信用等级公告

联合[2018] 1140 号

联合资信评估有限公司通过对中国华润有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国华润有限公司的主体长期信用等级为 AAA，“06 华润债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

中国华润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	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
06 华润债	30 亿元	2021/3/7	AAA	AAA

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	1066.27	1067.02	1287.27
资产总额(亿元)	9945.19	11000.44	12159.23
所有者权益(亿元)	2956.81	3173.04	3478.94
短期债务(亿元)	2109.83	2370.08	2989.84
长期债务(亿元)	1865.08	2055.27	1976.98
全部债务(亿元)	3974.92	4425.34	4966.82
营业收入(亿元)	4812.21	5034.08	5554.50
利润总额 (亿元)	439.68	483.38	648.54
EBITDA(亿元)	720.66	790.33	970.52
经营性净现金流(亿元)	598.92	551.42	394.10
营业利润率(%)	24.76	24.76	24.44
净资产收益率(%)	10.08	10.65	11.06
资产负债率(%)	70.27	71.16	71.39
全部债务资本化比率(%)	57.34	58.24	58.81
流动比率(%)	102.29	101.02	99.14
经营现金流动负债比(%)	12.04	9.87	6.08
全部债务/EBITDA(倍)	5.52	5.60	5.12
EBITDA 利息倍数(倍)	6.51	6.64	7.15

注：现金类资产已剔除受限部分；其他流动负债中的有息债务和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

中国华润有限公司（以下简称“公司”）作为中央直属的国有大型骨干企业之一，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、规模优势明显、核心业务经营稳定、行业地位突出等特征。跟踪期内，公司完成改制及增资，业务运营平稳，资产、权益、收入、利润规模均稳步增长，整体盈利能力稳健；受投资需求旺盛的影响，公司债务规模有所增长，有息债务负担可控，整体具备很强的偿债能力。同时，联合资信也关注到，网络销售对传统零售行业形成冲击、房地产政策调控影响具有不确定性等因素可能对公司经营及发展带来一定的影响。

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极强。

公司稳健的盈利和经营性现金流净额对“06华润债”具有很强的保障能力，同时“06华润债”由交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保，交通银行担保实力极强，有助于增强债券偿付安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“06华润债”的信用等级为AAA。

优势

1. 公司是中央直属的国有大型骨干企业之一，形成了以消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融等七大战略业务单元，整体抗风险能力极强。
2. 跟踪期内，公司由全民所有制企业改制为国有独资企业公司，公司注册资本及实收

资本由 153.25 亿元增至 191.00 亿元。

3. 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。
4. 公司 EBITDA 及经营活动现金流净额对存续债券的保障程度高。
5. 交通银行股份有限公司的担保有助于保障“06 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，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，存在一定商誉减值风险。
3. 公司地产类存货金额大，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中国华润有限公司（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。

中国华润有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国华润有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

中国华润有限公司（以下简称“中国华润”或“公司”）原名为中国华润总公司，是一家成立于1986年的全民所有制企业。根据2001年2月19日财政部财企【2001】104 号财政部“关于办理主要财务指标和国家资本金合并的申请”的复函，华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）、香港康贸发展有限公司和中国康力克进出口公司自2001年1月1日起划拨并入中国华润，调整国家资本金和长期股权投资。

2017年，公司根据国资改革【2017】1161 号文件将中国华润由全民所有制企业改制为国有独资企业并更为现名。公司由国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）代表国务院履行出资人职责。改制基准日为2016年12月31日，以改制基准日经审计的净资产出资，公司增加实收资本37.25亿元。截至2017年底，公司注册资本/实收资本为191.00亿元。

公司及其子公司主要从事金融、保险、地产、医药、水泥、能源、电力、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；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2017年底，公司资产总额12159.23亿元，所有者权益3478.94亿元（含少数股东权益1673.23亿元）；2017年，公司实现营业收入5554.50亿元，利润总额648.54亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2018年5月底，公司存续债券为2006年3月发行的15年期企业债券“06华润债”，到期日为2021年3月7日，发行金额/债券余额为30亿元，全部募集资金已按指定用途使用完毕，该笔债券付息正常。

四、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，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，外汇储备规模继续增长。

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

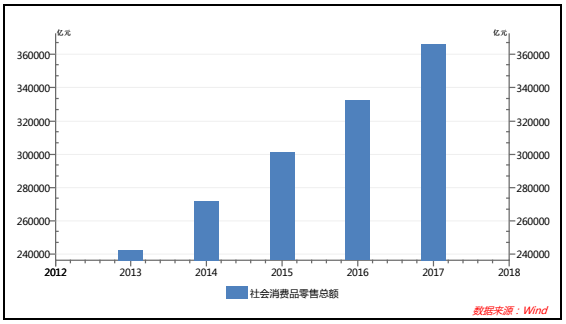
质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及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。

五、行业分析

1. 零售行业

2017年，中国社会消费品零售总额为366262亿元，比2016年增长10.2%，增速较2016年放缓0.2个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额314290亿元，增长10.0%；乡村消费品零售额51972亿元，增长11.8%。按消费类型统计，商品零售额326618亿元，增长10.20%；餐饮收入额39644亿元，增长10.70%。

