

信用评级公告

联合〔2022〕10869 号

联合资信评估股份有限公司通过对华润股份有限公司及其拟发行的 2022 年度第八期中期票据的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 2022 年度第八期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年十二月九日

华润股份有限公司

2022 年度第八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：基础发行规模 5 亿元，发行上限为 8 亿元

本期中期票据期限：3+N（3）年，在公司依据发行条款约定赎回时到期

偿还方式：每个票面利率重置日为赎回日，公司按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据

偿付顺序：本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务，同时与后续发行计入所有者权益的永续类产品享有同等的受偿次序

募集资金用途：置换公司偿还其本部已到期债务融资工具的自有资金

评级时间：2022 年 12 月 9 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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。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优势突出；近年来公司资产、权益、营业总收入持续增长，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，房地产政策调控影响的不确定性、煤炭等成本上升给电力业务带来成本压力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。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。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，但递延利息条款约束力较弱。此外，若公司发生破产清算，本期中期票据的本金和利息的清偿顺序将列于公司普通债务之后，债券持有人可能会面临回收损失。公司经营活动产生的现金流入量对发行后长期债务保障程度尚可，考虑到公司作为中央直属大型集团企业，行业地位突出，经营规模大，融资渠道畅通，能够对本期中期票据的偿付提供有效支持。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 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。**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，公司持有的多家上市子公司（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. **公司财务状况稳健。**2019—2021 年末，公司资产和权益规模保持增长，债务负担整体可控，截至 2022 年 6 月底，

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	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
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aaa	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			AAA	

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

分析师： 候珍珍 刘炜垣

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

全部债务资本化比率 54.64%；2019—2021 年，公司利润总额持续稳步增长，年均复合增长 4.67%，经营活动产生的现金保持大额净流入状态。

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 亿港元下降 61.10%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
现金类资产（亿元）	1965.87	2405.12	2685.46	3168.17
资产总额（亿元）	16459.52	18302.71	20598.31	22157.89
所有者权益（亿元）	5262.76	5999.36	6659.49	7061.53
短期债务（亿元）	2992.76	3697.26	4599.74	5056.77
长期债务（亿元）	2607.73	2562.81	2934.78	3450.07
全部债务（亿元）	5600.49	6260.07	7534.52	8506.83
营业总收入（亿元）	6544.23	6861.35	7714.85	3712.62
利润总额（亿元）	742.15	812.14	813.02	430.73
EBITDA（亿元）	1077.78	1143.84	1246.74	--
经营性净现金流（亿元）	886.36	922.05	527.37	213.81
营业利润率（%）	25.16	24.68	21.72	21.26
净资产收益率（%）	10.01	9.88	9.04	--
资产负债率（%）	68.03	67.22	67.67	68.13
全部债务资本化比率（%）	51.55	51.06	53.08	54.64
流动比率（%）	113.55	109.67	107.22	114.67
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	0.63
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 6 月
资产总额（亿元）	973.09	1099.40	1257.25	1256.36
所有者权益（亿元）	467.47	536.69	514.18	503.02
全部债务（亿元）	454.17	474.43	524.99	533.74
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	-9.81
资产负债率（%）	51.96	51.18	59.10	59.96
全部债务资本化比率（%）	49.28	46.92	50.52	51.48
流动比率（%）	723.34	198.16	120.41	186.04
经营现金流动负债比（%）	-19.45	-5.62	-2.33	--

注：公司 2022 年半年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、联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

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	2022/10/12	候珍珍 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
AAA	稳定	2008/07/23	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；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；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 年度第八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 99.984%，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 6 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。

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 6 月底，公司合并资产总额 22157.89 亿元，所有者权益 7061.53 亿元（含少数股东权益 3511.65 亿元）；2022 年 1—6 月，公司实现营业总收入 3712.62 亿元，利润总额 430.73 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。

二、本期中期票据概况

公司已于 2020 年完成银行间市场债务融资工具注册（注册文号：中市协注〔2022〕TDFI56）。本期拟发行的 2022 年度第八期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行金额为 5.00 亿元，发行金额上限 8.00 亿元。本期中期票据无担保。本期中期票据的募集资金拟用于置换公司偿还其本部已到期债务融资工具的自有资金。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。

在偿付顺序方面，本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于公司所有其他待偿还普通债务。

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劣后于公司普通债务，债券持有人可能会面临回收损失。

（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）本期中期票据的利息递延支付条款未设置罚则，公司在不发生强制付息事件情况下，仍可自行选择在付息日递延支付利息，则实际约束力较弱。

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，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，认为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，但递延利息未设置罚则，约束力较弱。在公司发生破产清算时，本期中期票据的清偿顺序劣后于公司普通债务，债券持有人可能会面临回收损失。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年以来，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，不利影响明显加大。一季度国际环境复杂性和不确定性加剧、国内疫情多点散发，中国经济下行压力有所加大，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前。二季度以来，受新一轮疫情等超预期因素冲击，经济下行压力进一步加大，党中央、国务院果断应对，出台了稳经济一揽子政策措施，高效统筹疫情防控和经济社会发展，落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的总体要求，继续加大宏观政策调节力度，着力稳住经济大盘，确保经济运行在合理区间。

二季度经济下行压力进一步加大。经初步核算，2022年上半年国内生产总值56.26万亿元，按不变价计算，同比增长2.50%。其中，二季度GDP同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）大幅回落；环比下降2.60%，继2020年二季度以来首次环比负增长。

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。

三大产业中，第二、第三产业受疫情影响较大。2022 年上半年，第一产业增加值同比增长 5.00%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.20%、1.80%，较上

年同期两年平均增速（分别为 6.07%、4.83%）回落幅度较大，受疫情拖累明显。6 月，工业和服务业生产步伐均有所加快，呈现企稳恢复态势。

表 1 2021 年二季度至 2022 年二季度中国主要经济数据

项目	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度
GDP 总额（万亿元）	28.15	28.99	32.42	27.02	29.25
GDP 增速（%）	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40
规模以上工业增加值增速（%）	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40
固定资产投资增速（%）	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10
房地产投资（%）	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40
基建投资（%）	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10
制造业投资（%）	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40
社会消费品零售总额增速（%）	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70
出口增速（%）	38.51	32.88	29.87	15.80	14.20
进口增速（%）	36.79	32.52	30.04	9.60	5.70
CPI 涨幅（%）	0.50	0.60	0.90	1.10	1.70
PPI 涨幅（%）	5.10	6.70	8.10	8.70	7.70
社融存量增速（%）	11.00	10.00	10.30	10.60	10.80
一般公共预算收入增速（%）	21.80	16.30	10.70	8.60	-10.20
一般公共预算支出增速（%）	4.50	2.30	0.30	8.30	5.90
城镇调查失业率（%）	5.00	4.90	5.10	5.80	5.50
全国居民人均可支配收入增速（%）	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00

