

信用评级公告

联合〔2022〕7273

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“21 华润 MTN001”“21 华润 MTN002”“20 华润 MTN001”“19 华润 MTN009”“19 华润 MTN008”“19 华润 MTN007”“19 华润 MTN006”“19 华润 MTN003B”“19 华润 MTN002”“19 华润 MTN001”“18 华润 MTN001”“18 华润 MTN002”“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。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十七日

华润股份有限公司 2022 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
21 华润 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
21 华润 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 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 MTN006	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
18 华润 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 华润 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
09 华润债 02	AAA	稳定	AAA	稳定
08 华润债 02	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
21 华润 MTN002	20.00	20.00	2026-10-13
21 华润 MTN001	20.00	20.00	2026-09-24
20 华润 MTN001	20.00	20.00	2023-08-19
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 MTN006	10.00	10.00	2024-09-20
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
18 华润 MTN002	20.00	20.00	2023-07-26
18 华润 MTN001	20.00	20.00	2023-04-23
09 华润债 02	20.00	20.00	2024-05-08
08 华润债 02	25.00	25.00	2023-08-06

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；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

评级时间：2022 年 7 月 27 日

评级观点

华润股份有限公司（以下简称“华润股份”或“公司”）是以大消费、大健康、综合能源、产业金融、城市建设运营、科技及新兴产业为主业的中央直属大型集团企业，整体规模优势明显。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。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，煤炭等成本上升给电力业务带来成本压力，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。

“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。

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“21 华润 MTN001”“21 华润 MTN002”“20 华润 MTN001”“19 华润 MTN009”“19 华润 MTN008”“19 华润 MTN007”“19 华润 MTN006”“19 华润 MTN003B”“19 华润 MTN002”“19 华润 MTN001”“18 华润 MTN001”“18 华润 MTN002”“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. **公司资源整合能力和规模优势突出。**公司是以大消费、大健康、综合能源、产业金融、城市建设运营、科技及新兴产业为主业的大型央企，拥有多个著名消费品牌，资源整合能力和规模优势突出。
2. **旗下主要上市子公司盈利能力强，公司持有的上市公司股票市值高。**跟踪期内，公司旗下主要上市子公司行业地位高，经营稳健，盈利能力强。截至 2022 年 6 月底，公司持有多家上市子公司（包括华润电力、华润置地、华润啤酒、华润医药、华润燃气、华润水泥控股等）股票市值高。
3. **跟踪期内，公司财务状况稳健。**2021 年底，公司资产和权益规模较上年底保持增长，债务负担正常。2021 年公司实现利润总额为 813.02 亿元，同比稳步增长，经营活动产生的现金保持净流入状态。

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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：刘祎烜 候珍珍

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

关注

1. 公司地产类存货占比高，受地产调控政策影响地产项目销售情况存在不确定性。截至 2021 年底，公司存货中房地产开发成本（3581.25 亿元）和房地产开发产品（430.59 亿元）占比高，受地产调控政策影响地产项目销售情况存在不确定性。
2. 煤炭燃料价格上升给能源板块带来成本上涨压力。受煤炭燃料价格上升的影响，2021 年，华润电力经营利润为 54.79 亿港元，较 2020 年的 140.93 亿港元减少 61.1%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	1965.87	2405.12	2685.46	2797.64
资产总额（亿元）	16459.52	18302.71	20598.31	21338.19
所有者权益（亿元）	5262.76	5999.36	6659.49	6912.60
短期债务（亿元）	2992.76	3697.26	4599.74	4856.82
长期债务（亿元）	2607.73	2562.81	2934.78	3226.45
全部债务（亿元）	5600.49	6260.07	7534.52	8083.27
营业总收入（亿元）	6544.23	6861.35	7714.85	1722.97
利润总额（亿元）	742.15	812.14	813.02	179.03
EBITDA（亿元）	1077.78	1143.84	1246.74	--
经营性净现金流（亿元）	886.36	922.05	527.37	-324.53
营业利润率（%）	25.16	24.68	21.72	21.53
净资产收益率（%）	10.01	9.88	9.04	--
资产负债率（%）	68.03	67.22	67.67	67.60
全部债务资本化比率（%）	51.55	51.06	53.08	53.90
流动比率（%）	113.55	109.67	107.22	111.50
经营现金流动负债比（%）	10.59	9.76	5.00	--
现金短期债务比（倍）	0.66	0.65	0.58	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	6.55	7.32	7.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.20	5.47	6.04	--

公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	973.09	1099.40	1257.25	1273.10
所有者权益（亿元）	467.47	536.69	514.18	510.00
全部债务（亿元）	454.17	474.43	524.99	544.90
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.01	0.00
利润总额（亿元）	24.12	73.04	-20.05	-4.18
资产负债率（%）	51.96	51.18	59.10	59.94
全部债务资本化比率（%）	49.28	46.92	50.52	51.65
流动比率（%）	723.34	198.16	120.41	134.72
经营现金流动负债比（%）	-19.45	-5.62	-2.33	--

中国华润（担保方）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	16179.72	17988.90	20211.09	--
所有者权益（亿元）	4933.23	5636.95	6256.68	--
营业总收入（亿元）	6546.29	6861.21	7714.67	--

利润总额（亿元）	725.78	809.71	811.67	--
资产负债率（%）	69.51	68.66	69.04	--
流动比率（%）	110.12	105.95	103.53	--
经营现金流动负债比（%）	10.62	9.72	5.00	--

注：公司 2022 年一季度财务数据未经审计；公司全部债务未包括计入其他权益工具的三支永续债券“19 华润 MTN007”、“19 华润 MTN008”和“19 华润 MTN009”（合计 100 亿元）

资料来源：公司提供、联合资信根据公司和担保方审计报告和财务报告整理

评级历史：见附件

声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

五、本报告系联合资信接受华润股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

华润股份有限公司 2022 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99.984%,其余四家股东各以现金出资,占出资总额的0.004%。

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2022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99.996%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。公司实际控制人为国务院国资委。

公司及子公司主要从事食品、能源、地产、水泥、医药、电力、仓储运输、金融方面的投资;对商业零售企业的投资与管理;轻纺织品、建筑材料产品的生产;物业管理;民用建筑工程的施工,民用建筑工程的外装修及室内装修;以及技术交流。跟踪期内,公司经营范围未发

生变化。

截至2021年底,公司合并资产总额20598.31亿元,所有者权益6659.49亿元(含少数股东权益3289.44亿元);2021年,公司实现营业总收入7714.85亿元,利润总额813.02亿元。

截至2022年3月底,公司合并资产总额21338.19亿元,所有者权益6912.60亿元(含少数股东权益3457.57亿元);2022年1—3月,公司实现营业总收入1722.97亿元,利润总额179.03亿元。

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

公司由联合资信评级的存续债券如下表所示,债券余额合计345.00亿元,其中普通债券余额200.00亿元,担保债券余额45.00亿元,永续债券余额100.00亿元。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;除“21 华润 MTN001”和“21 华润 MTN002”未到付息日,其余存续债券已正常付息。

表1 由联合资信评级的公司债券情况

(单位:亿元)

债券简称	债券余额	起息日期	到期兑付日
21 华润 MTN002	20.00	2021-10-13	2026-10-13
21 华润 MTN001	20.00	2021-09-24	2026-09-24
20 华润 MTN001	20.00	2020-08-19	2023-08-19
19 华润 MTN009	35.00	2019-11-20	2022-11-20
19 华润 MTN008	35.00	2019-11-08	2022-11-08
19 华润 MTN007	30.00	2019-10-28	2022-10-28
19 华润 MTN006	10.00	2019-09-20	2024-09-20
19 华润 MTN003B	30.00	2019-03-01	2024-03-01
19 华润 MTN002	30.00	2019-01-23	2024-01-23
19 华润 MTN001	30.00	2019-01-16	2024-01-16
18 华润 MTN002	20.00	2018-07-26	2023-07-26
18 华润 MTN001	20.00	2018-04-23	2023-04-23

09 华润债 02	20.00	2009-05-08	2024-05-08
08 华润债 02	25.00	2008-08-06	2023-08-06
合计	345.00		

注：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

公司存续期债券中，永续中期票据包括“19 华润 MTN007”“19 华润 MTN008”和“19 华润 MTN009”，债券余额合计 100.00 亿元，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。

(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。

担保债券“08 华润债 02”和“09 华润债 02”，债券余额合计 45.00 亿元，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回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60

一般公共预算收入增速(%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速(%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率(%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速(%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238

亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运

行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 房地产行业

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12

万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 零售行业

2021 年实体零售企业持续受疫情影响，大型连锁超市企业经营业绩同比显著下降，部分企业出现亏损。百货、购物中心等业态经营情况有所好转，但部分企业经营业绩仍同比下降，线上消费仍为重要渠道之一。

2021 年，社会消费品零售总额 440823 亿

元,比上年增长12.5%。按经营地统计,城镇消费品零售额381558亿元,增长12.5%;乡村消费品零售额59265亿元,增长12.1%。按消费类型统计,商品零售额393928亿元,增长11.8%;餐饮收入额46895亿元,增长18.6%。

