

华润股份有限公司

2025 年度第五期中期票据

信用评级报告

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〔2025〕6094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 2025 年度第五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 2025 年度第五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

二〇二五年七月四日

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。

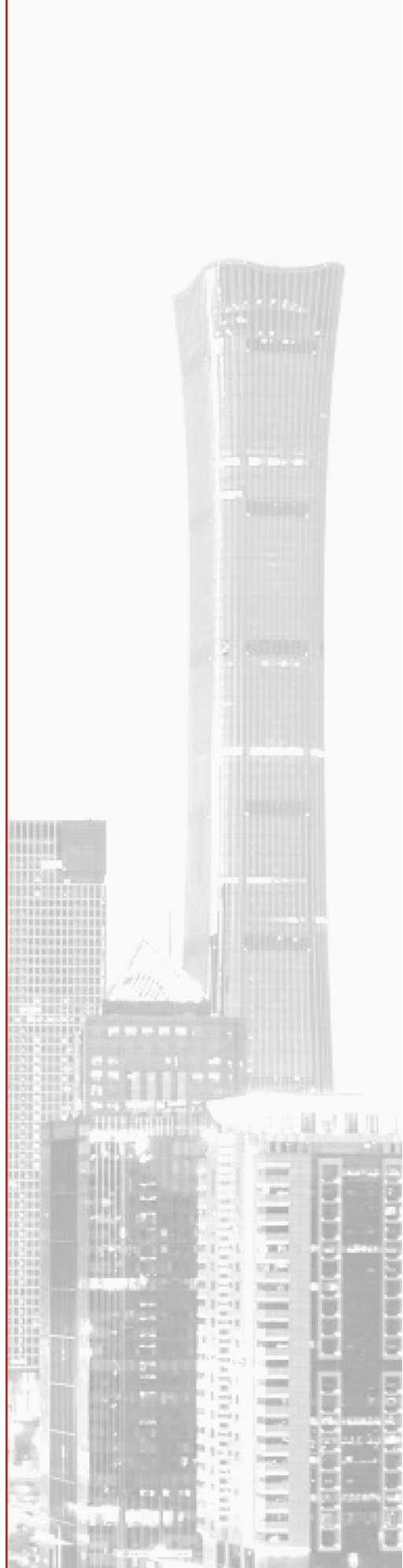
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

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。

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

2025 年度第五期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/04

债项概况

本期债项发行规模为不超过 30.00 亿元，品种一初始发行规模不超过 15.00 亿元（含），品种二初始发行规模不超过 15.00 亿元（含），并引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。品种一期限为 5 年，品种二期限为 10 年；本期债项利息在存续期内每年支付一次，到期一次性还本。本期债项募集资金用于偿还华润股份有限公司（以下简称“公司”）到期有息债务及补充流动资金。本期债项无担保。

评级观点

公司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，下属子公司众多且行业跨度大，需关注公司跨行业管理难度。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具备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，地产项目销售情况存在不确定性，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，综合毛利率保持在较高水平，整体盈利能力极强；公司资产质量良好，流动性尚可；债务负担整体可控，偿债指标表现很强。

公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可，考虑到公司作为中央直属大型集团企业，行业地位突出，融资渠道畅通，能够对本期债项的偿付提供有效支持。

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

- **公司在细分领域行业地位和规模优势显著。**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。**行业景气度低位运行，2022—2024 年，公司房地产业务签约销售额和销售面积受房地产市场景气度低位运行影响有所波动。
- **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主要产品产能位居全国前列，近年来，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、打分表及结果

评级方法 多元产业投资控股企业信用评级模型（V4.0.202505）

评级模型 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505

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	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		1
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

个体信用状况变动说明：因联合资信已于 2025 年 5 月 15 日制定并披露《多元产业投资控股企业信用评级方法》及《多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表）》，本次公司评级模型适用于多元产业投资控股企业主体信用评级模型，个体指示级别和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

主要财务数据

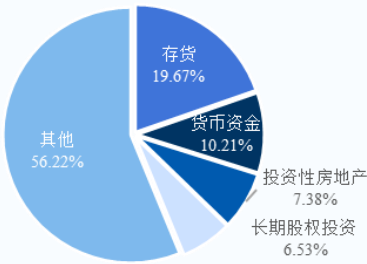
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	2842.20	3306.93	3714.89	3538.98
资产总额（亿元）	23281.46	26497.32	27616.86	28448.37
所有者权益（亿元）	7610.53	8481.46	9233.91	9553.27
短期债务（亿元）	5004.93	6178.26	6874.79	7094.34
长期债务（亿元）	3635.34	4248.85	4595.32	4768.49
全部债务（亿元）	8640.27	10427.11	11470.10	11862.83
营业总收入（亿元）	8161.93	8908.73	9294.86	2035.79
利润总额（亿元）	836.80	881.88	925.63	191.36
EBITDA（亿元）	1314.35	1393.29	1418.21	--
经营性净现金流（亿元）	535.21	891.65	1101.21	-285.72
营业利润率（%）	20.49	21.53	21.07	19.85
净资产收益率（%）	8.44	7.33	7.00	--
资产负债率（%）	67.31	67.99	66.56	66.42
全部债务资本化比率（%）	53.17	55.14	55.40	55.39
流动比率（%）	112.82	109.20	106.54	108.85
经营现金流动负债比（%）	4.60	6.71	8.28	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.54	0.54	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	7.15	6.66	6.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.57	7.48	8.09	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1237.22	1273.16	1303.06	1285.43
所有者权益（亿元）	483.30	581.88	622.30	618.75
全部债务（亿元）	493.24	404.63	329.02	313.72
营业总收入（亿元）	0.01	0.01	0.02	0.00
利润总额（亿元）	-23.47	-15.03	-19.29	-2.68
资产负债率（%）	60.94	54.30	52.24	51.86
全部债务资本化比率（%）	50.51	41.02	34.59	33.64
流动比率（%）	155.20	124.35	162.93	170.66
经营现金流动负债比（%）	-2.34	-2.20	-2.08	--

