信用等级公告

联合〔2019〕1732 号

联合资信评估有限公司通过对中国华润有限公司主体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

二〇一九年六月二十七日

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
http://www.lhratings.com

中国华润有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债项信用

债券简称	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

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	1067.02	1287.27	1922.26
资产总额(亿元)	11000.44	12159.23	14394.04
所有者权益(亿元)	3173.04	3478.94	3869.05
短期债务(亿元)	2370.08	2989.84	3479.18
长期债务(亿元)	2055.27	1976.98	2310.45
全部债务(亿元)	4425.34	4966.82	5789.64
营业收入(亿元)	5034.08	5554.50	6084.59
利润总额 (亿元)	483.38	648.54	661.24
EBITDA(亿元)	790.33	970.52	1072.48
经营性净现金流(亿元)	551.42	394.10	692.27
营业利润率(%)	24.76	24.44	26.29
净资产收益率(%)	10.65	11.06	11.66
资产负债率(%)	71.16	71.39	73.12
全部债务资本化比率(%)	58.24	58.81	59.94
流动比率(%)	101.02	99.14	102.90
经营现金流动负债比(%)	9.87	6.08	8.65
全部债务/EBITDA(倍)	5.60	5.12	5.40
EBITDA 利息倍数(倍)	6.64	7.15	5.29

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，有息债务负担可控，偿债能力极强。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。

公司多元化的产业布局有助于平滑单一产业的市场风险，且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。

公司EBITDA及经营活动现金流净额对存续债券“06华润债”的保障程度高。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。经联合资信对交通银行评级，其主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。交通银行担保实力极强，有助于保障债券偿付安全性。

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

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. 公司资产规模大且持续增长，跟踪期内营业收入和利润规模持续攀升，盈利能力稳健。

3. 公司 EBITDA 及经营活动现金流净额对存续债券的保障程度高。
4. 交通银行担保实力极强，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2018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2018年底，公司资产总额14394.04亿元，所有者权益3869.05亿元（含少数股东权益1933.01亿元）；2018年，公司实现营业收入6084.59亿元，利润总额661.24亿元。

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

截至本报告出具日，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，跟踪期内付息正常。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%～7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅

（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动

中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

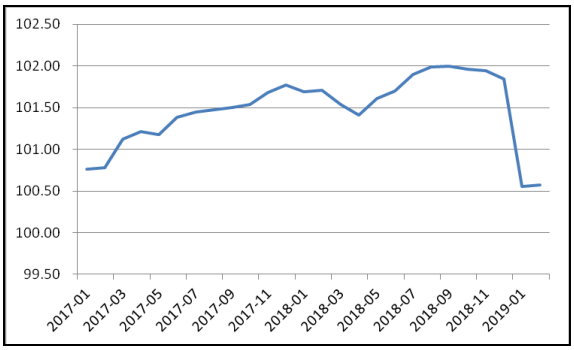
五、行业分析

1. 房地产行业

（1）房地产开发行业

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 1　2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积20.93亿平方米，同比增长17.20%，其中住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；其中住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50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，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1~9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，增速较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，

金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种

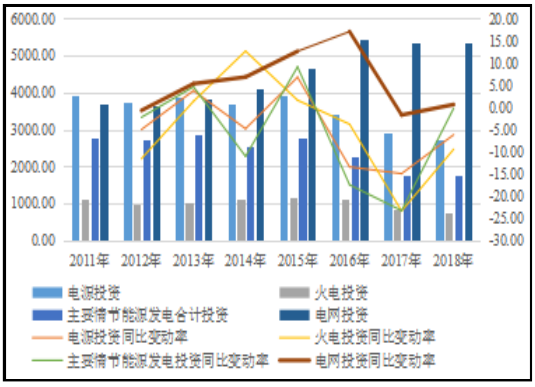
“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

2. 电力行业

根据中电联统计数据[1]，近年来，中国电源基本建设投资呈现逐年下降趋势，同期，电网基本建设投资趋于稳定。2018年中国电源基本建设投资合计完成2721亿元，同比下降6.17%。其中火电完成投资777亿元，同比下降9.44%；水电完成投资674亿元，同比增长8.36%；核电完成投资437亿元，同比下降3.74%。同期，中国电网基本建设投资合计完成5373亿元，同比增长0.64%。2018年，中国电源及电网投资规模均有所缩减，火电装机投资下降快。

图 2 近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）

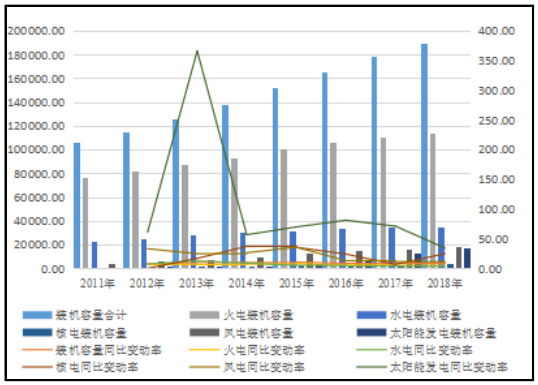


资料来源：中电联，联合资信整理

截至2018年底，中国全口径发电设备装机容量19.00亿千瓦，同比增长6.47%。其中火电装机11.44亿千瓦，同比增长3.02%；可再生能源发电装机达到7.11亿千瓦，同比增长11.43%，其中包括水电装机3.52亿千瓦（2018年新增装机约854万千瓦，主要集中在云南、四川和广东）、风电装机1.84亿千瓦（2018年新增装机约2059万千瓦）、太阳能发电装机1.75亿千瓦，分别同比增长2.47%，12.35%和33.90%。截至2018年底，中国可再生能源发电装机约占全部电力装机的比重提升至37.44%，同比上升1.67个百分点。整体看，中国电力装机规模持续增长，增速较前期有所下降，同时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

