

信用等级公告

联合〔2020〕3104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 2020 年度第一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 2020 年度第一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
二〇二〇年八月十二日



华润股份有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 20 亿元

本期中期票据期限: 3+N(3), 在公司依据发行条款约定赎回时到期

偿还方式: 在第 3 年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: 偿还公司有息债务及置换偿债自筹资金

评级时间: 2020 年 8 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	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
		调整因素和理由		

评级观点

华润股份有限公司(以下简称“公司”或“华润股份”)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。近年来,公司在多元化产业布局、核心业务经营、细分产业行业地位及政府支持方面优势突出;资产、权益规模不断增长,利润水平不断提升,盈利能力稳健。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,传统零售业受网络销售冲击、房地产政策调控影响的不确定性等因素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,整体规模优势明显。公司作为全球 500 强企业之一,子公司经营围绕消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融七大战略业务单元,拥有华润万家、苏果、Olé、Vango、雪花啤酒、怡宝纯净水、Pacific Coffee 等多个著名消费品牌。

2. 公司资产规模稳步增长,资产质量良好,整体盈利

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: 孔祥一 刘祎烜

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

能力强。近年来,公司资产规模稳定增长,现金类资产充

裕,营业收入和利润规模不断攀升,整体盈利能力稳健。

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。2019 年,公司 EBITDA 及经营活动现金流净额对本期中期票据保障倍数分别为 53.89 倍和 44.32 倍。

关注

1. 近年来,零售行业新业态的冲击及房地产行业政策调整对公司经营造成一定影响。网络销售快速发展对传统零售业形成一定的冲击和压力,房地产调控政策的影响仍具不确定性,对公司相应子板块的经营形成一定压力。

2. 医药业务利润规模下滑。2019 年,受华润医药下属子公司东阿阿胶股份有限公司亏损的影响,华润医药除税前溢利同比下滑 28.16%。

3. 公司地产类存货金额大,对资产流动性有一定影响。截至 2019 年底,公司房地产在建及完工开发产品合计 3581.10 亿元,占存货账面余额的 87.28%。

4. 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	1287.16	1922.09	1761.30	1936.18
资产总额(亿元)	12338.18	14579.84	16459.52	17224.92
所有者权益(亿元)	3676.90	4085.83	5262.76	5296.93
短期债务(亿元)	2733.39	3108.75	2992.76	3545.01
长期债务(亿元)	1946.98	2280.45	2607.73	2695.08
全部债务(亿元)	4680.37	5389.20	5600.49	6240.09
营业收入(亿元)	5554.73	6084.72	6544.23	1220.26
利润总额(亿元)	651.49	663.93	742.15	95.19
EBITDA(亿元)	973.44	1029.27	1077.78	--
经营性净现金流(亿元)	395.07	692.18	886.36	-384.46
营业利润率(%)	24.45	26.29	25.16	23.19
净资产收益率(%)	10.54	11.11	10.01	--
资产负债率(%)	70.20	71.98	68.03	69.25
全部债务资本化比率(%)	56.00	56.88	51.55	54.09
流动比率(%)	101.72	105.22	113.55	112.64
经营现金流动负债比(%)	6.08	8.65	10.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.18	6.57	6.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.81	5.24	5.20	--

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	870.79	791.29	973.09	960.63
所有者权益(亿元)	441.17	341.28	467.47	462.25
全部债务(亿元)	354.40	364.27	454.17	454.17
营业收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	167.64	-12.64	24.12	-4.88
资产负债率(%)	49.34	56.87	51.96	51.88
全部债务资本化比率(%)	44.55	51.63	49.28	49.56
流动比率(%)	253.00	132.29	723.34	250.19
经营现金流动负债比(%)	-9.54	-3.40	-19.45	--

注：2020 年一季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、其他金融类流动负债和吸收存款及同业存放中的有息债务已计入短期债务；2019 年底及 2020 年 3 月底所有者权益中包含 100.00 亿元永续债券

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	2020-6-28	孔祥一 刘伟烜	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号

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项,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

2020 年度第一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 2020 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 99.996053% 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：金融保险、能源交通、电力通讯、仓储运输、食品饮料生产企业的投资；商业零售企业（含连锁超市）的投资与管理；石油化工、轻工纺织、建筑材料产品的生产；电子及机电产品的加工、制造、批发零售；物业管理；酒店经营管理；民用建筑工程的施工、民用建筑工程的外装修和室内装修；技术交流。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 16459.52 亿元，所有者权益合计 5262.76 亿元（其中少数股东权益 2535.90 亿元）；2019

年实现营业收入 6544.23 亿元，利润总额 742.15 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 17224.92 亿元，所有者权益合计 5296.93 亿元（其中少数股东权益 2542.08 亿元）；2020 年 1—3 月实现营业收入 1220.26 亿元，利润总额 95.19 亿元。

公司地址：深圳市南山区科苑南路 2666 号中国华润大厦；法定代表人：傅育宁。

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），本期拟发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模 20.00 亿元，本期中期票据无担保，募集资金将用于偿还公司有息债务及置换偿债自筹资金。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，每个票面利率重置日票面利率

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。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分析

1. 宏观经济环境

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

经济增速继续下行。

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

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。

表 1 2016 - 2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

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

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

长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

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

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

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

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

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

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员

指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

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

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启

绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

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

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

四、行业分析

1. 房地产行业

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持

续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

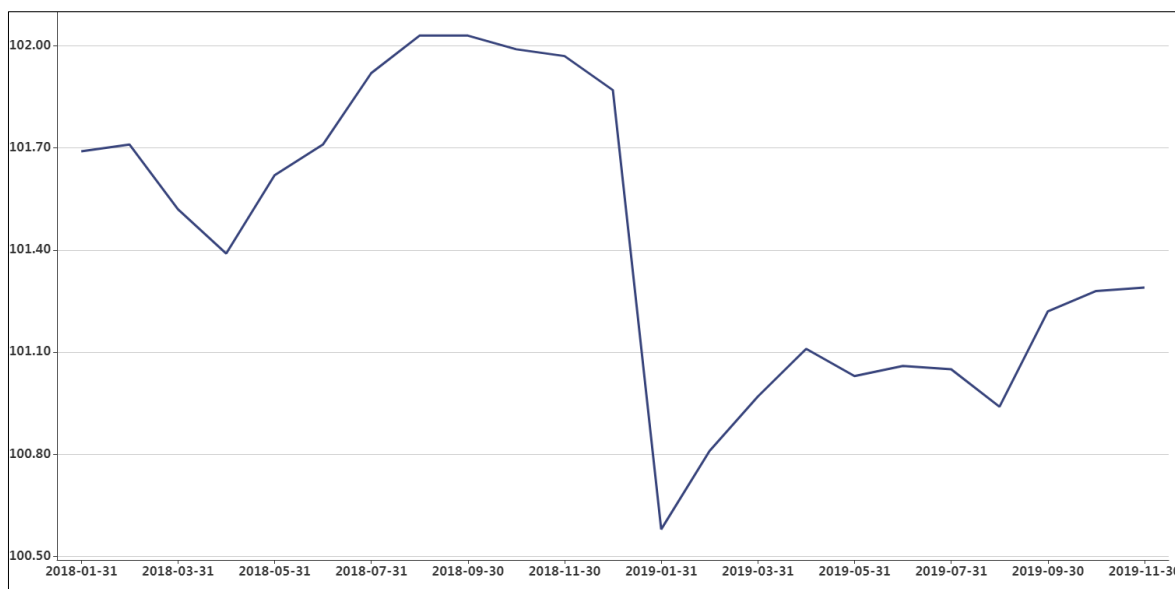
房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

