

# 信用等级公告

联合[2015] 295 号

联合资信评估有限公司通过对华润股份有限公司及其拟发行的  
2015 年度第一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  
2015 年度第一期中期票据的信用等级为  
AAA

特此公告。



联合资信评估有限公司  
二零一五年三月十一日

# 华润股份有限公司

## 2015 年度第一期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 50 亿元

本期中期票据期限: 7 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性偿还本金

发行目的: 偿还银行贷款、补充流动资金

评级时间: 2015 年 3 月 11 日

### 财务数据

| 项目               | 2011 年  | 2012 年  | 2013 年  | 14 年 9 月 |
|------------------|---------|---------|---------|----------|
| 资产总额(亿元)         | 5923.92 | 7304.58 | 8490.32 | 9185.44  |
| 所有者权益(亿元)        | 1940.85 | 2159.08 | 2491.59 | 2804.62  |
| 长期债务(亿元)         | 1411.12 | 1667.81 | 1820.00 | 1836.79  |
| 全部债务(亿元)         | 2545.88 | 3187.70 | 3597.50 | 3668.85  |
| 营业收入(亿元)         | 2808.24 | 3309.10 | 4055.48 | 3229.55  |
| 利润总额(亿元)         | 287.51  | 315.15  | 367.56  | 323.20   |
| EBITDA(亿元)       | 485.20  | 545.91  | 608.48  | --       |
| 经营性净现金流(亿元)      | 201.05  | 443.57  | 473.30  | 197.45   |
| 营业利润率(%)         | 22.47   | 23.12   | 23.72   | 24.32    |
| 净资产收益率(%)        | 11.52   | 11.18   | 10.91   | --       |
| 资产负债率(%)         | 67.24   | 70.44   | 70.65   | 69.47    |
| 全部债务资本化比率(%)     | 56.74   | 59.62   | 59.08   | 56.68    |
| 流动比率(%)          | 118.13  | 117.85  | 110.58  | 105.06   |
| 全部债务/EBITDA(倍)   | 5.25    | 5.84    | 5.91    | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍)   | 5.71    | 5.22    | 6.03    | --       |
| EBITDA/本期发债额度(倍) | 9.70    | 10.92   | 12.17   | --       |

注: 2014 年三季度财务数据未经审计。

### 分析师

张 丽 贺苏凝

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)

Http: //www.lhratings.com

### 评级观点

华润股份有限公司 (以下简称“公司”) 是以消费品、电力、置地、水泥、燃气、医药和金融七大战略业务单元为主业的国有大型集团企业。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对公司的评级反映了其多元化运营模式成熟、核心业务经营较稳定、行业地位突出、规模优势明显等优势。同时, 联合资信也关注到零售业竞争激烈、房地产政策调控影响的不确定性仍可能对公司相关业务经营和整体战略规划的实施带来不利影响。

目前, 公司对各大运营板块制定了清晰的发展战略, 未来随着各项业务的稳步推进, 公司竞争实力有望进一步加强。同时多元化的产业布局有助于平滑单一产业的市场风险, 公司整体抗风险能力强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据无担保, 基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合分析, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

### 优势

1. 公司是多元化经营的大型国有集团企业, 旗下品牌知名度高, 零售、啤酒、电力、地产、燃气和医药等板块行业地位显著, 整体规模优势明显, 抗风险能力强。
2. 公司资产规模大且持续增长, 近年来营业收入和利润总额保持增长。
3. 公司 EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额对本期中期票据的覆盖程度很高。

### 关注

1. 近年来网络销售快速发展, 对传统零售业

形成一定的冲击和压力。2014 年 5 月公司与 Tesco 成立的合资公司以传统零售业务为主，该公司后续经营情况值得关注。

2. 中国房地产调控措施持续，公司地产板块经营存在一定的不确定性。
3. 公司多元化发展的业务模式对其管理能力要求很高。
4. 公司地产类存货金额较大，对资产流动性有一定影响。

## 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与华润股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华润股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因华润股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华润股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、华润股份有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

## 一、主体概况

华润股份有限公司（下称“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，由中国华润总公司（下称“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联合发起组建的股份有限公司。2009年6月，中国中化集团公司将其所持公司股权全部转让给中国中化股份有限公司。2010年10月，经国务院国资委批复，中国中化股份有限公司、中国五矿集团公司、中国华能集团公司将其所持公司股权转让给中国华润，中国粮油食品（集团）有限公司将其所持公司股权转让给中国华润的全资子公司华润国际招标有限公司。截至2014年9月底，公司注册资本为人民币164.67亿元，股权变更后中国华润直接持有公司99.996053%的股份，并通过华润国际招标有限公司间接持有公司0.003947%的股份。公司实际控制人是国务院国资委。

公司业务范围涉及消费品及医药、能源、房地产及金融、水泥等行业。经营范围包括：对金融、保险、能源、交通、电力、通讯、仓储运输、食品饮料生产企业的投资；对商业零售企业（含连锁超市）、民用建筑工程施工的投资与管理；石油化工、轻纺织品、建筑材料产品的生产；电子及机电产品的加工、生产、销售；物业管理；民用建筑工程的外装修及室内装修；技术交流。公司下设职能部门由董事会办公室、战略管理部、人力资源部、财务部、审计部、监察部、法律事务部、信息管理部、环境健康和安全部等9个部室组成。

截至2013年底，公司资产总额8490.32亿元，所有者权益2491.59亿元（含少数股东权益1271.56亿元）；2013年，公司实现营业收入4055.48亿元，利润总额367.56亿元。

截至2014年9月底，公司资产总额9185.44亿元，所有者权益2804.62亿元（含少数股东权

益1388.30亿元）；2014年1~9月，公司实现营业收入3229.55亿元，利润总额323.20亿元。

公司地址：深圳市罗湖区深南东路5001号华润大厦28楼2801、05、06单元；法定代表人：傅育宁。

## 二、本期中期票据概况

公司计划于2015年注册中期票据180亿元，2015年第一期中期票据计划发行50亿元（下称“本期中期票据”），发行期限为7年。

本期中期票据为按年付息，到期一次性偿还本金。本期中期票据中的30亿元将用于偿还银行贷款，20亿元将用于补充流动资金。

本期中期票据无担保。

## 三、宏观经济和政策环境

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上年加快2.1个百分点。

2014年前三季度，中国继续实施积极的财

政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支出103640亿元，比去年同期增加12107亿元，增长13.2%，完成预算的67.7%，比去年同期提高1.5个百分点。

2014年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9月末，广义货币（M2）余额120.21万亿元，同比增长12.9%，狭义货币（M1）余额32.72万亿元，增长4.8%，流通中货币（M0）余额5.88万亿元，增长4.2%。9月末，人民币贷款余额79.58万亿元，人民币存款余额112.66万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下降。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014年中央经济工作会议提出，2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

#### 四、行业分析

公司已经形成了消费品、电力、置地、水泥、燃气、医药和金融为主的“6+1”战略业务单元，各业务单元涉及的行业对公司业务运营关系密切，以下仅对部分行业进行分析。

##### 1. 零售业行业

2009~2013年，全国社会消费品零售总额

以年均16.71%的速度增长，2013年达到23.78万亿元，销售规模已跃居世界第二位。同时，中国零售业从业人数由2008年的4500万增加到2012年的6100万，经营单位数达到2300多万个。2010年世界经济得到一定程度的复苏，而2011年以来中国宏观经济持续不振，2013年“国八条”限制过度消费，致使近年零售总额增速缓速下滑，但总体消费额仍在不断增长。

根据国家统计局统计，2014年前三季度，中国社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上年回落0.1个百分点。

根据中华全国商业信息中心的统计，2014年1~9月份，全国50家重点大型零售企业商品零售额同比下降0.8%，降幅与前六个月持平，与上年同期10.2%的增速相差11个百分点。2014年4月25日，中国连锁经营协会正式对外发布“2013年中国连锁百强”名单。统计结果显示，2013年连锁百强企业销售规模达到2.04万亿元，同比增长9.9%，销售增幅首次出现个位数，是百强统计以来销售增幅最低的一年，行业进入整体放缓但相对稳定的发展阶段。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，随着城市化进程的推进，居民购买力的提升，将促进零售行业持续发展。但是随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段。如今网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，使得传统商家只能在激烈的市场竞争中寻求自身的转型；此外，消费品生产要素成本刚性上涨与通胀持续将对消费需求产生负面影响。

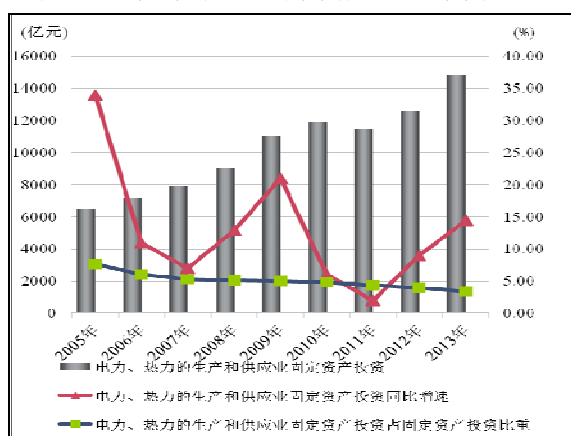
根据商务部《关于“十二五”时期促进零售业发展的指导意见》，“十二五”时期将奔着“社会消费品零售总额年均增长15%、零售业增加值年均增长15%”的目标。从长期来看，传统零售和网络零售作为整体，随着未来国民经济的良好发展和国际化经济的不断融合，将会呈现良好的发展态势。

## 2. 电力行业

### (1) 行业现状

2004~2013 年电力行业投资规模不断扩大,但由于近年来电力项目审批放缓,在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。2013 年,全国固定资产投资(不含农户)为 436528 亿元,增速延续回落态势,名义增长 19.6%(扣除价格因素实际增长 19.2%)。2014 年 1~10 月,电力、热力生产和供应业完成投资 14159.78 亿元,同比增长 19.80%。

图 1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



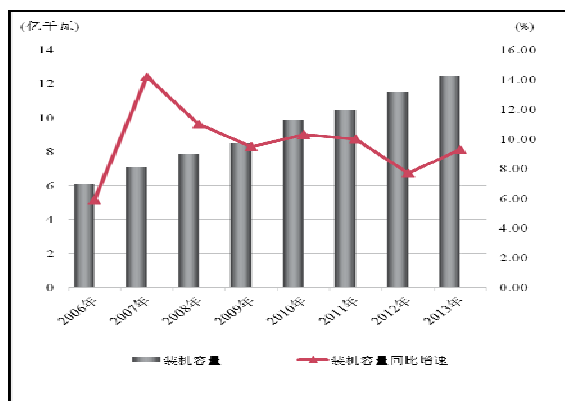
资料来源: wind 资讯、中电联电力工业统计快报

注:从 2011 年开始,固定资产投资统计的起点标准从计划总投资 50 万元提高到 500 万元,因此 2011 年全社会固定资产投资绝对数与 2010 年不可比,但比上年增速是按可比口径计算的。同时,月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织,并定义为“固定资产投资(不含农户)”。