（单位：万千瓦、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

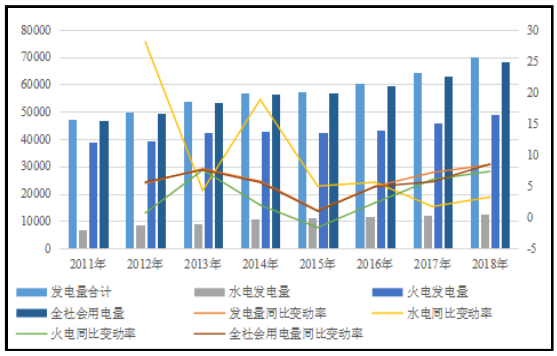
近年来，伴随宏观经济向好、各行业用电需求提升，中国全口径发电设备发电量呈回升趋势。2018年，中国全口径发电设备发电量69940亿千瓦时，同比增长8.39%，6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3862小时，同比增长72小时。其中火电发电量49231亿千瓦时，同比增长7.31%，利用小时数4361小时，同比增长142小时；同期，中国可再生能源发电量17764亿千瓦时，同比增长9.85%；可再生能源发电量占全部发电量的25.40%，同比上升0.34个百分点。其中，全国水电发电量12329亿千瓦时，同比增长3.20%；平均利用小时数为3613小时，同比增长16小时；2018年，全国水电弃水量691亿千瓦时，在来水好于2017年的情况下，全国平均水能利用率达到95%左右。2018年，全国风电发电量3660亿千瓦时，同比增长20.16%；平均利用小时数2095小时，同比增加146小时，其中华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别同比提高102小时、215小时和236小时；2018年，全国风电弃风电量277亿千瓦时，同比减少142亿千瓦时，平均弃风率7%，同比下降5个百分点，继续实现弃风电量和弃风率“双降”；弃风率超过10%的区域分别是新疆（弃风率

[1] 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据。

23%）、甘肃（弃风率19%）以及内蒙古（弃风率10%），三省（区）弃风电量合计233亿千瓦时，占全国弃风电量的84%。2018年，全国太阳能发电量1775亿千瓦时，同比增长50.68%；平均利用小时1212小时，同比提升7个小时，其中西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高66小时和65小时；同期，全国弃光电量54.9亿千瓦时，同比减少18亿千瓦时，平均弃光率3%，同比下降2.8个百分点，实现弃光电量和弃光率“双降”。

图4　中国发电量、用电量及增幅情况

（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联，联合资信整理

近年来，中国全社会用电量保持增长，且增速逐年提升。2018年全社会用电量68449亿千瓦时，同比增长8.49%。分产业看，第一产业用电量728亿千瓦时，同比增长9.80%；第二产业用电量47235亿千瓦时，同比增长7.17%；第三产业用电量10801亿千瓦时，同比增长12.75%；城乡居民生活用电量9685亿千瓦时，同比增长10.35%。整体看，2018年全社会用电量保持快速增长，一是由于宏观经济运行总体稳中有进，工业生产总体平稳，企业效益改善，为用电量增长提供了最主要支撑，尤其在高技术及装备制造业用电快速增长、高载能行业增速逐季上升、消费品制造业平稳较快增长的支撑下，第二产业用电量实现较快增长，成为拉动全社会用电量增长的最主要动力。二是由于服务业保持较快增长，新技术新产业新业态新模式等新动能不断壮大，市场活力持续迸发，以及国内消费保持平稳较快增长，拉动服务业用电保持快速增长势头。三是由于天气因素以及居民消费升级共同拉动影响，随着国家城镇化率和居民生活电气化水平持续提高，天气因素对用电负荷和用电量的影响愈发明显，年初的寒潮和夏季“高温时间长、范围广、强度强”的气候特征带动城乡居民生活用电量快速增长。

整体看，2018年伴随全社会用电量较快增长以及电力消费结构持续优化，中国电力生产延续绿色低碳发展成效初步显现。主要表现为发电装机绿色转型持续推进，非化石能源发电量快速增长；各类电源结构设备利用小时均同比提高，弃风弃光问题得到进一步改善；电网投资比重提高，跨区跨省送电量快速增长等。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018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。

公司通过下属企业华润集团（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　公司旗下主要上市公司 2018 年概况（单位：%、亿港元）

2018 年	持股比例	资产总额	所有者权益	营业额	除税前溢利	经营活动产生的现金流净额
华润电力	62.95	2082.23	772.85	769.40	73.11	180.97
华润置地	61.27	7483.95	2062.37	1383.12	590.35	310.83
华润啤酒	51.91	448.20	215.82	363.70	17.48	44.90
华润医药	53.04	1762.44	605.29	1896.89	92.43	82.47
华润燃气	63.95	735.72	316.08	511.65	78.77	83.42
华润水泥	68.72	605.06	378.95	387.91	113.35	113.31

资料来源：联合资信根据公开数据整理

注：1.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；2.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；3.对华润啤酒的持股比例是公司通过华润集团下属全资子公司华润集团（啤酒）有限公司和合贸有限公司合计持有股权的比重；4.对华润燃气的持股比例是公司通过华润集团下属全资子公司华润集团（燃气）有限公司和合贸有限公司合计持有股权的比重；5.对华润水泥的持股比例是公司通过华润集团下属全资子公司华润集团（水泥）有限公司和合贸有限公司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