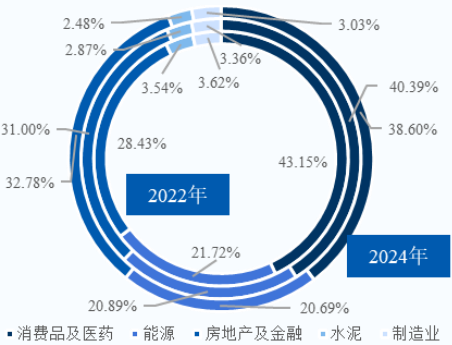
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.上表中全部债务资本化比率指标未考虑计入权益的永续债

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

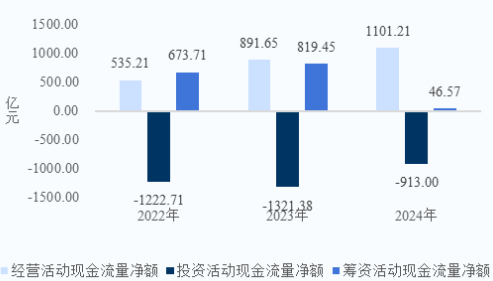
2024 年底公司资产构成



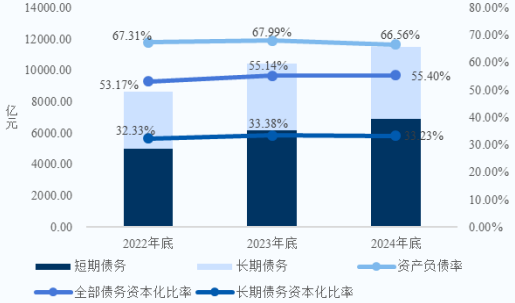
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



同业比较（截至 2024 年底/2024 年）

主要指标	信用等级	控股股东	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	调整后营业利 润率(%)	资产负债率 (%)	全部债务资本化 比率(%)	全部债务 /EBITDA (倍)
公司	AAA	中国华润有限 公司	27616.86	9233.91	9294.86	925.63	9.55	66.56	55.40	8.09
浙江国资	AAA	浙江省国资委	3390.23	882.06	6848.82	92.17	0.66	73.98	51.51	6.30
山东国资	AAA	山东省国资委	2920.65	590.98	1771.27	59.88	4.06	79.67	58.76	8.47
中国通用	AAA	国务院国资委	3231.30	1030.09	2322.77	31.10	0.81	68.12	53.58	9.43

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；浙江省国资委为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会简称；山东省国资委为山东省人民政府国有资产监督管理委员会简称
资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2025/06/05	王 阳 李 上	多元产业投资控股企业信用评级模型（V4.0.202505） 多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505	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号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王 阳 wangyang@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、主体概况

华润股份有限公司（以下简称“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2025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，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至2025年7月4日，公司本部内设办公室（董事会办公室）、战略管理部、财务部等职能部门。截至2025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9家，公司所持子公司股权均未质押。

截至2024年底，公司合并资产总额27616.86亿元，所有者权益9233.91亿元（含少数股东权益4779.56亿元）；2024年，公司实现营业总收入9294.86亿元，利润总额925.63亿元。

截至2025年3月底，公司合并资产总额28448.37亿元，所有者权益9553.27亿元（含少数股东权益5021.85亿元）；2025年1—3月，公司实现营业总收入2035.79亿元，利润总额191.36亿元。

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、本期债项概况

公司拟发行“华润股份有限公司2025年度第五期中期票据”（以下简称“本期债项”）。本期债项发行规模为不超过30.00亿元，其中品种一初始发行规模不超过15.00亿元（含），品种二初始发行规模不超过15.00亿元（含），并引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。品种一期限为5年，品种二期限为10年。本期债项付息频率为按年付息，到期一次性偿还本金。本期债项募集资金将用于偿还有息债务及补充流动资金。本期债项无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2025年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025年一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

四、行业分析

1 多元控股

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与 ESG 标准等均对企业决策与运营形成影响。展望 2025 年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见[《多元产业投资控股行业分析》](#)。

2 电力行业

2024 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，2024 年，中国清洁能源投资金额及占比均快速提高，清洁能源装机规模首次超过火电装机规模。但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，火电企业仍面临一定的成本压力。预计 2025 年中国电力供需总体紧平衡，局部地区高峰时段电力供应偏紧。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[《2025 年电力行业分析》](#)。

3 房地产行业

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版行业分析详见[《2025 年房地产行业分析》](#)。

4 医药制造行业

2024 年，医保控费、带量采购等政策进入常态化阶段，行业需求基本盘稳健，医药制造企业营业收入止跌回升，利润水平整体企稳。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，鼓励研究和创制新药，鼓励优质中医药企业发展。与此同时，医药反腐政策进一步规范了行业发展，加速行业内部分化。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保持稳定。完整版行业分析详见[《医药制造行业 2025 年度行业分析》](#)。

五、控股产业布局及子公司概况

1 业务构成

2022—2024 年，公司经营格局稳定，营业总收入持续增长，综合毛利率保持在较高水平。

公司为多元化发展的大型集团企业。2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 6.71%。从收入构成看，消费品及医药、能源、房地产及金融业务为主要收入来源；2024 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-0.31%、3.33%、10.32%、-10.16%及-5.69%。2022—2024 年，公司营业成本年均复合增长 6.63%；综合毛利率较为稳定，2024 年为 22.84%。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2035.79 亿元，利润总额 191.36 亿元，较上年同期均实现微幅增长。

