

华润置地控股有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕6887号

联合资信评估股份有限公司通过对华润置地控股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，确定维持华润置地控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 华润控股 MTN001C”和“21 华润控股 MTN002B”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月二十六日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受华润置地控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

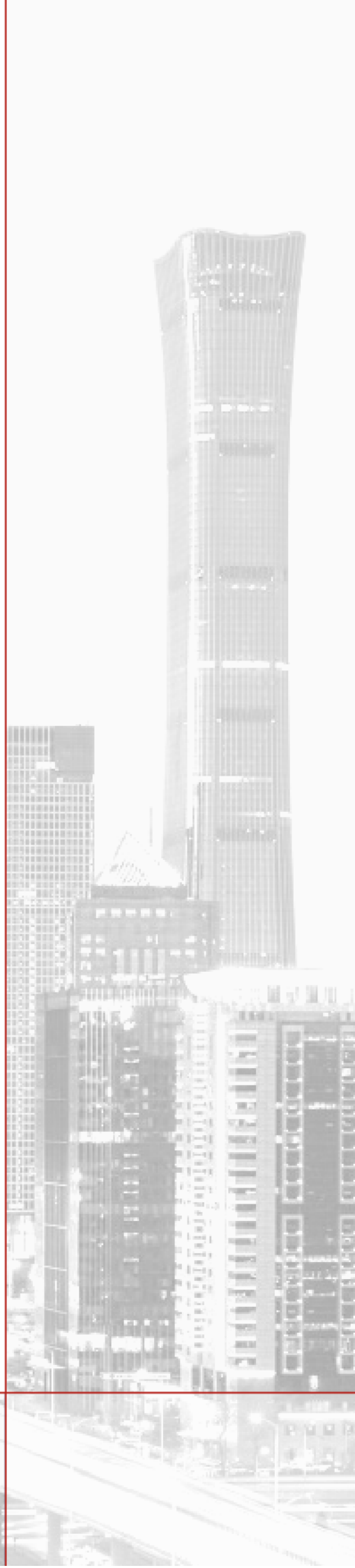
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



华润置地控股有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
华润置地控股有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/26
21 华润控股 MTN001C/21 华润控股 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，华润置地控股有限公司（以下简称“公司”）作为央企下属房地产头部企业华润置地有限公司（以下简称“华润置地”）境内唯一的投资主体及主要资金管理平台，可获得股东大力支持。近年来房地产行业面临多重挑战与冲击，公司聚焦高能级城市核心区位获取土地储备，在建及在售项目主要位于一线及热点二线城市，具备发展韧性；公司资产质量良好、财务政策稳健。但联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司在房地产行业下行期保持扩张，债务负担有所上升；公司直接融资规模较大，融资结构有待调整；公司合作项目较多；未来存在一定融资需求等因素可能对公司信用水平产生的不利影响。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

房地产行业仍将处于底部运行，公司将降低融资成本并加快库存去化。公司土地储备质量良好，融资渠道畅通，在保持现有规模的情况下实现利润与质量并行发展，有望保持健康稳健的财务状况，公司的评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：销售规模及行业地位显著下降，大规模投资导致债务及债务指标大幅提升，融资环境恶化，偿债指标表现趋弱。

优势

- **股东实力雄厚，对公司支持力度大。**公司间接控股股东华润置地整体实力雄厚，房地产开发经验丰富，公司为其境内唯一投资主体及资金管理平台，在资金及项目获取方面能够获得股东大力支持。
- **土地储备充足，项目布局均衡，以一线及热点二线城市为主。**截至 2023 年底，公司全口径土地储备 3515.00 万平方米，土地储备充足。公司项目主要位于一线及热点二线城市，在行业下行阶段仍保持一定销售韧性。
- **债务负担较轻，资产质量良好。**随着业务规模的扩张，2023 年底公司全部债务资本化比率有所上升，但整体债务负担较轻。公司投资性房地产按成本法计量，具有一定增值空间。截至 2023 年底，公司资产受限比例很低，资产质量良好。

关注

- **公司在房地产行业下行期保持扩张，需关注合作开发项目可能存在的风险。**公司在房地产行业下行期保持扩张，且合作项目较多，合作开发中在项目建设、资金管理及项目控制力等方面可能存在的风险需持续关注。此外，截至 2023 年底，公司存货计提跌价准备比例较小（为 2.28%），需关注后续跌价风险情况。
- **公司筹资活动前现金流仍为净流出，存在一定融资需求；融资结构有待调整。**随着公司业务规模的持续扩张，2023 年筹资活动前现金流仍为净流出，公司存在一定融资需求。截至 2023 年底，公司直接融资规模较大（包括公司债、中期票据及超短融，占有息债务的 44.98%），融资结构有待调整。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 房地产企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

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	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

