

信用等级公告

联合[2016] 184 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
2016 年度第二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
2016 年度第二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
二零一六年一月二十八日

华润股份有限公司

2016 年度第二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: 60 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性偿还本金

发行目的: 偿还银行借款、补充营运资金

评级时间: 2016 年 1 月 28 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	7305.46	8490.32	9369.85	10028.22
所有者权益(亿元)	2159.08	2491.59	2804.33	3144.27
长期债务(亿元)	1667.81	1820.00	1986.73	1959.38
全部债务(亿元)	3187.70	3599.86	3838.77	3843.63
营业收入(亿元)	3309.10	4055.48	4614.12	3459.97
利润总额(亿元)	315.15	367.56	379.22	366.73
EBITDA(亿元)	545.91	608.48	637.06	--
经营性净现金流(亿元)	443.57	473.30	299.48	414.03
营业利润率(%)	23.12	23.72	24.10	25.24
净资产收益率(%)	11.18	10.91	9.10	--
资产负债率(%)	70.45	70.65	70.07	68.65
全部债务资本化比率(%)	59.62	59.10	57.79	55.00
流动比率(%)	118.42	111.01	109.21	110.14
全部债务/EBITDA(倍)	5.84	5.92	6.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.22	6.03	5.83	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	9.10	10.14	10.62	--

注: 2015 年三季度财务数据未经审计。

分析师

贺苏凝 刘嘉敏

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 2016 年度第二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2015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、环境健康和安保部等9个部室组成。

截至2014年底，公司资产总额9369.85亿元，所有者权益2804.33亿元（含少数股东权益1381.59亿元）；2014年，公司实现营业收入4614.12亿元，利润总额379.22亿元。

截至2015年9月底，公司资产总额10028.22亿元，所有者权益3144.27亿元（含少数股东权

益1561.44亿元）；2015年1~9月，公司实现营业收入3459.97亿元，利润总额366.73亿元。

公司地址：深圳市南山区滨海大道3001号深圳湾体育中心体育场三楼；法定代表人：傅育宁。

二、本期中期票据概况

公司于2015年注册中期票据180亿元，公司已于2015年5月18日发行额度为50亿元、期限为7年的2015年度第一期中期票据“15华润MTN001”，2016年度第二期中期票据计划发行60亿元（下称“本期中期票据”），发行期限为5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借款，30亿元将用于补充营运资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，

居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。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

零售业在国民经济体系中占有相当重要的地位。根据《2014年国民经济和社会发展统计公报》，2014年社会消费品零售总额262394亿元，比上年增长12.0%，扣除价格因素，实际增长10.9%。按经营地统计，城镇消费品零售额226368亿元，增长11.8%；乡村消费品零售额36027亿元，增长12.9%。按消费类型统计，商品零售额234534亿元，增长12.2%；餐饮收入额27860亿元，增长9.7%。在限额以上企业商品零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类零售额比上年增长11.1%，服装、鞋帽、针纺织品类增长10.9%，化妆品类增长10.0%，金银珠宝类与上年持平，日用品类增长11.6%，家用电器和音像器材类增长9.1%，中西药品类增长15.0%，文化办公用品类增长11.6%，家具类增长13.9%，通讯器材类增长32.7%，石油及制品类增长6.6%，建筑及装潢材料类增长13.9%，汽车类增长7.7%。

2015年1~9月，社会消费品零售总额216080亿元，同比名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长10.5%），增速比上半年加快0.1个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额101089亿元，增长7.5%。按经营单位所在地分，

城镇消费品零售额 185843 亿元，同比增长 10.3%，乡村消费品零售额 30237 亿元，增长 11.7%。按消费形态分，餐饮收入 23071 亿元，同比增长 11.7%，商品零售 193009 亿元，增长 10.4%，其中限额以上单位商品零售 94926 亿元，增长 7.5%。2015 年 1~9 月，全国网上零售额 25914 亿元，同比增长 36.2%。其中，实物商品网上零售额 21510 亿元，增长 34.7%，占社会消费品零售总额的比重为 10.0%；非实物商品网上零售额 4404 亿元，增长 43.6%。

根据中华全国商业信息中心的统计，2014 年 1~12 月，全国 50 家重点大型零售企业商品零售额累计同比下降 0.7%，与上年全年的增速差距为 10.2 个百分点，全年 12 个月中有 7 个月的零售额同比呈现负增长，全年累计零售额同比下降的企业家数为 38 家，较上年增加了 23 家。2014 年 1~12 月，全国 50 家重点大型零售企业主要商品中，食品、服装、化妆品和日用品类商品的零售额同比分别增长 1.5%、0.9%、2.1%和 3.6%，相比 2013 年分别低了 10.3、3.2、7.1 和 3.9 个百分点，延续了增速放缓的趋势；金银珠宝类商品受上年增速较高以及其他因素的影响，零售额同比下降 9.5%，与上年增速相差 36.8 个百分点；家用电器类商品销售受房地产市场低迷表现的影响，零售额同比仅增长 0.4%，较上年增速大幅下滑 13.6 个百分点。