图表 1 • 2022—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 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	3522	43.15%	21.24%	3599	40.39%	19.76%	3588	38.60%	20.12%
能源	1772	21.72%	13.88%	1861	20.89%	16.82%	1923	20.69%	18.20%
房地产及金融	2320	28.43%	29.53%	2762	31.00%	27.81%	3047	32.78%	23.99%
水泥	289	3.54%	15.22%	256	2.87%	14.84%	230	2.48%	16.52%
制造业	296	3.62%	18.58%	299	3.36%	15.38%	282	3.03%	9.22%
其他	-37	--	--	132	1.48%	--	225	2.41%	--
合计	8162	100.00%	22.72%	8909	100.00%	24.01%	9295	100.00%	22.84%

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

2 重要子公司

公司各板块主要由下属上市子公司运营，华润电力、华润燃气、华润置地、华润医药和华润银行是公司资产、负债、收入和利润的主要构成。公司下属主要经营主体资产和权益规模大，盈利能力强。

公司各业务板块主要由下属子公司运营，主要经营主体均为发债企业。其中，消费品、食品、啤酒等业务集中于华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）本部、子公司华润创业有限公司（以下简称“华润创业”）、华润五丰有限公司（以下简称“华润五丰”）、华润啤酒（控股）有限公司（以下简称“华润啤酒”，股票代码 0291.HK）；能源业务主要由华润电力控股有限公司（以下简称“华润电力”，股票代码 0836.HK）和华润燃气控股有限公司（以下简称“华润燃气”，股票代码 1193.HK）运营；房地产业务的运营主体为华润置地有限公司（以下简称“华润置地”，股票代码 1109.HK）；水泥业务主要由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）运营；医药业务主要由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）运营；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”）；公司制造业主要经营主体为 A 股上市公司华润微电子有限公司（以下简称“华润微”，688396.SH）、华润化学材料科技股份有限公司（以下简称“华润材料”）。华润电力、华润燃气、华润置地、华润医药和华润银行是公司资产、负债、收入及净利润的主要来源，占比分别为 83.83%、77.07%、80.86%和 99.43%。

图表 2 • 公司下属主要经营主体 2024 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	693.08	355.85	386.35	47.59	CNY/亿元
华润电力控股有限公司	能源	62.93	是	3624.64	1199.52	1052.84	159.79	HKD/亿港元
华润燃气控股有限公司	能源	60.84	是	1324.83	639.71	1026.76	57.48	HKD/亿港元
华润置地有限公司	房地产	59.51	是	11283.94	3967.40	2787.99	336.78	CNY/亿元
华润建材科技控股有限公司	水泥	68.63	是	719.63	456.97	230.38	1.10	CNY/亿元
华润医药集团有限公司	医药	53.05	是	2577.60	980.87	2576.73	84.03	CNY/亿元
珠海华润银行股份有限公司	金融	49.77	否	4340.40	329.37	71.32	4.49	CNY/亿元
华润微电子有限公司	制造业	66.41	是	291.07	242.96	101.19	6.62	CNY/亿元
公司（合并口径）	--	--	--	27616.86	9233.91	9294.86	646.28	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

六、基础素质分析

1 竞争实力

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，间接控股华润电力、华润置地、华润啤酒、华润医药、华润燃气、华润建材科技、华润微等多家上市公司，上市子公司经营情况稳定，盈利能力强。截至 2025 年 5 月 6 日，公司旗下 6 家 H 股上市公司，作为第一大股东持股总市值 2709.52 亿港元；1 家 A 股上市公司，公司作为第一大股东持股市值 412.15 亿元。

图表 3 • 截至 2025 年 5 月 6 日公司下属主要上市公司持股情况

企业名称	所属业务板块	第一大股东持股比例	第一大股东持股市值（亿港元）
华润电力控股有限公司	能源	58.47%	575.13
华润置地有限公司	房地产	59.51%	1120.36
华润啤酒（控股）有限公司	消费品	51.67%	461.83
华润医药集团有限公司	医药	53.05%	165.33
华润燃气控股有限公司	能源	60.84%	309.72
华润建材科技控股有限公司	水泥	68.63%	77.15
合计	--	--	2709.52
企业名称	所属业务板块	第一大股东持股比例	第一大股东持股市值（亿元）
华润微电子有限公司	制造业	66.21%	412.15

注：华润集团对上市公司直接或者间接持股，表中所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公开资料整理

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 家上市子公司（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等，细分领域规模优势和行业地位显著。

2 人员素质

公司高级管理人员管理经验较为丰富，可满足业务运营需要。

截至 2025 年 3 月底，公司高级管理人员 6 名，包括总经理、副总经理、总会计师、董事会秘书。

董事长王祥明先生，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。

3 信用记录

公司本部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 2025 年 4 月 26 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 2025 年 7 月 4 日，联合资信未发现公司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。

七、管理分析

1 法人治理

公司已建立相对完善的法人治理结构。

法人治理方面，公司设立了股东大会、董事会和监事会，实际运行情况良好。截至 2024 年底，公司董事会成员 7 人，董事由股东大会选举或更换；监事会成员 3 人，其中职工监事 1 人，股东代表监事 2 人；总理由董事兼任，其他高级管理人员 5 名。

2 管理水平

公司逐步完善内控体系建设，内部管理制度健全，能够满足公司日常经营和管理需要。

公司下属企业众多且业务多元化程度高，公司制定并不断完善内部控制制度。对子公司管理方面，公司在战略管理、财务管理、人力资源管理、审计管理、信息化管理、法律事务管理和后勤管理等多个方面的管理制度均涉及了对子公司的管理要求。如资金集中管理方面，公司对下属全资及附属公司融资活动实施集中管理，公司统筹本部、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。

