跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1709 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国华润总公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“06华润债”和“07华润债”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十五日

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

中国华润总公司企业债券跟踪评级报告

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
06 华润债	30 亿元	2006/3/7~2021/3/7	AAA	AAA
07 华润债	10 亿元	2007/6/11~2017/6/11	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	963.40	1039.21	1066.27
资产总额(亿元)	8488.68	9346.49	9945.19
所有者权益(亿元)	2415.46	2706.54	2956.81
长期债务(亿元)	1890.00	2026.73	1865.08
全部债务(亿元)	3667.50	3895.19	3974.92
营业收入(亿元)	4055.49	4614.14	4812.21
利润总额 (亿元)	362.93	374.92	439.68
EBITDA(亿元)	588.58	609.97	720.66
经营性净现金流(亿元)	472.40	298.07	598.92
营业利润率(%)	23.73	24.10	24.76
净资产收益率(%)	11.06	9.27	10.08
资产负债率(%)	71.54	71.04	70.27
全部债务资本化比率(%)	60.29	59.00	57.34
流动比率(%)	110.85	107.82	102.29
全部债务/EBITDA(倍)	6.23	6.39	5.52
EBITDA 利息倍数(倍)	6.14	5.88	6.51
经营现金流动负债比(%)	11.65	6.67	12.04

注：1.2016 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；
3.划分为持有待售的负债中的短期借款部分已计入上表中的短期债务。

分析师

贺苏凝　孔祥一
lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679688
Http：//www.lhratings.com

评级观点

中国华润总公司（下称“公司”）作为中央直属的国有大型骨干企业之一，跟踪期内，业务运营平稳，资产和收入规模继续扩大，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，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。

“06 华润债”和“07 华润债”分别由交通银行股份有限公司和中国农业银行股份有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。上述两家商业银行均具有很强的担保实力，有助于保障债券偿付安全性。

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“06 华润债”和“07 华润债”的信用等级为 AAA。

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，营业收入规模稳步扩张。
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，抗风险能力较强。
3. 跟踪期内，公司资产和权益规模不断扩张，利润持续攀升，盈利能力始终保持稳健

4. 公司经营活动现金流和EBITDA对存续期债券保障程度很高。
5. 交通银行股份有限公司和中国农业银行股份有限公司的担保有助于保障“06华润债”和“07华润债”本息偿还的安全性。

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. 公司存在各类美元、港币金融资产和金融负债，存在一定外汇风险。

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）与中国华润总公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国华润总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，未因中国华润总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中国华润总公司提供，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中国华润总公司主体长期信用及存续期内“06 华润债”和“07 华润债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

中国华润总公司（下称“中国华润”或“公司”）是一家成立于 1986 年的全民所有制企业。截至 2015 年底，公司注册资本和实收资本均为 152.37 亿元，全部为国务院国资委出资。

1999 年 6 月，原国家外经贸部将其持有的华润（集团）有限公司（下称“华润集团”）股权全部转由公司持有。2003 年 5 月，根据国资委国资函[2003]20 号文，公司联合中国粮油食品（集团）有限公司、中国中化集团公司、中国五矿集团公司、中国华能集团四家股东发起设立华润股份有限公司（下称“华润股份”）；2009 年 6 月，中国中化集团公司将其所持华润股份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华润股份股权转让给公司，中国粮油食品（集团）有限公司将其所持公司股权转让给公司全资子公司华润国际招标有限公司。股权变更后，公司直接持有华润股份 99.996053%的股份，并通过华润国际招标有限公司间接持有华润股份 0.003947%的股份。

公司及其子公司主要从事金融、保险、地产、医药、水泥、能源、交通、电力、通讯、仓储运输、食品饮料方面的投资；对商业零售企业的投资与管理；轻纺织品、建筑材料产品的生产；电力及机电产品加工、生产和销售；物业管理；民用建筑工程的施工，民用建筑工程的外装修及室内装修；以及技术交流。

截至 2015 年底，公司资产总额 9945.19 亿元，所有者权益 2956.81 亿元（含少数股东权益 1410.54 亿元）；2015 年实现营业收入 4812.21 亿元，利润总额 439.68 亿元。

公司地址：北京市东城区建国门北大街 8 号华润大厦；法定代表人：傅育宁。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万

亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，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，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业分析

