

华润股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕7219号

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“24 华润 MTN003”“24 华润 MTN002B”“24 华润 MTN002A”“24 华润 MTN001”“23 华润 MTN004”“23 华润 MTN003”“23 华润 MTN002”“23 华润 MTN001”“22 华润 MTN008”“22 华润 MTN007”“22 华润 MTN006”“21 华润 MTN002”“21 华润 MTN001”“19 华润 MTN006”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

二〇二四年七月二十六日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

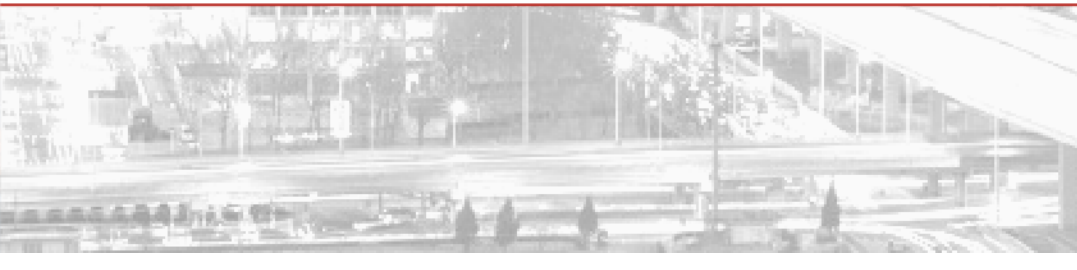
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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 2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
华润股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
“24 华润 MTN003” “24 华润 MTN002B” “24 华润 MTN002A” “24 华润 MTN001” “23 华润 MTN004” “23 华润 MTN003” “23 华润 MTN002” “23 华润 MTN001” “22 华润 MTN008” “22 华润 MTN007” “22 华润 MTN006” “21 华润 MTN002” “21 华润 MTN001” “19 华润 MTN006”	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/26

评级观点

跟踪期内，华润股份有限公司（以下简称“公司”）作为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）下属重要的国有资本投资公司，内控体系建设完善，内部管理制度健全，管理水平未发生重大变化。经营方面，公司业务布局涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业六大领域，下属控股多家上市公司，在消费、健康、综合能源等细分领域保持显著的规模优势和行业地位，但受宏观经济放缓及房地产市场低位运行影响，地产与水泥业务面临一定经营压力。财务方面，公司利润总额持续增长，主业盈利能力极强；资产质量良好，流动性尚可；债务负担整体可控，偿债指标表现很强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司将着力提升国有资本投资公司能力建设，巩固在六大领域行业地位，并加快有效投资，经营实力有望进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：若公司财务指标显著弱化、再融资环境恶化等。

优势

- **跟踪期内，公司在细分领域保持显著的行业地位和规模优势。**公司经营格局多元，其中大消费领域，公司零售、啤酒及食品饮料业务拥有多个知名品牌，部分产品销量多年保持全国第一；综合能源领域，子公司华润燃气控股有限公司为中国城市燃气分销业务的大型分销商，燃气用户数量与销气量具备显著的规模优势，华润电力控股有限公司发电运营权益装机容量及售电量等在行业内处于领先地位；大健康领域，子公司华润医药集团有限公司旗下拥有多家上市公司，医药业务涉及制造、分销及零售等，并建立了多个物流中心及零售药房，产业链完整度及规模优势显著。
- **旗下主要上市子公司盈利能力强，股票市值高。**公司通过全资子公司华润（集团）有限公司控股多家上市子公司（股票简称：华润电力、华润置地、华润啤酒、华润医药、华润燃气、华润建材科技等），上市子公司经营稳健，盈利能力强，股票市值高。

关注

- **地产销售情况存在不确定性。**跟踪期内，华润置地可供销售的物业账面金额持续增长，考虑到地产行业景气度尚未回暖，地产项目销售情况存在不确定性。
- **跟踪期内，行业景气度下行给水泥板块带来经营压力。**子公司华润建材科技控股有限公司（下称“华润建材科技”）主要产品产能位居全国前列，跟踪期内，受水泥行业产能过剩、煤炭价格波动及下游市场需求不振等因素影响，华润建材科技盈利能力有所下降。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 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

本次评级打分表及结果

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
财务风险	F2	现金流	经营分析	1
			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				aaa
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

主要财务数据

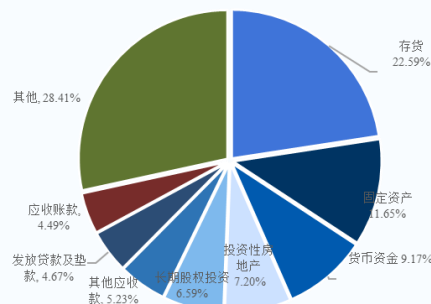
合并口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	2685.46	2766.78	3222.99	3457.62
资产总额（亿元）	20598.31	23281.46	26497.32	27351.73
所有者权益（亿元）	6659.49	7610.53	8481.46	8784.93
短期债务（亿元）	4599.74	5004.93	6178.26	6414.29
长期债务（亿元）	2934.78	3635.34	4248.85	4498.88
全部债务（亿元）	7534.52	8640.27	10427.11	10913.17
营业总收入（亿元）	7714.85	8161.93	8908.73	1906.23
利润总额（亿元）	813.02	836.80	881.88	185.67
EBITDA（亿元）	1246.74	1314.35	1346.39	--
经营性净现金流（亿元）	527.37	535.21	891.65	-319.51
营业利润率（%）	21.72	20.49	21.53	19.79
净资产收益率（%）	9.04	8.44	7.33	--
资产负债率（%）	67.67	67.31	67.99	67.88
全部债务资本化比率（%）	53.08	53.17	55.14	55.40
流动比率（%）	107.22	112.82	109.20	111.62
经营现金流动负债比（%）	5.00	4.60	6.71	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.55	0.52	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	7.45	7.15	6.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.04	6.57	7.74	--

公司本部口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	1257.25	1237.22	1273.16	1310.47
所有者权益（亿元）	514.18	483.30	581.88	608.83
全部债务（亿元）	524.99	493.24	404.63	379.60
营业总收入（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	-20.05	-23.47	-15.03	-2.95
资产负债率（%）	59.10	60.94	54.30	53.54
全部债务资本化比率（%）	50.52	50.51	41.02	38.40
流动比率（%）	120.41	155.20	124.35	139.14
经营现金流动负债比（%）	-2.33	-2.34	-2.20	--

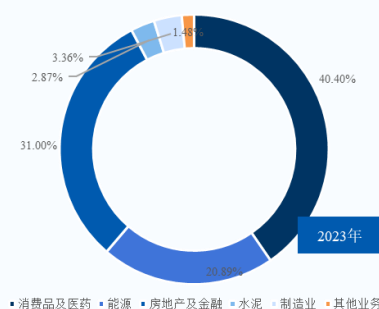
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 上表中全部债务资本化比率指标未考虑计入权益的永续债