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

房地产投资开发方面，2019年，全国房地

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

图1 2018年—2019年11月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

从销售情况来看，2019年，商品房销售面积17.16亿平方米，同比下降0.10%，销售面积增速自2015年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积15.01亿平方米（占

87.47%），同比增长1.50%，增速于2019年2月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于2019年8月转正，全年增速相较于2018年下滑0.70个百分点。2019

年,商品房销售金额为15.97万亿元,同比增长6.50%,增速较2018年下滑5.70个百分点。其中,住宅销售金额13.94万亿元(占87.29%),同比增长10.30%,增速较2018年下降4.40个百分点。进入2019年以来,房地产销售增速同比下降幅度较大,销售面积增速跌入负值区间,在整体房价趋稳的情况下,销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看,一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市,一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好,未来房价下探空间或较为有限;部分三四线城市受前期需求透支影响,市场冷淡较快,加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑;但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求,预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

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

2. 商业零售业

2019年,伴随着消费需求、消费渠道、消费方式的转变以及电商红利期的退潮,零售额增速进一步放缓。网络零售业态对实体零售业态的冲击仍在持续,随着实体零售企业调整业态配比、优化产品结构、加强线上线下整合等

方式,电商企业也开始逐步往线下转型,线上、线下消费品市场融合或将是未来零售业的发展趋势。2020年一季度,零售行业受新冠疫情影响较大,随着疫情逐步得到控制,部分被推迟的消费逐渐恢复。

零售业是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。根据国家统计局统计,2019年,中国社会消费品零售总额411649亿元,同比增长8.0%,增速比上年进一步放缓。按经营单位所在地分,2019年,城镇消费品零售额351317亿元,同比增长7.9%,增速同比下降0.9个百分点;乡村消费品零售额60332亿元,同比增长9.0%,增速同比下降1.1个百分点。按消费类型分,2019年,餐饮收入46721亿元,同比增长9.4%,增速较上年基本持平;商品零售364928亿元,同比增长7.9%,增速同比下降1.0个百分点。

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

近年来,网络零售对传统零售业带来了较大的冲击,不断挤压实体零售的市场份额。电子商务凭借低廉的价格,快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式,对消费的促进力度越来越强。面对电商发展带来的压力,传统企业纷纷发力电商,利用自身在商品渠道、物流管理、营销管理等方面优势,开展O2O的多渠道经营探索。截至2020年3月底,中国网络购物用户规模达7.10

亿，较 2019 年底增长 16.4%，占网民整体的 78.6%。2019 年，全年实物商品网上零售额为 85239 亿元，按可比口径计算，比上年增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，比上年提高 2.3 个百分点，与其他国家相比，渗透率已较为饱和。随着线上零售逐渐饱和，我国电商企业也开始逐步往线下转型，线上、线下消费品市场融合或将是未来零售业发展趋势。

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

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

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

3. 医药行业

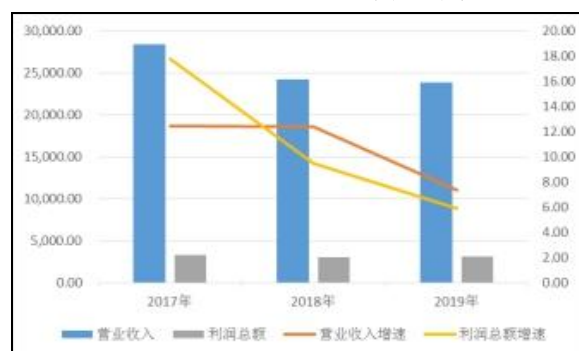
中国医药制造业在经过前期高速增长后

行业步入稳定增长阶段。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，医药制造业行业增速不断放缓。

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

图2 近年来中国医药工业总产值变化

(单位：亿元、%)



资料来源：Wind

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，对行业发展产生了深刻影响。根据国家统计局发布的数据显示，中国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓，2019 年中国医药制造业企业实现营业收入 23908.60 亿元，较上年增长 7.40%，增速较上年下降 5.00 个百分点；实现利润总额 3119.50 亿元，较上年增长 5.90%，增速较上年下降 3.60 个百分点。

医改是影响整个医药行业发展的关键因素之一。近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，2018 年以来，医药行业政策持续

在“去产能”和“调结构”两方面发力，包括国家医保局成立、一致性评价进程的深入、带量采购政策落地、新版基药目录和医保目录发布等，都对提升行业集中度、提高药品质量、药品降价有着重要作用，并对医药制造企业的研发能力、品种储备和资金实力等方面提出了更高的要求。2019年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

五、基础素质分析

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，高级管理人员具备丰富管理经验，整体规模优势明显。

1. 产权状况

截至2020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99.996053%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

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

公司通过全资子公司华润（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2 公司旗下主要上市公司2019年概况（单位：%）

上市公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业额	除税前溢利	经营活动现金流净额
华润电力（亿港元）	62.95	2157.36	867.16	677.58	96.53	205.08
华润置地（亿元）	59.55	7621.08	2334.73	1477.36	609.94	327.06
华润啤酒（亿元）	51.91	415.91	197.27	331.90	22.02	40.98
华润医药（亿港元）	53.04	1900.25	695.82	2044.54	66.40	81.41
华润燃气（亿港元）	61.47	810.24	353.57	558.35	83.91	84.91
华润水泥（亿港元）	68.72	611.71	422.66	389.56	120.08	112.85

注：1. 上表中对华润电力的持股比例是公司通过华润集团和华润集团（电力）有限公司合计持有股权的比重；2. 对华润置地的持股比例是公司通过华润集团下属全资子公司CRH（Land）Limited和Commotra Company Limited合计持有股权的比重；3. 对华润啤酒的持股比例是公司通过华润集团下属全资子公司华润集团（啤酒）有限公司和合贸有限公司合计持有股权的比重；4. 对华润燃气的持股比例是公司通过华润集团下属全资子公司华润集团（燃气）有限公司和合贸有限公司合计持有股权的比重；5. 对华润水泥的持股比例是公司通过华润集团下属全资子公司华润集团（水泥）有限公司和合贸有限公司合计持有股权的比重

资料来源：联合资信根据公开数据整理

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7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，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大学，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。

王祥明，男，本科，毕业于南京工业大学，现任华润股份董事及总经理及华润集团董事及总经理。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。

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（统一社会信用代码为：9144030071093131XH），截至2020年6月12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

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。

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7名董事组成，董事长1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，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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司经营业务涉及消费品、医药、能源、房地产、金融和水泥等行业，近年来主营业务

