

信用等级公告

联合〔2019〕2966号

联合资信评估有限公司通过对华润股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的2019年度第七期中期票据信用状况进行综合分析和评估，确定华润股份有限公司主体长期信用等级为AAA，华润股份有限公司2019年度第七期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年十月十二日



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>

华润股份有限公司

2019 年度第七期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：30 亿元

本期债券期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：在第 3 个和其后每个票面利率重置日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

募集资金用途：补充下属企业流动资金，偿还本部金融机构借款

评级时间：2019 年 10 月 12 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	3
		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：

华润股份有限公司（以下简称“公司”）是以消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融七大战略业务单元为主业的国有大型集团企业。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、核心业务经营较稳定、行业地位突出等优势。近年来，公司资产、权益规模持续增长，利润水平不断提升，盈利能力稳健。同时，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。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。本期中期票据的发行对公司现有债务影响小。公司 EBITDA 及经营活动现金流量净额对本期中期票据保障程度高。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，付息或赎回日本息不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是多元化经营的大型国有集团企业，全球 500 强企业之一。旗下子公司形成了消费品、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，整体规模优势明显。
2. 公司资产规模大且持续增长，现金类资产充足。近年来营业收入和利润规模不断攀升，盈利能力稳健。
3. 公司 EBITDA 及经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障程度高。

关注

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

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上升，存在一定商誉减值风险。
3. 公司地产类存货金额较大，对资产流动性有一定影响。
4. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产(亿元)	1066.42	1287.16	1922.09	2045.81
资产总额(亿元)	11116.06	12338.18	14579.84	15945.49
所有者权益(亿元)	3318.41	3676.90	4085.83	4587.82
短期债务(亿元)	2360.08	2989.84	3480.82	3177.78
长期债务(亿元)	2025.27	1946.98	2280.45	2734.98
全部债务(亿元)	4385.34	4936.82	5761.27	5912.76
营业收入(亿元)	5034.17	5554.73	6084.72	2917.51
利润总额(亿元)	486.16	651.49	663.93	329.58
EBITDA(亿元)	791.42	973.44	1075.80	--
经营性净现金流(亿元)	552.17	395.07	692.18	145.35
营业利润率(%)	24.76	24.45	26.29	24.44
净资产收益率(%)	10.26	10.54	11.11	--
资产负债率(%)	70.15	70.20	71.98	71.23
全部债务资本化比率(%)	56.92	57.31	58.51	56.31
流动比率(%)	103.08	101.72	105.22	113.05
经营现金流动负债比(%)	9.88	6.08	8.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.74	7.18	5.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.54	5.07	5.36	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额(亿元)	913.44	870.79	791.29	883.84
所有者权益(亿元)	402.44	441.17	341.28	333.50
全部债务(亿元)	464.13	354.40	364.27	434.27
营业收入(亿元)	0.01	--	0.00	0.00
利润总额(亿元)	24.81	167.64	-12.64	-9.98
资产负债率(%)	55.94	49.34	56.87	62.27
全部债务资本化比率(%)	53.56	44.55	51.63	56.56
流动比率(%)	123.98	253.00	132.29	228.74
经营现金流动负债比(%)	2.00	-9.54	-3.40	--

注：2019 年半年度财务数据未经审计；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；合并口径长期应付款中有息债务已计入长期债务

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019-9-10	贺苏凝 刘祎烜	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(打分表)(V3.0.201907)	阅读全文
AAA	稳定	2008-5-28	张莉 刘小平	企业主体评级方法(2008年)	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

联合资信评估有限公司
二〇一九年十月十二日

声 明

一、本报告引用的资料主要由华润股份有限公司（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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

华润股份有限公司

2019 年度第七期中期票据信用评级报告

一、主体概况

华润股份有限公司（以下简称“华润股份”或“公司”）系经中华人民共和国财政部“财企〔2003〕129号”文件批准，由中国华润有限公司（以下简称“中国华润”）作为主发起人，联合中国粮油食品（集团）有限公司、中国中化集团公司、中国五矿集团公司、中国华能集团公司四家单位发起组建的股份有限公司，中国华润以所持有的全部净资产作为出资，占全部股东出资总额的99.9842%，其余四家股东各以现金出资，占出资总额的0.0039%。

2009年6月，中国中化集团公司将其所持公司股权全部转让给中国中化股份有限公司。2010年10月，经国务院国资委批复，中国中化股份有限公司、中国五矿集团公司、中国华能集团公司将其所持公司股权转让给中国华润，中国粮油食品（集团）有限公司将其所持公司股权转让给中国华润的全资子公司华润国际招标有限公司。截至2019年6月底，公司注册资本为人民币164.67亿元，中国华润直接持有公司99.996053%的股份，并通过华润国际招标有限公司间接持有公司0.003947%的股份。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：对金融、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；对商业零售企业（含连锁超市）、民用建筑工程的投资与管理；石油化工、轻纺织品、建筑材料产品的生产；电子及机电产品的加工、生产、销售；物业管理；民用建筑工程的外装修及室内装修；技术交流。

截至2018年底，公司资产总额14579.84亿元，所有者权益4085.83亿元（含少数股东权益

1933.01亿元）；2018年，公司实现营业收入6084.72亿元，利润总额663.93亿元。

截至2019年6月底，公司（合并）资产总额为15945.49亿元，所有者权益合计为4587.82亿元（其中少数股东权益2104.76亿元）；2019年1—6月，公司实现营业收入2917.51亿元，利润总额329.58亿元。

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。

二、本期中期票据概况

公司于2018年完成DFI注册（中市协注〔2018〕DFI 38号），于2019年1月发行了额度为30亿元、期限为5年的2019年度第一期中期票据以及额度为30亿元、期限为5年的2019年度第二期中期票据；于2019年3月发行了额度为60亿元的2019年度第三期中期票据（其中品种一“19华润MTN003A”额度为30亿元，期限为3年；品种二“19华润MTN003B”额度为30亿元，期限为5年）；于2019年4月发行了额度为30亿元、期限为3年的2019年度第四期中期票据；于2019年7月发行了额度为50亿元、期限为3年的2019年度第五期中期票据；于2019年9月发行了额度为10亿元、期限为5年的2019年度第六期中期票据。

公司本期拟发行2019年度第七期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模30亿元，本期中期票据无担保，募集资金将用于补充下属企业流动资金和偿还本部金融机构借款。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依

据发行条款的约定赎回时到期。第3个计息年度末为首个票面利率重置日，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。在本期中期票据的每个票面利率重置日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。若未来因法律、行政法规或国家统一的企业会计准则及相关规定等政策因素变动引致公司将本期中期票据由权益重分类为金融负债时，公司有权对本期永续票据进行赎回。如在前述赎回权条款规定的时间，公司决定行使赎回权，则于赎回日前20个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率方式。前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档方式确定，在前3个计息年度内保持不变¹。如果公司选择不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+跃升利率（300bps）；自首个票面利率重置日进行利率跃升，后续维持利率跃升幅度不变。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累

计计息。强制付息事件是指在付息日前12个月内，如果公司发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红²；（2）减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

（2）本期中期票据如不赎回，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）本期中期票据在除发生强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。2016—2018年，公司本部向股东分红金额分别为37.00亿元、43.00亿元和72.00亿元（利润所属年度分别为2015—2017年）。公司未来减少注册资本的可能性小且分红意愿较为明显，强制付息事件约束力较强，本期中期票据与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。

三、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

¹ 前3个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

² 国有独资企业上缴利润除外。

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。

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月
GDP	74.00	82.10	90.00	45.10
GDP 增速	6.70	6.80	6.60	6.30
规模以上工业增加值增速	6.00	6.60	6.20	6.00
固定资产投资增速	8.10	7.20	5.90	5.80
社会消费品零售总额增速	10.40	10.20	9.00	8.40
出口增速	-1.90	10.80	7.10	6.10
进口增速	0.60	18.70	12.90	1.40
CPI 增幅	2.00	1.60	2.10	2.20
PPI 增幅	-1.40	6.30	3.50	0.30
城镇登记失业率	4.00	3.90	3.80	3.60
城镇居民人均可支配收入增速	5.60	6.50	5.60	5.70