近年中国电源投资结构不断优化,清洁能源投资占比明显提高。2013 年,全国电源基本建设完成投资 3717 亿元,同比下降 0.4%;电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 75.1%,同比提高 1.7 个百分点。

近年来,中国电力装机容量持续提升,截至 2013 年底,全国发电装机容量首次超越美国位居世界第一、达到 12.47 亿千瓦,同比增长 9.2%。其中水电装机容量达到 2.80 亿千瓦,同比增长 12.3%,占 22.45%;火电装机容量 8.62 亿千瓦,同比增加 5.7%,占 69.13%。

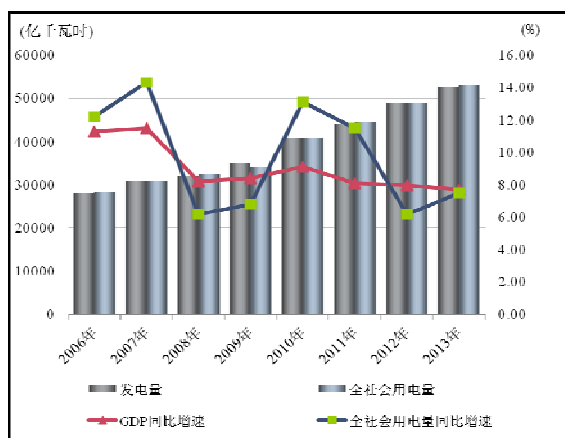
图 2 2006~2013 年中国发电装机容量变动情况



资料来源: wind 资讯、中电联电力工业统计快报

2013 年,全社会用电量为 5.32 万亿千瓦时、同比增长 7.5%,增速比上年提高 1.9 个百分点。分产业看,第二产业用电量同比增长 7.0%、同比提高 2.8 个百分点至 73.55%。第三产业市场消费需求持续活跃,用电量同比增长 10.3%,占 11.79%。城乡居民用电量同比增长 9.2%、占比提高 0.19 个百分点至 12.76%。2014 年 1~10 月,全国电力供需形势总体宽松,全社会用电量 45484 亿千瓦时,同比增长 3.8%,增速比上年同期回落 3.6 个百分点。总体看,2013 年用电需求稳中有升,进入 2014 年以来用电量增速有所放缓。

图 3 国内发电量、全社会用电量及增幅情况



资料来源: wind 资讯、中电联电力工业统计快报

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域,2002 年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的竞争格局已相对稳定,至今没

有发生根本性变化。

## (2) 行业关注

燃煤和天然气作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。

近年来，煤炭价格变动剧烈。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价持续下跌，2014年9月24日环渤海动力煤价为482元/吨，较2013年底下降23.61%。总体上，2012年至今煤炭价格的下滑趋势对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。2012年以来煤价高位回落，使得火电企业成本压力减轻，盈利水平明显回升。

2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时（其中江苏省下调幅度为2.50分/千瓦时），并明确表示提高上海和广东等8省(区、市)天然气发电上网电价。

2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆

上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省(区)降幅超过1分/千瓦时（其中江苏为1.1分/千瓦时）。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。上述措施的推行将导致火电行业盈利空间有所压缩，但行业整体盈利依然良好。

天然气价格方面，由于国内天然气供需关系长期失衡，天然气价格持续上涨。2013年6月28日，国家发改委发布通知，将天然气分为存量气和增量气，并规定最高门站价；调整后，全国平均门站价格由每立方米1.69元提高到每立方米1.95元。2014年8月12日，国家发改委再次调整非居民用存量天然气门站价格，每立方米在2013年基础上再提高0.4元。这一方案是实施国家天然气价格调整方案的第二步。按照原计划，从2013年开始，各省存量天然气最高门站价格最终将调整到与增量气并轨，分三年实施，这意味着2015年天然气价格还将进一步上调，各省三年累计上调幅度在21%至62%之间。

## (3) 行业发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

## 3. 房地产行业

2013年，房地产开发投资86013.38亿元，比上年增长19.79%。其中，住宅投资58950.76亿元，增长19.40%；办公楼投资4652.45亿元，增长38.19%；商业营业用房投资11945.00亿元，增长28.28%。2013年，房地产开发企业到位资金122122亿元，比上年增长26.5%，比2012年上涨13.8个百分点。房地产企业资金

面相对宽裕，开发商势必会增加开发投资和新开工面积。

2013 年房地产市场整体呈快速上涨趋势，商品房销售逐月增长，且增速较 2012 年大幅提高。2013 年，商品房销售面积 130550.59 万平方米，比上年增长 17.29%。需求结构方面，2013 年办公楼销售保持较快增长势头均显著高于住宅和商业营业用房，办公楼销售 2883.35 万平方米，同比增长 27.92%；住宅销售同比增长 17.52%，商业营业用房同比增长 9.15%。总体看商务地产发展势头较好。

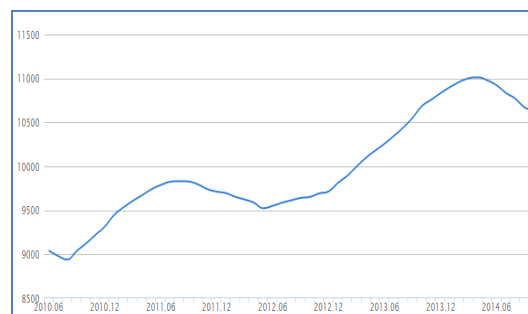
2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38814.00 万平方米，比上年增长 8.80%，增速比 1-11 月份下降 1.10 个百分点；土地成交价款 9918.00 亿元，增长 33.90%，增速提高 2.40 个百分点。

进入 2014 年，受到资金面偏紧，政策调控等多方面影响，全国地产投资有所放缓，到位资金、新开工面积、销售面积和销售额增速均有较大下滑。2014 年 1~9 月，房地产开发投资 68751 亿元，占 2013 年全年投资额的 79.93%，其中住宅投资 46725 亿元，占房地产开发投资的比重为 68.0%。2014 年 1~9 月，房地产开发企业到位资金 89869 亿元，同比增长 2.3%，增速较 1~8 月份回落 0.4 个百分点。2014 年 1~9 月，商品房新开工面积 131410.97 万平方米，同比下降 9.3%；商品房施工面积 673229.98 万平方米，同比增长 11.5%；商品房竣工面积累计 56503.80 万平方米，同比增长 7.2%。2014 年 1~9 月，商品房销售面积 77132 万平方米，同比下降 8.6%；商品房销售额 49227 亿元，同比下降 8.9%。截至 2014 年 9 月底，商品房待售面积 57148 万平方米。

从房产价格看，2013 年延续了 2012 年底的回升行情；全国百城价格指数从年初的 9812 元/平方米单边上涨至年末的 10833 元/平方米。2014 年以来，房地产市场出现了明显的调整；需求不足带动了房价的下调，全国百城价格指数呈现出来冲高回落的态势，从 1 月的 10901

元/平方米冲高至 4 月的 11013 元/平方米后单边下行至 2014 年 10 月的 10629 元/平方米。

图 4 2010 年 6 月以来全国百城价格指数变化情况



资料来源：搜房网

总体看，2013 年房地产行业恢复较为明显，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，部分地区房地产销售出现下滑，房地产市场较为疲软，而北上广深等一线城市，由于新增人口较多，房价相对平稳。

由于不同区域房地产市场走势分化严重，针对不同城市，后续房地产市场可能呈现差异化分类调控趋势，对于房价涨幅大的一线和少数二线城市，调控仍从紧，并增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展；而对于房地产市场持续低迷的城市，在不突破调控底线的前提下，适当微调当地调控政策以促进需求释放。

#### 4.水泥行业

进入 2013 年，受“稳增长”政策的提振，尤其是 3 月以来新开工以及在建工程复工进度的加快，水泥产量增速有所提高，2013 年水泥产量 24.14 亿吨，同比增长 10.55%，增速比 2012 年提升 4.69 个百分点；销量 23.89 亿吨，同比增长 10.54%。2014 年 1-9 月，水泥产量 18.20 亿吨，同比增长 4.11%。

2013 年，房地产开发投资 86013.38 亿元，比上年增长 19.79%。（扣除价格因素实际增长 19.4%），进而对水泥需求形成一定拉动。各区域中，华东、中南供需改善最为明显，三北地

区则维持底部徘徊。

2013 年，全国新增熟料产能 0.94 亿吨，较 2012 年新增产能 1.6 亿吨，明显回落；全国水泥行业固定资产投资完成 1421 亿元，同比继续下滑 6.5%。伴随新建产能控制和落后产能逐渐退出，水泥行业产能过剩的局面将得到缓解，加之行业整合提速，行业供需结构将获得明显改善。

2013 年以来全国水泥平均价格为金融危机以来的较低水平，2013 年三季度末跌至最低水平，但抗跌性较好，截至 2013 年底，全国水泥产品平均价格约为 349.06 元/吨。2013 年水泥行业实现利润 766 亿元，同比增长 16.43%。2013 年虽然水泥市场价格明显低于近年来的平均水平，但煤炭价格的走低使得水泥制造成本明显下降，四季度水泥价格见底反弹。四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是 2013 年获利的关键。

2014 年 1-9 月，水泥行业累计实现利润总额 530.43 亿元，同比增长约 22.50%，主要是水泥企业得益于煤炭价格下滑而得以低成本生产。

预计未来随着国家限制新增产能、淘汰落后产能政策的执行和国内基础设施建设对水泥需求的拉动，水泥价格有望得到回升，同时区域龙头企业对行业的整合力度不断加大也将有利于未来水泥价格的提升，水泥行业供求关系将会逐步改善。

总体看，受投资增速放缓影响，水泥行业景气度有所下行，水泥价格出现大幅下降。但受益于煤炭价格的下滑，2013 年以来水泥行业企业经营状况有所改善。短期看，行业景气度的恢复还有赖于中国基础设施、房地产等下游行业投资规模的增长和新增产能的控制。长期看，未来城镇化建设将成为推动中国经济发展的重点。水泥作为大宗基础性建材产品，城镇化建设的大力推进将为水泥行业提供较大的需求驱动。未来，随着行业兼并重组进程推进，行业集中度将逐步提高，行业龙头企业对区域

市场的控制力将得到增强，水泥行业的淘汰落后产能和节能减排工作将继续推进，对水泥行业健康可持续发展带来新的机遇。

## 5. 医药行业

### （1）医药制造业

2013 年医药工业规模以上企业实现主营业务收入 21681.6 亿元，同比增长 17.9%。主营业务收入突破了 2 万亿元大关，但增长速度较 2012 年的 20.4% 下降了 2.5 个百分点，自 2007 年以来首次低于 20%。八个子行业中，中药饮片、制药装备、卫生材料及医药用品、中成药的主营业务收入高于行业平均增长水平，生物制品、医疗器械、化药制剂、化学原料药的主营业务收入增速低于行业平均水平，化学原料药继 2012 年继续成为增长最慢的子行业。