八、经营分析

1 业务经营分析

（1）消费品

公司零售、食品及饮料业务拥有多个知名品牌，2022—2024 年，受居民消费信心不足影响，公司商品销售收入小幅下降。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，主要包括零售、啤酒和食品饮料业务。2022—2024 年，受居民消费信心不足影响，公司商品销售收入年均复合下降 7.72%，2024 年为 1546.29 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。2022—2024 年，华润啤酒销量基本保持稳定，2024 年同比下降 2.48%至 108.74 亿升。产品价格上，2022—2024 年，华润啤酒继续调整部分产品销售价格，2024 年平均销售价格同比提升 1.50%，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，2022—2024 年，华润啤酒营业收入波动增长，2024 年营业收入同比下降 0.76%至 386.35 亿元，净利润同比下降 8.73%至 47.59 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，2022—2024 年，电力业务运营主体华润电力权益装机容量持续增长，随着售电量及电价的提升，营业收入和净利润规模有所增长；随着对燃气业务客户的持续拓展，华润燃气销售量和营业收入持续增长，净利润有所波动，仍维持良好水平。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 2024 年底，华润电力旗下运营 50 座燃煤发电厂、205 座风电厂、174 座光伏电站、20 座水电站和 6 座燃气发电厂，2022—2024 年，华润电力运营权益装机容量持续增长，2024 年为 72433 兆瓦。售电量方面，随着全社会用电需求持续增长，2022—2024 年，华润电力运营发电厂全年售电量不断提升，2024 年为 207637 吉瓦时，同比提升 7.4%；电价方面，2024 年，以市场方式定价的售电量占附属电厂售电量的 85.2%，市场电平均电价较标杆上网电价涨幅为 9.8%。2022—2024 年，随着售电量和电价的提升，华润电力营业收入和净利润分别年均复合增长 0.95%和 45.42%；2024 年，华润电力营业收入同比增长 1.89%，净利润同比增长 31.94%至 159.79 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）。2024 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。2022—2024 年，燃气业务用户数量持续拓展，燃气总销量持续增长，2024 年底客户数达 6062 万户，燃气总销量同比增长 2.9%至 399.1 亿立方米；营业收入持续增长，2024 年同比增长 1.39%至 1026.76 亿港元。2022—2024 年，华润燃气的燃气业务净利润有所波动，2023 年华润燃气采取多项措施保障天然气供应能力并降低天然气采购成本；2024 年因房地产行业景气度低迷，新建住宅接驳需求减少，华润燃气净利润同比下降 18.57%至 57.48 亿港元。

（3）房地产

近年来，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下行影响有所波动；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。2022—2024 年，华润置地不断通过对一二线城市的投资获取土地，截至 2024 年底，华润置地总土地储备面积 51.94 百万平方米，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，2022—2024 年，受房地产市场景气度下行影响，华润置地合同销售建筑面积持续下降，合同销售额波动下降。

图表 4 • 华润置地合同销售情况

科目	2022 年	2023 年	2024 年
合同销售金额（十亿元）	301.33	307.03	261.10
合同销售建筑面积（百万平方米）	14.25	13.07	11.34
合同销售均价（万元/平方米）	2.11	2.35	2.30

资料来源：联合资信根据公开数据整理

购物中心业务方面，2024 年，购物中心实现营业额（主要为租金收入）193.50 亿元，同比增长 8.4%。截至 2024 年底，华润置地在营共有 92 座购物中心，权益建筑面积 860 万平方米，账面价值 2129.9 亿元；购物中心实现零售额 1953 亿元，同比增长 19.18%；购物中心平均出租率超过 95%。

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。2023 年，华润置地写字楼出租率提升至 81%，营业额 20.6 亿元（主要为租金收入），同比增长 10.2%；2024 年，写字楼出租率下降至 75%，营业额 18.8 亿元，同比有所下降。截至 2024 年底，华润置地在营写字楼 230 座，权益建筑面积 110 万平方米。

2024 年末，公司合并口径中“存货-房地产开发产品及开发成本”为 4677.04 亿元，2024 年计提存货跌价准备 78.36 亿元。需关注地产项目未来去化情况。

(4) 水泥业务

2022—2024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，未来经营业绩改善难度较大。

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、山西和湖南等地。2022—2024年末，华润建材科技产能保持稳定，截至2024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4420万立方米。2022—2024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年均复合下降11.38%，净利润年均复合下降73.40%，2024年营业收入和净利润分别为230.38亿元和1.10亿元。

(5) 医药业务

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2024年底，华润医药共生产840种产品，其中439种产品进入了国家医保目录；拥有3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，研发人员约3000名。医药商业方面，截至2024年底，华润医药拥有超过220个物流中心构成的分销网络，客户数量超过27万家，包括二、三级医院1.1万家，基层医疗机构约12万家。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2024年底，共有708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270家。

2022—2024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。2024年，华润医药营业收入同比增长5.30%至2576.73亿元；净利润同比增长8.08%至84.03亿元。

(6) 金融业务

2022—2024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规模持续增加，营业收入有所波动，净利润降幅较大；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，净利润规模持续下降。

公司金融板块主要运营主体为华润信托和华润银行。

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年底，公司持有华润银行49.77%的股份。截至2024年底，华润银行资产总额4340.40亿元，所有者权益329.37亿元。盈利能力方面，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，华润银行于2023年和2024年持续增加对存量风险资产计提信用减值损失。2023年，华润银行实现营业收入68.00亿元，同比增长4.26%，净利润14.02亿元，同比减少30.02%；2024年，华润银行实现营业收入71.32亿元，同比增长4.87%，净利润4.49亿元，同比下降67.97%。