收入规模稳定增长，综合毛利率水平有所波动，公司主业盈利能力强。

近年来，公司主营业务收入稳定增长，2019年，公司实现主营业务收入6544亿元，同比增长7.55%，核心板块均保持增长态势。2019年，公司消费品及医药业务实现收入3205亿元，同比增长4.81%，是公司收入规模最大的业务板块；同期，能源业务和房地产及金融业务分别实现收入1126亿元和1644亿元，分别同比增长1.35%和23.89%。毛利率方面，近三年，公司综合毛利率有所波动，2019年为28.42%，同比下降1.44个百分点。房地产及金融业务为公司主要利润来源，板块毛利率为40.38%；受东阿阿胶股份有限公司（以下简称“东阿阿胶”）亏损影响，公司消费品及医药业务毛利率同比明显下滑至11.78%。

表3 2017—2019年底公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年		
	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	2993.00	53.89	20.86	3058.00	50.26	24.07	3205.00	48.98	11.78
能源	982.00	17.69	24.49	1111.00	18.25	24.66	1126.00	17.20	16.99
房地产及金融	1126.00	20.27	33.80	1327.00	21.82	44.76	1644.00	25.13	40.38
水泥	261.00	4.71	30.90	336.00	5.52	40.18	352.00	5.38	29.61
制造业	223.00	4.00	10.31	250.00	4.11	13.60	210.00	3.21	11.53
其他	-30.00	-0.55	--	3.00	0.04	--	6.00	0.09	8174.15
合计	5555.00	100.00	27.82	6085.00	100.00	29.86	6544.00	100.00	28.42

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

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。

啤酒业务

华润啤酒作为华润创业下属上市公司，于2015年9月由原港股上市公司华润创业剥离非啤酒业务后更名而来（现华润创业为新设立企业），主要从事啤酒酿造、产品销售。自2016年华润啤酒完成对雪花啤酒收购后，2019年，华润啤酒以24.36亿元交易对价完成对喜力（中国）企业管理有限公司等七家喜力系企业（以下统称“喜力中国”）100%股权收购。喜力啤酒的收购完成使华润啤酒完成对中高端啤酒产品的布局，产品结构进一步完善。

2019年，中国啤酒市场延续消费升级态势，华润啤酒年内对部分产品适度调整价格以及对喜力品牌的收购整合，带动公司中高端啤酒销量增长8.8%。除了喜力品牌产品外，华润啤酒于2019年推出“雪花马尔斯绿啤酒”和“黑狮白啤”两款高端产品，配合上年推出的“勇闯天涯superX”和“匠心营造”，公司中高端啤酒产品结构进一步完善；产品结构有所优化，带动整体均价同比上升约2.8%。华润啤酒营业额同比增长4.15%至331.90亿元。

2019年，华润啤酒持续推进优化产能，去除低效产能，2019年内已停运7家啤酒厂，确认固定资产减值和存货减值分别为7.00亿元和3.52亿元。截至2019年底，华润啤酒在中国内地经营覆盖25个省、市、区，年产能约205亿

升，当年实现销量114亿升。

食品饮料业务

公司食品相关业务以华润五丰有限公司（以下简称“华润五丰”）为经营主体，集食品研发、生产、加工、批发、零售、运输和国际贸易于一体；主要业务包括大米、果蔬、肉食、冷冻食品、进口食品及现代农业产业，同时负责运营华润希望小镇产业发展项目；业务区域覆盖中国内地及香港市场。公司旗下拥有五丰、禾珠、一品国香、利是、田夫、联合康康、喜上喜、黎红、富春、上口爱等多个知名品牌。

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

公司饮品业务以华润饮料为经营主体，主营“怡宝”牌系列饮用纯净水，并陆续推出“魔力”、“午后奶茶”等饮料，“怡宝”牌纯净水先后被认定为中国名牌、中国驰名商标及最具市场竞争力品牌。

（2）医药业务

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

公司医药板块经营主体为华润医药，华润医药是在重组华源集团、三九集团医药资源的基础上，于2007年成立的一家从事药品制造、分销的港股上市公司。华润医药的业务涵盖了中成药、免煎中药、化学合成药物、生物药、天然药物、原料药中间体、营养保健品、医疗器械、制药装备和医药流通等领域，近年来，通过并购重组、业务整合和市场拓展，经营规

模持续提升。

截至2019年底，华润医药总资产1900.25亿港元，权益总额695.82亿港元，2019年实现营业额2044.54亿港元，除税前溢利66.40亿港元，同比下降28.16%，主要系下属公司东阿阿胶2019年业绩大幅下滑，出现亏损所致；华润医药营业额主要源于制药、分销、零售3个板块，分别贡献营业额的15.0%、81.7%和3.2%。受行业政策及附加值较低的分销业务规模增加的影响，公司医药业务综合毛利率同比减少1.8个百分点至16.6%。

华润医药旗下拥有华润三九医药股份有限公司（下称“华润三九”，股票代码000999.SH，通过全资子公司华润医药控股有限公司持股63.60%）、东阿阿胶（股票代码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4 华润医药下属4家上市公司经营业务以及2018年和2019年财务状况（单位：亿元）

公司名称	细分行业	经营产品	时期	总资产	净资产	营业收入	利润总额
东阿阿胶	营养保健品	主要经营中成药、保健品、生物药、药用辅料等品种，国内最大阿胶及系列产品生产企业	2018年	138.70	113.29	73.38	24.44
			2019年	116.54	100.23	29.59	-5.05
华润三九	中药、化学药	主要经营自我诊疗（CHC）和处方药两大类业务，拥有999全系列家庭用药品牌及999皮炎平、999感冒灵、三九胃泰、999强力枇杷露等产品品牌	2018年	180.30	111.68	134.28	17.19
			2019年	201.04	128.82	147.02	25.69
华润双鹤	化学药	搭建了慢病普药、专科业务和输液业务三大业务平台；慢病业务拥有糖适平、匹伐他汀钙片、压氏达等核心产品，在降压领域形成了全品类产品线；基础输液业务保持输液行业第一梯队水平	2018年	103.06	79.09	82.25	11.84
			2019年	112.77	86.77	93.81	12.62
江中药业	中药、营养保健品	主要经营非处方药及营养保健品两大类业务，拥有江中健胃消食片及江中系列产品、初元、参灵草等重点产品	2018年	38.17	32.53	17.55	5.48
			2019年	47.59	39.24	24.49	5.66

资料来源：上市公司2018年年度报告及2019年年度报告

制药业务方面：截至2019年底，华润医药共生产和销售超过540种医药产品，其中将近300种药品进入国家医保名录。2019年，共56种医药产品的营业额超过1亿港元（其中5种医药产品年营业额超10亿港元）。其中，化药实现收入164.94亿港元，同比增长5.8%；中药实现收入139.37亿港元，同比出现下滑，主要由于东阿阿胶为清理渠道库存，年内严格控制发货、全面压缩渠道库存数量，使得相关产品销量下滑。2019年，化药、中药、生物药及保健品占制药业务收入比分别为48.7%、41.2%、0.6%和2.8%。国内非处方药（OTC）市场庞大，华润医药作为国内OTC龙头企业，通过“999”“江中”等品牌进一步稳固行业地位，2019年，公司OTC类药品收入占制药业务收入的39.1%。