全年限额以上单位商品零售额中,粮油、食品类零售额比上年增长10.8%,饮料类增长20.4%,烟酒类增长21.2%,服装、鞋帽、针纺织品类增长12.7%,化妆品类增长14.0%,金银珠宝类增长29.8%,日用品类增长14.4%,家用电器和音像器材类增长10.0%,中西药品类增长9.9%,文化办公用品类增长18.8%,家具类增长14.5%,通讯器材类增长14.6%,建筑及装潢材料类增长20.4%,石油及制品类增长21.2%,汽车类增长7.6%。

分季度看,2021年一季度,社会消费品零售总额同比呈增长趋势,峰值为同比增长34.2%,二季度开始,社会消费品零售总额同比增速持续下降,到2022年3月初,受新一轮疫情影响,社会消费品零售总额呈同比减少趋势。

图1 社会零售总额分月同比增速(单位: %)



资料来源: Wind

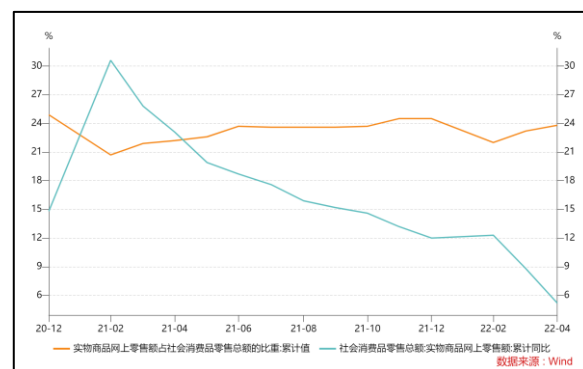
新冠肺炎疫情冲击下,首当其冲的是实体零售企业,网上零售虽也受到冲击,但增速始终维持正增长。受居家隔离、餐饮停业、农贸市场关停、社区团购兴起等多种因素驱动,大型连锁超市企业2021年经营下滑显著,部分企业出现亏损。2021年,超市龙头企业永辉超市实现营业收入和净利润分别为910.62亿元和-44.22亿元,同比分别下降2.29%和371.87%。

家家悦实现营业收入和净利润分别为174.33亿元和-3.54亿元,同比分别增长4.52%和下降188.11%。

百货、购物中心、奥莱业态在疫情暂缓期间保持一定规模客流,部分企业经营业绩好于同期。2021年,百货龙头企业王府井实现营业收入和净利润分别为127.53亿元和13.78亿元,同比分别增长10.55%和218.05%。百联股份实现营业收入和净利润分别为346.50亿元和6.33亿元,同比分别下降1.62%和17.00%。

线上渠道方面,在疫情影响下居民外出意愿下降,加速居民电商消费习惯培养,直播电商、社区团购等新业态快速兴起,行业内竞争激烈程度快速提升。全年实物商品网上零售额108042亿元,按可比口径计算,比上年增长12.0%,增速同比有所下降,占社会消费品零售总额的比重为24.5%。

图2 近年来线上商品渗透率(单位: %)



资料来源: Wind

2022年一季度,社会消费品零售总额108659亿元,同比增长3.3%。按消费类型分,一季度商品零售98006亿元,同比增长3.6%;餐饮收入10653亿元,增长0.5%。3月份,商品零售31298亿元,同比下降2.1%;餐饮收入2935亿元,下降16.4%。一季度,全国网上零售额30120亿元,同比增长6.6%。受2022年二季度以来多地疫情爆发影响,全年实体零售行业企业经营承压。

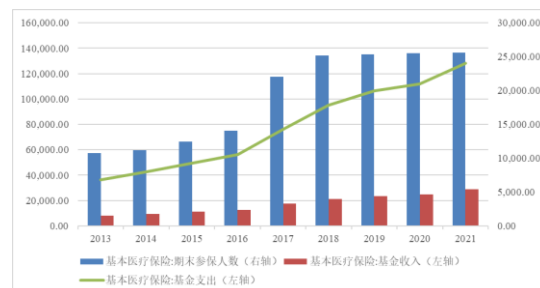
3. 医药制造行业

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，各层级医疗机构日常诊疗活动减少，药品终端销售市场规模近年来首次出现负增长，但随着人均可支配收入增长、人口老龄化趋势逐年加重以及医保收入和参保人数增加，中国医药需求仍保持稳健。2021 年以来，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，医药制造业企业营业收入和利润总额均大幅增长。

医药制造行业与生命健康息息相关，其下游需求主要与人口数量、老龄化程度及疾病演变等因素相关。近年来，全国居民人均可支配收入已由 2018 年的 28228 元增长至 2021 年的 35128 元，消费升级加速；与此同时，截至第七次全国人口普查（普查标准时点为 2020 年 11 月 1 日 0 时），中国 60 周岁以上人口已达 2.64 亿，占总人口的 18.70%，较 2019 年底增加了 0.10 亿，人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度化常态化等多种政策的推行，医保收支结构逐步优化，控费成效显著。虽然基本医疗保险基金收入增长速度于 2017 年达到峰值后逐年放缓，但基金收入和基本医疗保险参保人数依然逐年增加，医药消费的基本盘仍然稳健。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公立医院以及公立基层医疗机构日常诊疗活动减少，医疗机构总诊疗人次由 2019 年的 87.20 亿次下降至 2020 年的 77.40 亿次，中国药品终端销售市场规模同比下降 8.45%，从 2019 年的 17955 亿元下降至 2020 年的 16437 亿元，为近年来首次负增长。2021 年随着新冠疫情防控常态化，医药行业有所复苏，2021 年医疗机构总诊疗人次为 85.30 亿人

次，药品终端销售市场规模同比增长 7.97%，达 17747 亿元。

图 3 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况（单位：亿元、万人）



资料来源：Wind、联合资信整理

受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响，近年来医药制造业收入和利润出现小幅波动。2020 年，规模以上医药制造业营业收入为 25053.57 亿元，同比增长 4.50%，利润总额为 3693.40 亿元，同比增长 12.80%，营业收入增速有所放缓，但利润总额增速有所上升，主要系新冠肺炎疫情相关高毛利企业占比增加所致。2021 年，医药行业盈利水平逐渐从新冠肺炎疫情的影响中恢复，全国规模以上医药制造业实现营业收入人民币 29288.5 亿元，同比增长 20.1%，实现利润总额 6271.4 亿元，同比增长 77.9%。

4. 电力行业

(1) 行业概况¹

伴随经济快速复苏，2021 年，全国电力投资完成额及发电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，替代作用日益突显。

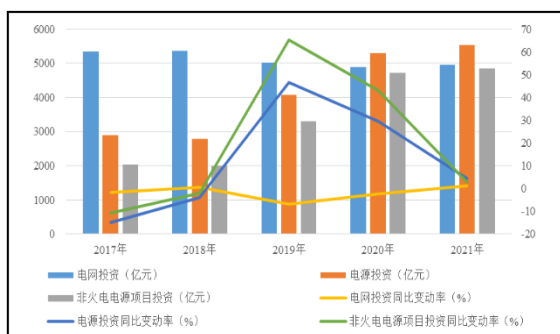
近年来，我国电网建设保持较大投资规模，2021 年作为“十四五”开局之年，电网工程建设完成投资 4951 亿元，同比增长 1.12%；其中建成投运 3 条特高压工程，将有效提升跨省资源配置能力。受电力需求增长以及电源结

¹ 电力行业数据主要来自中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）和北极星电力网，并已根据历年统计报告中的期

初数据追溯调整上年度期末数据

构调整等政策导向影响，我国电源工程投资整体保持快速增长趋势，并逐步超过电网建设投资，2021年为5530亿元，同比增长4.5%，增速回落主要由于前期受补贴退坡引发抢装潮影响，风电项目投资基数较大。2019—2021年，风电项目投资占电源工程投资的比重分别为37.99%、50.13%和44.81%。

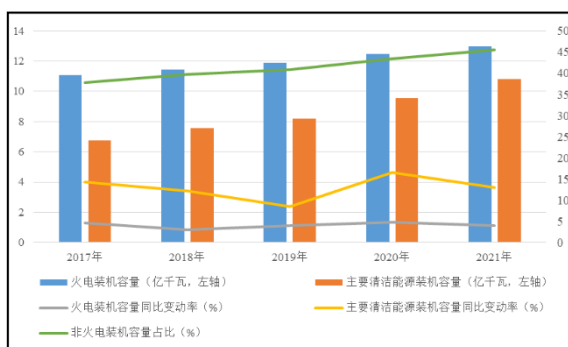
图4 近年中国电源及电网投资情况



资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

装机容量方面，2021年，全国新增发电装机容量176290兆瓦。其中，受“双控”和“双碳”政策限制，火电新增装机容量同比减少10320兆瓦；在平价上网引发抢装潮背景下，由于新增陆上风电已于2021年实现平价上网，当期增量同比明显缩减，而海上风电将于2022年实现平价上网，但建设难度较大导致增幅有限，受此影响，风电新增装机容量同比减少24540兆瓦。截至2021年底，全国全口径发电设备装机容量23.77亿千瓦，较上年底增长7.94%。其中，全口径非化石能源发电装机容量占全口径发电装机容量的比重为47.0%，首次超过煤电装机规模。