从盈利情况看，2013 年医药工业规模以上企业实现利润总额 2197.0 亿元，同比增长 17.6%，增速较 2012 年下降 2.8 个百分点。营业收入利润率为 10.1%，较上年低 0.03 个百分点，略有下降，八个子行业中，化学原料药和中药饮片利润率低于行业平均水平。2013 年医药工业规模以上企业实现利税总额 3336.3 亿元，同比增长 17.6%。亏损企业数量同比增加 12.8%，亏损总额同比增加 9.6%，显示企业效益进一步分化。

2014 年前三季度，中国医药制造业实现主营业务收入 16541.49 亿元，同比增长 13.15%，利润总额 1584.11 亿元，同比增长 12.50%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

### （2）医药流通行业

医药流通业分为分销和零售，其中分销又可以分为批发（调拨）、纯销（针对医院市场）和快批（针对基层卫生机构和农村市场）。医药流通企业经历了 1984 年至 1999 年的急剧扩容和无序竞争阶段后进入了竞争程度更高的阶段并形成了全国性和区域性垄断结合的竞争格局。

从销售终端看，药品销售主要有医院市

场、零售终端和基层卫生机构三大终端市场，其中医院市场居于主要地位。国内医药流通业的主要利润来源是进销差价和返利，以上两者共同构成了行业约5%的配送费率。零售占中国药品消费20%的市场份额，但由于环节较多，利润也被压缩，许多小型医药商业配送企业处于亏损状态。品牌药品由于销售规模、终端认可度高和及时的回款会使医药流通企业议价能力有所削弱，返利是生产企业对医药流通企业分销规模和回款速度达到指标后给予的奖励，规模大和资金管理能力强的医药流通企业相对具有优势。

《国家基本药物制度》、《药品招投标政策》、《GSP管理政策》等对医药行业流通企业影响较为直接。2012年12月，商务部发布了《药品批发企业物流服务能力评估指标》等5个医药流通行业标准，规范了药品流通企业经营行为。2013年6月1日，卫生部审议通过了新版的《药品质量管理规范》，显著提高了药品流通行业的市场准入门槛。以上政策的提出，有利于药品流通行业集中度提升。伴随集中度的提升，医药流通市场竞争将趋于缓和，从长期看有利于行业盈利能力的增强，从而改善行业整体信用品质。此外，由于严格了对药品流转各环节的监控，新版规范对减少药品不合理加价及医药商业贿赂问题具有推动作用，从而为医疗服务行业改革提供一定支撑。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2014年9月底，公司注册资本为人民币164.67亿元，其中中国华润直接持有公司99.996053%的股份，并通过华润国际招标有限公司间接持有公司0.003947%的股份。

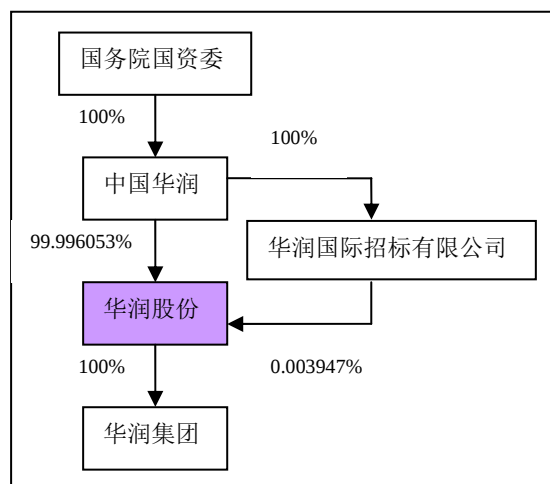
公司控股股东中国华润是隶属于国务院国资委的国有独资企业，公司实际控制人是国务院国资委。

### 2. 企业规模与竞争力

公司是全球500强企业之一，2013年在《财富》全球500强排名中位列187位，目前公司已经形成了以消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融七大战略业务单元，拥有华润万家、苏果、Olé、Vango、雪花啤酒、怡宝纯净水、中艺、华润堂、Pacific Coffee、999、东阿阿胶等多个著名消费品牌，具有跨地区、跨行业、利用多种资源进行快速整合的能力。

公司与控股股东中国华润、全资子公司华润集团构成三层控股结构的华润体系，华润集团为经营核心。华润集团在香港注册，前身为1938年在香港成立的“联和行”。20世纪80年代中期以前，华润集团作为中国进出口贸易在港澳及东南亚的总代理，具有政策性垄断地位。中国外贸体制改革后，华润集团经过多次转型与整合，目前发展为一家市场化程度高、在香港和内地都具有较强实力的多元化控股企业。

图5 华润体系股权结构图



资料来源：根据公司审计报告整理

截至2013年底，华润集团在香港拥有华润电力控股有限公司（持股63%，简称“华润电力”，“0836.HK”）、华润创业有限公司（持股51%，简称“华润创业”，“0291.HK”）、华润置地有限公司（持股68%，简称“华润置地”，“1109.HK”）、华润燃气控股有限公司（持股64%，简称“华润燃气控股”，“1193.HK”）、

华润水泥控股有限公司（持股73%，简称“华润水泥控股”，“1313.HK”）等直接控制的上市公司，其中，华润电力、华润置地和华润创业为香港恒生指数成份股。

华润创业于1992年在香港联合交易所上市，业务范围遍及中国大陆及香港，主要从事零售、啤酒、饮品、食品加工及经销等业务。在《福布斯》公布的“全球企业2000强”中排名第800位；在2014年《财富》中国500强名单中名列40位。

华润电力成立于2001年，于2003年11月在香港联合交易所上市，是公司从事电力投资与经营的主体。2013年，华润电力第7年入选普氏全球能源企业250强，位列第100名，较2012年的第134名提升了34名；位列独立发电商与能源交易商全球第4名、亚洲第4名。

华润置地于1996年11月在香港联合交易所上市，是中国内地最具实力的综合型房地产公司之一，土地储备面积超过1958.42万平方米（按建筑面积），目前已在中国内地50余个城市投资房地产项目，发展了都市综合体、区域商业中心五彩城两种模式，其中深圳万象城作为华润置地持有物业的代表，是中国内地最具示范效应的都市综合体。

华润燃气于2008年10月在香港上市，业务覆盖176个城市燃气项目，业务网点遍及21个中国省份，包括11个省会城市及3个直辖市，燃气年销量达到120.91亿立方米，是中国最大的城市燃气分销商和运营商之一。

在医药领域，公司拥有华润三九医药股份有限公司、华润东阿阿胶有限公司、北京医药集团有限公司、上海医药器械集团有限公司、上海长征富民金山药业有限公司等国内知名医药企业，直接或间接控股多家A股医药上市公司。在 SFDA 南方医药研究所和《医药经济报》推出的“2013年度中国制药工业百强榜”中，公司旗下的华润三九医药股份有限公司和华润双鹤药业股份有限公司分别列第18位和

第32位<sup>1</sup>。

经过不断调整和优化主业结构，公司多元化经营体系日益清晰，零售、啤酒、电力、地产、燃气和医药等板块行业地位显著，整体规模优势明显，抗风险能力强。

### 3.人员素质

公司现有董事长1名、董事8名、总经理1名、副总经理1名。

公司董事长、总经理傅育宁先生，华润集团董事长，第十二届全国政协委员，亦为香港利丰有限公司之独立非执行董事，香港总商会理事会成员。傅育宁先生曾任招商局集团董事长，信和集团独立非执行董事以及嘉德置地有限公司之独立非执行董事等职。傅育宁先生毕业于中国大连理工学院，于1986年获得英国布鲁诺尔大学海洋工程力学博士学位，其后曾在该校从事博士后的研究工作。

截至2014年9月底，公司拥有员工约40万人。从教育程度看，本科生以上员工占比22%；从专业构成看，管理人员占5%，工程技术人员占12%。

整体而言，公司高级管理人员具有丰富的管理经验，员工队伍整体素质较高。

## 六、管理分析

### 1.法人治理结构

公司自成立以来，严格按照《公司法》和《证券法》的相关要求规范运作，建立了较为完善的法人治理结构。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，股东大会为公司的权力机构。公司董事会由9名董事组成，由股东大会选举产生，其中董事长1人，董事长是公司的法定代表人，由全体董事过半数选举产生。董事长任期三年，可以连选连任。董事会会议应当由二分之一以上的董事出席方可举行。公司监事会由3名监事组成，其中2名为股东代表监事，由股东大会选

<sup>1</sup> 华润医药集团有限公司以下属子公司参与排名。

举产生；1名为公司职工代表监事，由公司职工民主选举产生。

## 2. 内部管理

中国华润、华润股份、华润集团实行“三位一体”的管理模式，由同一管理团队领导。

在多元化发展过程中，为使集团资源合理化配置和发挥不同业务之间的战略协同功能，1993年公司引入了包含利润中心业务战略体系、利润中心管理报告体系、利润中心预算体系、利润中心评价体系、利润中心审计体系以及利润中心经理人考核体系在内的6S管控体系，并围绕6S体系制定了投资、财务、审计、人力资源等一系列战略管理制度。经过多年的运作，6S体系已成为公司的核心管控手段，对理顺业务架构和促进各业务单元的专业化发展发挥了重要作用。

目前，公司制定的战略管理制度主要包括财务管理制度、投资管理制度、融资管理制度、人力资源管理制度、审计制度、内部资金管理制度、对外担保管理制度、衍生交易管理制度、关联交易管理制度、安全生产及节能减排制度、子公司管理制度等。

综上所述，公司法人治理结构基本完善，

三层控股但由同一团队领导的管理方式运转顺畅，管理风险较低。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

公司已经形成了以消费品、电力、置地、水泥、燃气、医药和金融为核心的“6+1”战略业务单元。

2011-2013 年，公司实现营业收入年均 20.17% 的增长，2013 年为 4055 亿元，其中消费品及医药、能源、房地产及金融、水泥收入合计占营业收入的 90.68%，为公司的核心收入来源。得益于消费品及医药、电力、置地和水泥板块业务发展良好，2013 年公司营业收入同比增长 22.54%。2014 年前三季度公司实现营业收入 3230 亿元，同比增长 13.97%。

2011-2014 年前三季度，公司整体毛利率分别是 24.57%、25.69%、24.71%、26.89%，基本保持稳定。受益于煤炭价格下行，2013 年能源和水泥板块毛利率同比上升；受宏观经济低迷的影响，消费品及医药、房地产及金融板块毛利率有所回落。

表 1 2011~2014 年前三季度公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务板块   | 2011 年 |        |       | 2012 年 |        |       | 2013 年 |        |       | 2014 年 1-9 月 |        |        |
|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------------|--------|--------|
|        | 收入     | 占比     | 毛利率   | 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 | 1486   | 52.92  | 24.23 | 1836   | 55.49  | 22.88 | 2080   | 51.29  | 21.78 | 1816         | 56.22  | 21.26  |
| 能源     | 579    | 20.62  | 15.54 | 672    | 20.31  | 26.49 | 734    | 18.10  | 31.88 | 567          | 17.55  | 31.56  |
| 房地产及金融 | 341    | 12.14  | 43.11 | 413    | 12.48  | 44.79 | 629    | 15.51  | 38.00 | 449          | 13.90  | 35.69  |
| 水泥     | 192    | 6.84   | 30.73 | 206    | 6.23   | 24.27 | 234    | 5.77   | 28.63 | 185          | 5.73   | 31.20  |
| 微电子    | 38     | 1.35   | 10.53 | 33     | 1.00   | 6.06  | 39     | 0.96   | 12.82 | 32           | 0.99   | 17.07  |
| 纺织     | 63     | 2.24   | 12.70 | 52     | 1.57   | 11.54 | 38     | 0.94   | 13.16 | 29           | 0.90   | 10.81  |
| 化工     | 76     | 2.71   | 5.26  | 90     | 2.72   | 3.33  | 143    | 3.53   | 1.40  | 109          | 3.37   | 3.62   |
| 其他     | 33     | 1.18   | 54.55 | 7      | 0.21   | 85.71 | 158    | 3.90   | -2.53 | 43           | 1.33   | 175.56 |
| 合计     | 2808   | 100.00 | 24.57 | 3309   | 100.00 | 25.69 | 4055   | 100.00 | 24.71 | 3230         | 100.00 | 26.89  |