1. 零售行业

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一

根据《2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，全年社会消费品零售总额 300931 亿元，比上年增长 10.7%，增速较上年放缓 1.3 个百分点；扣除价格因素，实际增长 10.6%，增速较上年放缓 0.3 个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额 258999 亿元，同比名义增长 10.5%，增速较上年放缓 1.3 个百分点；乡村消费品零售额 41932 亿元，增长 11.8%，增速较上年放缓 1.1 个百分点。扣除价格因素，城镇消费品零售额实际增长 8.9%，增速较上年回落 1.8 个百分点；乡村消费品零售额实际增长 10.4%，增速较上年回落 1.4 个百分点。2015 年，城镇消费品零售额占社会消费品零售总额比重为 86.1%，较上年略降 0.2 个百分点。按消费类型统计，商品零售额 268621 亿元，增长 10.6%；餐饮收入 32310 亿元，比上年增长 11.7%，增速较上年提高 2.0 个百分点，自 2013 年餐饮市场增速陷入低谷后，连续第二年增速有所回升。其中，限上单位餐饮收入增速回升幅度较大，同比增长 7%，增速较上年提高 4.8 个百分点，餐饮业市场明显回暖。限额以上单位商品零售额同比增长 7.9%，增速较上年放缓 1.9 个百分点，在国家统计局统计的限额以上单位的 13 类商品中（粮油、食品和饮料、烟酒合并计算），零售额增速比上年加快的有 7 类，较上年大幅提高 6 类。其中，粮油食品、饮料烟酒类商品零售额同比增长 14.6%，增速较 2014 年加快 3.5 个百分点；金银珠宝增速为 7.3%，加快 7.3 个百分点；日用品增长 12.3%，加快 0.7 个百分点；家用电器和音像器材增长 11.4%，加快 2.3 个百分点；文化办公用品增长 15.2%，加快 3.6 个百分点；家具增长 16.1%，加快 2.2 个百分点；建筑及装潢材料类增长 18.7%，加快 4.8 个百分点。

2016 年 1～3 月份，社会消费品零售总额 78024 亿元，同比名义增长 10.3%。其中，限额以上单位消费品零售额 34625 亿元，增长 8.0%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 66920

亿元，同比增长 10.2%；乡村消费品零售额 11105 亿元，增长 11.0%；按消费类型分，餐饮收入 8302 亿元，同比增长 11.3%；商品零售 69722 亿元，增长 10.2%；在商品零售中，限额以上单位商品零售 32579 亿元，同比增长 8.0%。2016 年 1～3 月份，全国网上零售额 10251 亿元，同比增长 27.8%。其中，实物商品网上零售额 8241 亿元，增长 25.9%，占社会消费品零售总额的比重为 10.6%；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 35.5%、16.0%和 29.5%。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2015 年全年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.1%，增速相比上年回落了 0.5 个百分点，也是自 2012 年以来增速连续第四年下降。100 家企业中，零售额同比下降的达到 64 家，其中降幅在 10%以上的（包括 10%）的 23 家，增长 10%以上的（包括 10%）9 家。从各品类情况来看：粮油食品类零售额同比增长 3.0%，增速相比上年放缓了 0.3 个百分点；其中，家禽类、奶及奶制品和冷冻食品类销售情况较好，分别实现同比增长 3.2%、4.0%和 3.0%，成为拉动食品市场增长的主要因素，但均不及上年增速水平。服装类商品零售额同比下降 0.3%，增速相比上年回落了 1.3 个百分点。其中童装类增长最快，增速为 1.5%，男装和女装类则分别同比下降 1.2%和 0.9%；各类服装零售量累计增长 6.4%，增速相比上年加快了 6.7 个百分点；全年服装量增额降，2015 年服装打折、降价促销现象突出，服装成交均价明显降低。家用电器类零售额同比下降 3.8%，降幅相比上年加大了 2.2 个百分点。金银珠宝类零售额同比下降 3.5%，降幅相比上年大幅收窄了 8.1 个百分点。化妆品类零售额同比增长 1.8%，增速相比上年加快了 1.2 个百分点。日用品类零售额同比下降 0.9%，增速相比上年回落了 4.6 个百分点。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2016 年第一季度，全国百家重点大型零售企业商品零售额同比下降 4.8%，增速低于上年同期 4.8 个百分点。从一季度主要品类商品销售情况来看：粮油、食品零售额累计同比增长 0.4%，增速较上年同期回落了 6.4 个百分点。服装零售额累计同比下降 5.1%，增速较上年同期回落了 9 个百分点。化妆品零售额累计同比下降 0.5%，增速相比上年同期回落了 3.7 个百分点。日用品零售额累计同比下降 1.3%，增速低于上年同期 1.6 个百分点。金银珠宝类零售额累计同比下降 22.0%，降幅相比上年同期扩大了 14.1 个百分点。家用电器零售额累计同比下降 3.6%，降幅相比上年同期收窄了 2.4 个百分点。

中国连锁经营协会（CCFA）2016 年 5 月 3 日发布“2015 中国连锁百强”及相关榜单，统计结果显示，2015 年连锁百强销售规模 2.1 万亿元，同比增长 4.3%。门店总数达到 11.1 万余家，同比增长 4.7%。百强企业销售规模占社会消费品零售总额 6.9%。