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

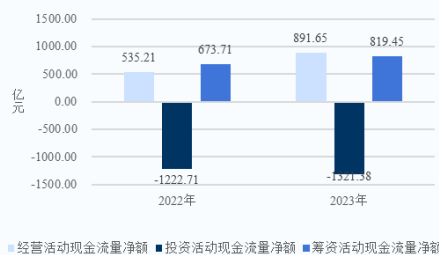
2023 年底公司资产构成



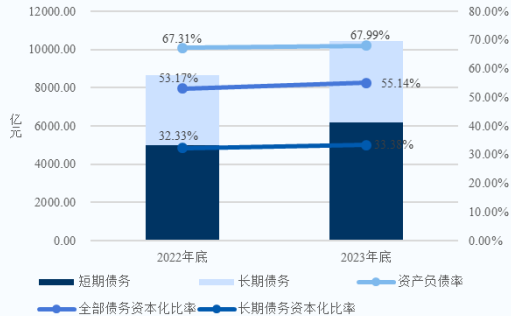
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日	特殊条款
24 华润 MTN003	30.00	30.00	2039/05/10	--
24 华润 MTN002B	15.00	15.00	2029/03/15	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
24 华润 MTN002A	15.00	15.00	2027/03/15	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
24 华润 MTN001	20.00	20.00	2034/03/01	--
23 华润 MTN004	30.00	30.00	2026/08/28	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
23 华润 MTN003	30.00	30.00	2026/08/18	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
23 华润 MTN002	30.00	30.00	2026/07/21	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
23 华润 MTN001	30.00	30.00	2026/07/13	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
22 华润 MTN008	8.00	8.00	2025/12/16	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
22 华润 MTN007	30.00	30.00	2025/10/20	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
22 华润 MTN006	30.00	30.00	2025/10/13	延期, 赎回, 调整票面利率, 利息递延权, 持有人救济
21 华润 MTN002	20.00	20.00	2026/10/13	--
21 华润 MTN001	20.00	20.00	2026/09/24	--
19 华润 MTN006	10.00	10.00	2024/09/20	--

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
 资料来源: 联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
24 华润 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/04/25	候珍珍 李上	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
24 华润 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/03/07	候珍珍 李上	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
24 华润 MTN002A	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/03/07	候珍珍 李上	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
24 华润 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/02/23	候珍珍 李上	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
23 华润 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/17	候珍珍 李上	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
23 华润 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/09	候珍珍 李上	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
22 华润 MTN008、 22 华润 MTN007、22 华润 MTN006、21 华润 MTN002、21 华润 MTN001、19 华润 MTN006	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/21	候珍珍 李上	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
23 华润 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/06	候珍珍 李上	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
23 华润 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/30	候珍珍 李上	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
22 华润 MTN008	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/12/09	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
22 华润 MTN007	AAA/稳定	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
22 华润 MTN006	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/10/08	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
21 华润 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/09/23	刘祎烜 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/稳定	AAA/稳定	2021/09/16	刘祎烜 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	AAA/稳定	AAA/稳定	2019/09/10	贺苏凝 刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 (V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号
 资料来源: 联合资信整理

评级项目组

项目负责人: 候珍珍 houzz@lhratings.com

项目组成员：李上 lishang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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“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

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（以下简称“招标公司”）。截至2024年3月底，公司注册资本和实收资本均为164.67亿元，中国华润直接持有公司99.996%的股份，并通过招标公司间接持有公司0.004%的股份，为公司控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。

公司收入主要来自消费品、医药、能源、房地产、金融等业务，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商企业。

截至2024年3月底，公司本部内设办公室、战略管理部、财务部等职能部门，按照大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业分为六大业务领域。截至2024年3月底，公司合并范围内拥有子公司数量约3000家，其中香港上市子公司8家，内地上市子公司9家，公司所持子公司股权均未质押。

截至2023年底，公司合并资产总额26497.32亿元，所有者权益8481.46亿元（含少数股东权益4374.16亿元）；2023年，公司实现营业收入8908.73亿元，利润总额881.88亿元。

截至2024年3月底，公司合并资产总额27351.73亿元，所有者权益8784.93亿元（含少数股东权益4556.76亿元）；2024年1—3月，公司实现营业收入1906.23亿元，利润总额185.67亿元。

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

截至2024年5月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，除未到付息日的债券外，其他均在付息日正常付息。

图表1•截至2024年5月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限	是否永续债
24 华润 MTN003	30.00	30.00	2024/05/10	15 年	否
24 华润 MTN002B	15.00	15.00	2024/03/15	5（5+N）年	是
24 华润 MTN002A	15.00	15.00	2024/03/15	3（3+N）年	是
24 华润 MTN001	20.00	20.00	2024/03/01	10 年	否
23 华润 MTN004	30.00	30.00	2023/08/28	3（3+N）年	是
23 华润 MTN003	30.00	30.00	2023/08/18	3（3+N）年	是
23 华润 MTN002	30.00	30.00	2023/07/21	3（3+N）年	是
23 华润 MTN001	30.00	30.00	2023/07/13	3（3+N）年	是
22 华润 MTN008	8.00	8.00	2022/12/16	3（3+N）年	是
22 华润 MTN007	30.00	30.00	2022/10/20	3（3+N）年	是
22 华润 MTN006	30.00	30.00	2022/10/13	3（3+N）年	是
21 华润 MTN002	20.00	20.00	2021/10/13	5 年	否
21 华润 MTN001	20.00	20.00	2021/09/24	5 年	否

19 华润 MTN006	10.00	10.00	2019/09/20	5 年	否
合计	318.00	318.00			

资料来源：联合资信根据公开信息整理

1 普通债券

截至 2024 年 5 月底，公司存续期普通优先债券包括“24 华润 MTN003”“24 华润 MTN001”“21 华润 MTN002”“21 华润 MTN001”“19 华润 MTN006”，合计金额 100.00 亿元。

2 永续债券

截至 2024 年 5 月底，公司存续期永续债包括“24 华润 MTN002B”“24 华润 MTN002A”“23 华润 MTN004”“23 华润 MTN003”“23 华润 MTN002”“23 华润 MTN001”“22 华润 MTN008”“22 华润 MTN007”“22 华润 MTN006”，合计金额 218.00 亿元。除 24 华润 MTN002B 发行期限为 5 (5+N) 年外，其余发行期限均为 3 (3+N) 年。上述债券在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。基于上述债券条款，可得出以下结论：

(1) 在偿付顺序方面，上述存续债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后。

(2) 上述存续债券如不赎回，从第 3 个（或第 5 个）计息年开始每 3 年（或每 5 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，上述存续债券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) 上述存续债券在除发生公司向普通股股东分红、减少注册资本以及在上述债券计息年度内支付存续债务本金或利息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。上述存续债券递延利息按当期票面利率累计计息。利息递延支付的约束力较弱。

综合以上分析，上述存续债券具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在破产清算时的清偿顺序列于公司普通债务之后，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大，利息约束力较弱。

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 电力行业

2023 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，但在极端天气、用电负荷增长以及燃料不足等特殊情况下，局部地区存在电力供应不足的问题。近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显。在政策导向下，国家电源结构向清洁能源偏重明显，并开始布局储能配套设施，在资源优势区域稳步推进大基地项目等，带动风电和太阳能发电新增装机量大幅提升。为保障电力供应稳定性，目前火电仍占据较大市场。由于动力煤等燃料价格仍处高位，火电企业成本控制压力仍较大。预计 2024 年中国电力供需总体平衡，但局部地区高峰时段电力供应或偏紧。未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。完整版行业分析详见[《2024 年电力行业分析》](#)。

