

信用评级公告

联合〔2021〕7045

联合资信评估股份有限公司通过对华润股份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，确定维持华润股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 华润 MTN001”“19 华润 MTN009”“19 华润 MTN008”“19 华润 MTN007”“19 华润 MTN006”“19 华润 MTN005”“19 华润 MTN004”“19 华润 MTN003B”“19 华润 MTN003A”“19 华润 MTN002”“19 华润 MTN001”“18 华润 MTN001”“18 华润 MTN002”“15 华润 MTN001”“09 华润债 02”和“08 华润债 02”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

二〇二一年七月二十八日

华润股份有限公司 2021 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
华润股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
中国华润有限公司	AAApi	稳定	AAApi	稳定
19 华润 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
09 华润债 02	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华润 MTN003B	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华润 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华润 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
08 华润债 02	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华润 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华润 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华润 MTN009	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华润 MTN008	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华润 MTN007	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华润 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
15 华润 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华润 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
19 华润 MTN003A	AAA	稳定	AAA	稳定
20 华润 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

注：中国华润有限公司对“08 华润债 02”和“09 华润债 02”提供无条件不可撤销连带责任保证担保

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
19 华润 MTN006	10.00	10.00	2024-09-20
09 华润债 02	20.00	20.00	2024-05-08
19 华润 MTN003B	30.00	30.00	2024-03-01
19 华润 MTN002	30.00	30.00	2024-01-23
19 华润 MTN001	30.00	30.00	2024-01-16
08 华润债 02	25.00	25.00	2023-08-06
18 华润 MTN002	20.00	20.00	2023-07-26
18 华润 MTN001	20.00	20.00	2023-04-23
19 华润 MTN009*	35.00	35.00	2022-11-20
19 华润 MTN008*	35.00	35.00	2022-11-08
19 华润 MTN007*	30.00	30.00	2022-10-28
19 华润 MTN005	50.00	50.00	2022-07-19
15 华润 MTN001	50.00	50.00	2022-05-19
19 华润 MTN004	30.00	30.00	2022-04-24
19 华润 MTN003A	30.00	30.00	2022-03-01
20 华润 MTN001*	20.00	20.00	2023-08-19

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；20 华润 MTN001、19 华润 MTN007、19 华润 MTN008 和 19 华润 MTN009 为永续债券，公司赎回前长期存续，上述到期兑付日为首个行权日

评级观点

华润股份有限公司（以下简称“华润股份”或“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中央直属大型集团企业。跟踪期内，公司在多元化产业布局、核心业务经营、以上细分产业行业地位及政府支持方面仍保持突出优势；资产、权益规模持续增长，盈利能力保持稳健；子公司华润置地有限公司（以下简称“华润置地”）在开发销售与土地储备方面稳定发展，华润置地控股子公司华润万象生活有限公司（以下简称“华润万象生活”）在香港交易所主板上市，公司地产业务资本实力持续增强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，传统零售业受网络销售及疫情冲击、房地产政策调控影响的不确定性等因素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 及经营活动现金净流量对未来待偿债券本金峰值的保障能力强。“08 华润债 02”和“09 华润债 02”债券由控股股东中国华润有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信对中国华润有限公司评级，其主体长期信用等级为 AAApi，评级展望为稳定。

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“20 华润 MTN001”“19 华润 MTN009”“19 华润 MTN008”“19 华润 MTN007”“19 华润 MTN006”“19 华润 MTN005”“19 华润 MTN004”“19 华润 MTN003B”“19 华润 MTN003A”“19 华润 MTN002”“19 华润 MTN001”“18 华润 MTN001”“18 华润 MTN002”“15 华润 MTN001”“09 华润债 02”和“08 华润债 02”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大型国有集团企业，整体规模优势明显。作为全球 500 强企业之一，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。

评级时间：2021年7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(打分表)	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

分析师：刘祎焯 李林洁

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

2. 公司资产规模稳步增长，资产质量良好，整体盈利能力强。跟踪期内，公司资产规模较上年底增长11.20%，现金类资产充裕，营业总收入和利润总额同比分别增长4.85%和9.43%，整体盈利能力稳健。

3. 华润置地在开发销售与土地储备方面稳定发展，华润万象生活在香港上市，房地产板块发展良好。2020年，华润置地签约销售额和签约面积分别同比增长17.54%和7.09%；合同销售平均售价同比增长9.76%；截至2020年底，华润置地总土地储备面积达6809万平方米；华润万象生活在香港交易所主板上市，当年实现营业收入人民币67.80亿元。

4. 2020年公司经营活动现金流规模稳定，收入实现质量较好。2020年，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长4.03%，公司筹资活动产生的现金流量净额由净流出61.49亿元转为净流入371.32亿元。

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. 公司地产类存货金额大，对资产流动性有一定影响。截至2020年底，公司房地产在建开发产品达3378.46亿元，占存货账面余额的79.38%。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	1922.09	1761.30	2212.30	2520.20
资产总额(亿元)	14579.84	16459.52	18302.71	19406.94
所有者权益(亿元)	4085.83	5262.76	5999.36	6076.74
短期债务(亿元)	3108.75	2992.76	3697.26	4125.31
长期债务(亿元)	2280.45	2607.73	2562.81	2694.72
全部债务(亿元)	5389.20	5600.49	6260.07	6820.02
营业收入(亿元)	6084.72	6544.23	6861.35	1595.93
利润总额(亿元)	663.93	742.15	812.14	185.13
EBITDA(亿元)	1075.80	1077.78	1113.56	--
经营性净现金流(亿元)	692.18	886.36	922.05	-178.91
营业利润率(%)	26.29	25.16	24.68	23.31
净资产收益率(%)	11.11	10.01	9.88	--
资产负债率(%)	71.98	68.03	67.22	68.69
全部债务资本化比率(%)	56.88	51.55	51.06	52.88
流动比率(%)	105.22	113.55	109.67	109.74
经营现金流动负债比(%)	8.65	10.59	9.76	--

现金短期债务比（倍）	0.67	0.66	0.65	0.61
EBITDA 利息倍数（倍）	5.29	6.55	7.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.01	5.20	5.62	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	791.29	973.09	1099.40	1148.22
所有者权益（亿元）	341.28	467.47	536.69	532.04
全部债务（亿元）	364.27	454.17	474.43	394.87
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-12.64	24.12	73.04	-4.65
资产负债率（%）	56.87	51.96	51.18	53.66
全部债务资本化比率（%）	51.63	49.28	46.92	42.60
流动比率（%）	132.29	723.34	198.16	198.91
经营现金流动负债比	-3.40	-19.45	-5.62	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；2021 年一季度现金类资产未剔除受限制类货币资金；2018-2020 年现金类资产已剔除受限制类货币资金

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

担保方：中国华润有限公司

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	14394.04	16179.72	17988.90
所有者权益（亿元）	3869.05	4933.23	5636.95
全部债务（亿元）	5417.56	5628.76	6288.18
营业收入（亿元）	6084.59	6546.29	6861.21
利润总额（亿元）	661.24	725.78	809.71
资产负债率（%）	73.12	69.51	68.66
全部债务资本化比率（%）	58.34	53.29	52.73
流动比率（%）	102.90	110.12	105.95
经营现金流动负债比（%）	8.65	10.62	9.72

资料来源：公司提供

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,联合资信评估股份有限公司(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。

华润股份有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于华润股份有限公司（以下简称“华润股份”或“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

华润股份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，经国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“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2021年3月底，公司实收资本为人民币164.67亿元，中国华润直接持有公司99.9961%的股份，并通过华润国际招标有限公司间接持有公司0.0039%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、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融等行业。跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为18302.71亿元，所有者权益合计为5999.36亿元（含少数股东权益2918.61亿元）。2020年，公司实现营业总收入6861.35亿元，利润总额812.14亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为19406.94亿元，所有者权益合计为6076.74亿元（含少数股东权益2980.43亿元）。2021年1—3月，公司实现营业总收入1595.93亿元，利润总额185.13亿元。

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：王祥明。

三、债券概况及募集资金使用情况

由联合资信评定的公司存续债券情况如下表所示。截至本报告出具日，公司存续债券募集资金均已按计划用途使用完毕。跟踪期内，“20MTN001”尚未到付息日，其余存续债券已正常付息。

