

跟踪评级公告

联合[2015] 1541 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“11华润MTN1”、“11华润MTN2”和“15华润MTN001”的信用等级为AAA。特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十八日



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
11 华润 MTN1	50 亿元	2011/3/24~2021/3/24	AAA	AAA
11 华润 MTN2	100 亿元	2011/4/18~2016/4/18	AAA	AAA
15 华润 MTN001	50 亿元	2015/5/19~2022/5/19	AAA	AAA

跟踪评级时间：2015 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
现金类资产(亿元)	756.58	964.35	1038.89	918.12
资产总额(亿元)	7304.58	8490.32	9369.85	9512.88
所有者权益(亿元)	2159.08	2491.59	2804.33	2908.08
长期债务(亿元)	1667.81	1820.00	1986.73	1950.33
全部债务(亿元)	3187.70	3597.50	3823.18	3801.94
营业收入(亿元)	3309.10	4055.48	4614.12	1070.68
利润总额(亿元)	315.15	367.56	379.22	98.45
EBITDA(亿元)	545.91	608.48	610.90	--
经营性净现金流(亿元)	443.57	473.30	299.48	-64.16
营业利润率(%)	23.12	23.72	24.10	24.43
净资产收益率(%)	11.18	10.91	9.10	--
资产负债率(%)	70.44	70.65	70.07	69.43
全部债务资本化比率(%)	59.62	59.08	57.52	56.66
流动比率(%)	117.85	110.58	109.21	107.69
全部债务/EBITDA(倍)	5.84	5.91	6.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.22	6.05	6.08	--
经营现金流动负债比(%)	13.28	11.64	6.76	--

注：1.2015 年一季度财务报表未经审计；

2.上表中现金类资产已剔除使用受限部分。

分析师

贺苏凝 孔祥一 张丽

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

华润股份有限公司（以下简称“公司”）是以消费品、电力、置地、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。跟踪期内，公司业务运营平稳，资产和收入规模继续扩大，保持了极强的盈利能力；受投资需求旺盛的影响，公司债务规模有所增长，债务负担有所上升但依然合理，整体保持了极强的偿债能力。

公司地产和发电业务在中国均处于领先的行业地位，且在商业模式及业务规模方面具备明显的竞争优势。同时，公司医药、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。

公司强劲的盈利和现金获取能力对存续期内债券“11华润MTN1”、“11华润MTN2”和“15华润MTN001”具有很强的保障能力。

基于上述，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；并维持“11华润MTN1”、“11华润MTN2”和“15华润MTN001”AAA的信用等级。

优势

1. 公司各板块业务模式较为成熟，在商业模式、业务规模方面具备明显竞争优势，跟踪期内各板块呈快速增长态势。
2. 公司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，抗风险能力较强。
3. 公司经营性现金流入量和EBITDA对存续期“11华润MTN1”、“11华润MTN2”和“15华润MTN001”的保障程度很高。
4. 跟踪期内煤炭价格有所下降，公司火电板块盈利能力有所提升。

关注

1. 公司多元化发展的业务模式对其管理能力要求很高。
2. 受宏观经济下行压力影响，公司电力板块业务和消费板块业务增速有所放缓。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与华润股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华润股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因华润股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华润股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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关于华润股份有限公司主体长期信用及“11 华润 MTN1”、“11 华润 MTN2”和“15 华润 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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。目前公司注册资本为人民币 164.67 亿元，其中中国华润持股 99.9842%；其他四家股东各持股 0.003947%。

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。公司注册资本为人民币 164.67 亿元，股权变更后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 2014 年年底，公司合并资产总额 9369.85 亿元，所有者权益 2804.33 亿元；2014 年公司实现营业收入 4614.12 亿元，利润总额 379.22 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 9512.88 亿元，所有者权益 2908.08 亿元；2015 年 1~3 月实现营业收入 1070.68 亿元，利润总

额 98.45 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、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）

75860 亿元, 比上年增加 6849 亿元, 增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元, 同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元, 比上年增加 11449 亿元, 增长 8.2%。其中, 中央本级支出 22570 亿元, 比上年增加 2098 亿元, 增长 10.2%; 地方财政支出 129092 亿元, 比上年增加 9351 亿元, 增长 7.8%。