根据中华全国商业信息中心的统计数据，2015 年 1~9 月，全国重点大型零售企业零售额同比增长 2.1%，增速与上年同期基本持平，较今年上半年下降 0.8 个百分点。其中，粮油、食品零售额同比增长 7.5%，增速较上年同期上升 1.3 个百分点，较今年上半年放缓 0.5 个百分点；服装类商品零售额同比增长 3.2%，增速较去年同期高 0.5 个百分点，较今年上半年放缓 2.3 个百分点；家电零售额同比下降 3.2%，低于较上年同期 4.0 个百分点，较上半年继续下滑 1.2 个百分点；金银珠宝类商品零售额同比下降 2.2%，降幅比上年同期收窄 8.3 个百分点；化妆品零售额同比增长 2.0%，增速较上年同期

放缓 1.5 个百分点；日用品零售额同比下降 0.5%，增速较上年同期下降 9.3 个百分点。

从 2015 年 1~9 月份走势来看，全国 50 家重点大型零售企业零售额增速呈现出放缓态势，第三季度各月增速水平整体来看不及前六个月，其中，9 月份及 1~9 月份零售额增速均创下年初以来的最低月度增长水平，四季度商品销售仍将面临较大压力。

总体看，零售行业作为关乎民生的基础性行业，多年来发展形成了百货、超市、专业店等丰富的业态形式，从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。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，不得不适应城乡居民对消费体验和商品品类不断提高的要求。国家和各地市不断通过立法、颁布规章制度和行业法规促进和规范零售业的发展，同时零售行业也在其他相关政策的影响下波动前行。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。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。

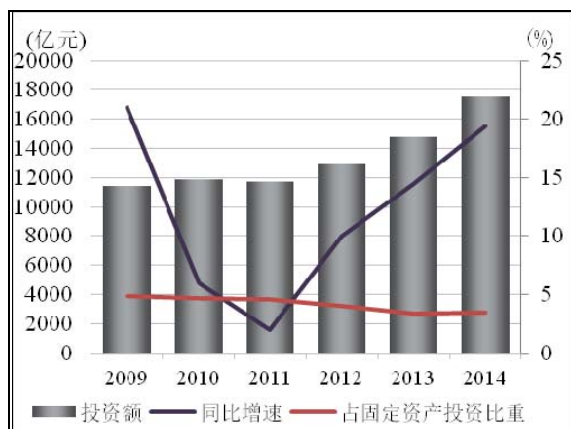
2. 电力行业

(1) 行业概况

2009~2014 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呈下降态势。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%）。其中，电力、热力生产和供应业完成投资 14823 亿元，同比增长 14.5%，增速增加 4.1 个百分点；在固定资产投资总额中占比为 3.40%，同比有所下降。2014 年，全国固定资产投资（不含农户）502005 亿元，同比名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。其中，电力、热力生产和供

应业完成投资 17583 亿元，同比增长 19.4%，增速增加 4.9 个百分点；在固定资产总投资额中占比为 3.49%，同比变化不大。

图 1 近年电力、热力生产和供应业投资情况



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单位，并定义为“固定资产投资（不含农户）”。

2014 年，全国主要电力企业合计完成投资 7764 亿元，同比增长 0.5%。其中，电源投资 3646 亿元，同比下降 5.8%；2014 年，全年基建新增发电装机容量 10350 万千瓦，同比增加 128 万千瓦，其中新增非化石能源发电装机容量 5702 万千瓦。

截至 2014 年底，全国全口径发电装机容量为 13.6 亿千瓦，同比增长 8.7%，其中非化石能源发电装机容量 4.5 亿千瓦，占总装机容量比重为 33.3%。2014 年，全国全口径发电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 3.6%，其中非化石能源发电量 1.42 万亿千瓦时，同比增长 19.6%；非化石能源发电量占总发电量比重自新中国成立以来首次超过 25%，达到 25.6%、同比提高 3.4 个百分点。全国发电设备利用小时 4286 小时（以 6000 千瓦及以上电厂口径，下同），为 1978 年以来的年度最低水平，同比降低 235 小时。

2014 年，全国全社会用电量 5.52 万亿千瓦时，同比增长 3.8%，增速同比回落 3.8 个百分点，为 1998 年（2.8%）以来的年度最低水

平。从结构看，第一产业用电量 994 亿千瓦时，占全社会用电量比重为 1.80%；第二产业用电量 4.07 万亿千瓦时，占比为 73.60%；第三产业用电量 6660 亿千瓦时，占比为 12.06%；城乡居民生活用电量 6928 亿千瓦时，占比为 12.54%。第三产业用电量比重同比提高 0.30 个百分点，第一产业、第二产业和城乡居民生活用电量比重同比分别降低 0.07 个百分点、0.04 个百分点和 0.19 个百分点。

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。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

表 1 五大发电集团部分经营指标对比

（单位：亿千瓦，%，亿千瓦时）

指标	华能集团	国电集团	大唐集团	华电集团	中电投集团
可控装机容量	1.43	1.23	1.15	1.13	0.90
装机占全国份额	11.39	9.84	9.22	9.06	7.22
发电量	6493	5333	4940	4728	3678
发电量占全国份额	12.38	10.17	9.84	8.16	7.01

资料来源：公司提供，Wind 资讯，联合资信整理

注：以上数据截至 2013 年底

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位，其凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