华润医药持续加大研发投入，截至2019年底，华润医药重点开展的一致性评价专项项目64个；其中，10个项目已开展生物等效性临床试验，8个品种已完成生物等效性临床试验；2019年1月，米非司酮片（10mg和25mg）通过一致性评价并获得国家参比制剂资质，2019年5月，二甲双胍缓释片通过一致性评价，2019年12月，阿奇霉素片通过一致性评价，成为该剂型第二家通过仿制药一致性评价企业。

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

64.63亿港元，同比分别增长9.9%和18.5%。

并购方面：华润医药于2019年2月通过要约收购江中药业的控股股东华润江中制药集团有限责任公司51%的股权（其持有江中药业43.03%的股权），进而实现对上市公司江中药业的实际控制，同时，医药分销业务也通过并购来布局空白省份。

（3）能源业务

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

电力业务

华润电力是公司电力板块的运营主体，成立于2001年，于2003年11月在香港上市，业态涉及火电、煤炭、风电、水电、燃气发电及光伏发电等领域，主要在国内经济发展较快、电价承受能力强及资源丰富的地区开发、建设和运营60万千瓦及以上的大容量、高效率火力发电机组，并向上游煤炭和清洁能源领域延伸。

截至2019年底，华润电力旗下运营36座火电厂、96座风电场、21座光伏电厂、2座水电厂和3座燃气发电厂，合计运营权益装机容量为40392兆瓦（较上年底增长7.89%）。其中，火电运营权益装机容量30972兆瓦（占76.7%，较上年底比重下降2.9个百分点），年内无新火电机组投产；风电、燃气、水电、光伏发电等清洁及可再生能源电厂运营权益装机容量为9420兆瓦，受益于年内加速开发及建设清洁可再生能源，新投产的风电和光伏的装机容量分别为1871兆瓦和5.1兆瓦，在建的清洁及可再生能源电厂容量合计为3809兆瓦。

由于旗下火电厂大部分为大型机组且华润电力致力于强化内部管控，以及下辖风电厂主要位于华东、华中、华南等限电较少区域，2019年，华润电力旗下火电、风电厂满

负荷平均利用小时数分别为4725小时和2201小时，分别高出全国平均利用小时432小时和119小时

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

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

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

燃气业务

华润燃气是公司旗下主营中国内地城市燃气业务的主体，是从事下游城市燃气分销业务的大型分销商（包括管道天然气分销及天然气加气站业务及燃气器具销售）。截至2019年底，华润燃气的城市燃气项目达251个，遍布全国22个省份，其中包括14个省会城市及3个直辖市；同时响应国家新能源汽车推广战略，华润燃气于2019年推进分布式能源及充电桩等业务，年售电量达1.29亿度，并实现营业利润0.40亿港元。

2019年，华润燃气实现营业收入558.35亿港元，除税前溢利为83.91亿港元，均实现同比增长；毛利率同比下降1.7个百分点至24.9%。近年来，国家出台多项环保政策，继续推进大气污染防治工作，强化重点区域的民用、采暖和工业等行业煤改气。2019年，华润燃

气的燃气销量达280亿立方米、客户数达3795万户，同比分别增长15.32%和9.56%。其中，工业销气量139.7亿立方米，同比增长22.4%，占华润燃气总销气量的49.9%；商业销气量61.3亿立方米，同比增长12.5%，占销气总量的22.6%。

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；销售客户均在境内且较为分散，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。

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

（4）房地产及金融

房地产业务为公司重要收入利润来源。

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

房地产业务

公司房地产业务分布于中国内地、香港和泰国，业务范围包括民用住宅、商业地产、物业管理、建工建材等多样业态，其中从事中国内地房地产业务的子公司主要为华润置地。

华润置地主营业务为房地产开发销售、物业投资和管理、酒店经营以及提供建筑、装修服务，业务范围涵盖北京、上海、深圳、成都、合肥等79个城市，采用“住宅开发+投资物业+客户增值服务”的商业模式。华润置地的住宅开发主要以在各大城市各系列中高

端住宅开发为主，已形成万象高端系列、城市高端系列、郊区高端系列、城市品质系列、城郊品质系列、城市改善系列、郊区改善系列、旅游度假系列等八大产品线；投资物业已形成城市综合体万象城和区域商业中心万象汇（五彩城）两大商业产品线，其中核心的万象城城市综合体项目（包括商业、写字楼、酒店及住宅）是以中高端业态为主，住宅用于对外销售回笼资金并以平衡整体的项目现金流，投资物业为自持，通过经营出租获取租金收入，截至2019年底，已开业万象城/万象天地25个，万象汇/五彩城17个，储备项目46个。另有管理输出物业中心项目28个，其中在营项目19个，储备项目9个。

表 5 近两年华润置地营业额构成

（单位：亿元、%）

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

资料来源：上市公司 2019 年年度报告

表 6 近两年华润置地合同销售情况

（单位：亿元、百万平方米、元/平方米）

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

资料来源：上市公司 2019 年年度报告

2019年，华润置地实现营业收入1477.36亿元，除税前溢利609.94亿元，均同比明显增长，主业盈利进一步提升。近年来，房地产开发板块是华润置地规模最大的业务板块，对营业额的贡献在86%以上，其次为物业投资和建筑、装修服务等，各板块均保持增长态势。

物业开发方面：2019年，华润置地签约销售额和签约面积分别为2425.0亿元和1324.8万平方米，同比增长15.10%和10.51%；

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

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

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

金融业务

公司金融板块主要运营主体为华润深国投信托有限公司（以下简称“华润信托”）和

珠海华润银行股份有限公司（以下简称“华润银行”）。

①华润信托

华润信托前身为深圳市信托投资公司，成立于1982年8月，经多次股权变更及资产注入后更为现名。2018年4月，中国银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价结果的公告》（〔2018〕12号文），公布中信信托有限责任公司、兴业国际信托有限公司、华润深国投信托有限公司、中诚信托有限责任公司、华能贵诚信托有限公司、上海国际信托有限公司等六家信托公司可以开展非金融企业债务工具的承销业务。上述文件的发布，有助于华润信托获得业务范畴的拓展。

截至2019年底，华润信托资产总额262.55亿元，权益总额227.84亿元；2019年实现总收入30.46亿元，归属于母公司净利润28.24亿元。截至2019年底，华润信托管理信托资产达9548.86亿元，其中：房地产类信托520.62亿元，证券类信托3764.94亿元，实业类信托2213.73亿元，金融机构类信托635.81亿元，其他类信托2413.76亿元。

②华润银行

华润银行作为全国第二批新组建的城市商业银行之一，于1996年12月在珠海经济特区正式成立。2009年2月25日，公司与珠海市政府正式签署《重组珠海市商业银行框架协议补充协议》和《增资入股协议》，并于4月获银监会批准入股。华润银行注册资本为56.38亿元，公司持股75.33%，为华润银行的第一大股东。

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

(5) 水泥

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

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

2019年，全国基础设施建设投资保持平稳，基础设施投资同比增长3.8%。公司主要经营区域广东、广西、福建等地经济保持较快速度增长。同时，房地产市场稳定及2020年初政府加大力度推进基础设施建设，为公司的发展提供了良好的外部环境。