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

需求端呈底部复苏态势，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速小幅回落，出口整体保持较快增长。消费方面，2022 年上半年社会消费品零售总额 21.04 万亿元，同比下降 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 7.70%，受疫情冲击较大。投资方面，2022 年上半年全国固定资产投资（不含农户）27.14 万亿元，同比增长 6.10%，整体呈小幅回落态势。其中，房地产开发投资持续探底；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，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体保持较快增长，呈现出“V”型反转态势。2022 年上半年中国货物进出口总额 3.08 万亿美元，同比增长 10.30%。其中，出口 1.73 万亿美元，同比增长 14.20%；进口 1.35 万亿美元，同比增长 5.70%；贸易顺差 3854.35 亿美元。

CPI 各月同比前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年上半年，CPI 累计同比增长 1.70%，各月同比增速逐步上行。分项看，猪肉价格下降带动食品价格同比下降，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。上半年，PPI 累计同比增长 7.70%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大。上半年 PPI-CPI 剪刀差持续收窄，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，利润情况有望改善。

社融总量显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年上半年，新增社融规模 21 万亿元，同比多增 3.26 万亿元；6 月末社融规模存量同比增长 10.80%，增速较上年末高 0.50 个百分点。分项看，上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券

净融资同比多增 2.20 万亿元,人民币贷款同比多增 6329 亿元,是社融总量扩张的主要支撑因素;企业债券净融资同比多增 3913 亿元,亦对社融总量扩张形成一定支撑;表外融资收缩态势有所放缓。

财政政策稳经济、保民生效应愈加显现。

2022 年上半年,全国一般公共预算收入 10.52 万亿元,按自然口径计算同比下降 10.20%,主要是由于留抵退税冲减了 1.84 万亿元的收入,扣除留抵退税因素后,上半年一般公共预算收入增长 3.30%。支出方面,2022 年上半年全国一般公共预算支出 12.89 万亿元,同比增长 5.90%。民生等重点领域支出得到有力保障:科学技术支出增长 17.30%,农林水支出增长 11.00%,卫生健康支出增长 7.70%,教育支出增长 4.20%,社会保障和就业支出增长 3.60%。

稳就业压力有所加大,居民收入增长放缓。2022 年上半年,全国城镇调查失业率均值为 5.70%,高于上年同期 0.50 个百分点,未来稳就业压力较大。2022 年上半年,全国居民人均可支配收入 1.85 万元,实际同比增长 3.00%;全国居民人均消费支出 1.18 万元,实际同比增长 0.80%,居民收入和消费支出增长受疫情影响均有所放缓。

2. 宏观政策和经济前瞻

保持经济运行在合理区间,力争实现最好结果。2022 年 7 月 28 日,中共中央政治局召开会议,部署下半年的经济工作。会议强调,要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求,巩固经济回升向好趋势,着力稳就业、稳物价,保持经济运行在合理区间,力争实现最好结果。宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足,用好地方政府专项债券资金,支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕,加大对企业的信贷支持,用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链、供应链稳定性和国际竞

争力,畅通交通物流,优化国内产业链布局,支持中西部地区改善基础设施和营商环境。

三季度经济有望继续修复,但实现全年 5.50%左右预期增速目标的难度明显加大。

2022 年上半年,工业生产、服务业生产、消费等领域的主要经济指标呈现以 4 月为底部的“V”型反转态势,未来还存在一定的向上恢复空间,基建投资也大概率能够持续发力,三季度经济有望继续修复。同时,仍需关注出口对经济的支撑作用下降,以及房地产、消费和服务业等薄弱板块的恢复情况。整体来看,当前世界经济滞胀风险上升,外部不稳定、不确定因素增加,国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在,且二季度经济受疫情冲击较大,实现全年 5.50%左右预期增速目标的难度明显加大。

四、行业分析

1. 房地产行业

2022 年上半年,房地产市场仍延续 2021 年下半年以来的低迷状态,新开工意愿和房地产开发投资资金均持续下降,市场信心有待恢复。

2022 年上半年,受宏观经济下行、部分地区疫情封控、调控政策的持续以及出险房企不断增加,全国房地产市场仍延续 2021 年下半年以来的低迷状态。房企面临较大销售压力,同时新开工意愿和房地产开发投资资金均持续下降,市场信心有待恢复。

房地产开发投资方面,2022 年上半年,全国房地产开发投资同比下降 5.4%,增速较 2021 年上半年下降 20.4 个百分点。其中住宅投资 5.18 万亿元,同比下降 4.5%,仍为负增长;办公楼投资 0.26 万亿元,同比下降 10.1%;商业营业用房投资 0.55 万亿元,同比下降 8.7%。

施工方面,2022 年以来房地产行业景气度尚未恢复,受“保交付”等政策影响,房企新开工意愿持续下降,2022 年上半年新开工面积同比下降 34.4%。从施工面积看,2022 年上半

年全国房屋施工面积达 84.88 亿平方米，同比下降 2.8%。同期全国房屋竣工面积 2.86 亿平方米，同比下降 21.5%。

商品房销售均价方面，2022 年上半年全国商品房销售均价为 9586 元/平方米，同比下降 8.6%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售，但对销售规模贡献不大。2022 年上半年商品房销售面积同比下降 22.2%，但较 2022 年 1—5 月降幅有所收窄。其中住宅销售面积 5.81 亿平方米，同比下降 26.6%；一方面系 3 月以来上海及周边等地疫情封控阻碍销售，另一方面系房企风险事件不断，购房者因担心房屋不能如期交付从而产生观望情绪。随着疫情得以控制、调控政策有所缓和以及房企加大推盘力度，2022 年 6 月单月全国商品房销售面积与金额环比分别增长 66%和 68%。