2015 年连锁零售行业销售增幅下降，业态分化明显。2015 年，百强企业销售规模平均增幅为 4.3%，其中 31 家企业销售增长为负，是百强统计以来增长水平最低的一年。近几年来，百强销售增幅持续下降，2010-2015 年的销售增长分别为 21.0%、12.0%、10.8%、9.9%、5.1%和 4.3%。 2015 年，各业态的销售增幅分化明显。增长最快的是专业专卖店，增幅达到 16.1%，便利店的销售增幅达到 15.2%，超市的销售增幅为 4.1%，百货店的销售增幅为-0.7%。

2015 年，人工、房租持续上涨，开店放缓，用工减少。2015 年，百强企业人工成本上涨 4.2%，房租上涨 8.6%。在成本持续走高的形势下，百强企业门店扩张速度放缓，关店数量上升。2015 年，百强企业平均新开门店 115 个，同比下降 16%，平均关闭门店 62 个，同比上升 39%。为缓解人工成本上涨压力，企业通过优化组织结构等手段减员增效。2015 年，百强企业正式用工人数下降 3.1%。报送数据的企业中，56%的企业用工数增幅低于门店增幅，25%的企业用工数降幅大于门店的降幅。

面对经济增长放缓，竞争加剧，成本上涨等一系列不利因素，以百强为代表的零售企业积极拥抱互联网，回归零售根本，在门店优化、商品采购、供应链管理、全渠道营销等方面积极探索，服务质量和竞争能力得到一定程度的提高。2015 年，百强企业网络销售额达到 710 亿元，比 2014 年增长 85%。在开展网络零售的 83 家百强企业中，近 80%的企业拥有自建平台，超过 70%的企业采用两种及以上的线上渠道开展网络零售，有 20 家企业开发了自己的 APP。在提供数据的百强企业中，移动端销售占到企业网络销售额 30%以上的企业达到 58%，介于 10%-30%的企业占 11%，低于 10%的企业占 31%。企业研发投入比上一年增长 11%，平均达到 616 万元。

百强企业中有 18 家企业试水跨境购业务，一半以上的企业其跨境购规模占总销售额的比重不足 1%。尽管很多企业认为跨境购对企业整体销售和毛利贡献不大，但还是有 73%的企业打算进一步扩大跨境购业务。

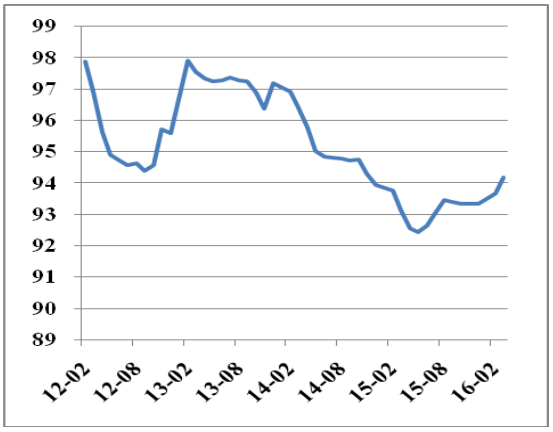
百强企业加快对传统实体门店的升级改造，引入多种移动支付方式，比如微信、支付宝、Apple Pay 等。在 55 家引入移动支付的企业中，22%的企业引入一种支付方式，78%的企业引入两种及以上的移动支付方式。29%的企业移动支付占总支付额的比例超过 10%，其他 71%的企业移动支付比例低于 10%。

总体看，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。

2. *房地产行业*

2014 年的中国房地产市场处于调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑；中央政策以“稳”为主，关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费；各地加速房地产市场化转型，限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。2015 年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，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。

图 1　2012 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：wind资讯

2015 年，全国房地产开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%，其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 0.4%；全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中住宅新开工面积 10.7 亿

平方米，同比下降 14.6%；受益利好政策的刺激，2015 年的地产销售呈温和回暖，70 个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。

2016 年 1～3 月，全国房地产开发投资 17677 亿元，同比名义增长 6.2%（扣除价格因素实际增长 9.1%），增速比 1-2 月份提高 3.2 个百分点。其中，住宅投资 11670 亿元，增长 4.6%，提高 2.8 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 66.0%；房地产开发企业房屋施工面积 61.80 亿平方米，同比增长 5.8%，其中，住宅施工面积 42.40 亿平方米，增长 4.0%。房屋新开工面积 2.83 亿平方米，增长 19.2%，增速提高 5.5 个百分点。其中，住宅新开工面积 1.93 亿平方米，增长 14.8%。房屋竣工面积 2.00 亿平方米，增长 17.7%，增速回落 11.2 个百分点。其中，住宅竣工面积 1.45 亿平方米，增长 17.1%。2016 年 1～3 月，商品房销售面积 2.43 亿平方米，同比增长 33.1%，其中，住宅销售面积增长 35.6%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

①房地产供求与信贷环境

2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为 22811 万平方米，同比下降 31.70%，降幅扩大；土地成交价款为 7622 亿元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2～4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）；全年新增 6761.3 亿元，占同期房产开发贷款增量的 92.7%，较上年提高 37.7 个百分点。

②政策环境

2015 年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，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。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。未来，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，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。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，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