图1 近年社会消费品零售总额（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯

根据中华全国商业信息中心统计，2017年，全国百家重点大型零售企业零售额同比增长2.8%，增速快于2016年3.3个百分点。其中，粮油食品类增长3.1%，增速提高3.6个百分点；服装类增长4.3%，增速提高4.1个百分点；化妆品类增长9.5%，增速提高8.1个百分点；日用品类增长0.1个百分点，增速提高0.5个百分点；家用电器类增长2%，增速提高1.5个百分点。

2017年，网上实物商品零售额实现54806亿元，同比增长28.00%，增速比2016年加快2.4个百分点，对社会消费品零售总额增长的贡献率为35.4%，比2016年提高8.06个百分点，拉动社会消费品零售总额增长3.61个百分点，比2016年提高0.76个百分点。网上实物商品零售额占社会消费品零售总额的比重为15%，比2016年提高2.4个百分点。2017年，线下实体店零售额同比增长7.6%，增速较2016年放缓0.9个百分点。

虽然2017年实体店零售额增速有所回落，但从2017年起，中国宏观经济稳中向好，零售市场于2017年下半年步入复苏阶段。整体消费市场结构升级，实体零售企业加快转型升级，具体体现在开拓新零售业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强消费者体验等多个方面，线上、线下消费品市场更加协同发展，零售企业效益得到提高。

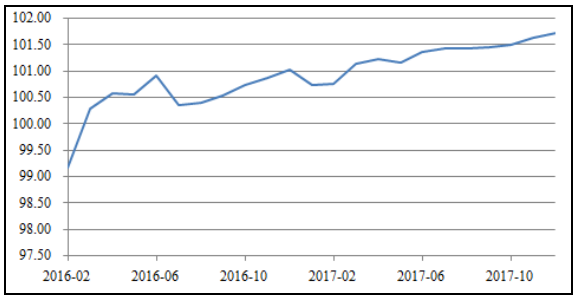
总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。近年来，随着国民经济的增速放缓，零售市场结束了高速发展的阶段，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，实体零售企业通过开拓新零售业态、发展农村消费品市场、提升供应链、增强

消费者体验等进行转型升级和改革创新，实现线上、线下消费品市场协同发展。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

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 2　2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模同比增长7.00%至10.98万亿元，增速基本与上年持平；其中，住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年大幅增长。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为5.36亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年大幅增加。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售增速同比呈现持续下降的态势。2017年，商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”和“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。

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市各类土地成交量同比下滑，但土地价格却快速攀升，热点一二线城市地王频出。2017年以来，全国土地供应量有所增加，重点城市加大了土地供应力度。根据国家统计局数据显示，2017年房地产开发企业土地购置面积达2.55亿平方米，同比增长15.80%；土地成交价款1.36万亿，同比增长49.40%。

总体看，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。

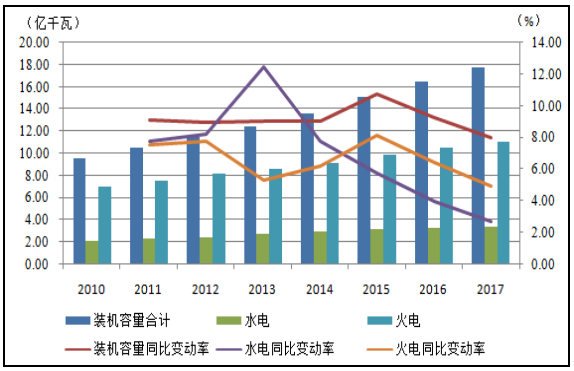
3. 发电行业

2006～2017年的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。

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。据国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布的《2017年医药产业经济运行分析》，2017年中国规模以上医药企业实现主营业务收入29826.0亿元，增速恢复至两位数，达12.2%，较2016年提高2.3个百分点。同时，随着医药产业结构调整不断深化，规模以上医药企业实现利润总额3519.7亿元，同比增长16.6%，增速同比提高1.0个百分点，利润增速高于主营业务收入增速，行业整体盈利水平得到提高。

总体看，近年来医药制造业在经过前期高速增长后步入稳定增长阶段，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。商务部发布的《2016年药品流通行业运行统计分析报告》显示，2016年药品流通市场销售规模稳步增长，增速略有回升。另据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。

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及落地，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年底，公司注册资本/实收资本均为191.00亿元，全部由国务院国资委出资，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司是中央直属的国有大型骨干企业之一，实施多元化经营，旗下子公司形成了以消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融等七大战略业务单元，公司是中央直属的国有大型骨干企业之一，实施多元化经营，旗下子公司形成了以消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融等七大战略业务单元，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，具有跨地区、跨行业、利用多种资源进行快速整合的能力。