2022 年以来，全国土地市场热度不高，量价齐跌；央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，大部分民企仍谨慎投资；房地产开发到位资金同比继续回落。

土地市场方面，2022 年 1—6 月，土地购置面积 0.36 亿平方米，同比下降 48.30%，较前五个月降幅有所扩大。2022 年上半年，受部分地区疫情封控、部分城市调整集中供地批次等因素影响，全国土地供应量有所下降。尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投资。城市间土拍热度有所分化，具体来看，杭州、北京和上海包揽 22 城集中供地城市土地成交金额前三名。其中杭州及其他热点长三角城市经济发展较快、人口持续净流入且完成了两次集中供地，土拍成交金额维持高位；北京适度放松集中供地规则，市场热度较高；上海因疫情影响上半年只完成第一批集中供地，但房企积极性较高。而天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度相对较差。2022 年以来，受土地供应力度下降及房企投资力度下降的影响，土地流拍情况

仍较多，但较去年下半年有所好转。土地成交价款同比下降 46.30%，各能级城市土地成交价均呈下降趋势，其中三四线城市成交金额大幅下降。

2022 年 1—6 月，受行业销售下行影响，房地产开发到位资金 7.68 万亿元，同比下降 25.30%，降速较前五个月小幅收窄。从房地产开发到位资金来源看，房地产行业融资环境未明显改善，房企资金压力较大，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，其中自筹资金占比上升较快，房地产开发企业仍面临较大销售压力，对销售回款依赖继续加强。

中央坚持“房住不炒”总基调不变，但 2021 年下半年以来预售资金监管收紧，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响。2022 年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，调控政策有所宽松，房企合理融资需求的恢复有待观察。

中央始终坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021 年底以来房地产调控政策出现边际放松，其中 2022 年 3 月国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向；4 月中央政治局会议强调支持刚需和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7 月各地“停贷”事件迅速发酵，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作。

从融资方面的调控政策看，2021 年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台

相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。2022 年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，融资政策有所回暖，房企合理融资需求的恢复有待观察。

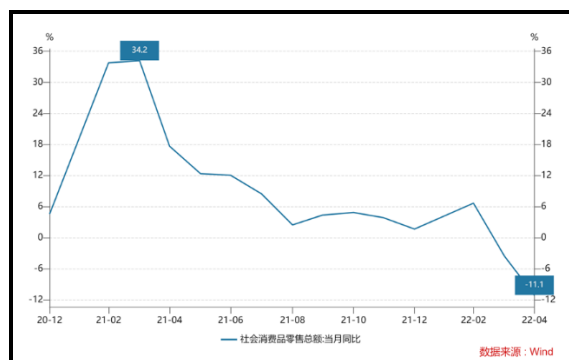
2.零售行业

近年来，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%。

图 1 社会零售总额分月同比增速



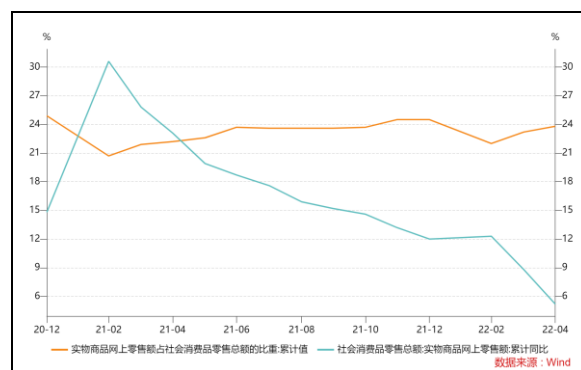
资料来源：Wind

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、社区团购等新兴业态快速兴起，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



资料来源：Wind

2022 年 1—8 月，社会消费品零售总额 282560 亿元，同比增长 0.5%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 245504 亿元，同比增长 0.4%；乡村消费品零售额 37056 亿元，

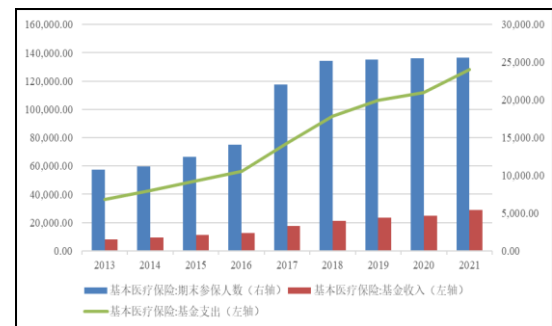
增长 0.7%。按消费类型分，商品零售 255078 亿元，同比增长 1.1%；餐饮收入 27482 亿元，下降 5.0%。受 2022 年二季度以来多地疫情爆发影响，全年实体零售行业企业经营承压。

3. 医药制造行业

近年来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和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³

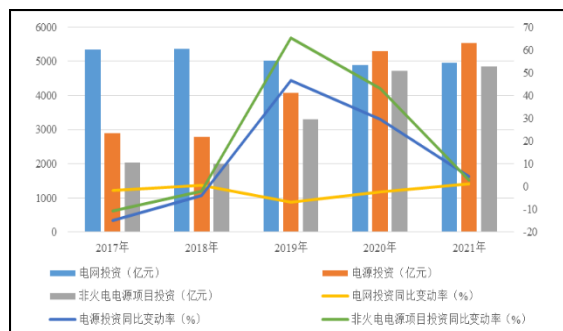
伴随经济快速复苏，2021 年，全国电力投资完成额及发售电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，替代作用日益突显。

近年来，中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，将有效提升跨区跨省资源配置能力。受电力需求增长以及电源结构调整等政策导向影响，中国电源工程投