公司存续期债券中，“20华润MTN001”“19华润MTN007”“19华润MTN008”和“19华润MTN009”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。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限(年)
19 华润 MTN006	10.00	10.00	2019-09-20	5
09 华润债 02	20.00	20.00	2009-05-08	5
19 华润 MTN003B	30.00	30.00	2019-03-01	5
19 华润 MTN002	30.00	30.00	2019-01-23	5
19 华润 MTN001	30.00	30.00	2019-01-16	5
08 华润债 02	25.00	25.00	2008-08-06	5
18 华润 MTN002	20.00	20.00	2018-07-26	5
18 华润 MTN001	20.00	20.00	2018-04-23	5
19 华润 MTN009	35.00	35.00	2019-11-20	3 (3+N)
19 华润 MTN008	35.00	35.00	2019-11-08	3 (3+N)
19 华润 MTN007	30.00	30.00	2019-10-28	3 (3+N)
19 华润 MTN005	50.00	50.00	2019-07-19	3
15 华润 MTN001	50.00	50.00	2015-05-19	7
19 华润 MTN004	30.00	30.00	2019-04-24	3
19 华润 MTN003A	30.00	30.00	2019-03-01	3
20 华润 MTN001	20.00	20.00	2020-08-19	3 (3+N)
合计	465.00	465.00	--	--

注：20华润MTN001、19华润MTN007、19华润MTN008和19华润MTN009为永续债券，公司赎回前长期存续
资料来源：联合资信整理

基于上述永续中期票据条款，可得出以下结论：

(1) 上述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其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，上述中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 上述中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，上述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) 公司有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）和减少注册资本等行为。

“08 华润债 02”和“09 华润债 02”由母公司中国华润有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，

全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20

公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20
--------------	------	------	------	------	------

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券

融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有

所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析

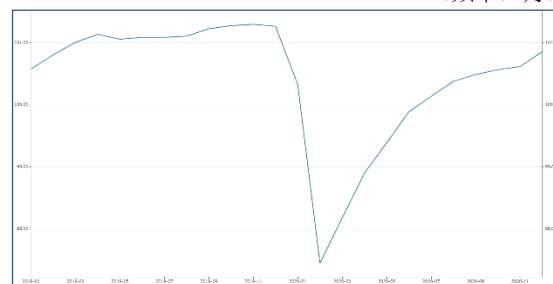
1. 房地产行业

(1) 行业概况

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

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。2020年初，新冠肺炎疫情导致房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。同时，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影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图1 2019年—2020年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，2020年，全国房地产开发投资完成额14.14万亿元，累计同比增长7.00%，增速较2019年下降2.90个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额10.44万亿元，累计同比增长7.6%，增速相较于2019年下降13.90个百分点；办公楼完成投资额0.65万亿元，累计同比增长5.4%，增速相较于2019年提升2.60个百分点；商业营业用房完成投资额1.31万亿元，累计同比下降1.1%，相较于2019年降幅收窄5.6个百分点。

施工方面，2020年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020年房屋新开工面积22.44亿平方米，同比下降1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020年全国房屋施工面积达92.68亿平方米，同比增长3.70%，增速相较于2019年下降5.00个百分点；同期全国房屋竣工面积9.12亿平方米，同比下降4.90%。

从销售情况来看，2020年，商品房销售面积17.61亿平方米，同比增长2.60%。其中，住宅销售面积15.49亿平方米（占87.96%），同比增长3.20%，增速较2019年增长1.70个百分点。2020年，商品房销售金额为17.36万亿元，同比增长8.60%，增速较2019年增长2.20个百分点。其中，住宅销售金额15.46万亿元，同比增长10.80%，增速较2019年增长0.50个百分点。

（2）土地市场与信贷环境

2020年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4月起明显回升，房企到位资金增速较2019年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020年，房地产开发企业土地购置面积2.55亿平方米，同比下降1.10%；土地成交价款17268.83亿元，累计同比增长17.40%，基本恢复至2018年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020年1—3月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款977.49亿元，同比下降18.10%；4月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020年，房地产开发到位资金合计19.31万亿元，同比增长7.60%，增速相较于2019年增长0.52个百分点。其中，国内贷款合计2.67万亿元，同比增长5.74%，国内贷款增速较2019年增长0.63个百分点；自筹资金合计6.34万亿元，同比增长8.97%，增速较2019年增长4.77个百分点；其他资金合计10.29万亿元，同比增长8.23%，增速较2019年回落2.26个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表3 2018年—2020年房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

(3) 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从2019年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019年11月16日，央行发布《2019

年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020年以来，“房住不炒”多次被强调，2020年2月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表4 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件/发布机构名称	主要内容
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管

和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表5 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例

2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

2. 零售行业

2020年零售行业受新冠肺炎疫情影响较大，受冲击大的主要集中在实体零售企业，新冠肺炎疫情推动消费渠道向线上转移，网上零售额较上年有所增长，占社会消费品零售额比重提高。实体零售企业中，百货企业受疫情冲击明显，经营业绩受到了严重影响。受居家隔离、餐饮停业、外贸关停等多种因素驱动，超市企业凭借强大的供应链、控费以及议价能力，承担起居民的基础物资供应并取得了稳健的业绩。

随着国民经济的发展，零售业在中国国民经济中占有相当重要的地位。2020年新冠肺炎疫情冲击下，首当其冲的是实体零售企业，根据国家统计局统计，2020年，社会消费品零售总额391981亿元，同比下降3.9%。其中，除汽车以外的消费品零售额352566亿元，下降4.1%。受新冠肺炎疫情影响，2月份社会消费品零售总额当月增速降至低点，疫情缓和后，社会消费稳步复苏，二季度以来零售行业景气度逐步回暖，在第三季度社会消费品零售总额当月同比由负转正。2020年底，零售行业整体继续恢复但略低于预期。

按经营单位所在地分，2020年，城镇消费品零售额为339119亿元，同比下降4.00%；乡村消费品零售额为52862亿元，同比下降3.20%。按消费类型分，2020年，餐饮行业收入为39527亿元，同比下降16.60%；商品零售行业收入为352453亿元，同比下降2.30%。

零售行业已经形成百货店、大型超市、便利店、专业店、专卖店、购物中心等多业态发展局面，其中百货企业受疫情冲击较大，百货、专业店在疫情期间客流骤减，经营业绩受到了严重影响。按零售业态分，2020年，限额以上零售业单位中的超市零售额比上年增长3.10%，

百货店、专业店和专卖店分别下降9.80%、5.40%和1.40%；零售市场环境不断改变，超市增速放缓，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。2020年初以来，疫情对线下消费的影响逐渐消退，但消费者的消费习惯已经形成，线上消费热情依然高涨。2020年，全国网上零售额达11.76万亿元，同比增长10.90%，实物商品网上零售额达9.76万亿元，较上年增长14.80%，占社会消费品零售总额的比重为24.90%，比上年提高4.2个百分点，在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长30.60%、5.80%和16.20%，疫情期间，社会消费品零售总额口径线上渗透率持续提升。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。

消费者如今的购买行为往往跨越多个渠道：搜索、比较、决策和购买在多个渠道完成，网络口碑和朋友推荐对其影响至关重要，消费者利用技术和主动获取信息的能力提高。从零售商角度看，未来实体零售商和网络零售商将长期共存。传统零售商在积极地向线上拓展业务，以获得渠道拓展，打造跨渠道消费体验，为消费者提供更多样和有价值的服务。淘宝、京东等网上零售商也在向线下部署业务，如建立线下提货点、开门店或体验店、与实体店联合促销等，以期获得商品展示、方便消费者试

用、降低配送复杂度、提供跨渠道消费体验等。

从行业政策看，第十三届全国人大四次会议《政府工作报告》中提出，“运用好‘互联网+’，推进线上线下更广更深融合，发展新业态新模式，为消费者提供更多便捷舒心的服务和产品”“引导平台企业合理降低商户服务费”“保障小店商铺等便民服务业有序运营”“健全城乡流通体系，加快电商、快递进农村，扩大县乡消费”等。政府从实施扩大内需战略，全面促进消费，积极鼓励零售行业发展新业态、新模式，鼓励社区零售稳健发展，支持发展农村电商和物流等方面提出了提振消费信心的新零售相关政策。

3. 医药制造行业

(1) 行业概况

2020年，受新冠肺炎疫情影响，规模以上医药制造企业营业收入增速有所放缓；但随着销售费用率的下降，2020年医药制造企业利润总额较上年有所增长。

医药制造业可分为七个子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药制造业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药制造业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。

近年来，我国药品监督管理不断规范，促进了医药制造业快速发展。据国家统计局统计，2017—2019 年，我国规模以上医药制造企业营业收入同比增速分别为 12.5%、12.4%和 7.4%，2017—2018 年我国医药制造业整体运行平稳，2019 年起增速有所放缓。2020 年受新冠肺炎疫情疫情影响，医药制造业增长进一步放缓，规模以上医药制造企业实现营业收入 24857.3 亿元，同比增长 4.5%，增速较上年下降 2.9 个百分点。但随着国内疫情逐渐稳定、医院就诊人数增多、