公司通过下属子公司华润集团（公司通过全资子公司华润股份有限公司（以下简称“华润股份”）间接持有华润集团100%股权）持有华润电力控股有限公司（以下简称“华润电力”，股票代码00836.HK）、华润置地有限公司（以下简称“华润置地”，股票代码01109.HK）、华润啤酒（控股）有限公司（以下简称“华润啤酒”，股票代码00291.HK）、华润医药集团有限公司（以下简称“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（以下简称“华润燃气”，股票代码01193.HK）、华润水泥控股有限公司（以下简称“华润水泥”，股票代码01313.HK）等上市公司。

表 1　截至 2017 年底公司旗下主要上市公司概况（单位：%、亿港元）

公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	2017 年营业额	2017 年除税前溢利
华润电力	62.95	2209.72	807.42	733.12	85.20
华润置地	61.27	5745.66	1724.23	1185.88	460.94
华润啤酒	51.67	486.31	221.14	355.68	21.72
华润医药	53.04	1607.54	631.37	1725.32	85.82
华润燃气	63.30	687.64	291.69	398.38	66.13
华润水泥	73.35	565.27	304.82	299.58	48.84

资料来源：上市公司 2017 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。

七、管理分析

跟踪期内，魏斌先生不再担任公司总会计师职位，李汝革先生接替其成为公司总会计师。除此之外，公司治理结构、管理制度及高管人员未发生重大变化。

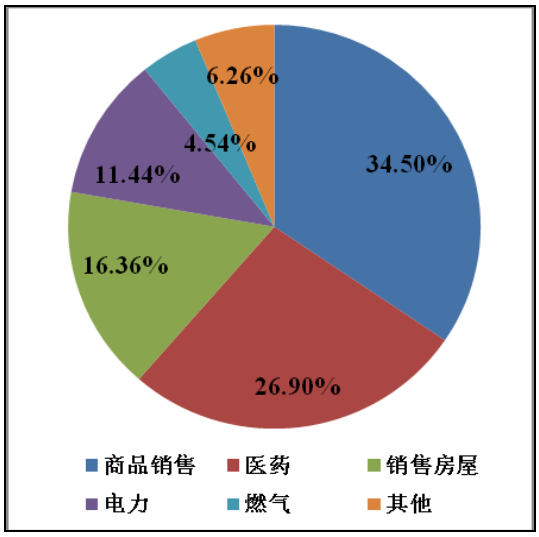
李汝革先生，南开大学工商管理学硕士学位，中国高级会计师，目前任公司、华润集团、华润股份，以及华润电力董事会主席、华夏银行股份有限公司副董事长、中国总会计师协会理事会常务理事、中国会计学会理事会理事。曾任国家电网公司总会计师、中国国电集团公司副总会计师。

八、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司实现营业收入5554.50亿元，同比增长10.34%（2016年同比增幅为4.62%），板块分布如图4；作为前五大业务板块的商品销售、医药、房屋销售、电力和燃气板块同比均呈现增长态势，同比增幅分别为6.63%、11.65%、7.65%、12.41%和21.98%，该五大板块合计贡献了年度营业收入的93.74%。同年，公司综合毛利率为27.82%，基本与上年的27.96%相持平，主业盈利能力保持稳健。

图 4　2017 年公司营业收入结构图



资料来源：公司 2017 年审计报告附注

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华润集团本部及其下属子公司华润创业有限公司（以下简称“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，面向高档消费群体，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剥离非啤酒业务后更名而来（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2017年底，华润啤酒在中国内地25个省、市、区经营91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（以下简称“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。截至2017年底，华润啤酒总资产406.51亿元，权益总额184.85亿元。

2017年，整体啤酒市场容量轻微下降，产品结构逐步转变，中高档啤酒比重有所提升；华润啤酒年度销量同比增长0.90%至118.19亿升（雪花啤酒贡献约90%销量，上年啤酒销量增速为0.30%），受益于持续推行优化产品组合，中高档啤酒销量保持增长，华润啤酒的销售均价同比增长约2.7%（上年均价增速为2.30%）。上述因素综合作用下，2017年，华润啤酒实现营业额297.32亿元，同比增长3.62%；实现除税前溢利18.16亿元，同比增长4.43%，一方面，2016年10月收购雪花啤酒所带来的效益在2017年全面反映，另一方面，位于浙江等区域的啤酒业务面临产能优化以及部分工厂设备陈旧需要更新升级的压力，2017年确认资产减值亏损7.39亿元，较上年增加2.75亿元。分区域看，2017年，华润啤酒下辖的东区、中区、南区分别贡献了营业总额（内部抵消前）的51.22%、22.88%和25.91%，以及未计利息及税项前盈利的44.88%、3.22%和51.89%。

食品业务

公司食品相关业务以华润五丰有限公司（以下简称“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。

华润医药的业务涵盖了中成药、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（以下简称“华润三九”，股票代码000999.SH，通过下属公司持股63.60%）、东阿阿胶股份有限公司（以下简称“东阿阿胶”，股票代码000423.SZ，通过下属公司持股30.00%）和华润双鹤药业股份有限公司（以下简称“华润双鹤”，股票代码600062.SH，通过下属公司持股59.99%）等3家上市公司和华润医药商业集团有限公司（公司医药流通业务的平台）。

