11.81%，主要由信用借款构成，占短期借款总额的94.06%。

2014~2016年，公司吸收存款及同业存放逐年增长，截至2016年底，公司吸收存款及同业存放为927.11亿元，同比增长12.90%。其中吸收存款为774.97亿元，同比增长11.72%，主要系公司客户活期存款大幅增长所致；同业存放为152.13亿元，同比增长19.29%，主要由境内银行金融机构构成（占77.02%）。

2014~2016年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长7.92%，截至2016年底，公司应付账款889.84亿元，同比增长12.92%，公司应付账款账龄全部在一年以内。

2014~2016年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长率17.75%，截至2016年底，公司预收款项为1253.18亿元，同比增长15.75%，主要系公司在房地产、零售、水泥等业务板块迅速发展，预售物业定金、销售商品预收款等均大幅增加所致。

2014~2016年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长率为7.45%，截至2016年底，公司其他应付款为732.13亿元，同比增长4.84%。公司其他应付款主要由零售、食品及饮品（占30.20%）、电力（占21.87%）和房地产构成（占15.05%）。

公司其他流动负债主要为发行的短期及超短期融资券，2014~2016年波动增长，年均复合增长率为103.22%。截至2016年底，公司其他流动负债325.55亿元，同比大幅增长447.11%；其中，超短期融资券130亿元，主要由公司发行的三期金额分别为50亿元、30亿元和30亿元超短期融资券以及华润医药发行的第三期金额为20亿元的超短期融资券构成；短期应付债券143.88亿元，由子公司华润银行发行的金额为

19.95亿元的二级资本债券以及金额为123.93亿元的同业存单构成。

2014~2016年,公司非流动负债有所波动。截至2016年底,公司非流动负债2207.64亿元,同比增长11.72%;构成上以长期借款(占53.63%)和应付债券(占38.11%)为主。

2014~2016年,公司长期借款逐年下降,年均复合变动率为-5.25%。截至2016年底,公司长期借款为1184.01亿元,同比下降3.01%。公司长期借款主要由信用借款,抵押借款和保证借款构成。

2014~2016年,公司应付债券波动增长,年均复合增长率为12.24%。截至2016年底,公司应付债券为841.25亿元,同比增长39.19%。主要系公司发行的规模均为60亿元的“16华润MTN001”和“16华润MTN002”、华润电力发行的规模为50亿元的“16华润01”和30亿元的“16华润02”、华润水泥发行的规模为30亿元的“16华润水泥MTN001”以及华润置地发行的规模为20亿元的“16华润置地MTN001”和30亿元的“16华润置地MTN002”。

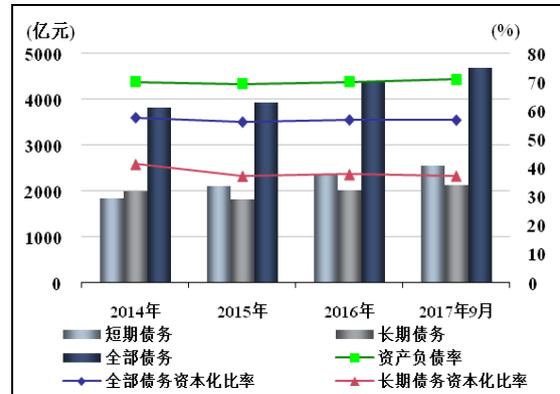
2014~2016年,公司长期应付款波动增长,年均复合增长率为22.84%,截至2016年底,公司长期应付款为58.91亿元,同比增长85.10%,主要系子公司华润置地应付少数股东借款28.34亿元所致。

2014~2016年,公司全部债务逐年增长,年均复合增长率为7.07%。截至2016年底,公司全部债务为4385.34亿元,同比增长11.86%,其中短期债务和长期债务分别占53.82%和46.18%。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分别为70.15%、56.92%和37.90%,近年变动不大。

截至2017年9月底,公司负债总额为8656.64亿元,较2016年底增长11.02%,主要源于短期借款和预收款项的增长;负债中的流动负债和非流动负债分别占72.91%和27.09%。同期,公司全部债务为4678.80亿元,较2016年底增长6.69%;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70.92%、56.87%和37.42%,债务负担可控。

图4 公司债务结构图(单位:亿元、%)



资料来源:公司提供

总体看,公司负债以流动负债为主,近年来有息债务规模逐年增长,长、短期债务配比均衡,整体债务负担可控。

4. 盈利能力

2014~2016年,公司营业收入逐年增长,年均复合增长4.45%。2016年,公司实现营业收入5034.17亿元,同比增长4.61%,收入构成主要以商品销售,医药及销售房屋为主;同期的营业利润率略有波动,2016年为24.76%,同比减少0.01个百分点。