³ 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

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%。

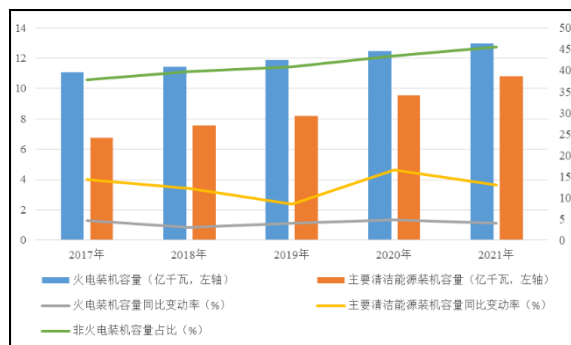
图 4 近年中国电源及电网投资情况



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

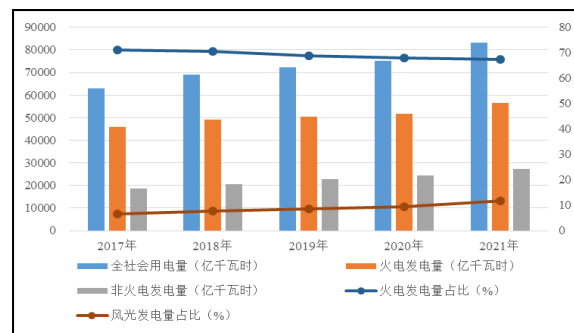


资料来源：联合资信根据中电联及北极星电力网数据整理

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

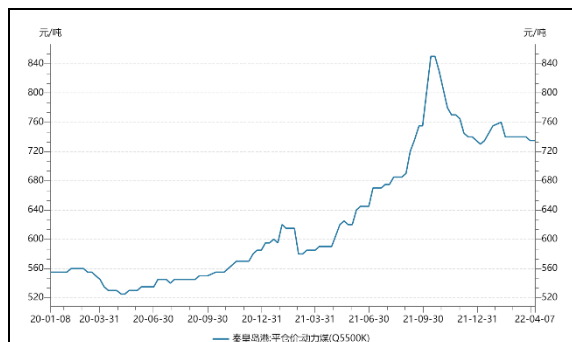
（2）行业关注及政策调整

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，中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，中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⁴，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

⁴ 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。

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。

5.水泥行业

2021年，水泥产量同比小幅下降，下游需求疲软；水泥行业错峰生产和环保限产虽对供给形成压力，但去产能进展仍缓慢，产能结构性过剩矛盾依然突出。2021年以来，水泥价格波动增长至历史高位后大幅下滑至高位震荡。

水泥需求方面,2020年以来中国经济受到新冠疫情冲击增速继续下行,全年GDP同比增长2.3%。房地产调控维持“房住不炒”基调不变,仍较为严格;房地产开发投资仍表现出一定韧性,全年累计同比增长7.0%,增速较2019年下降2.9个百分点。2020年,中国基础设施建设投资完成额同比增长3.4%,较上年同期增速上升0.08个百分点,发挥一定逆周期调节作用。整体看,受疫情影响,房地产企业开工和销售受到一定影响,但随着疫情逐步得到控制,政府在基建投资方面保持一定力度以引导经济复苏,房地产企业具有较强的开工意愿,2020年全年水泥需求量虽受到一定影响,但仍保持增长。

2021年,固定资产投资(不含农户)完成额增速4.9%。其中,全国房地产开发投资增速4.4%,但增速持续下降,较2020年下降2.6个百分点;基建投资增速0.4%,同比下降3个百分点。对水泥需求支撑不足,水泥下游需求整体疲软。

水泥供给方面,据中国水泥协会信息研究中心初步统计,截至2021年底,全国新型干法水泥生产线累计共有1622条,实际熟料年产能超过18.1亿吨。2021年全国新增21条水泥熟料线投产,新投熟料产能约在3199万吨左右,较去年同期有所下降,主要分布在安徽、广东、贵州、云南、广西、陕西等地,新增产能主要为置换产能,产能净增加有限,但部分产线涉及异地置换,对当地原有竞争格局将会产生一定影响。整体看,水泥行业去产能进度缓慢,地区之间发展仍不均衡,云南、广西、广东以及福建等华南、西南及周边地区省份净增产能较多,东北和西北等省份处于产能净减状态。

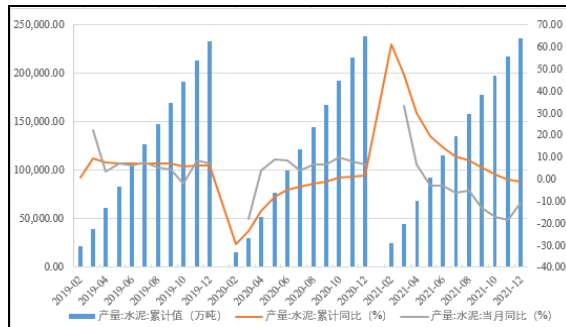
限产政策方面,2020年1月,工信部发布公告要求各地认真开展水泥错峰生产,坚决打好污染防治攻坚战。2020年12月,工信部和生态环境部发布《关于进一步做好水泥常态化

错峰生产的通知》,要求因时因地制宜,精准施策安排好错峰生产,并对承担供暖任务、协同处置生产线的错峰要求加以明确。2021年为完成能耗双控目标,各地区加强高耗能产业生产管理,进入9月后,部分省份城市通过限制高耗能企业用电总量、提高电价、限制用电时段等方式促进能耗减排。上述政策的落实将对水泥供给量和成本控制上造成一定压力。

2021年,全国水泥产量23.63亿吨,同比减少1.2%。其中,一季度全国各区域需求同比大幅增长,产能利用率同比上升;进入二季度后北方地区由于“能耗双控”政策停窑时间较长、降雨天气导致淡季提前以及华南和西南云贵一带受限电影响,水泥产量开始持续回落。2022年1—2月,水泥产量19933万吨,同比下降17.8%,一方面系地产新开工延续下降趋势且降幅进一步扩大,同比下降12.2%;另一方面虽然基建投资增速同比增长8.1%,但结构出现分化,对水泥需求驱动有限,同时多数企业仍在冬季错峰停窑,致使水泥产量出现较大幅度下降。

2019年全国水泥建材市场全年基本呈现上行的态势,景气度持续上升,水泥价格全年持续高位运行,四季度市场价格迅速上扬,行业总体收益上升。2020年以来,水泥价格呈先降后升态势:一季度受新冠疫情影响水泥价格由2019年末高位下行,4月后小幅回升后,5—8月受梅雨天气影响再次下滑;9月后随着需求的强势复苏,水泥价格持续回升。2021年一季度,水泥行业进入淡季,多地水泥产销双弱,水泥价格同比有所下降,3月开始回升;5月后进入淡季,水泥价格进入了较长的下行区间;8月后,需求上涨但供给受能耗双控等政策影响而持续下降,致使水泥供需趋紧,叠加煤炭价格大幅上涨影响,水泥价格持续上涨至历史新高;10月底,受需求下降及煤炭价格大幅下调影响,水泥价格持续下降后高位震荡。

