信用等级公告

联合〔2020〕1912 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”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

二〇二〇年六月二十八日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国华润有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国华润有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
担保方	AAA	稳定	AAA	稳定
06 华润债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
06 华润债	30.00	30.00	2021-3-7

注：交通银行股份有限公司对“06 华润债”提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

评级时间：2020 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

中国华润有限公司（以下简称“公司”或“中国华润”）作为中央直属的国有大型骨干企业之一，由消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融七大战略业务单元构成。跟踪期内，公司在多元化产业布局、核心业务经营、细分产业行业地位及政府支持方面仍保持突出优势。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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，传统零售业受网络销售冲击、房地产政策调控影响的不确定性等因素及公司本部投资收益波动较大可能对公司相关业务经营和整体战略规划实施带来不利影响。

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。

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。

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. **公司是多元化经营的中央直属国有骨干企业之一；整体规模优势明显。**跟踪期内，公司作为全球 500 强企业之一，子公司经营围绕消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融七大战略业务单元，拥有华润万家、苏果、Olé、Vango、雪花啤酒、怡宝纯净水、Pacific Coffee 等多个著名消费品牌。
2. **公司资产规模大且持续增长，盈利能力强。**跟踪期内，公司资产规模稳定增长，现金类资产充裕，

分析师：孔祥一　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

营业收入和利润规模不断攀升，盈利能力稳健，公司整体抗风险能力强。

3. **公司 EBITDA 及经营活动现金流净额对“06 华润债”的保障程度高。**2019 年，公司 EBITDA 及经营活动现金流净额对“06 华润债”保障倍数分别为 35.42 倍和 29.65 倍。交通银行担保有效提升了债券偿付安全性。

关注

1. **跟踪期内，零售行业新业态的冲击及房地产行业政策调整对公司经营造成一定影响。**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. **医药业务利润规模下滑。**受华润医药下属子公司东阿阿胶亏损的影响，华润医药除税前利润同比下滑 28.16%
3. **公司地产类存货金额大，对资产流动性有一定影响。**截至 2019 年底，公司房地产在建及完工开发产品合计 3581.10 亿元，占存货账面余额的 87.28%。
4. **公司本部利润下滑，权益规模有所减少。**跟踪期内，公司本部未收到子公司投资收益，并承担了部分管理成本，利润同比有所下滑。此外未分配利润减少导致本部所有者权益有所减少。考虑到本部不承担主要筹资职能，整体债务规模较小，偿债能力适宜。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产(亿元)	1287.27	1922.26	1782.75
资产总额(亿元)	12159.23	14394.04	16179.72
所有者权益(亿元)	3478.94	3869.05	4933.23
短期债务(亿元)	2733.39	3107.11	2992.38
长期债务(亿元)	1976.98	2310.45	2637.73
全部债务(亿元)	4710.37	5417.56	5630.11
营业收入(亿元)	5554.50	6084.59	6546.29
利润总额(亿元)	648.54	661.24	725.78
EBITDA(亿元)	971.93	1025.94	1062.70
经营性净现金流(亿元)	394.10	692.27	889.61
营业利润率(%)	24.44	26.29	25.16
净资产收益率(%)	11.06	11.66	10.35
资产负债率(%)	71.39	73.12	69.51
全部债务资本化比率(%)	57.52	58.34	53.30
流动比率(%)	99.14	102.90	110.12
经营现金流动负债比(%)	6.08	8.65	10.62
EBITDA 利息倍数(倍)	7.09	6.57	6.41
全部债务/EBITDA(倍)	4.85	5.28	5.30

公司本部（母公司）			
项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	338.47	338.76	338.93
所有者权益(亿元)	139.37	120.65	7.86
全部债务(亿元)	30.00	30.00	30.00
营业收入(亿元)	0.00	0.01	0.00
利润总额(亿元)	40.28	69.41	-16.45
资产负债率(%)	58.82	64.38	97.68
全部债务资本化比率(%)	17.71	19.91	79.23
流动比率(%)	0.90	0.88	0.63
经营现金流动负债比(%)	-0.58	0.05	0.06

注：合并口径现金类资产已剔除受限部分；合并口径其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

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（以下简称“公司”或“中国华润”）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 2019 年底，公司实收资本为 191.42 亿元。公司实际控制人为国务院国资委。

公司业务涉及消费品及医药、能源、房地产及金融、水泥等行业。经营范围包括：金融保险、能源交通、电力通讯、仓储运输、食品饮料生产企业的投资；商业零售企业（含连锁超市）的投资与管理；石油化工、轻工纺织、建筑材料产品的生产；电子及机电产品的加工、制造、批发零售；物业管理；酒店经营管理；民用建筑工程的施工、民用建筑工程的外装修和室内装修；技术交流。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 16179.72 亿元，所有者权益合计 4933.23 亿元（其中少数股东权益 2635.90 亿元）；2019 年实现营业收入 6546.29 亿元，利润总额 725.78 亿元。

公司地址：深圳市南山区科苑南路2666号中国华润大厦；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”，到期兑付日为 2021 年 3 月 7 日，发行金额及债券余额均为 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分析

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7

GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比

上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行

向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 房地产行业

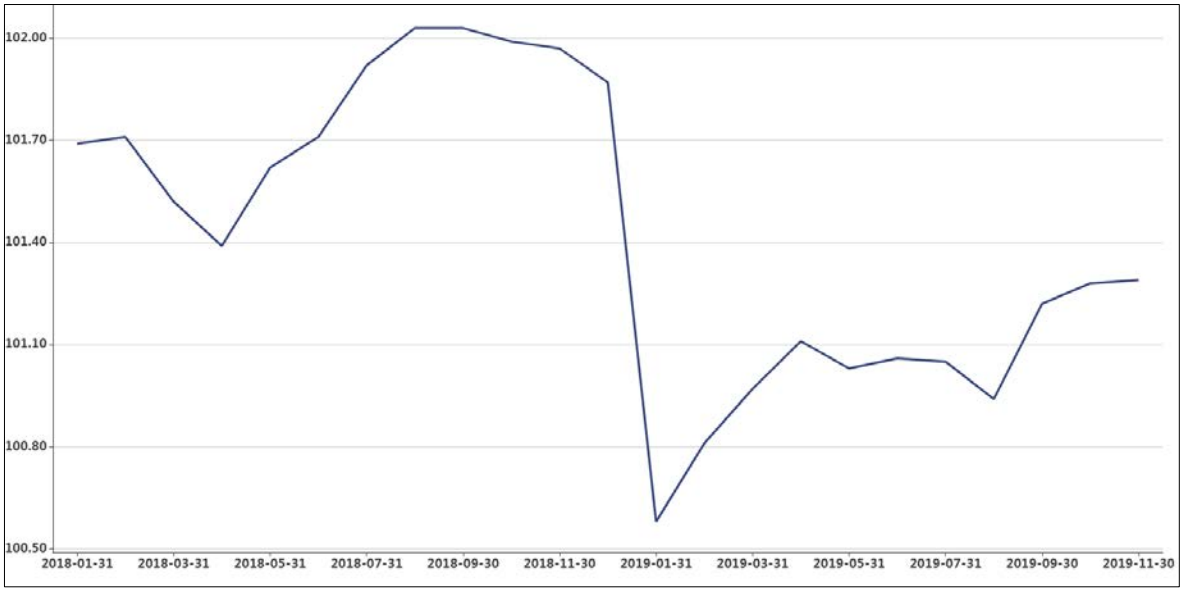
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对