注：增速及增幅均为同比增长情况；出口增速、进口增速统计均以人民币计价；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；固定资产投资增速为不含农户投资增速；城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind 资讯

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，

企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。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）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低

位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、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，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业

投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

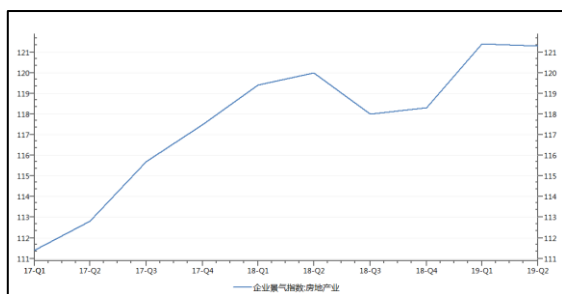
四、行业分析

1. 房地产行业

（1）房地产开发情况

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，全国各地加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，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。

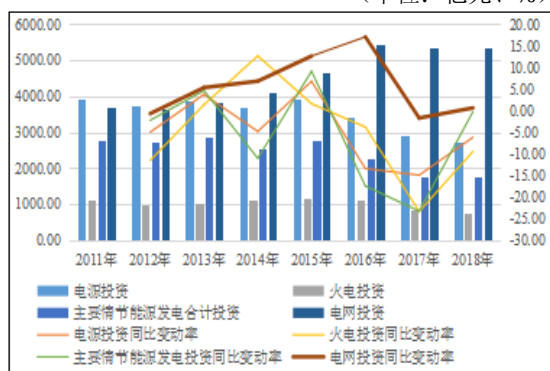
总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种

“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³，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、%)

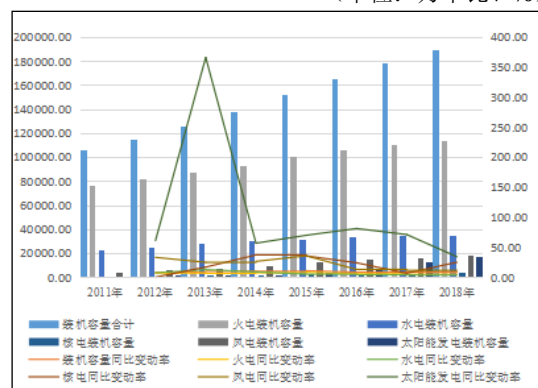


资料来源：中电联，联合资信整理

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、%)



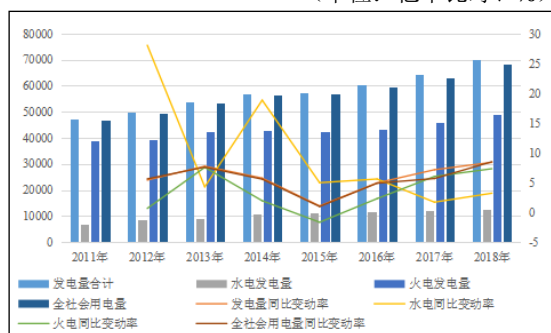
资料来源：中电联，联合资信整理

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23%）、甘肃（弃风率19%）以及内

³ 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。

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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年6月底,公司注册资本为人民币164.67亿元,中国华润直接持有公司99.996053%的股份,并通过华润国际招标有限公司间接持有公司0.003947%的股份。

公司控股股东中国华润是隶属于国务院国资委的国有独资企业,公司实际控制人是国务院国资委。

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,经过不断调整和优化主业结构,并辅以外延式并购,形成了以消费品、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,具有跨地区、跨行业、利用多种资源进行快速整合的能力,整体规模优势明显。公司通过全资子公司华润(集团)有限公司(下称“华润集团”)持有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)等上市公司。

表 2 公司旗下主要上市公司 2018 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	2082.23	772.85	769.40	73.11	180.97
华润置地 (亿元)	61.27	6557.43	1807.05	1211.89	517.26	138.57
华润啤酒 (亿元)	51.91	392.71	189.10	318.67	15.32	39.34
华润医药 (亿港元)	53.04	1762.44	605.29	1896.89	92.43	82.47
华润燃气 (亿港元)	63.95	735.72	316.08	511.65	78.77	83.42
华润水泥 (亿港元)	68.72	605.06	378.95	387.91	113.35	113.31

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

表 3 公司旗下主要上市公司 2019 年上半年概况 (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	2154.10	811.55	329.16	51.23	40.61
华润置地 (亿元)	61.27	7270.80	1899.85	458.49	225.16	74.92
华润啤酒 (亿元)	51.91	454.68	206.85	188.25	26.49	58.64
华润医药 (亿港元)	53.04	1991.01	687.93	1019.23	58.08	-34.93
华润燃气 (亿港元)	63.95	785.79	337.83	281.73	47.19	29.74
华润水泥 (亿港元)	68.72	600.75	395.84	174.10	53.05	10.31

注: 同上表

资料来源: 联合资信根据公开数据整理

3. 人员素质

公司设股东大会、董事会和监事会，董事会设有董事8名（包括董事长1名），监事会设有监事3名。公司董事、监事及高级管理人员的设置符合《中华人民共和国公司法》等相关法律、法规以及公司章程的有关规定。

傅育宁为公司董事长及总经理，华润集团董事长及华润医药董事局主席及非执行董事。为第十二届全国政协委员，亚太经济合作组织中国工商理事会理事兼理事会副主席、香港特区政府经济发展委员会委员、香港中国企业协会名誉会长及香港总商会理事会理事。曾任招商局国际有限公司董事长、招商局集团有限公司董事长、招商银行股份有限公司董事长、嘉德置地有限公司及利丰有限公司之独立非执

行董事等职。毕业于中国大连理工学院，于1986年获得英国布鲁诺尔大学海洋工程力学博士学位，其后曾在该校从事博士后的研究工作。

何文波为华润集团外部董事。何先生亦为第十三届全国政协委员，曾任第十二届全国人大代表。历任上海宝钢集团公司董事、副总经理；宝钢集团有限公司董事、总经理；中国五矿集团公司总经理；中国五矿集团有限公司董事长。何先生为高级工程师，持有东北工学院（现东北大学）金属材料系学士学位、中欧国际工商学院EMBA学位。

整体看，公司高级管理人员具有丰富的管理经验。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（企业信用代码为：G1044030305870910B），截至2019年9月5日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的贷款记录中有1笔贷款被列为关注类，已正常还款。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》制定《公司章程》，制定相关的配套制度，规范董事会、监事会的议事规则和程序，明确董事会、董事长及总经理的各级职权。董事长是公司的法定代表人。

公司设董事会，是公司经营管理的最高决策机构。董事会由8名董事组成，董事长1人，外部董事4人。董事长由全体董事过半数选举产生和罢免，公司设1名总经理。

公司监事会成员为3人。

2. 内部管理

公司在多元化发展过程中，为实现资源合理配置和发挥不同业务间的战略协同功能，在1993年引入了包含利润中心业务战略体系、利润中心管理报告体系、利润中心预算体系、利润中心评价体系、利润中心审计体系以及利润中心经理人考核体系在内的6S管控体系，并围绕6S体系制定了投资、财务、审计、人力资源等一系列战略管理制度。

财务管理方面，公司建立了以价值创造为核心的5C价值型财务管理制度，公司统一制定财务管理制度，各利润中心在不抵触公司财务制度的情况下，可根据利润中心的实际情况进行细化和修订。