图5 近年中国发电装机容量变动情况

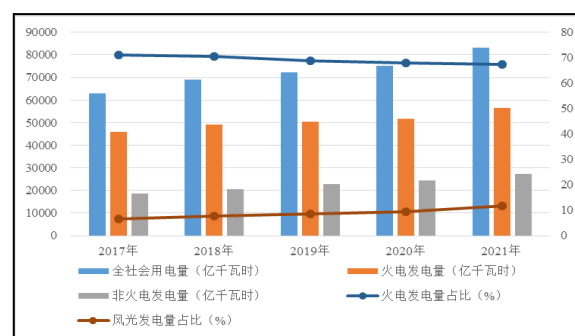


资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

用电需求方面，2021年，全社会用电量8.3万亿千瓦时，同比增长10.52%，较2019年同期增长14.7%。受经济整体回暖、外贸出口拉动等因素影响，以及新冠肺炎疫情导致用电量增速低基数效应，电力消费大幅回升。受到经济持续稳定恢复和第二产业用电增长的拉动，2021年一季度全社会用电量较快增长，拉动全年用电量同比增长4.5个百分点，较2019年同期增长14.4%。受能耗双控和坚决遏制“两高”项目盲目发展政策、同期基数抬升等因素影响，季度用电增速呈现“前高后低”态势。此外，全社会用电量保持平稳增长同时，电力消费结构正日益优化。第二产业用电比重逐步收缩，第一产业、第三产业比重略微扩大。随着乡村用电条件持续改善，高技术及装备制造业、充换电服务业、新兴服务业等进一步快速发展和城乡居民生活水平的提高，用电结构将进一步向第一和第三产业倾斜。

发电机组运行方面，2021年，全国发电设备利用小时数为3817小时，同比提高61小时，除水电因来水情况波动影响利用小时有所下降外，其他电源利用小时均同比提升。伴随装机容量的增长以及用电需求的大幅回升，全国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2021年，全国全口径发电量8.38万亿千瓦时，同比增长9.84%。其中，火电在发电量中占比逐年下降，2021年约为67%，短期内仍发挥重要的压舱石作用；同期，风电和太阳能发电发展迅速，2021年发电量合计占比首次超过10%。

图6 中国发电量、用电量情况



资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

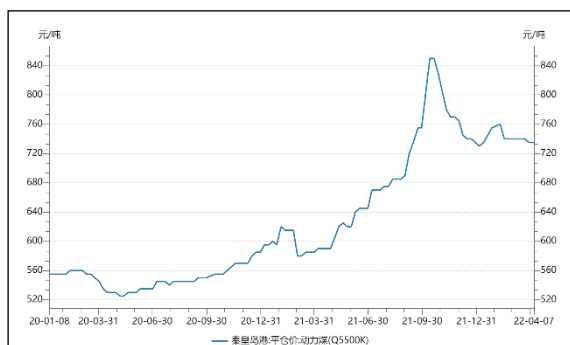
（2）行业关注及政策调整

近年来，煤炭价格受供需影响波动较大，2021年，煤炭价格大幅上涨致使煤电全行业成本控制压力剧增。随着碳减排政策的陆续出台，电源结构将加速调整，火电调峰作用逐步突显。

煤炭价格及供需波动

2020年下半年以来，在安全检查、大秦铁路检修、疫情防控导致的交通管制、进口煤限制等多重因素影响下，我国煤炭产量增速放缓，进口煤量同比下降。煤炭供不应求导致其价格快速大幅拉升，进而严重激化煤、电价格矛盾。对此，我国政府采取一系列措施，如优先确保发电供热用户的长协合同资源及履约情况、鼓励符合条件的煤矿核增生产能力、将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大为上下浮动原则上均不超过20%等，增强煤炭保供、加强成本传导。在多重政策引导下，2021年四季度，煤炭价格有所回落，但仍保持较高水平。2022年2月，国家发展改革委进一步印发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》（发改价格〔2022〕303号），明确了动力煤中长期交易价格的合理区间²，并明令限制哄抬价格行为，预计2022年动力煤价格或将得以有效控制以缓和火电企业亏损问题。

图7 秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

限电问题有所改善

国家陆续出台《关于做好风电、光伏发电

全额保障性收购管理工作的通知》《解决弃水弃风弃光问题实施方案》等相关政策，以平衡可再生能源发电量，保障其机组利用水平。电网公司也采取多种技术和运行管理措施，不断提升系统调节能力，优化调度运行，使可再生能源利用率提升，弃电问题得以缓解。2021年，全国全年弃风电量约206亿千瓦时，弃光电量约68亿千瓦时，弃水电量约175亿千瓦时，分别约占风电、光伏和水电发电量的3.14%、2.08%和1.31%。

碳减排政策

2020年9月，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一，要力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。生态环境部也陆续发布碳排放交易相关文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。此外，2021年10月，国家发展改革委、国家能源局发布《全国煤电机组改造升级实施方案》，明确要求新建机组类型及压降煤耗标准，不断推进煤电机组灵活性改造。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比有望持续提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022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

² 秦皇岛港下水煤（5500千卡）价格合理区间为每吨570~770元，山西、陕西、蒙西煤炭（5500千卡）出矿环节价格合理区间分别为每吨370~570元、320~520元、260~460元，蒙东煤炭

（3500千卡）出矿环节价格合理区间为每吨200~300元

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大消费、大健康、综合能源、产业金融、城市建设运营、科技及新兴产业为主业，拥有雪花、怡宝、华润万家、万象城、999、双鹤、东阿阿胶、江中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 0836.HK）、华润置地有限公司（下称“华润置地”，股票代码 1109.HK）、华润啤酒（控股）有限公司（下称“华润啤酒”，股票代码 0291.HK）、华润医药集团有限公司（下称“华润医药”，股票代码 3320.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 1193.HK）、华润水泥控股有限公司（下称“华润水泥控股”，股票代码 1313.HK）等多家上市公司。截至 2022 年 6 月底，公司持有多家上市子公司，股票市值高。

表 3 公司旗下主要上市公司 2021 年概况（单位：人民币亿元）

子公司 证券简称	截至 2021 年底 第一大股东持 股比例（%）	截至 2021 年底			2021 年		记账本位币
		资产总额	负债	资产负债 率（%）	营业总收入/ 营业额	净利润	
华润电力	62.93	2873.55	1803.04	62.75	908.61	15.93	HKD
华润置地	59.51	9498.04	6577.28	69.25	2128.27	324.01	CNY
华润啤酒	51.67	510.53	265.64	52.03	343.93	45.87	CNY
华润医药	53.05	2485.62	1535.78	61.79	2376.55	37.69	HKD
华润燃气	60.84	1061.36	520.99	49.09	793.90	63.95	HKD
华润水泥控股	68.63	791.49	235.08	29.70	443.56	77.67	HKD
公司（合 并）	--	20598.31	13938.82	67.67	7714.85	602.29	CNY

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. 对华润水泥控股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. 企业信用记录

根据企业提供的《企业信用记录》，截至 2022 年 7 月 2 日，公司本部未结清业务无不良和关注类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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，跟踪期内，公司原董事马璐、乔保平不再担任公司董事，新增公司董事王崔军，上述人员变动属于公司日常经营管理正常变动，不会对公司产生不利影响。

八、经营分析

1. 经营概况

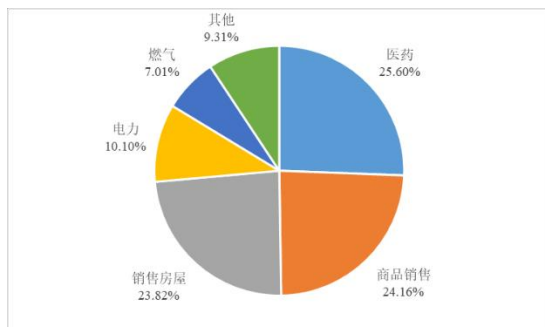
跟踪期内，公司营业总收入及各主要业务板块收入均有所增长，营业利润率略有下降。

跟踪期内，公司经营业务涉及商品销售、医药、房地产、电力、燃气等行业。

2021年，公司实现营业总收入7714.85亿元，同比增长12.44%；营业利润率为21.72%，同比下降2.97个百分点；利润总额813.02亿元，同比变化不大。公司医药业务、商品销售、房地产、电力、燃气业务收入分别同比增长6.65%、4.59%、15.79%、23.66%和35.47%。

2022年1—3月，公司实现营业收入1722.97亿元，同比增长7.96%；营业利润率为21.53%，同比下降1.78个百分点；实现利润总额179.03亿元，同比下降3.30%。

图8 2021年公司收入构成情况



注：其他包括提供劳务、租赁、利息输入、建造合同、信托业务等收入。

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。

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。2021年，华润啤酒营业收入同比增长6.2%至人民币333.87亿元；除税前溢利62亿元。