截至2019年底，华润水泥业务主要覆盖广东、广西、福建、海南、云南、贵州和山西等地，经营96条水泥粉磨线及45条熟料生产线，水泥及熟料年产能分别为8430万吨和6130万吨，拥有61座混凝土搅拌站，年产能3690万立方米；同时，通过联营及合营方式参股74条水泥粉磨线、28条熟料生产线和20座混凝土搅拌站，水泥、熟料和混凝土的权益产能分别为2020万吨、1160万吨和440万立方米。2019年，公司水泥、熟料和混凝土产能利用率分别为102.1%、112.7%和39.2%，均同比变动不大。

表 7 截至 2019 年底华润水泥经营生产线的产能情况（单位：百万吨、百万立方米）

地点	水泥	熟料	混凝土
广东	22.5	14.4	14.3
广西	33.2	26.5	15.8
福建	10.1	7.0	--
海南	4.4	3.3	3.0
云南	5.1	3.9	0.6
贵州	3.0	1.6	--
山西	6.0	4.6	0.6
浙江	--	--	1.1
香港	--	--	1.5

合计	84.3	61.3	36.9
----	------	------	------

资料来源：上市公司 2019 年年度报告

表 8 华润水泥主要产品销量和售价情况
(单位：万吨、万立方米、港元/吨、港元/立方米)

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

注：以上销量数据均为对外销售数据

资料来源：上市公司 2017—2019 年年度报告

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

3. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数加权平均值分别为8.78次、1.35次和0.44次。2019年，上述三项指标分别为9.05次、1.23次和0.42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2017年财务报告已经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018—2019年财务报告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。2020年一季度财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2017年合并范围二级子公司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，公司二级子公司合计12家，较上年减少2家。2020年一季度，公司二级子公司较上年底无变化。总体看，合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至2019年底，公司（合并）资产总额为16459.52亿元，所有者权益合计5262.76亿元（其中少数股东权益2535.90亿元）；2019年实现营业收入6544.23亿元，利润总额742.15亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为17224.92亿元，所有者权益合计5296.93亿元（其中少数股东权益2542.08亿元）；2020年1—3月实现营业收入1220.26亿元，利润总额95.19亿元。

2. 资产质量

近年来，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，资产流动性强。

2017—2019年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长15.50%，截至2019年底，公司资产总额合计16459.52亿元，较上年底增长12.89%，构成上流动资产占57.73%，非流动资产占42.27%，公司资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长19.89%，截至2019年底，公司流动资产合计9501.44亿元，较上年底增长12.89%。构成上主要以货币资金（占15.95%）、应收账款（占7.63%）、其他应收款（占10.44%）和存货（占42.92%）为主。

2017—2019年，公司货币资金波动增长，年均复合增长7.22%，截至2019年底，公司货币资金为1515.79亿元，较上年底变动不大，其中受限资金204.57亿元。公司货币资金主要为银行存款（占83.80%），受限货币资金中主要为存放于中央银行的法定准备金117.86亿元。整体看，公司货币资金充足且受限规模小。

2017—2019年，公司交易性金融资产波动增长，年均复合增长227.46%。2018年底公司交易性金融资产较上年底大幅增长主要系采用新会计准则所致。截至2019年底，公司交易性金融资产合计409.35亿元，较上年底下降6.22%，主要系赎回理财产品所致。公司交易性金融资产主要由权益工具投资（占0.71%）、债务工具投资（占17.39%）、理财产品（占26.61%）、信托和基金投资（占39.78%）及其他金融资产（占15.51%）构成。

2017—2019年，公司应收账款波动增长，年均复合增长8.81%。截至2019年底，公司应收账款净额为725.38亿元，较上年底增长21.48%，公司应收账款主要以医药板块和电力板块为主，分别占当期应收账款余额的63.60%和17.12%；按账龄分析法，公司一年

以内的应收账款占总额的92.50%，整体账龄较短，公司共计提坏账准备18.05亿元，计提比例2.43%。同期，公司应收款项融资合计195.79亿元，其中应收账款和应收票据分别占64.68%和35.32%。

2017—2019年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长13.05%，截至2019年底，公司预付款项272.85亿元，较上年底增长10.21%，主要系预付土地使用权款项较上年底增加20.02亿元所致。构成上仍以预付土地使用权和预付货款为主，分别占预付款项总额的50.27%和28.01%

2017—2019年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长33.21%，截至2019年底，公司其他应收款账面价值991.69亿元，较上年底增长24.07%，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356.90亿元（其中，应收华润集团联营及合营企业288.22亿元、应收华润集团子公司的少数股东68.68亿元等）。按账龄分析法，公司账龄在1年以内的其他应收款为832.25亿元，占其他应收款总额的83.12%；共计提坏账准备9.53亿元，计提比例0.95%。

2017—2019年，公司存货逐年增长，年均复合增长22.45%，截至2019年底，公司存货账面价值4078.30亿元，较上年底增长15.49%，主要源自房地产在建开发产品的增加，构成上也主要以房地产在建开发产品为主，占存货账面余额的83.34%。公司存货共计提跌价准备24.67亿元，计提比例0.60%。

2017—2019年，公司发放贷款波动增长，截至2019年底，公司发放贷款合计1046.51亿元，较上年底增长18.10%，主要由信用贷款（263.36亿元）、保证贷款（210.04亿元）、抵押贷款（388.93亿元）和质押借款（134.36亿元）组成；累计计提减值准备39.34亿元，贷款账面净值为1007.16亿元，其中一年内到期的部分为406.79亿元（计入流动资产），一年

以上到期的部分为600.37亿元（计入非流动资产）。截至2019年底，公司发放贷款中逾期贷款合计23.53亿元，其中逾期3个月以内的占37.40%；3个月至1年的占28.81%；1年到3年的占23.61%；3年以上的占10.18%。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长10.22%，截至2019年底，公司非流动资产6958.08亿元，较上年底增长12.90%，主要由长期股权投资（占14.79%）、固定资产（占31.48%）和投资性房地产（占15.59%）构成。

2017—2019年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长27.39%，截至2019年底，公司长期股权投资1028.99亿元（较上年底增长13.74%），主要是对联营企业和合营企业的投资，该投资均按照权益法进行计量，其中对合营企业投资398.77亿元，对联营企业投资630.22亿元；联营企业中投资规模较大的为国信证券股份有限公司（以下简称“国信证券”，持股25.15%，账面余额128.49亿元）及子公司华润创业购买山西杏花村汾酒厂股份有限公司11.45%股权（账面余额52.01亿元）。

2017—2019年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长21.30%，截至2019年底，公司投资性房地产净值为1084.98亿元，较上年底增长26.38%，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。

2017—2019年，公司固定资产净额有所波动，截至2019年底，公司固定资产原值为3714.47亿元，主要集中于房屋及建筑物（占28.05%）和机器设备（占66.80%），公司共计提折旧1450.59亿元，减值准备73.48亿元，截至2019年底，公司固定资产净值为2190.40亿元，较上年底增长10.49%。

2017—2019年，公司无形资产波动减少，年均复合减少12.92%，截至2019年底，公司无形资产净值为323.22亿元，较上年底增长

11.28%，主要系子公司进行外延收购带动土地使用权及商标使用权等无形资产增长所致。公司无形资产主要由土地使用权（占70.88%）构成。

2017—2019年，公司商誉规模保持相对稳定，截至2019年底，公司商誉为337.25亿元，较上年底增长4.58%，累计计提商誉减值79.33亿元。商誉构成上以医药板块（占34.83%）、零售板块（占26.46%）和啤酒板块（占23.65%）为主。2019年，公司计提商誉减值准备12.39亿元，主要来自电力业务（4.45亿元）、医药业务（6.49亿元）和消费品业务（1.45亿元）。