2014 年, 中国人民银行继续实施稳健的货币政策, 综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF) 等货币政策工具, 创设中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款工具 (PSL); 非对称下调存贷款基准利率; 两次实施定向降准。稳健货币政策的实施, 使得货币信贷和社会融资平稳增长, 贷款结构继续改善, 企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末, 广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%; 人民币贷款余额同比增长 13.6%, 比年初增加 9.78 万亿元, 同比多增 8900 亿元; 全年社会融资规模为 16.46 万亿元; 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%, 比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年, 中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出, 2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年, 稳增长为 2015 年经济工作首要任务, 将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础设施建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

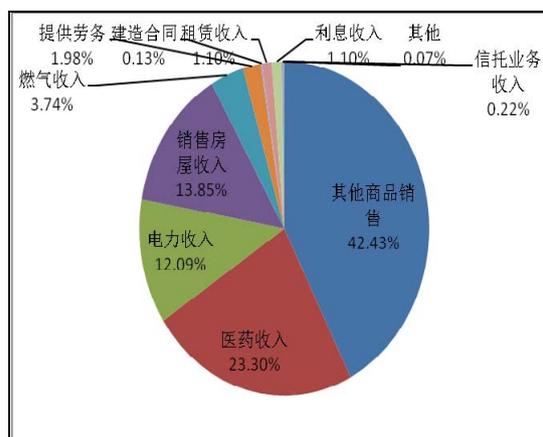
四、管理分析

跟踪期内, 公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

五、行业与经营分析

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 1 2014 年营业收入结构图



资料来源: 子公司审计报告, 联合资信整理

公司核心经营子公司包括华润电力控股有限公司 (华润电力)、华润置地有限公司 (华润置地)、华润创业有限公司 (华润创业)、华润医药集团有限公司 (华润医药)、华润水泥控股有限公司 (华润水泥) 等。2014 年, 公司实现营业收入 4614.14 亿元, 同比增长 13.78%。电力、地产、消费品、医药四大核心板块实现收入约占总收入的 91.67%, 较 2013 年的 91.31% 略有提高, 公司主营业务板块集中度进一步凸显。

电力板块

火电业务方面, 受 2014 年电力消费增速放缓和水电发电量快速增长等因素影响, 公司全年运营的 33 间火力发电厂机组满负荷平均利用小时同比下降 7.9%, 为 5325 小时, 但仍高于全国平均水平 619 小时。同年, 华润电力完成发电量 1400.7 亿千瓦时, 较上年小幅增长 5.1%; 完成售电量 1320.4 亿千瓦时, 同比增长 5.3%。期内实现营业收入 706.8 亿港元, 同比增长 1.6%, 但均较 2013 年增速有所下降。

煤炭业务方面, 受宏观经济增速放缓、国内经济转型和产业结构调整, 国内煤炭市场供

求形势较为宽松，煤炭价格持续下行。华润电力旗下控股及参股的位于山西、江苏、河南及湖南省的煤炭企业共产原煤 1165 万吨，较上年下降 17.9%。

截至 2014 年底，华润电力服务区域包括江苏、浙江、广东、河北、河南、湖北、辽宁、湖南、云南、山西、内蒙古、黑龙江、甘肃、山东、安徽和北京等地区，共拥有 39 座燃煤发电厂、2 座水力发电厂、1 座燃气发电厂和 56 个风电场，运营发电厂权益装机容量合计 31331 兆瓦，较上年增长 16.38%。

消费品板块

公司消费品板块主要经营单位是华润创业，其零售业务采用多业态运营模式，主要业态包括大卖场、标准超市、VANGO 便利店、Ole'、欢乐颂、VIVO 等，区域已遍布华东、华南、华北、西北、东北、中原以及香港等全国 27 个省、自治区、直辖市和特别行政区，100 多个重点城市，专注于零售、啤酒、食品及饮品四大业务。截至 2014 年底，公司经营超过 4800 家零售店铺。2014 年，零售业务营业收入为港币 1095.00 亿港元，较上年增长 15.05%。

在啤酒业务上，2014 年啤酒销售量约 118.42 亿升，同比上升 1.0%；期内营业收入及归属于母公司所有者的净利润分别为 344.82 亿港元和 7.61 亿港元，同比增长 4.5% 和下降 19.3%，增速放缓。主要由于，一方面受宏观经济增速放缓影响，另一方面受长江中下游地区出现凉夏等因素影响，使得全年啤酒业务整体销量增长放缓。截至 2014 年底，华润雪花啤酒旗下拥有啤酒厂超过 95 家，年产能超过 2000 万千升，拥有雪花、零点、蓝剑、黑狮、行吟阁、中华、圣泉、黄山和扎西德勒等 30 多个全国及区域啤酒品牌。