2014~2016年,随着经营规模的扩大,公司期间费用逐年增长。2016年公司期间费用合计799.86亿元,同比增长2.30%,占营业收入的15.89%,较上年略有下降。管理费用和销售费用同比小幅增长,财务费用同比下降23.16%,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。

2014~2016年,公司资产减值损失逐年下降,截至2016年底,公司资产减值损失为89.06亿元,较上年大幅减少32.44%,主要由于坏账损失³、存货跌价损失以及无形资产、商誉和贷

³ 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

款减值损失均有明显下降（见表7）。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⁴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7 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
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

2014~2016年，公司投资收益、营业外收入和营业外支出均波动上升，年均复合增长率分别为11.54%、21.12%和77.04%。2016年，公司投资收益、营业外收入和营业外支出分别为106.41亿元、37.66亿元和14.17亿元（同比变动率分别为-32.30%、48.85%和-27.55%），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

元以及核销坏账1.05亿元。

⁴ 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。

新投资企业华润凤凰医疗控股有限公司发生亏损⁵；营业外收入主要系冲回“上年确认的深国投信托预计负债⁶”6.35亿元以及获得的政府补助15.79亿元；营业外支出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。近三年，非经营性损益（投资收益+营业外收入）占利润总额的比重分别为29.33%、41.40%和29.64%，对公司利润总额贡献一般。

2014~2016年，公司利润总额逐年增长，年均复合增长率为13.23%，2016年公司实现利润总额486.16亿元。盈利能力指标方面，近三年，公司总资产收益率和净资产收益率均逐年增长，2016年分别为5.59%和10.26%。

2017年1~9月，公司实现营业收入和利润总额分别为3840.25亿元和427.38亿元，同比分别增长7.66%和4.89%；公司实现投资收益和营业外收入分别为121.35亿元和34.49亿元，投资收益同比较快增长主要由于出售万科企业的处置收益等；公司营业利润率为23.28%，同比减少1.48个百分点。

总体看，公司业务规模不断拓展，多元化经营体现了较强的抗风险能力，营业收入和利润规模稳定增长，投资收益和营业外收入对利润形成良好补充，整体盈利稳健。

5. 现金流及保障

从经营活动看，2014~2016年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长4.66%，2016年公司经营活动现金流入5382.33亿元，同比增长4.01%，以销售商品、提供劳务支付的现金为主。2014~2016年，公司经营活动现金流

⁵ 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，凤凰医疗总资产64.48亿元，净资产53.58亿元；2016年营业收入15.32亿元，净利润-14.99亿元。

⁶ 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）。

出波动增加，年均复合增长2.31%，2016年公司经营活动现金流出4830.16亿元，同比增长5.56%。2014~2016年，公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，2016年净流入552.17亿元。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为100.01%、101.32%和100.12%，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2014~2016年，公司投资活动现金流入呈持续大幅增长，分别为256.10亿元、602.33亿元和1076.10亿元，主要系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所致；同期，公司投资活动现金流出逐年也呈增长趋势，年均复合增长率为61.97%，2016年公司投资活动现金流出1755.51亿元，同比增长114.02%，主要系公司收购活动规模大幅增长所致，2016年公司投资支付的现金为1236.95亿元。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，公司经营性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。

从筹资活动看，2014~2016年，公司筹资活动现金流入和现金流出均逐年增长，年均复合增长率分别为17.46%和18.31%。2016年，公司筹资活动现金流入为2186.07亿元，主要为取得借款收到的现金（999.45亿元）和发行债券收到的现金（953.51亿元），同比均大幅上升；公司筹资活动现金流出为2075.49亿元，以偿还债务支付的现金（1585.26亿元）为主。近三年公司筹资活动现金净流量波动较大，分别为101.61亿元、-296.75亿元和110.58亿元。

2017年1~9月，公司经营活动现金流入和流出规模分别为4263.14亿元和4150.42亿元，公司经营活动产生的现金流量净额为112.72亿元；投资活动产生的现金流量净额为-136.35亿元，持续净流出；筹资活动产生的现金流量净额为205.11亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，获现能力强，收入实现质量较好；由于收购活

动以及项目不断投入，投资活动资金缺口较大，存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力

2014~2016年，公司流动比率逐年下降，速动比率波动下降，截至2016年底分别为103.08%和63.03%，截至2017年9月底分别为103.18%和62.16%，变动不大。2016年，公司经营性现金流动负债比为9.88%，同比下降2.14个百分点。考虑到流动负债中预收款项规模较大，且现金类资产较充裕，公司短期偿债能力强。