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年底，公司持有华润信托51.00%的股份。截至2024年底，华润信托资产总额349.82亿元，权益总额310.95亿元。2022—2024年，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，华润信托营业收入和净利润规模有所下降，2024年营业收入29.12亿元；净利润15.27亿元，同比减少1.80%。

(7) 制造业

2022—2024年，华润微在国内半导体领域技术领先，收入保持稳定，但受行业去库存，价格竞争激烈影响，净利润持续减少。华润材料是全球聚酯材料的领军企业，但主要产品聚酯瓶片销量及销售价格受下游市场供需变化影响较大，经营业绩存在波动。

公司制造业主要经营主体为A股上市公司华润微、华润材料等。

华润微为国内领先的半导体企业，拥有晶片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化运营能力，业务主要包括产品与方案板块及制造与服务业务板块。产品与方案板块主要采用IDM经营模式（IDM模式是指包含芯片设计、掩模制造、晶圆制造、封装测试在内全部或主要业务环节的经营模式），2024年，下游终端应用主要围绕四大领域，其中泛新能源领域（车类及新能源）占比41%，消费电子领域占比35%，工业设备占比15%，通信设备占比9%；制造与服务业务板块主要向国内外半导体企业提供规模化掩模制

造、晶圆制造与封装测试服务。

研发方面，截至2024年底，华润微累计申请专利数6414个，累计获得专利数合计2527个，主要为发明专利（1980个）和实用新型专利。研发投入方面，2024年，华润微研发投入总额占当期营业收入比重为11.53%。截至2024年底，华润微研发人员1731人，学历在本科以上人员占比较高。

2022—2024年，华润微营业总收入变化不大，2024年为101.19亿元；净利润持续减少，2024年为6.62亿元，主要系行业去库存，价格竞争激烈所致。2025年1—3月，华润微实现营业总收入23.55亿元，较上年同比增长11.29%，主要系下游需求回暖所致，净利润0.52亿元，较上年同期大幅增长，主要系功率器件、封装测试业务行业企稳，价格整体回升所致。

华润材料主要从事聚酯材料及新材料的研发、生产和销售，是全球聚酯材料的领军企业。华润材料生产的聚酯瓶片产品主要用于生产饮用水瓶、热灌装饮料瓶、碳酸饮料瓶、食用油瓶以及医用采血管、膜、片材等领域。主要客户包括可口可乐、顶津、娃哈哈、怡宝、农夫山泉等国内外知名大型饮料品企业。公司建立了良好生产质量管理体系，通过ISO9001体系认证、OHSAS18001体系认证以及可口可乐、百事可乐认证，产品符合欧盟、FDA要求，并获得“国家级企业管理现代化创新成果二等奖”“最佳工艺进步奖”“可持续发展环保奖”等荣誉称号。截至2024年底，华润材料在常州、珠海设有生产基地，其中聚酯瓶片PET设计产能210万吨/年，产能利用率超过100%；特种聚酯PETG设计产能10万吨/年，产能利用率93.63%。

2022—2024年，华润材料营业总收入分别为173.27亿元、172.25亿元和180.55亿元；净利润分别为8.22亿元、3.79亿元和-5.74亿元。2023年与2024年，聚酯瓶片行业持续处于新增产能集中释放期，供给增量远大于需求增长，对市场供需格局形成冲击，聚酯瓶片价格明显下滑，华润材料净利润大幅减少。2025年1—3月，聚酯瓶片行业仍处于产能投放周期中，行业盈利压力较大，华润材料营业总收入同比下降16.20%至30.36亿元，净利润-0.19亿元。

2 经营效率

公司经营效率指标表现较为稳定。

从经营效率指标看，2022—2024年，公司经营效率指标表现较为稳定。

与所选公司比较，公司经营效率指标表现均偏弱，主要系公司作为大型多元化控股企业，控股的地产及电力业务相关资产占比高，对存货周转次数及总资产周转次数可比性影响大。

图表 5 • 2024 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	浙江国资	山东国资	中国通用
销售债权周转次数（次）	5.96	15.04	5.87	5.72
存货周转次数（次）	1.28	15.65	3.91	7.97
总资产周转次数（次）	0.34	2.06	0.65	0.74

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
 资料来源：联合资信根据公开数据整理

3 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。

九、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对 2022 年财务报告进行了审计，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对 2023 年和 2024 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2025 年一季度财务数据未经审计。

2022 年，公司合并范围一级子公司数量无变化；2023 年公司通过企业合并和注销方式减少 2 家一级子公司；2024 年，公司合并范围内新增 2 家一级子公司。截至 2024 年底，公司一级子公司合计 11 家。

整体看，公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

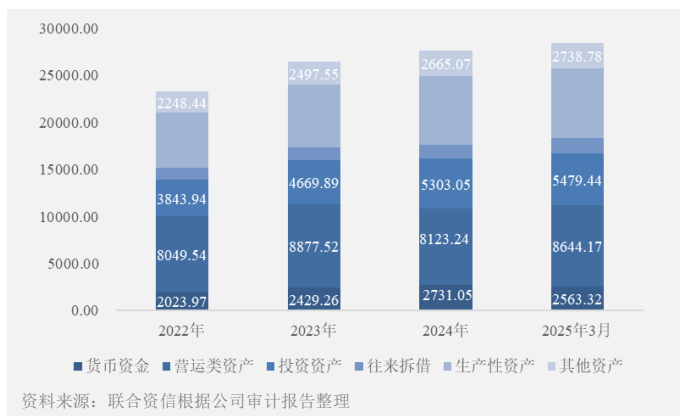
2022—2024 年末，公司资产规模波动增长，资产构成较为均衡，受地产行业低位徘徊影响，存货存在一定跌价风险。整体看，公司资产质量良好，整体流动性尚可。