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

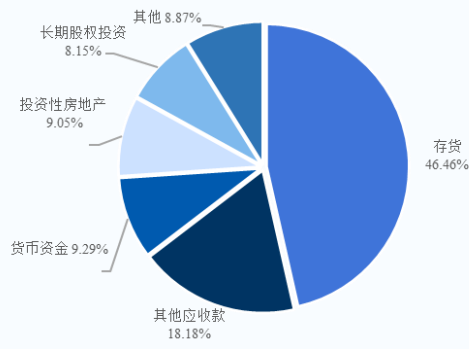
主要财务数据

合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	598.66	739.07	792.54
资产总额（亿元）	6667.50	7589.48	8035.26
所有者权益（亿元）	1323.73	1504.25	1626.37
短期债务（亿元）	297.89	476.18	/
长期债务（亿元）	738.95	906.37	/
全部债务（亿元）	1036.84	1382.55	/
营业总收入（亿元）	1025.67	1295.19	131.27
利润总额（亿元）	177.40	166.81	59.23
EBITDA（亿元）	208.23	214.62	--
经营性净现金流（亿元）	-103.12	159.19	-142.73
营业利润率（%）	18.13	17.02	23.56
净资产收益率（%）	10.34	7.51	--
资产负债率（%）	80.15	80.18	79.76
调整后资产负债率（%）	75.16	74.06	73.37
全部债务资本化比率（%）	43.92	47.89	/
流动比率（%）	119.33	118.77	124.07
经营现金流动负债比（%）	-2.27	3.13	--
现金短期债务比（倍）	2.01	1.55	/
EBITDA 利息倍数（倍）	6.31	4.30	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.98	6.44	--

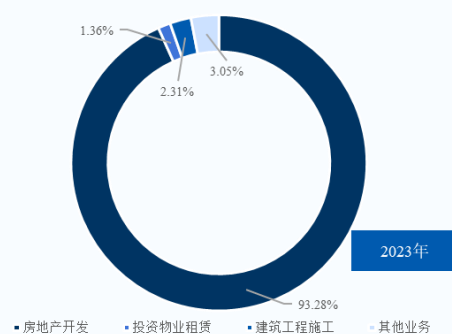
公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	4121.59	4638.64	5624.61
所有者权益（亿元）	231.70	348.31	345.14
全部债务（亿元）	506.97	643.20	626.90
营业总收入（亿元）	3.43	0.20	0.00
利润总额（亿元）	66.07	109.63	-4.27
资产负债率（%）	94.38	92.49	93.86
全部债务资本化比率（%）	68.63	64.87	64.49
流动比率（%）	94.62	98.54	98.30
经营现金流动负债比（%）	-0.22	-0.15	--

注：1. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 本报告 2022 年财务数据采用 2023 年审计报告的期初数/上年数，部分数据及指标有所变动系数据追溯调整所致；3. 2022 年底—2023 年底公司其他应付款、其他流动负债及长期应付款中的有息部分已分别调整至短期债务和长期债务，2024 年 3 月底公司有息债务未经调整，以“/”表示；公司本部有息债务未经调整；4. 公

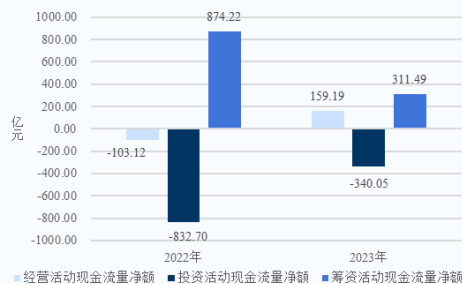
2023 年底公司资产构成



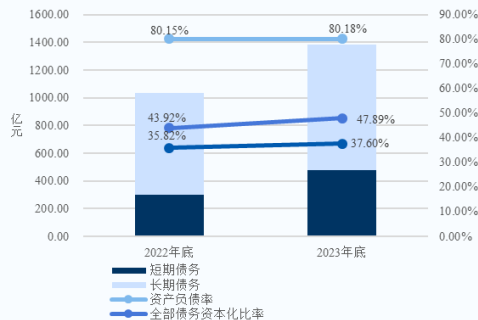
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



司及公司本部 2024 年一季度财务报表未经审计，相关指标未予年化；5. 表格中“--”表示计算后无意义的数
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	特殊条款
21 华润控股 MTN001C	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/05/11	--
21 华润控股 MTN002B	15.00 亿元	15.00 亿元	2026/07/02	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 华润控股 MTN001C	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/06	罗星驰 朱一汀	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208） 房地产企业主体信用评级模型（V4.0.202208）	阅读全文
21 华润控股 MTN002B					房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
21 华润控股 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/06/11	罗星驰 朱一汀	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
21 华润控股 MTN001C	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/04/23	罗星驰 朱一汀	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：朱一汀 zhuyt@lhratings.com

项目组成员：罗星驰 luoxc@lhratings.com | 高 星 gaoxing@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于华润置地控股有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司原名“华润置地一二三四（深圳）商业运营管理有限公司”。经历多次增资，截至 2023 年底，公司注册资本 550.00 亿元，实收资本 300.00 亿元，直接控股股东为华润（深圳）有限公司（以下简称“华润深圳”，持有公司 100%股权），实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。公司股权结构图详见附件 1-1。

公司主营业务为房地产开发及销售，按照联合资信行业分类标准划分为房地产行业。

截至 2023 年底，公司本部内设战略管理部、运营管理部、工程管理部及财务部等部室，并设置长租公寓事业部和华润设计院等事业部/专业公司，组织结构图详见附件 1-2。2024 年以来，为进一步提高决策效率并压缩管理层级，公司削弱各大区管理职能，形成由公司总部直接管理片区公司的管理架构。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 7589.48 亿元，所有者权益 1504.25 亿元（含少数股东权益 995.88 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 1295.19 亿元，利润总额 166.81 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 8035.26 亿元，所有者权益 1626.37 亿元（含少数股东权益 1068.81 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 131.27 亿元，利润总额 59.23 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市前海深港合作区南山街道梦海大道 5035 号前海华润金融中心 T5 写字楼 1310；法定代表人：谢骥。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 华润控股 MTN001C	15.00	15.00	2021/05/11	5 年
21 华润控股 MTN002B	15.00	15.00	2021/07/02	5 年