食品业务方面，主要包括大米、果蔬、肉食、冷冻食品及现代农业产业 2013 年华润创业完成收购大米分销、生产及加工业务，并收购了水果加工分销业务，打造从源头到零售终端的纵向一体化全产业链。2014 年期内营业收入

为 164.86 亿港元，同比增长 36.6%；归属于母公司所有者的净利润 0.13 亿港元，同比下降 75.5%，主要是由于大米业务正处于拓展阶段，前期投入和市场开拓费用较高，从而影响了该业务的盈利能力。

饮品业务方面，2014 年，在公司持续进行饮料产品的营销投入，积极开展推广活动下，公司饮品业务营业收入及销量均显著增长，分别较去年上升 35.4% 和 41.0%，其中怡宝纯净水在中国纯净水市场位处领先地位。期内营业收入为 98.91 亿港元，同比增长 35.4%；归属于母公司所有者的净利润 2.37 亿港元，同比增长 123.6%。

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”。2014 年，华润置地的开发物业和投资物业均保持平稳发展趋势，签约销售额 692.10 亿元，同比增长 4.4%，签约面积 660.09 万平方米，同比增长 14.2%。2014 年，华润置地实现营业收入 883.81 亿港元，归属于母公司净利润 147.08 亿港元，同比分别增长 23.8% 和 0.08%。

截至 2014 年底，华润置地持有投资物业建筑面积达 540.91 万平方米，其中包括 15 个万象、18 个万象汇和 10 个酒店及酒店式公寓。未来华润置地将以持有物业，尤其是商业物业为发展的重点，以确保租金收益的持续、稳定增长。

2014 年，华润置地以人民币 301.56 亿元的价格增持了 21 宗土地储备，新增建筑面积达 842.38 万平方米，其中包括柳州、昆明、贵阳、石家庄、汕头等多个万象城综合体项目。华润置地控制投资节奏，谨慎购地，截至 2014 年 12 月底，华润置地储备计容面积 4004.41 万平方米。全国战略布局进一步完善，土地储备为公司中长期持续发展奠定了基础。

医药板块

目前华润医药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 2014 年底，华润医药总资产 932.28 亿元，同比增长 17.01%；2014 年实现营业收入 1065.52 亿元，同比增长 15.27%；实现营业利润 50.27 亿元，较上年下降 3.90%，整体规模位于中国医药行业前三强。

其他主要业务

1. 燃气业务

华润燃气控股及华润燃气（集团）有限公司（华润燃气）是华润旗下主营中国内地城市燃气业务的主体，其与中石化于 2007 年签署战略合作协议，在气源、技术、市场开拓等方面获得上游供应商的支持。截至 2013 年底，华润燃气运营 205 个燃气项目，较去年底增加 29 个，住宅接驳数达到 2090 万户，同比增长 13.52%。2014 年，华润燃气天然气销售量为 133.00 亿立方米，较上年增长 9.99%。2013 年，华润天然气营业收入及归属母公司所有者利润分别为 287.17 亿港元和 24.82 亿港元，同比分别增 28.84%和 14.85%。

2. 水泥业务

跟踪期内，公司通过收购和新建水泥生产线产能保持快速扩张。截至 2014 年底，华润水泥经营 90 条水泥粉磨线及 41 条熟料生产线，水泥和熟料的年产能分别为 7830 万吨及 5480 万吨。2014 年，华润水泥营业收入和净利润分别为 326.69 亿港元和 41.23 亿港元，分别同比增长 11.34%和 25.76%。

六、财务分析

公司 2014 年财务报表经普华永道华永会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2014 年，公司新纳入合并范围全资子公司一家，为深圳市润越投资发展有限公司，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。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 9369.85

亿元，所有者权益 2804.33 亿元；2014 年公司实现营业总收入 4614.12 亿元，利润总额 379.22 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 9512.88 亿元，所有者权益 2908.08 亿元；2015 年 1~3 月实现营业收入 1070.68 亿元，利润总额 98.45 亿元。

1. 盈利能力

伴随电力、医药、房地产、水泥、消费品等板块经营规模快速增长，2014 年公司实现营业收入 4614.12 亿元，同比增长 13.78%；实现利润总额 379.22 亿元，同比增长 3.17%。