公司主营业务板块众多，随着各业务板块持续发展，公司资产规模波动增长。截至 2024 年底，公司合并资产总额 27616.86 亿元，较上年底增长 4.23%，资产构成较为均衡，主要系存货规模减少所致。

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，2022—2024 年末，存货规模持续增长，2024 年底房地产开发成本及开发产品占存货原值比重 86.12%，累计计提存货跌价准备占存货原值的比重为 3.10%，存在一定的跌价风险；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，2022—2024 年末，公司固定资产及投资性房地产保持增长；股权类资产以对联营企业和合营企业的投资为主，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。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 28448.37 亿元，较上年底增长 3.01%，资产结构较上年底变化不大。

图表6·公司各类资产变化情况（单位：亿元）¹



图表7·2024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	307.24	1.11%	主要用于银行 融资质押或抵 押
投资性房地产	606.23	2.20%	
存货	254.90	0.92%	
固定资产	67.23	0.24%	
债权投资	203.29	0.74%	
其他（无形资产等）	36.20	0.13%	
合计	1475.08	5.34%	

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2022—2024 年末，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。

2022—2024 年末，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，年均复合增长 10.15%。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 9553.27 亿元，较上年底增长 8.87%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.24%，少数股东权益占比为 51.76%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具（主要为永续债）和未分配利润分别占所有者权益的比例为 1.78%、7.87%、3.16%和 34.82%。2023—2024 年，公司分别向控股股东分配股利 3.25 亿元和 7.34 亿元，2022 年末分配股利。

（2）负债

2022—2024 年末，公司有息债务规模增长较快，债务负担整体可控。

2022—2024 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 8.31%。截至 2024 年底，公司负债总额 18382.95 亿元，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，有息债务占比较高。截至 2024 年底，公司全部债务 11470.10 亿元，占期末负债总额的 62.40%。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 2024 年底，短期债务占 59.94%，其中，一年内到期应付债券 330.39 亿元。截至 2024 年底，短期借款主要由信用借款（占 94.93%）构成，长期借款主要由信用借款、抵押借款构成。

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

有息债务方面，2022—2024 年末，公司全部债务增长较快，年均复合增长 15.22%。截至 2024 年底，公司全部债务 11470.10 亿元，较上年底增长 15.22%。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 68.70%和 33.23%，较上年底分别下降 1.51 个百分点和 0.15 个百分点，全部债务资本化比率为 55.40%，较上年底上升 0.26 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2024 年底，公司全部债务增至 11761.60 亿元。债务结构方面，短期债务 6874.79 亿元（占 58.45%），长期债务 4886.82 亿元（占 41.55%）。从债务指标看，截至 2024 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 67.62%、56.81 和 35.34%，较调整前分别上升 1.06 个百分点、1.41 个百分点和 2.11 个百分点。公司债务负担整体可控。

截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 11862.83 亿元，较上年底增长 3.42%。债务结构方面，短期债务占 59.80%，长期债务占 40.20%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至 2025 年 3 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 66.42%、55.39%和 33.30%，较上年底分别下降 0.15 个百分点、0.01 个百分点和 0.07 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年 3 月底，公司全部债务增至 12154.33 亿元。从债务指标看，截至 2025 年 3 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 67.44%、56.75%和 35.33%，较调整前分别上升 1.02 个百分点、1.36 个百分点和 2.04 个百分点。

3 盈利能力

2022—2024 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。

2022—2024 年，公司营业总收入年均复合增长 6.71%，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。整体来看，公司盈利能力极强。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2035.79 亿元，较上年同比增长 6.80%；实现利润总额 191.36 亿元，同比增长 3.06%。

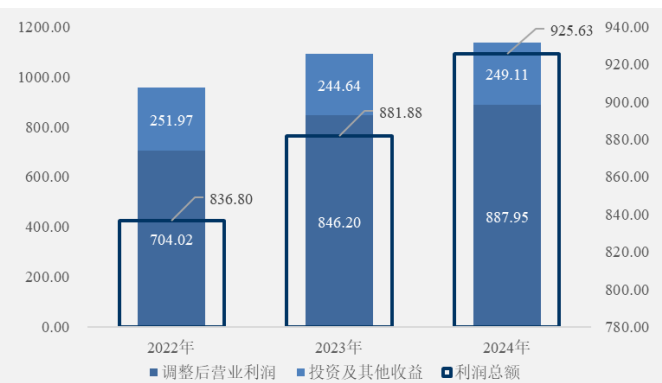
图表 8 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	8161.93	8908.73	9294.86	2035.79
毛利润	1854.35	2139.00	2122.81	435.14
期间费用	968.26	1071.73	1070.22	233.90
投资收益	183.12	146.01	170.64	20.48
减值损失	-111.41	-179.38	187.99	14.83
利润总额	836.80	881.88	925.63	191.36
营业利润率	20.49%	21.53%	21.07%	19.85%
总资本收益率	4.65%	3.95%	3.75%	--
净资产收益率	8.44%	7.33%	7.00%	--

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及财务报表整理

图表 9 • 2022—2024 年公司利润构成及变化趋势（单位：亿元）



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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 • 2024 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）	9294.86	6848.82	1771.27	2322.77
销售毛利率	22.84%	2.70%	14.36%	10.17%
总资产报酬率	3.75%	3.53%	2.55%	2.31%
净资产收益率	7.00%	7.87%	8.37%	1.21%

数据来源：联合资信根据公开资料整理

4 现金流

2022—2024 年，公司经营获现能力良好，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，2024 年公司筹资活动前现金实现净流入；公司持续通过对外筹资补充资金，需持续关注资本市场环境及融资监管政策变化对公司的影响。