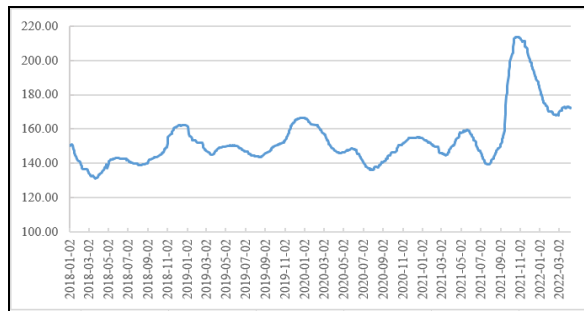
图 8 2019 年以来中国水泥行业产量及变化情况



资料来源：Wind

行业效益方面，2021 年水泥行业全年实现水泥销售收入 10754 亿元，同比增长 7.3%；利润总额 1694 亿元，同比下降 10.0%。

图 9 2018 年以来全国水泥价格指数走势图



资料来源：Wind

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 6 月底，公司注册资本为人民币 164.67 亿元，中国华润直接持有公司 99.996% 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。

表 2 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）有限公司和合利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）有限公司和合利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）有限公司和合利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

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。

公司业务单元布局以大消费、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。

3. 人员素质

公司高级管理人员素质较高，具有丰富管理经验，能够满足公司经营需求。

截至 2022 年 6 月底，公司董事会成员 7 人，监事会成员 3 人，总理由董事兼任，副总经理 5 名。

王祥明先生，教授级高级工程师、全国劳动模范、享受国务院政府特殊津贴专家，持有南京建筑工程学院（现南京工业大学）工业与民用建筑专业大学本科学历。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。王祥明先生于 2019 年加入公司，曾任公司董事、总经理，2020 年 8 月 28 日任公司董事长。

王崔军先生，高级工程师，曾任招商局集团有限公司董事、副总经理，招商局工业集团有限公司董事、总经理等职务。王崔军先生于 2021 年加入公司，现任公司董事兼总经理。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用记录》，截至 2022 年 9 月 26 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。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》等相关法律法规，公司设立了股东大会、董事会和监事会。

公司设股东大会，股东大会是公司的最高决策机构，决定公司经营方针和投资计划，选举和更换董事，选举和更换由股东代表出任的监事等等。

公司设董事会，董事会成员为 7 人，董事由股东大会选举或更换，董事会设董事长一

名。董事每届任期三年，可连选连任。董事会负责召集股东大会，执行股东大会决议，决定公司的发展战略和规划方案等。

公司设监事会，由 3 名监事组成，其中两名为股东代表监事，一名为职工代表监事。监事任期每届三年，股东代表监事由股东大会选举或更换，职工代表监事由公司职工民主选举产生或更换，可连选连任。监事会设监事会主席一名，由全体监事过半数选举产生。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘。根据需要设置副总经理、总会计师、董事会秘书等高级管理人员。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理制度。

公司根据所处行业、自身经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务资金管理、投融资、对下属子公司管理等方面建立了相应的内部控制制度。

资金管理模式

公司采取集团资金集中管理的模式，公司所有主体账户均由集团统筹管理。公司实现了工、农、中、建、交、招、华润银行等 19 家境内银行以及境外中银香港的银企直联，实现境内整体公司上线覆盖率、银行账户上线覆盖率、资金集中度均达 95% 以上，全口径资金集中度达 86%，并对集团成员公司信贷、票据、理财等关键资金业务实现了全覆盖管理。

投资管理制度

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，制定了公司投资管理制度，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。

融资管理制度

公司实行融资权集中管理的融资管理制

度。公司总部统一协调业务单元的境内外融资，并对业务单元重大融资事项实行授权管理，包括发行债券、银团/俱乐部贷款和资本市场股权融资等；业务单元总部负责统筹管理其附属公司的重大融资事项，并制定和实施总部及下属资本结构非独立公司的资金筹集方案。

子公司管理制度

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

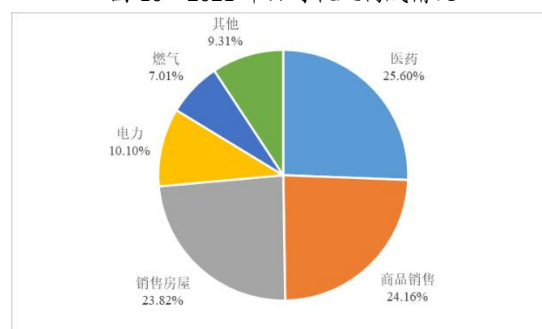
2019—2021年及2022年上半年，公司营业总收入和利润总额同比均有所增长，营业利润率略有下降。

公司经营业务涉及商品销售、医药、房地产、电力、燃气等行业。

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长8.58%；2021年，公司实现营业收入7714.85亿元，同比增长12.44%，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%。2019—2021年，公司营业利润率分别为25.16%、24.68%和21.72%，略有下降；利润总额年均复合增长4.67%，2021年为813.02亿元。

2022年1—6月，公司实现营业收入3712.62亿元，同比增长6.86%；营业利润率为21.26%，同比下降2.20个百分点，主要系水泥业务毛利率下降所致。

图 10 2021 年公司收入构成情况



注：其他包括水泥、提供劳务、租赁、利息收入、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

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、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。

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。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，近年来，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，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）实现营业收入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，华润医药持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78308575股股份。交易完成后，华润医药共持华润博雅生物147640553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51458400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。近年来，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持续提升；但2021年，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

近年来，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3 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	13.3	14.2	17.6

米）			
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

华润水泥控股主要产品产能位居全国前列。2021年，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，华润水泥控股在中国华南地区水泥和商品混凝土的供应商中具有龙头地位，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

2019—2021年，公司整体经营效率指标表现稳定。

表4 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

资料来源：联合资信根据审计报告测算

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—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年上半年财务数据未经审计。

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，公司实现营业收入7714.85亿元，利润总额813.02亿元。

截至2022年6月底，公司合并资产总额22157.89亿元，所有者权益7061.53亿元（含少数股东权益3511.65亿元）；2022年1—6月，公司实现营业收入3712.62亿元，利润总额430.73亿元。