医药制造行业经营情况逐步改善，2020 年规模以上医药制造企业实现利润总额 3506.7 亿元，同比增长 12.80%，主要系行业整体销售费用率下降所致。

从行业主体数量来看，截至 2020 年底，我国规模以上医药制造业企业为 7665 家，较上年底增加 273 家；亏损企业 1344 家，较上年底增加 193 家。在近年来宏观经济下行、挤压辅助用药和仿制药水分等高压政策影响下，行业内分化加剧，创新药企业和优质仿制药企业的市场份额将得到进一步提升。

(2) 行业政策

2020 年以来，我国医药政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革；鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展；鼓励优质中医药企业发展。

从发布主体来看，2020 年，国家医疗保障局（以下简称“医保局”）发布的政策集中于深化医疗保障制度改革举措（相关政策条数占 27%，下同），国家卫生健康委（以下简称“卫健委”）侧重于新冠肺炎疫情防治（占 63.58%），国家药品监督管理局（以下简称“药监局”）除日常审批管理工作（占 46.55%）外，对医疗器械的监管（占 27.59%）有所增加。

2020 年 3 月 5 日，《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》发布，意见明确了深化医保改革的目标、原则与方向，并提供了付诸行动的路线图，标志着新一轮医保改革序幕开启。此后，一系列医保改革方案相继推出，比如，国务院办公厅《关于推进医疗保障基金监管制度体系改革的指导意见》；国家医保局发布《关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见》；国家医疗保障局公布《2020 年国家医保药品目录调整工作方案》；国家医疗保障局办公室《关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范和 DIP 病种目录库（1.0 版）的通知》等。

2020 年 3 月 30 日，国家市场监督管理总局官网公布 2020 新版《药品注册管理办法》，

并于2020年7月1日起正式施行。该办法强调以临床价值为导向，鼓励研究和创制新药，积极推动仿制药发展。国家药品监督管理局持续推进审评审批制度改革，优化审评审批程序，提高审评审批效率，建立以审评为主导，检验、核查、监测与评价等为支撑的药品注册管理体系。

2020年以来，药品集中采购工作继续推进，第二、三轮集采药品陆续开始应用，第四轮集采中选结果公告，采购范围不断扩大；医疗器械领域也开始借鉴药品领域集采的经验，试点高值器械耗材带量采购。2020年1月，国家医保局等五部门制定了《关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知》；7月29日，国联采发布《全国药品集中采购文件（GY-YD2020-1）》，意味着第三批全国集采正式开始；10月16日，联采办发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》（以下简称《采购文件》），集中带量采购符合要求的冠状动脉药物洗脱支架系统。11月16日，国家医疗保障局网站发布了《国家医疗保障局关于政协十三届全国委员会第三次会议第3778号（财税金融类276号）提案答复的函》，明确全面实行医用耗材带量采购。2021年1月28日，国务院办公厅发布《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展意见》，意见就带量采购总体要求、覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制和组织保障七方面进行制度化规定，确保带量采购常态化进行。在仿制药一致性评价品种带量采购的常态化趋势下，医药行业进入快速分化、结构升级、淘汰落后产能的阶段，具有医药自主创新能力以及拥有知识产权保护的企业将在市场竞争中处于优势地位。

2021年2月9日，国务院办公厅印发《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》（以下简称“政策措施”）。政策措施指出将探索符合中医药特点的医保支付方式，支持将有疗效和成本优势的中医医疗服务项目纳入医保支付范围，进一步扩大中医药企业的项目品类，

鼓励实行中西医同病同效同价，明确给予中西医并重的待遇；加快推进中药审评、审批机制改革，建立中药新药进入快速审评、审批通道的机制，缩短中医新药上市时间；政策措施同时指出，要支持符合条件的中医药企业上市融资及发行公司信用类债券，并支持社会资本设立相关基金，加大对中医药产业的长期投资力度。国家政策扶持中医药产业持续发展，将为优质中医药企业提供机会。与此同时，国家政策鼓励优质中医药企业融资，预计未来将会有更多中医药企业发行债券。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3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99.996%的股份，并通过华润国际招标有限公司间接持有公司0.004%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，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、Ole' 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) 等多家上市公司。

表 6 公司旗下主要上市公司 2020 年概况(单位: %)

上市公司名称	截至 2020 年底持股比例	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)	62.93	2596.32	1059.51	695.51	114.70	207.02
华润置地(亿元)	59.51	8690.41	2562.42	1795.87	601.72	223.28
华润啤酒(亿元)	51.67	437.75	212.74	314.48	30.09	44.80
华润医药(亿元)	53.04	1759.32	670.18	1686.84	59.55	69.07
华润燃气(亿港元)	60.84	938.71	468.68	558.64	89.90	86.16
华润水泥(亿港元)	68.63	685.32	500.25	400.87	118.93	102.68

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 6. 营业额为各子公司主营业务收入

资料来源: 联合资信根据公开数据整理

3. 企业信用记录

根据企业提供的《企业信用记录》(统一社会信用代码为: 9144030071093131XH), 截至 2021 年 6 月 17 日, 公司本部未结清业务无不良和关注类信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内, 公司在治理结构和管理体制方面无重大变化。高级管理人员方面, 经公司 2020 年临时股东大会决议, 何文波先生辞任公司外部董事; 任命乔保平先生、王政先生和吴献东先生为公司外部董事。2021 年 1 月, 公司任命王祥明先生为公司董事长, 傅育宁先生不再担任董事长。本次董事变更完成后, 公司董事会人数由 7 人变更为 9 人, 公司章程经修订, 公司董事会由 9 名董事组成。

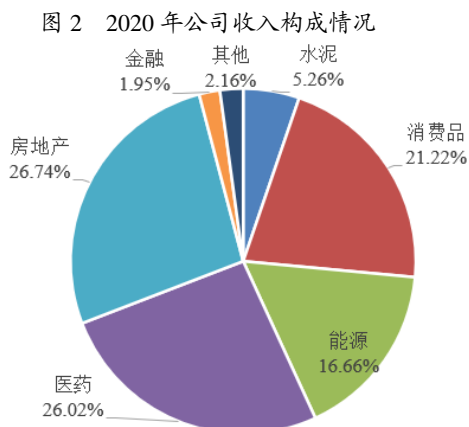
王祥明, 男, 本科, 毕业于南京工业大学, 为教授级高级工程师、全国劳动模范, 享受国务院特殊津贴; 曾任中国建筑集团有限公司董事、总经理, 中国建筑股份有限公司总裁、董事; 现任公司董事长及华润置地董事会主席。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内, 公司业务结构稳定, 公司主业盈利能力稳中有升。

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。2020 年, 公司实现营业总收入 6861.35 亿元, 同比增长 4.85%, 营业利润率为 24.68%, 同比减少 0.48 个百分点。医药业务是公司收入重要板块, 2020 年处方药业务受疫情影响, 医药板块整体利润水平有所下降, 2020 年实现收入 1785.18 亿元; 消费品业务包括零售和食品饮料业务, 2020 年上半年受到新冠疫情影响, 下半年得到恢复, 全年该板块实现收入 1455.97 亿元; 房地产业务及能源业务分别实现收入 1834.69 和 1142.80 亿元。2021 年 1—3 月, 随着新冠疫情得到控制, 经济逐渐修复和改善, 2021 年 1—3 月, 公司营业总收入和利润总额分别为 1595.93 亿元和 185.13 亿元, 同比分别增长 30.79% 和 94.48%。



注：上表数据未剔除各板块间相互抵减额，其中消费品板块包括零售和食品饮料，能源板块包括燃气和电力，金融板块包括信托投资和银行

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。

新冠肺炎疫情期间，啤酒行业受影响较大，华润啤酒采取多项销售措施，扩展销售渠道，维护产品价格。收购喜力（中国）企业管理有限公司等七家喜力系企业后，华润啤酒继续加强高档品牌建设，加大品牌培育推广的投入，进一步完善高端啤酒产品结构。2020年，中高档啤酒销量同比增长11.10%至14.60亿升。由于新冠肺炎疫情影响，整体啤酒市场容量下降，2020年华润啤酒营业额同比下降5.25%至314.48亿元。由于华润啤酒还在多地推行不含瓶销售及啤酒销量下降，抵消产品结构提升带来的销售成本上升影响，2020年华润啤酒整体销售成本同比下降7.6%，平均销售价格同比下降2.4%，综合上述原因，华润啤酒综合毛利率同比上升1.6个百分点。

2020年，华润啤酒持续推进优化产能，去除低效产能，年内已停运4家啤酒厂，确认固定资产减值和存货减值分别为5.74亿元和3.95亿元。截至2020年底，华润啤酒在中国内地25个省、市、区经营70家啤酒厂，年产能约187.50亿升，当年实现销量111亿升。

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；主要业务包括肉食品、水产品、综合食品三大业务，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、喜上喜、黎红、富春、上口爱等多个知名品牌。