2 房地产行业

2023 年房地产市场波动较大，其中一季度短暂回暖复苏后于二季度再次降温；虽 7 月以来利好政策集中释放，但销售下行趋势仍未逆转，行业仍处于探底状态。受销售端未有明显起色影响，土地市场继续冷清但不同城市间仍有分化，城投兜底现象逐步退去，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。考虑到房地产市场供求关系已发生重大变化，2023 年以来调控政策延续宽松态势，放松政策密集发布，但市场信心修复预计仍需一定时间。完整版行业分析详见《2024 年房地产行业分析》。

3 医药制造行业

2023 年，受医保控费力度加大、新药研发力度加大、疫情相关用品需求下降、行业内部调整等因素影响，医药制造企业营业收入和利润总额同比有所下降。医药行业是对政策依赖较高的行业，仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革，控费仍是行业主旋律，鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求，积极推动仿制药发展，鼓励优质中医药企业发展。2023 年开展的医疗反腐行动长期有益行业健康发展。未来，预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望逐渐复苏。详见《医药制造行业 2024 年度行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司为国务院国资委下属重要的国有资本投资公司，控股产业多元且以竞争性行业为主。公司控股多家上市公司，在消费、综合能源及医药等细分领域具备极强的竞争实力，跨行业经营整合能力强，规模优势和行业地位显著。公司本部债务履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、股权结构未发生变化。

规模与竞争力方面，公司为国务院国资委下属重要的国有资本投资公司，业务单元划分为大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业六大领域，收入主要来自消费品、医药、能源、房地产、金融等业务。

公司通过全资子公司华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”），间接控股华润电力控股有限公司（以下简称“华润电力”，股票代码 0836.HK）、华润置地有限公司（以下简称“华润置地”，股票代码 1109.HK）、华润啤酒（控股）有限公司（以下简称“华润啤酒”，股票代码 0291.HK）、华润医药集团有限公司（以下简称“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（以下简称“华润燃气”，股票代码 1193.HK）、华润建材科技控股有限公司（以下简称“华润建材科技”，股票代码 1313.HK）等多家上市公司，上市公司经营情况稳定，盈利能力强，股票市值高（截至 2024 年 3 月底，旗下 6 家上市公司总市值 4787.39 亿元）。

图表 2 • 截至 2024 年 3 月底公司下属主要上市公司市值情况

企业名称	所属业务板块	第一大股东持股比例 (%)	总市值 (亿元)	第一大股东持股市值 (亿元)
华润电力控股有限公司	能源	62.93	878.39	552.77
华润置地有限公司	房地产	59.51	1764.91	1050.30
华润啤酒(控股)有限公司	消费品	51.67	1169.53	604.29
华润医药集团有限公司	医药	53.05	314.13	166.64
华润燃气控股有限公司	能源	60.84	577.35	351.26
华润建材科技控股有限公司	水泥	68.63	83.10	57.03
合计	--	--	4787.39	2782.29

注：华润集团对上市公司直接或者间接持股，表中所列示第一大股东持股比例均为上市公司直接控股股东持股比例

资料来源：联合资信根据公司审计报告及各上市公司年报整理

在大消费领域，公司零售、啤酒及食品饮料业务拥有多个知名品牌，部分产品销量多年保持全国第一。在综合能源领域，华润燃气为中国最大的城市运营商之一，华润电力发电运营权益装机容量及售电量等在行业内处于领先地位。在大健康领域，华润医药旗下有 5 家上市公司（股票简称：华润三九、东阿阿胶、华润双鹤、江中药业、华润博雅生物），业务涉及医药及保健产品的生产、分销及零售，覆盖全国多个城市，拥有多个物流中心及零售药房。此外，公司在城市建设运营领域拥有上市公司华润置地、华润建材科技及其他经营主体，

在产业金融领域拥有银行、信托等金融机构，在科技及新兴产业领域拥有上市公司华润微电子有限公司等，细分领域规模优势和行业地位显著。

信用记录方面，根据公司提供的《企业信用记录》，截至 2024 年 5 月 15 日，公司本部无未结清的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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至 2024 年 7 月 15 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

跟踪期内，公司主要管理制度、公司监事及高管人员均未发生重大变更。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司经营格局稳定，营业总收入保持增长，综合毛利率有所提升，保持在较高水平。

公司为多元化发展的大型集团企业。2023 年，公司营业总收入同比增长 9.15%。从收入构成看，消费品及医药、能源、房地产及金融业务仍为主要收入来源；2023 年，公司消费品及医药、能源、房地产及金融业务、水泥、制造业收入同比增速分别为 2.19%、5.02%、19.05%、-11.42% 及 1.01%。综合毛利率有所提升，2023 年为 24.01%。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1906.23 亿元，较上年同期微幅增长；综合毛利率 21.70%，较上年同期基本持平。

图表 3 • 2021—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
消费品及医药	3127	40.53%	18.71%	3522	43.15%	21.24%	3599	40.39%	19.76%
能源	1372	17.78%	15.09%	1772	21.72%	13.88%	1861	20.89%	16.82%
房地产及金融	2330	30.20%	26.70%	2320	28.43%	29.53%	2762	31.00%	27.81%
水泥	359	4.65%	32.03%	289	3.54%	15.22%	256	2.87%	14.84%
制造业	235	3.04%	17.87%	296	3.62%	18.58%	299	3.36%	15.38%
其他	292	3.78%	97.26%	-37	--	--	132	1.48%	--
合计	7715	100.00%	24.06%	8162	100.00%	22.72%	8909	100.00%	24.01%

注：公司提供的收入精确度为亿元，故未保留小数；其他业务收入中包含内部抵消项金额，内部抵消项为公司合并报表时，需抵消的下属公司之间交易产生的收入或成本。故该项有可能是负数。

资料来源：公司提供

图表 4 • 公司下属主要经营主体 2023 年（末）财务概况

企业名称	所属业务板块	第一大股东持股比例（%）	是否上市	资产总额	所有者权益	营业收入（或营业额）	净利润（或本年度溢利）	记账本位币/单位
华润啤酒(控股)有限公司	消费品	51.67	是	715.24	341.74	389.32	52.14	CNY/亿元
华润电力控股有限公司	能源	62.93	是	3223.96	1045.47	1033.34	121.10	HKD/亿港元
华润燃气控股有限公司	能源	60.84	是	1378.71	633.84	1012.72	70.59	HKD/亿港元
华润置地有限公司	房地产	59.51	是	11911.77	3841.49	2511.37	373.04	CNY/亿元
华润建材科技控股有限公司	水泥	68.63	是	727.92	441.08	255.50	6.19	CNY/亿元
华润医药集团有限公司	医药	53.05	是	2467.70	929.75	2447.04	77.75	CNY/亿元
珠海华润银行股份有限公司	金融	49.77	否	3888.81	321.13	65.23	20.03	CNY/亿元
公司（合并口径）	--	--	--	26497.32	8481.46	8908.73	621.95	CNY/亿元