资料来源：公司提供

注：由于下属部分香港上市公司不公布相关季报，以七大战略业务单元来进行收入分类操作上有困难。故表 1 中收入分类部分板块合并。

## 2. 业务经营

### (1) 消费品

公司消费品业务主要集中在下属子公司华润创业有限公司（以下简称“华润创业”）。华润创业专注于零售、啤酒、食品及饮品四大业务，于 1992 年在香港联合交易所上市，目前是香港恒生指数成份股之一。

截至 2013 年底，华润创业资产总值 1553 亿港元，总权益 596 亿港元；2013 年实现营业收入 1464 亿港元，本年度溢利 31.52 亿港元。零售、啤酒、食品及饮品业务营业额在 2013 年华润创业营业额中分别占 65%、22%、8%、5%，各业务占比与 2012 年基本持平。2014 年 1-9 月，华润创业实现营业收入 1310 亿港元，同比增长 16.6%；同期未经审核之股东应占综合溢利为 8.58 亿港元。

### 零售业务

公司零售业务包括超市、健康及护理产品销售、艺术品销售、咖啡店等多个业态，拥有华润万家、苏果、欢乐颂、中艺、华润堂、Ole'、Blt、Vango、Pacific coffee 等多个著名品牌，其中超市业务销售额已连续多年位居中国连锁超市类前列，华润万家在 2013 年中国连锁企业百强中以 827 亿元的销售额名列第四。

截至 2013 年底，公司零售业务在全国门店总数达到 4637 家，其中自营门店总数达到 3835 家，约占 83%，其余则为特许经营。截至 2014 年 9 月底，公司零售业务在全国门店总数达到 4825 家，其中自营门店总数达到 4071 家，约占 85%，其余则为特许经营。截至 2014 年 9 月底，公司经营超过 4800 间店铺，其中约 84% 是直接经营，其余为特许经营。

公司零售业务发展区域已遍布华东、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。2013 年超市业务营业额中华东、华南、西北、华北分别占 51%、22%、13%、11%，香港占 3%，区域占比与 2012 年相比，仅华南地区占比提升 1 个百分点，其余基本持平。

公司零售业务采用多业态运营模式，主要业态包括大卖场、标准超市、VANGO 便利店、Ole'、欢乐颂、VIVO 等。其中，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，高档消费群体，进口商品占比 70% 以上；欢乐颂经营面积 80000-100000 平方米，以所在的区域家庭消费者为主要服务对象，为消费者带来“一站式消费”和“快乐消费”的双重体验；VIVO 营业面积为 300-500 平方米，为年轻时尚顾客提供贴心服务的健与美商店。零售业务在采购模式方面，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。

2013 年 10 月，公司与全球三大零售企业之一 Tesco 就成立合资公司达成协议，Tesco 将把目前内地经营的 134 间门店及 19 间购物商场注入合资公司。Tesco 以注入资产和现金港币 43.25 亿港元认购合资公司新发股份，使得公司与 Tesco 分别持有该合资公司 80%、20% 的股权。该合资公司将成为公司与 Tesco 之独家平台，主要于中国通过从事大卖场、超级市场、便利店、现购自运业务和酒店专卖店（以及任何前述各项之网上/互联网同类店铺）进行多种类零售业务。2014 年 5 月 28 日，该项交易完成。

2013 年华润创业零售业务实现营业收入 951.74 亿港元，同比增加 14%，主要受益于销售门店的开拓；零售业务股东应占溢利 10 亿港元，同比减少 65.20%。2014 年 1-9 月零售业务营业额 821.71 亿港元，同比增加 14.40%；同期股东应占溢利-200 万港元，同期下降 100.30%，主要是 2014 年 5 月 28 日公司与 Tesco 正式成

立的合资公司初期阶段的预期财务影响，与此同时，Tesco 会按合资合约条款以现金注入港币 43.25 亿元，其中 33.25 亿港元已于 2014 年底前提供，剩余 10 亿港元将于 2015 年提供。另外，国内持续的反腐政策和电子商务的竞争加剧也导致了零售行业迟缓发展。

### 啤酒业务

华润雪花啤酒（中国）有限公司（以下简称“华润啤酒”）是公司啤酒业务的代表企业，成立于 1994 年，由华润集团与全球第二大酿酒集团 SABMiller 合资组建。华润集团持股 51%，为其第一大股东。

自 2004 年 9 月以来，华润啤酒相继收购澳洲狮王啤酒集团苏州、常州和无锡的 3 家啤酒厂、阜阳市雪地啤酒有限责任公司的资产、浙江钱江啤酒股份有限公司、浙江银燕啤酒有限公司的 100% 股权、蓝剑（集团）有限责任公司 100% 的股权、浙江洛克啤酒有限公司全部资产、安徽省天柱啤酒有限公司啤酒厂、辽宁省松林啤酒集团有限公司啤酒厂、山东琥珀啤酒厂与啤酒业务、江苏大富豪啤酒 49% 股权、上海亚太啤酒有限公司、杭州西湖啤酒朝日（股份）有限公司等多项资产，经营规模迅速扩张。2013 年 9 月华润啤酒完成对金威啤酒集团有限公司的收购。

截至 2014 年 9 月底，华润雪花啤酒旗下拥有啤酒厂超过 95 家，年产能超过 1900 万千升，拥有雪花、零点、蓝剑、黑狮、行吟阁、中华、圣泉、黄山和扎西德勒等 30 多个全国及区域啤酒品牌。

得益于公司持续完善产能布局、加强品牌推广，以及开拓市场分销渠道和终端管理服务，2011-2013 年公司啤酒销量持续增长，销量分别是 10235000 千升、10639000 千升、11722000 千升。其中 2013 年畅销全国的“雪花 snow”啤酒销量同比上升 10%，占公司啤酒总销量超过 90%。2014 年前三季度，公司啤酒销量同比上升 3% 至约 10120000 千升。

2013 年公司啤酒业务营业额及归属于母公

司所有者的净利润分别为 329.94 亿港元和 9.43 亿港元，同比增长 17.57% 和 14.58%。2014 年 1-9 月，公司啤酒业务营业额及归属于母公司所有者的净利润分别为 293.86 亿港元和 10.42 亿港元，分别同比增长 7.2%、同比减少 5.9%（第三季度是啤酒销售旺季，但长江中下游地区降雨量多且气温较往常低，影响了当地销量，导致整体盈利低于去年同期）。

### 食品业务

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

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

2013 年公司食品业务实现营业收入为 120.69 亿港元，同比增长 16.28%；归属于母公司所有者的净利润 0.53 亿港元，同比下降 83.99%，主要是由于该业务处于转型期，新业务尚处于培养阶段，未形成规模，从而影响了该业务的盈利能力。2014 年 1-9 月，公司食品业务营业额 123.69 亿港元，同比增加 51.3%。

### 饮品业务

公司饮品业务以华润饮料为经营主体，主营“怡宝”牌系列饮用纯净水，并陆续推出其他品类饮料。2010 年，公司收购加林山旗下永隆加林山矿泉水厂及永隆饮品有限公司；2011 年，华润创业与日本最大的清凉饮料生产企业

之一麒麟饮料公司合资，加快了公司非酒精饮料业务在国内市场的拓展速度，为华润饮料开创了全国性多品类饮料业务的全新战略格局。

2013 年公司积极拓展怡宝纯净水市场，带动饮品业务营业额及销量均显著增长，分别较去年上升 53.3%和 41.0%。2013 年饮品业务营业额为 73.05 亿港元；归属于母公司所有者的净利润 1.06 亿港元，同比增长 23.26%。2014 年前三季度，“怡宝 C'estbon”纯净水销售增长迅速，带动当期饮品总销量同比上升 37%；当期饮品业务实现营业收入 82.19 亿港元，同比增长 40%。

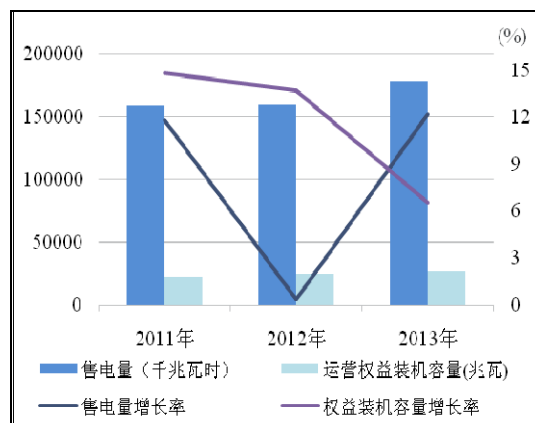
## （2）电力

华润电力控股有限公司（以下简称“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。华润电力业态涉及火电、煤炭、风电、水电、分布式能源并策略性投资核电，跟踪研究光伏发电等领域。

截至 2013 年底，华润电力总资产 2138.65 亿港元，总权益 847.339 亿港元；2013 年华润电力营业额和年内利润分别是 695.82 亿港元、125.85 亿港元，分别同比增长 11.45%、44.25%，主要得益于华润电力装机容量的增加，以及煤炭市场价格持续下滑。截至 2014 年 6 月底，华润电力总资产 2189.19 亿港元，2014 年上半年华润电力实现营业收入 358.26 亿港元。2013 年华润电力中火电服务、煤矿开采、可再生能源业务收入分别占营业额的 87.86%、7.82%、5.28%。

截至 2014 年 9 月底，华润电力服务区域包括江苏、浙江、广东、河北、河南、湖北、辽宁、湖南、云南、山西、内蒙古、黑龙江、甘肃、山东、安徽、广西和北京等。近三年，华润电力售电量和运营权益装机容量持续增长，2012 年受宏观经济运行放缓影响，售电量增幅有所下降。

图 6 2011-2013 年华润电力运营指标



资料来源：华润电力 2013 年年报

2013 年华润电力发电运营权益装机容量达到 26921 兆瓦，较 2012 年增加 6.5%。其中，火电运营权益装机容量 23692 兆瓦，占总运营权益装机容量的 88.0%；风电、水电及燃气等清洁及可再生能源共占总运营权益装机容量的 12%，较 2012 年增加了 4.2 个百分点，主要为风电运营装机增加所致。2013 年，华润电力 79 座附属运营发电厂及风电场的总发电量达到 133247814 兆瓦时，较 2012 年同期增长 9.8%；同期以上电厂及风电场的总售电量为 125447662 兆瓦时，同比增长 10.0%。2014 年 1-9 月，华润电力售电量合计 91907272 兆瓦时，较上年同期上涨 5.9%。