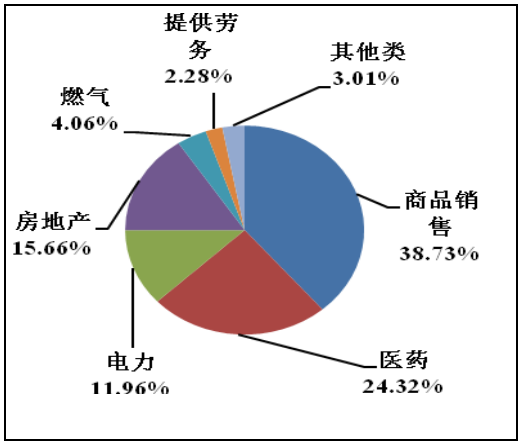
五、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、管理制度及高管人员等方面无重大变化。

六、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 2　2015 年主营业务收入结构图



资料来源：公司审计报告

公司重要的下属公司包括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“华润医药集团”）、华润水泥控股有限公司（下称“华润水泥”，股票代码 01313.HK）、华润燃气控股有限公司（下称“华润燃气”，股票代码 01193.HK）等。2015 年，公司实现主营业务收入 4795.91 亿元，同比增长 4.27%；消费品、医药、电力和房地产四大核心板块实现收入占主营业务收入的比重分别为 38.73%、24.32%、11.96%和 15.66%（合计占 90.66%），核心板块的业务集中度高。

1. 电力板块

公司电力板块的运营主体是华润电力，公司通过全资子公司华润（集团）有限公司（下称“华润集团”）持有其 62.987%的股份。2015 年，华润电力实现营业额 714.36 亿港元，较上年小幅增长 1.07%；附属运营发电厂及风电场

的总售电量为 1.43 亿兆瓦时，较 2014 年的 1.32 亿兆瓦时增长 8.2%；实现除税前利润 163.21 亿港元，同比大幅增长 45.93%。

截至 2015 年底，华润电力旗下运营 39 座燃煤发电厂、2 座水力发电厂、1 座燃气发电厂、1 座光伏发电厂和 66 个风电场。华润电力下属的燃煤发电厂包含 5 个 1000 兆瓦级、14 个 600 兆瓦级（其中 2 个为在建项目）、20 个 300 兆瓦级以及 6 个 200 兆瓦级及以下的项目；公司下属多个清洁能源项目，其中有 22 个风电项目和 5 个光伏项目处于在建阶段。

截至 2015 年底，公司合计运营的权益装机容量为 34731 兆瓦（35.8%位于华东地区、27.0%位于华中地区、20.3%位于华南地区、10.7%位于华北地区、4.7%位于东北地区、1.1%位于西南地区以及 0.6%位于西北地区），较上年增长 10.85%；其中，风电、燃气、水电及光伏运营权益装机容量合计 4611 兆瓦，较上年增长 17.93%，占总运营权益装机容量约 13.3%。

受电力消费增速放缓及水电发电量快速增长等因素影响，国内火电机组的平均利用小时同比下降 410 小时或 8.7%，华润电力全年运营的附属火电厂的机组满负荷平均利用小时达到 4989 小时，超过国内火电平均水平 660 小时，主要得益于旗下电厂大部分为机型机组，且主要分布于用电需求较为强劲的区域。2015 年，公司新投产了 5 台高效火力发电机组，合计增加运营权益装机容量 3360 兆瓦，关停了 3 台小机组，权益装机容量合计 440 兆瓦。

煤炭业务方面，受宏观经济尤其是工业生产下行，国内经济转型和产业结构调整影响，国内煤炭市场价格继续下探，公司于 2015 年关闭落后产能矿井 4 座，停产矿井 4 座，淘汰落后产能约 48 万吨，同时进一步加强生产矿井的生产和管理费用。2015 年，公司附属及联营煤矿合计生产煤炭 1390 万吨，较上年增长 19.3%，其中附属煤矿生产原煤 1202 万吨，联营煤矿生产原煤 188 万吨。

2. 商品销售板块

公司商品销售板块专注于零售、啤酒、食品及饮品四大类业务，板块经营主体是华润创业有限公司（下称“华润创业”）。2015 年，公司商品销售实现收入 1857.28 亿元，同比下降 3.93%，收入水平略有回落。

零售

公司零售业务采用多业态运营模式，主要业态包括超市、健康及护理产品销售、艺术品销售、咖啡店等，拥有华润万家、苏果、欢乐颂、中艺、Ole’、Blt、VANGO、Pacific coffee 等多个著名品牌，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。

啤酒

华润创业下辖一家港股上市公司华润啤酒（控股）有限公司（下称“华润啤酒”，公司持股 52%），是于 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公司，为华润啤酒母公司），主要从事啤酒酿造、产品销售和品牌推广。