投资管理方面，公司为了实施总体战略、行业战略及利润中心竞争战略，从而达到合理配置资源，优化资产结构，做大做强主业的目的，制定了公司投资管理体制，促进了投资决策的程序化、科学化，保证公司的可持续发展。投资管理制度对公司投资项目选择、可行性研

究、项目评估、项目批准、项目管理都做出了明确规定。公司重大投资项目的决策权在公司董事会，如投资项目的投资指标不能达到公司规定标准，董事会将不予批准。

内部资金管理方面，公司建立了对库存现金、银行关系管理、银行户口及存款、银行付款、对外融资、内部存贷、项目付款、担保及金融市场投资等方面的资金管理制度，并统一纳入集团资金管理体系，资金管理模式分为集团总部资金中心及各上市公司资金中心进行管理。公司实行资金集中管理政策，除资金归集外，公司内部关联企业之间的资金往来，需经过相应内部审批程序，并明确往来双方的权利义务。

子公司管理方面，公司在战略管理、财务管理、人力资源管理、审计管理、信息化管理、法律事务管理和后勤管理等多个管理制度方面均涉及了对子公司的管理要求。如资金管理方面对属下全资及附属公司融资活动实施集中管理，公司财务部统一负责本部、全资及附属公司外部融资活动的组织和实施以及对公司内部融资的审核和报批；投资管理方面公司总部设立了重大投资项目会商制度，负责重大投资项目的评审工作，各下属公司重大投资项目均需报公司会商通过。

综上所述，公司多元化发展的业务模式对自身的管理能力要求很高，考虑公司治理结构健全，公司整体管理风险低。

七、经营分析

1. 经营概况

公司经营业务涉及消费品及医药、能源、房地产及金融、水泥等行业。2018年，公司实现营业收入6085亿元，同比增长9.54%，核心板块均保持了增长态势，综合毛利率为29.86%，较上年上升2.04个百分点；2019年1—6月，公司实现营业收入2918亿元，同比增长5.92%，维持了稳健增长的态势，综合毛利

率为26.84%，与上年同期基本持平。整体看，公司主业盈利能力稳中有升。

表 4 2016—2019 年上半年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
消费品及医药	2805	55.72	20.96	2993	53.89	20.86	3058	50.26	24.07	1637	56.10	22.33
能源	857	17.03	31.97	982	17.69	24.49	1111	18.25	24.66	528	18.10	23.54
房地产及金融	1031	20.49	30.16	1126	20.27	33.80	1327	21.82	44.76	539	18.49	42.06
水泥	221	4.40	27.60	261	4.71	30.90	336	5.52	40.18	151	5.16	38.91
制造业	180	3.58	9.44	223	4.00	10.31	250	4.11	13.60	107	3.67	11.38
其他	-61	-1.22	--	-30	-0.55	--	3	0.04	--	-44	-1.52	--
合计	5034	100.00	27.95	5555	100.00	27.82	6085	100.00	29.86	2918	100.00	26.84

注：其他板块包含内部抵消项，故该项可能是负数

资料来源：公司提供

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、中原以及香港等全国32个省、自治区、直辖市和特别行政区，100多个重点城市。

从各零售业态看，公司大卖场业态营业面积一般为8000~15000平方米，经营2~3万种商品，满足一站式购物和休闲、交流消费需求；标准超市业态营业面积一般为500~800平方米，主要为社区消费者提供便利、快捷、亲民、新鲜的服务；VANGO便利店24小时服务，营业面积为30~120平方米，主要满足时尚快捷消费需求；Ole营业面积为4000~6000平方米，旨在为都市生活创造的体验式超市，面向高档消费群体，进口商品占比70%以上；欢乐颂经营面积8~10万平方米，以所在的区域家庭消费者为主要服务对象，为消费者带来“一站式消费”和“快乐消费”的双重体验。

从采购模式看，公司零售业务主要采用购

销、代销、联营、租赁等方式；物流配送模式包括配送、直通，此外还有供应商直送门店。

啤酒业务

华润啤酒作为华润创业下属上市公司，于2015年9月由原港股上市公司华润创业剥离非啤酒业务后更名而来（现华润创业为新设立企业），主要从事啤酒酿造、产品销售。2016年3月2日，华润啤酒宣布与ABI达成协议以16亿美元（相当于124.4亿港元）购入南非酿酒集团（亚洲）有限公司所持华润雪花啤酒有限公司（以下简称“雪花啤酒”，成立于1994年）49%的股权，该收购于同年10月11日完成，至此雪花啤酒成为华润啤酒的全资子公司。截至2019年6月底，华润啤酒在中国内地25个省、市、区经营80间啤酒厂，年产能约216亿升。

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7.2%至318.67亿元。同期，部分原材料、包装物成本上涨导致营业成本同比增长4.9%至206.69亿元，成本增速稍低于营业额增速，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15.6%至15.32亿元。2019年1—6月，华润啤酒销量同比上升2.6%，其中中高档啤酒销量同比上升7.0%带动了整体均价的上涨，营业额和除税前溢利同比均有一定增长，分别为188.25亿元和26.49亿元。

2018年3月以来，华润啤酒完成了“勇闯天涯superX”和“匠心营造”的新品上市。2019年4月29日，公司向Heineken集团收购了喜力（中国）企业管理有限公司、喜力贸易（上海）有限公司、喜力啤酒（上海）有限公司（以下统称“Heineken中国大陆目标公司”）和喜力香港有限公司⁴（在香港和澳门从事啤酒产品）的全部股权（已完成交割），总现金对价为商定企业价值（23.55亿港元）并按已同意的价格调整项目进行调整，并按照28.82亿港元完成对价支付；华润啤酒在中国大陆及港澳地区独家使用Heineken品牌的商标许可协议也于同日正式生效；有助于华润啤酒推进在中国高端啤酒市场的战略规划。

表 5 Heineken 中国大陆目标公司 2017 年财务状况
(单位：百万元)

公司名称	净资产	税前净利润
喜力（中国）企业管理有限公司	55.2	8.8
喜力贸易（上海）有限公司	-347.8	-66.5
喜力啤酒（上海）有限公司	-215.1	-7.1
喜力酿酒（广州）有限公司	475.4	18.5
喜力酿酒（浙江）有限公司	336.5	-4.9
喜力酿酒（海南）有限公司	626.7	-28.3

注：上述财务数据是基于国际财务报告准则所编制的未经审计财务资讯

资料来源：华润啤酒公告

食品业务

公司食品相关业务以华润五丰有限公司（以下简称“华润五丰”）为经营主体，集食品研发、生产、加工、批发、零售、运输和国际贸易于一体；主要业务包括大米、果蔬、肉食、冷冻食品、进口食品及现代农业产业，同

时负责运营华润希望小镇产业发展项目；业务区域覆盖中国内地及香港市场。公司旗下拥有五丰、禾珠、一品国香、利是、田夫、联合康康、喜上喜、黎红、富春、上口爱等多个知名品牌。

在香港，华润五丰是最大的中国食品经销商之一，鲜肉、冻肉及中国特色食品在香港市场占主导地位；在国内，华润五丰开展种植、养殖、屠宰及食品研发、加工、生产等业务，目前已进入华南、华东、华北、西北、东北等多个区域。此外，华润五丰还在国内开展进口食品的代理及分销业务。

饮品业务

公司饮品业务以华润饮料为经营主体，主营“怡宝”牌系列饮用纯净水，并陆续推出“魔力”、“午后奶茶”等饮料，“怡宝”牌纯净水先后被认定为中国名牌、中国驰名商标及最具市场竞争力品牌。2010年，公司收购加林山旗下永隆加林山矿泉水厂及永隆饮品有限公司；2011年，华润创业与日本最大的清凉饮料生产企业之一麒麟饮料公司合资，加快了公司非酒精饮料业务在国内市场的拓展速度。