2014~2016年，公司EBITDA保持增长态势，分别为610.90亿元、719.50亿元和791.42亿元。近三年，公司全部债务/EBITDA分别为6.26倍、5.47倍和5.54倍，EBITDA利息倍数分别为6.08倍、6.64倍和6.74倍。总体看，公司长期偿债能力强。

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年底为232.98亿元）。

截至2017年9月底，公司本部获得银行授信总额为268.30亿元，其中尚未使用额度为172.30亿元，具备畅通的间接融资渠道；此外下属多家子公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至2016年底，母公司资产总额913.44亿元，其中流动资产194.49亿元（占21.29%），非流动资产718.95亿元（占78.71%）；流动资产主要由货币资金、其他应收款和可供出售的金融资产构成，分别为23.00亿元、144.62亿元和24.00亿元；非流动资产主要是长期股权投资643.69亿元和委托贷款35.75亿元。

截至2016年底，母公司负债合计511.00亿元，其中流动负债156.87亿元（占30.70%），非

流动负债354.13亿元（占69.30%）；流动负债以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，分别为35.84亿元和110.00亿元；非流动负债以应付债券为主，为354.13亿元。2016年底，母公司有息债务464.13亿元，资产负债率为55.94%。

截至2016年底，母公司所有者权益合计402.44亿元，其中实收资本164.67亿元，资本公积180.62亿元，其他综合收益1.61亿元，盈余公积11.84亿元以及未分配利润43.71亿元。

盈利能力方面，2016年，母公司营业收入0.01亿元，营业成本0.01亿元，期间费用21.98亿元，投资收益48.48亿元，营业利润26.47亿元。2016年，母公司利润总额24.81亿元。

2016年，母公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为3.13亿元、10.60亿元和-4.95亿元。

总体看，公司本部资产质量一般，盈利能力较弱，有息债务规模较大，利润总额对非经常性损益依赖性强。

8. 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2018年4月10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。

9. 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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为20亿元，占2017年9月底全部债务的0.43%，占长期债务的0.94%，对公司现有债务影响小。

2. 本期中期票据偿还能力分析

近三年，公司EBITDA对本期中期票据的保障倍数不断增长，分别为30.55倍、35.98倍和39.57倍；经营活动现金流入量对本期中期票据的保障倍数逐年增长，分别为245.69倍、258.74倍和269.12倍；经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障倍数波动增长，分别为14.97倍、29.95倍和27.61倍。公司EBITDA及经营活动现金流净额对本期中期票据的保障程度高。

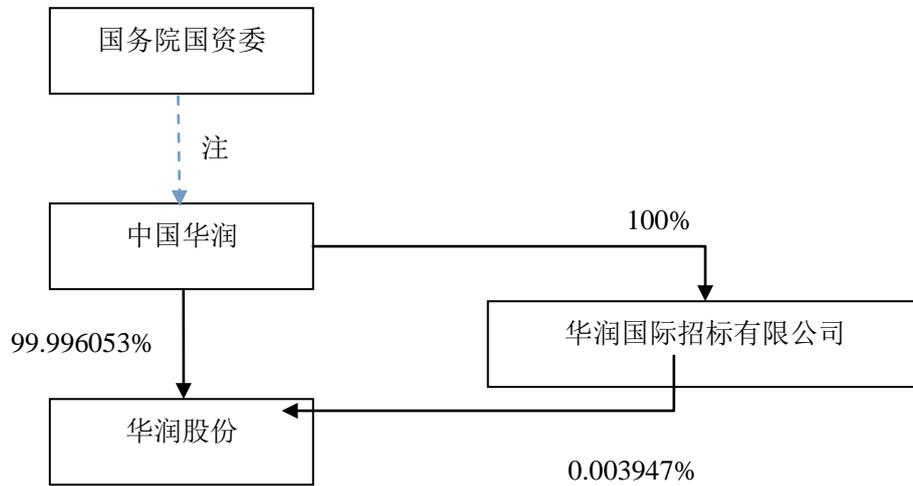
十、结论

公司是以消费品、电力、置地、水泥、燃气、医药和金融等七大战略业务单元为主业的国有大型集团企业，旗下品牌知名度高，近年来收入规模稳步增长，规模优势明显，盈利能力稳健；为进一步拓宽产业链条，公司近年来完成多笔并购，可能导致短期内管理成本上升，且对自身管理能力提出了很高的要求。从外部环境看，网络销售快速发展对传统零售业形成冲击和压力，房地产调控政策的影响仍具不确定性，对公司相应板块的经营形成一定压力。