2015 年，华润啤酒完成业务重组，于 9 月 1 日将全部非啤酒业务（零售、食品、饮品业务）出售给华润集团，转型成为专注发展啤酒业务的企业，旗下啤酒销量自 2006 年起连续多年位居中国市场第一，旗舰品牌“雪花 Snow”自 2008 年起成为全球销量最高的单一啤酒品牌。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。

截至 2015 年底，华润啤酒在中国内地 25 个区域经营 97 间啤酒厂，年产能约 220 亿升。2015 年的啤酒销量较上年下降 1.3%至约 116.83 亿升（行销全国的“雪花 Snow”的销量占比约 90%），基本维持了销量和市场覆盖率的稳定；受益于产品组合的优化，精制酒销量稳步上扬，

整体均价有所提升，当期按人民币计的均价较上年增长约 3.2%。

截至 2015 年底，华润啤酒资产总额为港币 510.49 亿元，总权益为港币 230.60 亿元；2015 年可持续经营业务实现营业额为港币 348.21 亿元，可持续经营业务获得年度溢利为港币 16.55 亿元；但由于当年已终止经营业务[1]产生的年度亏损（港币-55.13 亿元），华润啤酒年度发生亏损额为港币 38.58 亿元，当年终止经营业务后续不再对华润啤酒形成影响。

其他

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，并陆续推出其他品类饮料。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，为公司开创了全国性多品类饮料业务的全新战略格局。

综上所述，受短期内经济前景不明朗、消费习惯改变以及新从业者的影响，合资企业 Tesco PLC 中国业务的整合仍在进行，目前仍处磨合期，对零售业务带来负面影响。同时，零售业务也为加强实体店运营、电子商务和信息化系统需进一步投资，中短期内较难取得盈利。

3. 地产板块

公司地产板块的运营主体为华润置地，公司通过华润集团持有其 61.27%的股份。华润置地的商业模式为“住宅开发+持有物业+增值服务”。2015 年，受益于利好的行业政策，中国地产市场呈现温和回暖；高端购物中心和酒店受经济放缓及供应过量影响，业绩增长承受较大压力。2015 年，华润置地实现综合营业额 1033.93 亿港元，同比增长 15.26%；当期除税前溢利 325.20 亿港元，同比增长 18.84 亿港元，其中投资物业之公平值变动收益 46.02 亿港元，同比下降 7.34%。

开发物业方面：2015 年，华润置地开发物业实现营业额 935.36 亿港元，结算面积 703.63 万平方米，同比分别增长 14.4%和 18.7%；年内实现签约销售额 851.50 亿人民币，签约面积 675.87 万平方米，同比分别增长 23.0%和 2.4%；

投资物业方面：2015 年，华润置业包括酒店经营在内的投资物业实现营业额 66.5 亿港元，同比增长 21.4%；截至 2015 年底，华润置业在营投资物业总建筑面积达 491.2 万平方米，其中已开业万象城 11 个，五彩城/万象汇 7 个，其他购物中心 2 个，年内新开业的购物中心为青岛万象城（4 月 30 日开业，当年租金收入 224.4 百万港元）、淄博万象城（5 月 27 日开业，当年租金收入 80.2 百万港元）、赣州万象城（9 月 19 日开业，当年租金收入 50.3 百万港元）、合肥万象城（9 月 25 日开业，当年租金收入 60.1 百万港元）、潘阳铁西万象汇（9 月 30 日开业，当年租金收入 28 百万港元）和长沙星沙万象汇（11 月 28 日开业，当年租金收入 11.5 百万港元），开幕日店铺开业率平均 87.9%，处于业内较高水平。

土地储备方面：2015 年，华润置业与正新公司（华润集团持股 100%）订立收购协议，以 186.4 亿港元（126 亿港元股份+60.4 亿港元现金）价格收购位于深圳及济南若干项目，收购总建筑面积约 400 万平方米，增加了一线城市土地储备量；此外，公司还以 592.1 亿人民币

[1] 华润啤酒已于 2015 年 9 月 1 日出售其非啤酒业务（零售、食品、饮品等），该类业务按照香港财务报告准则第 5 号列为已终止经营的业务；2015 年 1~8 月，非啤酒业务实现营业额为港币 994.90 亿元（含内部抵消）。

（权益地价 293.6 亿人民币）在北京、上海、苏州等地增持了 18 宗土地，计容建筑面积达 510.6 万平方米（开发物业 480.7 万平方米+投资物业 29.9 万平方米）。截至 2015 年底，公司已布局全国 53 个城市，总土地储备面积达 4126 万平方米。公司全国战略布局进一步完善，土地储备为未来的中长期持续发展奠定了基础。

4. 医药板块

公司医药板块的运营主体是医药集团，公司通过华润集团持有其 72%的股份；医药集团下属全资子公司医药控股有限公司（下称“华润医药控股”）旗下拥有上市公司华润三九医药股份有限公司（股票代码 000999，简称“华润三九”）、华润双鹤药业股份有限公司（股票代码 600062，简称“华润双鹤”）以及华润赛科药业有限责任公司、东阿阿胶有限公司、华润医药商业集团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 2015 年底，华润医药控股总资产 1032.15 亿元，较上年底增长 10.71%；所有者权益合计 304.00 亿元，较上年底增长 16.62%；实现营业收入和利润总额分别为 1171.18 亿元和 70.25 亿元，同比分别增长 9.92%和 31.19%。