华润五丰作为香港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；华润五丰在中国内地开展种植、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怡宝饮料（中国）有限公司为经营主体，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，受疫情影响及集中采购等政策影响，制药板块抗感染、输液类和心脑血管类处方药品业务收入下降，华润三九抗感染业务受疫情影响较大；自我诊疗类业务中，东阿阿胶通过去库存和扩展销售渠道实现转亏为盈；医药商业板块稳步发展。医药板块整体利润水平有所下降，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集团有限公司（以下简称“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药、化学药、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、市场拓展，经营规模持续提升。

截至2020年底，华润医药总资产1762.16亿元，权益总额673.56亿元，2020年实现营业收入1686.84亿元，净利润为27.75亿元，同比下降5.74%，华润医药营业额主要源于制药、医药分销和药品零售3个板块，分别贡献营业额的14.6%、82.2%及3.2%。受制药业务平均毛利率降低及附加值较低的医药分销业务收入占比增长的影响，公司医药业务综合毛利率同比减少0.5个百分点至16.1%。

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（下称“华润医药控股”）持股63.63%，以及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7 华润医药下属4家上市公司经营业务以及2019年和2020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。	2019年	116.54	100.23	29.59	-5.05
			2020年	109.50	97.77	34.09	1.66
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，如999感冒灵、三九胃泰、999强力枇杷露等产品品牌。	2019年	201.04	128.82	147.02	25.69
			2020年	220.10	140.59	136.37	20.59
华润双鹤	化学药	搭建了慢病普药、专科业务和大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。	2019年	112.77	86.77	93.81	12.62
			2020年	124.16	93.77	85.04	12.15

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。	2019年	47.59	39.24	24.49	5.66
			2020年	49.24	42.51	25.42	5.79

资料来源：上市公司2019年年度报告及2020年年度报告

2020年，华润医药制药业务、医药分销和药品零售业务收入占比分别为14.6%、82.2%以及3.2%。

制药业务方面：截至2020年底，华润医药共生产和销售超过560种医药产品，其中将近300中药品进入国家医保名录。2020年，制药业务实现营业收入322.07亿港元，同比下降4.7%；制药业务毛利率同比下降2.7个百分点至60.5%，主要系毛利率水平较高的处方药产品收入比重减少所致。制药板块中处方药品实现营业收入157.10亿港元，同比下降13.8%，主要受疫情影响及集中采购等政策影响，抗感染、输液类和心脑血管业务收入出现下降；自我诊疗业务（CHC：主要为非处方药及保健品）实现营业收入146.46亿港元，同比增长10.6%，主要系东阿阿胶通过去库存和扩展销售渠道，阿胶系列产品收入大幅增长所致。同期，制药业务中化药、中药及生物药收入占比分别为45.9%、45.0%和0.5%。

医药商业方面：截至2020年底，华润医药分销网络已覆盖全国28个省、直辖市及自治区，客户数量超过11万家，包括二、三级医院8003家，基层医疗机构将近7万家（2020年新增2.22万家）；华润医药积极完善医疗器械分销业务，并向生产端延伸，不断发展医院药械供应链管理项目专业服务。零售业务方面，跟踪期内，华润医药继续加强零售门店标准化经营与管理，共有862家自营零售药房，其中高值药品直送业务（DTP）等专业药店总数已达194家，覆盖全国21个省份93个城市，由于DTP业务收入增速较快，但毛利率较低，华润医药零售业务整体毛利率同比下降2.2个百分点至10.3%；华润医药还成立了新零售事业部，加快互联网诊疗服务发展，线上交易额大幅提高。2020年，华润医药分销和零售业务营业额分别为1644.41亿港元和64.67亿港元。由

于高毛利率的器械业务收入增长较快，分销业务毛利率同比上升0.2个百分点至7.1%；零售业务营业收入及毛利率变化不大。

华润医药持续加大研发投入，2020年，研发总支出约14.98亿港元。跟踪期内，华润医药新获得专利授权86项，新申请专利99项；包括苯磺酸氨氯地平片（2.5mg）、注射用头孢比罗酯钠（国内首个批准注册的第五代头孢抗生素）及普瑞巴林胶囊在内的六个药品获得国家药品监督管理局下发的生产批件；建设完成小分子新药和抗体药物早期研发平台，通过参股方式获得多肽药物和生化提取药物研发技术平台。华润医药重点开展的一致性评价专项项目64个，其中20个项目已开展生物等效性临床试验，年内内蒙脱石散、缙沙坦胶囊、米非司酮片（200mg）、米索前列醇片、匹伐他汀钙片、蒙脱石颗粒和缙沙坦氢氯噻嗪片共七个药品通过一致性评价。

并购方面：2020年1月，华润三九支付对价14.20亿元收购澳诺（中国）制药有限公司（以下简称“澳诺制药”）100%股权。本次收购有助于建设儿童健康领导品牌，完善自我诊疗品类布局。2020年9月，华润医药控股与深圳市高特佳投资集团有限公司和博雅生物制药集团股份有限公司（以下简称“博雅生物”）签署了协议。交易完成后，华润医药控股将持有博雅生物30.00%股份，并拥有其10.97%股份对应的表决权，成为博雅生物控股股东。华润医药通过本次投资，开拓血液制品领域布局，加快生物药业务板块的发展。

（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资源装机占比持续提升，加快发展风电、光伏等可再生资源，还开拓热力和售电市场，供热业务营业额有所增长，受益于原材料价格持

续下行，公司电力业务利润规模增长；燃气业务方面，受新冠疫情影响，营收规模略有下降，受益于气源采购结构优化，毛利率有所上升。

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2020年底，华润电力旗下运营37座燃煤发电厂、119座风电场、25座光伏发电厂、2座水力发电厂和3座燃气发电厂，合计运营权益装机容量为43365兆瓦（较上年底增长7.36%）。其中，火电运营权益装机容量为32127兆瓦（占74.1%），2020年新投产火电运营权益装机容量为1470兆瓦；风电、水电及光伏发电等清洁能源电厂运营权益装机容量为11238兆瓦（风电、水电及光伏分别占92.51%、2.49%和5.00%），占总运营权益装机容量约25.9%，较2019年底比重上升2.6个百分点。2020年，华润电力继续开发和建设清洁能源，现金资本开支的79.84%用于风电场、光伏电站及水电站建设，在建的风电、水电和光伏权益装机容量分别为1119兆瓦、107兆瓦和2兆瓦。华润电力全年实现营业收入695.51亿港元，同比增长2.6%，其中可再生能源净利润贡献为41.93亿港元，同比大幅增长43.7%。

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，2020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4489小时（同比下降5.2%）和2236小时（同比增长1.6%），分别高出全国平均利用小时273小时和163小时。

发电量方面，2020年华润电力附属电厂发电量为154944吉瓦时，较2019年上升3.9%，其中风电厂和光伏电站的发电量分别较2019年上涨21.6%和7.5%，火电厂发电量上升1.8%。

截止到2020年底，华润电力完成核准或备案的光伏项目达5631兆瓦，并签约风电扶贫项目1105兆瓦和光伏项目90兆瓦，加快清洁能源发展。火电方面，华润电力还不断优化业务，拓展热力市场，向居民和工商业客户提供热能服务，全年售热量同比增长10.52%达到1.11亿吉焦，供热业务营业额为56.26亿港元，同比增长9.4%；售电市场方面，华润电力探索电力体制改革，优化报价，并入股中国15家省级电力交易中心，探索新商业模式。

环保方面，华润电力不断加强环保投入和节能减排改造，改善能耗和排放主要指标。2020年华润电力下属燃煤电厂每千瓦时平均供电煤耗296.0克，较2019年296.6克下降了0.2%；每千瓦时二氧化硫和氮氧化物排放量较2019年分别下降了7.5%和1.8%。

2020年，华润电力实现营业收入695.51亿港元，同比上升2.6%，其中电力销售和热能供应分别为639.25亿港元和56.26亿港元。电力销售中火电厂发电销售和可再生能源发电销售分别占80.48%和19.52%。华润电力附属电厂售电量和售热量同比分别上升3.9%和10.8%。

2020年，以市场方式定价的售电量占公司电厂总售电量的67.9%，其中电厂参与直接交易的售电量占比约56.9%。平均直接交易电价（不含税）较平均标准上网电价降幅为7.4%，同比有所收窄。

2020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。燃料成本有所下降。公司火力电厂平均单位燃料成本为每兆瓦时190.7元，同比下降6.4%；平均标煤单价为640.7元/吨，同比下降5.8%。2020年，华润电力实现除税前溢利96.53亿港元，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2020年底，华润燃气的城市燃气项目达257个，遍布全国22