表 2　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；慢病业务拥有〇号、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2017年底，华润医药总资产1607.54亿港元，权益总额631.37亿港元；2017年实现营业额1725.32亿港元，除税前溢利85.82亿港元，分别较上年增长10.10%和6.71%。2017年，华润医药下辖的制药、医药分销、药品零售3个业务板块分部分别贡献了总营业额的15.28%、82.20%和2.46%（按外部销售口径，下同）；毛利率较上年提升1.00个百分点至16.39%，主要是产品结构、业务结构的优化提升了制药、医药分销业务的盈利能力。

制药业务方面：截至2017年底，华润医药共生产和销售超过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。2017年，华润医药制药分部营业额同比增长17.82%，主要源于肾科、儿科等专科用药、抗感染药物和输液产品等化药，以及心脑血管、抗肿瘤等治疗领域中药处方药和阿胶系列等中药的收入增长。

医药分销业务方面：作为华润医药三大业务板块中规模最大的板块，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。2017年，医药分销分部营业额同比增长8.84%。

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月完成收购吉林三九金复康药业有限公司（原吉林金复康药业有限公司，主营抗肿瘤药品）65%股权，于同年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，整体盈利能力强。

（2）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 3　2015～2017 年华润置地营业额构成（单位：亿港元、%）

板块	2015 年		2016 年		2017 年	
	营业额	占比	营业额	占比	营业额	占比
销售已发展物业	940.19	90.48	987.27	90.31	1045.59	88.18
物业投资及管理	57.16	5.50	62.67	5.73	74.03	6.24
酒店经营	9.69	0.94	9.85	0.90	13.81	1.16
建筑、装修服务及其他	32.02	3.08	33.48	3.06	52.45	4.42
合计	**1039.06**	**100.00**	**1093.27**	**100.00**	**1185.88**	**100.00**

资料来源：上市公司 2015～2017 年年度报告

注：2015 年数据采用 2016 年年度报告期初数。

表 4　2015-2017 年华润置地业务运营及土地储备情况（单位：亿元、万平方米）

指标	2015 年	2016 年	2017 年
房地产开发运营情况			
签约销售面积	675.87	775.95	954.26
签约销售金额	851.50	1080.45	1521.18
新增土储情况			

新增土地储备面积	510.6	1052.1	1196.6
土地购置支出	592.1	626.1	1044.7
土地购置权益支出	293.6	472.3	653.4

资料来源：公司提供

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2017年底，华润置地总资产5745.66亿港元，权益总额1724.23亿港元；2017年实现营业额1185.88亿港元，除税前溢利460.94亿港元，分别较上年增长8.47%和20.08%，后者增速快于前者，主业盈利进一步提升（2017年毛利率较上年提升6.51个百分点，主要源于房地产开发业务）。房地产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88%以上，其次为物业投资和建筑、装修服务等，合计占比在8%～11%，上述板块近三年均保持增长态势。

物业开发方面：跟踪期内，华润置地的签约销售面积和签约销售金额持续增长。2017年，华润置地当年签约销售金额同比再度增长40.79%，当年实现签约销售额和签约面积分别达1521.18亿元和954.26万平方米。销售区域方面，2017年，按签约销售额所占比重排序，排名前三的大区分别为华北、华南和华东（与上年排序相同），所占比重均超过22%；华润置地会根据行业环境、政策等调整推盘节奏和重点推盘区域。

物业投资方面：截至2017年底，华润置地在营投资物业总楼面面积为688.80万平方米（商业物业、写字楼和酒店面积分别占55.99%、8.16%和5.48%）；在建/拟建投资物业总楼面面积为816.02万平方米（商业物业、写字楼和酒店面积分别占54.16%、31.56%和8.41%），购物中心为代表的物业是华润置地重点发展的业务板块，2017～2019年将是新建购物中心投运的高峰期。上述在营投资物业主要包括已开业万象城16个和五彩城/万象汇11个（不含管理输出项目）等，2017年大部分物业均保持了租金收入的增长，年内开业的物业主要有西安西咸万象城、上海万象城、泰州万象城、深圳万象天地和北京密云万象汇。近年来华润置地物业出租情况良好，物业投资（含酒店经营）毛利率维持在60%以上。

土地储备方面：华润置地采取稳健的土地获取策略，跟踪期内新增土地储备面积保持增长。2017年，华润置地以总地价人民币1045亿元（权益地价人民币653亿元）增持了64宗土地。截至2017年底，华润置地总土地储备4898万平方米，覆盖全球60个城市，其中开发物业4082万平方米，投资物业816万平方米，一、二线城市土地储备占比为75%。

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（以下简称“华润信托”）和珠海华润银行股份有限公司（以下简称“华润银行”）。

（1）华润信托

2018年4月，中国银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价结果的公告》（【2018】12号文），公布中信信托有限责任公司、兴业国际信托有限公司、华润深国投信托有限公司、中诚信托有限责任公司、华能贵诚信托有限公司、上海国际信托有限公司等六家信托公司可以开展非金融企业债务工具的承销业务。上述文件的发布，有助于华润信托获得业务范畴的拓展。