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。

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长11.87%。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 5 2019—2021 年末及 2022 年 6 月底公司资产情况（单位：亿元）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 6 月底	
	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	12879.18	58.12
货币资金	1515.79	15.95	1807.24	17.45	2016.95	17.85	2243.08	17.42
交易性金融资产	409.35	4.31	564.12	5.45	640.23	5.67	888.35	6.90
应收账款	725.38	7.63	790.72	7.64	942.51	8.34	1114.83	8.66
其他应收款（合计）	1001.45	10.54	1081.84	10.45	1147.09	10.15	1271.04	9.87
存货	4078.30	42.92	4256.06	41.10	4541.39	40.19	4719.51	36.64
非流动资产	6958.08	42.27	7946.91	43.42	9297.81	45.14	9278.70	41.88
发放贷款及垫款	600.37	8.63	735.46	9.25	860.59	9.26	642.20	6.92
长期股权投资	1028.99	14.79	1242.79	15.64	1408.99	15.15	1504.57	16.22
投资性房地产	1084.98	15.59	1256.40	15.81	1494.26	16.07	1568.48	16.90
固定资产（合计）	2190.40	31.48	2324.30	29.25	2546.92	27.39	2537.47	27.35
无形资产	323.22	4.65	357.70	4.50	465.87	5.01	475.72	5.13
资产总额	16459.52	100.00	18302.71	100.00	20598.31	100.00	22157.89	100.00

资料来源：联合资信根据财务报告测算

2019—2021 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 9.06%。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。

2019—2021 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 15.35%。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。

2019—2021 年末，公司交易性金融资产持续增长，年均复合增长 25.06%。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。

2019—2021 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长 13.99%。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。

2019—2021 年末，公司其他应收款（合计）持续增长，年均复合增长 7.02%。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。

2019—2021 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 5.52%。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。

2019—2021 年末，公司发放贷款及垫款持续增长，年均复合增长 19.73%。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%。

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 15.60%。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。

2019—2021 年末,公司发放贷款及垫款持续增长,年均复合增长 19.73%。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。

2019—2021 年末,公司长期股权投资持续增长,年均复合增长 17.02%。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。

2019—2021 年末,公司投资性房地产持续增长,年均复合增长 17.36%。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。

2019—2021 年末,公司固定资产持续增长,年均复合增长 7.83%。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。

2019—2021 年末,公司无形资产持续增长,年均复合增长 20.06%。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。

2019—2021 年末,公司商誉持续增长,年均复合增长 7.87%。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 6 月底,公司合并资产总额 22157.89 亿元,较上年底增长 7.57%其中,流动资产占 58.12%,非流动资产占 41.88%。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

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。

2019—2021 年末,公司所有者权益持续增长,年均复合增长 12.49%。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 6 月底,公司所有者权益 7061.53 亿元,较上年底增长 6.04%。其中,归属于母公司所有者权益占比为 50.27%,少数股东权益占比为 49.73%。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 2.33%、9.63%、-0.55%和 36.53%。

(2) 负债

2019—2021 年末,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。公司有息债务规模持续增长，整体债务负担可控。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 11.57%。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。

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 12.23%。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。

2019—2021 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 35.63%。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。

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 10.77%。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。

2019—2021 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 14.41%。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。

2019—2021 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 73.73%。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。

2019—2021 年末，公司合同负债波动下降，年均复合下降 2.37%。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。

2019—2021 年末，公司吸收存款及同业存放持续增长，年均复合增长 18.16%。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%。

2019—2021 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 9.61%。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。

2019—2021 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 8.83%。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。

2019—2021 年末，公司应付债券持续下降，年均复合下降 11.14%。截至 2021 年底，公司应付债券 868.48 亿元，较上年底下降 4.95%。

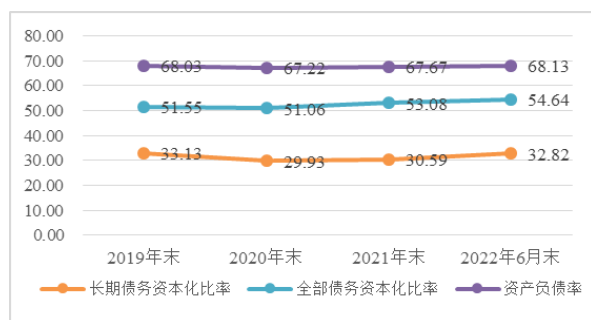
2019—2021 年末，公司长期应付款（合计）持续增长，年均复合增长 79.93%。截至 2021 年底，公司长期应付款（合计）239.39 亿元，较上年底增长 128.95%；主要系华润置地应付集团外股东及联合营公司借款。

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。

有息债务方面，2019—2021 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 15.99%。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。

如将永续债(100 亿元)调入长期债务,2019—2021 年,公司全部债务分别为 5700.49 亿元、6360.07 亿元和 7634.52 亿元。从债务指标来看,公司资产负债率分别为 68.63%、67.77%和 68.16%;全部债务资本化比率分别为 52.47%、51.88%和 53.79%;长期债务资本化比率分别为 34.40%、31.10%和 31.63%,债务负担较未调整前变化不大。

图 11 2019—2021 年末及 2022 年 6 月底公司债务杠杆水平



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 6 月底,公司负债总额 15096.36 亿元,较上年底增长 8.30%。其中,流动负债占 74.40%,非流动负债占 25.60%。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 2022 年 6 月底,公司全部债务 8506.83 亿元,较上年底增长 12.90%。债务结构方面,短期债务占 59.44%,长期债务占 40.56%,结构相对均衡。

从债务指标来看,截至 2022 年 6 月底,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 68.13%、54.64%和 32.82%,较上年底分别上升 0.46 个百分点、1.56 个百分点和 2.23 个百分点。

4. 盈利能力

2019—2021 年,公司营业总收入和利润总额保持增长,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。

2019—2021 年,公司营业总收入持续增长,年均复合增长 8.58%,2021 年,公司实现营业收入 7714.85 亿元;2019—2021 年,公司利润总额分别为 742.15 亿元、812.14 亿元、813.02 亿元,持续增长。