（2）行业关注

燃煤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%。2014年煤价与2013年同趋变化，呈前三季度下降、第四季度回升的态势，截至12月24日环渤海动力煤价格指数5500K价格报收525元/吨，较年初平均下降80元/吨。进入2015年以来，煤炭市场低迷，价格弱势运行，截至2015年3月18日，环渤海动力煤平均价格为482元/吨。总体上，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。2014年以来，随着煤炭市场化进程继续深入，大型煤企与电力集团的中长协合同逐步实现了季度与月度定价相结合的模式，市场现货交易价格参照环渤海动力煤价格指数作为结算价格。总体上，近年来随着煤价高位回落，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》，于2013年9月25日起执行，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，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0.01元/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。2015年4月国家发改委发布《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》(发改价格

[2015]748号)，根据国务院批准，根据电力体制改革的相关精神和煤电价格联动机制有关规定，决定下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格。文件主要内容为全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱(含税)。下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约1.8分钱。以上电价调整自2015年4月20日起执行。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。

自煤电联动机制建立后，相关细则陆续出台，联动机制的推行力度以及其对火电企业的影响尚待观察；近年来环保问题日渐突出，火电行业或将受到一定影响。

(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，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。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。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着节能调度、上大压小、竞价上网、大用户直购电等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

3. 房地产行业

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，增长 9.2%，增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点；办公楼投资 0.6 万亿元，增长 21.3%，增速较 2013 年回落 16.9 个百分点；商业营业用房投资 1.4 万亿元，增长 20.1%，增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。

房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于

求，库存升至历史高位，去库存压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7

倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10月9日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014年以来对公积金调整放宽的省市已近40个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调0.25个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地

区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

进入2015年后，在经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产调控方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是2015年房地产政策的主要基调，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。

从行业相关指标看，2015年1~9月份，全国房地产开发投资70535亿元，同比名义增长2.6%，增速比1~8月份回落0.9个百分点，房地产开发投资保持低速增长且增速再度放缓。2015年1~9月，商品房销售面积82908万平方米，同比增长7.5%，增速比1~8月份提高0.3个百分点。从重点房企的销售情况来看，2015年1~8月，20家代表房企销售总额9386亿元，同比增长15.0%，较2014年同期增速（12.8%）提高2.2个百分点。尽管2015年一季度业绩出现同比持续下滑，但二季度以来随着政策利好的有效刺激，市场回暖态势明显，多数企业趁机加快推盘节奏积极去库存，7、8月份淡季不淡，销售业绩依然创历史同期最高。截至2015年8月底，十大城市商品房面积存销比为9.38，是自2014年以来的最低水平，大城市去库存压力有所减轻，但不同城市之间分化明显。根据国家统计局数据，截至2015年9月底，全国商品房待售面积约为6.65亿平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平。

总体看，2014年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自2014年下半

年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步完善，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

4. 水泥行业

水泥行业与宏观经济整体发展的相关性比较高，受宏观经济影响显著。水泥产销率维持在98%以上，其中，2012~2014年分别为98.97%、98.97%和98.82%。

2014年全年水泥产量为24.76亿吨，同比增长1.8%，增速显著放缓，是自1991年以来的历史最低增速；2014年，全国累计销售水泥24.47亿吨，较2013年增长2.43%。

从中国水泥的消费需求结构来看，基础设施建设和房地产建设处于消费主导地位，分别约占水泥市场需求的30%和25%。2012年以来，中国固定资产投资增速有所下降，经济增速放缓，建筑业施工和新开工面积增速有所下降，中国水泥需求出现阶段性转弱。

2012年全国水泥累计完成固定资产投资较2011年同比降低7.0%，继2011年后仍保持下降趋势；全国新投产新型干法水泥生产线124条，全年新增水泥熟料产能1.6亿吨，其中，新疆、安徽、河北、湖南新增产能居前，而新增规模较2011年下降20.79%。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%。2014年全国水泥投资完成1080亿元，同比下降19%，是

继2011年的大幅下滑后，水泥投资连续4年下降。受政策和需求减弱以及当前资金状况紧张的共同影响，企业投资意愿趋弱。据中国水泥协会统计，2014年全国新增投产水泥熟料生产线共有54条，合计年度新增熟料产能7030万吨，比2013年新增减少2400万吨，其中，西南地区新增产能最多，为3234万吨，其余依次为华东、中南、华北、西北和东北地区。截至2014年底，全国新型干法水泥生产线累计1758条（含部分已停产但未拆项目），设计熟料产能达17.7亿吨，累计产能比上年增长4%；但由于2014年的整体需求形势差于预期，仅增长2%左右，使得产能增长又一次快于需求增长，造成供需形势更加严峻。

2015年1~9月，中国固定资产投资、房地产投资增速双双大幅回落，分别为10.3%和4.20%，与去年同期相比，增速分别回落0.6和0.9个百分点，尤其是房地产新开工项目减少和在建项目复工迟缓，投资失速致使水泥下游需求疲软态势进一步加剧。2015年1~9月，全国累计水泥产量17.23亿吨，同比下降5.33%；9月份单月水泥产量2.18亿吨，同比下降4.39%，降幅有所收窄。