5. 金融板块

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 2015 年底，华润信托总资产 192.82 亿元，总负债 21.44 亿元，权益总额为 171.38 亿元；2015 年实现总收入 57.11 亿元，其中信托业务收入 13.83 亿，净利润 32.44 亿元。截至 2016 年 3 月底，华润信托总资产 191.60 亿元人民币，总负债 5.91 亿元，净资产 185.69 亿元，2016 年 1-3 月实现总收入 5.13 亿元，其中信托业务收入 2.18 亿，实现净利润 3.71 亿元。截至 2015 年底，公司管理信托资产达 6635 亿元，其中：房地产类信托占比 5.86%，证券类信托占比 57.14%，银行类信托占比 1.93%，其他类信托占比 35.07%；项目实现平均报酬率 0.26%。

华润银行作为全国第二批新组建的城市商业银行之一，注册资本 56.38 亿元。截至 2015 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 24 家支行，在中山市设立 1 家分行和 3 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，在惠州市设立 1 家分行，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 2015 年底，华润银行的总资产为 1163.94 亿元（其中发放贷款和垫款净额 528.7 亿元），总负债 1075.48 亿元（其中吸收存款余额 752.51 亿元），所有者权益 88.46 亿元；贷款余额为 549.71 亿元，存款余额为 752.51 亿元，不良贷款率 2.49 %；2015 年度公司实现净利润 7094 万元（归属于母公司利润 6615 万元）。

截至 2016 年 3 月底，华润银行的总资产为 1160.18 亿元，总负债 1069.29 亿元，所有者权益 90.89 亿元；华润银行的贷款余额为 575.46 亿元，存款余额为 765.36 亿元，不良贷款率 2.60%；2016 年 1-3 月，累计实现净利润 2.59 亿元。

6. 其他主要业务

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，公司通过华润集团持有其 64%的股份，华润燃气主要从事下游城市燃气分销业务，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，

2015 年，华润燃气收购 18 个城市燃气项目，年末业务覆盖了 220 个城市燃气项目，业务网点遍及 22 个中国省份，包含 3 个直辖市（重庆、上海和天津）、14 个省会城市及 72 个地级市。2015 年，华润燃气的燃气总销量约 149 亿立方米，已接驳住宅客户数量由上年的 2074 万

户增长 14%至 2361 万户。

2015 年，华润燃气营业额同比增加 8.28%至 310.96 亿港元，归属于母公司的年内溢利同比增加 14.44%至 28.38 亿港元。

水泥业务

公司水泥业务的经营主体为华润水泥，公司通过华润集团持有其 73%的股份。截至 2015 年底，华润水泥经营 91 条水泥粉磨线及 42 条熟料生产线（不含联营及合营），水泥基熟料的年产能分别为 7930 万吨级 5630 万吨，相比 2014 年末略有增长；同时经营 58 座混凝土搅拌站，年产能为 3450 万立方米混凝土。2015 年，华润水泥的水泥、熟料及混凝土生产线的利用率分别为 99.5%、113.3%和 36.3%。

2015 年，中国经济下行压力较大，固定资产投资增速放缓，华润水泥运营区域的经济增长及固定资产投资基本高于全国平均水平，华润水泥当期实现营业额 267.79 亿港元，同比下降 18.03%，当期除税前溢利 9.84 亿港元，同比大幅下滑 82.89%。

七、财务分析

公司 2015 年财务报表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报告。截至 2015 年底，公司合并范围内的二级子公司为 3 家，分别为华润股份（直接及间接持股 100%）、华氏有限公司（持股 100%）、华润国际招标有限公司（持股 100%），与 2014 年底一致。

截至 2015 年底，公司资产总额 9945.19 亿元，所有者权益 2956.81 亿元（含少数股东权益 1410.54 亿元）；2015 年实现营业收入 4812.21 亿元，利润总额 439.68 亿元。

1. 盈利能力

伴随电力、医药、房地产、燃气等板块经营规模实现不同程度的增长，2015 年公司实现营业收入 4812.21 亿元，同比增长 4.29%；同期的营业成本同比增长 2.78%至 3461.43 亿元，增速略低于营业收入增速，使得营业利润率较上年略有提升，为 24.76%，主业盈利能力较强且稳定。

2015 年，公司期间费用同比增长 9.96%至 784.52 亿元，占营业收入的 16.30%，相比上年的 15.46%略有增长；其中销售费用和管理费用同比增幅分别为 8.95%和 4.50%，财务费用同比增长 34.74%，增长较快，主要由于汇兑损失由上年的 1.71 亿元增至 21.47 亿元导致。