截至2017年底，华润信托资产总额222.44亿元，权益总额189.15亿元；2017年实现总收入27.06亿元，其中信托业务收入11.01亿元，归属于母公司净利润22.48亿元。截至2017年底，华润信托管理信托资产达13469.39亿元，其中：房地产类信托占3.69%，证券类信托占50.46%，实业类信托占17.91%，金融机构类信托占14.60%，其他类信托占13.34%。

（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2017年底，华润银行资产总额1525.49亿元（其中发放贷款和垫款净额701.82亿元），总负债1417.33亿元（其中吸收存款余额883.96亿元），所有者权益108.16亿元；贷款余额727.95亿元，存款余额883.96亿元，不良贷款率为1.88%；2017年，华润银行实现净利润11.89亿元（归属于母公司利润11.87亿元）。

（3）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2017年底，华润电力总资产2209.72亿港元，权益合计807.42亿港元。

2017年，华润电力营业额为733.12亿港元。2016年，华润电力附属电厂售电量同比增长6.1%，但受燃煤电厂标杆上网电价分别于2015年上半年和2016年初两次下调以及当期人民币对港币贬值（华润电力的营业额大部分以人民币收取）的影响，年度营业额同比下降7.31%。2017年，电厂售电量同比增长5.1%，且国家自2017年7月1日起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（平均上网电价调整幅度为1.29分/千瓦时），同时煤炭售价同比上升较快（港币计，同比上升57.5%），虽然期内人民币对港币贬值部分抵消了上述因素的拉动作用，年度营业额仍实现了同比10.72%的增长。

表5　近三年华润电力收入构成（单位：亿港元）

子板块	2015年	2016年	2017年
电力销售	649.61	594.84	640.14
其中：火电	596.26	534.49	565.32
可再生能源发电	53.36	60.35	74.82
热能供应	31.83	31.28	37.64
煤炭销售	32.92	36.00	55.34
合计	**714.36**	**662.13**	**733.12**

资料来源：华润电力年报

截至2017年底，华润电力除税前溢利为85.20亿港元。2017年，煤炭价格持续攀升（电厂的平均标煤单价同比增长37.5%至700.85元/吨）且发电量增长，燃料成本同比大幅上升39.98%，除税前溢利延续下滑态势，同比下降34.67%。

截至2017年底，华润电力发电厂的运营权益装机容量达36077兆瓦，其中火电运营权益装机容量29815兆瓦（占82.6%，较上年底比重下降3.3个百分点），年内无新投产的火电机组并减持贵州六枝电厂和苍南电厂股权；风电、水电、光伏和燃气运营权益装机容量占17.4%，年内加速开发及建设清洁可再生能源，新投产的风电和光伏的装机容量分别为1010兆瓦和145兆瓦。2017年，华润电力完成发电量1.69亿兆瓦时（同比增长5.2%），完成售电量1.59亿兆瓦时（同比增长5.1%），服务区域包括江苏、广东、河南、河北、辽宁、山东、内蒙古、湖北、安徽、湖南、浙江云南、四川、甘肃、黑龙江、山西、贵州、江西、青海、陕西等省份以及广西自治区、宁夏自治区、北京市、上海市等地。由于旗下火电厂大部分为大型机组且分布于用电需求较强劲的地区，风电厂主要位于华东、华中、华南等限电较少区域，2017年，华润电力旗下火电、风电厂满负荷平均利用小时数分别为4964小时和2225小时，分别高出全国平均利用小时755小时和277小时。

煤炭供应方面。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控燃料成本。同时，华润电力也通过自产煤炭控制燃料成本，2017年附属及联营煤矿合计生产约1502万吨煤炭（附属煤矿产煤1283万吨、联营煤矿产煤219万吨），同比增长2.0%。

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。

2017年，华润燃气营业额为398.38亿港元，除税前溢利66.13亿港元。2017年，全国多省均出台大气污染治理政策，华润燃气配合“煤改气”计划，并采用灵活定价机制和综合能源利用模式吸引工商业用户，总销气量进一步增至196.67亿立方米，营业额同比增长21.03%，但由于冬季供暖期气源成本未能及时转移至售价，除税前溢利增幅略低，为6.86%。

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，前五大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赊账期一般为30～90天。

2017年，华润燃气新增接驳居民用户300万户，其中旧房接驳57万户，农村煤改气用户29万户，新增工商用户5万户，2017年新完成的青岛项目也相应带来127万现有居民用户；当年总销气量为196.67亿立方米，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%），上述三类售气量合计占比为91%。

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2016年底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），包括注册子公司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。

3. 经营效率

2017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同比均变化不大，2017年分别为8.24次、1.62次和0.48次。

总体看，公司整体经营效率尚可。

九、财务分析

公司2017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。截至2017年底，公司合并范围内二级子公司为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2016年底一致。

截至2017年底，公司资产总额12159.23亿元，所有者权益3478.94亿元（含少数股东权益1673.23亿元）；2017年，公司实现营业收入5554.50亿元，利润总额648.54亿元。