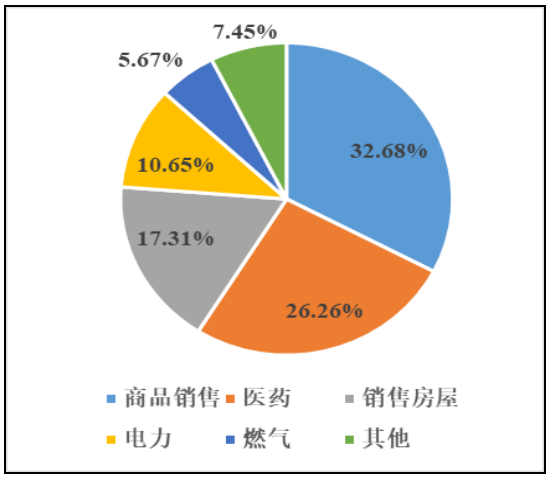
跟踪期内，公司在公司治理、管理制度、高管团队等方面不存在较大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司实现营业收入6084.59亿元，同比增长9.54%（2017年同比增幅为10.34%），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3.75%、6.92%、15.88%、1.91%和36.87%，上述五大板块合计贡献了年度营业收入的92.55%。同年，公司综合毛利率为29.85%，相比上年的27.82%有所提升，主业盈利能力保持稳健。

图 5　2018 年公司营业收入结构图



资料来源：公司 2018 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（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。

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2018年底，华润啤酒在中国内地24个省、市、区经营78间啤酒厂，年产能约210亿升（不包括停止运营或管理层决定关闭的啤酒厂）；2018年，华润啤酒完成了“勇闯天涯superX”和“匠心营造”的新品上市。

2018年，中国啤酒市场延续消费升级态势，华润啤酒年内对部分产品适度调整价格，加之中高档啤酒销量增长4.8%、产品结构有所优化，带动整体均价同比上升约12.3%；但受东北市场容量下滑以及竞争的影响，以及局部市场因为产品涨价造成销量减少，华润啤酒年度销量同比下降4.5%至约112.85亿升，综合作用下，营业额同比增长2.25%至363.70亿港元（增速有所放缓）。同期，部分原材料、包装物成本上涨导致营业成本同比增长0.08%至235.89亿港元，稍低于营业额增速，毛利润保持增长；但运输及广告费用上升以及年内停止运营13间啤酒厂产生一定补偿、安置费用，华润啤酒除税前溢利同比下降19.52%至17.48亿港元。

2018年11月，华润啤酒与Heineken集团就收购Heineken中国业务签订了股份购买主协议，就华润啤酒在中国大陆及港澳地区独家使用Heineken品牌签订了商标许可协议；未来，Heineken集团可能会进一步授予华润啤酒在中国大陆及港澳地区使用该集团所持其他国际高端品牌，有助于华润啤酒推进在中国高端啤酒市场的战略规划。2019年3月6日，国家市场监督管理总局对以上收购的经营者集中反垄断审查签发了不予禁止的决定书，该收购事项仍有待满足其他先决条件。

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；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），业务范围涵盖中药、化学药、营养保健品、医药流通及医药研发等领域，近年来通过并购重组、业务整合、市场拓展，经营规模持续提升。截至2018年底，华润医药总资产1762.44亿港元，权益总额605.29亿港元，2018年实现营业额1896.89亿港元，除税前溢利92.43亿港元，分别较上年增长9.94%和7.70%；营业额主要源于制药、分销、零售3个板块，分别贡献营业额的16.84%、80.21%和2.8%（按外部销售口径，下同），受益于产品和业务结构优化，

综合毛利率同比提升2.03个百分点至18.41%。

华润医药旗下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.SH，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.SZ，通过下属公司持股32.00%）、华润双鹤药业股份有限公司（下称“华润双鹤”，股票代码600062.SH，通过下属公司持股59.99%）和江中药业股份有限公司（下称“江中药业”，通过下属公司持股43.03%）等4家上市公司和华润医药商业集团有限公司（医药流通业务）。

表 2　华润医药下属 4 家上市公司经营业务以及 2018 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	营养保健品	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。	138.70	113.29	73.38	24.44
华润三九	中药、化学药	主要经营自我诊疗（CHC）和处方药两大类业务，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。	180.30	111.68	134.28	17.19
华润双鹤	化学药	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、匹伐他汀钙片、压氏达等核心产品，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。	103.06	79.09	82.25	11.84
江中药业	中药、营养保健品	主要经营非处方药及营养保健品两大类业务，拥有江中健胃消食片及江中系列产品、初元、参灵草等重点产品。	38.17	32.53	17.55	5.48

资料来源：上市公司 2018 年年度报告

制药业务方面：截至2018年底，华润医药共生产和销售超过430种医药产品，共49种医药产品的2018年营业额超过1亿港元（其中7种医药产品年营业额超10亿港元）。华润医药持续加大研发投入，2018年研发支出14.55亿港元，在研项目222个；其中，创新药在研项目32个，包括1个抗肿瘤药物处于II期临床阶段、1个呼吸系统1类创新药已启动美国FDA IND申请程序。重点开展的一致性评价专项项目超过40个（其中超过20个项目为289目录外品种）；其中，10余个项目已开展生物等效性临床试验，8个品种已完成生物等效性临床试验，盐酸二甲双胍缓释片、阿奇霉素、米非司酮片、非那雄胺片等品种已完成申报，华润双鹤的盐酸特拉唑嗪片（2mg）和苯磺酸氨氯地平片（5mg）已于2018年7月和12月获批，米非司酮片（10mg和25mg）已于2019年获批并获得国家参比制剂资质。2018年，华润医药制药分部营业额同比增长21.16%至319.40亿港元。

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，近年通过外延并购完成对空白省市的布局，截至2018年底，分销网络已覆盖全国28个省、直辖市及自治区，客户包括二、三级医院6581家，基层医疗机构51505家以及零售药房26964家。2018年，华润医药分销和零售分部营业额分别为1521.51亿港元和54.55亿港元，同比分别增长7.28%和28.54%。