2014 年公司盈利能力较强的消费品、地产及医药板块的收入占比之和有所增加，公司营业利润率从 23.73%小幅上升至 24.10%；期间费用率从 14.70%上升至 15.36%；投资收益 85.54 亿元，较上年的 69.25 亿元增长 23.52%。营业外收入 25.67 亿元，较上年的 23.64 亿元增长 8.58%，政府补助依旧占据较大比例。

从盈利指标来看，2014 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.97%和 9.10%，分别较 2013 年下降 0.77 和 1.81 个百分点。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 1070.68 亿元，较上年同期增长 7.25%，为 2014 年全年的 23.20%；实现利润总额 98.45 亿元，较去年同期保持相对稳定，为 2014 年全年的 25.96%；营业利润率为 24.43%，较上年同期的 23.85%略有增长。

跟踪期内，公司收入和利润规模持续增长，整体盈利能力相对稳定。

2. 现金流

2014 年，公司经营活动现金流入为 4913.77 亿元，同比增长 5.29%，增长主要来自于销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出 4614.29 亿元，同比增长 10.03%；2014 年，经营活动现金流净额 299.48 亿元，同比下降 36.73%；2014 年公司现金收入比为 100.01%，

较上年的 102.37%略有下降，主要是由于跟踪期内，公司其他应收款和票据结算占比有所提高所致。整体看，公司经营活动现金流状况较为稳定，现金收入质量较好。

从投资活动看，公司新建和收购活动仍然保持较大规模。2014 年购建固定资产、无形资产和投资支付的现金两项支出分别为 442.54 亿元和 210.04 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-413.04 亿元，较上年下降 9.83%。

2014 年公司经营性现金流量净额不能全部覆盖投资活动的资金缺口，存在一定融资需求；2014 年公司筹资活动现金流量净额为 101.61 亿元，相比上年的 2.72 亿元有大幅增长。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入和现金净流量分别为 1120.81 亿元和-64.16 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-101.88 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 45.00 亿元。

3. 资本及债务结构

资产构成

截至 2014 年底，公司资产总额 9369.85 亿元，较上年底增长 10.36%，从资产结构看，流动资产占 51.65%，非流动资产占 48.35%，流动资产占比较 2013 年下降 1.32 个百分点。

截至 2014 年底，公司流动资产规模 4839.50 亿元，同比增长 7.61%，其中，货币资金占 22.95%，应收账款占 8.76%，存货占 39.80%，构成较 2013 年底变化不大。截至 2014 年底，公司货币资金 1110.54 亿元，同比增长 13.66%，主要来自银行存款的增长；公司应收票据 67.49 亿元，同比下降 25.96%，主要由于银行承兑汇票减少所致；应收账款 423.91 亿元，较 2013 年增长 12.64%。

截至 2014 年底，公司非流动资产 4530.35 亿元，同比增长 13.45%，构成以长期股权投资（占 11.58%）、固定资产（占 40.38%）、投资性房地产（占 11.02%）和无形资产（占 9.27%）为主，较 2013 年底变化不大。截至 2014 年底，公司固定资产原值 2670.25 亿元，累计折旧

733.98 亿元，减值准备 107.04 亿元，固定资产净额 1829.23 亿元，固定资产成新率 68.50%，成新率不高。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 9512.88 亿元，较 2014 年底增长 1.53%。2015 年 3 月底，公司流动资产和非流动资产分别占比 51.19%和 48.81%，较 2014 年底变动不大。

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构变化不大，资产流动性一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债规模 6565.52 亿元，同比增长 9.45%，从构成看，流动负债占 67.49%，非流动负债占 32.51%，负债结构较 2013 年无明显变化。

截至 2014 年底，公司流动负债 4431.38 亿元，同比增长 8.96%。从构成看，短期借款占 6.77%，吸收存款及同业存放占 17.70%，应付账款占 17.24%，预收款项占 20.40%，其他应付款占 14.31%，预收款项和其他应付款占比有所增长，短期借款和应付账款占比有所下降。

截至 2014 年底，公司非流动负债规模 2134.14 亿元，同比增长 10.48%，构成仍然以长期借款（占 61.80%）和应付债券（占 31.29%）为主；公司债务规模 3823.18 亿元，同比增长 6.27%，从构成看，短期债务占 48.03%，长期债务占 51.97%，长期债务占比较高。