房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 1　2018 年－2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速

同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

2. 商业零售业

2019 年，伴随着消费需求、消费渠道、消费方式的转变以及电商红利期的退潮，零售额增速进一步放缓。网络零售业态对实体零售业态的冲击仍在持续，随着实体零售企业调整业态配比、优化产品结构、加强线上线下整合等方式，电商企业也开始逐步往线下转型，线上、线下消费品市场融合或将是未来零售业的发展趋势。2020 年一季度，零售行业受新冠疫情影响较大，随着疫情逐步得到控制，部分被推迟的消费逐渐恢复。

零售业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。根据国家统计局统计，2019 年，我国社会消费品零售总额 411649 亿元，同比增长 8.0%，增速比上年进一步放缓。按经营单位所在地分，2019 年，城镇消费品零售额 351317 亿元，同比增长 7.9%，增速同比下降 0.9 个百分点；乡村消费品零售额 60332 亿元，同比增长 9.0%，增速同比下降 1.1 个百分点。按消费类型分，2019 年，餐饮收入 46721 亿元，同比增长 9.4%，增速较上年基本持平；商品零售 364928 亿元，同比增长 7.9%，增速同比下降 1.0 个百分点。

零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态共同发展的局面，呈现出多元化发展趋势。面对“千店一面”的同质化竞争、网络零售的消费分流、消费需求升级转变等不利形势，近年来流通领域供给侧改革和结构性改革逐步推进，实体零售转型升级加快步伐，转型过程中，不同业态增速明显分化。按零售业态分，2019 年，限额以上零售业单位中的超市、百货店、专业店和专卖店零售额比上年分别增长 6.5%、1.4%、3.2%和 1.5%，超市和专业店销售的增速优于百货店和专卖店的销售增速；但各个业态增速普遍放缓，实体零售企业面临较大压力。

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。电子商务凭借低廉的价格，快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对消费的促进力度越来越强。面对电商发展带来的压力，传统企业纷纷发力电商，利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势，开展 O2O 的多渠道经营探索。截至 2020 年 3 月底，我国网络购物用户规模达 7.10 亿，较 2019 年底增长 16.4%，占网民整体的 78.6%。2019 年，全年实物商品网上零售额为 85239 亿元，按可比口径计算，比上年增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，比上年提高 2.3 个百分点，与其他国家相比，

渗透率已较为饱和。随着线上零售逐渐饱和，我国电商企业也开始逐步往线下转型，线上、线下消费品市场融合或将是未来零售业发展趋势。

随着新一代消费群体的崛起，也带来了新的消费需求。相较于价格，他们更在于品质以及相应的性价比，愿意为高端产品付出更高的费用，消费升级成了顺应消费者需求转变的解决方案。为留住消费者，不管是永辉超市、沃尔玛等传统零售企业，还是苏宁易购、盒马鲜生等电商企业都开始寻求转型，向更新的智能零售模式发展。

从行业政策看，政府积极鼓励零售行业发展新业态、新模式，促进线上线下融合，支持零售行业升级转型。2019 年 8 月 27 日，国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，从顺应消费变革和消费升级的趋势、引导电商培育新消费、拓宽生态产品线上线下销售渠道到调整电商零售，推出了 20 条提振消费信心的政策措施。

2020 年一季度，新冠疫情短期内在一定程度上抑制了可选消费品的消费需求，人们外出消费大幅减少，大型百货商场等场所成为主要回避对象。然而食品等生活必需品刚性仍较大，消费需求未因此减少，新冠疫情对超市行业影响相对较小。因更多消费者线开始选择线上下单，生鲜及生活用品电商企业得到了良好得发展，实体零售企业受到一定负面影响，但一定程度上推动了配送到家业务的发展。第二季度，随着疫情逐步得到控制，多地下调疫情防控等级，部分被推迟的消费逐渐恢复。

3. 医药行业

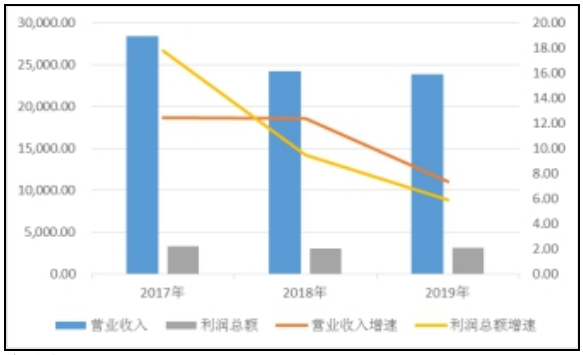
中国医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，医药制造业行业增速不断放缓。

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。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，对行业发展产生了深刻影响。根据国家统计局发布的数据显示，中国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓，2019 年中国医药制造业企业实现营业收入 23908.60 亿元，较上年增长 7.40%，增速较上年下降 5.00 个百分点；实现利润总额 3119.50 亿元，较上年增长 5.90%，增速较上年下降 3.60 个百分点。

图2　近年来中国医药工业总产值变化

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2018 年以来，医药行业政策持续在“去产能”和“调结构”两方面发力，包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等，都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用，并对医药制造企业的

研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。2019 年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年底，公司注册资本为人民币191.42亿元，全部由国务院国资委出资，实际控制人为国务院国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司作为实行多元化经营的国有大型集团企业，拥有多家上市公司，跨行业经营整合能力强，整体规模优势明显。

跟踪期内，公司业务单元布局仍以消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融七大板块为主，拥有华润万家、苏果、Olé、喜力啤酒、雪花啤酒、怡宝纯净水、Pacific Coffee等多个著名消费品牌，跨地区、跨行业、利用多种资源进行快速整合的能力突出。