华润电力通过签订长期煤炭供应合同、集中采购、提高合同兑现率等措施严格控制燃料成本。2013 年华润电力附属运营发电厂平均发电单位燃料成本为每兆瓦时人民币 212.78 元，按年下降 16.3%。

华润电力煤矿主要分布于山西、江苏、河南及湖南省，2013 年共生产约 1462 万吨煤炭，较 2012 年下降了 13.2%，其中附属煤矿生产 1243 万吨煤炭，联营煤矿生产了 219 万吨煤炭。2014 年 1-9 月累计煤炭产量 944.4 万吨，较上年同期下降了 9.9%。

## （3）置地

华润置地有限公司（以下简称“华润置地”）

成立于 1992 年，于 1996 年 11 月在香港上市。

华润置地商业模式为“住宅开发+投资物业+增值服务”，已进入北京、上海、深圳等 50 余个城市，正在发展的项目超过 110 个。住宅开发已形成万象高端、城市高端、郊区高端、城市品质、城郊品质、城市改善、郊区改善、旅游度假等八大产品线；投资物业发展了万象城城市综合体、区域商业中心万象汇/五彩城和体验式时尚潮人生活馆 1234space 三种模式，在引领城市生活方式改变的同时，带动城市经济的发展、改善城市面貌。其中，万象城城市综合体项目已进入中国内地 22 个城市，并已在深圳、杭州、沈阳、成都、南宁、郑州先后开业。万象汇/五彩城项目已进入中国内地 17 个城市，北京、合肥五彩城已相继开业。首个 1234space 也于 2013 年在深圳开业。

2011-2013 年，华润置地实现营业收入分别为 357.95 亿港元、443.64 亿港元、713.89 亿港元，除税前溢利分别是 143.73 亿港元、174.95 亿港元、242.78 亿港元。2013 年，受益于刚需拉动，中国房地产行业全年保持产销两旺的局面，华润置地营业收入同比增长 60.9%。华润置地销售收入来源于销售已发展物业、物业投资及管理、建筑装修服务及其他、酒店，其中销售已发展物业一直是主要收入来源，2013 年在营业收入中占比 90.80%。

2013 年，华润置地签约销售额 663.06 亿元，同比增长 27.0%，签约销售面积 578.23 万平方米，同比增长 22.1%。2013 年华润置地签约来自国内 43 个城市，分布于 76 个项目，其中 16.63%来自包括写字楼、底商和车库在内的非住宅产品的销售。2013 年华润置地销售区域分为北京、上海、成都、沈阳、江苏、武汉、深圳、山东、福建、海南十个大区，其中北京、上海、成都、沈阳、江苏、武汉大区销售额合计占总销售合同额的 79.70%。2014 年 1-9 月，华润置地实现合同销售金额约 443.44 亿元人民币，合同销售建筑面积约 401.95 万平方米。

2013 年，华润置地实现开发业务营业额港

币 648.18 亿元，结算面积 499.72 万平方米，分别较 2012 年大幅增长 68.3%和 91.7%。2013 年开发业务的结算毛利率为 26.1%，较 2012 年同期有所降低，主要是 2011 年和 2012 年上半年房地产市场低迷带来的滞后影响。

截至 2013 年底，华润置地投资物业资产账面总值为港币 596.11 亿元，包括酒店经营在内的出租营业额达到港币 46.22 亿元。2013 年华润置地主要物业总楼面面积 228.74 万平方米，以商业物业为主（123.03 万平方米）。2013 年华润置地物业投资及管理收入 46.30 亿港元，同比增长 26.60%。2014 年 1-9 月，华润置地投资物业实现租金收入约 39.41 亿港元。

截至 2013 年底，华润置地共有 5 个万象城和 1 个五彩城投入商业运营，已经运营的持有投资物业建筑面积达 228.74 万平方米。

截至 2014 年 9 月底，华润置地总土地储备量为 1958.42 万平方米（按建筑面积），主要分布于北京、上海、深圳、成都、山东、江苏和武汉大区。

#### （4）水泥

华润水泥控股有限公司（以下简称“华润水泥”）是公司水泥板块的经营主体，2003 年在香港上市，2006 年 7 月，华润水泥被华润集团回购退市，2009 年 10 月，华润水泥以全球发售形式在香港联合交易所主板重新上市。

华润水泥主要业务包括水泥、熟料及混凝土的生产、销售及分销等，产品主要用于修建建设工程，如水电站、水坝、港口、桥梁、机场及道路、市郊发展及高层建筑。

2013 年，华润水泥营业额 293.41 亿港元，同比增长 15.8%，净利润 33.38 亿港元，同比增长 43.6%。截至 2013 年底，华润水泥经营 85 条水泥粉磨线及 39 条熟料生产线，水泥和熟料的年产能分别为 7550 万吨及 5100 万吨，旗下的 61 座混凝土搅拌站年产能达 3610 万立方米。华润水泥业务分布于广东、广西、福建、海南、山西、云南、浙江、香港，其中广东、广西和

福建合计水泥和熟料产能分别是 6090 万吨、4120 万吨，是公司水泥业务核心区域。

2013 年，华润水泥实现水泥销量 6714.3 万吨，比上年度增长 20.1%，熟料销量 7774 万吨，比上年度减少 11.0%，混凝土销量 1520.5 万立方米，比上年度增长 13.4%。

2014 年 1-9 月，华润水泥经营 90 条水泥粉磨线及 41 条熟料生产线，水泥和熟料的年产能分别为 8052.7 万吨及 5412.6 万吨，旗下的 65 座混凝土搅拌站年产能可为 3840 万立方米，混凝土销量 1165 万立方米。2014 年 1-9 月实现营业收入 233.88 亿港元，净利润为 32.31 亿港元，其中归属于母公司股东的净利润为 32.56 亿港元。

#### （5）燃气

华润燃气控股有限公司（以下合称“华润燃气”）是华润旗下主营中国内地城市燃气业务的主体，包括管道燃气、车船用燃气、分布式能源及燃气器具销售等。

自 2003 年 11 月华润燃气在苏州投资运营第一家城市管道燃气项目后，业务发展迅速，除华润集团注入资产获得的 46 个项目外，截至 2014 年 9 月底，华润燃气还通过直接从独立第三方收购的方式增加了其他超过 130 个城市燃气项目，包括直辖市和省会城市的项目。截至 2014 年 9 月底，华润燃气的业务覆盖超过 170 个城市燃气项目，业务网点遍及 20 多个中国省份，包括 11 个省会城市、3 个直辖市及 61 个地级市，华润燃气现已成为中国最大的城市燃气分销商之一。

华润燃气营业收入主要来自经常性燃气销售及一次性燃气接驳费用等城市燃气业务。采购方面，华润燃气主要采购对象为中国石油天然气集团、中国石油化工股份有限公司及中海石油气电集团有限责任公司，并与其签订了战略燃气供应安排。销售方面，华润燃气的销售客户均在国内且较为分散，最大五名客户合共销售收入占比不超过 30%。结算方面，华润燃气给予销售客户的账期一般为 30-90 天。2013

年度公司大部分应收贸易账款的期限在 90 天以内。

截至 2013 年底，华润燃气运营 176 个燃气项目，较去年底增加 25 个，住宅接驳数达到 1841 万户，同比增长 31.22%。2013 年，华润燃气天然气销售量为 120.91 亿立方米，较上年增长 30.01%。2013 年，华润燃气营业收入及归属母公司所有者利润分别为 222.88 亿港元和 21.61 亿港元，同比分别增 13.77%和 30.89%。2014 年上半年，华润燃气实现营业收入和溢利分别 128.46 亿港元、16.94 亿港元。

#### （6）医药

华润医药集团有限公司（以下简称“华润医药”）成立于 2007 年，是华润集团根据国务院国资委“打造央企医药平台”的要求成立的、集药品研发、生产制造与市场营销为一体的企业集团。目前公司是华润医药第一大股东，间接持有其 72%的股权，北京市国有资产监督管理委员会间接持有华润医药另外 28%的股权。

华润医药作为国内最大的医药集团之一，经营范围涵盖了中成药、免煎中药、化学合成药物、生物药、天然药物、原料药中间体、营养保健品、医疗器械、制药装备、医药流通等医药生产和销售的广泛领域，所属企业在北京、上海、深圳、四川、山东等地拥有生产基地、分销中心和研发中心。华润医药主要营业收入来自于其全资子公司华润医药控股。

华润医药旗下拥有华润三九医药股份有限公司、华润双鹤药业股份有限公司两家华润集团一级利润中心，以及山东东阿阿胶股份有限公司、华润紫竹药业有限公司、华润赛科药业有限责任公司、安徽华源医药股份有限公司、华润片仔癀药业有限公司等知名企业。其中华润三九（000999）、华润双鹤和东阿阿胶（000423）为国内 A 股医药上市公司。华润医药制药业务涉及天然药物与中药、化学药、生物药及营养保健品等领域，位列 2011 年度中国制药工业百强榜第一名，拥有“999”、“双鹤”、

“赛科”、“东阿”、“紫竹”和“毓婷”等一批中国驰名商标。

华润医药分销业务涵盖药品、医疗器械和保健产品的批发、物流配送、零售与供应链增值服务领域，规模位列中国医药商业第二位，在医院分销、医院药品延伸服务、现代物流配送等方面居于国内领先地位。

华润医药建有国家级中成药和胶类中药两个工程技术研究中心及多个省级技术中心，是国家计划生育用药和生殖健康用药科研基地，在药物制剂新型释药技术方面处于国内领先水平，药用核苷中间体研发核心技术处于国际领先水平。

截至 2013 年底，华润医药总资产 1036.53 亿港元，较年初增长 21.1%；2013 年实现营业收入 1154.55 亿港元，同比增长 17.1%，主要是医药商业并购带动医药板块收入增加所致；实现税前溢利 67.45 亿港元，同比增长 19.3%，整体规模位于中国医药行业前三强。

截至 2014 年 9 月底，华润医药总资产 1156.24 亿港元，净资产 357.79 亿港元；2014 年 1-9 月营业收入 992.35 亿港元，利润总额 52.65 亿港元，净利润 41.45 亿港元。

#### （7）金融

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。1984 年，经中国人民银行批准更名为深圳国际信托投资总公司，正式成为非银行金融机构，并同时取得经营外汇金融业务的资格。1991 年，经中国人民银行批准更名为深圳国际信托投资公司。2002 年 2 月，经中国人民银行批准重新登记，领取了《信托机构法人许可证》，同时更名为深圳国际信托投资有限责任公司。2006 年 10 月，华润股份与深