2017—2019年，公司其他非流动资产有所波动，截至2019年底，公司其他非流动资产为406.72亿元，较上年底增长13.80%，主要系应收融资租赁款增加所致。截至2019年底，公司其他非流动资产主要由应收融资租赁款（140.17亿元）、应收联营企业及少数股东款（145.37亿元）和预付长期资产款项（83.64亿元）为主。

截至2020年3月底，公司资产总额17224.92亿元，较2019年底增长4.65%，其中流动资产较2019年底增长6.59%至10127.57亿元，主要源于存货和其他应收款的增加，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58.80%，资产构成变化不大。

3. 负债和所有者权益

（1）所有者权益

近年来，公司所有者权益稳定增长，利润积累、子公司完成配股及永续债券发行进一步推升公司权益规模；权益中的未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性一般。

2017—2019年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长19.64%，截至2019年底，公司所有者权益（含少数股东权益2535.90亿元）合计为5262.76亿元，较上年底增长28.80%，主要源于盈利积累；2019年，公司

累计发行100.00亿元永续中票，下属子公司华润集团（啤酒）有限公司完成配股导致资本公积及少数股东权益增长。公司所有者权益中，少数股东权益占比较大，主要系少数股东持有华润啤酒、华润燃气、华润电力、华润置地、华润水泥和华润医药等重要子公司股权比例较高所致；归属于母公司的权益中以资本公积（占19.64%）和未分配利润（占68.13%）为主，公司所有者权益稳定性一般。

截至2020年3月底，公司所有者权益（含少数股东权益2542.08亿元）合计为5296.93亿元，较2019年底变动不大，所有者权益构成基本保持稳定。

（2）负债

近年来，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。

2017—2019年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长13.70%，截至2019年底，公司负债总额为11196.76亿元，较上年底增长6.70%，其中流动负债和非流动负债分别占74.73%和25.27%，公司负债结构以流动负债为主。

2017—2019年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长13.47%，截至2019年底，公司流动负债合计8367.43亿元，较上年底增长4.61%，主要由合同负债（占31.23%）、应付账款（占14.26%）、其他应付款（占11.75%）和吸收存款及同业存放（占15.25%）构成。

2017—2019年，公司短期借款规模逐年减少，年均复合减少23.50%，截至2019年底，公司短期借款合计450.24亿元，较上年底大幅减少41.17，构成上仍以信用借款为主，占公司短期借款总额的75.65%。

2017—2019年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长12.88%，截至2019年底，公司应付账款较上年底增长8.07%至1192.83亿元。构成主要为应付工程款及合同合约款和货款等材料款，截至2019年底分别为365.67亿元和

827.16亿元。公司应付账款账龄全部在一年以内。

2017—2019年，公司吸收存款及同业存放逐年增长，年均复合增长15.16%，截至2019年底，公司吸收存款及同业存放为1276.37亿元，较上年底增长20.01%。其中吸收存款为1264.07亿元，较上年底增长20.61%，主要系公司客户定期存款大幅增长所致；同业存放为12.31亿元，较上年底下降20.58%，其中，境内银行金融机构和境内非银行金融机构分别占41.10%和58.90%。

截至2019年底，公司合同负债合计2613.43亿元，主要由预收物业销售款2303.02亿元、预收货款及工程款等款项150.82亿元、预收储值卡款146.31亿元及预收服务款及其他13.28亿元组成。

2017—2019年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长10.82%，截至2019年底，公司其他应付款为983.49亿元，较上年底减少6.29%，减少主要来自房地产业务形成的往来款。公司其他应付款主要由零售、食品及饮品（占25.17%）、电力（占12.80%）、医药（占14.74%）和房地产构成（占28.97%）。

2017—2019年，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长5.35%，截至2019年底，公司其他流动负债345.32亿元，较上年底减少15.20%，主要系子公司华润银行收取的代客保本理财资金全部赎回所致；构成上全部为华润银行发行的一年内到期的同业存单。

2017—2019年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长14.38%，截至2019年底，公司非流动负债2829.34亿元，较上年底增长13.40%；构成上以长期借款（占53.29%）和应付债券（占38.88%）为主。

2017—2019年，公司长期借款波动增长，年均复合增长13.59%，截至2019年底，公司长期借款为1507.79亿元，较上年底变动不大。公司长期借款主要由信用借款，抵押借款和保证借款构成，其中一年内到期部分合计

213.39亿元。近三年，公司应付债券波动增长年均复合增长18.87%。截至2019年底，公司应付债券较上年底增长44.64%至1099.94亿元，主要系当年公司发行多期中期票据所致。

近三年，公司全部债务逐年增长，截至2019年底，公司全部债务为5600.49亿元，较上年底增长3.92%，其中短期债务和长期债务分别占53.44%和46.56%，短期债务占比有所下降。近三年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降，加权平均值分别为69.65%、54.04%和34.24%。截至2019年底，上述三项指标分别为68.03%、51.55%和33.13%。

截至2020年3月底，公司负债总额为11928.00亿元，较2019年底增长6.53%，主要来自长短期借款的增长，负债中的流动负债和非流动负债分别占75.38%和24.62%。同期，公司全部债务为6240.09亿元，较2019年底增长11.42%，结构上以短期债务为主，占债务总额的56.81%；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69.25%、54.09%和33.72%，债务负担可控。

4. 盈利能力

近年来，公司业务规模不断拓展，营业收入和利润规模稳定增长，非经常损益对利润形成良好补充；减值损失规模大，对公司利润形成侵蚀。公司整体盈利能力强。

近三年，公司营业收入逐年增长，分别为5554.73亿元、6084.72亿元和6544.23亿元。2019年，公司营业收入同比增长7.55%，收入构成主要以商品销售、医药及销售房屋为主；同期，公司营业成本逐年增长，2019年为4684.43亿元，同比增长9.75%，增速高于营业收入。近三年，公司营业利润率有所波动，分别为24.45%、26.29%和25.16%。

近三年，公司期间费用波动增长，分别为878.48亿元、953.46亿元和947.39亿元，分别占营业收入的15.82%、15.67%和14.48%，公司费用控制能力有所增强。2019年，公司

财务费用同比下降30.71%至67.89亿元，主要系公司汇兑损失同比收窄18.21亿元以及利息资本化规模增加所致。

近三年，公司减值损失波动较大，2019年，公司减值损失合计104.65亿元，同比大幅增长，主要由资产减值损失80.10亿元和信用减值损失24.56亿元，对公司利润形成一定侵蚀。其中，长期股权投资新增减值损失25.04亿元，主要系对华润医疗控股有限公司计提长期股权投资减值24亿所致；商誉新增计提减值损失12.39亿元，主要为电力业务计提4.45亿元、医药业务计提6.49亿元和消费品业务计提1.45亿元；同期，公司计提存货跌价损失13.46亿元，同比大幅增长，主要系华润置地部分住宅项目计提8.5亿元减值准备所致。