个省、3个直辖市及75个地级市；同时响应国家新能源汽车推广战略，加大对分布式能源、充电桩、加氢站等新业务的拓展力度。

2020年，华润燃气实现营业收入558.64亿港元，同比下降1.95%，主要因响应政府复工复产政策，天然气价格有所下降；受益于气源采购结构优化，毛利率同比上升2.00个百分点至26.90%。跟踪期内，国家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。2020年，华润燃气的燃气销量达290.24亿立方米，同比增长3.62%。其中工业销气量148.66亿立方米，同比增长6.41%，占华润燃气总销气量的51.22%；商业销气量58.00亿立方米，同比下降5.38%，占销气总量的19.98%；居民销气量则增长10.66%至69.88亿立方米，占总销气量的24.08%。

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，华润燃气给予客户账期一般为30—90天。

2020年，华润燃气新开发工商业用户4.19万户，新开发居民用户305.26万户；新开发居民用户中新房接驳用户234.79万户，旧房接驳用户54.07万户，农村煤改气用户16.40万户。截至2020年底，华润燃气在中国运营的城市燃气项目平均气化率由2019年底的53.00%下降至52.40%。同年华润燃气及下属公司新签约32个项目，预计带来销气量8.83亿方/年，新增用户数66.31万户，新拓展经营面积1.82万平方公里。

(4) 房地产及金融

跟踪期内，物业开发销售仍是公司房地产业务的主要收入来源，公司在销售与土地储备方面稳步推进；新冠肺炎疫情对酒店经营产生不利影响，平均入住率和营业额同比下降；华润万象生活在港上市，利于房地产物业板块良好发展。

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。

华润置地形成开发销售型业务、经营性不动产业务、轻资产管理业务（即华润万象生活）三大主营业务与生态圈要素型业务的（3+1）业务模式。其中开发销售型业务包括住宅、可售公建等，是公司盈利主要来源；经营性不动产业务包括持有购物中心、写字楼及酒店等，收益稳定；华润万象生活作为华润置地商业运营管理及物业管理业务的平台，协同开发销售型业务获取资源；生态圈要素型业务包括城市建设运营、城市更新、长租、产业和康养等，配合三大主营业务发展。

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。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）和体验式时尚潮人生活馆三大商业产品线，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2020年底，已开业万象系列购物中心45个，储备项目57个。

表8 近两年华润置地主要板块营业额构成
(单位: 亿元、%)

板块	2019年		2020年		
	金额	占比	金额	占比	
开发销售型业务	1272.00	86.10	1571.40	87.50	
经营性不动产业务	物业投资及管理(购物中心和写字楼)	91.50	6.19	116.98	6.51
	酒店经营	14.90	1.01	10.89	0.61
建筑、装修服务及其他	98.96	6.70	96.60	5.38	
合计	1477.36	100.00	1795.87	100.00	

资料来源：上市公司2020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、万元/平方米)

科目	2019年	2020年
合同销售金额	2425.00	2850.34
合同销售建筑面积	13.25	14.19
合同销售均价	1.83	2.01

资料来源:上市公司2020年年度报告

2020年,华润置地实现营业收入1795.87亿元,除税前溢利601.72亿元。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,其次为物业投资。

开发销售型业务:2020年,华润置地签约销售额和签约面积分别为2850.34亿元和1418.73万平方米,同比增长17.54%和7.09%;合同销售平均售价为2.01万元/平方米,同比增长9.76%;结算销售额和结算面积分别为1571.40亿元和1043.25万平方米,分别同比增长23.5%和38.5%。销售区域方面,2020年,按签约销售额所占比重排序,排名前三的大区分别为华南、华北和华东,所占比重分别为25.3%、21.4%和19.1%;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。

经营性不动产业务:截至2020年底,华润置地在营投资物业总楼面面积为1197.85万平方米(商业物业、写字楼和酒店面积分别占48.11%、10.67%和5.27%);在建/拟建投资物业总楼面面积为987.67万平方米(商业物业、写字楼和酒店面积分别占58.71%、16.50%和10.02%)。2020年新开业的物业主要包括宁波钱湖万象汇、沈阳长白万象汇、成都万象城二期购物中心及北京华润置地中心写字楼。购物中心为代表的投资物业是华润置地重点发展的业务板块,未来将提高物业开发和运营效率,确保租金收入稳定增长,2020年,购物中心营业额100.95亿元,同比增长7.9%,受免租政策影响,购物中心出租率同比下降0.2个百分点至94.7%;同期写字楼营业额16.03亿元,同比增长15.5%,出租率为81.8%,同比上升8.9个百分点;酒店经营方面,受新冠疫情影响,2020年酒店平均入住率同比下降22个百分点至48%,酒店营业额同比下降27%至10.89亿元。整体看,华润置地大部分物

业出租情况良好,经营性不动产业务保持较好水平。

轻资产管理业务:2020年,华润置地整合商业运营管理和物业管理业务版块,成立华润万象生活有限公司(以下简称“华润万象生活”),并于12月在香港联合交易所有限公司(以下简称“港交所”)主板上市。2020年华润万象生活实现营业收入人民币67.8亿元,其中,住宅物业管理服务营业额人民币38.8亿元,商业运营及物业管理服务营业额人民币29.0亿元。

土地储备方面:2020年一季度,华润置地获取北京、沈阳、苏州等城市土地,下半年调整投资策略,聚焦深圳、广州及武汉等城市。2020年,华润置地以总地价人民币1379.5亿元,新获取69宗土地储备,新增土地总计容建筑面积1492.1万平方米。截至2020年底,华润置地土地储备已覆盖全球82个城市,总土地储备面积达6809万平方米;其中,开发物业土地储备面积5821万平方米,投资物业土地储备面积同比小幅下降至988万平方米,一、二线城市的物业开发业务及不动产业务土地储备占比超过70%,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。公司持有华润信托51.00%股份。

截至2020年底，华润信托资产总额272.56亿元，权益总额255.29亿元；2020年实现总收入39.76亿元，归属于母公司净利润27.50亿元。

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60.43亿元，公司持股70.28%，为华润银行的第一大股东。

截至2020年底，华润银行资产总额2352.26亿元，总负债2159.28亿元，所有者权益192.98亿元；2020年，华润银行实现净利润16.49亿元（归属于母公司利润16.43亿元）。

（5）水泥业务

跟踪期内，公司水泥业务收入和毛利率同比变化较为稳定，水泥销量增长，用于生产水泥的熟料增加，熟料销量下降，混凝土销量由于产能压缩也有所下降，水泥和熟料产能利用率仍维持较高水平。

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。

截至2020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97条水泥粉磨线及46条熟料生产线，水泥及熟料年产能分别为8530万吨及6270万吨，拥有60座混凝土搅拌站，年产能3600万立方米；同时，通过联营及合营方式参股75条水泥粉磨线、28条熟料生产线和19座混凝土搅拌站，水泥、熟料和混凝土的权益产能分别为2040万吨、1120万吨及410万立方米。2020年，公司水泥、熟料和混凝土产能利用率分别为101.1%、112.6%及37.5%，均同比变动不大。

表 10 截至 2020 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	22.5	14.4	13.7
广西	33.2	26.5	16.1

福建	10.1	7.0	--
海南	4.4	3.3	2.4
云南	5.1	3.9	0.6
贵州	4.0	3.0	--
山西	6.0	4.6	0.6
浙江	--	--	1.1
香港	--	--	1.5
合计	85.3	62.7	36.0

资料来源：上市公司 2020 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	2018 年	2019 年	2020 年
水泥	8260.20	8252.80	8727.40
熟料	403.30	449.70	355.10
混凝土	1423.10	1421.20	1338.50
平均售价	2018 年	2019 年	2020 年
水泥	377.80	370.70	372.00
熟料	328.90	321.80	300.70
混凝土	493.70	486.30	489.80

注：以上销量数据均为对外销售数据

资料来源：上市公司 2018—2020 年年度报告

2020年，华润水泥实现营业收入400.87亿港元，综合毛利率为39.0%，均同比变动不大。同期，水泥、熟料和混凝土销量分别为8727.40万吨、355.10万吨和1338.50万吨，由于生产水泥的熟料增加，熟料对外销量同比下降21.04%，混凝土对外销量同比下降5.82%，主要系混凝土产能压缩所致。2020年，水泥、熟料和混凝土均价分别为372.00港元/吨、300.70港元/吨和489.80港元/立方米，水泥和混凝土销售均价变化不大，熟料售价同比下降6.56%。产品毛利率方面，2020年水泥、熟料和混凝土毛利率分别为41.9%、39.8%和24.3%，其中水泥板块毛利率有所下降主要系2020年水泥销售中包含关联方销售水泥所致。2020年，华润水泥除税前盈利118.93亿元，同比增变化不大。