医药业务

公司医药板块经营主体为华润医药（投资控股公司），华润医药是在重组华源集团、三九集团医药资源的基础上，于2007年成立的一家从事药品制造、分销的港股上市公司，2016年全球发行所募资金主要用于战略收购、建立更加先进的物流中心、建设研发平台、改进升级公司的信息技术等。华润医药的业务涵盖了中成药、免煎中药、化学合成药物、生物药、天然药物、原料药中间体、营养保健品、医疗器械、制药装备、医药流通等领域，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

⁴ 该公司在香港和澳门地区从事啤酒产品（包括无酒精啤酒产品）的生产、销售和经销，截至2017年底，该公司净负债价值79.1百万港元，该公司2017年税前净利润为-3.9百万港元。

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%。截至2019年6月底，华润医药总资产和权益总额进一步增至1991.01亿港元和687.93亿港元；2019年1—6月，华润医药的制造、分销、零售板块营业额均取得增长，实现除税前盈利58.08亿港元（上年同期为51.10亿港元）。

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6 华润医药下属4家上市公司经营业务以及2018年和2019年上半年财务状况（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6月	132.32	107.47	18.90	2.34
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6月	184.83	124.87	71.67	20.74
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。	2018年	103.06	79.09	82.25	11.84
			2019年6月	109.69	82.61	48.66	7.60
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6月	43.58	37.39	11.41	3.08

注：东阿阿胶2019年1—6月收入同比下降36.69%，主要是受到宏观环境以及下游客户压减库存的影响；东阿阿胶2019年6月底所有者权益较上年底有所下降，主要受股利分配的影响

资料来源：上市公司2018年年报以及2019年半年度报告

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。截至2019年6月底，华润医药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，8个项目已开展生物等效性临床试验，9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4月，二甲双胍缓

释片通过一致性评价，截至6月底累计共5个产品通过了一致性评价。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；2019年1—6月同比增长4.88%至157.90亿港元。

医药商业方面：截至2019年6月底，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6862家，基层医疗机构53640家以及零售药房35888家；零售业务共有842家零售药房。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%；2019年1—6月同比分别增长9.18%和19.23%，增至830.94亿港元和29.46亿港元。

并购方面：华润三九于2016年7月宣布并购昆明圣火药业（集团）有限公司，引进血塞

通软胶囊等产品以丰富心脑血管领域产品线，于2017年1月完成收购吉林三九金复康药业有限公司（原吉林金复康药业有限公司，主营抗肿瘤药品）65%股权，于9月完成收购山东圣海保健品有限公司（维生素矿物质等大健康产品）65%股权；华润双鹤于2017年1月完成收购双鹤药业（海南）有限责任公司（原海南中化联合制药工业股份有限公司，主营消化道、抗感染及抗肿瘤药品）100%股权，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。截至2019年6月底，华润电力旗下运营权益装机容量增至38005兆瓦，火电运营权益装机占77.3%，清洁及可再生能源占22.7%（较2018年底上升2.3个百分点）。

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；2019年1—6月，火电、风电厂满负荷平均利用小时数分别为2252小时和1185小时，分别高出全国平均利用小时186小时和52小时。

2016—2018年，华润电力营业额分别为662.13亿港元、733.12亿港元和769.40亿港元。2017年，电厂售电量同比增长5.1%，且国家自2017年7月1日起通过取消向发电企业征收工业企业结构调整专项资金等措施，提高燃煤电厂的上网电价（平均上网电价调整幅度为1.29分/千瓦时），同时煤炭售价同比上升较快（港币计，同比上升57.5%），虽然期内人民币对港币贬值部分抵消了上述因素的拉动作用，年度营业额仍实现了同比10.72%的增长。2018年，电厂售电量同比增长2.3%至1.57亿兆瓦时，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；在可再生能源售电量及售热量增长的拉动下，年度营业额实现了同比4.95%的增长，增速较上年有所放缓。2019年1—6月，华润电力售电量0.71亿兆瓦时，受全社会用电需求增速放缓以及河南、广东两省火电受限煤、西电东送电量增加等多因素影响，售电量（同口径）同比下降5.1%。

表7 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
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

2018年，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”）⁵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⁶，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。

近三年，华润电力除税前溢利分别为130.42亿港元、85.20亿港元和73.11亿港元。2017年，煤炭价格攀升（电厂的平均标煤单价同比增长37.5%至700.9元/吨）且发电量增长，燃料成本同比大幅上升39.98%，当年除税前溢利延续下滑态势，同比下降34.67%。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（平均标煤单价同比增长4.0%至729.1元/吨），加之出售煤矿资产录得亏损，华润电力当年除税前溢利同比下降14.19%至73.11亿港元。2019年1—6月，华润电力除税前溢利同比增至51.23亿港元（上年同期为46.01亿港元），期内售电量虽有所下滑，但燃料成本受益于标煤单价和供电煤耗的下降而有所下降（降幅超过营业额降幅）。

⁵ 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。

⁶ 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利率按日计息），截至2018年底已偿还60亿元。

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2019年6月底，华润燃气的城市燃气项目达249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年上半年累计投运充电站64座，售电量达5411万度。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%；2019年上半年，燃气销量同比增长13.1%至139.98亿立方米。

2016—2018年，华润燃气营业额分别为329.16亿港元、398.38亿港元和511.65亿港元，除税前溢利分别为61.89亿港元、66.13亿港元和78.77亿港元。2017年，全国多省均出台大气污染防治政策，华润燃气配合“煤改气”计划，并采用灵活定价机制和综合能源利用模式吸引工商业用户，总销气量增至196.67亿立方米，营业额同比增长21.03%；但由于冬季供暖期气源成本未能及时转移至售价，除税前溢利增幅略低，为6.86%。2018年，销气量进一步增长，受益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，华润燃气营业额及除税前溢利均呈同比增长趋势；2019年1—6月，营业额及除税前溢利仍保持增长态势，分别为281.73亿港元和47.19亿港元。

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，华润燃气给予客户账期一般为30—90天。

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装机容量和2.7亿立方米新增气量。

（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。

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、合肥等超过50个城市，采用“住宅开发+投资物业+客户增值服务”的商业模式。华润置地的住宅开发主要以在各大城市各系列中高端住宅开发为主，已形成万象高端系列、城市高端系列、郊区高端系列、城市品质系列、城郊品质系列、城市改善系列、郊区改善系列、旅游度假系列等八大产品线；投资物业已形成城市综合体万象城、区域商业中心万象汇（五彩城）和体验式生活馆1234SPACE三大商业产品线，其中核心的万象城城市综合体项目（包括

商业、写字楼、酒店及住宅）是以中高端业态为主，住宅用于对外销售，回笼资金并平衡整体的项目现金流，投资物业为自持，通过经营出租获取租金收入，截至2019年6月底，已开业万象城/万象天地22个，万象汇/五彩城13个，储备项目48个，另有管理输出购物中心项目27个（包括在营项目18个、储备项目9个）。

表8 近两年华润置地营业额构成
(单位：亿元、%)

板块	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
销售已发展物业	895.11	87.81	1051.48	86.76
物业投资及管理	63.51	6.23	80.92	6.68
酒店经营	12.95	1.27	14.27	1.18
建筑、装修服务及其他	47.86	4.69	65.22	5.38
合计	1019.43	100.00	1211.89	100.00

注：上表中2017年数据为经重列的数据
资料来源：上市公司2018年年度报告

表9 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	2017年	2018年
合同销售金额	1722.90	2106.80
合同销售建筑面积	10.19	11.99
合同销售均价	16903.00	17572.00

注：上表中2017年数据为经重列的数据
资料来源：上市公司2018年年度报告

2018年，华润置地实现营业收入1211.89亿元，除税前溢利517.26亿元，均较上年同期呈现增长，且后者增速快于前者，主业盈利进一步提升；2019年1—6月，营业额和除税前溢利保持上升态势，分别为458.49亿元和225.16亿元。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。