注：对珠海华润银行股份有限公司直接持股 49.77%，通过华润金控投资有限公司对华润深国投信托有限公司间接控股 51.00%。上文仅列示第一大股东直接持股比例；上表数据均采用记账本位币。

资料来源：联合资信根据公司审计报告及各上市公司年报整理

(1) 消费品

公司零售、食品及饮料业务拥有多个知名品牌，2023年，受居民消费信心不足影响，公司商品销售收入有所下降。啤酒业务销售量保持稳定，受益于产品结构调整及产品价格提升，华润啤酒盈利能力不断增强。

公司消费品业务主要集中在华润集团本部及其下属全资子公司华润创业有限公司（以下简称“华润创业”），主要包括零售、啤酒和食品饮料业务。2023年，受居民消费信心不足影响，公司商品销售收入同比下降10.37%，2023年为1627.65亿元。

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，业务区域遍布华东、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。从经营模式看，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。

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”品牌系列饮用纯净水，并陆续推出“魔力”和“午后奶茶”等饮料，“怡宝”品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。

啤酒业务由华润创业下属上市公司华润啤酒负责经营。2023年，华润啤酒销量基本保持稳定，同比增长0.50%至111.51亿升。产品价格上，华润啤酒继续调整部分产品销售价格，2023年平均销售价格同比提升4.00%，高端产品占比增加，市场竞争力持续提升。受上述因素的影响，2023年，华润啤酒营业收入同比增长9.42%至389.32亿元，净利润同比增长16.57%至52.14亿元。

(2) 能源业务

公司能源业务由电力业务和燃气业务构成，2023年，电力业务运营主体华润电力权益装机容量持续增长，净利润规模大幅增长；随着对燃气业务客户的持续拓展，华润燃气销售量持续增长，盈利能力有所提升。公司能源业务盈利能力受产品价格及采购成本变化影响大。

华润电力是公司电力板块的运营主体，业务涉及对风电厂、光伏电站、水电站、其他清洁及可再生能源项目及燃煤发电厂的投资、开发、运营和管理。截至2023年底，华润电力旗下运营47座燃煤发电厂、183座风电厂、123座光伏电站、28座水电站和5座燃气发电厂，2023年，华润电力运营权益装机容量保持增长，2023年为59764兆瓦。售电量方面，随着全社会用电需求持续增长，2023年，华润电力附属电厂全年售电量为193265吉瓦时，同比提升4.7%；电价方面，2023年，以市场方式定价的售电量占附属电厂售电量的85%，市场电平均电价较标杆上网电价涨幅为18%。2023年，华润电力营业收入同比持平，受益于燃煤电厂燃料成本下降，净利润同比增长60.27%至121.10亿港元。

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）。2023年底，华润燃气的城市燃气项目达276个，分布在中国25个省份，其中包括15个省会城市及76个地级市。2023年，燃气业务用户数量持续拓展，燃气总销量持续增长，2023年底客户数达5778万户，燃气总销量达388亿立方米；营业收入持续增长，2023年同比增长7.35%至1012.72亿港元；2023年华润燃气采取多项措施保障天然气供应能力并改善天然气采购成本，净利润同比增长11.89%至70.59亿港元。

(3) 房地产

2023年，华润置地在土地获取上聚焦一二线城市，土地储备充足，开发销售型业务签约销售额和销售面积受房地产市场景气度变化影响大；购物中心及写字楼出租高。考虑到地产行业景气度尚未回暖，地产项目销售情况存在不确定性。

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、建工建材等多种业态，其中从事中国内地房地产业务的子公司主要为华润置地。公司不断新增土地储备，截至2023年底，华润置地总土地储备面积62.50百万平方米，土地储备可保障未来几年的发展需求。2023年，华润置地以权益对价1118亿元获取68宗土地，主要为对一二线城市的投资。

开发销售型业务方面，2023年，华润置地合同销售面积小幅下降，合同销售额小幅增长，销售情况受房地产市场景气度变化影响大。

图表 5 • 华润置地合同销售情况

科目	2021 年	2022 年	2023 年
合同销售金额（十亿元）	315.80	301.33	307.03
合同销售建筑面积（百万平方米）	17.60	14.25	13.07
合同销售均价（万元/平方米）	1.80	2.11	2.35

资料来源：联合资信根据公开数据整理

购物中心业务方面，2023 年，购物中心实现营业收入（主要为租金收入）178.50 亿元，同比增长 29.70%。截至 2023 年底，华润置地共有 76 座购物中心，权益建筑面积 963 万平方米，账面价值 2066.9 亿元；购物中心实现零售额 1638.70 亿元，同比增长 44.20%；购物中心平均出租率 96.50%。

写字楼业务方面，华润置地写字楼业务资产分布在一二线城市核心地段。近年来，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。2022 年，写字楼出租率 79.20%，同比持平；2023 年，出租率提升至 81.80%，营业额 20.6 亿元（主要为租金收入），同比增长 10.2%。2023 年底，在管写字楼 20 座，权益建筑面积 97 万平方米。

2023 年末，华润置地可供销售的物业账面价值为 5243.32 亿元，较上年底增长 5.50%，占公司合并口径资产总额比例为 19.79%；2023 年末，公司合并口径中“存货/房地产开发产品及开发成本”为 5454.56 亿元，2023 年计提存货跌价准备 69.89 亿元。需关注地产项目未来去化情况。

（4）水泥业务

2023 年，受水泥行业产能过剩、煤炭价格波动及下游市场需求不振等因素影响，华润建材科技盈利能力有所下降。考虑到地产行业景气度尚未回暖，未来经营业绩改善存在不确定性。

公司水泥业务的经营主体为华润建材科技。华润建材科技在中国华南地区水泥和商品混凝土的供应商中居于龙头地位，水泥和商品混凝土产能位居全国前列。华润建材科技业务主要覆盖广东、广西、福建、海南、云南、贵州和山西等地。跟踪期内，华润建材科技产能保持稳定，截至 2023 年底，共经营 101 条水泥粉磨线及 49 条熟料生产线，水泥及熟料年产能分别为 9020 万吨及 6330 万吨，拥有 63 座混凝土搅拌站，混凝土年产能 3840 万立方米。2023 年，受水泥行业产能过剩、煤炭价格波动及下游市场需求不振等因素影响，华润建材科技营业收入和净利润分别为 255.50 亿元和 6.19 亿元（2022 年分别为 287.80 亿元和 16.64 亿元），较上年均有所下降。

（5）医药业务

2023 年，华润医药不断加大研发投入，并通过并购重组及市场拓展，营业收入及净利润规模持续增长，盈利能力良好。

公司医药板块经营主体为上市公司华润医药。华润医药业务涵盖中药、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。

制药业务方面，华润医药持续加大研发投入，截至 2023 年底，华润医药共生产 796 种产品；拥有 5 个获国家认证的工程技术研究中心、3 个获国家认证的企业技术中心，研发人员超过 2700 名。医药商业方面，截至 2023 年底，华润医药拥有超过 230 个物流中心构成的分销网络，客户数量超过 24 万家，包括二、三级医院 10667 家，基层医疗机构将近 10 万家。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，截至 2023 年底，共有 790 家零售药房，其中高值药品直送业务（DTP）等专业药店总数已达 272 家。