3. 经营效率

跟踪期内，公司整体经营效率尚可。

2020年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均有所下降，分别为6.76次、1.19次和0.39次。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 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。公司 2021 年一季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2020 年，公司二级子公司合计 11 家，较上年减少 1 家。2021 年 1—3 月，公司二级子公司较上年底无变化。跟踪期内，合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2020 年底，公司(合并)资产总额为 18302.71 亿元，所有者权益合计为 5999.36 亿元(含少数股东权益 2918.61 亿元)。2020 年，公司实现营业总收入 6861.35 亿元，利润总额 812.14 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司(合并)资产总额为 19406.94 亿元，所有者权益合计为 6076.74 亿元(含少数股东权益 2980.43 亿元)。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1595.93 亿元，利润总额 185.13 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模增长，货币资金充足，长期股权投资收益良好，以地产为主的存货规模大，资产结构较上年底变化不大；公司整体资产质量良好。

截至 2020 年底，公司资产总额为 18302.71 亿元，较上年底增长 11.20%，构成上流动资产占 56.58%，非流动资产占 43.42%。

截至 2020 年底，公司流动资产为 10355.8 亿元，较上年底增长 8.99%，主要系货币资金和存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金(占 17.45%)、交易性金融资产(占 5.45%)、应收账款(占 7.64%)、其他应收款(占 10.45%)和存货(占 41.10%)构成。

截至 2020 年底，公司货币资金为 1807.24 亿元，较上年底增长 19.23%，货币资金主要为银行存款(占 84.33%)；其中受限资金为 192.82 亿元，受限比例为 10.67%，主要为存放于中央银行的法定准备金 110.69 亿元及担保等原因形

成的受限货币资金 114.53 亿元。公司货币资金充足且受限规模较小。

截至 2020 年底，公司交易性金融资产为 564.12 亿元，较上年底增长 37.81%，主要系子公司华润金控有限公司(以下简称“华润金控”)所持有的信托计划、不良债权、非上市股权、可转债受益权增长所致。公司交易性金融资产主要由债务工具投资(占 9.09%)、理财产品(占 25.99%)、信托和基金投资(占 26.05%)及其他金融资产(占 37.76%)构成。

截至 2020 年底，公司应收账款为 790.72 亿元，较上年底增长 9.01%，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 61.77%和 20.01%；按账龄分析法，公司一年以内的应收账款占总额的 88.72%，整体账龄较短，公司共计提坏账准备 26.86 亿元，计提比例为 3.29%。同期，公司应收款项融资合计 244.84 亿元，较上年底增长 25.05%，其中应收账款和应收票据占比分别为 63.23%和 36.77%。

截至 2020 年底，公司其他应收款为 1081.84 亿元，较上年底增长 8.03%，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 375.47 亿元。按账龄分析法，公司账龄在 1 年以内的其他应收款为 788.72 亿元，占其他应收款的 73.56%；共计提坏账准备 15.21 亿元，计提比例为 1.40%。

截至 2020 年底，公司存货为 4256.06 亿元，较上年底增长 4.36%，主要为房地产在建开发产品(占 79.38%)；公司存货共计提跌价准备 52.00 亿元，计提比例为 1.21%。

截至 2020 年底，公司非流动资产为 7946.91 亿元，较上年底增长 14.21%，主要由发放贷款及垫款(占 9.25%)、长期股权投资(占 15.64%)、投资性房地产(占 15.81%)和固定资产(占 29.25%)构成。

截至 2020 年底，公司发放贷款及垫款为 735.46 亿元，较上年底增长 22.50%，主要是信用贷款和抵押贷款增长所致。公司发放贷款及垫款主要由信用贷款和抵押贷款构成，分别占公司发放贷款及垫款余额的 29.65%和 37.64%，

截至 2020 年底，公司共计提发放贷款及垫款减值准备 50.96 亿元。截至 2020 年底，公司发放贷款及垫款逾期部分合计 24.67 亿元，较上年底变动不大，主要以一年内的逾期贷款为主，占逾期总额的 77.30%。

截至 2020 年底，公司长期股权投资为 1242.79 亿元，较上年底增长 20.78%，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增长 31.00% 至 522.58 亿元，对联营企业投资增长 13.96% 至 756.91 亿元；合营企业新增对宁波华润兴光燃气有限公司和上海华筵房地产开发有限公司分别投资 27.71 亿元和 24.62 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 21.25%，账面余额 156.24 亿元）及山西杏花村汾酒厂股份有限公司 11.38% 股权（账面余额 54.50 亿元）。公司主要合联营企业经营状况良好，为公司贡献稳定投资收益。

截至 2020 年底，公司投资性房地产为 1256.4 亿元，较上年底增长 15.80%，主要是公司加大持有型物业的投入所致。公司投资性房地产采用成本计量模式，2020 年新购入房屋及土地使用权等投资性房地产 159.25 亿元，累计摊销 241.29 亿元，计提减值准备 34.82 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产为 2324.3 亿元，较上年底增长 6.11%，主要集中于房屋及建筑物（占 30.34%）和机器设备（占 66.46%），公司共计提折旧 1578.91 亿元，减值准备 66.21 亿元。

截至 2020 年底，公司商誉为 359.69 亿元，较上年底增长 6.65%，主要系子公司华润金控以对价 35.00 亿元收购重庆渝康资产经营管理有限公司 54% 的股权，增加商誉 13.41 亿元所致。商誉构成上以医药板块（占 41.72%）、零售板块（占 18.40%）和啤酒板块（占 14.65%）为主。2020 年，公司计提商誉减值准备 5.72 亿元，其中医药板块由于行业环境改变和竞争加剧，商誉减值损失 4.95 亿元。

截至 2020 年底，公司所有权或使用权受到

限制的资产合计 690.59 亿元，主要包括货币资金（27.92%）、存货（25.77%，用于抵押或质押借款）和投资性房地产（25.86%，用于抵押或质押借款）等，受限资产占资产总额比例为 3.77%。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 19406.94 亿元，较 2020 年底增长 6.03%，其中流动资产占 56.52%，非流动资产占 43.48%。公司流动资产较 2020 年底增长 5.92%，主要系存货和一年内到期的非流动资产增长所致；非流动资产较 2020 年底增长 6.18%，主要系新增使用权资产 286.59 亿元所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益稳定增长，归属于母公司权益中仍以未分配利润为主；少数股东权益占比大，所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 5999.36 亿元，较上年底增长 14.00%，主要系盈利积累增加和少数股东权益增长所致，其中归属于母公司所有者权益占 51.35%，少数股东权益占 48.65%；归属于母公司权益由实收资本（占 5.35%）、资本公积（占 19.47%）、盈余公积（占 1.83%）和未分配利润（占 69.64%）构成；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（68.76%）、华润燃气（41.21%）、华润电力（39.83%）、华润置地（40.45%）、华润水泥（31.28%）和华润医药（46.61%）等重要子公司股权比例较高所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 6076.74 亿元，较 2020 年底增长 1.29%，变化不大，所有者权益结构保持稳定。

（2）负债

跟踪期内，以预收物业销售款为主的合同负债规模占比大，公司有息债务规模持续增长，随着资产增长，资产负债率有所下降，整体债务负担可控。

截至 2020 年底，公司负债总额为 12303.35 亿元，较上年底增长 9.88%，主要系流动负债增长所致，其中流动负债占 76.75%，非流动负债

占 23.25%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 9442.46 亿元，较上年底增长 12.85%，主要系一年内到期的非流动负债和其他应付款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 6.15%）、应付票据（占 5.28%）、应付账款（占 14.11%）、合同负债（占 27.68%）、其他应付款（占 12.57%）和一年内到期的非流动负债（占 6.80%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 580.53 亿元，较上年底增长 28.94%，构成上仍以信用借款为主，占公司短期借款总额的 71.67%。

截至 2020 年底，公司应付票据为 498.98 亿元，较上年底下降 4.42%。同期，公司应付账款为 1332.53 亿元，较上年底增长 11.71%，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 2020 年底分别为 483.65 亿元和 848.88 亿元。

截至 2020 年底，公司合同负债为 2613.64 亿元，较上年底变化不大，主要为预收物业销售款 2290.24 亿元。

截至 2020 年底，公司其他应付款为 1187.20 亿元，较上年底增长 16.35%，主要系房地产业务形成的往来款增长所致。公司其他应付款主要由零售、食品及饮品（占 21.98%）、电力（占 15.56%）、医药（占 13.18%）和房地产构成（占 39.33%）。

截至 2020 年底，公司吸收存款及同业存放为 1552.16 亿元，较上年底增长 21.61%。

截至 2020 年底，公司其他流动负债为 301.80 亿元，较上年底下降 12.60%。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 2860.89 亿元，较上年底增长 1.12%，变化不大，主要由长期借款（占 57.64%）和应付债券（占 31.94%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 1649.07 亿元，较上年底增长 9.37%。公司长期借款主要为信用借款，其中一年内到期部分合计 252.78 亿元。同期，公司应付债券为 913.74 亿元，较上年底下降 16.93%，主要系一年内到期的应付债券重分类至一年内到期的非流动负债所致所