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2024 年一季度，房地产市场销售下行趋势扩大，行业仍处于探底状态。受销售端低迷影响，投资新开工表现延续弱势，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。在房地产市场供求关系发生重大变化的背景下，2024 年以来，中央以“去库存”作为政策导向，宽松政策频出，同时融资支持政策带动房企项目层面流动性得到一定程度改善。但宽松政策的频出仅阶段性刺激了市场需求，需求端信心修复仍需一定时间。详见《2024 年一季度房地产行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。作为港股上市公司华润置地（股票代码：1109.HK）的间接全资控股公司，公司是华润置地在境内房地产开发的唯一投资主体，开发经验丰富且“华润置地”品牌影响力大。

根据公司提供的 2024 年 7 月 3 日中国人民银行出具的征信报告（统一社会信用代码：914403000627381316），公司本部已结清和未结清信贷中无关注类和不良类信贷。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 7 月 19 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在主要管理制度及人员方面未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

公司房地产开发主业突出。受结转项目规模增加及投资物业租金增长的综合影响，2023 年公司营业总收入同比保持增长。但结转项目毛利率的下降以及建筑工程业务亏损导致 2023 年公司综合毛利率小幅下降。目前房地产行业持续低位运行，公司主要布局一二线城市，销售具备一定韧性，同时随着投资物业运营逐步成熟，预计未来收入及毛利率水平将保持稳定。

2023 年，公司营业总收入同比增长 26.28%。其中，房地产开发业务为公司主要收入来源，随着 2023 年结转规模的增加，公司房地产开发业务收入保持增长。公司逐步收缩建筑工程施工业务，2023 年相关收入大幅下降。公司租金收入同比快速增长，投资性房地产主要为余杭区未来科技城综合体、深圳湾文化广场等一二线城市项目及万象城等商业物业，持有物业运营逐步成熟有望为公司收入及现金流提供一定补充。

受结转项目毛利率下降以及建筑工程业务亏损的影响，2023 年公司综合毛利率小幅下降。

图表 2 • 2022—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	941.10	92.49%	22.13%	1208.15	93.28%	21.16%
投资物业租赁	7.60	0.75%	60.47%	17.63	1.36%	50.32%
建筑工程施工	47.20	4.64%	12.99%	29.89	2.31%	-28.77%
其他	21.67	2.13%	10.91%	39.52	3.05%	28.13%
合计	1017.57	100.00%	21.76%	1295.19	100.00%	20.61%

注：1. 上表营业总收入数据均为审计报告当期值，未经追溯调整；2. 其他业务收入包括提供服务收入等；3. 上表数据存在四舍五入的差异
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 131.27 亿元，同比增长 57.48%，主要系房地产结转规模增加所致。综合毛利率为 31.77%，同比有所回升。目前房地产行业持续低位运行，公司主要布局一二线城市，销售具备一定韧性，同时随着投资物业运营逐步成熟，预计未来收入及毛利率水平将保持稳定。

2 房地产开发

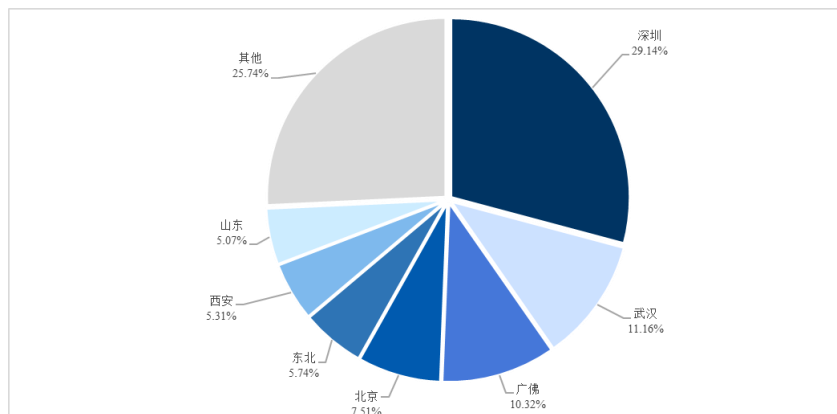
(1) 土地储备

2023 年以来公司保持稳健投资，聚焦高能级城市核心区位获取土地储备；公司项目区域分布较均衡，但随着近年来持续布局高能级城市且投资城市趋同，部分区域集中度有所上升；截至 2023 年底公司土地储备充足。未来，公司将保持量入为出的投资策略，根据销售情况铺排投资计划，且随着行业竞争格局的改变，公司获取优质的土储资源难度将下降。

2023 年以来公司保持稳健投资，新增权益投资金额同比变化不大。在行业下行背景下，公司增加投资预审机制并加强评审和研究工作，通过招拍挂、收并购、商业综合体勾地等多元化方式在一二线城市核心区位获取土地储备。公司合作项目较多，合作方以央企及地方城投为主，需关注合作开发中在项目建设、资金管理、项目控制力等方面可能存在的风险。

截至 2023 年底，公司全口径土地储备建筑面积（包括竣工未售、在建未售和拟建的合计建筑面积）为 3515.00 万平方米，土地储备充足，权益比例为 64.70%。截至 2023 年底，公司已布局国内 82 个城市，随着近年来持续布局高能级城市且投资城市趋同，公司个别区域土储规模有所上升。

图表 3 • 截至 2023 年底公司土地储备分布情况



注：1. 上图按片区公司土地储备进行划分，并非指代特定城市；2. 其他包括合肥、苏州、东莞、成都、宁波、南京等片区公司
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