表9 近两年资产减值损失的主要构成
(单位: 亿元)

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

资料来源：公司年报附注

受2017年转让万科股权获得大额一次性投资收益的影响，近三年，公司投资收益波动下降。2019年，公司投资收益为109.54亿元，同比大幅增长82.27%，主要系当期以权益法核算的长期股权投资确认投资收益同比大幅增长至72.98亿元所致；2019年，公司其他收益合计24.00亿元，主要为政府补助款，包括购买设备，房屋建筑物补助，去产能补贴等款项。同期，公司实现非经营性损益（投资收益+营业外收入+其他收益）146.82亿元，占

利润总额的比重为19.78%，对公司利润总额形成良好补充。

近三年，公司利润总额稳定增长，分别为651.49亿元、663.93亿元和742.15亿元。盈利能力指标方面，近三年，公司总资产收益率和净资产收益率均波动下降，加权平均值分别为5.84%和10.55%。2019年上述两项指标分别为5.77%和10.01%，分别同比减少0.18个和1.09个百分点。

受新型冠状病毒肺炎疫情对零售及房地产等行业的影响，2020年1—3月，公司营业收入和利润总额分别为1220.26亿元和95.19亿元，同比分别下滑15.19%和32.05%；期间费用方面，2020年1—3月，公司期间费用合计206.32亿元，同比减少6.01%，占营业收入的16.91%，公司控制费用能力较好；非经常性损益方面，2020年一季度公司实现投资收益、其他收益和营业外收入分别为23.82亿元、6.23亿元和2.57亿元，合计占公司当期利润总额的34.27%；公司当期营业利润率为23.19%。

5. 现金流及保障

近年来，公司经营活动现金流入规模持续增长，获现能力强，收入实现质量较好；公司经营活动现金流净额能够覆盖投资净支出，对外融资需求不显著。

从经营活动看，近三年，公司经营活动现金流入量逐年增长，2019年为7364.43亿元，同比增长9.38%，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6478.07亿元，同比增长7.25%。近三年，公司经营活动现金净流量分别为395.07亿元、692.18亿元和886.36亿元。从收入实现质量来看，近三年，公司现金收入比保持稳定，2019年为103.50%，公司收入实现质量较好，经营获现能力强。

从投资活动看，近三年，公司投资活动现金流入量逐年减少，2019年为1978.37亿元，

同比减少3.59%，主要系公司收回投资收到的现金减少所致；同期，公司投资活动现金流出量同比下滑1.14%至2868.78亿元。近三年，公司投资活动现金流净额分别为-288.50亿元、-849.98亿元和-890.41亿元。公司经营活动现金流量净额对公司资本支出覆盖程度尚可，公司筹资活动前产生的现金流净敞口较小。

从筹资活动看，近三年，公司筹资活动现金流入规模逐年增长，2019年，公司为3699.89亿元，主要为取得借款收到的现金（2216.95亿元）和发行债券收到的现金（706.94亿元）；同期，公司筹资活动现金流出为3761.38亿元，以偿还债务支付的现金（3139.96亿元）为主。近三年，公司筹资活动现金净流量分别为115.11亿元、372.01亿元和-61.49亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金流入和流出规模分别为1377.57亿元和1762.03亿元，公司经营活动产生的现金流量净额为-384.46亿元；投资活动产生的现金流量净额为-205.15亿元，持续净流出；筹资活动产生的现金流量净额为606.88亿元。

6. 偿债能力

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

近三年，公司流动比率和速动比率逐年上升，截至2019年底，公司流动比率及速动比率两项指标分别为113.55%和64.81%；截至2020年3月底上述两项指标分别为112.64%和64.82%，较2019年底变动不大。2019年，公司经营性现金流流动负债比为10.59%，同比增加1.94个百分点。考虑到流动负债中预收款项

规模较大，且现金类资产较充裕，公司短期偿债能力极强。

近三年，公司EBITDA分别为973.44亿元、1029.27亿元和1077.78亿元；同期，公司全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数加权平均值分别为5.13倍和6.68倍，2019年分别为5.20倍和6.55倍。总体看，公司长期偿债能力极强。

截至2019年底，公司对外担保总额484.94亿元，担保比率为9.21%；其中，为华润集团的联营公司提供借款担保17.64亿元，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437.30亿元（主要系华润置地为购买其物业的购买方提供银行贷款担保）。

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

截至2020年3月底，公司本部获得银行授信总额为445亿元，其中尚未使用额度为262亿元；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

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，有息债务全部为公开市场发行的长期债券，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2019年底，母公司资产总额973.09亿元，其中流动资产372.16亿元（占38.25%），非流动资产600.93亿元（占61.75%）；流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为17.81亿元和349.64亿元；非流动资产主要是长期股权投资518.38亿元和其他非流动资产73.33亿元。

截至2019年底，母公司负债合计505.62亿元，其中流动负债51.45亿元，非流动负债454.17亿元（占89.73%）；流动负债以其他应付款为主，合计51.39亿元；非流动负债以应付债券为主，应付债券为454.17亿元。2019

年底，母公司有息债务454.17亿元，全部为长期债务。母公司资产负债率为51.96%。

截至2019年底，母公司所有者权益合计467.47亿元，较上年底增长36.98%，主要系公司发行100.00亿元的永续中票所致。其中，实收资本164.67亿元，资本公积163.90亿元，其他综合收益1.40亿元，盈余公积21.21亿元，未分配利润16.29亿元。

盈利能力方面，2019年，母公司实现营业收入35.85万元，期间费用24.01亿元，投资收益49.62亿元，营业利润25.61亿元。2019年，母公司利润总额24.12亿元。

2019年，母公司经营活动现金流量净额为-10.01亿元；投资活动现金流量净额为-133.69亿元，其中取得投资收益收到的现金为45.61亿元；筹资活动现金流量净额为146.60亿元。

九、本期中期票据偿债能力分析

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，本期中期票据的发行对现有债务影响小，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。

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20亿元，占2020年3月底全部债务的0.32%，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2020年3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69.25%、54.09%和33.72%，考虑到本期中期票据募集资金用于偿还公司有息债务及置换偿债自筹资金，本期中期票据发行后，上述指标变动不大。

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48.67倍、51.46倍和53.89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19.75倍、34.61倍和44.32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。

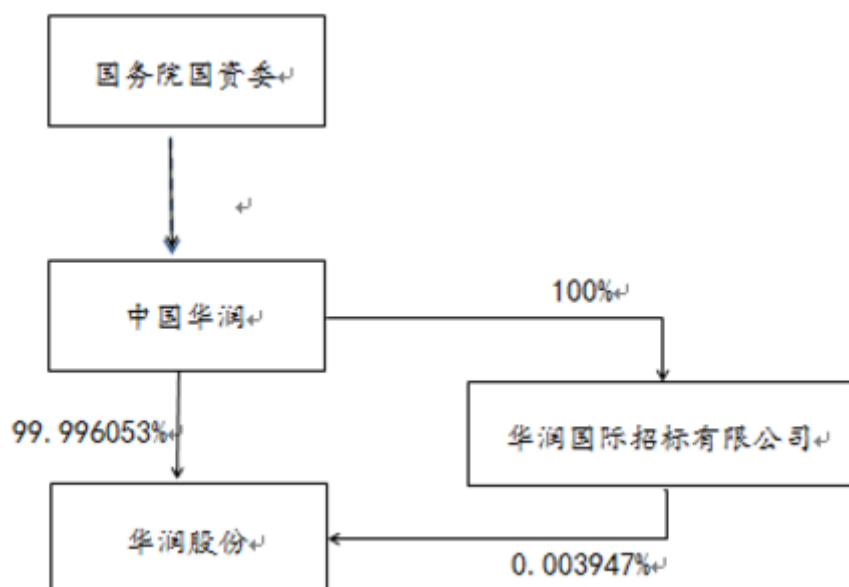
十、结论

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大型中央直属企业，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。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、短期偿债能力极强。