致。

截至 2020 年底，公司全部债务为 6260.07 亿元，较上年底增长 11.78%，主要系短期借款增长所致，其中短期债务和长期债务分别占 59.06% 和 40.94%。截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均同比下降，分别为 67.22%、51.06% 和 29.93%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 13330.21 亿元，较 2020 年底增长 8.35%，主要系短期借款和租赁负债增加所致；其中流动负债为 9995.37 亿元（占 74.98%），非流动负债为 3334.84 亿元（占 25.02%）。公司负债以流动负债为主。同期，公司全部债务为 6820.02 亿元，较 2020 年底增长 8.94%，结构上以短期债务为主，长期债务占债务总额的 39.51%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.69%、52.88% 和 30.72%，债务负担一般。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润规模保持增长，以投资收益为主的非经常损益对利润形成良好补充；减值损失对公司利润形成一定侵蚀。公司整体盈利能力强。

2020 年，公司实现营业收入 6861.35 亿元，同比增长 4.85%，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 4956.3 亿元，同比增长 5.80%，增速高于营业收入。2020 年，公司营业利润率同比下降 0.48 个百分点至 24.68%。

2020 年，公司期间费用为 905.04 亿元，同比下降 4.47%，其中销售费用为 551.29 亿元，同比变化不大；管理费用为 285.45 亿元，同比下降 4.42%；财务费用为 46.41 亿元，同比下降 31.44%，主要系实现汇兑收益 7.32 亿元所致。费用收入比为 13.19%，同比下降 1.29 个百分点，费用控制能力有所提升。

2020 年，公司减值损失合计 121.03 亿元，同比有所增长，主要由资产减值损失 75.77 亿元和

信用减值损失45.26亿元，对公司利润形成一定侵蚀。其中，公司计提存货跌价损失31.73亿元，同比有所增长，主要系华润置地对部分住宅项目计提减值准备所致；公司计提贷款减值损失有所增长。

表 12 近两年资产减值损失的主要构成
(单位: 亿元)

科目		2019年	2020年
资产减值损失	存货跌价损失	13.46	31.73
	长期股权投资减值损失	25.04	5.70
	投资性房地产减值损失	4.35	13.56
	固定资产减值损失	13.20	14.61
	在建工程减值损失	8.85	3.56
	无形资产减值损失	2.80	0.89
	商誉减值损失	12.39	5.72
	小计	80.10	75.77
信用减值损失	坏账损失	8.78	15.21
	债权投资减值损失	3.43	5.26
	其他债券投资减值损失	-	0.17
	贷款减值损失	10.17	22.10
	其他非流动资产减值损失	2.18	2.52
	小计	24.56	45.26

资料来源: 公司年报附注

2020年, 公司投资收益为120.87亿元, 同比增长10.34%, 主要系按权益法核算的长期股权投资收益增加所致; 其他收益为30.95亿元, 同比增长29.02%, 主要系与日常活动相关的政府补助增加所致; 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)165.95亿元, 占利润总额的比重为20.43%, 对公司利润总额形成良好补充。

2020年, 公司利润总额为812.14亿元, 同比增长9.43%。从盈利指标来看, 2020年, 总资产收益率和净资产收益率均略有下降, 分别为6.64%和9.88%, 分别同比减少0.20个百分点和0.13个百分点。

随着国内新冠肺炎疫情得到逐步控制, 公司经营业绩得到改善, 2021年1—3月, 公司营业总收入和利润总额分别为1595.93亿元和185.13亿元, 同比分别增长30.79%和94.48%; 非经常性损益方面, 公司实现投资收益、其他收益和营业外收入分别为22.84亿元、9.33亿元

和3.02亿元, 合计占公司当期利润总额的19.01%; 公司当期营业利润率为23.31%。

5. 现金流分析

跟踪期内, 公司经营活动现金流入规模保持稳定, 经营获现能力强, 收入实现质量较好; 筹资活动产生的现金流量净额由净流出转为净流入, 对外融资需求不显著。

经营活动方面, 2020年, 公司经营活动现金流入量为7544.44亿元, 同比增长2.44%, 以销售商品、提供劳务收到的现金为主(7013.88亿元); 公司经营活动现金流出量为6622.39亿元, 同比增长2.23%, 主要为购买商品、接受劳务收到的现金。2020年公司经营活动产生的现金流量净额为922.05亿元, 同比增长4.03%。从收入实现质量来看, 公司现金收入比为102.22%, 同比减少1.28个百分点, 公司现金收入质量较好。

投资活动方面, 2020年, 公司投资活动现金流入量为2560.15亿元, 同比增长29.41%, 主要为收回投资收到的现金(2361.3亿元); 公司投资活动现金流出量为3500.69亿元, 同比增长22.03%, 主要系投资支付的现金增长所致。当年公司投资活动产生的现金净流出量为940.54亿元, 净流出规模同比增长5.63%, 筹资活动前产生的现金净流出量由4.05亿元扩大至18.49亿元。

筹资活动方面, 2020年, 公司筹资活动现金流入量为3208.26亿元, 同比下降13.29%, 其中取得借款收到的现金为2172.70亿元; 公司筹资活动现金流出量为2836.94亿元, 同比下降24.58%, 主要系偿还债务支付的现金减少所致。2020年, 公司筹资活动产生的现金流量净额由净流出61.49亿元转为净流入371.32亿元。

2021年1—3月, 公司经营活动现金流入量为1517.1亿元, 经营活动现金净流量为-178.91亿元; 投资活动现金净流量为-238.30亿元; 筹资活动现金净流量为351.94亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内, 公司短期偿债指标良好, 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，整体偿债能力极强；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。

从短期偿债指标看，2020年底，公司流动比率为109.67%，较上年底减少3.88个百分点。2020年底，公司速动比率为64.60%，较上年底减少0.21个百分点。2020年，公司经营性现金流流动负债比率为9.76%，同比增加0.83个百分点。截至2020年底，公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为2212.30亿元，为短期债务的0.60倍。

从长期偿债指标看，2020年，公司EBITDA为1113.56亿元，较上年底增长3.32%；公司EBITDA利息倍数为7.12倍，较上年底增长8.70%；公司全部债务/EBITDA倍数为3.85倍，较上年底增长6.35%。总体看，公司长期偿债能力指标较好。

截至2020年底，公司对外担保总额649.87亿元，其中，为华润集团的联营公司提供借款担保14.87亿元，为中国华润的银行担保提供反担保30.00亿元，为其他公司提供担保605.00亿元（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2020年底，子公司华润银行作为原告尚未了结的诉讼948笔，涉案金额合计17.83亿元。

截至2020年底，公司本部获得银行授信总额为551.00亿元，其中尚未使用额度为346.00亿元；此外下属多家子公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部经营性收入规模小，货币资金相对有限，资产以长期股权投资为主，利润主要来自子公司的投资收益，本部无银行借款，有息债务来自公开市场发行的债券，考虑到公司每年获取分红稳定，且为中央直属大型企业，本部偿债能力极强

截至2020年底，公司本部资产总额为1099.4亿元，其中流动资产为392.87亿元，货币资金为25.68亿元；非流动资产为706.53亿元。流动资产主要构成为现金类资产32.99亿元、其他应收款359.63亿元。非流动资产主要构成为长期股权投资655.16亿元。

截至2020年底，公司本部负债合计为562.71亿元，其中全部债务为474.43亿元，其中短期债务109.99亿元，短期债务为一年内到期的应付债券；长期债务364.45亿元，长期债务为应付债券。截至2020年底，公司本部资产负债率为51.18%，全部债务资本化比率为46.92%，长期债务资本化比率为40.44%。

盈利能力方面，2020年，公司本部营业收入为23.71万元，期间费用为22.66亿元；其他收益为30.66万元；投资收益为98.17亿元；利润总额为73.04亿元。

现金流方面，2020年，公司本部经营活动现金流入为4.57亿元，经营活动现金流出为15.71亿元，经营活动现金流净额为-11.14亿元，投资活动现金流净额为-12.29亿元，筹资活动现金流净额为31.3亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司EBITDA和经营活动现金净流量对未来待偿债券本金峰值的偿付能力很强。

截至本报告出具日，公司本部存续期内债券共21支，存续债券余额为605.00亿元，其中本年度到期债券本金规模140.00亿元，2022年、2023年及2024年到期债券规模分别为260.00亿元、85.00亿元和120.00亿元，未来待偿债券本金峰值出现在2022年为260.00亿元。截至2021年3月底，公司现金类资产是公司本年度剩余应到期债券余额的18.00倍。2020年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为1113.56亿元、7544.44亿元和922.05亿元，分别为公司存续债券未来待偿还本金峰值的4.28倍、419.16倍和3.55倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 13 公司存续债券保障情况

(单位: 亿元、倍)

主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额	140.00
未来待偿债券本金峰值	260.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	18.00
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	419.16
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	3.55
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	4.28