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（下称“华润电力”，股票代码 00836.HK）、华润置地有限公司（下称“华润置地”，股票代码 01109.HK）、华润啤酒（控股）有限公司（下称“华润啤酒”，股票代码 00291.HK）、华润医药集团有限公司（下称“华润医药”，股票代码 03320.HK，于 2016 年 10 月 28 日上市）、华润燃气控股有限公司（下称“华润燃气”，股票代码 01193.HK）、华润水泥控股有限公司（下称“华润水泥”，股票代码 01313.HK）等多家上市公司。

表 2　公司旗下主要上市公司 2019 年概况（单位：%）

上市公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业额	除税前溢利	经营活动现金流净额
华润电力（亿港元）	62.95	2157.36	867.16	677.58	96.53	185.62
华润置地（亿元）	59.55	7621.08	2334.73	1477.36	609.94	327.06
华润啤酒（亿元）	51.91	415.91	197.27	331.90	22.02	40.98
华润医药（亿港元）	53.04	1900.25	695.87	2044.54	66.40	81.41
华润燃气（亿港元）	61.47	810.24	353.57	558.35	83.91	84.91
华润水泥（亿港元）	68.72	611.71	422.66	389.56	120.08	112.85

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

资料来源：联合资信根据公开数据整理

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，公司在治理结构、管理制度、高管团队等方面不存在较大变动。

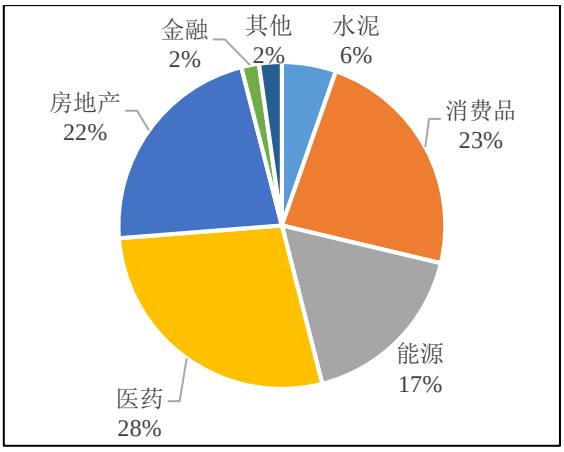
八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司经营业务涉及消费品、医药、能源、房地产、金融、水泥等行业。2019

年，公司实现营业收入6546.29亿元，同比增长7.59%，营业利润率为25.16%。2019年，公司医药业务同比增长12.57%至1814.61亿元，是公司收入规模最大的业务板块；消费品业务包括零售业务和食品及饮品业务，2019年实现板块收入1527.92亿元；房地产业务及能源业务仍是公司重要收入来源，分别占当年收入总额的22%和17%。

图 3　2019 年公司收入构成情况



资料来源：公司审计报告

2. 业务经营

（1）消费品

跟踪期内，公司零售业务板块主要由零售、啤酒和食品饮料业务组成。公司零售业务覆盖区域广，业态完整，行业地位显著；啤酒及食品饮料业务以“雪花”“喜力”“怡宝”系列品牌为核心，产品结构完整，规模效应显著，市场竞争力及品牌实力强，收入利润贡献稳定。

公司消费品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%）。

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。跟踪期内，经营模式未发生重大变化。

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。自2016年华润啤酒完成对雪花啤酒收购后，2019年，华润啤酒以24.36亿元交易对价完成对喜力（中国）企业管理有限公司等七家喜力系企业（以下统称“喜力中国”）100%股权收购。喜力啤酒的收购完成使华润啤酒完成对中高端啤酒产品的布局，产品结构进一步完善。

2019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以及对喜力品牌的收购整合，带动公司中高档啤酒销量增长8.8%。除了喜力品牌产品外，华润啤酒于2019年推出“雪花马尔斯绿啤酒”和“黑狮白啤”两款高端产品，配合上年推出的”勇闯天涯superX”和“匠心营造”，公司中高端啤酒产品结构进一步完善；产品结构有所优化，带动整体均价同比上升约2.8%。华润啤酒营业额同比增长4.15%至331.90亿元。

2019年，华润啤酒持续推进优化产能，去除低效产能，2019年内已停运7家啤酒厂，确认固定资产减值和存货减值分别为7.00亿元和3.52亿元。截至2019年底，华润啤酒在中国内地经营覆盖25个省、市、区，年产能约205亿升，当年实现销量114亿升。

食品饮料业务

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；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。

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。

（2）医药业务

跟踪期内，在监管趋严、竞争加剧、转型升级加速的行业环境下，华润医药通过产品组合和业务模式优化、战略并购、对外合作等方式，三大业务均同比增长，受东阿阿胶亏损的影响，医药板块利润水平下滑，但整体盈利能力仍较强。

公司医药板块经营主体为华润医药，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。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、制药装备和医药流通等领域，跟踪期内，通过并购重组、业务整合、市场拓展，经营规模持续提升。

截至2019年底，华润医药总资产1900.25亿港元，权益总额695.87亿港元，2019年实现营业额2044.54亿港元，除税前溢利66.40亿港元，同比下降28.16%，主要系下属公司东阿阿胶2019年业绩大幅下滑，出现亏损所致；华润医药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15.0%、81.7%和3.2%。受行业政策及附加值较低的分销业务规模增加的影响，公司医药业务综合毛利率同比减少1.8个百分点至16.6%。

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，通过全资子公司华润医药控股有限公司持股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 3　华润医药下属 4 家上市公司经营业务以及 2018 年和 2019 年财务状况（单位：亿元）

公司名称	细分行业	经营产品	时期	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，国内最大阿胶及系列产品生产企业。	2018 年	138.70	113.29	73.38	24.44
			2019 年	116.54	100.23	29.59	-5.05
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。	2018 年	180.30	111.68	134.28	17.19
			2019 年	201.04	128.82	147.02	25.69

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。	2018 年	103.06	79.09	82.25	11.84
			2019 年	112.77	86.77	93.81	12.62
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。	2018 年	38.17	32.53	17.55	5.48
			2019 年	47.59	39.24	24.49	5.66

资料来源：上市公司 2018 年年度报告及 2019 年年度报告

制药业务方面：截至2019年底，华润医药共生产和销售超过540种医药产品，其中将近300中药品进入国家医保名录。2019年，共56种医药产品的营业额超过1亿港元（其中5种医药产品年营业额超10亿港元）。其中，化药实现收入164.94亿港元，同比增长5.8%；中药实现收入139.37亿港元，受东阿阿胶产品库存调降的影响，中药收入同比有所下滑。2019年，化药、中药、生物药及保健品占制药业务收入比分别为48.7%、41.2%、0.6%和2.8%。国内非处方药（OTC）市场庞大，华润医药作为国内OTC龙头企业，通过“999”“江中”等品牌进一步稳固行业地位，2019年，公司OTC类药品收入占制药业务收入的39.1%。