未来，公司在维持规模及利润的基础上保持量入为出的投资策略，根据销售情况铺排投资计划，且随着行业竞争格局的改变，公司获取优质的土储资源难度将下降。

(2) 项目开发

公司在建及拟建项目主要分布于一二线城市，尚需投资规模较大，但相较于公司项目开发体量和回款情况，公司未来资本支出压力尚可。

受新增项目体量差异的影响，2023 年公司新开工面积同比小幅增长 4.05%。公司持续推进项目建设，2023 年竣工面积同比增长 1.93%。

图表 4 • 公司项目开发情况

项目	2022 年	2023 年
新开工面积（万平方米）	1112.04	1157.08
竣工面积（万平方米）	1989.83	2028.30

注：统计口径为全口径
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司在建及拟建项目较多，布局以一二线城市为主，整体城市分布较好。截至 2023 年底，公司主要在建及拟建项目（总投资金额 30 亿元以上的项目）尚需投资金额为 3232.50 亿元，考虑到公司开发体量及销售回款情况，公司未来资本支出压力尚可。

(3) 房地产销售

公司主要布局一二线城市，权益销售单价较高，2023 年权益销售金额同比保持增长，且行业地位进一步提升。截至 2023 年底，公司权益剩余可售面积较为充裕。

公司拿地聚焦一二线城市核心板块，新增项目较为优质，2023 年权益销售单价仍保持较高水平；但公司合作项目较多，权益销售面积同比有所下降；受上述因素影响，公司 2023 年权益签约销售金额同比增长 11.47%。

图表 5 • 公司项目销售情况

项目	2022 年	2023 年
权益签约销售面积（万平方米）	801.61	743.50
权益签约销售金额（亿元）	1533.53	1709.48
权益销售单价（万元/平方米）	1.91	2.30

注：权益销售单价=权益签约销售金额/权益签约销售面积
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司执行精细化管理并加强对新老项目去化的考核，在多个城市保持领先的市场占有率，2023 年行业地位进一步提升¹，但仍需关注存量低能级城市项目（如东北区域尾盘项目）后续去化情况。截至 2023 年底，公司权益剩余可售面积（为 2274.08 万平方米）较为充裕且主要为住宅业态。

3 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2023 年，公司存货周转次数和总资产周转次数变化不大，经营效率尚可。

图表 6 • 公司经营效率情况

指标	2022 年	2023 年
存货周转次数（次）	0.30	0.31
合同负债/存货	0.44	0.51
总资产周转次数（次）	0.17	0.18

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 未来发展

公司发展方向明确，有利于实现长期稳健经营。

公司定位为华润置地境内唯一投资主体和主要资金管理平台，战略地位重要。近年来房地产行业面临规模收缩、需求不足、城市分化等变化及挑战，公司将坚持战略引领投资、量入为出的投资策略，以现金流安全为第一原则，持续跟踪政策及市场变化，进一步夯实行业地位。面对未来，公司将抓住行业格局性变化带来的新一轮发展机遇，加快向城市运营商定位转型。财务方面，公司也将重点关注现金流，保持充足的财务弹性，持续优化融资成本。

（四）财务方面

毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。本报告 2022 年财务数据使用 2023 年审计报告的期初数/上年数。

1 主要财务数据变化

公司在行业下行周期中保持扩张趋势，截至 2023 年底资产及负债规模继续增长，资产受限比例很低。其中，公司存货主要位于一二线城市，但累计计提跌价准备比例较小，考虑到房地产行业持续下行，后续跌价风险情况需保持关注。作为华润置地境内资金管理平台同时合作开发较多，公司其他应收款及长期股权投资规模较大；投资性房地产按成本法计量，近期融资利好政策的释放将有助于公司获得更多融资储备。公司有息债务以长期债务为主，债务负担较轻。经营性业务为公司利润的主要来源，2023 年资产减值损失增加及投资收益下降导致公司盈利指标表现略有下降，但仍处于行业较好水平。在销售回款增加的带动下，公司 2023 年经营活动现金流回正，融资渠道保持畅通，筹资活动现金流仍为净流入。公司财务政策稳健，随着业务规模的不断扩大，公司资产规模仍将有所增长，现金流状况预计较往年变化不大。

¹ 以公司间接控股股东华润置地销售数据来看，2023 年在克而瑞中国房地产企业销售榜 TOP200 中，华润置地权益销售排名为第四名（2022 年销售排名第五）

在行业下行周期背景下，公司保持扩张趋势，截至 2023 年底资产总额较年初增长 13.83%。其中，公司货币资金较年初增长 23.27%，主要系销售回款及持续净融资综合影响所致。公司其他应收款较年初有所下降，主要为应收关联方的资金往来款、投地保证金和代垫项目款等；作为华润置地的境内资金管理平台，公司统筹管理华润置地境内资金，故与关联方存在较多资金往来款。公司存货较年初增长 17.05%，主要为在建房地产开发成本（占 87.89%）；累计计提跌价准备 80.47 亿元（计提比例为 2.28%），系受市场下行影响对部分存量三线城市项目及一线较偏远区位的项目计提跌价准备所致。考虑到房地产行业持续下行，后续存货跌价风险情况需保持关注。公司合作开发规模较大，长期股权投资较年初增长 23.80%；公司合作对象以央企及地方城投为主，需关注合作开发中可能存在的风险。公司按成本模式计量的投资性房地产具有一定增值空间，随着持有商业物业增加且运营逐步成熟，公司投资性房地产较年初增长 34.74%，近期融资利好政策的释放将有助于公司获得更多融资储备。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	5417.88	81.26%	6043.98	79.64%	6546.65	81.47%
货币资金	572.17	8.58%	705.29	9.29%	779.40	9.70%
其他应收款	1526.57	22.90%	1379.69	18.18%	1659.51	20.65%
存货	3012.03	45.17%	3525.73	46.46%	3608.28	44.91%
非流动资产	1249.62	18.74%	1545.50	20.36%	1488.60	18.53%
长期股权投资	499.43	7.49%	618.31	8.15%	634.04	7.89%
投资性房地产	509.83	7.65%	686.92	9.05%	651.04	8.10%
资产总额	6667.50	100.00%	7589.48	100.00%	8035.26	100.00%