1. 资产质量

流动资产

截至2017年底，公司资产总额12159.23亿元，较上年底增长10.53%，流动资产和非流动资产分别占52.89%和47.11%，流动资产比重略高，资产结构基本与上年末一致。

截至2017年底，公司流动资产为6431.42亿元，同比增长13.90%，构成以货币资金（占20.51%）和存货（占42.29%）为主。

截至2017年底，货币资金为1318.81亿元，同比增长20.32%，构成上以银行存款（占82.20%）和其他货币资金（占14.00%，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。

截至2017年底，公司应收账款净额为612.72亿元，同比增长13.28%，公司应收账款

主要以医药板块为主，医药板块2017年底应收账款净额为422.62亿元，占公司应收账款总额的68.97%；按账龄分析法，公司一年以内的应收账款占总额的95.06%，整体账龄较短，公司共计提坏账准备10.22亿元，计提比例1.64%。

截至2017年底，公司存货账面价值2720.08亿元，同比增长21.49%，主要源自房地产在建开发产品的增加，构成上主要以房地产在建开发产品为主，占存货净值的73.16%。公司存货共计提跌价准备12.80亿元，计提比例0.47%。

截至2017年底，公司发放贷款合计715.39亿元，同比增长15.72%，主要由信用贷款（162.24亿元）、保证贷款（129.92亿元）和抵押贷款（331.53亿元）组成；累计计提减值准备25.77亿元，贷款账面净值为689.62亿元，其中一年内到期的部分为262.59亿元（计入“流动资产-贷款”科目），一年以上到期的部分为427.02亿元（计入“非流动资产-贷款” 科目）。截至2017年底，公司发放贷款中逾期贷款合计20.19亿元，其中逾期3个月以内的占24.72%；3个月至1年的占6.69%；1年到3年的占47.75%；3年以上的占20.85%。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产5727.81亿元，同比增长6.99%，以长期股权投资（占11.07%）、投资性房地产（占12.88%）和固定资产（占37.35%）为主。

截至2017年底，公司长期股权投资634.11亿元（同比减少15.69%），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222.44亿元，对联营企业投资421.32亿元；公司通过子公司持有的联营企业中投资规模较大的为国信证券股份有限公司（以下简称“国信证券”，持股25.15%，账面余额118.02亿元）。公司子公司华润股份已于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使得2017年底公司长期股权投资同比有所下降。

截至2017年底，公司投资性房地产净值为737.99亿元，同比增长19.50%，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。截至2017年底，公司固定资产原值为3444.31亿元，主要集中于房屋及建筑物（占29.73%）和机器设备（占64.28%），公司共计提折旧1133.27亿元，减值准备171.95亿元，截至2017年底，公司固定资产净值为2139.09亿元。

截至2017年底，公司商誉账面价值为323.90亿元，主要有医药（占35.57%）、零售（占28.28%）和啤酒饮料（占21.67%）构成。2017年合并子公司增加商誉16.34亿元，年末共计提减值准备69.65亿元。

总体看，跟踪期内公司资产规模稳步增长，货币资金充裕，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，公司由于并购产生较大规模商誉，存在一定减值风险。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益（含少数股东权益1673.23亿元）合计3478.94亿元，少数股东权益占比较高，主要由于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；归属于母公司的权益主要为实收资本（占10.58%）、资本公积（占10.16%）和未分配利润（占77.57%）。公司资本公积同比大幅减少，主要系根据国资改革【2017】1161 号文件，本公司由全民所有制企业改制为国有独资企业公司，将以前年度累计的资本溢价人民币156.71亿元转入实收资本所致。公司所有者权益稳定性一般。

总体看，跟踪期内，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

截至2017年底，公司负债规模8680.29亿元，同比增长10.90%，流动负债和非流动负债

分别占74.73%和25.27%，以流动负债为主，流动负债比重较上年末变化不大。

截至2017年底，公司流动负债合计6487.21亿元，同比增长16.06%，主要由短期借款（占11.86%）、应付账款（占14.43%）、预收款项（占23.48%）、其他应付款（占12.16%）和吸收存款及同业存放（占13.45%）构成。

截至2017年底，公司短期借款为769.27亿元，同比增长30.41%，主要由信用借款构成，占短期借款总额的89.03%。截至2017年底，公司吸收存款及同业存放为872.35亿元，同比减少5.91%。其中吸收存款为786.87亿元，同比增长1.54%，主要系公司客户活期存款大幅增长所致；同业存放为85.49亿元，同比下降43.80%，主要由境内银行金融机构构成（占59.63%）。

截至2017年底，公司应付账款936.18亿元，同比增长5.21%，公司应付账款账龄全部在一年以内。截至2017年底，公司预收款项为1523.49亿元，同比增长21.57%，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。

截至2017年底，公司其他应付款为788.58亿元，同比增长9.47%。公司其他应付款主要来自零售、食品及饮品（占28.14%）、电力（占21.12%）和房地产业务板块（占22.36%）。