2015 年，公司资产减值损失为 131.83 亿元，基本与上年的 134.53 亿元持平；主要为商誉减值损失（计提 24.12 亿元，主要为零售业商誉减值损失 20.22 亿元）、无形资产减值损失（计提 20.86 亿元，主要是对采矿权及探矿权的计提）、固定资产减值损失（计提 29.75 亿元，主要是对房屋及建筑物的计提）和贷款减值损失（计提 18.86 亿元）。

非经营性损益方面，2015 年的投资收益和营业外收入分别为 159.45 亿元和 25.31 亿元，营业外收入基本与上年持平，投资收益大幅增长 85.29%，主要源于权益法确认收益（83.61 亿元）、处置长期股权投资收益（39.39 亿元）和可供出售金融资产收益（29.12 亿元）的增长。2015 年发生营业外支出 19.56 亿元，主要为计提的预计负债[2]。

2015 年，公司分别实现利润总额和净利润 439.68 亿元和 298.15 亿元，同比分别增长 17.27%和 18.81%。从盈利指标来看，2015 年的总资本收益率和净资产收益率分别为 5.48%和 10.08%，分别较上年上升 0.51 和 0.81 个百分点。

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的水平。

[2]华润信托于 2015 年 5 月 15 日与深圳市融通资本财富管理有限公司（下称“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 21 号定向资管计划”对应的本金和预期固定收益能够实现提供流动性支持。根据深国投信托对该流动性支持承诺的测算，履行该义务很可能导致经济利益流出，因此确认预计负债 15.16 亿元。

2. 现金流

经营活动方面：2015 年，公司经营活动现金流入（5174.91 亿元）以销售商品、提供劳务收到的现金（4875.92 亿元）为主；经营活动现金流出（4575.99 亿元）以购买商品、接受劳务支付的现金（3410.72 亿元）为主；经营活动现金流净额为 598.92 亿元，同比大幅增长 100.94%。2015 年，公司现金收入比为 101.32%，较上年的 100.01%略有增长，收入实现质量较好。整体看，公司经营活动现金流入规模很大，且经营活动获现能力进一步加强，现金收入质量较好。

投资活动方面：2015 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 116.61%至 602.27 亿元；公司新建和收购活动仍然保持较大规模，当期购建固定资产、无形资产和投资支付的现金两项支出分别为 423.50 亿元和 349.59 亿元，投资活动现金流出为 820.26 亿元，同比增长 22.49%，增速低于投资现金流入增速；投资活动产生的现金流量净额为-217.99 亿元，投资活动资金缺口相比上年的-391.58 亿元有明显的缩减。

2015 年，公司经营性现金流量净额能够完全覆盖投资活动的资金缺口，对外融资需求不大，当期筹资活动现金流量净额为-296.69 亿元（2014 年为 81.68 亿元），主要由于偿还债务以及分配股利、利润或偿付利息支付的现金有明显提升。

跟踪期内，公司持续保持大规模的经营活动现金流入量，经营活动获现能力增强，能够覆盖投资活动的资金缺口，对外融资需求不大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 9945.19 亿元，较上年底增长 6.41%，流动资产和非流动资产分别占 51.16%和 48.84%，流动资产比重略高，资产结构基本与上年末一致。

截至 2015 年底，公司流动资产为 5088.07 亿元，同比增长 5.64%，构成以货币资金（占 22.11%）、应收账款（占 9.07%）、其他应收款（占 6.85%）和存货（占 39.98%）等科目为主。相比上年底，货币资金、应收账款和存货均稳定增长，同比增幅分别为 1.26%、8.87%和 5.63%，其中货币资金以银行存款（占 76.53%）和其他货币资金（占 13.10%，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；其他应收款的同比增幅较大，同比增长 25.19%，主要源于应收关联方款项以及地产业务相应款项的增长，其中 1 年以内账龄的款项占 72%、1~2 年的款项占 14%，账龄相对较短。

截至 2015 年底，公司非流动资产 4857.13 亿元，同比增长 7.22%，构成以长期股权投资（占 13.37%）、投资性房地产（占 11.43%）、固定资产（占 41.16%）和无形资产（占 8.85%）等科目为主。相比上年底，固定资产和无形资产同比分别增长 9.27%和 2.21%；投资性房地产同比增长 11.06%，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 23.81%，主要源于对联营企业投资的增加（由 372.64 亿元增至 474.38 亿元）。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，资产结构变化不大，资产流动性一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 2956.81 亿元，同比增长 9.25%，主要由实收资本（占 5.15%）、资本公积（占 10.01%）、未分配利润（占 36.39%）和少数股东权益（占 47.70%）构成；归属于母公司所有者权益合计 1546.27 亿元，同比增长 16.70%，主要来自实收资本、资本公积和未分配利润的增长；其中，根据财政部和国资委下发的财企【2014】75 号文将收到的国有资本经营预算资金人民币 15.00 亿元增加国有资本金（增资已完成国有资产产权变更登记），公司实收资本由 137.37 亿元增至 152.37 亿元，全部为国家资本金；公司资本公积同比增长 22.50%至 296.00 亿元，主要