注: 1.本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额; 2.经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据; 3.截至 2021 年 3 月底现金类资产未剔除受限制类货币资金
资料来源: 联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、担保方主体信用分析

中国华润为“08 华润债 02”和“09 华润债 02”的担保进一步提升了其本息偿付安全性。

中国华润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。2017 年，根据国企改革（2017）1161 号文件，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，由国务院国资委代表国务院履行出资人职责。截至 2020 年底，中国华润实收资本为 191.42 亿元，实际控制人为国务院国资委，业务涉及消费品及医药、能源、房地产及金融、水泥等行业，主要由公司作为经营主体，中国华润直接持有公司 99.996% 股份。

截至 2020 年底，中国华润资产总额为 17988.9 亿元，较上年底增长 11.18%，其中流动资产占 55.82%，非流动资产占 44.18%，货币资金 1811.60 亿元，货币资金充裕，存货 4256.06 亿元，以地产为主。负债方面，中国华润有息债务规模持续增长，截至 2020 年底，中国华润负债总额为 12351.95 亿元，较上年底增长 9.83%，其中流动负债占 76.73%，以流动负债为主，资产负债率为 68.66%，较上年略有下降。截至报告出具日，中国华润无存续债项。

所有者权益方面，中国华润所有者权益主要来源于公司盈利积累，权益规模增长稳定，截至 2020 年底，中国华润所有者权益为 5636.95 亿元，较上年底增长 14.26%，其中归属于母公司所有者权益占 46.45%，构成主要为未分配利

润(占 74.53%)。

2020 年，中国华润本部收到子公司投资收益较少，承担了部分管理成本，未分配利润减少，本部所有者权益下滑。同期，中国华润实现营业收入总收入 6861.21 亿元，同比增长 4.81%；期间费用为 907.54 亿元，投资收益为 120.87 亿元。中国华润利润总额为 809.71 亿元。

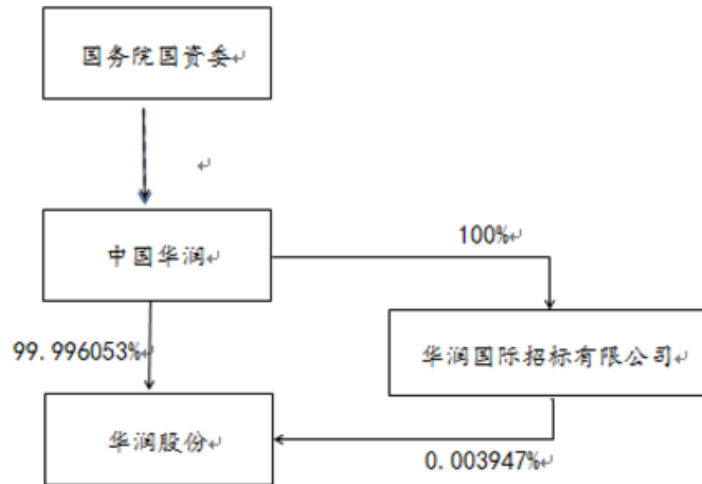
综合分析，联合资信确定中国华润主体长期信用等级为 AAApi，评级展望为稳定。

“08 华润债 02”和“09 华润债 02”发行金额分别为 25.00 亿元和 20.00 亿元。2020 年，中国华润实现利润总额 809.71 亿元，对以上债务能够形成有效覆盖，其担保进一步提升了“08 华润债 02”和“09 华润债 02”本息偿付的安全性

十三、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“20 华润 MTN001”“19 华润 MTN009”“19 华润 MTN008”“19 华润 MTN007”“19 华润 MTN006”“19 华润 MTN005”“19 华润 MTN004”“19 华润 MTN003B”“19 华润 MTN003A”“19 华润 MTN002”“19 华润 MTN001”“18 华润 MTN001”“18 华润 MTN002”“15 华润 MTN001”“09 华润债 02”和“08 华润债 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至报告出具日公司股权结构表



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至报告出具日公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	1922.09	1761.30	2212.30	2520.20
资产总额 (亿元)	14579.84	16459.52	18302.71	19406.94
所有者权益 (亿元)	4085.83	5262.76	5999.36	6076.74
短期债务 (亿元)	3108.75	2992.76	3697.26	4125.31
长期债务 (亿元)	2280.45	2607.73	2562.81	2694.72
全部债务 (亿元)	5389.20	5600.49	6260.07	6820.02
营业总收入 (亿元)	6084.72	6544.23	6861.35	1595.93
利润总额 (亿元)	663.93	742.15	812.14	185.13
EBITDA (亿元)	1075.80	1077.78	1113.56	--
经营性净现金流 (亿元)	692.18	886.36	922.05	-178.91
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	8.69	7.97	6.76	--
存货周转次数 (次)	1.37	1.23	1.19	--
总资产周转次数 (次)	0.45	0.42	0.39	--
现金收入比 (%)	103.71	103.50	102.22	93.73
营业利润率 (%)	26.29	25.16	24.68	23.31
总资本收益率 (%)	6.44	5.77	5.57	--
净资产收益率 (%)	11.11	10.01	9.88	--
长期债务资本化比率 (%)	35.82	33.13	29.93	30.72
全部债务资本化比率 (%)	56.88	51.55	51.06	52.88
资产负债率 (%)	71.98	68.03	67.22	68.69
流动比率 (%)	105.22	113.55	109.67	109.74
速动比率 (%)	61.07	64.81	64.60	65.68
经营现金流动负债比 (%)	8.65	10.59	9.76	--
现金短期债务比 (倍)	0.67	0.66	0.65	0.61
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.29	6.55	7.12	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.01	5.20	5.62	--

注：2021 年一季度数据未经审计；现金类资产已剔除受限制类货币资金
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	24.91	22.32	32.99	32.58
资产总额 (亿元)	791.29	973.09	1099.40	1148.22
所有者权益 (亿元)	341.28	467.47	536.69	532.04
短期债务 (亿元)	99.98	0.00	109.99	0.44
长期债务 (亿元)	264.29	454.17	364.45	394.43
全部债务 (亿元)	364.27	454.17	474.43	394.87
营业收入 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额 (亿元)	-12.64	24.12	73.04	-4.65
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-6.31	-10.01	-11.14	-1.78
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	160.48	77.60	--
营业利润率 (%)	-677.39	-53.14	452.84	-161.90
总资本收益率 (%)	--	--	--	-
净资产收益率 (%)	-2.89	5.16	13.61	--
长期债务资本化比率 (%)	43.64	49.28	40.44	42.57
全部债务资本化比率 (%)	51.63	49.28	46.92	42.60
资产负债率 (%)	56.87	51.96	51.18	53.66
流动比率 (%)	132.29	723.34	198.16	198.91
速动比率 (%)	132.29	723.34	198.16	198.91
经营现金流动负债比 (%)	-3.40	-19.45	-5.62	--
现金短期债务比 (倍)	0.25	--	0.30	74.11
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注: 2021 年一季度数据未经审计

资料来源: 联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

附件 3 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
20 华润 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020-8-12	孔祥一 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
19 华润 MTN009	AAA	AAA	稳定	2019-10-24	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
19 华润 MTN008	AAA	AAA	稳定	2019-10-22	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
19 华润 MTN007	AAA	AAA	稳定	2019-10-12	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
19 华润 MTN006	AAA	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
19 华润 MTN005	AAA	AAA	稳定	2019-7-11	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
19 华润 MTN004; 19 华润 MTN003A; 19 华润 MTN003B; 19 华润 MTN002; 19 华润 MTN001; 18 华润 MTN002; 18 华润 MTN001; 15 华润 MTN001; 09 华润债 02; 08 华润债 02	AAA	AAA	稳定	2019-6-27	贺苏凝 刘祎烜	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
19 华润 MTN004	AAA	AAA	稳定	2019-4-11	贺苏凝 刘祎烜	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
19 华润 MTN003A	AAA	AAA	稳定	2019-2-20	贺苏凝 刘祎烜	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
19 华润 MTN003B	AAA	AAA	稳定	2019-2-20	贺苏凝 刘祎烜	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
19 华润 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019-1-11	贺苏凝 刘祎烜	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
19 华润 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019-1-4	贺苏凝 刘祎烜	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
18 华润 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018-6-8	贺苏凝 刘祎烜	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
18 华润 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018-4-12	贺苏凝 刘祎烜	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
15 华润 MTN001	AAA	AAA	稳定	2015-3-11	张丽 贺苏凝	制造业企业信用分析要点 (2014 年)	阅读全文
09 华润债 02	AAA	AAA	稳定	2009-1-14	张莉 刘小平	企业主体评级方法 (2008 年)	阅读全文
08 华润债 02	AAA	AAA	稳定	2008-7-23	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；2016 年之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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	(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%
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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的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。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对公司因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。