华润医药持续加大研发投入，截至2019年底，华润医药重点开展的一致性评价专项项目64个；其中，10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；2019年1月，米非司酮片（10mg和25mg）通过一致性评价并获得国家参比制剂资质，2019年5月，二甲双胍缓释片通过一致性评价，2019年12月，阿奇霉素片通过一致性评价，成为该剂型第二家通过仿制药一致性评价企业。

医药商业方面：截至2019年底，分销网络已覆盖全国28个省、直辖市及自治区，包括二、三级医院7000家，基层医疗机构逾47000家以及零售药房近55000家；零售业务共有842家零售药房。2019年，华润医药分销和零售分部营业额分别为1706.91亿港元和64.63亿港元，同比分别增长9.9%和18.5%。

并购方面：华润医药于2019年2月通过要约收购江中药业的控股股东华润江中制药集团有限责任公司51%的股权（其持有江中药业43.03%的股权），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。

（3）能源业务

公司能源板块业务主要由电力业务和燃气业务构成。跟踪期内，公司电力业务可再生能源装机占比持续提升，受益于原材料价格持续下行，公司电力业务利润规模大幅增长；受益于环保政策持续推行，跟踪期内公司燃气业务持续扩张，盈利规模稳定增长。

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2019年底，华润电力旗下运营36座火电厂、96座风电场、21座光伏电厂、2座水电厂和3座燃气发电厂，合计运营权益装机容量为40392兆瓦（较上年底增长7.89%）。其中，火电运营权益装机容量30972兆瓦（占76.7%，较上年底比重下降2.9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9420兆瓦，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1871兆瓦和5.1兆瓦，在建的清洁及可再生能源电厂容量合计为3809兆瓦。

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，2019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4725小时和2201小时，分别高出全国平均利用小时432小时和119小时

2019年，受出售煤炭资产等业务结构调整的影响，华润电力实现营业额677.58亿港元，同比下滑11.9%。2019年，华润电力发电量及售电量分别为1.58亿兆瓦和1.49亿兆瓦时，均同比下降1.6%，主要系火电厂满负荷平均利用小时有所下降及减少阜阳电厂持股比例，其划分至联营企业所致。

2019年，以市场方式定价的售电量占公司电厂总售电量的66%，其中电厂参与直接交易的售电量占比约55%。平均直接交易电价较平均标准上网点价降幅为8.1%，同比有所收窄。

2019年，国内煤炭行业产能逐渐释放，全国用电需求增速放缓，国内煤炭价格成下行趋势。公司火力电厂平均单位燃料成本为每兆瓦时203.8元，同比下降7.6%；平均标煤单价为679.9元/吨，同比下降6.8%。2019年，华润电力实现除税前溢利96.53亿元，同比增长32.03%。

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）。截至2019年底，华润燃气的城市燃气项目达251个，遍布全国22个省份，其中包括14个省会城市及3个直辖市；同时响应国家新能源汽车推广战略，华润燃气于2019年推进分布式能源及充电桩等业务，年售电量达1.29亿度，并实现营业利润0.40亿港元。

2019年，华润燃气实现营业额558.35亿港元，除税前溢利为83.91亿港元，均实现同比增长；毛利率同比下降1.7个百分点至24.9%。跟踪期内，国家出台多项环保政策，继续推进大气污染防治工作，强化重点区域的民用、采暖和工业等行业煤改气。2019年，华润燃气的燃气销量达280亿立方米、客户数达3795万户，同比分别增长15.32%和9.56%。其中，工业销气量139.7亿立方米，同比增长22.4%，占华润燃气总销气量的49.9%；商业销气量61.3亿立方米，同比增长12.5%，占销气总量的22.6%。

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

2019年，华润燃气新增接驳居民用户328万户，包含旧房接驳55万户、农村煤改气用户20万户、新增工商用户3万户。截至2019年底，华润燃气在中国运营的城市燃气项目平均气化率由2018年底的50.3%上升至53.0%。

（4）房地产及金融

房地产业务为公司重要收入利润来源，跟踪期内，公司在拿地、建设及销售等方面均有序推进。物业开发销售仍是公司房地产业务的主要收入来源，以万象城和万象汇为主的投资物业区位优势明显，出租率高，对公司房地产板块收入形成良好补充。

房地产业务

跟踪期内，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79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和区域商业中心万象汇（五彩城）两大商业产品线，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以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，截至2019年底，已开业万象城/万象天地25个，万象汇/五彩城17个，储备项目46个。另有管理输出物业中心项目28个，其中在营项目19个，储备项目9个。

表 4　近两年华润置地营业额构成

（单位：亿元、%）

板块	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
销售已发展物业	1051.48	86.76	1272.00	86.10
物业投资及管理	80.92	6.68	91.50	6.19
酒店经营	14.27	1.18	14.90	1.01
建筑、装修服务及其他	65.22	5.38	98.96	6.70
合计	**1211.89**	**100.00**	**1477.36**	**100.00**

资料来源：上市公司 2019 年年度报告

表 5　近两年华润置地合同销售情况

（单位：亿元、百万平方米、元/平方米）

科目	2018 年	2019 年
合同销售金额	2106.80	2425.00
合同销售建筑面积	11.99	13.25
合同销售均价	17572.00	18304.00

资料来源：上市公司 2019 年年度报告

2019年，华润置地实现营业额1477.36亿元，除税前溢利609.94亿元，均同比明显增长，主业盈利进一步提升。跟踪期内，房地产开发板块仍是华润置地规模最大的业务板块，对营业额的贡献在86%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。

物业开发方面：2019年，华润置地签约销售额和签约面积分别为2425.0亿元和1324.8万平方米，同比增长15.10%和10.51%；合同销售平均售价为1.83万元/平方米，同比增长4.17%；结算销售额和结算面积分别为1272.0亿元和753.5万平方米，分别同比增长21.0%和23.9%。销售区域方面，2019年，按签约销售额所占比重排序，排名前三的大区分别为华东、华北和华南，所占比重分别为30.1%、21.7%和19.9%；华润置地也会根据行业环境、政策等因素调整推盘节奏和重点推盘区域。

物业投资方面：截至2019年底，华润置地在营投资物业总楼面面积为1105.92万平方米（商业物业、写字楼和酒店面积分别占49.48%、9.96%和4.32%）；在建/拟建投资物业总楼面面积为1015.86万平方米（商业物业、写字楼和酒店面积分别占52.01%、21.96%和10.57%）。2019年，华润置地大部分物业均保持租金收入的增长，年内开业的物业主要包括济南万象城、桂林万象城、苏州吴江万象汇、扬州万象汇等8个购物中心；重装开业项目包括鞍山万象汇、福州仓山万象里和上海华润时代广场3家。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。购物中心为代表的物业是华润置地重点发展的业务板块，2019年，新开8家购物中心开业率为96%，首日开业超过1000万元。