2021年，啤酒行业市场份额未恢复至2019年疫情前水平，华润啤酒采取多项销售措施，扩展销售渠道，啤酒销量较2020年下降0.4%至110.56亿升，基本持平。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。2021年，次高档啤酒销量同比增长27.8%至18.66亿升，其中雪花

勇闯天涯superX、喜力等同比实现增长。2021年，华润啤酒适度调整销售价格，以抵消原材料、包装物等成本上升影响，平均销售价格提升6.6%，毛利率提升0.8个百分点至39.2%。

2021年，华润啤酒持续推进优化产能，年内已停运5家啤酒厂。截至2021年底，华润啤酒在中国内地24个省、市、区经营65家啤酒厂，年产能约182.00亿升。

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

公司医药板块涵盖制药、分销、零售，跟踪期内，公司加大研发投入，通过并购进入新产品领域，医药板块收入有所增长，毛利率略有下降，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”，股票代码“3320.HK”），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。

2021年，华润医药加大研发投入，加快新领域布局，经营业绩实现恢复性增长。2021年实现营业额2368.06亿港元，同比增长18.2%，净利润为66.47亿港元，同比增长24.9%，华润医药收入主要源于制药、医药分销和药品零售3个板块，分别贡献收入的14.9%、81.9%及3.2%。受医药分销业务毛利率下降影响，公司医药业务综合毛利率同比减少1.2个百分点至14.9%。

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%）、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%）、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%）和华润博雅生物制药集团股份有限公司（前身为博雅生物制药集团股份有限公司，以下简称“华润博雅生物”，300294.SZ，通过下属公司持股28.86%）等5家上市公司和华润医药商业集团有限公司（医药流通业务）。

制药业务方面：2021年，华润医药共生产615种产品，其中335种产品进入了国家医保目录，145个产品在基本目录内。2021年，制药业务分部收入同比增长19.9%；制药业务毛利率57.6%，同比下降2.9个百分点，主要系带量采购和产品结构变化等共同影响所致。制药板块中，处方药品实现营业收入193.65亿港元，同比上升11.9%，主要受疫情缓解，医疗终端收入实现恢复性增长影响，抗肿瘤、降糖业务收入增幅显著。自我诊疗业务（CHC：主要为非处方

药及保健品)实现营业额167.33亿港元,同比增长31.5%,主要系阿胶系列产品、儿科、感冒等业务收入同比大幅上升。生物药业务收入同比上升176.7%至4.39亿港元,主要系完成对华润博雅生物的并购所致。2021年,制药业务中,化药、中药、生物药及其他产品贡献收入占比分别为41.6%、49.4%、1.1%和7.9%。

医药商业方面:医药分销业务分部收入同比增长17.9%;毛利率6.2%,较上年同期下降0.9个百分点,主要系疫情缓解,毛利率水平较高的防疫物资出口业务减少所致。截至2021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9421家,基层医疗机构将近7万家,拥有物流中心208个,在北京和上海设有物流总仓。

医药零售业务方面,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801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211家,DTP业务收入增速较快,但毛利率较低;医药零售收入76.05亿港元,同比增加17.6%,主要系高值药品直送业务(DTP)收入增速较快;毛利率9.2%,同比下降1.1个百分点。

华润医药持续加大研发投入,2021年,研发总支出约20.71亿港元,同比(14.98亿港元)增长幅度较大。2021年,华润医药在研项目超过200个,新药项目超过70个,主要涉及肿瘤、免疫、代谢和内分泌、呼吸系统、血液、心血管、中药经典名方等领域。截至2021年底,华润医药共有3个获国家认证的工程技术研究中心、四个获国家认证的企业技术中心,以及20个获省市级认证的研究中心,并设有博士后科研工作站,研发人员1280名。

并购方面:2021年11月,华润医药控股完成收购上市公司华润博雅生物发行的78,308,575股股份。交易完成后,华润医药共持华润博雅生物147,640,553股股份,占华润博雅生物总股本约28.86%,并持有40.01%的表决

权,华润医药成为华润博雅生物的控股股东。此次成功收购后,华润医药进入血液制品领域。

2021年7月,华润医药公告购买永泰生物制药有限公司(以下简称“永泰生物”)共计10%已发行股本51,458,400股。交易完成后,华润医药成为永泰生物的主要股东之一。细胞免疫治疗是肿瘤治疗未来重要发展方向,拥有广阔市场前景,通过投资永泰生物,华润医药完成对细胞免疫治疗领域的战略布局。

2021年9月,江中药业公告已通过公开摘牌以及增资方式取得晋城海斯制药有限公司(以下简称“海斯制药”)51%的股权。海斯制药主要从事化学药的研制,核心产品有“贝飞达”双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊、雷贝拉唑肠溶片等,“贝飞达”为国家基药目录和国家医保目录产品。

(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,公司电力业务售电量、营业额保持增长,风电、光伏等可再生能源装机占比继续提升;但受燃料成本上升带来的成本压力,火电业务亏损,经营利润大幅减少。燃气业务不断拓展特许经营区域,燃气销售量和营业额保持增长,经营性现金流保持大额净流入。

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。

2021年,华润电力营业额为898.00亿港元,同比增长29.1%。其中,火电销售和可再生能源销售分别为695.20亿元、202.80亿港元,同比均有所增长。2021年,华润电力经营利润为54.79亿港元,较2020年的140.93亿港元减少61.1%。

主要系附属燃煤电厂单位燃料成本大幅上升所致。由于煤价大幅攀升，虽然各地上网电价均有所上升，仍无法弥补燃料成本上升带来的巨大成本压力。2021年燃煤电厂因燃料成本上升导致严重亏损，可再生能源的迅速发展带动了可再生能源业务盈利大幅上升，弥补了燃煤发电业务的亏损。

截至2021年底，华润电力旗下运营37座燃煤发电厂、141座风电场、31座光伏电站、2座水电站和4座燃气发电厂，合计运营权益装机容量为47997兆瓦（上年底43365兆瓦）。其中，火力发电运营权益装机为32556兆瓦，占比67.8%；2021年，公司新并网2535兆瓦可再生能源权益装机，截至2021年底，风电、水电及光伏发电运营权益装机容量合共15441兆瓦，占总运营权益装机容量约32.2%，较上年提升6.3个百分点，可再生能源占比持续上升。

截至2021年底，华润电力已核准或备案了约1800兆瓦风电和35000兆瓦光伏项目，合共约36800兆瓦。2021年，新投产火电运营权益装机容量为413兆瓦，包括辽宁锦州二期一台660兆瓦热电联产机组（华润电力拥有50%股权），及江苏泰州83兆瓦天然气分布式项目（华润电力拥有100%股权）。

售电量方面，2021年，全社会用电需求增速同比增长，华润电力全年附属电厂售电量为177300吉瓦时，较2020年上升14.4%，其中风电场和光伏电站的售电量分别较2020年显著上涨57.8%和63.2%，附属火电厂售电量上升7.5%。全年运营的风电场满负荷平均利用小时为2464小时，较2020年上升228小时或10.2%，超出全国风电机组平均利用小时232小时。2021年，以市场方式定价的售电量占附属电厂总售电量71.5%，市场电平均电价较标杆上网电价降幅为3.4%，市场电均价较2020年有所回升。售热量方面，2021年，附属电厂售电量同比增加14.4%，售热量同比增加4.1%。

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）。2021年，华润燃气新签约的项目11个，注册项目23个，增加特许经营区域2.4万平方公里。截至2021年底，华润燃气的城市燃气项目总共达266个，分布于中国22个省份，其中包括14个省会城市及3个直辖市。截至2021年底，华润燃气拥有4548.87万户居民用户，35.65万户商业用户和2.84万户工业用户。

2021年，华润燃气燃气业务总销量340.8亿立方米，同比增长17.4%。2021年，华润燃气实现营业收入781.75亿港元，同比增长39.9%。华润燃气毛利率为23.4%，较上年减少3.5个百分点，主要系销售及分销气体燃料及相关产品收入、加气站收入占营业收入的比例由2020的80.3%上升至2021年的82.9%，而毛利率相对较高的接驳收入占比由去年的17.9%下降至15.3%。2021年，华润燃气经营性现金流为83.90亿港元，同比下降2.62%。实现经营溢利104.8亿港元，同比增长22.9%。

（4）房地产及金融

跟踪期内，公司地产业务和金融业务均平稳发展。其中地产板块子公司华润置地在土地获取上仍聚焦一二线高等级城市，土地储备充足；开发销售型签约销售额和销售面积保持增长；购物中心、写字楼、酒店及物业管理业务规模均有所增长。

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。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。

2021年，华润置地实现营业收入2121亿元，同比增长18.1%；净利润374亿元，同比（341亿元）增长。

土地储备方面，华润置地聚焦一二线城市，2021年，华润置地新获取项目61个，新增权益土地储备1107万平方米。其中，一二线城市投资占比90%，并重点在杭州、南京、重庆、长沙、郑州等地获取多个城市级TOD商业综合体项目。截至2021年底，华润置地总土地储备面积6873万平方米，权益土地储备面积4889万平方米，土地储备可保障未来几年的发展需求。