注：上表中各科目占比均为占资产总额的比例
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年底，公司资产受限比例很低。

图表 8 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	12.00	0.16%	履约保函保证金、安全文明措施费、房款按揭保证金、工资保证金、施工保证金、用电保证金
存货	102.79	1.35%	借款抵押
投资性房地产	67.00	0.88%	借款抵押
合计	181.80	2.40%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 8035.26 亿元，较年初变化不大。考虑到公司新增投资力度较大并加大存货去化，同时流动性充足、财务弹性较好，未来资产质量将保持良好。

2023 年底及 2024 年 3 月底，公司所有者权益稳定增长；公司所有者权益构成以少数股东权益为主（主要为同一控制下企业与合作开发企业，截至 2024 年 3 月底占比为 65.72%），权益结构稳定性一般。

图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

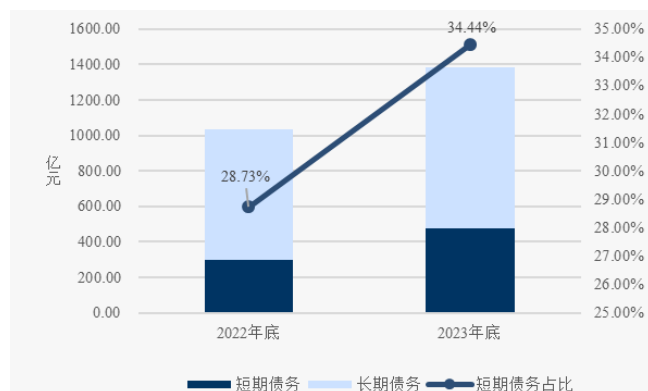
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	4540.07	84.96%	5088.71	83.62%	5276.51	82.33%
应付账款	425.59	7.96%	501.28	8.24%	403.33	6.29%
其他应付款	2269.93	42.48%	2159.95	35.49%	2372.74	37.02%
合同负债及预收款项	1337.43	25.03%	1791.37	29.44%	1927.91	30.08%
非流动负债	803.71	15.04%	996.53	16.38%	1132.38	17.67%
长期借款	286.09	5.35%	403.87	6.64%	519.83	8.11%

应付债券	441.63	8.26%	476.85	7.84%	477.11	7.44%
负债总额	5343.77	100.00%	6085.24	100.00%	6408.89	100.00%

注：上表中各科目占比均为占负债总额的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

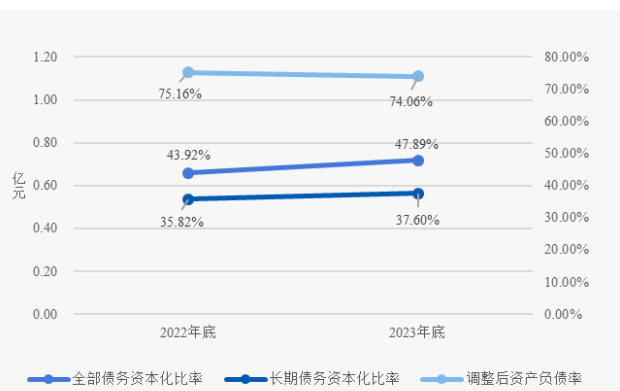
截至 2023 年底，公司负债总额较年初增长 13.88%。其中，公司应付账款主要为应付工程款，较年初增长 17.78%。公司其他应付款主要为公司与华润置地内部企业资金往来款和合作项目拆借款，截至 2023 年底仍保持较大规模。公司合同负债及预收款项规模继续增长。随着房地产业务规模的扩大，公司长期借款较年初增长 41.17%。公司公开市场融资力度较大，应付债券较年初增长 7.98%。此外，截至 2023 年底，公司直接融资规模较大（包括公司债、中期票据及超短融，占有息债务的 44.98%；银行借款占有息债务的 38.87%），融资结构有待调整。

图表 10 · 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 · 公司债务杠杆情况



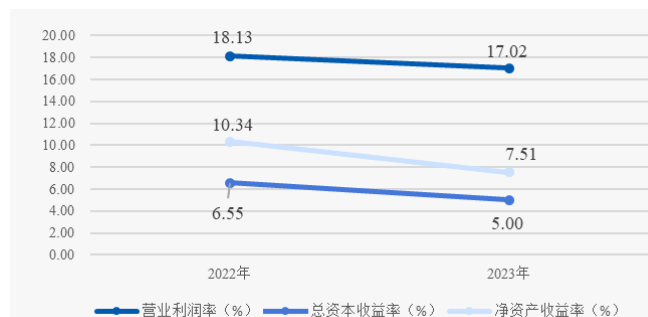
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年底，公司全部债务较年初增长 33.34%，债务期限结构以长期债务为主；公司债务负担较轻，且融资渠道畅通，整体偿债压力不大。