截至2017年底，公司非流动负债2193.08亿元，同比减少2.00%；构成上以长期借款（占53.28%）和应付债券（占36.86%）为主。

截至2017年底，公司长期借款为1168.54亿元，同比下降1.31%。公司长期借款主要由信用借款、抵押借款和保证借款构成。截至2017年底，公司应付债券为808.44亿元，同比减少7.21%。主要系公司子公司华润股份2017年偿还公司2016年发行的三期超短期融资券以及华润医药分别偿还在2012年和2016年发行的中期票据和超短期融资券所致。

截至2017年底，公司全部债务为4966.82亿元，同比增长12.24%，其中短期债务和长期债务分别占60.20%和39.80%。截至2017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71.39%、58.81%和36.24%，近年变动不大。

总体看，公司负债以流动负债为主，跟踪期内有息债务规模有所增长，长、短期债务配比均衡，整体债务负担可控。

3. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入5554.50亿元，同比增长10.34%，收入构成以商品销售、医药及销售房屋为主；同期的营业利润率为24.44%，同比减少0.32个百分点。

2017年公司期间费用合计881.18亿元，同比增长9.80%，占营业收入的15.86%。管理费用、销售费用和财务费用同比均小幅增长，财务费用同比增长9.15%，主要系公司利息支出增加以及汇兑收益减少所致。

2017年，公司资产减值损失为54.72亿元，较上年大幅减少38.55%，主要由于坏账损失、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（见表9）。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）和在建工程减值准备。

表 6　2016-2017 年公司资产减值损失主要构成

（单位：亿元）

科目	2016 年	2017 年
坏账损失	-1.93	3.51
存货跌价损失	1.68	3.54
可供出售金融资产减值损失	14.94	0.28
固定资产减值损失	27.20	23.39
在建工程减值损失	9.03	7.31
投资性房地产减值损失	12.87	--
无形资产减值损失	12.19	3.33
商誉减值损失	5.92	2.06
贷款减值损失	5.39	3.10

资料来源：公司年报附注

2017年，公司投资收益和营业外支出分别为223.46亿元和28.60亿元（同比变动率分别为110.00%和101.57%），其中，投资收益主要包含

按权益法确认收益25.19亿元、处置长期股权投资收益178.49亿元和可供出售金融资产收益19.42亿元，同比增长主要由于子公司华润股份转让其持有的全部万科企业股份有限公司股票，获得投资收益174.11亿元；营业外支出主要为计提的预计负债26.37亿元，系子公司华润股份承担三九企业集团重组过程因债务豁免、商标转让及资产处置等产生的相关费用26.37亿元，华润股份计提预计负债；公司营业外收入主要由政府补助和土地出让金返还，拆迁补偿款等组成，2017年共计21.52亿元；其他收益主要为政府补助款，包括购买设备，房屋建筑物补助，去产能补贴等款项。2017年，非经营性损益（投资收益+营业外收入+其他收益）占利润总额的比重为39.72%，对公司利润总额形成一定贡献。

2017年，公司实现利润总额648.54亿元。盈利能力指标方面，公司总资本收益率和净资产收益率2017年分别为5.71%和11.06%，均实现同比增长。

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，跟踪期内公司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，整体盈利能力很强。

4. 现金流及保障

2017年，公司经营活动现金流入5927.54亿元，同比增长10.12%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主；经营活动现金流出5533.44亿元，同比增长14.53%，经营活动产生的现金流量净额为394.10亿元。从收入实现质量来看，2017年，公司的现金收入比为102.04%，公司收入实现质量较好。

2017年，公司投资活动现金流入大幅增至2237.77亿元，主要系公司处置股权投资以及理财产品产生的现金流入；同期，投资活动现金流出亦呈增长趋势，主要由于投资支付的现金逐年攀升，投资活动产生的现金流净额为-288.51亿元，筹资活动前产生的现金流净额为105.59亿元，整体看对公司外筹资压力不大。

2017年，公司筹资活动现金流入和流出均同比有所减少。2017年，公司筹资活动现金流入为1959.18亿元，主要为取得借款收到的现金（1327.65亿元）和发行债券收到的现金（566.40亿元）；筹资活动现金流出为1843.57亿元，以偿还债务支付的现金（1506.03亿元）为主。2017年，公司筹资活动现金净流量为115.61亿元。

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，投资活动资金始终处于净流出，但综合看对外筹资压力不大。

5. 偿债能力

截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为99.14%和57.21%，同比均有所下降。2017年，公司经营性现金流动负债比为6.08%，同比下降3.79个百分点。考虑到流动负债中预收款项规模较大，且现金类资产充裕，公司短期偿债能力强。

2017年，公司EBITDA同比增长至970.52亿元。公司全部债务/EBITDA为5.12倍，EBITDA利息倍数为7.15倍。总体看，公司长期偿债能力强。

6. 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、存续期债券偿还能力分析

截至2018年5月底，公司本部处于存续期内期债券共1期，为30亿元的企业债券“06华润债”，该债券将于2021年3月到期。

公司2017年EBITDA为970.52亿元，为存续期内债券总额的32.35倍；经营活动现金流量净额为394.10亿元，对存续期内债券总额的覆盖倍数为13.14倍。总体看，公司EBITDA和经营