2015年1~9月，水泥产量分地区来看，东北地区产量下滑幅度最大，下滑21%；华北与西北地区同比降幅较大，分别为16%和8%；华东和中南地区同比小幅下滑，公司水泥产能主要布局的西南地区表现较好，是全国唯一累计产量为正增长的区域。中国水泥协会初步统计，2015年1~8月，全国新增新型干法水泥熟料生产线17条，熟料设计总产能2129.10万吨，同比减少1953.60万吨，降幅为47.85%。从数字水泥网跟踪情况来看，因市场需求低迷、行情较差，有已具备点火产能推延至第四季度。

根据近5年全国熟料产能利用率的情况看，2015年为同期最低水平，5、6月份通常为全年利用率最高的月份，但2015年6月产能利用率不到65%。需求的下降导致水泥企业产能利用率走低，新建水泥生产线仍在陆续投产，

加剧产能严重过剩。

持续回落的水泥行业固定资产投资数据显示未来行业供给端压力在继续减轻。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改善。

进入 2014 年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势，月度走势表现为前高后低形态。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。

在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，2015 年以来，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015 年 9 月降至 81.65；同期，全国水泥均价降至 264.32 元/吨，同比下降 12.32%。从区域来看，华北、西北、东北依旧亏损，西南、华东、中南同比大幅下滑，其中，西南区域贵州省受新增产能释放影响，价格出现暴跌；由于去年同期水泥价格基数较高及需求受房地产行业影响萎缩较为严重，华东地区多数企业“以价换量”，价格大幅下滑；华北地区水泥价格已在底部的区域，但依旧持续下滑，主要是由于煤价成本下降打开价格下跌空间。

总体来看，预计中国水泥行业短期内仍整体将继续处于下行周期，企业经营风险加大；但由于行业区域性较强，区域供需形势呈现明显差异，进而对不同区域的水泥企业经营效益影响程度不同，行业内南北区域分化现象严重。水泥行业的长期发展取决于行业去产能化的力度和推进速度，整体来看，水泥行业信用风险有所分化且态势愈加显著。受益于区域内基础设施建设加速推进、较好地执行限产保价及平

滑盈利曲线的企业，能够在行业景气度低迷周期中保持相对稳健的经营态势；而区域竞争激烈，价格持续低迷，且受环保成本上升压力影响大的企业，盈利前景堪忧，一味的货币宽松，降低融资成本并不能从根本上解决其盈利能力下滑及资金偿付压力加大等问题。

5. 医药行业

自 1998 年以来，医药工业增速大约为 GDP 增速的 1~1.5 倍。1998~2008 年中国医药工业行业景气度高企，处于高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速有所下滑。2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2014 年，中国医药制造业实现主营业务收入 23325.61 亿元，同比增长 12.94%，利润总额 2322.20 亿元，同比增长 12.09%，增长速度虽较前两年有所回落，但仍保持较高水平。2015 年 1-10 月，中国医药制造业实现主营业务收入 20380.0 亿元，同比增长 9.2%，利润总额 2039.4 亿元，同比增长 13.7%，总体保持了稳定增长的发展趋势。

细分行业方面，从近三年增长速度看，生物生化品制造、卫生材料及医药用品制造、中成药制造以及中药饮片加工四个行业保持快速增长，收入规模年均增速保持在 20% 以上；从盈利能力看，化学药品制剂制造和中成药制造保持较高的销售利润率，化学药品原药制造和中药饮片加工盈利能力明显偏低。近年来医药行业效益有所分化，中成药制造总体保持快速增长，盈利能力较强。

总体看，中国医药行业规模增长迅速，随着医疗改革体系逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

表 1 医药制造业细分行业营业收入和利润总额（单位：亿元、%）

	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率	收入	利润总额	销售利润率
医药制造业合计	17083.26	1731.68	10.14	20592.93	2071.67	10.06	23325.61	2322.20	9.96
化学药品原药制造	3289.72	243.02	7.39	3819.88	284.74	7.45	4240.35	311.82	7.35
化学药品制剂制造	5023.69	556.03	11.07	5730.93	639.40	11.16	6303.71	733.92	11.64
中药饮片加工	990.29	71.04	7.17	1259.35	94.18	7.48	1495.63	105.25	7.04
中成药制造	4079.16	436.48	10.70	5064.98	538.43	10.63	5806.46	597.93	9.79

资料来源：国家统计局

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额保持持续增长，其中化学制剂药、中成药制造、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。

化学原料药方面，随着国际上大量专利药的专利权到期，以及发达国家出于环保要求限制其化学原料药的生产，中国已成为原料药转移生产的主要受惠国，占全球19.3%的市场份额，位居首位，其中仿制原料药的市场份额更是高达37.8%。中国原料药产量与出口量均保持了快速增长，目前约占中国医药制造业生产总值的20%。根据国家统计局数据，2014年中国原料药出口交货值605.13亿元，同比增长4.14%，保持稳定增长，从细分产品看，原料药出口分化明显，大宗原料药自2012年第四季度以来季度出口额持续负增长，呈现明显的出口颓势，而特色原料药出口保持快速增长，排名前十名的特色原料药中半数实现出口额强势增长，且以心脑血管用药为主。目前，中国出口的原料药中抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在国际医药市场上占有相当的份额和地位。