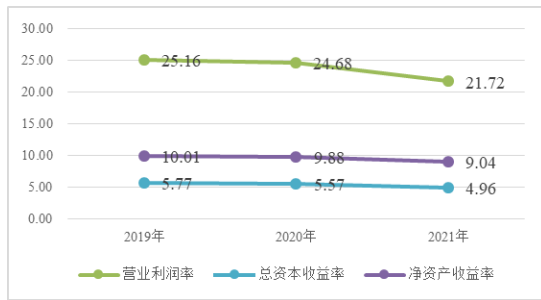
从期间费用看,2019—2021 年,公司费用总额波动下降,年均复合下降 0.42%。2021 年,公司费用总额为 939.43 亿元,同比增长 3.80%;从构成看,公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 59.92%、31.05%、2.90%和 6.13%,以销售费用和管理费用为主。2021 年,公司销售费用为 562.89 亿元,同比增长 2.10%;管理费用为 291.72 亿元,同比增长 2.20%;研发费用为 27.28 亿元,同比增长 24.56%;财务费用为 57.55 亿元,同比增长 24.00%,主要系利息增加所致。2019—2021 年,公司期间费用率分别为 14.48%、13.19%和 12.18%,公司费用控制能力强。

2019—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)合计分别为 146.82 亿元、165.95 亿元和 181.53 亿元,对利润总额形成补充。其中,2021 年,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。

2019—2021 年,公司减值损失(资产减值损失+信用减值损失)合计分别为 104.65 亿元、121.03 亿元、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,对公司利润形成一定侵蚀。

2019—2021 年,公司盈利能力指标变化情况如下图所示,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 12 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—6 月，公司实现营业总收入 3712.62 亿元，同比增长 6.86%；实现利润总额 430.73 亿元，同比变化不大，营业利润率 21.26%，同比减少 2.20 个百分点；非经常性损益 94.10 亿元（其中投资收益 68.55 亿元，同比增长 21.86%，其他收益 14.83 亿元，营业外收入 1.72 亿元），对利润总额贡献大；减值损失合计 25.68 亿元，对利润形成一定侵蚀。

5. 现金流分析

2019—2021 年及 2022 年上半年，公司经营保持现金净流入，收入实现质量尚可；投资活动现金净流出规模持续增长，公司存在对外融资需求。

2019—2021 年及 2022 年上半年，公司现金流量情况如下表所示。

表 6 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	7364.43	7544.44	8366.21	3907.22
经营活动现金流出小计	6478.07	6622.39	7838.83	3693.41
经营活动现金流量净额	886.36	922.05	527.37	213.81
投资活动现金流入小计	1978.37	2560.15	2701.62	2387.91
投资活动现金流出小计	2868.78	3500.69	3716.05	2945.45
投资活动现金流量净额	-890.41	-940.54	-1014.43	-557.54
筹资活动前现金流量净额	-4.05	-18.49	-487.05	-343.74
筹资活动现金流入小计	3699.89	3208.26	3877.11	3172.01
筹资活动现金流出小计	3761.38	2836.94	3220.25	2584.59
筹资活动现金流量净额	-61.49	371.32	656.87	587.42
现金收入比 (%)	103.50	102.22	101.03	104.09

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营现金流入和流出规模持续增长，主要为销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金。2019—2021 年，公司经营现金保持净流入，公司现金收入比超过 100%，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入和流出持续增长，主要为收回投资收到的现金和投资支付的现金。2019—2021 年，公司投资活动现金净流出规模持续增长，年均复合增长 6.74%，2021 年为 1014.43 亿元。

2019—2021 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-4.05 亿元、-18.49 亿元和-487.05 亿元，现金净流出规模逐年扩大。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 2.37%，主要为取得借款、发债、吸收投资收到的现金；筹资活动现金流出波动下降，年均复合下降 7.47%，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—6 月，公司实现经营活动现金净流入 213.81 亿元，现金收入比 104.09%，收入实现质量较上年同期有所提升；投资活动现金净流出 557.54 亿元，净流出规模同比增长 668.64%；筹资活动现金净流入 587.42 亿元，同比增长 15.86%。

6. 偿债能力

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 7 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年	2022年6月
短期偿债指标	流动比率(%)	113.55	109.67	107.22	114.67
	速动比率(%)	64.81	64.60	64.13	72.65
	经营现金/流动负债(%)	10.59	9.76	5.00	--
	经营现金/短期债务(倍)	0.30	0.25	0.11	--
	现金短期债务比(倍)	0.66	0.65	0.58	0.63
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	1077.78	1143.84	1246.74	--
	全部债务/EBITDA(倍)	5.20	5.47	6.04	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.16	0.15	0.07	--
	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	3.83

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，2021年，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。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务规模及结构影响不大，公司经营活动现金流入对发行后长期债务的保障程度尚可，公司作为中央直属大型集团企业，行业地位突出，经营规模大，融资渠道畅通，能够对本期中期票据的偿付提供有效支持。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行规模5.00亿元，发行上限为8.00亿元，若按发行上限8.00亿元测算，发行后将计入权益科目计量，若将本期中期票据计入长期债务测算，分别占公司当期长期债务和全部债务的0.23%和0.09%，对公司现有债务结构影响不大。以2022年6月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由68.13%、54.64%和32.82%上升至68.14%、54.67%和32.87%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以2021年底数据为基础，本期中期票据发行后，公司长期债务将上升至2944.78亿元，公司2021年经营活动现金流入量对发行后长期债务总额覆盖倍数为2.84倍，经营活动现金流净额对发行后长期债务总额覆盖倍数为0.18倍，发行后长期债务总额是2021年公司EBITDA的2.36倍。

表 8 本期中期票据偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务*（亿元）	2942.78
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	2.84
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.18
发行后长期债务/EBITDA（倍）	2.36

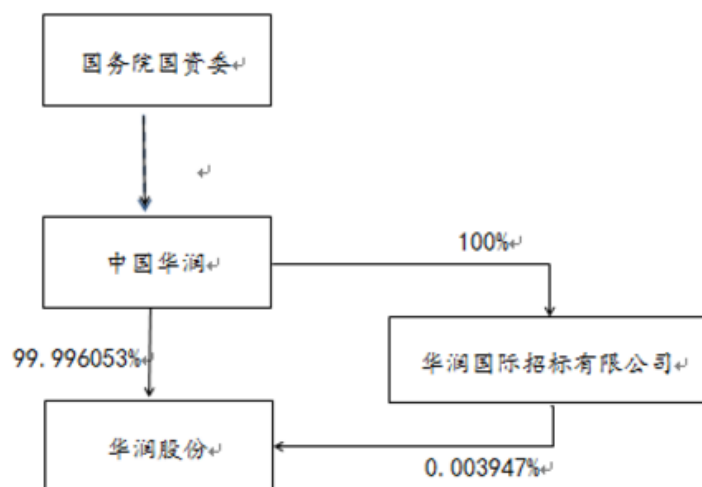
注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的截至2021年底长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