活动现金流净额对存续期内期债券保障程度高。

表 7　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

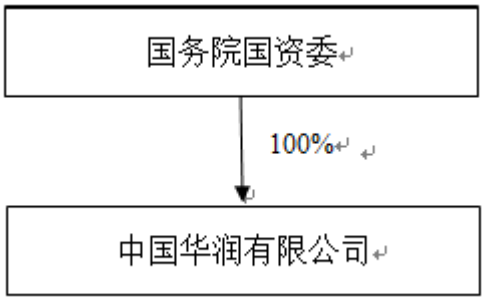
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	197.58
经营活动现金流净额/应付债券余额	13.14
EBITDA/应付债券余额	32.35

资料来源：联合资信跟踪公开资料整理

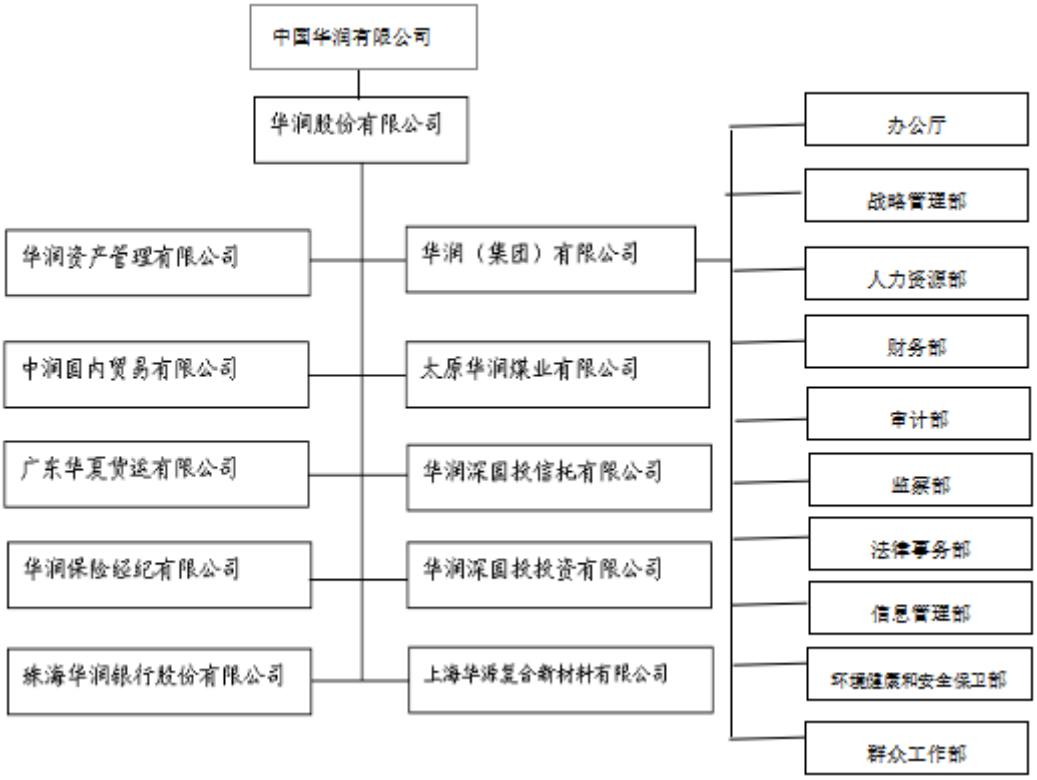
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，维持“06华润债”的信用等级为AAA。

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	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1066.27	1067.02	1287.27
资产总额(亿元)	9945.19	11000.44	12159.23
所有者权益(亿元)	2956.81	3173.04	3478.94
短期债务(亿元)	2109.83	2370.08	2989.84
长期债务(亿元)	1865.08	2055.27	1976.98
全部债务(亿元)	3974.92	4425.34	4966.82
营业收入(亿元)	4812.21	5034.08	5554.50
利润总额(亿元)	439.68	483.38	648.54
EBITDA(亿元)	720.66	790.33	970.52
经营性净现金流(亿元)	598.92	551.42	394.10
财务指标			
销售债权周转次数(次)	9.40	8.67	8.24
存货周转次数(次)	1.75	1.70	1.62
总资产周转次数(次)	0.50	0.48	0.48
现金收入比(%)	101.32	100.13	102.04
营业利润率(%)	24.76	24.76	24.44
总资本收益率(%)	5.48	5.65	5.71
净资产收益率(%)	10.08	10.65	11.06
长期债务资本化比率(%)	38.68	39.31	36.24
全部债务资本化比率(%)	57.34	58.24	58.81
资产负债率(%)	70.27	71.16	71.39
流动比率(%)	102.29	101.02	99.14
速动比率(%)	61.39	60.97	57.21
经营现金流动负债比(%)	12.04	9.87	6.08
EBITDA 利息倍数(倍)	6.51	6.64	7.15
全部债务/EBITDA(倍)	5.52	5.60	5.12

注：现金类资产已扣除受限部分；其他流动负债中的有息债务和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。