2023 年，华润医药通过并购重组及市场拓展，经营规模持续提升，营业收入及净利润规模不断增长。2023 年，华润医药营业收入同比增长 7.24% 至 2447.04 亿元；净利润同比增长 9.89% 至 77.75 亿元。

（6）金融业务

2023 年，考虑宏观经济环境变化及提前防范和化解重点领域风险，华润银行对风险资产计提减值增加，净利润同比减少；华润信托受资本市场波动、行业竞争加剧及民营地产企业经营恶化的影响，净利润同比减少。

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”）。

华润银行作为全国第二批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。2022 年，华润银行与南方电网资本控股有限公司及深圳中电投资有限公司签署《增资协议》，注册资本由 60.43 亿元增加至 85.33 亿元，公司持股比例降至 49.77%，仍为华润银行的第一大股东。截至 2024 年 3 月底，公司持有华润银行 49.77% 的股份。截至 2023 年底，华润银行资产总额 3888.81 亿元，所有者权益 321.13 亿元。盈利能力方面，2023 年，华润银行实现营业收入 68.00 亿元，同比增长 4.26%；考虑到宏观经济环境变化及重点领域风险提前防范和

化解，华润银行对存量风险资产计提信用减值损失增加，净利润14.02亿元，同比减少30.02%。

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。截至2024年3月底，公司持有华润信托51.00%的股份。截至2023年底，华润信托资产总额335.13亿元，权益总额295.57亿元。2023年，华润信托营业收入35.57亿元，较上年基本持平；受资本市场波动、行业竞争加剧及民营地产企业经营持续恶化等因素影响，华润信托净利润15.56亿元，同比减少33.10%。

2 未来发展

公司发展战略清晰，未来通过加快有效投资并推动各领域高质量发展，经营实力有望进一步提升。

未来公司将围绕“大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业”六大领域，坚持市场化运作，加快推进企业转型升级，全面推动各板块高质量发展；着力提升国有资本投资公司能力建设，加快有效投资。

(四) 财务方面

公司提供了2023年财务报告，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对2023年财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司2024年一季度财务数据未经审计。2023年公司通过企业合并和注销方式减少2家一级子公司，截至2023年底，公司一级子公司共9家。

整体看，公司财务数据可比性较强。

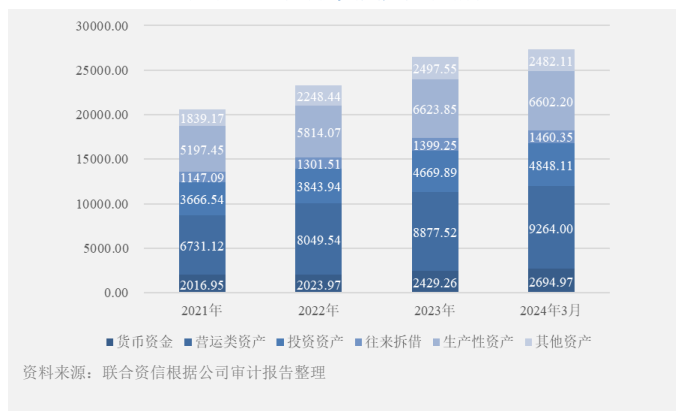
1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产构成较为均衡，受地产行业景气度低位徘徊影响，存货存在一定跌价风险。整体看，公司资产质量良好，整体流动性尚可。

公司主营业务板块众多，随着各业务板块持续发展，公司资产规模稳定增长。截至2023年底，公司合并资产总额26497.32亿元，较上年底增长13.81%。截至2024年3月底，公司合并资产总额27351.73亿元，较上年底增长3.22%，资产构成较为均衡。

2023年底，公司资产主要包括以地产项目、应收款为主的营运类资产、生产性资产及股权类投资资产。其中，存货以房地产项目为主，截至2023年底，公司存货5984.97亿元，较上年底增长8.44%，房地产开发成本及开发产品占存货原值比重约90%，累计计提存货跌价准备占存货原值的比重为2.27%，存在一定的跌价风险；截至2023年底，公司应收账款账面价值1190.02亿元，较上年底增长11.63%，应收账款账期以1年以内为主；生产性资产主要为生产用厂房、自持物业、土地使用权等，2023年底，公司固定资产及投资性房地产较上年底分别增长15.77%和10.44%；股权类资产以对联营企业和合营企业的投资为主，其中长期股权投资1746.41亿元，较上年底增长9.07%，能够形成较为稳定的投资收益。公司资产受限比例很低，资产整体流动性尚可。

图表6·公司各类资产变化情况¹



图表7·2023年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占相应资产比例	受限原因
货币资金	228.94	9.42%	主要用于银行融资质押或抵押
投资性房地产	505.69	26.49%	
存货	121.91	2.04%	
固定资产	49.10	1.59%	
债权投资	238.13	51.89%	
其他（无形资产等）	48.74	--	
合计	1192.51	4.50%	

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

¹ 注：营运类资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款；投资资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、划分为持有待售的资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、非流动金融资产、长期股权投资；往来拆借为其他应收款（合计）；生产性资产包括投资性房地产、固定资产、在建工程、生产性生物资产、油气资产、使用权资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用

跟踪期内，随着合并范围扩大、利润持续累积，公司所有者权益持续增长；未分配利润和少数股东权益比重较高。公司有息债务规模增长较快，债务负担整体可控。

随着合并范围扩大、利润持续累积，公司所有者权益持续增长。截至 2023 年底，公司所有者权益 8481.46 亿元，较上年底增长 11.44%。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 8784.93 亿元，较上年底增长 3.58%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.13%，少数股东权益占比为 51.87%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具（主要为公司本部发行的永续中票）和未分配利润分别占所有者权益的比例为 1.87%、8.01%、2.57%和 34.92%，权益结构稳定性一般。

截至 2023 年底，公司负债总额 18015.86 亿元，较上年底增长 14.96%，负债主要由银行借款、合同负债、吸收存款及同业存放及应付债券构成。截至 2023 年底，公司全部债务 10427.11 亿元，较上年底增长 20.68%，全部债务占期末负债总额的 57.88%。其中银行借款约占 50%，发行债券约占 10%，其他债务如银行承兑汇票、吸收存款及同业存放等约占 40%。债务期限结构方面，截至 2023 年底，短期债务占 59.25%，其中，一年内到期应付债券 449.95 亿元。截至 2023 年底，短期借款主要由信用借款（占 94.68%）构成，长期借款主要由信用借款、抵押借款构成。从债务指标来看，截至 2023 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 67.99%、55.14%和 33.38%，较上年底分别上升 0.68 个百分点、1.98 个百分点和 1.05 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2023 年底，公司全部债务增至 10645.11 亿元。债务结构方面，短期债务 6178.26 亿元（占 58.04%），长期债务 4466.85 亿元（占 41.96%）。从债务指标看，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 68.81%、56.30%和 35.09%，较调整前分别上升 0.82 个百分点、1.15 个百分点和 1.71 个百分点。公司债务负担整体可控。