土地储备方面：2019年，华润置地以总地价人民币1424亿元，新增土地总计容建筑面积2020万平方米。新进入张家口、汕尾等9个城市。截至2019年底，华润置地土地储备已覆盖全球80个城市，总土地储备面积达6868万平方米；其中，开发物业土地储备面积5852万平方米，投资物业土地储备面积1016万平方米，一、二线及具有产业支撑的三线城市土地储备占比约83.8%，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（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

华润信托前身为深圳市信托投资公司，成立于1982年8月。经多次股权变更及资产注入后更为现名。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2019年底，华润信托资产总额262.55亿元，权益总额227.84亿元；2019年实现总收入30.46亿元，归属于母公司净利润28.24亿元。截至2019年底，华润信托管理信托资产达9548.86亿元，其中：房地产类信托520.62亿元，证券类信托3764.94亿元，实业类信托2213.73亿元，金融机构类信托635.81亿元，其他类信托2413.76亿元。

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2019年底，华润银行资产总额2016.77亿元（其中发放贷款和垫款净额1013.24亿元），总负债1858.95亿元（其中吸收存款余额1336.56亿元），所有者权益157.81亿元；截至2019年9月底，华润银行存款余额1293.83亿元；2019年，华润银行实现净利润17.50亿元（归属于母公司利润17.46亿元）。

（5）水泥

水泥行业周期性强，跟踪期内，错峰生产、环保限产等措施使水泥行业维持高景气周期，公司水泥业务2019年收入及利润规模保持高位，产量及产能利用率也维持较高水平。未来，随着国内基建投资预期增加，对水泥行业景气度有望形成有力支持。

公司水泥业务的经营主体为华润水泥，跟踪期内，华润水泥保持在中国华南地区水泥和商品混凝土的供应商龙头地位，水泥和商品混凝土产能位居全国前列。

跟踪期内，全国基础设施建设投资保持平稳，基础设施投资同比增长3.8%。公司主要经营区域广东、广西、福建等地经济保持较快速度增长。同时，房地产市场稳定及2020年初政府加大力度推进基础设施建设，为公司的发展提供了良好的外部环境。

截至2019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96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8430万吨和6130万吨，拥有61座混凝土搅拌站，年产能3690万立方米；同时，通过联营及合营方式参股74条水泥粉磨线、28条熟料生产线和20座混凝土搅拌站，水泥、熟料和混凝土的权益产能分别为2020万吨、1160万吨和440万立方米。2019年，公司水泥、熟料和混凝土产能利用率分别为102.1%、112.7%和39.2%，均同比变动不大。

表6　截至2019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	15.8
福建	10.1	7.0	--
海南	4.4	3.3	3.0
云南	5.1	3.9	0.6
贵州	3.0	1.6	--
山西	6.0	4.6	0.6
浙江	--	--	1.1
香港	--	--	1.5

合计	**84.3**	**61.3**	**36.9**

资料来源：上市公司 2019 年年度报告

表 7　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	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**
水泥	7589.50	8260.20	8252.80
熟料	794.80	403.30	449.70
混凝土	1345.80	1423.10	1421.20
平均售价	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**
水泥	301.20	377.80	370.70
熟料	256.60	328.90	321.80
混凝土	375.80	493.70	486.30

注：以上销量数据均为对外销售数据

资料来源：上市公司 2017—2019 年年度报告

2019年，华润水泥实现营业额389.56亿港元，综合毛利率为40.20%，均同比变动不大；同期，水泥、熟料和混凝土销量分别为8252.8万吨、449.7万吨和1421.2万吨，熟料销量同比增长11.5%，水泥和混凝土销量同比变动不大。2019年，水泥、熟料和混凝土均价分别为370.7港元/吨、321.8港元/吨和486.3港元/立方米，混凝土价格同比增长10.6%，主要系原材料上升带来的成本增加所致。产品毛利率方面，2019年水泥、熟料和混凝土毛利率分别为44.0%、41.9%和23.1%，同比变动不大。2019年，华润水泥除税前溢利107.57亿元，同比增长8.31%。

3. 经营效率

2019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变化不大，分别为9.05次、1.23次和0.43次。总体上看，公司整体经营效率尚可。

4. 未来发展

目前公司将消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融确定为七大战略业务单元。未来三年，公司计划每年在电力、水泥、啤酒、燃气、地产、医药等业务领域净投资约300亿元人民币，用于新建或并购电力项目、水泥生产线、区域性零售超市、啤酒厂、城市燃气管网、医药企业以及房地产项目等。其中，大额资本支出主要集中在电力、水泥、地产、医药等业务领域，上述领域的投资支出约占总体计划规模的80%以上。考虑到公司的资金实力和经营规模，整体对外融资压力不大。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见的审计结论。

合并范围变化方面，2019年，公司二级子公司合计4家，分别为华润股份有限公司、华氏有限公司、华润国际招标有限公司和湖北润联物业管理有限公司，合并范围较2018年底无变化。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为16179.72亿元，所有者权益合计4933.23亿元（其中少数股东权益2635.90亿元）；2019年实现营业收入6546.29亿元，利润总额725.78亿元。

2. 资产质量

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；存在一定规模的地产类存货以及并购形成的商誉。整体看，公司资产质量良好。

截至2019年底，公司资产总额合计16179.72亿元，较上年底增长12.41%，构成上流动资产占56.99%，非流动资产占43.01%，公司资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2019年底，公司流动资产合计9221.06亿元，较上年底增长12.02%。构成上主要以货币资金（占16.52%）和存货（占44.23%）为主。

截至2019年底，公司货币资金为1523.70

亿元，较上年底变动不大，其中受限资金204.90亿元。公司货币资金主要为银行存款（占83.87%），受限货币资金中主要为存放于中央银行的法定准备金117.86亿元。整体看，公司货币资金充足且受限规模小。

截至2019年底，公司交易性金融资产合计409.35亿元，较上年底减少6.22%，主要系赎回理财产品所致。公司交易性金融资产主要由权益工具投资（占0.71%）、债务工具投资（占17.39%）、理财产品（占26.61%%）、信托和基金投资（占39.78%）及其他金融资产（占15.51%）构成。

截至2019年底，公司应收账款净额为725.53亿元，较上年底增长21.51%，公司应收账款主要以医药板块和电力板块为主，分别占当期应收账款余额的63.59%和17.12%；按账龄分析法，公司一年以内的应收账款占总额的92.50%，整体账龄较短，公司共计提坏账准备18.05亿元，计提比例2.43%。同期，公司应收款项融资合计195.79亿元，其中应收账款和应收票据分别占64.68%和35.32%。