截至 2014 年底，公司资产负债率 70.07%，较去年底略有下降；全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均较上年略有下降，分别为 57.52%和 41.30%。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 6604.81 亿元，较 2014 年底保持稳定，流动负债和非流动负债分别占比 68.46%和 31.54%，非流动负债占比较 2014 年底有所下降。其中，短期借款 369.10 亿元，较 2014 年底增长 23.08%；长期应付款 28.05 亿元，较 2014 年底下降 28.15%。2015 年 3 月底，公司有息债务合计 3801.49 亿元，较 2014 年底有小幅下降；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 69.43%和 56.66%。

总体看，公司有息债务水平有所增长，长、短期债务配比均衡，整体债务负担仍可控。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 2804.33 亿元，同比增长 12.55%，主要来自于未分配利润和少数股东权益的增长；归属于母公司的所有者权益为 1422.74 亿元，其中，实收资本占 11.57%、资本公积占 18.28%、盈余公积占 2.16%，未分配利润占 69.37%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 2908.08 亿元，其中少数股东权益合计 1454.60 亿元；所有者权益结构较 2014 年底变化不大。

总体看，公司未分配利润比重较高，所有者权益稳定性较弱。

4. 偿债能力

2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 109.21% 和 65.75%，分别较上年底下降 1.37 和 3.96 个百分点；经营现金流动负债比为 6.76%，较上年下降 4.88 个百分点。考虑到公司负债中不需偿付的预收款项较多，以及货币资金规模大，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2014 年公司 EBITDA 为 610.90 亿元，基本与上年持平；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 6.08 倍和 6.26 倍，公司 EBITDA 对有息债务本息的保障能力强，公司长期偿债能力强。

截至 2014 年底，公司对外担保总额 313.05 亿元，担保比率为 11.16%；其中，为华润集团的联营公司提供的借款担保 16.73 亿元，为中国华润总公司的银行担保提供的反担保 70.00 亿元，为其他公司或个人提供的担保 226.32 亿元（主要系华润置地为购买其物业的购买方提供银行贷款担保 185.31 亿元）。

截至 2015 年 3 月底，公司本部获得银行授信总额为 358 亿元，尚未使用额度为 248.10 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。

5. 存续期内债券偿还能力

目前公司待偿还的中期票据“11 华润 MTN1”、“11 华润 MTN2”和“15 华润 MTN001”发行额度合计 200 亿元，将于 2021、2016 和 2022 年到期，期限分布合理。目前，上述债券募集资金已全部按计划使用完毕。

2014 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营性现金流净额分别为合计本金的 3.05 倍、24.57 倍和 1.50 倍，对上述债券保障能力很强。

6. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业信用报告》，截至 2015 年 7 月 6 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。

七、结论

综合上述，联合资信维持公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；并维持“11 华润 MTN1”、“11 华润 MTN2”和“15 华润 MTN001”AAA 的信用等级。

附件 1 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	756.58	964.35	1038.89	918.12
资产总额(亿元)	7304.58	8490.32	9369.85	9512.88
所有者权益(亿元)	2159.08	2491.59	2804.33	2908.08
短期债务(亿元)	1519.89	1777.50	1836.45	1851.61
长期债务(亿元)	1667.81	1820.00	1986.73	1950.33
全部债务(亿元)	3187.70	3597.50	3823.18	3801.94
营业收入(亿元)	3309.10	4055.48	4614.12	1070.68
利润总额(亿元)	315.15	367.56	379.22	98.45
EBITDA(亿元)	545.91	608.48	610.90	--
经营性净现金流(亿元)	443.57	473.30	299.48	-64.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.06	9.58	9.62	--
存货周转次数(次)	1.82	1.87	1.88	--
总资产周转次数(次)	0.50	0.51	0.52	--
现金收入比(%)	110.04	102.37	100.01	97.96
营业利润率(%)	23.12	23.72	24.10	24.43
总资本收益率(%)	7.57	5.74	4.97	--
净资产收益率(%)	11.18	10.91	9.10	--
长期债务资本化比率(%)	43.58	42.21	41.30	40.13
全部债务资本化比率(%)	59.62	59.08	57.52	56.66
资产负债率(%)	70.44	70.65	70.07	69.43
流动比率(%)	117.85	110.58	109.21	107.69
速动比率(%)	71.99	69.71	65.75	63.47
经营现金流动负债比(%)	13.28	11.64	6.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.22	6.03	6.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.84	5.91	6.26	--

注：1.2015 年一季度财务报表未经审计；

2.上表中现金类资产已剔除使用受限部分。

附件 2 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 3 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。