2022—2024 年，公司经营活动现金净流入规模持续增长，现金收入比保持较好水平。公司始终保持较大规模的对外投资，投资活动净流出规模波动下降。

2022—2024 年，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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	8980.33	10077.89	10427.70	2507.51
经营活动现金流出小计	8445.12	9186.24	9326.49	2793.24
经营现金流量净额	535.21	891.65	1101.21	-285.72
投资活动现金流入小计	5365.91	6551.25	6906.83	1248.90
投资活动现金流出小计	6588.62	7872.64	7819.84	1481.13
投资活动现金流量净额	-1222.71	-1321.38	-913.00	-232.24
筹资活动前现金流量净额	-687.49	-429.74	188.20	-517.96
筹资活动现金流入小计	4603.32	4490.68	5838.09	1528.35
筹资活动现金流出小计	3929.61	3671.23	5791.52	1182.23
筹资活动现金流量净额	673.71	819.45	46.57	346.12
现金收入比	102.18%	104.20%	101.24%	110.67%
现金及现金等价物净增加额	9.70	393.73	235.56	-171.40

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

5 偿债指标

公司偿债能力指标表现很强，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	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	112.82%	109.20%	106.54%
	速动比率	65.42%	64.18%	66.98%
	经营现金流动负债比	4.60%	6.71%	8.28%
	经营现金/短期债务（倍）	0.11	0.14	0.16
	现金短期债务比（倍）	0.57	0.54	0.54
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	1314.35	1393.29	1418.21
	全部债务/EBITDA（倍）	6.57	7.48	8.09
	经营现金/全部债务（倍）	0.06	0.09	0.10
	EBITDA 利息倍数（倍）	7.15	6.66	6.66
	经营现金/利息支出（倍）	2.91	4.26	5.17

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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 2024 年底，公司对外担保总额 899.20 亿元，占公司净资产的 9.74%。其中，为子公司华润集团的联营公司提供借款担保 162.09 亿元，为其他公司或个人提供的担保 737.11 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 2024 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 年底，公司本部获得授信额度 867.90 亿元，未使用额度 735.80 亿元。此外，下属多家子公司为上市公司，具备直接融资渠道。

6 公司本部财务分析（母公司）

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，公司综合偿债压力很小。2022—2024 年，受净利息支出较大的影响，公司本部利润总额亏损。

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 2024 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）50.30 亿元，长期股权投资 622.90 亿元，全部为对子公司的投资；其他应收款（合计）621.87 亿元，主要为对关联方的资金拆借款，账龄以 1 年以内为主。截至 2024 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 2024 年底，公司本部全部债务 329.02 亿元。其中，短期债务占 18.54%、长期债务占 81.46%。截至 2024 年底，短期债务为 60.99 亿元，其中一年内到期的应付债券金额为 49.99 亿元。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 34.59%，若将本部发行的永续债（2024 年底计入其他权益工具 291.50 亿元）计入长期债务，公司本部全部债务资本化比率上升至 65.23%。

截至 2024 年底，公司本部权益规模 622.30 亿元，在归属于母公司所有者权益种，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 26.46%、26.25%和 46.84%。

2022—2024 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。2024 年，公司本部净利息支出（利息费用-利息收入）为 9.74 亿元，投资收益为 1.83 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-19.29 亿元。

图表 13 • 2022—2024 年公司本部取得投资收益收到的现金情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
取得投资收益收到的现金	1.27	5.20	2.63

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 14 • 2022—2024 年公司本部投资收益表现（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
权益法核算的长期股权投资收益	1.05	1.26	--
收到子公司股利	--	4.35	1.79
持有的交易性金融资产投资收益	0.32	0.15	0.04
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	--	--	--
合计	1.37	8.42	1.83

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

偿债能力方面，2024 年，公司本部经营活动现金流净额为-8.60 亿元，取得投资收益收到的现金（2.63 亿元）对分配股利、利润或偿付利息支付的现金（20.70 亿元）覆盖程度较低，考虑到公司多家子公司具备直接融资渠道，未使用授信规模较大，公司综合偿债压力很小；截至 2025 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 0.82 倍，随着本部短期债务比例压降，本部债务偿还对再融资的依赖度降低。

十、ESG 分析

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。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响不大。

公司本期债项发行金额为不超过 30.00 亿元，按发行规模上限 30.00 亿元测算，占 2024 年底公司长期债务和全部债务的比重很低，对公司现有债务结构影响不大。

以 2024 年底财务数据为基础，本期债项发行后，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 66.56%、55.40%和 33.23%上升至 66.60%、55.46%和 33.37%。考虑到本期债项部分募集资金拟用于偿还公司到期有息债务，发行后公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。考虑到公司作为中央直属大型集团企业，行业地位突出，融资渠道畅通，能够对本期债项的偿付提供有效支持。

公司经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额对本期债项发行后的长期债务覆盖倍数分别为 2.25 倍和 0.24 倍。考虑到公司作为中央直属大型集团企业，行业地位突出，融资渠道畅通，能够对本期债项的偿付提供有效支持。

图表 15 • 本期债项偿还能力测算

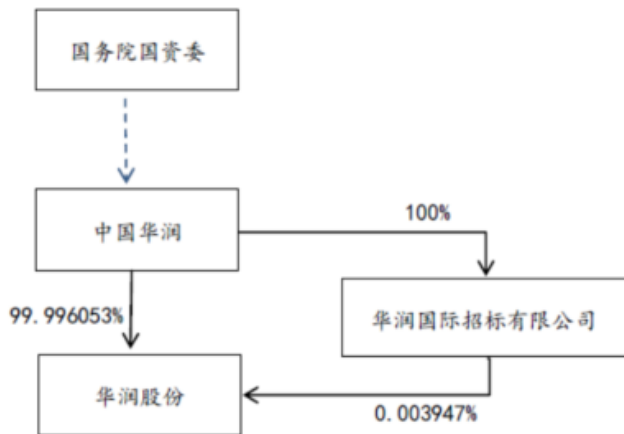
项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	4625.32
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	2.25
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.24
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.26