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。2019年1—6月，华润置地签约销售额和签约面积分别为1188.2亿元和626.0万平方米，同比增长26.0%和9.6%；结算销售额和结算面积分别为366.1亿元和247.6万平方米，同比增长0.3%和27.9%。

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%）。2018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。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年上半年，鞍山万象汇、吴江万象汇开业，其店铺开业率分别为99%和96%，下半年将陆续开业8个购物中心。

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。2019年1—6月，华润置地以总地价人民币821亿元（权益地价人民币527亿元）增持了39宗土地，新增土地总计容建筑面积为1021万平方米，新进入张家口、汕尾等5个城市。截至2019年6月底，华润置地土地储备已覆盖全球75个城市，总土地储备面积达6737万平方米；其中，开发物业土地储备面积5767万平方米，投资物业土地储备面积970万平方米，一、二线及具有产业支撑的三线城市土地储备占比约84.6%，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。1984年，经中国人民银行批准更名为深圳国际信托投资总公司，正式成为非银行金融机构，并同时取得经营外汇金融业务的资格。1991年，经中国人民银行批准更名为深圳国际信托投资公司。2002年2月，经中国人民银行批准重新登记，领取了《信托机构法人许可证》，同时更名为深圳国际信托投资有限责任公司。2006年10月，公司与深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（2009年更名为“深圳市国有资产监督管理局”，简称“深圳市国资局”）等签订了《股权转让及增资协议》，股权变更登记后，公司持有华润信托51%股权，深圳市国资局持有华润信托49%股权。2008年10月，深圳国际信托投资有限责任公司将其实业投资剥离，并将剥离资产注入新成立的华润深国投投资有限公司，深圳国际信托有限责任公司继续存在，并更名为华润深国投信托有限公司。分立的新公司（华润深国投投资有限公司，该公司经营规模很小）和存续公司（华润深国投信托有限公司）的股东持股比例，与分立前原深圳国际信托有限公司持股比例一致。

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%。

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；贷款余额878.47亿元，存款余额1122.75亿元，不良贷款率为1.86%；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。2018年6月，华润水泥完成了4.50亿股的配售和认购，认购股份占华润股份配售完成后股本的6.44%，共计募集资金净额为41.80亿港元，用于发展装配式建筑及骨科业务、偿还债务及一般营运资金，资本实力进一步提升。

截至2019年6月底，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，拥有60座混凝土搅拌站，年产能3630万立方米；同时，通过联营及合营方式参股78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2050万吨、1140万吨和440万立方米。近三年，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，水泥价格保持上升态势。

表 10 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	混凝土
广东	22.50	14.40	14.30
广西	33.20	26.50	15.20
福建	10.10	7.00	--
海南	4.40	3.30	3.00
山西	6.00	4.60	0.60
云南	5.10	3.90	0.60
贵州	2.00	1.60	--
浙江	--	--	1.10
香港	--	--	1.50
合计	83.30	61.30	36.30

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

资料来源：上市公司 2018 年年度报告

表 11 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	8003.70	7589.50	8260.20
熟料	485.90	794.80	403.30
混凝土	1239.50	1345.80	1423.10
平均售价	2016 年	2017 年	2018 年
水泥	252.00	301.20	377.80
熟料	193.40	256.60	328.90
混凝土	365.90	375.80	493.70

注：以上销量数据均为对外销售数据

资料来源：上市公司 2016—2018 年年度报告

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40.18%，较上年提升9.28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。

2019年1—6月，全国水泥产量有所增长，但受雨水天气影响，华南地区水泥产量同比有所减少，根据中国水泥协会的统计，广东、广西、海南、贵州等地水泥产量增速均为负。同期，华润水泥的水泥价格同比小幅回落4.6%，熟料和混凝土价格同比增长3.2%和16.5%；同期销量均有回落，分别为3652.7万吨、200.8万吨和627.4万立方米；营业额和除税前溢利分别为174.10亿港元和53.05亿港元，同比下降5.96%和8.90%。

3. 经营效率

2016—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均变化不大，2018年分别为8.69次、1.37次和0.45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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016—2017年财务数据已经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018年财务数据已经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具标准无保留意见的审计结论。公司2019年半年度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2016年合并范围增加华润金控投资有限公司和华润网络控股（深圳）有限公司；2017年合并范围增加广东润联企业服务有限公司和互联网小额贷款有限公司；2018年，公司二级子公司合计14家，较上年增加6家，减少3家。2019年上半年，公司二级子公司较上年无变化。总体看，合并范围变化对公司影响不大。

截至2018年底，公司资产总额14579.84亿元，所有者权益4085.83亿元（含少数股东权益1933.01亿元）；2018年，公司实现营业收入6084.72亿元，利润总额663.93亿元。

截至2019年6月底，公司（合并）资产总额为15945.49亿元，所有者权益合计为4587.82亿元（其中少数股东权益2104.76亿元）；2019年1—6月，公司实现营业收入2917.51亿元，利润总额329.58亿元。

2. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长14.53%，截至2018年底，公司资产总额合计14579.84亿元，较上年底增长18.17%，构成上流动资产占57.73%，非流动资产占42.27%。2016—2018年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长20.86%，截至2018年底，公司流动资产为8416.72亿元，较上年底增长27.33%。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科 目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	5762.20	51.84	6610.18	53.57	8416.72	57.73
货币资金	1095.16	9.85	1318.40	10.69	1568.20	10.76
存货	2238.86	20.14	2720.08	22.05	3531.43	24.22
非流动资产	5353.87	48.16	5728.00	46.42	6163.12	42.27
固定资产	2105.01	18.94	2139.00	17.34	1982.42	13.60
长期股权投资	752.15	6.77	634.11	5.14	904.72	6.21
投资性房地产	617.00	5.55	737.41	5.98	858.49	5.89
资产总额	11116.06	100.00	12338.18	100.00	14579.84	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（1）流动资产

2016—2018年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长19.66%，截至2018年底，公司货币资金为1568.20亿元，较上年底增长18.95%，其中受限资金166.15亿元。公司货币资金主要为银行存款（占86.62%），受限货币资金中主要为存放于中央银行的法定准备金119.67亿元。公司货币资金充足且受限规模小。

2016—2018年，公司交易性金融资产波动增长，截至2018年底，公司交易性金融资产较上年底大幅增长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。

2016—2018年，公司应收账款波动增长，年均复合增长5.07%，截至2018年底，公司应收账款净额为597.10亿元，较上年底下降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%。

2016—2018年，公司预付款项波动下降，截至2018年底，公司预付款项247.58亿元，较上年底增长15.96%，主要系预付工程款较上年底增长10.77亿元所致。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47.32%和27.65%

2016—2018年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长30.45%，截至2018年底，公司其他应收款账面价值799.30亿元，较上年底增长43.02%，主要是随着业务规模的扩大，相关垫付金、备用金、保证金等款项同步增长，其中应收关联方款项442.20亿元（其中，应收华润集团联营及合营企业366.46亿元、应收华润集团子公司的少数股东75.74亿元等）。按账龄分析法，公司账龄在1年以内的其他应收款为657.33亿元，占其他应收款总额的82.24%；共计提坏账准备4.70亿元，计提比例0.58%。

2016—2018年，公司存货账面价值逐年增长，年均复合增长25.59%，截至2018年底，公司存货账面价值3531.43亿元，较上年底增长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%。

2016—2018年，公司其他流动资产波动下降，年均复合减少8.69%，截至2018年底，公司其他流动资产为422.28亿元，较上年底增长8.49%，构成上以金融机构理财产品（135.42亿元）和预缴税费（275.16亿元）为主。

截至2018年底，公司发放贷款合计886.09亿元，较上年底增长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%。