圳市人民政府国有资产监督管理委员会（2009 年更名为“深圳市国有资产监督管理局”，简称“深圳市国资局”）等签订了《股权转让及增资协议》，股权变更登记后，华润股份持有公司 51% 股权，深圳市国资局持有公司 49% 股权。2008 年 10 月，深圳国际信托投资有限责任公司将其实业投资剥离，并将剥离资产注入新成立的华润深国投投资有限公司，深圳国际信托有限责任公司继续存在，并更名为华润深国投信托有限公司。分立的新公司（华润深国投投资有限公司，该公司经营规模很小）和存续公司（华润深国投信托有限公司）的股东持股比例，与分立前原深圳国际信托有限公司持股比例一致。

截至 2013 年底，华润信托总资产 132.86 亿元，净资产 122.34 亿元；2013 年华润信托实现信托业务收入 17.23 亿，利润总额 21.77 亿元。截至 2013 年底，华润信托管理信托资产达 3643.04 亿元，其中：基础产业类信托占比 7.73%，房地产类信托占比 20.77%，证券类信托占比 23.96%，实业类信托占比 10.42%，金融机构类信托占比 29.05%，其他类信托占比 8.07%；当年清算项目实现信托报酬率 0.80%。截至 2014 年 9 月底，华润信托总资产 147.30 亿元人民币，净资产 140.10 亿元；2014 年 1-9 月累计实现信托业务收入 22.60 亿元；截至 2014 年 9 月末，公司管理信托资产达 4272 亿元。

##### 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 28 日在珠海经济特区正式成立。2009 年 2 月 25 日，华润股份与珠海市政府正式签署《重组珠海市商业银行框架协议补充协议》和《增资入股协议》，并于 4 月获银监会批准入股。华润银行注册资本为 56.38 亿元，公司为华润银行的第一大股东，持股比例为 75.33%。目前华润银行的主要业务集中在珠海、深圳、中山、佛山、东莞五地，其中珠海地区下辖 45 家支行和 1 个总部营业部，深圳地区下辖 3 家支行和 1 家分行营业部。

截至 2013 年底，华润银行的总资产为 1296 亿元（其中发放贷款和垫款余额 345 亿元），所有者权益 78 亿元；2013 年华润银行实现净利润 6.58 亿元（归属于母公司利润 6.51 亿元）。截至 2014 年 9 月底，华润银行的总资产为 1027.60 亿元，所有者权益 88.20 亿元；华润银行的贷款余额为 432.80 亿元，存款余额为 615.50 亿元，不良贷款率 0.76%；2014 年 1-9 月，累计实现净利润 7.60 亿元，归属母公司利润 7.50 亿元。

#### (8)其他业务

此外，公司还涉及微电子、纺织、化工等其他业务。

华润微电子有限公司是华润集团旗下负责微电子业务投资、发展和经营管理的高科技企业。聚焦于模拟功率半导体等领域，业务包括集成电路设计、掩模制造、晶圆制造、封装测试及分立器件，业务仍处在发展初期、尚未实现稳定盈利。2013 年微电子业务实现营业收入 39 亿元。

华润纺织（集团）有限公司业务包括棉纺、锦纶、服饰品牌三大业务板块，主要从事棉纺织品、锦纶民用丝、品牌服饰的制造分销和零售，目前在上海、广东、山东、安徽、四川、陕西等地拥有 18 家全资或控股的生产和品牌运营企业。纺织业务受整体行业环境影响一直处于保本微利的经营状况。2013 年纺织业务实现营业收入 38 亿元，受纺织行业不景气影响，收入同比下降较多。

华润化工控股有限公司已经形成了以聚酯生产为核心，仓储物流及化学品分销为配套的产业格局。公司分别在常州、珠海建立瓶级聚酯切片生产基地，总生产能力已达 130 万吨。公司在常熟和常州分别建立了专用石化码头及液体化学品仓库，整体罐容达 96 万立方米，在为企业大规模生产提供强大物流配送的同时，也为库区周边客户提供醇、芳烃、烯烃、酮等十多类六十多个品种的液体化工品的代理采

购、报关、收发、仓储、检验等专业服务。2013 年化工业务实现营业收入 143 亿元，同比增长 58.89%，主要得益于公司聚酯切片产能增加所致；同期毛利率仅为 1.40%，盈利能力较弱。

#### 3. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数平均值分别为 10.19 次、1.90 次、0.51 次，2013 年为 9.58 次、1.87 次、0.51 次。总体看，公司经营效率尚可。

#### 4. 未来发展

##### (1) 发展战略

公司将消费品、电力、房地产、水泥、燃气、医药和金融确定为七大战略业务单元，并制定了“集团多元化，利润中心专业化”的发展战略。各板块的发展战略如下：

消费品板块，透过并购及内涵式增长向全国扩张、在情况许可下与国际伙伴建立合作关系、满足各地顾客的不同需求。

电力板块，致力于成为低成本的独立发电企业、专注于投资控股及可自主管理的电力项目、投资于中国经济增长迅速以及资源丰富的地区、以开发、建设标准化的大型燃煤发电机组为主、在扩建与新建电厂的同时，积极寻找并购机会。

地产板块，坚持“差异化”的竞争战略和“住宅开发+投资物业+增值服务”的商业模式，创建最受市场赞誉的高品质产品，提升城市生活价值，实现居住梦想，成为中国最具实力的综合性地产公司，并在中高端住宅及商业地产领域引领行业发展方向，同时将资源布局至更多的刚性需求强烈的二、三线城市。

水泥板块，继续坚持和推进“3（资源掌控、资源转化、资源分销）+2（系统成本最低、区域市场领先）”发展战略；充分利用产业政策。

燃气板块，公司拟以管道天然气销售、城市管网建设及接驳为核心业务，积极拓展燃气具销售、设计与安装业务及其他增值业务，并

以获取资源保障为辅助业务向上游及中游延伸,探讨燃气具、表具与管材生产,逐步完善城市燃气价值链。

医药板块,“十二五”期间,为打造成为“央企医药平台”和中国医疗保健行业的领军企业之一,公司将进一步完善医药产业链,加强中药、化学药、营养保健品等六大平台的全面建设,使公司的产品组合更加多样化,经营模式更加均衡且多元化。

金融板块,拟依托集团的多元化产业,通过产融、融融结合,充分发挥协同效益,搭建综合式运营共享平台,为客户提供全面金融解决方案。

#### (2) 未来三年的重要资本支出计划

未来三年,公司计划每年在电力、水泥、零售、啤酒、燃气、地产、医药等业务领域净投资约 300 亿元人民币,用于新建或并购电力项目、水泥生产线、区域性零售超市、啤酒厂、城市燃气管网、医药企业以及房地产项目等。其中,大额资本支出主要集中在电力、水泥、地产、医药等业务领域,上述领域的投资支出约占总计划规模的 80%以上。相对于公司雄厚的资金实力和经营规模,每年约 300 亿元的筹资压力不大。

总体看,公司发展战略清晰,符合国家扩大内需政策的方向,根据其目前的行业地位、市场占有率和近年的成长性来判断,仍有广阔的发展空间。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司2011年财务报表经德勤华永会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计报告,2012~2013年经普华永道华永会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计报告。2014年三季度财务报表未经审计。

公司2011年底纳入合并范围的二级子公司有10家;2012年为9家,减少1家华润租赁有限

公司2(下称“华润租赁”),主要是公司将华润租赁60%股权转让至二级子公司华润集团下属子公司名下,对公司合并口径数据无影响;2013年为10家,新增1家二级子公司太原华润煤业有限公司,对公司合并口径数据影响较小;2014年9月底为11家,新增1家。2011年以来,公司合并范围内的二级子公司数目变动不大,但二级子公司通过投资及并购方式使得资产规模实现了较快的扩张。

截至2013年底,公司资产总额8490.32亿元,所有者权益2491.59亿元(含少数股东权益1271.56亿元);2013年,公司实现营业收入4055.48亿元,利润总额367.56亿元。

截至2014年9月底,公司资产总额9185.44亿元,所有者权益2804.62亿元(含少数股东权益1388.30亿元);2014年1~9月,公司实现营业收入3229.55亿元,利润总额323.20亿元。

### 2. 资产质量

2011~2013年,公司经营规模不断扩大,资产总额以年均19.72%的速度增长;2013年底为8490.32亿元,流动资产比重由49.88%增至52.97%,非流动资产比重由50.12%降至47.03%。

#### 流动资产

2011~2013年,公司流动资产以年均23.37%的速度增长,增幅高于资产总额,主要源于存货、买入返售金融资产、货币资金等科目的增长。截至2013年底,公司流动资产4497.06亿元,主要以货币资金(占21.73%)、应收账款(占8.37%)、买入返售金融资产(占9.41%)和存货(占36.96%)为主。

2011~2013年,公司货币资金以年均16.23%的速度稳步增长。截至2013年底,公司货币资金为977.06亿元,其构成主要为银行存款(占66.86%),其中其他货币资金为125.78亿元(占12.87%),主要为限制用途的各项保证金及法定

<sup>2</sup> 2012年,公司将其持有的华润租赁有限公司60%股权转让给华润集团下属公司御拓有限公司,交易完成后,御拓有限公司持有华润租赁有限公司100%股权。

准备金；公司持有现金类资产（货币资金+交易性金融资产+应收票据）1090.13亿元，年均增速为19.04%。公司持有现金充裕，可支配货币占比较高。

2011~2013年，随着收入规模不断扩大，公司应收账款逐年增长，年均增速达26.26%，高于营业收入增速6.09个百分点，增速较快。截至2013年底，公司应收账款账面余额382.46亿元，计提坏账准备6.14亿元，账面价值376.33亿元，账龄以1年以内为主（占96%）；应收账款中，来源于医药、电力、燃气板块居多，分别占53.31%、20.04%和7.90%。

2011~2013年，公司买入返售金融资产显著增长，年均增速达62.61%，其中2012年同比增长187.30%，主要由于公司买入了大量银行承兑汇票；2013年较上年变动不大，年底金额为423.29亿元。

2011~2013年，随着公司地产板块的发展，大量在建开发和完工待售项目使得存货规模较大、且持续性增长，年均增幅为19.35%。截至2013年底，公司存货净额1662.09亿元，是流动资产中比重最大的科目；存货原值为1674.94亿元，其中地产业务相关存货<sup>3</sup>占76.91%，总计计提存货跌价准备12.85亿元（计提比例为0.77%），其中地产业务相关存货计提跌价准备4.75亿元（计提比例为0.37%）。公司地产存货规模较大，对资产流动性有一定影响。

#### 非流动资产

2011~2013年，公司非流动资产以年均15.97%的速度平稳增长，增速低于总资产增速，主要源于投资性房地产、固定资产、无形资产和商誉的增长；截至2013年底，公司非流动资产3993.27亿元，主要由长期股权投资（占11.34%）、固定资产（占37.90%）、在建工程（占10.61%）和无形资产（占11.09%）等构成。

2011~2013年，公司长期股权投资基本保持稳定。截至2013年底，公司长期股权投资原值

453.01亿元，以对联营企业（占72.68%）、合营企业（占26.14%）的投资为主，参股企业主要系地产、金融、电力、燃气等相关产业，公司当年按权益法确认投资收益53.47亿元，公司长期股权投资收益较高，质量较好。