由于收购少数股东权益导致。

整体看，公司权益规模进一步扩张，资本实力强，权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债规模 6988.38 亿元，同比增长 5.25%，流动负债和非流动负债分别占 71.17%和 28.83%，以流动负债为主，流动负债比重相比上年末上升了 3.89 个百分点。

截至 2015 年底，公司流动负债 4973.93 亿元，同比增长 11.34%，增速高于总负债增速 6.09 个百分点，以短期借款（占 10.61%）、吸收存款及同业存放（占 16.51%）、应付账款（占 15.84%）、预收款项（占 21.77%）和其他应付款（占 13.81%）等科目为主。相比上年末，吸收存款及同业存放、应付账款均稳步增长，同比增幅分别为 4.70%和 3.14%；短期借款同比增长 75.92%至 527.57 亿元，主要源于信用借款的大幅增长（由 231.05 亿元增至 493.10 亿元）；预收款项同比增长 19.79%至 1082.66 亿元，源于预售房款的增长；其他应付款同比增长 7.70%至 687.01 亿元，主要源于电力板块及其他款项的增长。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 2014.45 亿元，由于长期借款及应付债券的下降（同比分别下降 7.45%和 8.96%），非流动负债同比回落 7.28%，以长期借款（占 60.60%）和应付债券（占 31.99%）科目为主。

截至 2015 年底，公司全部债务为 3974.92 亿元，较上年底略有增长 2.05%，其中短期债务和长期债务分别占 53.08%和 46.92%，以短期债务为主，短期债务比重较上年底上升了 5.11 个百分点。截至 2015 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上年底有所下降，分别为 70.27%、57.34%和 38.68%。

总体看，公司有息债务水平增长平缓，长、短期债务配比均衡，整体债务负担可控。

4. 偿债能力

截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 102.29%和 61.39%，分别较上年底下降 5.52 和 3.31 个百分点；经营现金流动负债比为 12.04%，较上年上升 5.37 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。

2015 年，公司 EBITDA 为 720.66 亿元，较上年增长 18.15%；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 6.51 倍和 5.52 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。

“06 华润债”和“07 华润债”发行规模分别为 30 亿元和 10 亿元，到期时间分别为 2021 年和 2017 年，期限分布合理。目前上述债券所募集的资金已全部按计划使用完毕。2015 年，公司实现经营活动现金流入量及净额分别为 5174.91 亿元和 598.92 亿元，为上述债券本金总额的 129.37 倍和 14.97 倍；2015 年，公司 EBITDA 为 720.66 亿元，为上述债券本金总额的 18.02 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流对上述债券本金的保障能力强。

5. 抗风险能力

基于公司股东背景、核心业务的行业地位及竞争优势、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。

6. 企业债券担保分析

“06 华润债”由交通银行股份有限公司（“交通银行”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公开评级，交通银行主体长期信用等级为 AAApi。

“07 华润债”由中国农业银行股份有限公司（“农业银行”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信公开评级，农业银行主体长期信用等级为 AAApi。

上述银行具备很强的担保实力，有助于保障相应债券本息偿付的安全性。

八、结论

综合考虑，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“06 华润债”和“07 华润债”AAA 的信用等级。

附件 1　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	963.40	1039.21	1066.27
资产总额(亿元)	8488.68	9346.49	9945.19
所有者权益(亿元)	2415.46	2706.54	2956.81
短期债务(亿元)	1777.50	1868.46	2109.83
长期债务(亿元)	1890.00	2026.73	1865.08
全部债务(亿元)	3667.50	3895.19	3974.92
营业收入(亿元)	4055.49	4614.14	4812.21
利润总额(亿元)	362.93	374.92	439.68
EBITDA(亿元)	588.58	609.97	720.66
经营性净现金流(亿元)	472.40	298.07	598.92
财务指标			
销售债权周转次数(次)	9.61	9.65	9.40
存货周转次数(次)	1.87	1.88	1.75
总资产周转次数(次)	0.51	0.52	0.50
现金收入比(%)	102.37	100.01	101.32
营业利润率(%)	23.73	24.10	24.76
总资本收益率(%)	5.66	4.98	5.48
净资产收益率(%)	11.06	9.27	10.08
长期债务资本化比率(%)	43.90	42.82	38.68
全部债务资本化比率(%)	60.29	59.00	57.34
资产负债率(%)	71.54	71.04	70.27
流动比率(%)	110.85	107.82	102.29
速动比率(%)	69.91	64.70	61.39
经营现金流动负债比(%)	11.65	6.67	12.04
EBITDA 利息倍数(倍)	6.14	5.88	6.51
全部债务/EBITDA(倍)	6.23	6.39	5.52

注：1.2016 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；
3.划分为持有待售的负债中的短期借款部分已计入上表中的短期债务。

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　主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。