并购方面：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，2018年6月完成华润双鹤利民药业（济南）有限公司的少数股权收购（成为全资），2018年8月完成收购湖南省湘中制药有限公司85.65%股权，进入精神/神经用药领域（其独家产品抗癫痫药物丙戊酸

镁在丙戊酸系列市场份额超20%）；华润医药于2019年2月通过要约收购控股江中药业的控股股东（持股51%），进而实现对上市公司-江中药业的实际控制，同时，医药分销业务也通过并购来布局空白省份。

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）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2018年底，华润电力总资产2082.23亿港元，权益合计772.85亿港元。华润电力旗下运营38座火电厂、83座风电场、20座光伏电厂、2座水电厂和2座燃气发电厂，合计运营权益装机容量为37438兆瓦（较上年底增长3.77%）。其中，火电运营权益装机容量29815兆瓦（占79.6%，较上年底比重下降3.0个百分点），年内无新火电机组投产；风电、燃气、水电、光伏发电等清洁及可再生能源电厂运营权益装机容量为7623兆瓦，受益于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1187兆瓦和173兆瓦，在建的清洁及可再生能源电厂容量合计为2979兆瓦。

2018年，华润电力完成发电量1.66亿兆瓦时，完成售电量1.57亿兆瓦时，同比增幅均为2.3%[2]；其中，参与直接交易的售电量（包括双边长协和竞价上网等方式）为0.70兆瓦时，其平均交易电价（不含税）较平均批准上网电网降幅约为9.7%，降幅较2017年有所收窄。由于旗下火电厂大部分为大型机组且华润电力致力于强化内部管控，以及下辖风电厂主要位于华东、华中、华南等限电较少区域，2018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4976小时和2314小时，分别高出全国平均利用小时615小时和219小时。

2018年，受煤炭去产能、用电总需求增长等影响，国内煤炭价格维持高位，华润电力下辖火电厂的平均燃料成本为220.5/兆瓦，同比增长3.1%，平均标煤单价为729.1元/吨，同比增长4.0%；平均供电标准煤耗为299.54克/千瓦时，较上年减少3.62克/千瓦时。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，同时也通过自产煤炭控制燃料成本；2018年，华润电力附属及联营煤矿合计生产约1511万吨煤炭（附属煤矿产煤1302万吨、联营煤矿产煤209万吨），同比增长0.6%。同时，华润电力年内以1元对价向国源时代煤炭资产管理有限公司（下称“国源公司”）[3]转让华润煤业控股有限公司（下称“华润煤业”）及其下属3家煤炭企业的股权和煤矿[4]，以34.86亿元价向华润集团转让了山西华润大宁能源有限公司51%股权（转让后不再持股），退出了位于山西的全部煤炭业务，上述煤炭资产转让事项共录得净亏损约21.22亿港元。

表3　近三年华润电力收入构成（单位：亿港元）

子板块	2016年	2017年	2018年
电力销售	594.84	640.14	660.01
其中：火电	534.49	565.32	568.86
可再生能源发电	60.35	74.82	91.15
热能供应	31.28	37.64	48.08

[2] 由于六枝电厂于2017年12月重分类至联营企业，其发/售电量均不包含在2017年总发/售电量中。

[3] 国源公司成立于2016年7月，由中国国新、中煤集团、中国诚通、国家能源集团共同出资设立，是一家央企煤炭资产管理平台公司，致力于推动央企化解煤炭过剩产能和促进涉煤央企产业整合。

[4] 华润煤业除上述3家子公司之外的股权和资产由华润电力从华润煤业中剥离；同时，华润电力对华润煤业3家子公司共计219亿元（股东贷款等）的债权转由华润煤业承接，国源公司承诺偿还华润电力110亿元（贷款余额在偿还期间，将按照同时期人民银行公布的同期基准率按日计息），截至2018年底已偿还60亿元。

煤炭销售	36.00	55.34	61.31
合计	**662.13**	**733.12**	**769.40**

资料来源：华润电力年报

在可再生能源售电量及售热量增长的拉动下，2018年，华润电力营业额同比增长4.95%至769.40亿港元，燃料及人力成本的增加推动总经营成本（包含燃料/材料、维修/维护、折旧/摊销、减值损失和税金等）同比增长5.35%至661.75亿港元，增速略高于营业额增速，加之出售煤矿资产等导致21.22亿港元亏损，公司除税前溢利同比下降14.19%至73.11亿港元。

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2018年底，华润燃气的城市燃气项目数量已达248个，遍布全国22个省份，覆盖包括14个省会城市、3个直辖市和73个地级市；2018年，华润燃气的燃气销量达242.8亿立方米、客户数达3464万户，同比分别增长23.4%和12.4%。

2018年，华润燃气新增接驳居民用户322万户，包含旧房接驳50万户、农村煤改气用户30万户、新增工商用户2万户；当年的总销气量为242.8亿立方米，其中工业售气量114.1亿立方米（同比增长32.0%），商业售气量54.5亿立方米（同比增长22.5%），民用售气量55.2亿立方米（同比增长15.8%），上述三类售气量合计占比为92%（略高于上年）。截至2018年底，华润燃气在中国运营的城市燃气项目平均气化率由2017年底的48.4%上升至50.3%。

投资方面：2018年，华润燃气继续进行并购活动并为19个城市天然气项目投资14.9亿港元（大部分为全资项目或控股项目），获取城市燃气项目分布在江阴、邹城、阳山、武鸣等地，拓展特许经营面积1万平方公里，支撑了销气量和用户的进一步增长；新能源拓展方面，华润燃气年内新批准6个分布式能源项目，预计投资总额10.7亿元，该等项目建成后预计带来108MW的装机容量和2.7亿立方米的新增气量；除上以外，华润燃气还进一步推进充电桩业务燃气保险等增值业务。