截至 2024 年 3 月底，公司负债总额 18566.80 亿元，较上年底增长 3.06%。公司全部债务 10913.17 亿元，较上年底增长 4.66%。债务结构方面，短期债务占 58.78%，长期债务占 41.22%，结构相对均衡。从债务指标来看，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 67.88%、55.40%和 33.87%，较上年底分别下降 0.11 个百分点、提高 0.26 个百分点和提高 0.49 个百分点。

2023 年，公司经营性利润保持增长，减值损失对利润形成一定侵蚀，以投资收益为主的非经常性损益对利润形成补充。公司整体盈利能力极强。

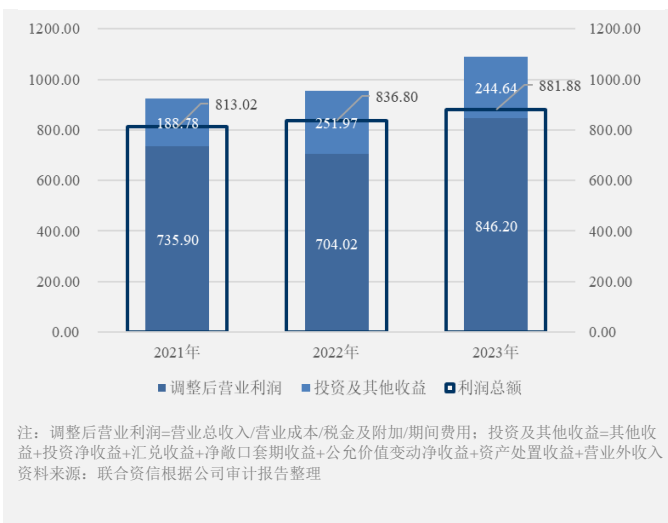
2023 年，公司营业总收入同比增长 9.15%，费用控制能力强，经营性利润保持增长；减值损失主要为对地产项目计提的存货跌价损失及对金融业务发放贷款及垫款项目计提的信用减值损失，对利润形成一定侵蚀。公司利润总额主要来自于经营性利润，投资收益等非经常性损益对利润形成良好补充，但可持续性一般。2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1906.23 亿元，同比增长 2.59%；营业利润率为 19.79%，较上年同期基本持平。整体来看，公司盈利能力极强。

图表 8 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	7714.85	8161.93	8908.73
毛利润	1856.32	1854.35	2139.00
期间费用	939.43	968.26	1071.73
投资收益	132.25	183.12	146.01
减值损失	-100.72	-111.41	-179.38
利润总额	813.02	836.80	881.88
营业利润率（%）	21.72	20.49	21.53
总资本收益率（%）	4.96	4.65	3.95
净资产收益率（%）	9.04	8.44	7.33

注：期间费用=财务费用+管理费用+研发费用+销售费用
减值损失=资产减值损失+信用减值损失，损失以“-”号填列
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 9 • 2021—2023 年公司利润构成及变化趋势（单位：亿元）



与同行业公司比较，公司整体盈利指标高于同业水平。

图表 10 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	浙江国资	山东国资	中国通用
营业总收入（亿元）	8908.73	6771.21	1385.47	2048.43
销售毛利率（%）	24.01	3.11	13.95	12.46

总资产报酬率 (%)	5.41	3.84	2.71	3.72
净资产收益率 (%)	7.33	9.00	8.41	5.26

注：浙江国资为浙江省国有资本运营有限公司简称；山东国资为山东省国有资产投资控股有限公司简称；中国通用为中国通用技术(集团)控股有限责任公司简称
 数据来源：联合资信根据公开资料整理

2023年，公司经营获现能力向好，经营活动现金净流入规模持续增长；公司始终保持较大的对外投资规模，经营发展对外部融资存在较强依赖性。

2023年，公司现金收入比持续向好，经营活动现金净流入规模持续增长。2024年1—3月，公司经营活动现金流转为净流出，主要为阶段性现金流出。2023年，公司保持较大规模的对外投资，投资活动净流出规模持续增长；受筹资活动前现金流量缺口保持较大规模影响，公司主要依赖银行借款、债券发行来弥补资金缺口，现金及现金等价物净增加额持续为正。考虑到未来公司各业务板块经营发展需要，未来对外融资需求大。

图表 11 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
经营活动现金流入小计	8366.21	8980.33	10077.89	2048.01
经营活动现金流出小计	7838.83	8445.12	9186.24	2367.52
经营现金流量净额	527.37	535.21	891.65	-319.51
投资活动现金流入小计	2701.62	5365.91	6551.25	900.32
投资活动现金流出小计	3716.05	6588.62	7872.64	886.77
投资活动现金流量净额	-1014.43	-1222.71	-1321.38	13.55
筹资活动前现金流量净额	-487.05	-687.49	-429.74	-305.96
筹资活动现金流入小计	3877.11	4603.32	4490.68	1810.48
筹资活动现金流出小计	3220.25	3929.61	3671.23	1165.55
筹资活动现金流量净额	656.87	673.71	819.45	644.93
现金收入比 (%)	101.03	102.18	104.20	107.25
现金及现金等价物净增加额	163.89	9.70	393.73	340.04

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标很强，间接融资渠道畅通；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。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2021年	2022年	2023年
短期偿债指标	流动比率 (%)	107.22	112.82	109.20
	速动比率 (%)	64.13	65.42	64.18
	经营现金/流动负债 (%)	5.00	4.60	6.71
	经营现金/短期债务 (倍)	0.11	0.11	0.14
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.58	0.55	0.52
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	1246.74	1314.35	1346.39
	全部债务/EBITDA (倍)	6.04	6.57	7.74
	经营现金/全部债务 (倍)	0.07	0.06	0.09
	EBITDA/利息支出 (倍)	7.45	7.15	6.44
	经营现金/利息支出 (倍)	3.15	2.91	4.26

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从偿债指标看，公司流动资产对流动负债的保障程度一般，现金类资产对短期债务的保障程度尚可，EBITDA 对利息的覆盖程度高。

截至 2023 年底，公司对外担保总额 1055.28 亿元，占公司净资产的 12.44%。其中，为子公司华润集团的联营公司提供借款担保 125.76 亿元，为其他公司或个人提供的担保 929.52 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 2023 年底，联合资信未发现公司存在尚未了结的或可预见的足以对经营、财务、声誉构成重大影响的诉讼、仲裁。

截至 2024 年 3 月底，公司及下属子公司在主要合作商业银行获得的银行授信总额折合人民币约 1.9 万亿元，未用额度 1.5 万亿元；公司本部获得授信额度 753.00 亿元，未使用额度 578.54 亿元。此外，下属多家子公司为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部作为控股型企业，监督本部及下属非上市公司的各项资金活动，通过资金统筹管理调度机制保持资产流动性。公司本部资产构成以子公司股权及对股东的拆借款为主；债务期限结构偏长期，主要为公开市场发行的债券，公司本部债务偿还依赖再融资。2023 年，本部受净利息支出较大的影响，利润总额亏损。