截至 2024 年 3 月底，公司负债总额较年初变化不大。公司未提供有息债务调整项，故本报告不对截至 2024 年 3 月底的有息债务及相关债务指标进行分析。公司财务政策稳健，未来杠杆水平仍将维持在合理区间。

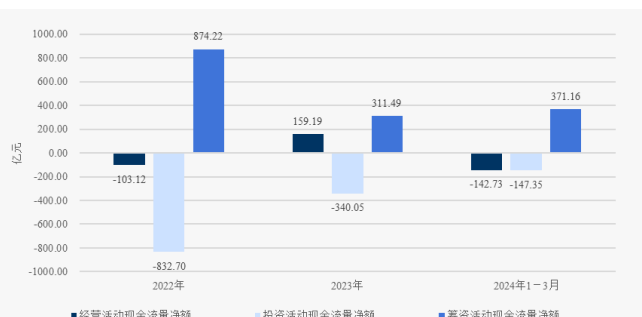
公司营业总收入情况详见经营概况。2023 年，公司销售费用同比增长 56.39%，主要系受市场环境及公司加快新老项目去化等因素影响，营销费用增加所致。2023 年，公司财务费用同比变化较大，主要系融资规模增加利息支出较大所致。公司合作开发规模较大，受联合联营项目结转差异影响，2023 年公司投资收益同比有所下降；叠加公司 2023 年对部分存货计提跌价准备，资产减值损失规模较大。此外，因折价收购华夏幸福基业股份有限公司下属子公司项目，2023 年公司营业外收入规模较大（为 31.35 亿元）。综上，2023 年公司利润总额及各项盈利指标表现略有下降，但在行业中表现较好。公司利润主要来自经营性业务，近年来新增项目可保证一定利润空间，预计未来结转毛利率或将有所回升。

图表 12 · 公司盈利指标表现情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13 · 公司现金流情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

随着销售回款的增加，2023 年公司经营活动现金流回正，投资活动现金流仍为净流出；公司存在一定外部融资需求，但公司融资渠道畅通，筹资活动现金流保持净流入。2024 年 1-3 月，公司经营及投资活动现金流均为净流出，筹资活动现金流为净流入。

2 偿债指标变化

截至 2023 年底，公司现金短期债务比有所下降，但 2023 年经营活动现金流大规模净流入，整体长短期偿债指标表现均很强。

考虑到公司业务规模仍在扩张，未来债务规模及债务指标或将有所上升，偿债指标表现或存在阶段性波动，但整体仍属很强。

截至 2023 年底，公司主要短期偿债指标表现均有所下降，但公司 2023 年经营获现情况较好，整体流动性充裕。从长期偿债指标看，2023 年公司利润总额虽同比略有下降，但 EBITDA 对全部债务及利息支出的覆盖表现很强。公司业务规模仍在扩张，未来债务规模及债务指标或将有所上升，偿债指标表现或存在阶段性波动，但整体仍属很强。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年底
短期偿债指标	流动比率	119.33%	118.77%	124.07%
	速动比率	52.99%	49.49%	55.69%
	经营现金/流动负债	-2.27%	3.13%	--
	经营现金/短期债务（倍）	-0.35	0.33	--
	现金类资产/短期债务（倍）	2.01	1.55	/
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	208.23	214.62	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.98	6.44	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.10	0.12	--
	EBITDA/利息支出（倍）	6.31	4.30	--
	经营现金/利息支出（倍）	-3.13	3.19	--

注：1. 经营现金指经营活动现金流量净额；2. “--”表示未经年化、计算无意义的数字；“/”表示无数据
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司合并口径共获取银行授信额度合计 1267 亿元，其中未使用的授信额度为 697 亿元，公司间接融资渠道畅通；同时，公司作为华润置地在境内唯一的投资主体和主要资金管理平台，在融资方面可获得股东大力支持。

截至 2023 年底，公司对合并范围外企业的担保金额为 270.82 亿元，占当期末净资产的 18.00%；公司对外担保对象主要为控股股东及其他关联方。

截至 2023 年底，公司不存在重大未决诉讼情况。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产主要由其他应收款和长期股权投资构成，资产流动性较弱。有息债务主要为应付债券，债务负担较重，但公司本部作为管理平台，承担资金管理及融资职能，可动用资金充裕。

截至 2023 年底，公司本部资产总额较年初有所增长，主要由其他应收款和长期股权投资构成。公司本部所有者权益较年初有所增长，主要系 2023 年增资所致，公司本部权益稳定性较强（截至 2023 年底实收资本及资本公积占 90.23%）。公司本部负债较年初增长，主要由其他应付款和应付债券构成，债务负担较重（截至 2023 年底全部债务资本化比率为 64.87%），但考虑到公司本部货币资金充裕（截至 2023 年底为 222.85 亿元），偿债压力较小。

2023 年，公司本部营业总收入同比有所下降，利润总额同比有所增长，利润主要来自投资收益。

2023 年，公司本部经营及投资活动现金流均为净流出，筹资活动现金流仍为净流入。

截至 2024 年 3 月底，公司本部资产及负债均较年初有所增长。2024 年 1—3 月，公司本部营业总收入同比有所增长，但受财务费用较高的影响利润总额小幅亏损（为-4.27 亿元）；同期，公司本部经营活动现金流小幅净流出。

（五）ESG 方面

作为华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）成员企业，公司长期贯彻“双碳”战略，积极履行社会责任，治理结构完善且合规经营，ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为华润集团成员企业，公司长期贯彻“双碳”战略，在环境管理方面建立了企业自然灾害预警及应急机制，并开展环保合规性排查，将环保检查纳入日常监管中，多个项目获得绿色建筑认证。