截至2019年底，公司预付款项272.86亿元，较上年底增长10.21%，主要系预付土地使用权款项较上年底增加20.02亿元所致。构成上仍以预付土地使用权和预付货款为主，分别占预付款项总额的50.27%和28.01%。

截至2019年底，公司存货账面价值4078.30亿元，较上年底增长15.49%，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，占存货账面余额的83.34%。公司存货共计提跌价准备24.67亿元，计提比例0.60%。

截至2019年底，公司发放贷款合计1046.51亿元，较上年底增长18.10%，主要由信用贷款（263.36亿元）、保证贷款（210.04亿元）、抵押贷款（388.93亿元）和质押借款（134.36亿元）组成；累计计提减值准备39.34亿元，贷款账面净值为1007.16亿元，其中一年内到期的部分为406.79亿元（计入流动资产），一年以上到期的部分为600.37亿元（计入非流动资产）。截至2019年底，公司发放贷款中逾期贷款合计23.53亿元，其中逾期3个月以内的占37.40%；3个月至1年的占28.81%；1年到3年的占23.61%；3年以上的占10.18%。

（2）非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产6958.66亿元，较上年底增长12.92%，主要由长期股权投资（占14.79%）、固定资产（占31.48%）和投资性房地产（占15.60%）构成。

截至2019年底，公司长期股权投资1028.99亿元（较上年底增长13.74%），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398.92亿元，对联营企业投资664.19亿元；联营企业中投资规模较大的为国信证券股份有限公司（以下简称“国信证券”，持股25.15%，账面余额128.49亿元）及子公司华润创业所持山西杏花村汾酒厂股份有限公司11.45%股权（账面余额52.01亿元）。

截至2019年底，公司投资性房地产净值为1085.73亿元，较上年底增长26.37%，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2019年底，公司固定资产原值为3715.64亿元，主要集中于房屋及建筑物（占28.07%）和机器设备（占69.32%），公司共计提折旧1451.47亿元，减值准备73.53亿元，截至2019年底，公司固定资产净值为2190.64亿元，较上年底增长10.50%。

截至2019年底，公司无形资产净值为323.34亿元，较上年底增长11.28%，主要系子公司进行外延收购带动土地使用权及商标使用权等无形资产增长所致。公司无形资产主要由土地使用权（占70.89%）构成。

截至2019年底，公司商誉为336.27亿元，较上年底增长4.60%。商誉构成上以医药板块（占34.93%）、零售板块（占26.54%）和啤酒板块（占23.42%）为主。2019年，公司计提商

誉减值准备12.39亿元，主要来自电力业务（4.45亿元）、医药业务（6.49亿元）和消费品业务（1.45亿元）。

截至2019年底，公司其他非流动资产为407.16亿元，较上年底增长14.21%，主要系应收融资租赁款增加所致。截至2019年底，公司其他非流动资产主要由应收融资租赁款（140.61亿元）、应收联营企业及少数股东款（145.37亿元）和预付长期资产款项（83.64亿元）为主。

3. 负债和所有者权益

（1）所有者权益

跟踪期内，子公司对其股东配股，带动资本公积及少数股东权益增长，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，公司权益稳定性一般。

截至2019年底，公司所有者权益（含少数股东权益2635.90亿元）合计为4933.23亿元，较上年底增长27.50%，主要系盈利累计、子公司配股带动未分配利润、少数股东权益及资本公积增长所致。公司所有者权益中，少数股东权益占比较大，主要系少数股东持有华润啤酒、华润燃气、华润电力、华润置地、华润水泥和华润医药等重要子公司股权比例较高所致；归属于母公司的权益中以资本公积（占15.71%）和未分配利润（占73.67%）为主，公司所有者权益稳定性一般。

（2）负债

跟踪期内，随着多元化业务不断拓展，公司有息债务规模逐年增长，债务期限配比较为均衡，整体债务负担可控。

截至2019年底，公司负债总额为11246.49亿元，较上年底增长6.86%，其中流动负债和非流动负债分别占74.45%和25.55%，公司负债结构以流动负债为主。

截至2019年底，公司流动负债合计8373.36亿元，较上年底增长4.67%，主要由合同负债（占31.23%）、应付账款（占14.26%）和其他应付款（占11.79%）构成。

截至2019年底，公司短期借款合计450.24亿元，较上年底大幅减少41.17%，构成上仍以信用借款为主，占公司短期借款总额的75.65%。同期，公司应付账款较上年底增长8.10%至1193.18亿元。构成主要为应付工程款及合同合约款和货款等材料款，截至2019年底分别为365.78亿元和827.39亿元。公司应付账款账龄全部在一年以内。

截至2019年底，公司吸收存款及同业存放为1276.37亿元，较上年底增长20.14%。其中吸收存款为1265.41亿元，较上年底增长20.74%，主要系公司客户定期存款大幅增长所致；同业存放为12.31亿元，较上年底下降20.58%，其中，境内银行金融机构和境内非银行金融机构分别占41.10%和58.90%。

截至2019年底，公司合同负债合计2613.56亿元，主要由预收物业销售款2303.02亿元、预收货款及工程款等款项150.82亿元、预收储值卡款146.31亿元及预收服务款及其他13.41亿元组成。

截至2019年底，公司其他应付款为987.48亿元，较上年底减少6.05%，减少主要来自房地产业务形成的往来款。公司其他应付款主要由零售、食品及饮品（占25.07%）、电力（占12.75%）、医药（占14.68%）和房地产构成（占28.85%）。

截至2019年底，公司非流动负债2873.14亿元，较上年底增长13.79%；构成上以长期借款（占52.48%）和应付债券（占39.33%）为主。

截至2019年底，公司长期借款为1507.79亿元，较上年底变动不大。公司长期借款主要由信用借款，抵押借款和保证借款构成，其中一年内到期部分合计213.39亿元。同期，公司应付债券较上年底增长42.95%至1129.94亿元，主要系跟踪期内华润股份发行多期中期票据所致。

截至2019年底，公司全部债务为5630.11亿元，较上年底变动不大，其中短期债务和长

期债务分别占53.15%和46.85%，短期债务占比有所下降。2019年，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同比下降，分别为69.51%、53.30%和34.84%。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司业务规模不断拓展，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；减值损失规模大，对公司利润形成侵蚀。公司整体盈利能力强。

2019年，公司实现营业收入6546.29亿元，同比增长7.59%，收入构成主要以商品销售，医药及销售房屋为主；同期，公司营业成本合计4686.31亿元，同比增长9.79%，增速高于营业收入。2019年，公司营业利润率同比下降1.14个百分点至25.16%。