（2）非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长7.29%，截至2018年底，公司非流动资产6163.12亿元，较上年底增长7.60%，主要由长期股权投资（占14.68%）、固定资产（占32.17%）和投资性房地产（占13.93%）构成。

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。

近三年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长9.67%，截至2018年底，公司长期股权投资904.72亿元（较上年底增长42.67%），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233.52亿元，对联营企业投资680.11亿元；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118.98亿元）。新增重要股权投资为子公司华润置地购买天津城投置地发展有限公司49%股权（79.34亿元）及子公司华润创业购买山西杏花村汾酒厂股份有限公司11.45%股权（51.50亿元）。

2016—2018年，公司投资性房地产逐年

增长，年均复合增长17.96%，截至2018年底，公司投资性房地产净值为858.49亿元，较上年底增长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。

2016—2018年，公司固定资产波动下降，截至2018年底，公司固定资产原值为3357.53亿元，主要集中于房屋及建筑物（占31.31%）和机器设备（占65.46%），公司共计提折旧1303.02亿元，减值准备72.09亿元，截至2018年底，公司固定资产净值为1982.42亿元，较上年底下降7.32%。截至2018年底，公司在建工程账面价值471.86亿元，较上年底大幅增长89.45%，主要系2018年公司转让华润太原煤业、深圳国源能源管理有限公司及AACI SAADEC (HK) Holdings Limited等公司股权，合并范围变动导致减值准备大幅减少。本年度完工转出24.68亿元。

2016—2018年，公司无形资产波动下降，年均复合减少15.87%，截至2018年底，公司无形资产净值为290.45亿元，较上年底减少31.86%，主要系协议转让部分下属公司股权导致无形资产采矿权及探矿权大幅下降所致。公司无形资产主要由土地使用权（占75.28%）构成。

2016—2018年，公司商誉规模波动增长，年均复合增长2.01%，截至2018年底，公司商誉为322.47亿元，较上年底变动不大。商誉构成上以医药板块（占36.60%）、零售板块（占28.17%）、啤酒板块（占21.68%）、电力能源板块（占5.52%）和水泥板块（占3.55%）为主。

2016—2018年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长22.65%，截至2018年底，公司其他非流动资产为357.42亿元，较上年底下降10.83%，主要系金融机构理财产品减少所致。公司其他非流动资产主要由应收融资租赁款（106.75亿元）、应收联营企业及少数股东款（128.78亿元）和预付长期资产款项（81.65亿元）为主。

截至2019年6月底，公司资产总额15945.49亿元，较2018年底增长9.37%，其中流动资产较2018年底增长12.83%至9496.82亿元，主要源于存货、应收账款及其他应收款的增加，其余科目变动均不大。公司资产结构仍以流动资产为主，占当期资产总额的59.56%，资产构成变化不大。

总体看，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。

3. 负债和所有者权益

(1) 所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长10.96%，截至2018年底，公司所有者权益（含少数股东权益1933.01亿元）合计为4085.83亿元，较上年底增长11.12%，少数股东权益占比较高，主要是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16.10%）和未分配利润（占74.01%）为主，公司所有者权益稳定性一般。

截至2019年6月底，公司所有者权益（含少数股东权益2104.76亿元）合计为4587.82亿元，较2018年底增长12.29%；其中，未分配利润进一步增长至1735.39亿元，少数股东权益相应增加。所有者权益构成基本保持稳定。

总体看，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。

(2) 负债

2016—2018年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长16.01%，截至2018年底，公司负债总额为10494.00亿元，较上年底增长21.16%，其中流动负债和非流动负债分别占76.22%和23.78%，公司负债结构基本保持稳定。

2016—2018年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长19.62%，截至2018年底，公司流动负债合计7998.97亿元，较上年底增长23.09%，主要由短期借款（占9.57%）、合同负债（占27.48%）、应付账款（占13.80%）、其他应付款（占13.12%）和其他金融类流动负债（占13.60%）构成。

2016—2018年，公司短期借款波动增长，年均复合增长13.90%，截至2018年底，公司短期借款合计765.28亿元，较上年底变动不大，构成上仍以信用借款为主，占公司短期借款总额的88.46%。同期，公司应付账款逐年增长，截至2018年底，公司应付账款1103.73亿元，较上年底增长17.90%，公司应付账款账龄全部在一年以内。

截至2018年底，公司吸收存款及同业存放为1063.52亿元，较上年底增长21.91%。其中吸收存款为1048.03亿元，较上年底增长33.19%，主要系公司客户活期存款大幅增长所致；同业存放为15.50亿元，较上年底下降81.87%，主要由境内银行金融机构构成（占74.60%）。

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。

2016—2018年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长19.73%，截至2018年底，公司其他应付款为1049.50亿元，较上年底增长31.05%，增长主要来自房地产业务。公司其他应付款主要由零售、食品及饮品（占15.07%）、电力（占13.14%）、医药（占11.56%）和房地产构成（占42.07%）。

2016—2018年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长11.84%，截至2018年底，

公司其他流动负债407.23亿元，较上年底增长30.89%，主要系子公司华润银行增加发行一年内到期的同业存单所致。构成上主要为短期应付债券372.07亿元和代客保本理财资金35.15亿元。

2016—2018年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长6.31%，截至2018年底，公司非流动负债2495.03亿元，较上年底增长15.36%；构成上以长期借款（占60.92%）和应付债券（占30.48%）为主。

2016—2018年，公司长期借款波动增长，年均复合增长13.30%，截至2018年底，公司长期借款为1520.00亿元，较上年底增长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。近三年，公司应付债券逐年下降，截至2018年底，公司应付债券为760.45亿元，较上年底下降2.31%。

2016—2018年，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长22.17%，截至2018年底，公司长期应付款为87.92亿元，较上年底增长7.67%，主要由子公司华润置地应付少数股东借款38.95亿元和预计负债28.36亿元组成。

2016—2018年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长率为14.62%。截至2018年底，公司全部债务为5761.27亿元，较上年底增长16.70%，其中短期债务和长期债务分别占60.42%和39.58%。近三年，公司资产负债率和全部债务资本化比率逐年增长，长期债务资本化比率波动下降，三项指标近三年加权平均值分别为71.08%、57.83%和35.88%，截至2018年底，三项指标分别为71.98%、58.51%和35.82%，均同比小幅上升。

截至2019年6月底，公司负债总额为11357.67亿元，较2018年底增长8.23%，主要来自长期借款和应付债券的增长，负债中的流动负债和非流动负债分别占73.97%和26.03%。同期，公司全部债务为5912.76亿元，较2018年底增长2.63%，结构上以短期债务为主，占债务总额的53.74%；资产负债率、

全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为71.23%、56.31%和37.35%，债务负担可控。

表 13 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
短期债务	2360.08	2989.84	3480.82
长期债务	2025.27	1946.98	2280.45
全部债务	4385.34	4936.82	5761.27
长期债务资本化比率	37.90	34.62	35.82
全部债务资本化比率	56.92	57.31	58.51
资产负债率	70.15	70.20	71.98

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，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。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入规模逐年增长，年均复合增长9.94%，2018年，公司实现营业收入6084.72亿元，同比增长9.54%，收入构成主要以商品销售，医药及销售房屋为主；同期的营业利润率同比增加1.84个百分点至26.29%。

2016—2018年，公司期间费用规模逐年增长，年均复合增长9.18%，2018年，公司期间费用合计953.46亿元，同比增长8.53%，占营业收入的15.67%，较上年略有下降。财务费用同比增长30.31%至97.69亿元，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21.32亿元，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 14 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

近三年，公司投资收益波动下降，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；2018年，公司资产处置收益合计-27.88亿元，主要系股权转让形成；公司营业外收入主要由政府补助、土地出让金返还和拆迁补偿款等组成，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）96.55亿元，占利润总额的比重为14.54%，对公司利润总额形成良好补充。