社会责任方面，公司建立了全面的质量管理体系，在质量监管中引进第三方专业评估机构，对在建及交付的住宅项目机电专项、一户一验、园林景观、户内观感、外立面/屋面、公共部位等方面进行评估。作为央企子公司，公司在华润集团统筹及指导下，自 2008 年以来持续助力乡村建设；同时开展多元培训，致力于打造高素质的人才队伍。

公司治理方面，公司按照相关法律法规及公司章程建立了完善的治理结构，保证公司管理的合规化、经营的市场化。公司通过制定风险管理政策及设立自上而下的风险管理架构，定期审阅监察风险管理及内部监控系统的成效，每年度按华润集团要求编制年度内控体系工作报告，不断强化风险管理。

七、外部支持

公司间接控股股东华润置地实力雄厚，房地产开发经验丰富，发展策略稳健，在资金及项目获取上对公司有大力支持。

1 支持能力

公司间接控股股东华润置地是国内领先的大型房地产开发集团，品牌影响力较大、竞争实力强。华润置地股东华润集团作为国务院国资委批准的十六家以房地产开发业务为主的央企之一，股东实力雄厚，业务多元，有望发挥业务协同效应。华润置地为华润集团旗下负责城市建设与运营的业务单元，具有重要战略意义。

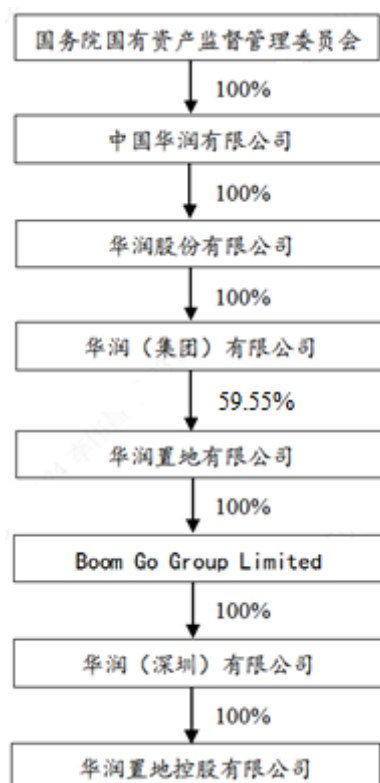
2 支持可能性

公司作为华润置地境内的主要资金管理平台，统筹管理和调配华润置地境内资金，在资金安排方面得到华润置地有力支持（截至 2023 年底，公司短期借款中 22.01 亿元保证借款由华润置地提供担保）。此外，自公司成立以来多次获得股东增资，包括 2017 年对公司增资 161.18 亿元、2018 年对公司增资 16.81 亿元、2023 年对公司增资 100.00 亿元，带动公司资本实力逐步增强。

八、跟踪评级结论

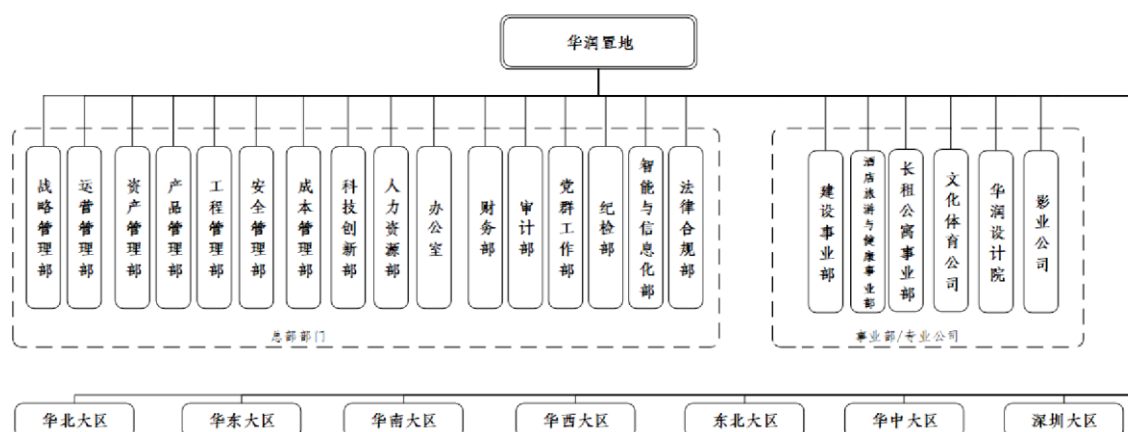
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 华润控股 MTN001C”和“21 华润控股 MTN002B”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	持股比例	
			直接	间接
沈阳润置企业管理有限公司	500000.00	商务服务	100.00%	--
上海泓喆房地产开发有限公司	1000000.00	房地产开发	100.00%	--
杭州润地亚运村开发有限公司	460000.00	房地产开发	--	66.00%
温州润杰房地产开发有限公司	324000.00	房地产开发	--	100.00%
深圳市润投咨询有限公司	1000000.00	商务服务	100.00%	--
北京润置商业运营管理有限公司	1000000.00	商务服务	100.00%	--
成都润盈置业有限公司	500000.00	房地产开发	100.00%	--
华润置地（常州）有限公司	416138.00	房地产开发	51.00%	--
广东省润投咨询有限公司	1000000.00	商务服务	100.00%	--
北京顺和润致置业有限公司	850000.00	商务服务	--	50.00%
南京润玺房地产开发有限公司	820000.00	商务服务	--	55.00%
广州市润合咨询有限公司	900000.00	商务服务	70.00%	--