开发销售型业务方面，2021年，随着调控政策和信贷环境持续收紧，消费者购房预期转弱，下半年市场迅速降温，部分房企流动性风险加剧。华润置地持续深耕一二线城市，通过管理开发周期、优化费用投放效率等举措，提升项目周转及回报水平。2021年，华润置地开发销售型业务实现签约额3158亿元，同比增长10.8%；实现签约面积1755万平方米，同比增长23.7%。

表4 华润置地合同销售情况

科目	2019年	2020年	2021年
合同销售金额（十亿元）	242.5	285.0	315.8
合同销售建筑面积（百万平方米）	13.3	14.2	17.6
合同销售均价（万元/平方米）	1.8	2.0	1.8

资料来源：上市公司年度报告

购物中心业务方面，2021年，华润置地购物中心零售额同比增长45%至1072亿元，实现租金收入139亿元，同比增长38.1%。持续加大

对购物中心的投入，9座购物中心开业，新增获取购物中心项目12个。截至2021年底，华润置地在营万象系列购物中心54个，储备项目约61个。

写字楼业务方面，华润置地写字楼业务资产分布一二线城市核心地段。截至2021年底，华润置地在营写字楼23个。华润置地调整写字楼租赁策略，迎合经济转型升级进程中科技及金融行业大宗租赁需求，引入五百强等优质租户，租金收入同比增长20%至19亿元。

其他业务方面，2021年，酒店营业额15.7亿元，较去年同期增加43.9%；酒店平均入住率46.3%，同比下降1.7个百分点；在营酒店面积67万平方米，权益面积58万平方米。物业管理业务覆盖全国100个城市，截至2021年底，合约面积1.96亿平方米，较上年底增加30.3%；2021年物业管理子公司华润万象生活有限公司实现营业收入88.8亿元，同比增加30.9%。

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2021年底，华润信托资产总额330.34亿元，权益总额280.32亿元；2021年实现总收入45.92亿元，同比增长15.48%；归属于母公司净利润34.09亿元，同比增长23.93%。

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2021年底，华润银行资产总额2793.17亿元，总负债2580.14亿元，所有者权益213.03亿元；2021年，华润银行实归属于母公司利润18.44亿元，同比增长8.47%。

（5）水泥业务

跟踪期内，华润水泥控股营业额同比保持增长。水泥销量、产能利用率有所下降，受煤炭、电力等生产成本增加的影响，盈利能力有所下降。

公司水泥业务的经营主体为华润水泥控股，跟踪期内，华润水泥控股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2021年底，华润水泥控股业务主要覆盖广东、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62座混凝土搅拌站，年产能3730万立方米。2021年，水泥、熟料及混凝土对外销量分别同比减少6.8%、减少7.4%及增加10.7%；产能利用率分别为93.6%、100.6%及40.9%（2020年分别为101.1%、112.6%及37.5%）。

2021年，华润水泥控股实现营业收入439.63亿港元，同比增长9.7%。综合毛利率32.1%，较上年减少6.9个百分点，主要系水泥产品受煤炭价格、电力成本增加的影响生产成本增加所致。华润水泥控股净利润63亿元，同比（76亿元）下降。

3. 经营效率

公司整体经营效率指标表现较上年基本持平。

表5 公司经营效率指标

项目	2019年	2020年	2021年
销售债权周转次数（次）	7.97	6.76	6.75
存货周转次数（次）	1.23	1.19	1.33
总资产周转次数（次）	0.42	0.39	0.40
现金收入比（%）	103.50	102.22	101.03

资料来源：联合资信根据审计报告测算

2021年，公司销售债权周转次数分别6.75次，较上年持平；存货周转次数1.33次，较上年有所提升；总资产周转次数0.40次，较上年持平。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021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2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司合并范围二级子公司数量无变化，截至2021年底，公司二级子公司合计11家。

截至2021年底，公司合并资产总额20598.31亿元，所有者权益6659.49亿元（含少数股东权益3289.44亿元）；2021年，公司实现营业总收入7714.85亿元，利润总额813.02亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额21338.19亿元，所有者权益6912.60亿元（含少数股东权益3457.57亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入1722.97亿元，利润总额179.03亿元。

2. 资产质量

2021年底，公司资产规模保持增长，资产结构变化不大；货币资金充足，以地产为主的存货规模大，投资性房地产以成本法计量，资

产受限比例较低，公司整体资产质量良好。
截至 2021 年底，公司合并资产总额 20598.31 亿元，较上年底增长 12.54%。其中，流动资产

占 54.86%，非流动资产占 45.14%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

表 6 2019-2021 年末及 2022 年 3 月底公司资产情况（单位：亿元）

科目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 3 月	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	9501.44	57.73	10355.80	56.58	11300.50	54.86	12074.04	56.58
货币资金	1515.79	15.95	1807.24	17.45	2016.95	17.85	1981.39	16.41
交易性金融资产	409.35	4.31	564.12	5.45	640.23	5.67	773.64	6.41
应收账款	725.38	7.63	790.72	7.64	942.51	8.34	1062.48	8.80
其他应收款（合计）	1001.45	10.54	1081.84	10.45	1147.09	10.15	1176.32	9.74
存货	4078.30	42.92	4256.06	41.10	4541.39	40.19	4776.70	39.56
非流动资产	6958.08	42.27	7946.91	43.42	9297.81	45.14	9264.15	43.42
发放贷款及垫款	600.37	8.63	735.46	9.25	860.59	9.26	784.94	8.47
长期股权投资	1028.99	14.79	1242.79	15.64	1408.99	15.15	1432.51	15.46
投资性房地产	1084.98	15.59	1256.40	15.81	1494.26	16.07	1505.29	16.25
固定资产（合计）	2190.40	31.48	2324.30	29.25	2546.92	27.39	2526.29	27.27
无形资产	323.22	4.65	357.70	4.50	465.87	5.01	456.92	4.93
资产总额	16459.52	100.00	18302.71	100.00	20598.31	100.00	21338.19	100.00

资料来源：联合资信根据财务报告测算

截至 2021 年底，流动资产 11300.50 亿元，较上年底增长 9.12%。公司流动资产主要由货币资金（占 17.85%）、交易性金融资产（占 5.67%）、应收账款（占 8.34%）、其他应收款（合计）（占 10.15%）、存货（占 40.19%）、发放贷款及垫款（一年内到期的贷款及垫款）（占 5.65%）构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 2016.95 亿元，较上年底增长 11.60%。货币资金中有 225.61 亿元受限资金，主要为存放于中央银行的法定准备金（111.77 亿元）和已质押银行结存（113.81 亿元），受限比例较低。

截至 2021 年底，公司交易性金融资产 640.23 亿元，较上年底增长 13.49%，主要系信托及基金投资类理财产品增加所致。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 942.51 亿元，较上年底增长 19.20%，主要系电力、医药业务应收账款增长所致，累计计提坏账 33.80 亿元。

截至 2021 年底，公司其他应收款（合计）

1147.09 亿元，较上年底增长 6.03%；按账龄划分的其他应收款中，1 年以内 843.87 亿元，1-2 年 157.09 亿元，2-3 年 99.94 亿元，3 年以上 44.91 亿元，累计计提其他应收款坏账准备 14.26 亿元。

截至 2021 年底，公司存货账面价值 4541.39 亿元，较上年底增长 6.70%。存货主要由房地产开发成本（3581.25 亿元）、房地产开发产品（430.59 亿元）构成，累计计提跌价准备 68.99 亿元。其中，所有权受到限制的存货账面价值 169.24 亿元。

截至 2021 年底，公司发放贷款及垫款（一年内到期的贷款及垫款）638.67 亿元，较上年底增长 28.55%。

截至 2021 年底，公司非流动资产 9297.81 亿元，较上年底增长 17.00%，公司非流动资产主要由发放贷款及垫款（占 9.26%）、长期股权投资（占 15.15%）、投资性房地产（占 16.07%）、固定资产（占 27.39%）、无形资产（占 5.01%）构成。

截至 2021 年底，公司发放贷款及垫款 860.59 亿元，较上年底增长 17.01%。公司发放贷款及垫款余额共 1559.94 亿元（含一年内到期部分），主要为信用贷款（589.47 亿元）、保证贷款（132.34 亿元）、抵押贷款（576.15 亿元）、质押贷款（135.53 亿元）及承兑汇票；公司计提减值准备 60.68 亿元；逾期金额合计 32.29 亿元。

截至 2021 年底，公司长期股权投资 1408.99 亿元，较上年底增长 13.37%，主要为对联营企业和合营企业投资，累计计提减值准备 35.86 亿元。

截至 2021 年底，公司投资性房地产账面价值 1494.26 亿元，较上年底增长 18.93%，投资性房地产采用成本法模式进行后续计量，期末累计摊销余额 265.45 亿元，累计计提减值准备 33.25 亿元。