2018年，受益于销气量的增长，华润燃气营业额同比增长28.43%至511.65亿港元，主要源于销售及分销气体燃料及相关产品、燃气接驳、加气站等板块的贡献；综合毛利率较2017年下跌3.29个百分点至26.62%，主要由于前述收入结构的调整（销售及分销收入、加气站收入比重有一定提升，而毛利率相对较高的接驳收入比重有所下滑）所致；除税前溢利同比增长19.11%至78.77亿港元。

（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。

截至2018年底，华润置地总资产7483.95亿港元，权益总额2062.37亿港元；2018年实现营业额1383.12亿港元，除税前溢利590.35亿港元，分别较上年增长16.63%和28.08%，后者增速快于前者，主业盈利进一步提升（2018年毛利率较上年提升3.13个百分点）。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85%以上，其次为物业投资和建筑、装修服务等，各板块均保持增长态势。

表4　2016—2018年华润置地营业额构成（单位：亿港元、%）

板块	2016年		2017年		2018年	
	营业额	占比	营业额	占比	营业额	占比
销售已发展物业	987.27	90.31	1045.59	88.18	1200.04	86.76

物业投资及管理	62.67	5.73	74.03	6.24	92.36	6.68
酒店经营	9.85	0.90	13.81	1.16	16.29	1.18
建筑、装修服务及其他	33.48	3.06	52.45	4.42	74.43	5.38
合计	**1093.27**	**100.00**	**1185.88**	**100.00**	**1383.12**	**100.00**

资料来源：上市公司 2016—2018 年年度报告

物业开发方面：2018年，华润置地签约销售额和签约面积分别为2106.8亿元和1198.9万平方米，同比分别增长22.3%和17.6%；合同销售平均售价为1.76万元/平方米，同比增长4.0%；结算销售额和结算面积分别为1051.5亿元和608.0万平方米，前者同比增长17.5%，后者同比降低15.7%。销售区域方面，2018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，所占比重均超过22%；华润置地会根据行业环境、政策等因素调整推盘节奏和重点推盘区域。截至2018年底，华润置地已销售尚未结算的签约额约为人民币1874亿元，其中已锁定于2019年内结算的开发物业营业额约为人民币992亿元。

物业投资方面：截至2018年底，华润置地在营投资物业总楼面面积为921.12万平方米（商业物业、写字楼和酒店面积分别占52.96%、6.87%和4.76%）；在建/拟建投资物业总楼面面积为943.23万平方米（商业物业、写字楼和酒店面积分别占53.65%、24.29%和11.58%）；购物中心为代表的物业是华润置地重点发展的业务板块，未来2～3年仍将是新建购物中心投运的高峰期。截至2018年底，华润置地已开业万象城/万象天地22个，万象汇/五彩城12个，储备项目44个，另有管理输出购物中心项目25个（包括在营项目17个、储备项目8个）。2018年，华润置地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包括杭州萧山万象汇、太原万象城、重庆弹子石万象汇等10个购物中心（其中2个为轻资产运营）；由于物业出租情况保持良好，物业投资（含酒店经营）毛利率维持在较好水平。

土地储备方面：2018年，华润置地以总地价人民币1514亿元（权益地价人民币1037亿元）增持了103宗土地，新增土地总计容建筑面积为2213万平方米。截至2018年底，华润置地土地储备已覆盖全球70个城市，总土地储备面积达5957万平方米；其中，开发物业土地储备面积5014万平方米，投资物业土地储备面积943万平方米，一、二线及具有产业支撑的三线城市土地储备占比约83.0%，土地储备结构较好。

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”）。

截至2018年底，华润信托资产总额238.79亿元，权益总额203.07亿元；2018年实现总收入27.08亿元，其中信托业务收入12.45亿元，归属于母公司净利润23.26亿元。截至2018年底，华润信托管理信托资产达9549.19亿元，其中：房地产类信托占5.97%，证券类信托占45.29%，实业类信托占20.98%，金融机构类信托占11.00%，其他类信托占16.76%。

截至2018年底，华润银行资产总额1745.10亿元（其中发放贷款和垫款净额845.83亿元），总负债1616.62亿元（其中吸收存款余额1122.75亿元），所有者权益128.47亿元（其中股本56.38亿元）；2018年，华润银行实现净利润13.73亿元（归属于母公司利润13.67亿元）。

（4）水泥

公司水泥业务的经营主体为华润水泥，华润水泥是中国华南地区最具竞争力的水泥和商品混凝土供应商，水泥和商品混凝土产能位居全国前列。截至2018年底，华润水泥业务主要覆盖广东、广西、福建、海南、云南、贵州和山西等地，经营95条水泥粉磨线及45条熟料生产线，水泥及熟料年产能分别为8330万吨和6130万吨；华润水泥经营混凝土搅拌站60座，

年产能3630万立方米；此外，华润水泥通过联营及合营方式参股79条水泥粉磨线、30条熟料生产线和20座混凝土搅拌站，合计拥有的权益产能包括水泥2080万吨、熟料1160万吨及混凝土440万立方米。

表 5　截至 2018 年底华润水泥经营生产线的产能情况
（单位：百万吨、百万立方米）

地点	水泥	熟料	混泥土
广东	22.5	14.4	14.3
广西	33.2	26.5	15.2
福建	10.1	7.0	-
海南	4.4	3.3	3.0
山西	6.0	4.6	0.6
云南	5.1	3.9	0.6
贵州	2.0	1.6	--
浙江	--	--	1.1
香港	--	--	1.5
合计	**83.3**	**61.3**	**36.3**