近三年，公司利润总额逐年增长，年均复合增长16.86%，2018年，利润总额为663.93亿元，同比增长1.91%。盈利能力指标方面，公司总资本收益率和净资产收益率近三年逐年增长，2018年分别为6.20%和11.11%。

2019年1—6月，公司营业收入和利润总额分别为2917.51亿元和329.58亿元，同比分别增长5.92%和11.46%；期间费用方面，2019年1—6月，公司期间费用合计439.76亿元，同比增长6.74%，占营业收入的15.07%，对利润侵蚀不大；非经常损益方面，2019年上半年公司实现投资收益、其他收益和营业外收入分别为40.01亿元、9.63亿元和9.86亿元，合计占公司当期利润总额的18.05%；公司营业利润率为24.44%。

表 15 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	5034.17	5554.73	6084.72

期间费用	799.86	878.48	953.46
其他收益及营业外收入	37.66	34.11	36.46
利润总额	486.16	651.49	663.93
营业利润率	24.76	24.45	26.29
总资本收益率	5.59	5.63	6.20
净资产收益率	10.26	10.54	11.11

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

近年来，公司业务规模不断拓展，多元化经营体现了较强的抗风险能力，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，整体盈利能力强。

5. 现金流及保障

从经营活动看，近三年，公司经营活动现金流入量及流出量均逐年增长，2018年公司经营活动现金流入6732.59亿元，同比增长10.12%，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6040.40亿元，同比增长9.19%。2016—2018年，公司经营活动现金净流量分别为552.17亿元、395.07亿元和692.18亿元。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。

从投资活动看，2016—2018年，公司投资活动现金流入量波动增长，2018年为2051.94亿元，同比有所下滑，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逐年增长，2018年为2901.92亿元，同比有所增长，当年投资活动产生的现金流净额为-849.98亿元，筹资活动前产生的现金流净额为-157.80亿元，公司存在一定对外融资需求。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动现金流入量及流出量均呈波动增长趋势，2018年，公司筹资活动现金流入为2843.08亿元，主要为取得借款收到的现金（1884.42亿元）和发行债券收到的现金（711.92亿元）；公司筹资活动现金流出为2471.07亿元，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372.01亿元。

2019年1—6月，公司经营活动现金流入和流出规模分别为3233.74亿元和3088.39亿元，公司经营活动产生的现金流量净额为145.35亿元；投资活动产生的现金流量净额为-388.57亿元，持续净流出；筹资活动产生的现金流量净额为352.48亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模大，获现能力强，收入实现质量较好；由于收购活动以及在建项目不断投入，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。

6. 偿债能力

近三年，公司流动比率和速动比率加权平均值分别为103.74%和61.10%，截至2018年底，公司两项指标分别为105.22%和61.07%，均较上年底有所上升，截至2019年6月底上述两项指标分别为113.05%和66.37%，较2018年底有所上升。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。

近三年，公司EBITDA呈逐年增长趋势，分别为791.42亿元、973.44亿元和1075.80亿元，2018年，公司全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为5.36倍和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，为中国华润的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）。

截至2018年底，子公司华润银行作为原告尚未了结的诉讼924笔，涉案金额合计26.33亿元；主动发起诉讼1178宗，诉讼保全金额33.06亿元；作为被告尚未了结的诉讼3笔，涉

案金额合计75.25万元。

截至2019年6月底，公司本部获得银行授信总额为328亿元，其中尚未使用额度为190亿元；此外下属多家子公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额791.29亿元，其中流动资产245.70亿元（占31.05%），非流动资产545.59亿元（占68.95%）；流动资产主要由货币资金、其他应收款和交易性金融资产构成，分别为14.91亿元、220.75亿元和10.00亿元；非流动资产主要是长期股权投资515.75亿元和委托贷款22.08亿元。

截至2018年底，母公司负债合计450.01亿元，其中流动负债185.72亿元（占41.27%），非流动负债264.29亿元（占58.73%）；流动负债以短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，分别为10.00亿元、85.59亿元和89.98亿元；非流动负债以应付债券为主，应付债券为244.54亿元。2018年底，母公司有息债务364.27亿元，其中短期债务99.98亿元，占债务总额的27.45%，短期偿债压力不大。母公司资产负债率为56.87%。

截至2018年底，母公司所有者权益合计341.28亿元，其中实收资本164.67亿元，资本公积163.90亿元，其他综合收益1.19亿元，盈余公积19.79亿元，未分配利润-8.26亿元。

盈利能力方面，2018年，母公司实现营业收入12.34万元，期间费用21.14亿元，投资收益8.95亿元，营业利润-12.54亿元。2018年，母公司利润总额-12.64亿元。

2018年，母公司经营活动现金流入为0.41亿元，经营活动现金流量净额为-6.31亿元；投资活动现金流量净额为-50.54亿元，其中取得投资收益收到的现金为10.51亿元；筹资活动现金流量净额为35.80亿元。

总体看，公司本部资产中其他应收款和长期股权投资规模大，货币资金相对有限，

有息债务以长期债务为主；本部利润主要源于投资收益，随之有所波动；经营活动现金流规模很小，取得投资收益收到现金较为稳定。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据拟发行额度为 30 亿元，占 2019 年 6 月底全部债务的 0.51%，对公司现有债务影响小。

本期中期票据为永续中期票据，考虑到永续中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。

截至 2019 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 71.23%、56.31%和 37.35%，本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 71.28%、56.43%和 37.60%；若考虑 2019 年 7 月、9 月发行的规模合计 60 亿元的两期中期票据，上述指标将分别上升至 71.39%、56.68%和 38.11%。考虑到已发行的两期中期票据和本期中期票据募集资金均有部分用于偿还本部金融机构借款，实际债务指标将低于上述债务指标测算。

2. 本期中期票据偿还能力分析

近三年，公司 EBITDA 对本期中期票据保障倍数不断增长，分别为 26.38 倍、32.45 倍和 35.86 倍；经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障倍数分别为 18.41 倍、13.17 倍和 23.07 倍。公司 EBITDA 及经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障程度高。

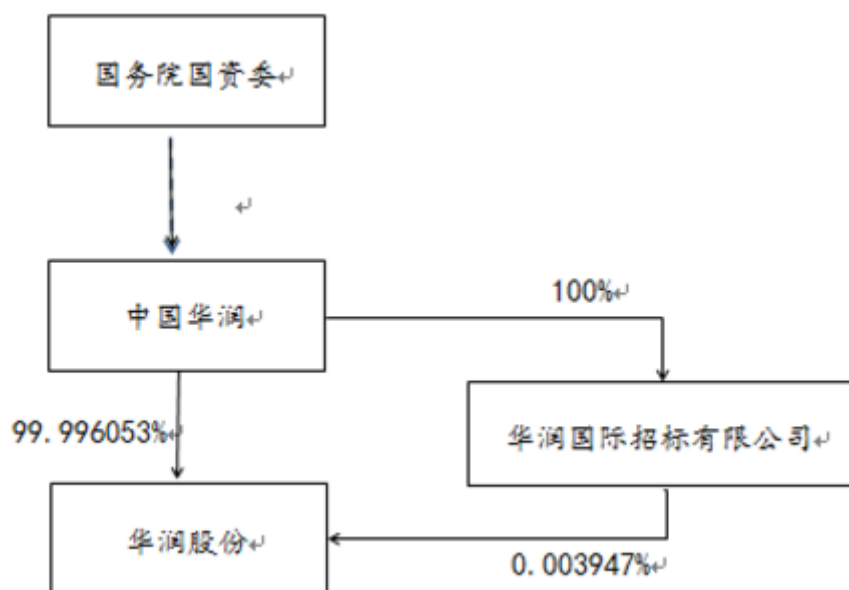
十、结论

公司是以消费品、电力、置地、水泥、燃气、医药和金融等七大战略业务单元为主业的国有大型集团企业，旗下品牌知名度高，近年来收入、利润水平持续提升，规模优势明显，盈利能力稳健；为进一步拓宽产业链条，公司近年来完成多笔并购，可能导致短期内管理成本上升，且对自身管理能力提出了很高的要求。从外部环境看，网络销售快速发展对传统零售业形成冲击和压力，房地产调控政策的影响仍具不确定性，对公司相应板块的经营形成一定压力。随着业务规模的扩大，公司资产、权益规模不断攀升，资产质量较好，债务结构合理，债务负担可控，长、短期偿债能力强。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。本期中期票据的发行对公司现有债务影响小。公司 EBITDA 及经营活动现金流量净额对本期中期票据保障程度高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，付息或赎回本息不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图