截至 2021 年底，公司固定资产账面价值 2546.92 亿元，较上年底增长 9.58%。固定资产主要由房屋和建筑物构成，累计计提折旧 1764.25 亿元，成新率一般。

截至 2021 年底，公司无形资产账面价值 465.87 亿元，较上年底增长 30.24%，主要系工业产权及专有技术、采矿权及探矿权增加所致。公司无形资产主要由土地使用权、工业产权及专有技术、采矿权及探矿权构成，累计摊销 124.54 亿元，计提减值准备 21.06 亿元。

截至 2021 年底，公司商誉账面价值为 392.45 亿元，较上年底（359.69 亿元）有所增长，主要系医药板块并购产生。2021 年，公司计提商誉减值准备 1.82 亿元，主要系受行业环境变动及竞争激烈影响，公司对医药、电力板块计提了商誉减值损失。截至 2021 年底，公司累计计提商誉减值准备 83.10 亿元。

截至 2021 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 1426.72 亿元，较上年底（690.59 亿元）受限资产大幅增长，主要系投资性房地产受限增加所致。受限资产主要包括货币资金（2225.61 亿元）、存货（169.24 亿元）、

投资性房地产（782.35 亿元）、债权投资（133.53 亿元）等，受限资产占资产总额比例为 6.93%。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 21338.19 亿元，较上年底增长 3.59%。其中，流动资产占 56.58%，非流动资产占 43.42%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

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，未分配利润、少数股东权益占比高，权益稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益 6659.49 亿元，较上年底增长 11.00%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 50.61%，少数股东权益占比为 49.39%，公司控股多家上市子公司，少数股东权益占比高。所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.47%、9.90%、-0.26%和 36.01%。少数股东权益、未分配利润占比大，权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 6912.60 亿元，较上年底增长 3.80%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 49.98%，少数股东权益占比为 50.02%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的比例为 2.38%、9.87%、-0.34%和 35.68%。

（2）负债

跟踪期内，公司负债总额持续增长，以流动负债为主。流动负债中，以预售房款为主的合同负债、吸收存款及同业存放款项占比大；非流动负债以银行借款、债券为主。公司有息债务规模继续增长，整体债务负担可控。

截至 2021 年底，公司负债总额 13938.82 亿元，较上年底增长 13.29%。其中，流动负债占 75.61%，非流动负债占 24.39%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 10539.62

亿元，较上年底增长 11.62%。公司流动负债主要由短期借款（占 7.86%）、应付账款（占 13.89%）、其他应付款（占 12.67%）、一年内到期的非流动负债（占 9.17%）、合同负债（占 23.64%）、吸收存款及同业存放（占 16.91%）构成。

截至 2021 年底，公司短期借款 828.21 亿元，较上年底增长 42.67%，以信用借款为主。

截至 2021 年底，公司应付账款 1463.56 亿元，较上年底增长 9.83%，主要为应付工程款及合同合约款和货款等材料款。

截至 2021 年底，公司其他应付款 1335.60 亿元，较上年底增长 12.50%，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房地产（610.02 亿元）、零售、食品及饮品（187.17 亿元）、电力（168.03 亿元）、医药（159.83 亿元）业务形成的往来款构成。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 966.63 亿元，较上年底增长 50.62%，主要为一年内到期的借款和债券。

截至 2021 年底，公司合同负债 2491.14 亿元，较上年底下降 4.69%，主要为预收售房款。

截至 2021 年底，公司吸收存款及同业存放 1782.08 亿元，较上年底增长 14.81%。

截至 2021 年底，公司非流动负债 3399.20 亿元，较上年底增长 18.82%。公司非流动负债主要由长期借款（占 52.53%）、应付债券（占 25.55%）、长期应付款（占 7.04%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 1785.73 亿元，较上年底增长 8.29%。公司长期借款总计 2297.20 亿元，其中一年内到期的长期借款 511.47 亿元，长期借款主要由信用借款（1785.58 亿元）、抵押借款（277.94 亿元）、保证借款（211.09 亿元）构成。

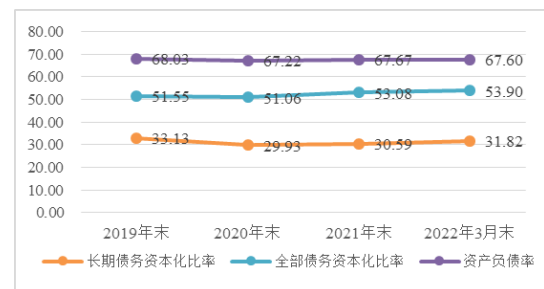
截至 2021 年底，公司应付债券 868.48 亿元，较上年底下降 4.95%。

截至 2021 年底，公司长期应付款 239.39 亿元，较上年底增长 128.95%；主要系华润置地应付集团外股东及联合营公司借款。

截至 2021 年底，公司租赁负债 280.57 亿元，主要为按新租赁准则确认未来支付租金的义务。

截至 2021 年底，公司全部债务 7534.52 亿元，较上年底增长 20.36%。债务结构方面，短期债务占 61.05%，长期债务占 38.95%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 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分别为 67.67%、53.08%和 30.59%，较上年底分别提高 0.45 个百分点、提高 2.02 个百分点和提高 0.66 个百分点，整体债务负担可控。

图 9 2019 - 2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平



注：上述数据均为百分数

资料来源：联合资信根据财务报告整理

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 14425.59 亿元，较上年底增长 3.49%。其中，流动负债占 75.07%，非流动负债占 24.93%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。同期，公司全部债务较上年底增长 7.28% 至 8083.27 亿元，债务指标基本与上年底持平。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，利润总额同比持平，费用控制能力强；减值损失对公司利润形成一定侵蚀，以投资收益为主的非经常损益对利润形成补充。公司整体盈利能力强。

2021 年，公司实现营业收入 7714.85 亿元，同比增长 12.44%；营业成本 5858.53 亿元，同比增长 18.20%；营业利润率为 21.72%，同比下降 2.97 个百分点；利润总额 813.02 亿元，

同比持平。

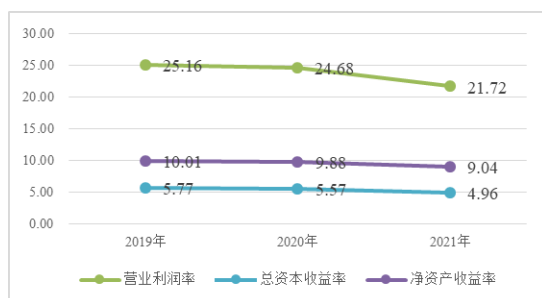
2021 年，公司费用总额为 939.43 亿元，同比增长 3.80%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 59.92%、31.05%、2.90%和 6.13%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 562.89 亿元，同比增长 2.10%；管理费用为 291.72 亿元，同比增长 2.20%；研发费用为 27.28 亿元，同比增长 24.56%；财务费用为 57.55 亿元，同比增长 24.00%，主要系利息增加所致。2021 年，公司期间费用率为 12.18%，同比下降 1.01 个百分点，费用控制能力强。

2021 年，公司实现非经营性损益（投资收益+营业外收入+其他收益）合计 181.53 亿元，同比（165.95 亿元）有所增长，对公司利润总额形成补充。其中，公司实现投资收益 132.25 亿元，同比增长 9.42%，主要为按权益法核算的长期股权投资收益（88.07 亿元），以及金融资产持有期间产生的利息收益以及处置收益；其他收益为 32.10 亿元，同比变化不大，主要为与日常活动相关的政府补助。

2021 年，公司减值损失（资产减值损失+信用减值损失）合计 100.72 亿元，主要为计提的存货跌价损失、贷款减值损失以及其他资产减值损失，同比（121.03 亿元）有所下降，对公司利润形成一定侵蚀。

2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.96%和 9.04%，同比分别下降 0.61 个百分点和 0.84 个百分点，较上年基本持平。公司各盈利指标表现较好。

图 10 公司盈利能力变化情况



注：上述数据均为百分数

资料来源：联合资信根据财务报告整理

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 1722.97 亿元，同比增长 7.96%；营业利润率为 21.53%，同比下降 1.78 个百分点；利润总额 179.03 亿元，同比下降 3.30%；实现投资收益 28.07 亿元，同比增长 22.85%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动保持现金净流入，投资活动现金净流出规模有所增长，公司存在对外融资需求。

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入 8366.21 亿元，同比增长 10.89%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出 7838.83 亿元，同比增长 18.37%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。2021 年，公司经营活动现金净流入 527.37 亿元，同比下降 42.80%。2021 年，公司现金收入比为 101.03%，同比下降 1.19 个百分点，收入实现质量尚可。