2019年，公司期间费用合计964.01亿元，同比变动不大，占营业收入的14.73%，同比下降0.99个百分点，公司费用控制能力有所增强。财务费用同比减少30.34%%至68.90亿元，主要系公司汇兑损失同比大幅收窄以及利息资本化规模增加所致。

2019年，公司减值损失合计104.65亿元，同比大幅增长，主要由资产减值损失80.10亿元和信用减值损失24.56亿元，对公司利润形成明显侵蚀。其中，长期股权投资新增减值损失25.04亿元，主要系对华润医疗控股有限公司计提长期股权投资减值24亿所致；商誉新增计提减值损失12.39亿元，主要为电力业务计提4.45亿元、医药业务计提6.49亿元和消费品业务计提1.45亿元；同期，公司计提存货跌价损失13.46亿元，同比大幅增长，主要系华润置地对部分住宅项目计提8.5亿元减值准备所致。

表 8　近两年资产减值损失的主要构成

（单位：亿元）

科目	2019 年	2018 年
坏账损失	10.96	4.32
存货跌价损失	13.46	4.58
长期股权投资减值损失	25.04	--
固定资产减值损失	13.20	14.25
在建工程减值损失	8.85	2.66
无形资产减值损失	2.80	1.96
商誉减值损失	12.39	2.63
贷款减值损失	10.17	12.78
债权投资减值损失	3.43	2.10
其他债券投资减值损失	--	2.12
投资性房地产减值损失	4.35	--

资料来源：公司年报附注

2019年，公司投资收益为109.54亿元，同比大幅增长82.27%，主要系当期以权益法核算的长期股权投资确认投资收益同比大幅增长至72.98亿元所致；2019年，公司其他收益合计24.00亿元，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。同期，公司实现非经营性损益（投资收益+营业外收入+其他收益）146.83亿元，占利润总额的比重为20.23%，对公司利润总额形成良好补充。

2019年，公司实现利润总额合计725.78亿元，同比增长9.76%。盈利能力指标方面，公司总资本收益率和净资产收益率2019年分别为5.79%和10.35%，分别同比减少0.25个和1.31个百分点。

5. 现金流及保障

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；公司经营活动现金流净额能够覆盖投资净支出，对外融资需求不显著。

从经营活动看，2019年公司经营活动现金流入7371.41亿元，同比增长9.49%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。同期，公司经营活动现金流出6481.80亿元，同比增长7.31%。2019年，公司经营活动现金净流量为889.61亿元。从收入实现质量来看，2019年，公司的现金收入比为103.51%，公司收入实现质量较好，经营获现能力强。

从投资活动看，2019年，公司投资活动现金流入量为1982.62亿元，同比减少3.38%，主

要系公司收回投资收到的现金减少所致；同期，公司投资活动现金流出量同比下滑1.46%至2771.28亿元。当年投资活动产生的现金流净额为-788.66亿元，筹资活动前产生的现金流净额为100.94亿元，公司对外融需求较小。

从筹资活动看，2019年，公司筹资活动现金流入为3700.32亿元，主要为取得借款收到的现金（2216.95亿元）和发行债券收到的现金（706.94亿元）；同期，公司筹资活动现金流出为3859.36亿元，以偿还债务支付的现金（3139.96亿元）为主。2019年，公司筹资活动现金净流量为-159.05亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债指标尚可，考虑到流动负债中预收款项规模较大，且现金类资产充裕，资产流动性强，公司短期偿债能力极强。公司盈利能力和获现能力强，且为中央直属大型集团企业，长期偿债能力极强；公司对外担保主要为对购房人按揭贷款的担保，或有负债风险可控。

截至2019年底，公司流动比率及速动比率两项指标分别为110.12%和61.42%，均同比有所上升；2019年，公司经营性现金流动负债比为10.62%，同比增加2.66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，公司短期偿债能力极强。

2019年，公司EBITDA同比增长3.58%至1062.70亿元；同期，公司全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为5.30倍和6.41倍，均同比变动不大。总体看，公司长期偿债能力极强。

截至2019年底，公司对外担保总额484.94亿元，担保比率为9.83%；其中，为华润集团的联营公司提供借款担保17.64亿元，以及华润股份为公司的银行担保提供反担保30.00亿元，为其他公司提供担保437.30亿元（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）。

截至2019年底，子公司华润银行作为原告尚未了结的诉讼444笔，涉案金额合计13.35亿元。

7. 母公司财务分析

跟踪期内，公司本部资产中长期股权投资规模大，货币资金相对有限，本部债务均为存续债券；本部不从事生产经营活动，历年下属公司分红构成了本部利润的主要来源，跟踪期内公司本部未获得投资收益，管理费用大幅增长导致本部利润亏损。考虑到本部不承担主要筹资职能，整体债务规模较小，偿债能力适宜。

截至2019年底，母公司资产总额338.93亿元，其中，非流动资产337.12亿元（占99.47%）；非流动资产主要由长期股权投资336.36亿元构成。

截至2019年底，母公司负债合计331.07亿元，其中流动负债287.27亿元，非流动负债43.80亿元；流动负债以其他应付款为主，合计286.55亿元；非流动负债以应付债券和长期应付职工薪酬为主，分别为30.00亿元和13.54亿元。2019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97.68%。

截至2019年底，母公司所有者权益合计7.86亿元，由于本部大额亏损，母公司权益同比大幅减少。其中，实收资本191.42亿元，未分配利润-191.13亿元，盈余公积6.94亿元。

盈利能力方面，2019年，母公司实现营业收入9.89万元，期间费用16.44亿元，其中，管理费用同比大幅增长；2019年未实现投资收益。2019年，母公司利润总额-16.45亿元。

2019年，母公司经营活动现金流量净额为0.16亿元；投资活动现金流量净额为0.46亿元；筹资活动现金流量净额为0.43亿元。

十、存续债券偿还能力分析

跟踪期内，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力很强，经营活动现金流入

量、经营活动现金净流量以及 EBITDA 对公司存续债券余额保障能力很强。

截至本报告出具日，公司存续债券余额为 30.00 亿元，全部将于一年内到期。

截至 2019 年底，公司现金类资产是公司一年内到期债券余额的 59.43 倍，保障能力很强。2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量以及 EBITDA 对存续债券余额的覆盖倍数分别为 245.71 倍、29.65 倍和 35.42 倍。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