资料来源：上市公司 2018 年年度报告
注：2018 年，华润水泥新增两座混凝土搅拌站，关闭两座混凝土搅拌站，混凝土全年产能减少约 20 万立方米；同期，华润水泥无新增熟料或水泥生产线

表 6　华润水泥主要产品销量和售价情况
（单位：万吨、万立方米、港元/吨、港元/立方米）

销量	2016 年	2017 年	2018 年
水泥	8003.7	7589.5	8260.2
熟料	485.9	794.8	403.3
混凝土	1239.5	1345.8	1423.1
平均售价	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年**
水泥	252.0	301.2	377.8
熟料	193.4	256.6	328.9
混凝土	365.9	375.8	493.7

资料来源：上市公司 2016-2018 年年度报告
注：以上销量数据均为对外销售数据

近年来，随着国内水泥需求量的平稳增长，市场集中度上升，竞争环境有所改善，水泥价格保持稳中有升的态势。2018年，华润水泥营业额同比大幅增长29.48%至387.91亿港元，综合毛利率为39.75%，较上年提升8.94个百分点；年内，水泥、混凝土销量同比增长8.8%和5.7%至8260.2万吨和1423.1万立方米，受高标号水泥销售占比提升、熟料耗用量增加等影响，熟料销量同比下滑49.3%至403.3万吨，上述产品的均价较上年也有不同程度增长（增幅分别为25.4%、31.4%和28.2%）；与此同时，煤炭、人工等成本虽有上涨，但受益于期间费用比重下降、年内形成汇兑收益（人民币升值）、联营及合营企业业绩持续好转，华润水泥除税前溢利大幅增长132.09%至113.35亿港元。

3. 经营效率

2018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，2018年分别为8.69次、1.37次和0.46次。

总体看，公司整体经营效率尚可。

九、财务分析

公司2018年合并财务报告经安永华明会计师事务所（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2018年底，公司合并范围内二级子公司为4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%）和湖北润联物业管理有限公司（持股100%），较2017年底增加1家。

截至2018年底，公司资产总额14394.04亿元，所有者权益3869.05亿元（含少数股东权益1933.01亿元）；2018年，公司实现营业收入6084.59亿元，利润总额661.24亿元。

1. 资产质量

流动资产

截至2018年底，公司资产总额14394.04亿元，较上年底增长18.38%，流动资产和非流动资产分别占57.19%和42.81%，公司资产以流动资产为主。

截至2018年底，公司流动资产为8231.70亿元，同比增长27.99%，构成以货币资金（占19.06%）和存货（占42.90%）为主。

截至2018年底，货币资金为1568.68亿元，同比增长18.95%，构成上以银行存款（1358.50亿元）和其他货币资金（177.08亿元，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2018年底，公司交易性金融资产同比大幅增加398.32亿元至436.49亿元，主要系公司采用新会计准则将其他科目中理财产品及信托和基金投资调入交易性金融资产科目所致。

截至2018年底，公司应收账款净额为597.10亿元，同比下降2.55%，公司应收账款主要以医药板块为主，医药板块2018年底应收账款净额为398.88亿元，占公司应收账款总额的66.80%；按账龄分析法，公司一年以内的应收账款占总额的94.96%，整体账龄较短，公司共计提坏账准备10.14亿元，计提比例1.67%。

截至2018年底，公司存货账面价值3531.43亿元，同比增长43.02%，主要源自房地产在建开发产品的增加，构成上也主要以房地产在建开发产品为主，占存货净值的81.21%。公司存货共计提跌价准备13.87亿元，计提比例0.39%。

截至2018年底，公司发放贷款合计886.09亿元，同比增长23.86%，主要由信用贷款（215.05亿元）、保证贷款（187.64亿元）和抵押贷款（334.67亿元）组成；累计计提减值准备32.75亿元，贷款账面净值为853.35亿元，其中一年内到期的部分为360.10亿元（计入“流动资产-贷款”科目），一年以上到期的部分为493.25亿元（计入“非流动资产-贷款”科目）。截至2018年底，公司发放贷款中逾期贷款合计23.66亿元，其中逾期3个月以内的占31.49%；3个月至1年的占33.05%；1年到3年的占15.77%；3年以上的占19.70%。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产6162.34亿元，同比增长7.59%，以长期股权投资（占14.68%）、投资性房地产（占13.94%）和固定资产（占32.17%）为主。

由于执行新会计准则，公司可供出售金融资产转为债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资等科目计量，截至2018年底，上述科目分别为203.44亿元，33.78亿元和41.67亿元。其中债权投资主要为子公司华润银行购买的国债和政府债13.54亿元以及其持有的国家政策性银行发行的债券和境内商业银行次级债产品等金融债券16.45亿元。

截至2018年底，公司长期股权投资904.92亿元（同比增长42.71%），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233.72亿元，对联营企业投资680.01亿元；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）。

截至2018年底，公司投资性房地产净值为859.18亿元，同比增长16.42%，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2018年底，公司固定资产原值为3359.01亿元，主要集中于房屋及建筑物（944.69亿元）和机器设备（2240.24亿元），公司共计提折旧1304.17亿元，截至2018年底，公司固定资产净值为1982.51亿元。

截至2018年底，公司商誉账面价值为321.49亿元，同比下降0.74%，构成主要为医药板块（118.02亿元）、零售板块（90.83亿元）和啤酒饮料板块（68.94亿元）构成。2018年处置子公司共减少商誉8.06亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模稳步增长，货币资金充裕，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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益（含少数股东权益1933.01亿元）合计3869.05亿元，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9.87%）、资本公积（占8.88%）和未分配利润（占79.53%）。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2018年底，公司负债规模10524.99亿元，同比增长15.14%，流动负债和非流动负债分别占76.01%和23.99%，以流动负债为主，流动负债比重较上年末变化不大。