表 7 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	7364.43	7544.44	8366.21	1858.52
经营活动现金流出小计	6478.07	6622.39	7838.83	2183.05
经营活动现金流量净额	886.36	922.05	527.37	-324.53
投资活动现金流入小计	1978.37	2560.15	2701.62	972.24
投资活动现金流出小计	2868.78	3500.69	3716.05	1142.81
投资活动现金流量净额	-890.41	-940.54	-1014.43	-170.58
筹资活动前现金流量净额	-4.05	-18.49	-487.05	-495.10
筹资活动现金流入小计	3699.89	3208.26	3877.11	1517.32
筹资活动现金流出小计	3761.38	2836.94	3220.25	1063.01
筹资活动现金流量净额	-61.49	371.32	656.87	454.32
现金收入比（%）	103.50	102.22	101.03	106.93

资料来源：公司财务报告

从投资活动来看，2021 年，公司投资活动现金流入 2701.62 亿元，同比增长 5.53%，主要为收回投资收到的现金；投资活动现金流出 3716.05 亿元，同比增长 6.15%，主要为投资支

付的现金。2021年，公司投资活动现金净流出1014.43亿元，同比增长7.86%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-487.05亿元，现金净流出规模扩大。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入3877.11亿元，同比增长20.85%，主要为取得借款、发债、吸收投资收到的现金；筹资活动现金流出3220.25亿元，同比增长13.51%，主要为偿还债务支付的现金。2021年，公司筹资活动现金净流入656.87亿元，同比增长76.90%。

2022年1-3月，公司实现经营活动现金净流出324.53亿元，同比增长81.39%；投资活动现金净流出170.58亿元，同比下降28.42%；筹资活动现金净流入454.32亿元，同比增长29.09%。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司偿债指标表现良好，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，截至2021年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的109.67%和64.60%分别下降至107.22%和64.13%。截至2021年底，公司经营现金流动负债比率为5.00%，同比下降4.76个百分点。截至2021年底，公司现金短期债务比由上年底的1.30倍下降至1.10倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。

表8 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债能力	流动比率(%)	113.55	109.67	107.22	111.50
	速动比率(%)	64.81	64.60	64.13	67.39
	经营现金/流动负债(%)	10.59	9.76	5.00	-3.00
	经营现金/短期债务(倍)	0.30	0.25	0.11	-0.07
	现金短期债务比(倍)	0.66	0.65	0.58	0.58
长期偿债能力	EBITDA(亿元)	1077.78	1143.84	1246.74	--
	全部债务/EBITDA(倍)	5.20	5.47	6.04	--

偿债能力	经营现金/全部债务(倍)	0.16	0.15	0.07	-0.04
	EBITDA/利息支出(倍)	6.55	7.32	7.45	--
	经营现金/利息支出(倍)	5.39	5.90	3.15	-11.24

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从长期偿债指标看，2021年，公司EBITDA为1246.74亿元，同比增长9.00%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占22.17%）、计入财务费用的利息支出（占8.11%）、利润总额（占65.21%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数7.45倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的5.47倍上升至6.04倍。

截至2021年底，公司对外担保总额666.65亿元，其中，为华润集团的联营公司提供借款担保14.33亿元，为其他公司提供担保652.31亿元（主要系华润置地为其购买其物业的购买方提供银行贷款担保）。

截至2021年底，子公司华润银行作为原告尚未了结的诉讼621笔，涉案金额合计5.69亿元；华润银行作为被申请人尚未了结的诉讼1笔，涉案金额合计19.08万元。此外，公司存在若干其他诉讼事项尚未完结，管理层预计该等诉讼不会对公司造成重大损失。

截至2022年6月底，公司本部获得银行授信总额为646.00亿元，其中尚未使用额度为414.00亿元；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

公司本部资产以长期股权投资为主，债务期限偏长期，主要来自公开市场发行的债券；无经营性收入。2021年，公司本部取得的投资收益大幅减少，利润亏损。

截至2021年底，母公司资产总额1257.25亿元，较上年底增长14.36%。其中，流动资产467.70亿元（占比37.20%），非流动资产789.55亿元（占比62.80%）。从构成看，流动资产主要

由货币资金（占7.62%）和其他应收款（占91.65%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占83.23%）和其他非流动资产（占16.03%）构成。截至2021年底，母公司货币资金为35.63亿元，无受限。

截至2021年底，母公司负债总额743.07亿元，较上年底增长32.05%。其中，流动负债388.43亿元（占比52.27%），非流动负债354.64亿元（占比47.73%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占55.95%）和一年内到期的非流动负债（占41.28%）构成；非流动负债主要由长期借款（占8.44%）、应付债券（占91.51%）构成。母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为59.10%和50.52%，较上年底分别上升7.92个百分点和3.60个百分点。

截至2021年底，母公司所有者权益为514.18亿元，较上年底下降4.19%，主要系当期确认投资收益减少导致利润亏损所致。在所有者权益中，实收资本为164.67亿元（占32.03%）、资本公积合计163.90亿元（占31.87%）、未分配利润合计57.10亿元（占11.10%）、盈余公积合计28.52亿元（占5.55%）。

2021年，母公司营业收入为0.01亿元；利润总额为-20.05亿元，较上年（73.04亿元）由盈利转为亏损。同期，母公司投资收益为2.57亿元，较上年（98.16亿元）大幅减少，主要系2020年母公司处置长期股权投资取得收益92.56亿元，2021年无处置长期股权投资处置收益所致。

现金流方面，截至2021年底，公司母公司经营活动现金流净额为-9.05亿元，投资活动现金流净额-130.26亿元，筹资活动现金流净额149.26亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

1. 普通债券

截至本报告出具日，公司本部发行的普通债券余额合计380.00亿元。

2. 担保债券

截至本报告出具日，公司本部存续期担保债券“08华润债02”和“09华润债02”，债券余额合计45.00亿元，由中国华润提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

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，根据国资改革〔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2021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，主要由公司负责经营，中国华润直接持有公司99.996%股份。

中国华润本部承担管理职能，截至2021年底，中国华润本部资产总额338.95亿元，较上年底下降1.02%；负债总额404.13亿元，较上年底增长10.05%；所有者权益为-65.18亿元，2021年，中国华润取得的子公司投资收益减少，导致未分配利润减少、所有者权益下滑。在所有者权益中，实收资本为191.42亿元、资本公积合计4.63亿元、未分配利润合计-268.38亿元、盈余公积合计6.94亿元。2021年，中国华润本部利润总额为-1.35亿元。

截至2021年底，中国华润合并资产总额20211.09亿元，所有者权益6256.68亿元（含少数股东权益3389.44亿元）；2021年，实现营业总收入7714.67亿元，利润总额811.67亿元。

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，2021年，中国华润合并口径实现利润总额811.67亿元，对以上债务能够形成有效覆盖。

3. 永续债

截至本报告出具日，公司本部永续债券余

额合计100.00亿元，均计入其他权益工具。若将永续债余额100.00亿元调整计入2021年底长期债务，2021年，公司经营活动现金流入为调整后长期债务的2.76倍，调整后长期债务为EBITDA的2.43倍。

表 9 公司永续债券偿还能力指标

项 目	2021 年
长期债务*（亿元）	3034.78
经营现金流入/长期债务（倍）	2.76
经营现金/长期债务（倍）	0.17
长期债务/EBITDA（倍）	2.43

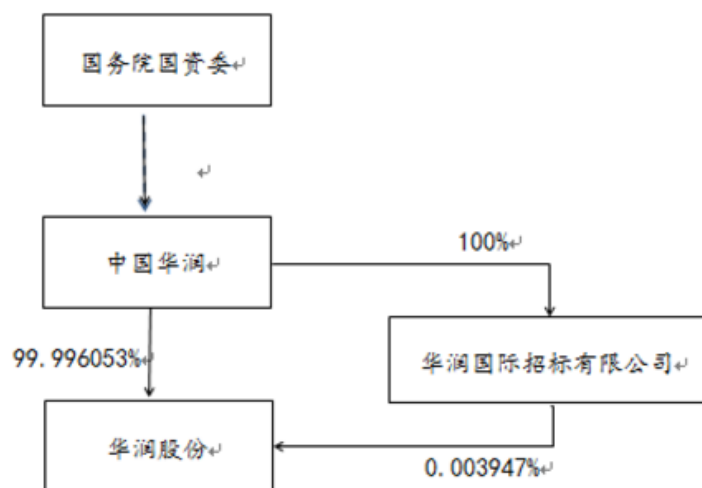
注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