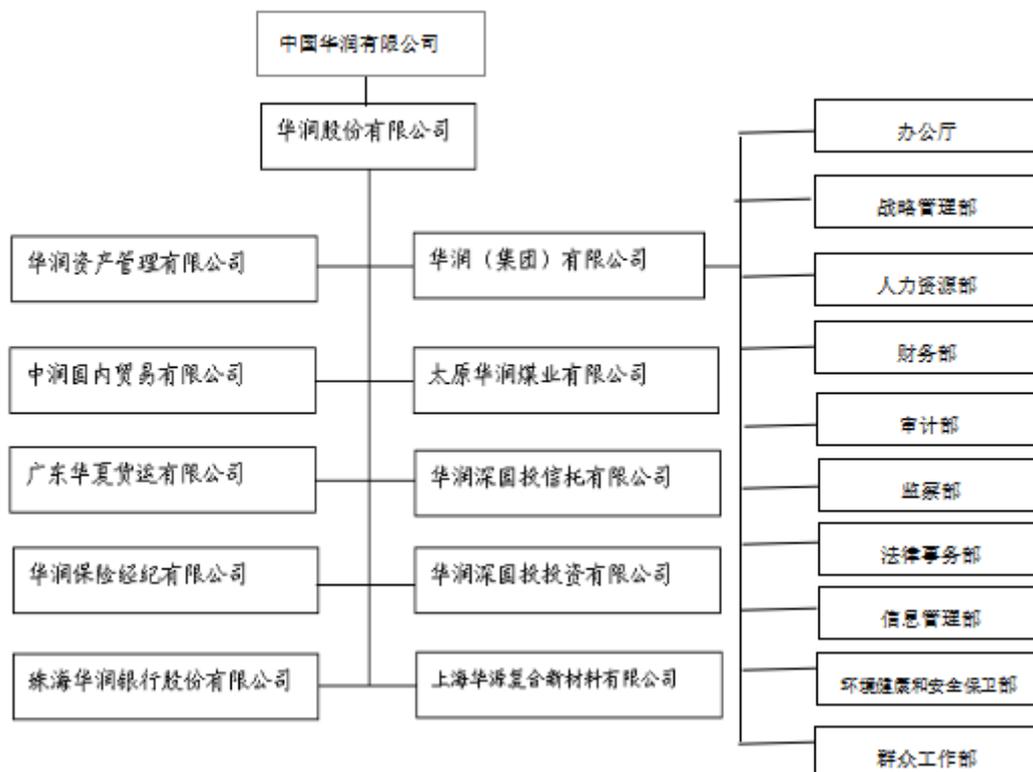
随着业务规模的扩大，公司资产、权益规模不断攀升，资产质量较好，债务结构合理，债务负担可控，长短期偿债能力强。综合看，公司主体信用风险极低。

本期中期票据募集资金将全部用于补充营运资金，其发行对公司现有债务影响小。公司EBITDA及经营活动现金流净额对本期中期票据的保障程度高。总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

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 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1038.89	1066.11	1066.42	1379.80
资产总额(亿元)	9369.85	10026.12	11116.06	12205.57
所有者权益(亿元)	2804.33	3066.17	3318.41	3548.93
短期债务(亿元)	1838.46	2109.83	2360.08	2556.86
长期债务(亿元)	1986.73	1825.08	2025.27	2121.94
全部债务(亿元)	3825.19	3934.92	4385.34	4678.80
营业收入(亿元)	4614.12	4812.29	5034.17	3840.25
利润总额(亿元)	379.22	440.85	486.16	427.38
EBITDA(亿元)	610.90	719.50	791.42	---
经营性净现金流(亿元)	299.48	599.06	552.17	112.72
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	108.35
营业利润率(%)	24.10	24.77	24.76	23.28
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	37.42
全部债务资本化比率(%)	57.70	56.20	56.92	56.87
资产负债率(%)	70.07	69.42	70.15	70.92
流动比率(%)	109.21	103.69	103.08	103.18
速动比率(%)	65.75	62.87	63.03	62.16
经营现金流动负债比(%)	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：2017 年三季度财务数据未经审计；2014~2016 年现金类资产已扣除受限部分；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务；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；长期应付款中的有息债务已计入长期债务。

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-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。

联合资信评估有限公司关于 华润股份有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

华润股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

华润股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对华润股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，华润股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华润股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现华润股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对华润股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华润股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对华润股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与华润股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。