2011~2013年，公司投资性房地产以年均29.97%的速度保持了较快增长，主要源于公司当年购置、固定资产转入以及存货转入，2013年底为348.50亿元。

2011~2013年，公司固定资产、在建工程分别以年均9.81%和12.64%的速度平稳增长，2013年底分别为1513.55亿元和423.63亿元。其中，2013年底的固定资产原值2278.21亿元，累计折旧和计提减值准备分别为665.54亿元和99.12亿元，成新率为66.44%，成新率不高；在建工程原值439.65亿元，计提减值准备16.02亿元。

2011~2013年，公司无形资产以年均37.25%的速度呈现较快增长，主要源于2013年由于收购子公司华润大宁及太原华润煤业导致了采矿权及探矿权的大幅增长（2013年底无形资产同比增长36.08%）。截至2013年底，公司无形资产原值488.91亿元，主要为土地使用权（占36.44%）、采矿权及探矿权（占52.47%），累计摊销44.78亿元，计提减值准备1.22亿元。

2011~2013年，公司商誉以年均36.18%的速度快速增长，主要由于近年收购多家子公司导致；截至2013年底，公司商誉账面净值为280.47亿元，主要由医药（占27.87%）、啤酒饮料（占18.45%）、零售（占16.21%）和电力能源（占5.29%）等几大板块形成的商誉。

截至2014年9月底，公司资产总额9185.44亿元，较上年底增长8.19%；其中流动资产占50.57%，比重较上年底有所下降，非流动资产占比49.43%，仍以流动资产为主。流动资产中，预付款项和买入返售金融资产大幅降低，但随着业务规模扩大，规模较大的应收账款、存货等科目进一步增长；非流动资产中，主要为投资性房地产和固定资产增长的拉动作用。

综上所述，近年来公司业务规模不断扩大，

<sup>3</sup> 包含：房地产在建开发成本、房地产已完工开发产品和已完工尚未结算款。

资产总额实现较快增长。公司资产结构较为合理，持有资金充裕，长期股权投资收益较好；但地产类存货金额较大，对流动性有一定影响。整体看，公司资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2011~2013年，受益于公司利润积累以及由于并购下属子公司扩大报表合并范围导致的少数股东权益增长，公司所有者权益以年均13.30%的速度稳定增长，增速低于资产总额增速。截至2013年底，公司所有者权益2491.59亿元，其中实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益分别占比6.61%、10.63%、32.45%和51.03%。截至2014年9月底，公司所有者权益为2804.62亿元，较上年底增长12.56%。

总体看，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益稳定性一般。

#### 负债

2011~2013年，公司负债总额以年均22.72%的速度较快增长，增速高于资产总额增速。截至2013年底，公司负债总额5998.73亿元，其中流动负债比重由62.80%增至67.80%，非流动负债占比32.20%，始终以流动负债为主。

2011~2013年，公司流动负债以年均27.51%的速度增长，增速高于负债总额的增速4.79个百分点，主要源于短期借款、吸收存款及同业存放、应付账款及预收款项的增长。截至2013年底，公司流动负债合计4066.97亿元，主要由短期借款（占10.05%）、吸收存款及同业存放（占19.39%）、应付账款（占18.30%）、预收款项（占19.97%）及其他应付款（占11.94%）等构成。

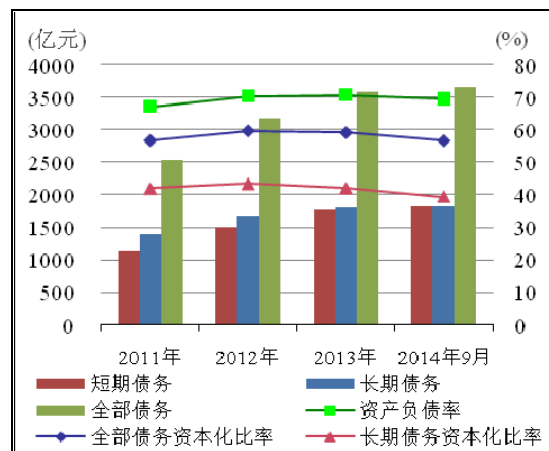
2011~2013年，公司短期借款大幅增长，年均增幅为69.54%，2013年底为408.63亿元，以信用借款为主（占比80.76%）；公司涉足金融业务板块，吸收存款及同业存放以年均66.84%的速度保持了高速增长，2013年底为788.39亿元，其中吸收存款和同业存放分别占比65.16%和34.84%；应付账款、预收款项的年均增速分别

为17.97%和157.25%，2013年底分别为744.31亿元和812.27亿元；其他应付款出现回落，2013年底为485.53亿元，主要来源于电力板块和零售、食品及饮品板块。

2011~2013年，公司非流动负债以年均14.18%的速度增长，增速低于总负债增速8.54个百分点。截至2013年底，公司非流动负债1931.76亿元，构成以长期借款（占63.08%）和应付债券（占31.14%）为主。

2011~2013年，公司有息债务规模持续增长，年均增速为18.87%，略低于资产总额和营业收入的增速，债务增长与资产、业务的扩张较为匹配。截至2013年底，公司全部债务为3597.50亿元，其中短期债务占49.41%，长期债务占50.59%，债务规模大，但债务结构相对合理；全部债务资本化比率和资产负债率为59.08%和70.65%，基本与上年持平。

图7 2011年以来公司债务情况



资料来源：公司财务报表

截至2014年9月底，公司负债总额为6380.82亿元，较上年增长6.37%，其中流动负债和非流动负债分别占69.30%和30.70%；全部债务3668.85亿元，其中短期债务和长期债务分别占49.94%和50.06%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为69.47%和56.68%，较上年有所下降。

总体看，公司债务规模大，债务结构较为合理；考虑到近年来业务规模不断扩大，公司债务增加幅度与资产、收入增幅相匹配，债务

负担可控。

#### 4. 盈利能力

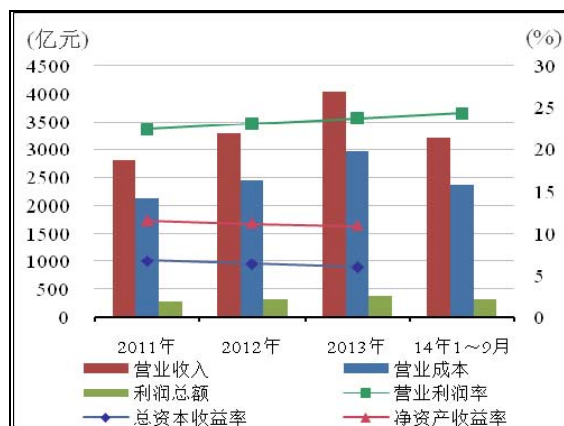
2011~2013年，伴随电力、消费品及医药、房地产等板块经营规模的扩张，公司营业收入以年均20.17%的速度持续增长，2013年实现4055.48亿元；营业成本增速略低于营业收入，使得营业利润率保持小幅提升，2013年增至23.72%。同期，公司期间费用以年均19.52%的速度增长，2013年为596.23亿元（销售费用、管理费用和财务费用分别占57.84%、34.15%和8.01%），期间费用占营业收入比重维持在14%~16%之间，费用控制能力较好。

2011~2013年，公司分别实现投资收益87.25亿元、64.50亿元和69.25亿元，作为主要来源的联营企业投资收益保持稳定增长（2011年投资收益较高主要源于处置长期股权投资产生收益30.53亿元），投资收益的稳定性较好。同期，公司计提资产减值损失分别为25.11亿元、22.17亿元和81.81亿元，2013年计提增长主要源于对机器设备计提的减值准备（45.21亿元）。同期，公司分别实现营业外收入15.40亿元、28.54亿元和23.64亿元，项目补贴、税收返还、电价补贴等形成的政府补助是其主要来源。公司投资收益和营业外收入对整体利润形成良好的补充（2013年合计占利润总额的25.27%）。

2011~2013年，公司利润总额以年均13.07%的速度稳定增长；若剔除2011年由于处置长期股权投资产生的收益（非经常性大额损益），公司利润总额的增速基本与营业收入增速持平，经营规模的扩展有力带动了利润水平的提升。同期，公司总资产收益率和净资产收益率均有下滑，2013年分别为5.74%和10.91%。

2014年1~9月，公司分别实现营业收入和利润总额3229.55亿元和323.20亿元，分别为2013年全年水平的79.63%和87.93%；营业利润率为24.32%，相比2013年有小幅提升。

图8 2011年以来的公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

总体看，公司业务规模不断拓展，多元化经营体现了较强的抗风险能力，收入持续攀升，营业利润率稳中有增，投资收益和营业外收入对利润水平形成良好补充，整体盈利能力强。

#### 5. 现金流

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2011~2013年，销售商品、提供劳务收到的现金以年均27.63%的速度增长，带动经营活动现金流入量以年均28.51%的速度增长，2013年上述两者分别为4151.42亿元和4667.01亿元。同期，公司经营活动现金流量净额以年均53.43%的速度快速增长，2013年为473.30亿元。同期，公司现金收入比存在波动，分别为90.75%、110.04%和102.37%。总体看，公司经营活动现金流入规模大，经营获现水平较高。

投资活动方面，2011~2013年，公司投资活动现金流入波动较大，年均变动幅度为-15.74%，2013年为419.42亿元，主要为收回投资收到的现金；现金流出的年均变动幅度为-13.86%，主要为项目建设和投资支出，2013年为795.49亿元；投资活动现金流出量保持较大规模，使投资活动始终呈现净流出，2013年为-376.07亿元。同期，公司筹资前现金净流量分别为-280.20亿元、174.36亿元和97.24亿元，经营活动获取现金逐步能够满足投资支出的缺口，融资压力明显缓解。

筹资活动方面, 2011~2013年, 公司筹资活动现金流入波动下降, 年均变动率为-6.38%, 2013年为1165.26亿元, 主要为取得借款和发行债券融资流入; 筹资活动现金流量净额分别为458.01亿元、22.40亿元和2.72亿元, 随着融资压力的缓解, 呈现大幅的缩减。

2011~2013年, 公司现金及现金等价物净增加额分别为179.00亿元、199.39亿元和95.31亿元, 由于融资净流入的大幅回落, 现金及现金等价物净增加额有所下滑。

2014年1~9月, 公司现金收入比为98.62%, 延续了2013年的下滑态势, 经营活动现金流量净额为197.45亿元, 为2013年全年水平的41.72%; 投资活动和筹资活动现金流量净额分别为-244.53亿元和120.95亿元。

整体看, 公司经营活动现金流入规模大, 获取现金能力逐步增强, 融资压力有所缓解。

## 6. 偿债能力

从短期偿债指标来看, 2011~2013年, 公司流动比率和速动比率呈回落态势, 三年加权平均值为114.27%和70.75%, 2013年底为110.58%和69.71%, 2014年9月底再次降至105.06%和62.46%。同期, 经营现金流动负债比波动上升, 加权均值为11.41%, 2013年为11.64%, 且公司现金类资产及经营活动现金流入规模大, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看, 2011~2013年, 公司EBITDA以年均11.99%的速度持续性增长, 2013年为608.48亿元; 尽管公司近年债务规模持续扩张, 带动财务费用攀升, 但稳定增长的整体盈利水平仍保障了对债务本息较强的偿还能力, 公司全部债务/EBITDA及EBITDA利息倍数的加权平均值分别为5.76倍和5.72倍, 2013年为5.91倍和6.03倍。公司长期偿债能力很强。