截至2018年底，公司流动负债合计7999.96亿元，同比增长23.32%，主要由应付账款（占13.80%）、合同负债（占27.48%）、其他应付款（占13.14%）和吸收存款及同业存放（占13.60%）构成。

截至2018年底，公司短期借款合计765.28亿元，同比变动不大，构成上仍以信用借款为主，占公司短期借款总额的88.46%。截至2018年底，公司应付账款1103.73亿元，同比增长17.90%，公司应付账款账龄全部在一年以内。

截至2018年底，公司新增合同负债2198.09亿元，主要系公司执行新会计准则，将预收物业销售款及部分预收货款及工程款等款项由预收款项调入该科目计量所致。公司合同负债主要由预收物业销售款1946.23亿元、预收货款及工程款等款项106.69亿元、预收储值卡款136.28亿元及预收服务款及其他8.89亿元组成。

截至2018年底，公司其他应付款为1051.12亿元，同比增长33.29%。公司其他应付款主要来自房地产（441.01亿元）、零售食品及饮品（158.00亿元）、电力（137.77亿元）和医药（121.19亿元）。

截至2018年底，公司非流动负债2525.03亿元，同比增长15.14%；构成上以长期借款（占60.20%）和应付债券（占31.30%）为主。

截至2018年底，公司长期借款为1520.00亿元，同比增长30.08%。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2018年底，公司应付债券为790.45亿元，同比变动不大。

截至2018年底，公司全部债务为5789.64亿元，同比增长16.57%，其中短期债务和长期债务分别占60.09%和39.91%。截至2018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73.12%、59.94%和37.39%，均同比小幅上升。

总体看，跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主，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

2018年，公司实现营业收入6084.59亿元，同比增长9.54%，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26.29%，同比增长1.85个百分点。

2018年公司期间费用合计956.08亿元，同比增长8.50%，占营业收入的15.71%。财务费用同比增长29.09%，主要系公司利息支出增加以及汇兑收益减少所致。

由于公司采用新会计准则，2018年，公司减值损失为47.39亿元，主要由资产减值损失26.08亿元和信用减值损失21.31亿元，较上年资产减值损失下降13.39%，主要由于合并范围变动导致固定资产减值损失下降所致。

表7 近两年资产减值损失的主要构成（单位：亿元）

科目	2018年	2017年
坏账损失	4.12	3.51
存货跌价损失	4.58	3.54
可供出售金融资产减值损失	--	0.28
固定资产减值损失	14.25	23.39
在建工程减值损失	2.66	7.31
无形资产减值损失	1.96	3.33
商誉减值损失	2.63	2.06
贷款减值损失	12.78	3.10
债权投资减值损失	2.10	--
其他债券投资减值损失	2.12	--

资料来源：公司年报附注

2018年，公司投资收益为60.10亿元，同比下降73.11%，主要系2017年公司转让持有的全部万科企业股份有限公司股票获得大额一次性投资收益所致；同期，公司资产处置收益合计-27.88亿元；公司营业外收入2018年共计19.83亿元；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。2018年，公司实现非经营性损益（投资收益+营业外收入+其他收益）96.56亿元，占利润总额的比重为14.60%，对公司利润总额形成良好补充。

2018年，公司实现利润总额661.24亿元。盈利能力指标方面，公司总资本收益率和净资产收益率2018年分别为6.29%和11.66%，均实现同比增长。

跟踪期内，公司业务规模不断拓展，多元化经营体现了极强的抗风险能力，营业收入和利润规模稳定增长，非经常损益对利润形成良好补充，整体盈利能力很强。

4. 现金流及保障

2018年，公司经营活动现金流入6732.76亿元，同比增长13.58%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主；经营活动现金流出6040.48亿元，同比增长9.16%，经营活动产生的现金流量净额为692.27亿元。从收入实现质量来看，2018年，公司的现金收入比为103.71%，公司收入实现质量较好，经营获现能力强。

2018年，公司投资活动现金流入收缩至2051.94亿元，主要系公司收回投资收到的现金减少所致；同期，投资活动现金流出呈增长趋势，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-760.47亿元，筹资活动前产生的现金流净额为-68.20亿元，公司存在一定对外融资需求。

2018年，公司筹资活动现金流入和流出均同比有所增长。公司筹资活动现金流入为2843.50亿元，主要为取得借款收到的现金（1865.10亿元）和发行债券收到的现金（711.92亿元）；筹资活动现金流出为2561.04亿元，以偿还债务支付的现金（2217.17亿元）为主。2018年，公司筹资活动现金净流量为282.46亿元。

跟踪期内，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；由于收购活动以及在建项目不断投入，投资活动资金始终处于净流出状态，存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为102.90%和58.75%，同比均有所上升。2018年，公司经营性现金流动负债比为8.65%，同比增加2.57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。

2018年，公司EBITDA同比增长至1072.48亿元。公司全部债务/EBITDA为5.40倍，EBITDA利息倍数为5.29倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2018年底，公司对外担保总额459.25亿元，担保比率为11.24%；其中，为华润集团的联营公司提供借款担保24.91亿元，为银行担保提供反担保40.00亿元，为其他公司提供担保394.35亿元（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）。

6. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额338.76亿元，其中流动资产1.65亿元，非流动资产337.11亿元（主要为长期股权投资）。截至2018年底，母公司负债合计218.11亿元，其中流动负债187.86亿元（主要为其他应付款），非流动负债30.25亿元（主要为应付债券）。截至2018年底，母公司有息债务30.00亿元，全部为长期债务，母公司资产负债率为64.84%。截至2018年底，母公司所有者权益合计120.65亿元。