注：上表仅列示了部分注册资本金较高的子公司
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	666.26	598.66	739.07	792.54
应收账款（亿元）	38.73	40.56	34.17	27.98
其他应收款（亿元）	962.14	1526.57	1379.69	1659.51
存货（亿元）	2335.52	3012.03	3525.73	3608.28
长期股权投资（亿元）	392.38	499.43	618.31	634.04
固定资产（合计）（亿元）	16.14	17.20	23.19	22.94
在建工程（合计）（亿元）	14.73	21.16	13.75	14.23
资产总额（亿元）	5128.87	6667.50	7589.48	8035.26
实收资本（亿元）	200.00	200.00	300.00	300.00
少数股东权益（亿元）	551.65	811.51	995.88	1068.81
所有者权益（亿元）	979.23	1323.73	1504.25	1626.37
短期债务（亿元）	304.89	297.89	476.18	/
长期债务（亿元）	409.44	738.95	906.37	/
全部债务（亿元）	714.34	1036.84	1382.55	/
营业总收入（亿元）	1041.85	1025.67	1295.19	131.27
营业成本（亿元）	849.47	805.34	1028.20	89.56
其他收益（亿元）	0.44	0.75	0.44	0.13
利润总额（亿元）	131.42	177.40	166.81	59.23
EBITDA（亿元）	153.53	208.23	214.62	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	978.60	1185.65	1722.86	288.46
经营活动现金流入小计（亿元）	979.86	1198.85	1777.64	300.50
经营活动现金流量净额（亿元）	-193.35	-103.12	159.19	-142.73
投资活动现金流量净额（亿元）	-99.26	-832.70	-340.05	-147.35
筹资活动现金流量净额（亿元）	429.95	874.22	311.49	371.16
财务指标				
销售债权周转次数（次）	17.26	16.56	25.61	--
存货周转次数（次）	0.38	0.30	0.31	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.17	0.18	--
现金收入比（%）	93.93	115.60	133.02	219.75
营业利润率（%）	16.36	18.13	17.02	23.56
总资本收益率（%）	6.72	6.55	5.00	--
净资产收益率（%）	10.05	10.34	7.51	--
长期债务资本化比率（%）	29.48	35.82	37.60	/
全部债务资本化比率（%）	42.18	43.92	47.89	/
资产负债率（%）	80.91	80.15	80.18	79.76
调整后资产负债率（%）	76.12	75.16	74.06	73.37
流动比率（%）	116.54	119.33	118.77	124.07
速动比率（%）	51.87	52.99	49.49	55.69
经营现金流动负债比（%）	-5.35	-2.27	3.13	--
现金短期债务比（倍）	2.19	2.01	1.55	/
EBITDA 利息倍数（倍）	6.89	6.31	4.30	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.65	4.98	6.44	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 本报告 2021 年、2022 年财务数据分别采用 2022 年、2023 年审计报告的期初数，部分数据及指标有所变动系数据追溯调整所致；3. 2021 年底—2023 年底公司其他应付款、其他流动负债及长期应付款中的有息部分已分别调整至短期债务和长期债务，2024 年 3 月底公司有息债务未经调整，以“/”表示；4. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，相关指标未予年化；5. 表格中“--”表示计算后无意义的数字
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	306.81	239.98	232.85	276.83
应收账款（亿元）	1.05	1.04	0.18	0.17
其他应收款（合计）（亿元）	2281.74	2985.44	3430.37	4333.11
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	713.60	850.07	938.03	968.25
固定资产（亿元）	0.06	0.08	0.05	0.05
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	3341.22	4121.59	4638.64	5624.61
实收资本（亿元）	200.00	200.00	300.00	300.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	261.28	231.70	348.31	345.14
短期债务（亿元）	48.23	57.86	156.52	119.63
长期债务（亿元）	189.41	449.11	486.68	507.27
全部债务（亿元）	237.64	506.97	643.20	626.90
营业总收入（亿元）	1.07	3.43	0.20	0.00
营业成本（亿元）	1.17	1.57	0.18	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.02	0.02	0.02
利润总额（亿元）	6.48	66.07	109.63	-4.27
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.95	1.04	1.06	0.01
经营活动现金流入小计（亿元）	7.73	7.74	10.01	0.19
经营活动现金流量净额（亿元）	-5.87	-7.68	-5.52	-1.59
投资活动现金流量净额（亿元）	-351.65	-683.11	-296.36	-28.78
筹资活动现金流量净额（亿元）	334.05	623.96	284.75	84.34
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.03	3.28	0.33	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	/	/	/	--
现金收入比（%）	88.16	30.32	533.89	503.48
营业利润率（%）	-39.23	48.13	-133.02	-23932.96
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	2.46	28.23	32.04	--
长期债务资本化比率（%）	42.03	65.97	58.29	59.51
全部债务资本化比率（%）	47.63	68.63	64.87	64.49
资产负债率（%）	92.18	94.38	92.49	93.86
流动比率（%）	90.87	94.62	98.54	98.30
速动比率（%）	90.87	94.62	98.54	98.30
经营现金流动负债比（%）	-0.21	-0.22	-0.15	--
现金短期债务比（倍）	6.36	4.15	1.49	2.31
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部有息债务未经调整；2. 公司本部未提供资本化利息、折旧、摊销等数据，相关指标未进行计算，以“/”表示；3. 公司本部 2024 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持