2011年下半年以来，随着国内新建产能逐步释放，原料药行业产能过剩问题日益凸显，维生素C、青霉素类等大宗原料药产品低价竞争现象明显，严重影响行业内企业的盈利情况。2014年原料药行业继续消化过剩的产能，盈利情况仍不容乐观。

2014年，中国化学药品原药制造业实现主营业务收入4240.35亿元，同比增长11.00%，实现利润总额311.82亿元，同比增长9.51%。

化学制剂药方面，随着国内医药经济的快速增长，目前中国有能力生产的化学药品制剂共有60个剂型、4500余个品种，产能居世界首位。近年来，化学药品制剂出口发展迅速，在国内医药市场复杂多变的形势下，对消化过剩产能、推动国内产业发展起到了积极作用。

2014年，中国化学药品制剂行业实现主营业务收入6303.71亿元，同比增长10.00%，实现利润总额733.92亿元，同比增长14.78%。

中药方面，中药行业进入21世纪后增长迅速，行业规模、工业化水平显著提高。2014年，中成药制造行业 and 中药饮片加工行业分别实现营业收入5806.46亿元和1495.63亿元，同比增长13.14%和15.72%；实现利润总额597.93亿元和105.25亿元，同比增长9.29%和8.36%。

随着中国居民人均收入不断提高，中药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

目前国内有中药企业2000多家，规模普遍较小，高技术含量与高附加值产品缺乏，低水平重复生产现象严重。

政策方面，近年来新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。从短期看，各级政府将逐渐加大对医改的资金支持，政府投入的加大将有效拉动未来医药医疗需求。从中期看，新医改

政策的集中实施将会对医药行业产生深远影响，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。原料药方面，国家无论从税收、产业结构调整、外商企业投资政策等各方面，均支持民族工业、鼓励创新。随着《制药业环保新标准》和《国家环境保护标准》的先后出台，预计未来原料药厂的环保成本将不断加大。

总体看，各项行业政策的出台和实施，使医药企业在研发、生产等各环节上的运作方式都面临重大调整，行业资源将进一步向优势企业集中，行业进入门槛将提高，产业结构的调整优化将加快，对行业的未来发展将产生深远影响。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015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。

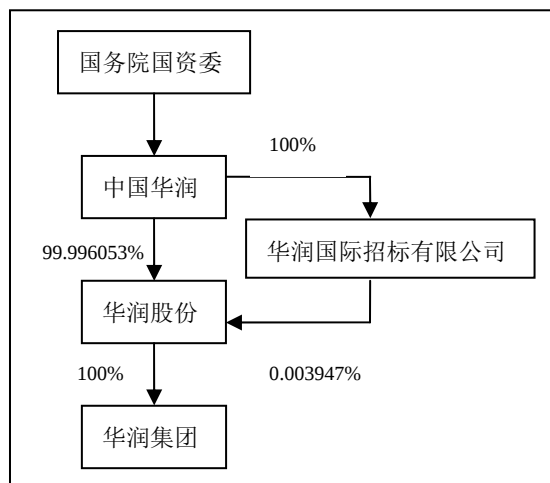
2. 企业规模与竞争力

公司是全球500强企业之一，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2014年底，华润集团在香港拥有华润电力控股有限公司（持股63.07%，简称“华润电力”，“0836.HK”）、华润啤酒（控股）有限公司（持股52%，简称“华润啤酒”，“0291.HK”）、华润置地有限公司（持股67.95%，简称“华润置地”，“1109.HK”）、华润燃气控股有限公司（持股63.95%，简称“华润燃气控股”，“1193.HK”）、华润水泥控股有限公司（持股73.45%，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、华润置地和华润啤酒为香港恒生指数成份股。

华润啤酒是香港恒生指数成份股之一，旗下附属公司为华润雪花啤酒有限公司。作为中国最大的啤酒生产及营销企业，主要从事啤酒酿造、产品销售及品牌推广，开发有一系列的主流、中档和高档啤酒。

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。截至2014年底，华润电力总资产达2256.48亿港元，总负债1398.56亿港元，净资产达857.92亿港元；2014年度，公司实现销售收入706.80亿港元，税前利润111.84亿港元。

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，主营业务为发展集销售已发展物业、物业投资及管理、酒店经营及提供建筑、装修及其他物业发展相关业务，目前进入50多个城市，正在发展的项目超过110个。

华润燃气于1994年11月在香港联合交易所上市，目前主要经营中国城市燃气分销业务，包括管道天然气或石油气、压缩天然气加气站及瓶装液化石油气分销，其管道天然气业务设于中国境内天然气储量丰富的策略性地区及经济较发达和人口密集的地区，截至2014年末公司在中国22个省份经营205个城市燃气项目，燃气总年销量达133.2亿立方米。

华润水泥于2009年10月在香港联合交易所主板上市。华润水泥的业务涵盖石灰石开采，以及水泥、熟料及混凝土的生产、销售及分销。截至2015年6月30日，公司业务覆盖广东、广西、福建、海南、山西、云南、贵州、内蒙古及港澳等地区，公司透过控股及参股企业，在全国的熟料、水泥及商品混凝土年产能分别达到6220万吨、8940万吨及3790万立方米，水泥、商品混凝土产能位居全国前列。