截至2013年底, 公司对外担保余额为220.24亿元, 担保比率为8.84%; 对外担保中包含为华润集团的联营公司提供的借款担保、为公司联营公司提供的担保、为中国华润总公司

的银行担保提供的反担保<sup>4</sup>以及为其他公司提供的担保。

截至2014年9月底, 公司本部获得主要合作银行授信总额为290.30亿元(包含贷款授信和债券投资授信), 未使用额度为183.40亿元; 同时, 公司下辖多家上市公司, 直接、间接融资渠道通畅。

## 7. 过往债务履约情况

根据人民银行《企业信用报告(银行版)》, 截至2015年2月10日, 公司本部不存在未结清的关注类及不良类信贷信息记录, 存在3笔已结清的关注类贷款, 其中2笔合计8亿元为银行系统原因造成, 已经由珠海华润股份有限公司行业金融部出具说明; 1笔1500万元已经中国农业银行深圳分行营业部出具说明, 公司不存在不良信息情况。总体看, 公司过往履约情况良好。

## 8. 抗风险能力

基于公司股东背景、核心业务的行业地位和竞争优势、以及良好的财务状况等, 联合资信认为, 公司的综合抗风险能力极强。

## 九、本期中期票据偿债能力分析

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为50亿元, 分别占2014年9月底全部债务和长期债务的1.36%和2.72%, 本期中期票据的发行对现有债务规模影响小。

截至2014年9月底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为69.47%和56.68%, 以公司2014年三季度报表财务数据为基础, 预计本期中期票据发行后, 公司资产负债率和全部债务资本化比率将变为69.63%和57.01%, 债务指标变动极小。同时, 考虑到本期中期票据募集

<sup>4</sup> 为中国华润总公司发行的共计70亿元企业债券“05华润债”、“06华润债”和“07华润债”的担保银行提供的反担保, 三家担保行分别为中国建设银行股份有限公司、交通银行股份有限公司深圳分行和中国农业银行深圳分行, 形成负债的风险很低。

资金将部分用于置换银行借款，公司实际债务指标将低于以上测算水平。

## 2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013年，公司经营活动现金流入量分别为本期拟发行中期票据的56.52倍、80.16倍和93.34倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据额度的4.02倍、8.87倍和9.47倍；EBITDA分别为本期中期票据额度的9.70倍、10.92倍和12.17倍。公司EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额对本期中期票据的覆盖程度很高。

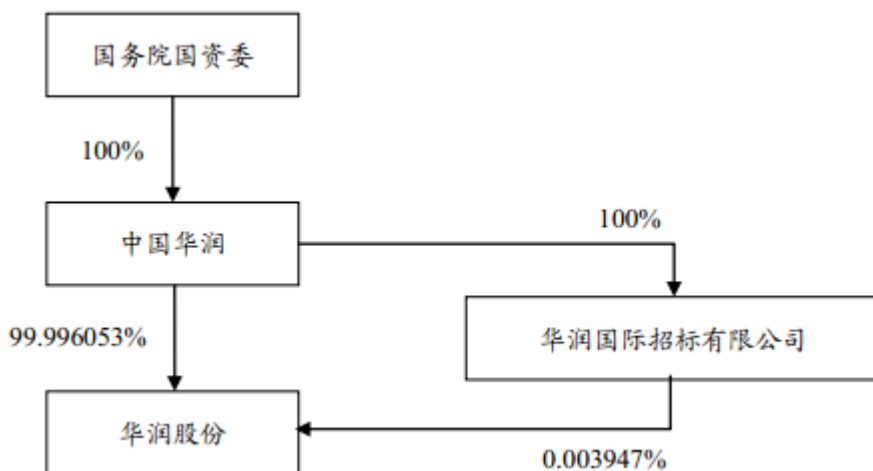
## 十、结论

公司是以消费品、电力、置地、水泥、燃气、医药和金融七大战略业务单元为主业的国有大型集团企业。公司多元化运营模式成熟，核心业务经营较稳定，旗下品牌知名度高，零售、电力、地产、啤酒和医药等板块行业地位显著，整体规模优势明显，抗风险能力强。

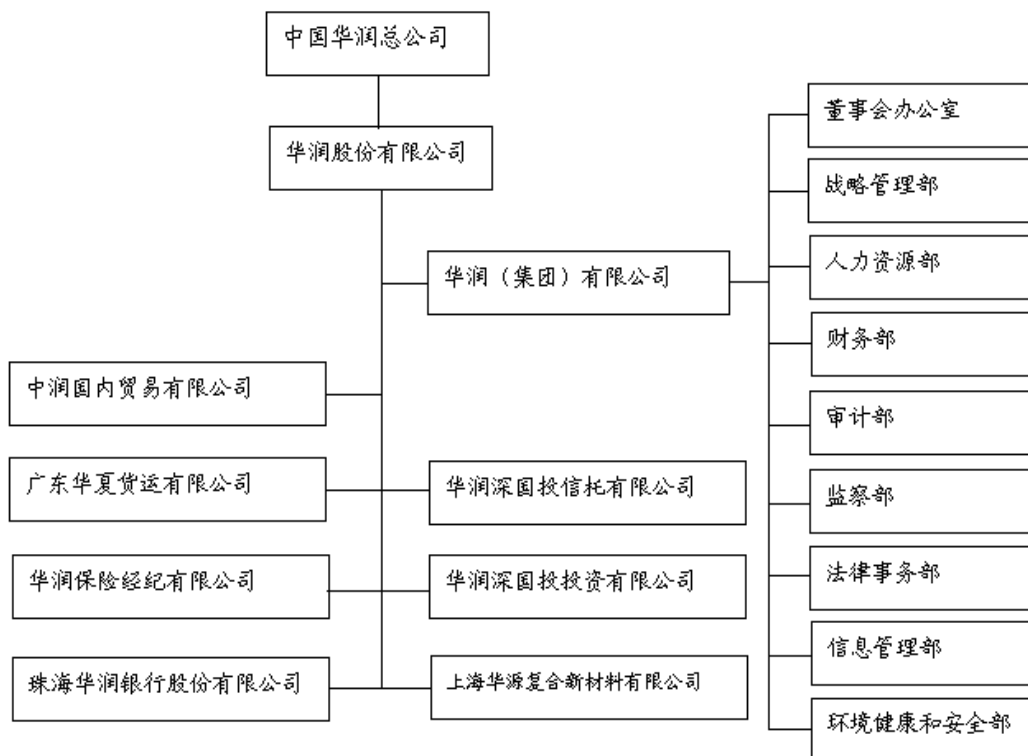
随着业务规模的扩大，公司资产和收入规模持续性增长，多元化经营布局体现了较强的抗风险能力，利润水平不断增强。公司整体资产质量较好，债务结构合理，债务负担可控，具有很强的整体偿债能力。综合看，公司主体信用风险极低。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响小，公司EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额对本期中期票据的覆盖程度很高。总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

| 项目                | 2011 年  | 2012 年  | 2013 年  | 2014 年 9 月 |
|-------------------|---------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>       |         |         |         |            |
| 现金类资产(亿元)         | 769.27  | 850.55  | 1090.13 | 1152.86    |
| 资产总额(亿元)          | 5923.92 | 7304.58 | 8490.32 | 9185.44    |
| 所有者权益(亿元)         | 1940.85 | 2159.08 | 2491.59 | 2804.62    |
| 短期债务(亿元)          | 1134.76 | 1519.89 | 1777.50 | 1832.06    |
| 长期债务(亿元)          | 1411.12 | 1667.81 | 1820.00 | 1836.79    |
| 全部债务(亿元)          | 2545.88 | 3187.70 | 3597.50 | 3668.85    |
| 营业收入(亿元)          | 2808.24 | 3309.10 | 4055.48 | 3229.55    |
| 利润总额(亿元)          | 287.51  | 315.15  | 367.56  | 323.20     |
| EBITDA(亿元)        | 485.20  | 545.91  | 608.48  | --         |
| 经营性净现金流(亿元)       | 201.05  | 443.57  | 473.30  | 197.45     |
| <b>财务指标</b>       |         |         |         |            |
| 销售债权周转次数(次)       | 11.90   | 10.06   | 9.58    | --         |
| 存货周转次数(次)         | 2.12    | 1.82    | 1.87    | --         |
| 总资产周转次数(次)        | 0.53    | 0.50    | 0.51    | --         |
| 现金收入比(%)          | 90.75   | 110.04  | 102.37  | 98.62      |
| 营业利润率(%)          | 22.47   | 23.12   | 23.72   | 24.32      |
| 总资本收益率(%)         | 7.34    | 7.57    | 5.74    | --         |
| 净资产收益率(%)         | 11.52   | 11.18   | 10.91   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)      | 42.10   | 43.58   | 42.21   | 39.57      |
| 全部债务资本化比率(%)      | 56.74   | 59.62   | 59.08   | 56.68      |
| 资产负债率(%)          | 67.24   | 70.44   | 70.65   | 69.47      |
| 流动比率(%)           | 118.13  | 117.85  | 110.58  | 105.06     |
| 速动比率(%)           | 71.48   | 71.99   | 69.71   | 62.46      |
| 经营现金流动负债比(%)      | 8.04    | 13.28   | 11.64   | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍)    | 5.71    | 5.22    | 6.03    | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍)    | 5.25    | 5.84    | 5.91    | --         |
| 经营活动现金流入量偿债倍数(倍)  | 56.52   | 80.16   | 93.34   | --         |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数(倍) | 4.02    | 8.87    | 9.47    | --         |
| EBITDA/本期发债额度(倍)  | 9.70    | 10.92   | 12.17   | --         |

注：2014 年三季度财务数据未经审计。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 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%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100% |
| 净资产年复合增长率      |                                                                                             |
| 营业收入年复合增长率     |                                                                                             |
| 利润总额年复合增长率     |                                                                                             |
| 经营效率指标         |                                                                                             |
| 销售债权周转次数       | 营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)                                                                     |
| 存货周转次数         | 营业成本/平均存货净额                                                                                 |
| 总资产周转次数        | 营业收入/平均资产总额                                                                                 |
| 现金收入比          | 销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×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%                                                                              |
| 主营业务利润率        | 主营业务利润/主营业务收入净额×100%                                                                        |
| 营业利润率          | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 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%                                                                      |
| 本期中期票据偿债能力     |                                                                                             |
| EBITDA/本期发债额度  | EBITDA/本期发债额度                                                                               |
| 经营活动现金流入量偿债倍数  | 经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额                                                                    |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额                                                                      |

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额  
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

| 级别设置 | 含 义                            |
|------|--------------------------------|
| AAA  | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA   | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低  |
| A    | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
| BBB  | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| BB   | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高    |
| B    | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC  | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC   | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C    | 不能偿还债务                         |

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

## 联合资信评估有限公司关于 华润股份有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

华润股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。华润股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，华润股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注华润股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现华润股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如华润股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送华润股份有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司  
二零一五年三月十一日