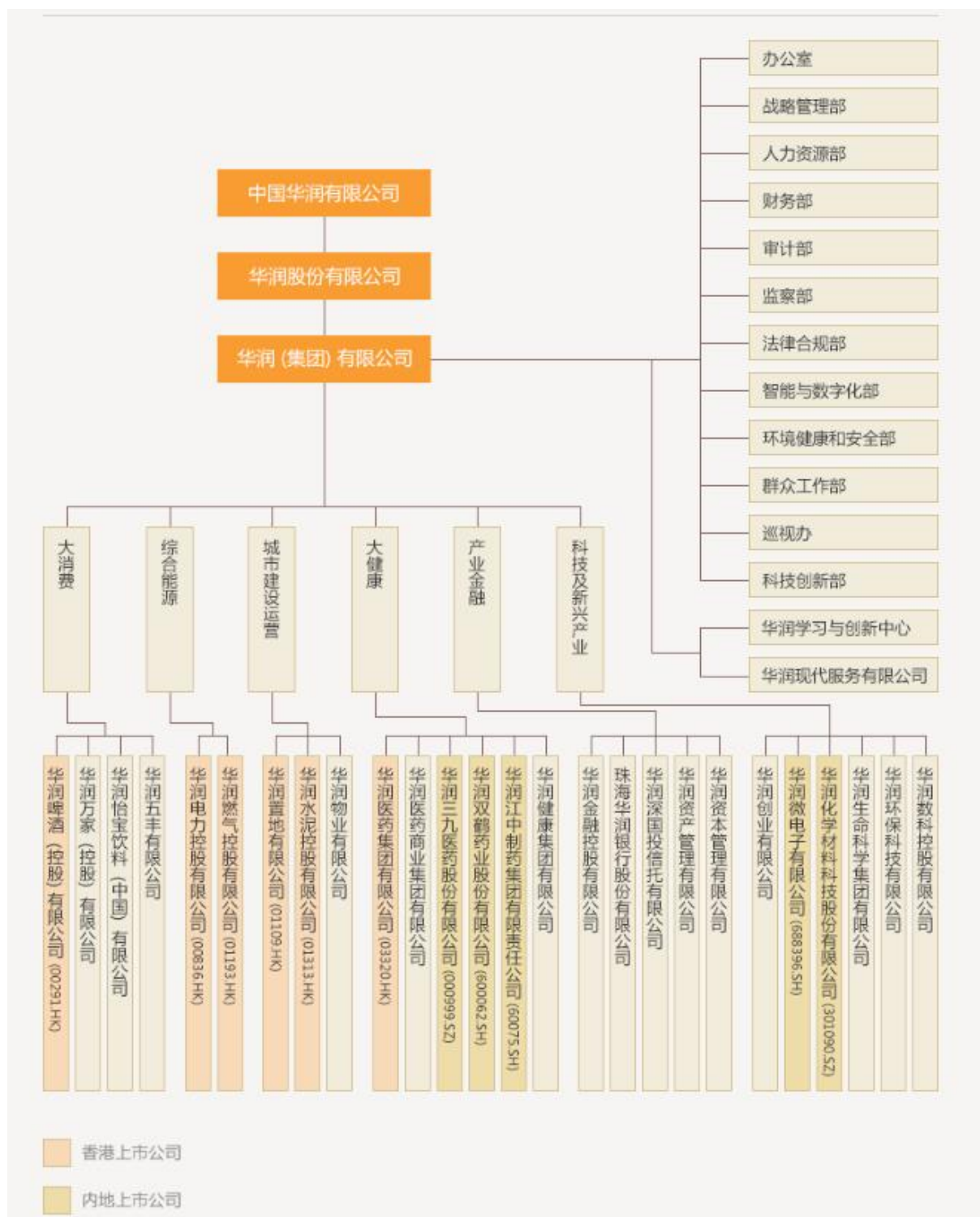
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 华润 MTN001”“21 华润 MTN002”“20 华润 MTN001”“19 华润 MTN009”“19 华润 MTN008”“19 华润 MTN007”“19 华润 MTN006”“19 华润 MTN003B”“19 华润 MTN002”“19 华润 MTN001”“18 华润 MTN001”“18 华润 MTN002”“09 华润债 02”和“08 华润债 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1965.87	2405.12	2685.46	2797.64
资产总额（亿元）	16459.52	18302.71	20598.31	21338.19
所有者权益（亿元）	5262.76	5999.36	6659.49	6912.60
短期债务（亿元）	2992.76	3697.26	4599.74	4856.82
长期债务（亿元）	2607.73	2562.81	2934.78	3226.45
全部债务（亿元）	5600.49	6260.07	7534.52	8083.27
营业收入（亿元）	6544.23	6861.35	7714.85	1722.97
利润总额（亿元）	742.15	812.14	813.02	179.03
EBITDA（亿元）	1077.78	1143.84	1246.74	--
经营性净现金流（亿元）	886.36	922.05	527.37	-324.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	7.97	6.76	6.75	--
存货周转次数（次）	1.23	1.19	1.33	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.39	0.40	--
现金收入比（%）	103.50	102.22	101.03	106.93
营业利润率（%）	25.16	24.68	21.72	21.53
总资本收益率（%）	5.77	5.57	4.96	--
净资产收益率（%）	10.01	9.88	9.04	--
长期债务资本化比率（%）	33.13	29.93	30.59	31.82
全部债务资本化比率（%）	51.55	51.06	53.08	53.90
资产负债率（%）	68.03	67.22	67.67	67.60
流动比率（%）	113.55	109.67	107.22	111.50
速动比率（%）	64.81	64.60	64.13	67.39
经营现金流动负债比（%）	10.59	9.76	5.00	--
现金短期债务比（倍）	0.66	0.65	0.58	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	6.55	7.32	7.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.20	5.47	6.04	--

注：2022 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.32	32.99	38.63	35.17
资产总额（亿元）	973.09	1,099.40	1,257.25	1,273.10
所有者权益（亿元）	467.47	536.69	514.18	510.00
短期债务（亿元）	0.00	109.99	170.35	140.35
长期债务（亿元）	454.17	364.45	354.64	404.55
全部债务（亿元）	454.17	474.43	524.99	544.90
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.01	0.00
利润总额（亿元）	24.12	73.04	-20.05	-4.18
EBITDA（亿元）	44.03	93.07	1.69	--
经营性净现金流（亿元）	-10.01	-11.14	-9.05	-1.52
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）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	160.48	77.60	11.32	--
营业利润率（%）	-53.14	452.84	67.09	--
总资本收益率（%）	4.77	9.20	0.12	--
净资产收益率（%）	5.16	13.61	-3.90	--
长期债务资本化比率（%）	49.28	40.44	40.82	44.23
全部债务资本化比率（%）	49.28	46.92	50.52	51.65
资产负债率（%）	51.96	51.18	59.10	59.94
流动比率（%）	723.34	198.16	120.41	134.72
速动比率（%）	723.34	198.16	120.41	134.72
经营现金流动负债比（%）	-19.45	-5.62	-2.33	--
现金短期债务比（倍）	--	0.30	0.23	0.25
EBITDA 利息倍数（倍）	2.21	4.65	0.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.31	5.10	310.75	--

注：2022 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 2-2 担保方主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1973.79	2409.48	2686.04
资产总额（亿元）	16179.72	17988.90	20211.09
所有者权益（亿元）	4933.23	5636.95	6256.68
短期债务（亿元）	1369.34	1871.41	2446.48
长期债务（亿元）	2637.73	2562.81	2935.00
全部债务（亿元）	4007.07	4434.22	5381.48
营业总收入（亿元）	6546.29	6861.21	7714.67
利润总额（亿元）	725.78	809.71	811.67
EBITDA（亿元）	1062.70	1145.14	1246.27
经营性净现金流（亿元）	889.61	921.14	527.31
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.97	6.76	6.75
存货周转次数（次）	1.23	1.19	1.33
总资产周转次数（次）	0.43	0.40	0.40
现金收入比（%）	103.51	102.23	101.03
营业利润率（%）	25.16	24.68	21.72
总资本收益率（%）	6.84	6.77	6.04
净资产收益率（%）	10.35	10.47	9.60
长期债务资本化比率（%）	34.84	31.25	31.93
全部债务资本化比率（%）	44.82	44.03	46.24
资产负债率（%）	69.51	68.66	69.04
流动比率（%）	110.12	105.95	103.53
速动比率（%）	61.42	61.05	60.45
经营现金流动负债比（%）	10.62	9.72	5.00
现金短期债务比（倍）	1.44	1.29	1.10
EBITDA 利息倍数（倍）*	10.53	12.49	12.23
全部债务/EBITDA（倍）	3.77	3.87	4.32

注：担保方“EBITDA 利息倍数”测算过程中，分母仅计算费用化利息，资本化利息未能获取，该指标测算结果大于担保方实际值。

资料来源：联合资信根据担保方审计报告整理

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
21 华润 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021-09-23	刘伟炬 李林洁	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
21 华润 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021-09-16	刘伟炬 李林洁	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 09 华润债 02 19 华润 MTN003B 19 华润 MTN002 19 华润 MTN001 08 华润债 02 18 华润 MTN002 18 华润 MTN001 19 华润 MTN009* 19 华润 MTN008* 19 华润 MTN007* 19 华润 MTN005 15 华润 MTN001 19 华润 MTN004 19 华润 MTN003A 20 华润 MTN001*	AAA	AAA	稳定	2021-07-28	刘伟炬 李林洁	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
20 华润 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020-8-12	孔祥一 刘伟炬	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 刘伟炬	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 刘伟炬	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 刘伟炬	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 刘伟炬	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 MTN003B	AAA	AAA	稳定	2019-2-20	贺苏凝 刘伟炬	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 刘伟炬	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 刘伟炬	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 刘伟炬	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 刘伟炬	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
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	
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+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/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+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧++使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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