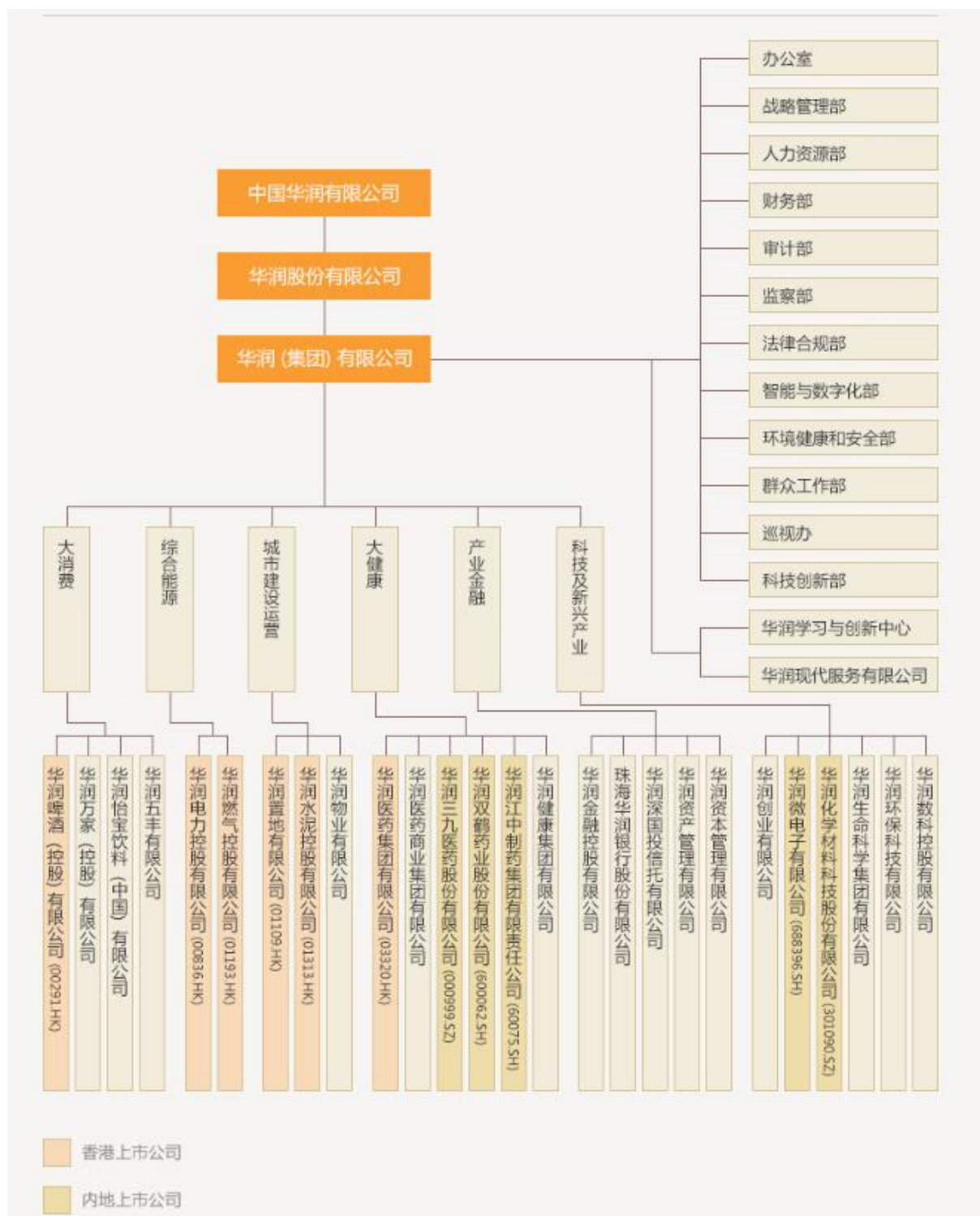
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至本报告出具日华润股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至本报告出具日华润股份有限公司组织架构图



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 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1965.87	2405.12	2685.46	3168.17
资产总额（亿元）	16459.52	18302.71	20598.31	22157.89
所有者权益（亿元）	5262.76	5999.36	6659.49	7061.53
短期债务（亿元）	2992.76	3697.26	4599.74	5056.77
长期债务（亿元）	2607.73	2562.81	2934.78	3450.07
全部债务（亿元）	5600.49	6260.07	7534.52	8506.83
营业总收入（亿元）	6544.23	6861.35	7714.85	3712.62
利润总额（亿元）	742.15	812.14	813.02	430.73
EBITDA（亿元）	1077.78	1143.84	1246.74	--
经营性净现金流（亿元）	886.36	922.05	527.37	213.81
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	104.09
营业利润率（%）	25.16	24.68	21.72	21.26
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	32.82
全部债务资本化比率（%）	51.55	51.06	53.08	54.64
资产负债率（%）	68.03	67.22	67.67	68.13
流动比率（%）	113.55	109.67	107.22	114.67
速动比率（%）	64.81	64.60	64.13	72.65
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	0.63
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：公司 2022 年半年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 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.32	32.99	38.63	101.89
资产总额（亿元）	973.09	1,099.40	1,257.25	1,256.36
所有者权益（亿元）	467.47	536.69	514.18	503.02
短期债务（亿元）	0.00	109.99	170.35	70.32
长期债务（亿元）	454.17	364.45	354.64	463.42
全部债务（亿元）	454.17	474.43	524.99	533.74
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	-9.81
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-10.01	-11.14	-9.05	-3.04
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	47.95
全部债务资本化比率（%）	49.28	46.92	50.52	51.48
资产负债率（%）	51.96	51.18	59.10	59.96
流动比率（%）	723.34	198.16	120.41	186.04
速动比率（%）	723.34	198.16	120.41	186.04
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	1.45
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：2022 年上半年数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×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 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 华润股份有限公司 2022 年度第八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评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。