盈利能力方面，2018年，母公司实现营业收入57.13万元，投资收益72.00亿元，营业利润69.41亿元。2018年，母公司利润总额69.41亿元。

2018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990.94万元、-4627.22万元和4244.61万元。

总体看，考虑到公司本部不从事生产经营活动，不承担投融资职能，所以母公司收入和各类活动产生现金流均很有限；本部利润主要源于下属公司的投资收益，存续债券到期偿付的资金来源也主要源于下辖的经营实体。

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，公司综合抗风险能力极强。

十、存续期债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司本部处于存续期内期债券为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2018年EBITDA为1072.48亿元，为存续期内债券总额的35.75倍；经营活动现金流量净额为692.27亿元，对存续期内债券总额的覆盖倍数为23.08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。同时，“06华润债”由交通银行提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信对交通银行评级，其主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。交通银行担保实力极强，有助于保障债券偿付安全性。

表8　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

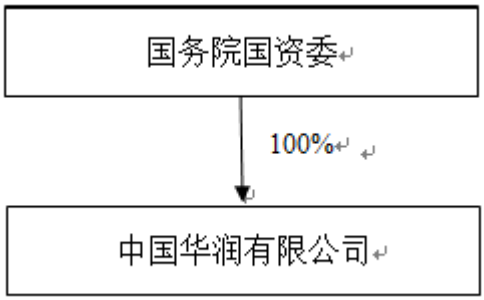
项 目	
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	224.43
经营活动现金流净额/应付债券余额	23.08
EBITDA/应付债券余额	35.75

资料来源：联合资信根据公开资料整理

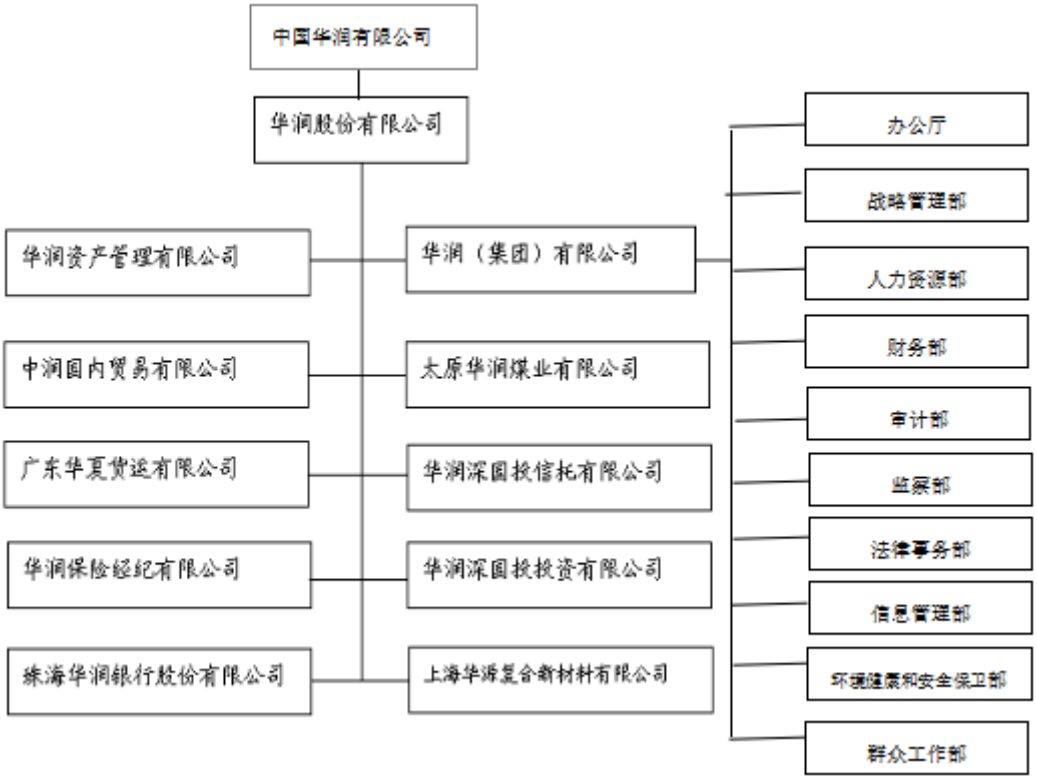
十一、结论

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

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	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1067.02	1287.27	1922.26
资产总额(亿元)	11000.44	12159.23	14394.04
所有者权益(亿元)	3173.04	3478.94	3869.05
短期债务(亿元)	2370.08	2989.84	3479.18
长期债务(亿元)	2055.27	1976.98	2310.45
全部债务(亿元)	4425.34	4966.82	5789.64
营业收入(亿元)	5034.08	5554.50	6084.59
利润总额(亿元)	483.38	648.54	661.24
EBITDA(亿元)	790.33	970.52	1072.48
经营性净现金流(亿元)	551.42	394.10	692.27
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.67	8.24	8.69
存货周转次数(次)	1.70	1.62	1.37
总资产周转次数(次)	0.48	0.48	0.46
现金收入比(%)	100.13	102.04	103.71
营业利润率(%)	24.76	24.44	26.29
总资本收益率(%)	5.65	5.71	6.29
净资产收益率(%)	10.65	11.06	11.66
长期债务资本化比率(%)	39.31	36.24	37.39
全部债务资本化比率(%)	58.24	58.81	59.94
资产负债率(%)	71.16	71.39	73.12
流动比率(%)	101.02	99.14	102.90
速动比率(%)	60.97	57.21	58.75
经营现金流动负债比(%)	9.87	6.08	8.65
EBITDA 利息倍数(倍)	6.64	7.15	5.29
全部债务/EBITDA(倍)	5.60	5.12	5.40

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

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　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。

附件 4-3　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