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。

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。

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2015年9月底，公司拥有员工约50万人。从教育程度看，本科生以上员工占比约20%；从专业构成看，管理人员约占5%，工程技术人员约占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8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。

2012~2014 年，公司实现的营业收入以年均 18.08% 的速度增长，2014 年为 4614 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 91.17%，为公司的核心收入来源；上述四大类业务近三年均保持了良好的增长态势，增速分别为 13.69%、8.08%、38.39% 和 11.91%。2015 年前三季度公司实现营业收入 3460 亿元，同比增长约 7%。

2012~2014 年，公司整体毛利率分别是 25.69%、24.71% 和 27.00%，2013 年以来维持了稳中有增的趋势。各主要板块看，受宏观经济增速放缓、国内经济转型和产业结构调整影响，火电消费增速放缓，煤炭价格持续下探，公司能源和纺织板块毛利率波动下滑，2014 年分别为 20.90% 和 10.26%；消费品及医药、房地产及金融逐年下滑，2014 年分别为 20.90% 和 34.01%。2015 年前三季度，公司综合毛利率延续上升态势，增长 1.15 个百分点至 28.15%。

表 2 2012~2015 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	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	1836	55.49	22.88	2080	51.29	21.78	2373	51.43	20.90	2044	59.06	21.67
能源	672	20.31	26.49	734	18.10	31.88	785	17.01	21.15	627	18.12	35.31
房地产及金融	413	12.48	44.79	629	15.51	38.00	791	17.14	34.01	568	16.40	31.07
水泥	206	6.23	24.27	234	5.77	28.63	258	5.59	31.40	162	4.69	24.40
微电子	33	1.00	6.06	39	0.96	12.82	43	0.93	16.28	32	0.93	14.66
纺织	52	1.57	11.54	38	0.94	13.16	39	0.85	10.26	25	0.72	9.80
化工	90	2.72	3.33	143	3.53	1.40	137	2.97	3.65	84	2.42	6.61
其他	7	0.21	85.71	158	3.90	-2.53	189	4.10	-	-81	-	-
合计	3309	100.00	25.69	4055	100.00	24.71	4614	100.00	27.00	3460	100.00	28.15

资料来源：公司提供

注：1. 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。故上表收入分类部分板块合并。

2. 其他板块包含内部抵消项，故该项可能是负数。

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”），专注于零售、啤酒、食品及饮品四大业务；下属

一家港股上市公司华润啤酒(00291)，是于 2015 年 9 月由原港股上市公司华润创业更名而来（现华润创业为新设立的公司，为华润啤酒母公司），主要从事啤酒酿造、产品销售和品牌推广。

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，华润万家的销售额在《2014 年中国连锁百强》中名列第三。

截至 2014 年底，公司零售业务在全国门店总数达到 4866 家，其中自营门店总数达到 4127 家，约占 84.81%，其余则为特许经营。近年来，公司通过收购地方性零售商与自开新店的策略，使零售业务在城乡市场的占有率得到有效提升。目前，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。

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）进行多种零售业务。2014 年 5 月 28 日，该项交易完成。Tesco 的并入有助于公司进一步巩固零售业务的全国化布局，确保全球采购从而实现庞大的协同效益；但是联合资信也关注到，Tesco 在收购之前，在中国业务处于亏损状态，Tesco 的并入使得公司下属子公司华润创业零售板块 2014 年股东应占收益呈现亏损状态（为-873 万港币），联合资信将持续关注公司零售板块盈利能力情况、与 Tesco 后续整合情况以及协同效应的实现。

啤酒业务

华润啤酒的经营主体为华润雪花啤酒有限公司（以下简称“雪花啤酒”），雪花啤酒成立于 1994 年，由华润啤酒（控股）有限公司与全球第二大酿酒集团 SABMiller 合资组建。华润啤酒持股 51%，为其第一大股东，SABMiller 持股 49%。截至 2014 年末，雪花啤酒总资产 575 亿港元，总负债 302 亿港元，净资产 273 亿港元；2014 年实现营业收入 352 亿港元，税前利润 23 亿港元。

根据华润啤酒最新公告的《内幕消息公告-最新业务情况》，华润啤酒于 2015 年 7~12 月完成营业额 152.11 亿港元，完成销量 543.40 万升（以上数据未经审计。）

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、浙江西湖啤酒朝日（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 年末，雪花啤酒旗下拥有啤酒厂 98 家，拥有雪花、零点、蓝剑、黑狮、行吟阁、中华、圣泉、黄山、扎西德勒和金威等 30 多个全国及区域啤酒品牌。2014 年雪花啤酒品牌销量达到 1184 万千升，连续九年全国第一，巩固了其作为全球领先啤酒品牌的地位。根据最新发布的《2014 年中国 500 最具价值品牌排行榜》，“雪花 snow”啤酒以人民币 875.82 亿元的品牌价值名列 28 位。

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，2012~2014 年公司啤酒销量持续增长，分别为 1063.90 万千升、1172.20 万千升和 1184 万千升；2014 年销量增速有所放缓，一方面由于宏观经济增速放缓导致了消费环境的变化，另一方面受长江中下游地区出现凉夏等天气因素。