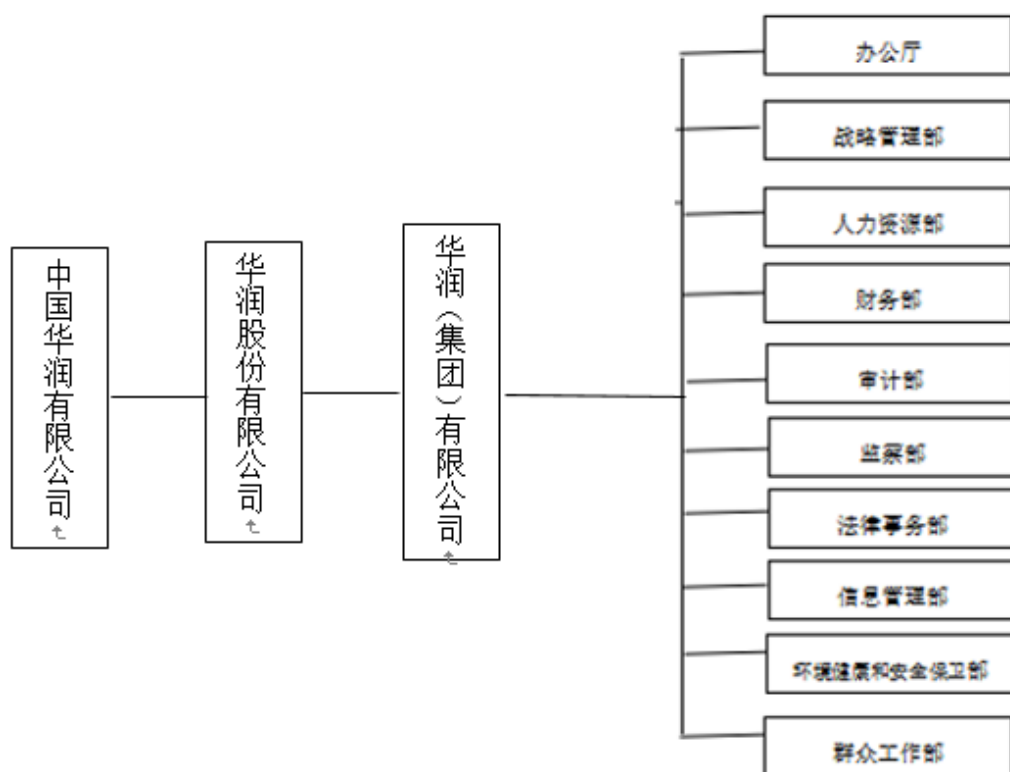
本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时，赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小。本期中期票据的发行对公司现有债务影响小。公司EBITDA及经营活动现金流量净额对本期中期票据保障程度高。

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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1287.16	1922.09	1761.30	1963.18
资产总额(亿元)	12338.18	14579.84	16459.52	17224.92
所有者权益(亿元)	3676.90	4085.83	5262.76	5296.93
短期债务(亿元)	2733.39	3108.75	2992.76	3545.01
长期债务(亿元)	1946.98	2280.45	2607.73	2695.08
全部债务(亿元)	4680.37	5389.20	5600.49	6240.09
营业收入(亿元)	5554.73	6084.72	6544.23	1220.26
利润总额(亿元)	651.49	663.93	742.15	95.19
EBITDA(亿元)	973.44	1029.27	1077.78	--
经营性净现金流(亿元)	395.07	692.18	886.36	-384.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.24	8.69	9.05	--
存货周转次数(次)	1.62	1.37	1.23	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.45	0.42	--
现金收入比(%)	102.04	103.71	103.50	111.17
营业利润率(%)	24.45	26.29	25.16	23.19
总资本收益率(%)	5.81	5.95	5.77	--
净资产收益率(%)	10.54	11.11	10.01	--
长期债务资本化比率(%)	34.62	35.82	33.13	33.72
全部债务资本化比率(%)	56.00	56.88	51.55	54.09
资产负债率(%)	70.20	71.98	68.03	69.25
流动比率(%)	101.72	105.22	113.55	112.64
速动比率(%)	59.86	61.07	64.81	64.82
经营现金流动负债比(%)	6.08	8.65	10.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.18	6.57	6.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.81	5.24	5.20	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限部分；其他流动负债中的有息债务已计入短期债务；2019 年底及 2020 年 3 月底所有者权益中包含 100.00 亿元永续债券

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	61.01	24.91	22.32	40.98
资产总额(亿元)	870.79	791.29	973.09	960.63
所有者权益(亿元)	441.17	341.28	467.47	462.25
短期债务(亿元)	59.95	99.98	0.00	110.00
长期债务(亿元)	294.44	264.29	454.17	344.17
全部债务(亿元)	354.40	364.27	454.17	454.17
营业收入(亿元)	--	0.00	0.00	0.00
利润总额(亿元)	167.64	-12.64	24.12	-4.88
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-12.86	-6.31	-10.01	-3.83
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	0.00
营业利润率(%)	--	-677.39	-53.14	-70.91
总资本收益率(%)	9.99	-1.40	4.56	--
净资产收益率(%)	18.01	-2.89	5.16	--
长期债务资本化比率(%)	40.03	43.64	49.28	42.68
全部债务资本化比率(%)	44.55	51.63	49.28	49.56
资产负债率(%)	49.34	56.87	51.96	51.88
流动比率(%)	253.00	132.29	723.34	250.19
速动比率(%)	253.00	132.29	723.34	250.19
经营现金流流动负债比(%)	-9.54	-3.40	-19.45	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	-
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计，2019 年底及 2020 年 3 月底所有者权益中包含 100.00 亿元永续债券

附件 3 同行业企业对比数据

发行人	华侨城集团有限公司	山东省鲁信投资控股集团有限公司	华润股份有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA
企业性质	中央直属企业	地方国企	中央直属企业
综合毛利率（%）	32.24	35.73	28.42
销售债权周转次数（次）	9.32	14.74	9.05
财务数据时点	2019 年		
资产总额（亿元）	5525.45	2015.58	16459.52
所有者权益（亿元）	1665.53	667.01	5262.76
营业收入（亿元）	1309.82	122.85	6544.23
利润总额（亿元）	239.20	23.65	742.15
经营活动现金流净额（亿元）	-123.89	-624.13	886.36
资产负债率（%）	69.86	66.91	68.03

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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

2020 年度第一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，联合资信将就该事项进行必要调查，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。