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度上限计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司提供资料及审计报告整理

十二、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项发行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，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 7 月 4 日）



注：公司和华润（集团）有限公司使用同一套组织架构
资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2024 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%
华润生命健康研究（深圳）有限公司	1.00 亿元	100.00%
华润现代服务（深圳）有限公司	2.82 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%
深圳润连投资咨询有限公司	5.00 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2842.20	3306.93	3714.89	3538.98
应收账款（亿元）	1066.03	1190.02	1399.44	1526.18
其他应收款（亿元）	1301.51	1399.25	1496.51	1672.65
存货（亿元）	5519.03	5984.97	5262.39	5456.26
长期股权投资（亿元）	1601.24	1746.41	1746.65	1824.75
固定资产（亿元）	2667.35	3088.02	3515.79	3546.04
在建工程（亿元）	500.03	548.17	730.88	728.00
资产总额（亿元）	23281.46	26497.32	27616.86	28448.37
实收资本（亿元）	164.67	164.67	164.67	164.67
少数股东权益（亿元）	3908.74	4374.16	4779.56	5021.85
所有者权益（亿元）	7610.53	8481.46	9233.91	9553.27
短期债务（亿元）	5004.93	6178.26	6874.79	7094.34
长期债务（亿元）	3635.34	4248.85	4595.32	4768.49
全部债务（亿元）	8640.27	10427.11	11470.10	11862.83
营业总收入（亿元）	8161.93	8908.73	9294.86	2035.79
营业成本（亿元）	6307.58	6769.72	7172.05	1600.65
其他收益（亿元）	30.21	36.95	32.22	7.00
利润总额（亿元）	836.80	881.88	925.63	191.36
EBITDA（亿元）	1314.35	1393.29	1418.21	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8340.15	9282.59	9409.85	2253.05
经营活动现金流入小计（亿元）	8980.33	10077.89	10427.70	2507.51
经营活动现金流量净额（亿元）	535.21	891.65	1101.21	-285.72
投资活动现金流量净额（亿元）	-1222.71	-1321.38	-913.00	-232.24
筹资活动现金流量净额（亿元）	673.71	819.45	46.57	346.12
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.37	6.28	5.96	--
存货周转次数（次）	1.25	1.18	1.28	--
总资产周转次数（次）	0.37	0.36	0.34	--
现金收入比（%）	102.18	104.20	101.24	110.67
营业利润率（%）	20.49	21.53	21.07	19.85
总资本收益率（%）	4.65	3.95	3.75	--
净资产收益率（%）	8.44	7.33	7.00	--
长期债务资本化比率（%）	32.33	33.38	33.23	33.30
全部债务资本化比率（%）	53.17	55.14	55.40	55.39
资产负债率（%）	67.31	67.99	66.56	66.42
流动比率（%）	112.82	109.20	106.54	108.85
速动比率（%）	65.42	64.18	66.98	68.83
经营现金流动负债比（%）	4.60	6.71	8.28	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.54	0.54	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	7.15	6.66	6.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.57	7.48	8.09	--

注：公司 2025 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	33.17	61.43	50.30	32.48
应收账款（亿元）	--	--	--	--
其他应收款（亿元）	503.05	543.18	621.87	622.42
存货（亿元）	--	--	--	--
长期股权投资（亿元）	646.94	622.75	622.90	622.90
固定资产（亿元）	0.14	0.13	0.06	0.06
在建工程（亿元）	--	--	--	--
资产总额（亿元）	1237.22	1273.16	1303.06	1285.43
实收资本（亿元）	164.67	164.67	164.67	164.67
少数股东权益（亿元）	--	--	--	--
所有者权益（亿元）	483.30	581.88	622.30	618.75
短期债务（亿元）	85.13	200.01	60.99	31.00
长期债务（亿元）	408.11	204.62	268.03	282.72
全部债务（亿元）	493.24	404.63	329.02	313.72
营业总收入（亿元）	0.01	0.01	0.02	0.00
营业成本（亿元）	--	--	--	--
其他收益（亿元）	0.01	0.00	0.01	0.01
利润总额（亿元）	-23.47	-15.03	-19.29	-2.68
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	--	--	--	--
经营活动现金流入小计（亿元）	0.84	0.49	1.38	0.12
经营活动现金流量净额（亿元）	-8.08	-10.69	-8.60	-2.34
投资活动现金流量净额（亿元）	2.76	-20.43	1.55	2.96
筹资活动现金流量净额（亿元）	-7.14	46.39	15.91	-18.44
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（%）	--	--	--	--
营业利润率（%）	36.58	72.78	76.36	-552.81
总资本收益率（%）	-0.36	0.16	-0.76	--
净资产收益率（%）	-4.86	-2.58	-3.10	--
长期债务资本化比率（%）	45.78	26.02	30.10	31.36
全部债务资本化比率（%）	50.51	41.02	34.59	33.64
资产负债率（%）	60.94	54.30	52.24	51.86
流动比率（%）	155.20	124.35	162.93	170.66
速动比率（%）	155.20	124.35	162.93	170.66
经营现金流动负债比（%）	-2.34	-2.20	-2.08	--
现金短期债务比（倍）	0.39	0.31	0.82	1.05
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.15	0.11	-0.60	--
全部债务/EBITDA（倍）	-159.50	226.85	-45.45	--

注：公司 2025 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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	
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

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。