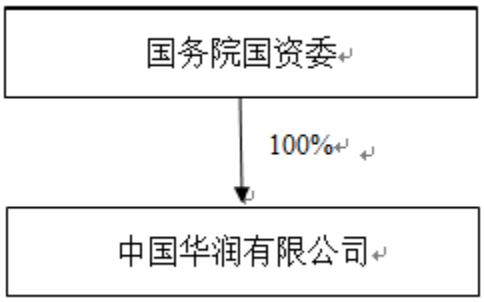
项 目	2019 年
一年内到期债券余额（按行权日测算）	30.00
现金类资产/一年内到期债券余额（按行权日测算）	59.43
经营活动现金流入量/存续债券余额	245.71
经营活动现金流净额/存续债券余额	29.65
EBITDA/存续债券余额	35.42

注：现金类资产已剔除受限资金；
资料来源：根据公司年报及公开资料整理

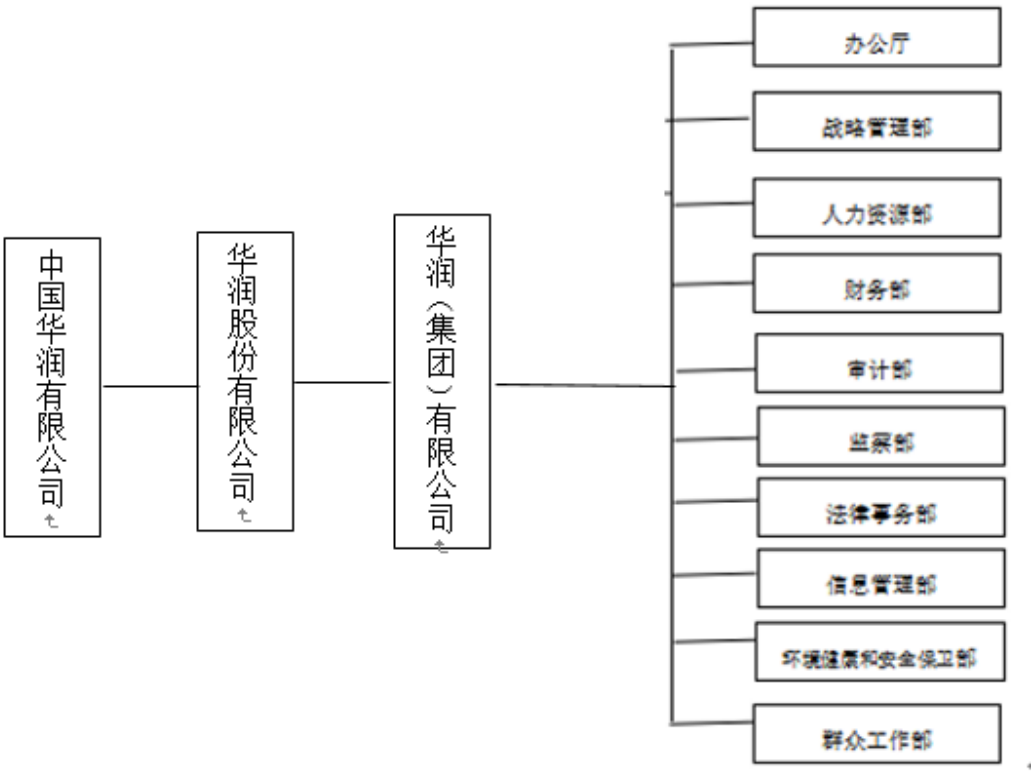
十一、结论

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。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	1287.27	1922.26	1782.75
资产总额(亿元)	12159.23	14394.04	16179.72
所有者权益(亿元)	3478.94	3869.05	4933.23
短期债务(亿元)	2733.39	3107.11	2992.38
长期债务(亿元)	1976.98	2310.45	2637.73
全部债务(亿元)	4710.37	5417.56	5630.11
营业收入(亿元)	5554.50	6084.59	6546.29
利润总额(亿元)	648.54	661.24	725.78
EBITDA(亿元)	971.93	1025.94	1062.70
经营性净现金流(亿元)	394.10	692.27	889.61
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.24	8.69	9.05
存货周转次数(次)	1.62	1.37	1.23
总资产周转次数(次)	0.48	0.46	0.43
现金收入比(%)	102.04	103.71	103.51
营业利润率(%)	24.44	26.29	25.16
总资本收益率(%)	5.91	6.04	5.79
净资产收益率(%)	11.06	11.66	10.35
长期债务资本化比率(%)	36.24	37.39	34.84
全部债务资本化比率(%)	57.52	58.34	53.30
资产负债率(%)	71.39	73.12	69.51
流动比率(%)	99.14	102.90	110.12
速动比率(%)	57.21	58.75	61.42
经营现金流动负债比(%)	6.08	8.65	10.62
EBITDA 利息倍数(倍)	7.09	6.57	6.41
全部债务/EBITDA(倍)	4.85	5.28	5.30

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已计入短期债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.41	0.49	0.63
资产总额(亿元)	338.47	338.76	338.93
所有者权益(亿元)	139.37	120.65	7.86
短期债务(亿元)	--	--	--
长期债务(亿元)	30.00	30.00	30.00
全部债务(亿元)	30.00	30.00	30.00
营业收入(亿元)	0.00	0.01	0.00
利润总额(亿元)	40.28	69.41	-16.45
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.98	0.10	0.16
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	--
营业利润率(%)	-1354.01	-126.87	-309.52
总资本收益率(%)	--	--	--
净资产收益率(%)	28.90	57.53	-209.13
长期债务资本化比率(%)	17.71	19.91	79.23
全部债务资本化比率(%)	17.71	19.91	79.23
资产负债率(%)	58.82	64.38	97.68
流动比率(%)	0.90	0.88	0.63
速动比率(%)	0.90	0.88	0.63
经营现金流动负债比(%)	-0.58	0.05	0.06
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

附件 3　同行业企业对比数据

发行人	华侨城集团有限公司	山东省鲁信投资控股集团有限公司	中国华润有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA
企业性质	中央直属企业	地方国企	中央直属企业
综合毛利率（%）	32.24	35.73	28.42
销售债权周转次数（次）	9.32	14.74	9.05
财务数据时点	**2019 年**		
资产总额（亿元）	5525.45	2015.58	16179.72
所有者权益（亿元）	1665.53	667.01	4933.23
营业收入（亿元）	1309.82	122.85	6546.29
利润总额（亿元）	239.20	23.65	725.78
经营活动现金流净额（亿元）	-123.89	-624.13	889.61
资产负债率（%）	69.86	66.91	69.51

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 4　评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
06 华润债	AAA	AAA	稳定	2019-6-27	贺苏凝　刘祎	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类企业信用模型（2016 年）	阅读全文
06 华润债	AAA	AAA	稳定	2006-1-16	左旻　刘小平	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

附件 5　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-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+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 6-1 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：

信用等级设置	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 6-2 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 6-3 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