公司本部无经营性收入，主要负责监督本部及下属非上市公司的各项资金活动，并承担部分融资职能。

截至 2023 年底，公司本部资产主要为子公司股权以及对股东的资金拆借款。其中，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）61.43 亿元，长期股权投资 622.75 亿元，全部为对子公司的投资；其他应收款（合计）543.18 亿元，主要为对关联方的资金拆借款，账龄以 1 年以内为主，其中拆借给股东中国华润有限公司 465.09 亿元。截至 2023 年底，公司本部主要通过全资子公司华润集团持有多家上市公司股票，股票市值高，均未质押。

截至 2023 年底，公司本部全部债务 404.63 亿元。其中，短期债务占 49.43%、长期债务占 50.57%。截至 2023 年底，短期债务为 200.01 亿元，其中一年内到期的应付债券金额为 199.94 亿元。截至 2023 年底，公司本部全部债务资本化比率 41.02%，若将本部发行的永续债（2023 年底计入其他权益工具 218.00 亿元）计入长期债务，公司本部全部债务资本化比率上升至 63.11%。

截至 2023 年底，公司本部权益规模 581.88 亿元，实收资本、资本公积及其他权益工具（为发行的永续债）分别占 28.30%、28.09%和 37.46%。

2023 年，受净利息支出规模较大影响，公司本部利润总额持续亏损。2023 年，公司本部净利息支出（利息费用/利息收入）为 14.02 亿元，投资收益为 8.42 亿元，主要为下属非上市子公司分红及处置长期股权投资损益；利润总额为-15.03 亿元。

图表 13 • 2021—2023 年公司本部取得投资收益收到的现金情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
取得投资收益收到的现金	2.20	1.27	5.20

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 14 • 2021—2023 年公司本部投资收益表现（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
权益法核算的长期股权投资收益	1.39	1.05	1.26
收到子公司股利	--	--	4.35
持有的交易性金融资产投资收益	0.32	0.32	0.15
处置长期股权投资损益	--	--	2.67
按成本法核算的长期股权投资收益	0.94	--	--
合计	2.57	1.37	8.42

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

偿债能力方面，2023 年，公司本部经营活动现金流净额为-10.69 亿元，取得投资收益收到的现金（5.20 亿元）对分配股利、利润或偿付利息支付的现金（18.05 亿元）覆盖程度较低；截至 2024 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.32 倍，债务偿还依赖再融资。

（五）ESG 方面

公司注重环保投入，不断完善环保体系面临的环境风险较小，积极履行作为国有企业社会责任，社会贡献度较高，此外，公司规章制度和内控制度健全。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司注重环保投入，节能减排指标持续向好，旗下多家经营主体获得了香港绿色企业大奖。为降低对环境的影响，公司不断完善环境管理体系，积极实施节能减排项目改造，联合资信未发现公司发生重大环境风险事件。

社会责任方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，人员稳定性高。公司作为重要的国有资本投资公司，社会贡献度较高。

治理方面，公司法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度健全。

七、债券偿还能力分析

1 普通优先债券

截至 2024 年 5 月底，公司存续期普通优先债券“24 华润 MTN001”“24 华润 MTN003”“22 华润 MTN003”“22 华润 MTN001”“21 华润 MTN002”“21 华润 MTN001”“22 华润 MTN004”“22 华润 MTN002”“21 华润 MTN005”“21 华润 MTN004”“21 华润 MTN003”“19 华润 MTN006”合计金额 280.00 亿元。

2 永续债

截至 2024 年 5 月底，公司存续期永续债“24 华润 MTN002B”“24 华润 MTN002A”“23 华润 MTN004”“23 华润 MTN003”“23 华润 MTN002”“23 华润 MTN001”“22 华润 MTN008”“22 华润 MTN007”“22 华润 MTN006”“22 华润 MTN005”合计金额 248.00 亿元。以 2023 年财务数据为基础，若将上述永续债计入长期债务，公司经营活动现金流入、经营活动现金流量净额对调整后的长期债务覆盖倍数分别为 2.24 倍和 0.20 倍。

图表 15 • 公司永续债券偿还能力指标

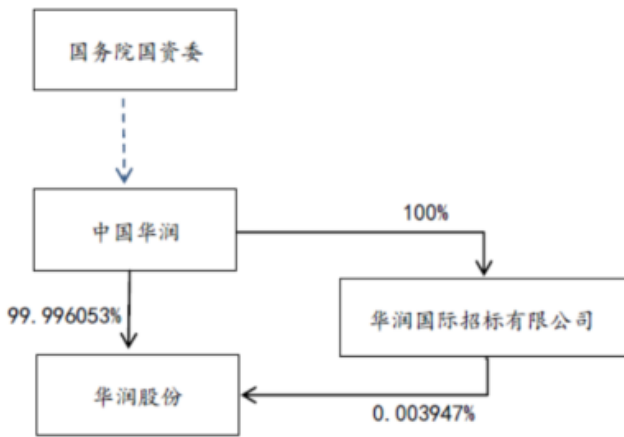
项目	2023 年
长期债务* (亿元)	4496.85
经营现金流入/长期债务 (倍)	2.24
经营现金/长期债务 (倍)	0.20
长期债务/EBITDA (倍)	3.34