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。

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。

（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，目前是香港恒生指数成份股之一。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 2014 年末，华润电力总资产达 2256.48 亿港元，总负债 1398.56 亿港元，净资产达 857.92 亿港元；2014 年度，实现销售收入 706.80 亿港元，税前利润 111.84 亿港元。

截至 2015 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。

2014 年华润电力发电运营权益装机容量达到 31331 兆瓦，较 2013 年增加 4410 兆瓦，增幅为 16.4%。其中，火电运营权益装机容量 27420 兆瓦，占总运营权益装机容量的 87.5%；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 12.5%，较 2013 年增加了 0.5 个百分点。2014 年，华润电力累计售电量达到 132036399 兆瓦时，较 2013 年同期增长 5.3%。

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。同时，华润电力也通过自产煤炭控制燃料成本。受宏观经济增速放缓、国内经济转型

和产业结构调整，国内煤炭市场供求形势较为宽松，煤炭价格持续下行，2014 年公司累计煤炭产量 1165 万吨，较上年同期下降了 17.9%；华润电力煤矿主要分布于山西、江苏、河南及湖南省。

（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，目前是香港恒生指数成份股之一。截至 2014 年末，华润置地总资产 3303.15 亿港元，总负债 2231.94 亿港元，净资产 1632.35 亿港元，华润置地 2014 年全年实现营业收入 883.81 亿港元，税前利润 267.86 亿港元。

华润置地主营业务为物业发展和物业出租，业务范围涵盖北京、上海、深圳、成都、合肥等 40 余个城市，公司确定了“差异化”的竞争战略和“住宅开发+投资物业+客户增值服务”的商业模式，住宅开发主要以在各大城市各系列中高端住宅开发为主，住宅项目基本均成为当地区域市场的标杆；投资物业以自主开发写字楼和万象城系列的都市综合体（购物中心+写字楼+住宅）为主，自主开发后并不用于出售而是自主持有，通过整体经营出租，获取租金收入；华润置地陆续从华润集团收购建筑和装修业务、家私制造销售业务和北京美洲俱乐部有限公司

住宅开发方面，已形成八大产品线：万象高端系列、城市高端系列、郊区高端系列、城市品质系列、城郊品质系列、城市改善系列、郊区改善系列、旅游度假系列。投资物业发展了万象城城市综合体、区域商业中心五彩城两种模式，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、南宁、成都相继开业。自 2013 年首座五彩城在北京开业以来，五彩城项目已布局中国内地 17 个城市。

2014 年，华润置地实现销售收入 883.81 亿港元，同比增长 23.8%，其中，实现住宅开

发业务收入 804.82 亿港元，同比增长 24.2%。2014 年度，华润置地实现签约销售额达到人民币 692.10 亿元，较 2013 年上升 4.4%；销售面积 660.09 万平方米，同比增长 14.2%。

2012~2014 年，华润置地实现营业收入分别为 443.64 亿港元、713.89 亿港元和 883.81 亿港元，主要源于销售已发展物业产生的收入（2014 年占比 91.06%），其次为物业投资及管理产生的收入（2014 年占比 5.24%），另有少量酒店经营以及建筑装饰服务产生的收入。

2014 年，华润置地签订销售合同额为 692.10 亿元，销售面积 660.09 万平方米，主要源于成都大区、沈阳大区、江苏大区和武汉大区的销售。2014 年，华润置地实现开发业务营业额 804.82 亿港元，结算面积 579.20 万平方米，较 2013 年分别增长 24.2%和 15.9%。

截至 2014 年底，华润置地投资物业资产账面总值为 752.71 亿港元，包括酒店经营在内的出租营业额达到 54.36 亿港元；2015 年 1~6 月，华润置地投资物业实现租金收入约 31.10 亿港元。截至 2014 年底，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）。

截至 2015 年 6 月底，华润置地总土地储备量为 1317.83 万平方米（按建筑面积），主要分布于深圳、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。截至 2014 年末，华润水泥总资产为 575.37 亿港元，总负债 288.22 亿港元，净资产 287.15 亿港元；2014 年度，实现营业收入 326.69 亿港元，税前利润

57.54 亿港元。

截至 2014 年底，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 7830 万吨及 5480 万吨，旗下的 55 座混凝土搅拌站年产能可为 3270 万立方米。

2014 年，华润水泥实现水泥销量 7202.5 万吨，比上年度增长 7.27%，熟料销量 591.4 万吨，比上年度减少 23.93%，混凝土销量 1592 万立方米，比上年度增长 4.70%。2015 年 1~9 月，实现水泥销量 5400 万吨，熟料销量 377 万吨，混凝土销量 892 万立方米。

2014 年，华润水泥营业收入和净利润分别为 326.69 亿港元和 41.23 亿港元，分别同比增长 11.34% 和 25.76%。

（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，截至 2015 年 6 月底，华润燃气的业务覆盖 213 个城市燃气项目，业务网点遍及 22 个中国省份，包括 13 个省会城市、3 个直辖市及 71 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，最大五名客户合计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。2014 年度公司大部分应收贸易账款的期限在 90 天以内。