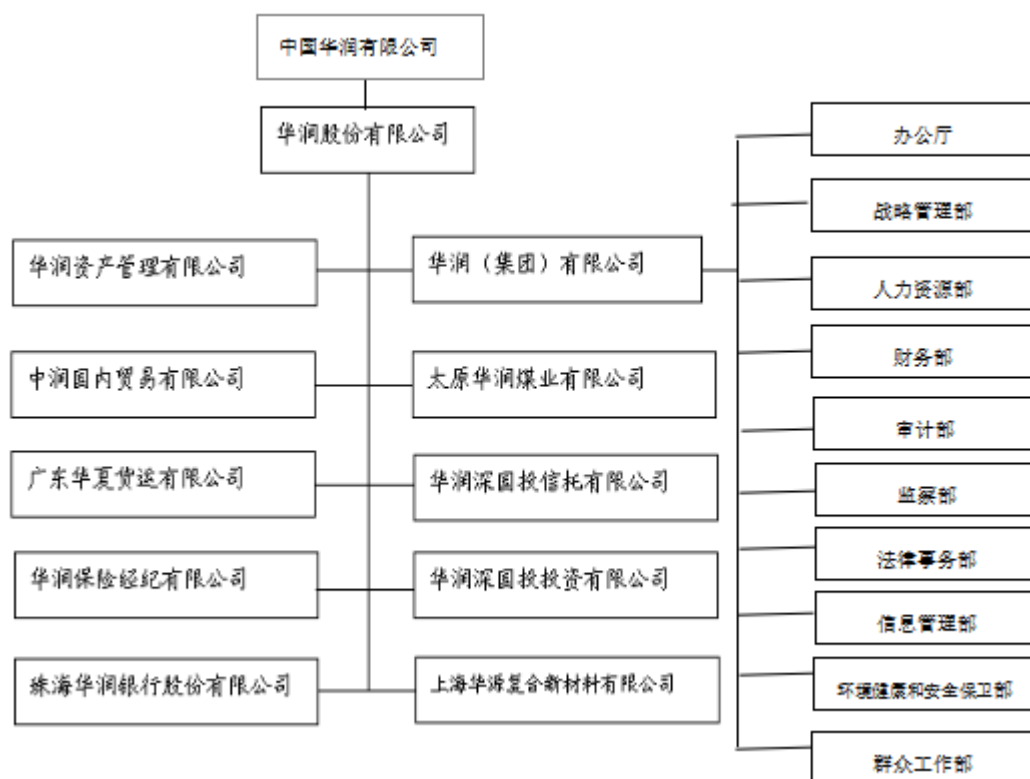


附件 1-2 公司二级子公司情况

序号	二级子公司名称	注册资本	持股比例（%）	业务范围
1	华润（集团）有限公司	90 亿港元	100	投资控股
2	中润国内贸易有限公司	4.38 亿元	100	国内贸易
3	北京华夏货运有限公司	139 万美元	100	清算中
4	广东华夏货运有限公司	136 万美元	100	清算中
5	深圳华夏货运有限公司	160 万美元	100	清算中
6	华润深国投信托有限公司	110 亿元	51	资金信托业务
7	珠海华润银行股份有限公司	56.38 亿元	75	商业银行业务
8	华润金控投资有限公司	54 亿元	100	金融企业投资、资产管理
9	华润网络控股(深圳)有限公司	2.5 亿元	100	计算机技术服务
10	广东润联企业服务有限公司	1000 万元	100	技术服务及咨询
11	润信（汕头华侨实验区）互联网小额贷款有限公司	3 亿元	100	发放小额贷款
12	华润守正招标有限公司	5000 万元	100	工程监理及招标
13	深圳润成投资咨询有限公司	15 亿元	100	投资咨询
14	秦皇岛华润燃气有限公司	7.85 亿元	61	燃气的生产、输配和销售

资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2019 年 6 月底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1066.42	1287.16	1922.09	2045.81
资产总额(亿元)	11116.06	12338.18	14579.84	15945.49
所有者权益(亿元)	3318.41	3676.90	4085.83	4587.82
短期债务(亿元)	2360.08	2989.84	3480.82	3177.78
长期债务(亿元)	2025.27	1946.98	2280.45	2734.98
全部债务(亿元)	4385.34	4936.82	5761.27	5912.76
营业收入(亿元)	5034.17	5554.73	6084.72	2917.51
利润总额(亿元)	486.16	651.49	663.93	329.58
EBITDA(亿元)	791.42	973.44	1075.80	--
经营性净现金流(亿元)	552.17	395.07	692.18	145.35
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	0.47	0.45	--
现金收入比(%)	100.12	102.04	103.71	108.55
营业利润率(%)	24.76	24.45	26.29	24.44
总资本收益率(%)	5.59	5.63	6.20	--
净资产收益率(%)	10.26	10.54	11.11	--
长期债务资本化比率(%)	37.90	34.62	35.82	37.35
全部债务资本化比率(%)	56.92	57.31	58.51	56.31
资产负债率(%)	70.15	70.20	71.98	71.23
流动比率(%)	103.08	101.72	105.22	113.05
速动比率(%)	63.03	59.86	61.07	66.37
经营现金流动负债比(%)	9.88	6.08	8.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.54	5.07	5.36	--
EBITDA 利息保护倍数（倍）	6.74	7.18	5.29	--

注：2019 年半年度财务数据未经审计；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；合并口径长期应付款中有息债务已计入长期债务

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.00	61.01	24.91	50.31
资产总额(亿元)	913.44	870.79	791.29	883.84
所有者权益(亿元)	402.44	441.17	341.28	333.50
短期债务(亿元)	110.00	59.95	99.98	25.00
长期债务(亿元)	354.13	294.44	264.29	409.27
全部债务(亿元)	464.13	354.40	364.27	434.27
营业收入(亿元)	0.01	--	0.00	0.00
利润总额(亿元)	24.81	167.64	-12.64	-9.98
EBITDA(亿元)	24.82	167.65	-12.61	--
经营性净现金流(亿元)	3.13	-12.86	-6.31	-4.54
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(%)	--	--	106.00	--
营业利润率(%)	-202.17	--	-677.39	-85.32
总资本收益率(%)	5.59	9.99	-1.40	--
净资产收益率(%)	12.04	18.01	-2.89	--
长期债务资本化比率(%)	46.81	40.03	43.64	55.10
全部债务资本化比率(%)	53.56	44.55	51.63	56.56
资产负债率(%)	55.94	49.34	56.87	62.27
流动比率(%)	123.98	253.00	132.29	228.74
速动比率(%)	123.98	253.00	132.29	228.74
经营现金流动负债比(%)	2.00	-9.54	-3.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	18.70	2.11	-28.88	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：2019 年半年度财务数据未经审计

附件 4 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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 华润股份有限公司

2019 年度第七期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

华润股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

华润股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对华润股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，华润股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华润股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现华润股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对华润股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如华润股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对华润股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与华润股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。