注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公开资料整理

八、跟踪评级结论

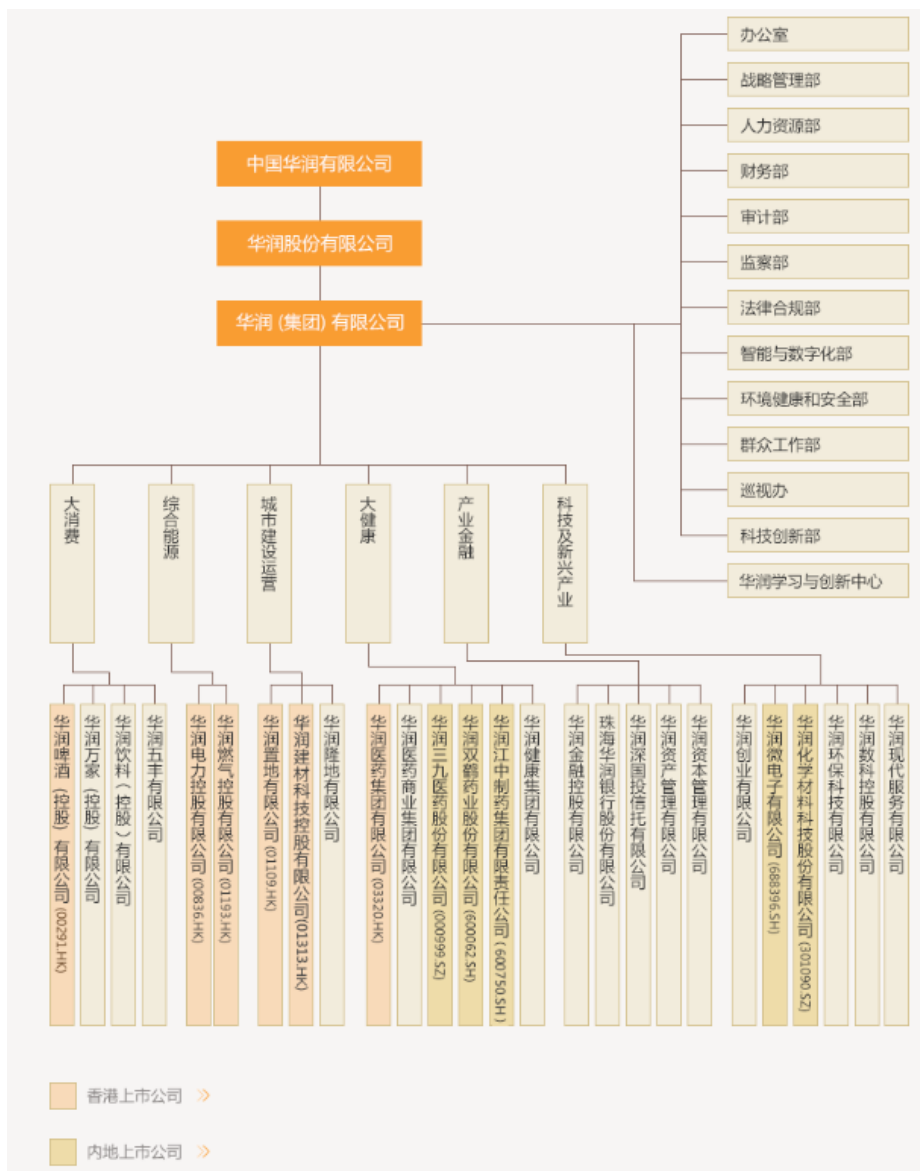
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“24 华润 MTN003”“24 华润 MTN002B”“24 华润 MTN002A”“24 华润 MTN001”“23 华润 MTN004”“23 华润 MTN003”“23 华润 MTN002”“23 华润 MTN001”“22 华润 MTN008”“22 华润 MTN007”“22 华润 MTN006”“21 华润 MTN002”“21 华润 MTN001”“19 华润 MTN006”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1/1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1/2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1/3 公司一级子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金	持股比例
华润（集团）有限公司	90.00 亿港元	100.00%
华润生命科学集团有限公司	15.21 亿元	100.00%
华润现代服务(深圳)有限公司	0.01 亿元	100.00%
珠海华润银行股份有限公司	85.33 亿元	49.77%
华润金控投资有限公司	87.00 亿元	100.00%
华润网络控股(深圳)有限公司	6.64 亿元	100.00%
华润数科控股有限公司	8.62 亿元	100.00%
润信(汕头华侨试验区)互联网小额贷款有限公司	3.00 亿元	100.00%
深圳润成投资咨询有限公司	15.00 亿元	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2/1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2685.46	2766.78	3222.99	3457.62
应收账款（亿元）	942.51	1066.03	1190.02	1325.93
其他应收款（亿元）	1147.09	1301.51	1399.25	1460.35
存货（亿元）	4541.39	5519.03	5984.97	6169.93
长期股权投资（亿元）	1408.99	1601.24	1746.41	1802.77
固定资产（亿元）	2546.92	2667.35	3088.02	3070.98
在建工程（亿元）	342.71	500.03	548.17	564.12
资产总额（亿元）	20598.31	23281.46	26497.32	27351.73
实收资本（亿元）	164.67	164.67	164.67	164.67
少数股东权益（亿元）	3289.44	3908.74	4374.16	4556.76
所有者权益（亿元）	6659.49	7610.53	8481.46	8784.93
短期债务（亿元）	4599.74	5004.93	6178.26	6414.29
长期债务（亿元）	2934.78	3635.34	4248.85	4498.88
全部债务（亿元）	7534.52	8640.27	10427.11	10913.17
营业总收入（亿元）	7714.85	8161.93	8908.73	1906.23
营业成本（亿元）	5858.53	6307.58	6769.72	1492.58
其他收益（亿元）	32.10	30.21	36.95	6.28
利润总额（亿元）	813.02	836.80	881.88	185.67
EBITDA（亿元）	1246.74	1314.35	1346.39	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7794.37	8340.15	9282.59	2044.43
经营活动现金流入小计（亿元）	8366.21	8980.33	10077.89	2048.01
经营活动现金流量净额（亿元）	527.37	535.21	891.65	-319.51
投资活动现金流量净额（亿元）	-1014.43	-1222.71	-1321.38	13.55
筹资活动现金流量净额（亿元）	656.87	673.71	819.45	644.93
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.75	6.37	6.28	--
存货周转次数（次）	1.33	1.25	1.18	--
总资产周转次数（次）	0.40	0.37	0.36	--
现金收入比（%）	101.03	102.18	104.20	107.25
营业利润率（%）	21.72	20.49	21.53	19.79
总资本收益率（%）	4.96	4.65	3.95	--
净资产收益率（%）	9.04	8.44	7.33	--
长期债务资本化比率（%）	30.59	32.33	33.38	33.87
全部债务资本化比率（%）	53.08	53.17	55.14	55.40
资产负债率（%）	67.67	67.31	67.99	67.88
流动比率（%）	107.22	112.82	109.20	111.62
速动比率（%）	64.13	65.42	64.18	66.20
经营现金流动负债比（%）	5.00	4.60	6.71	--
现金短期债务比（倍）	0.58	0.55	0.52	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	7.45	7.15	6.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.04	6.57	7.74	--

注：公司 2024 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2/2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	38.63	33.17	61.43	63.69
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	428.66	503.05	543.18	578.66
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	657.16	646.94	622.75	622.75
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	1257.25	1237.22	1273.16	1310.47
实收资本（亿元）	164.67	164.67	164.67	164.67
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	514.18	483.30	581.88	608.83
短期债务（亿元）	170.35	85.13	200.01	140.04
长期债务（亿元）	354.64	408.11	204.62	239.56
全部债务（亿元）	524.99	493.24	404.63	379.60
营业总收入（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.00
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.01	0.00	0.00
利润总额（亿元）	-20.05	-23.47	-15.03	-2.95
EBITDA（亿元）	1.69	-3.09	1.78	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	2.66	0.84	0.49	0.21
经营活动现金流量净额（亿元）	-9.05	-8.08	-10.69	-0.79
投资活动现金流量净额（亿元）	-130.26	2.76	-20.43	-15.29
筹资活动现金流量净额（亿元）	149.26	-7.14	46.39	38.34
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（%）	11.32	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	67.09	36.58	72.78	-254.52
总资本收益率（%）	0.12	-0.36	0.16	--
净资产收益率（%）	-3.90	-4.86	-2.58	--
长期债务资本化比率（%）	40.82	45.78	26.02	28.24
全部债务资本化比率（%）	50.52	50.51	41.02	38.40
资产负债率（%）	59.10	60.94	54.30	53.54
流动比率（%）	120.41	155.20	124.35	139.14
速动比率（%）	120.41	155.20	124.35	139.14
经营现金流动负债比（%）	-2.33	-2.34	-2.20	--
现金短期债务比（倍）	0.23	0.39	0.31	0.45
EBITDA 利息倍数（倍）	0.08	-0.15	0.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	310.75	-159.50	226.85	--

注：公司 2024 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期/上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(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	
总资产收益率	(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)/营业总收入×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