截至 2014 年底，华润燃气运营 205 个燃气项目，较去年增加 29 个，住宅接驳数达到 2074

万户，同比增长 12.65%。2014 年，华润燃气天然气销售量为 133.23 亿立方米，较上年增长 10.19%。截至 2014 年末，华润燃气控股总资产 575.17 亿港元，总负债 364.86 亿港元，净资产 210.31 亿港元；全年实现营业收入 287.17 亿港元，税前利润 47.60 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（600062）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 2014 年末，华润医药总资产 1208.52 亿港元，总负债 836.89 亿港元，净资产 371.63 亿港元，公司 2014 年全年实现营业收入 1,343.01 亿港元，税前利润 69.23 亿港元。

截至 2015 年 9 月末，华润医药总资产为 1245.03 亿港元，总负债 852.07 亿港元，净资产 392.96 亿港元，2015 年 1~9 月实现营业收入 1076.31 亿港元，税前利润 62.03 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 2014 年末，华润信托总资产 150 亿元，总负债 14 亿元，净资产 136 亿元；2014 年度，华润信托实现总收入 40 亿元，其中信托业务收入 17 亿，净利润 23 亿元。截至 2015 年 9 月末，华润信托总资产 183.35 亿元人民币，总债务 6.87 亿元，净资产 176.49 亿元，2015 年 1-9 月公司实现总收入 42.53 亿元，其中信托业务收入 10.38 亿，实现净利润 36.99 亿元。

截至 2014 年末，公司管理信托资产达 4441 亿元，其中：房地产类信托占比 16.8%，证券类信托占比 26.9%，银行类信托占比 47.7%，其他类信托占比 8.6%；项目实现平均报酬率 0.4%。

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%。

截至 2014 年末，华润银行在珠海市设立总行营业部和 49 家支行，在深圳市设立了 1 家分行和 6 家支行，在中山市设立了 1 家分行，在佛山市设立了 1 家分行，在东莞市设立了 1 家分行，在百色市控股 1 家村镇银行，在肇庆市控股 1 家村镇银行。

截至 2015 年 9 月末，珠海华润银行的总资产为 998.52 亿元，总负债 911.53 亿元，所有者权益 86.99 亿元；珠海华润银行的贷款余额为 514.78 亿元，存款余额为 716.87 亿元，不良贷款率 2.85%；2015 年 1~9 月，累计实现净利润 0.44 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。2013~2014 年，华润微电子营业收入分别为 49.13 亿港元、54.12 亿元，近两年华润微电子销售规模持续增长，增长率达 10%。

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。公司纺织业务受整体行业不景气的影响，一直处于保本微利的经营状况。

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、酮等十多个品种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。2013~2014 年，华润化工营业收入分别为 182.60 亿港元和 172.64 亿港元，2014 年有所下滑；公司化工业务毛利率偏低，整体盈利能力较弱。

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 9.72 次、1.86 次、0.51 次，2014 年为 9.65 次、1.88 次、0.52 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、以开发和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，公司拟打造成为“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。化学药板块方面，在维持现有领先地位的同时，还将在 2~3 个新领域达到前 5 名的地位；中药板块方面将成为中国第二大厂商，

占据超过 5% 的市场份额；医疗器械板块方面将达到国内排名第三的市场地位；营养保健品板块方面将巩固东阿阿胶作为营养和保健品领先品牌的地位；医药流通业板块方面将进一步巩固排名前三的市场地位；研发业务将以市场为导向，以产品为核心，整合内、外部研发资源，打造华润医药核心竞争能力。

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体计划规模的 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. 财务概况

公司提供的2012~2014年财务报表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，公司2015年三季度财务报表未经审计。

公司2012年底纳入合并范围的二级子公司为8家，减少1家华润租赁有限公司1（下称“华润租赁”），主要是公司将华润租赁60%股权转让

让至二级子公司华润集团下属子公司名下；2013年底为9家，新增1家二级子公司太原华润煤业有限公司；2014年底为10家，新增1家二级子公司深圳市润越投资发展有限公司。2015年9月底合并范围较2014年底无变化。2012年以来，公司合并范围内的二级子公司数目变动不大。

截至2014年底，公司资产总额9369.85亿元，所有者权益2804.33亿元（含少数股东权益1381.59亿元）；2014年，公司实现营业收入4614.12亿元，利润总额379.22亿元。

截至2015年9月底，公司资产总额10028.22亿元，所有者权益3144.27亿元（含少数股东权益1561.44亿元）；2015年1~9月，公司实现营业收入3459.97亿元，利润总额366.73亿元。

2. 资产质量

2012~2014年，公司经营规模不断扩大，资产总额以年均复合增长率为13.25%的速度稳定增长；截至2014年底，公司资产总额为9369.85亿元，其中流动资产占比为51.65%，非流动资产占比为48.25%，较2013年底变化不大，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产稳定增长，年均复合增长率为10.87%，增幅低于于资产总额2.38个百分点。流动资产的增加主要源于货币资金、其他应收款和存货等科目的增长。截至2014年底，公司流动资产为4839.50亿元，主要以货币资金（占22.95%）、应收账款（占8.76%）、其他应收款（占6.24%）和存货（占39.80%）为主。

2012~2014年，公司货币资金稳定增长，年均复合增长率为18.75%。截至2014年底，公司货币资金为1110.54亿元，其构成主要为银行存款（占75.29%），其中其他货币资金为156.35亿元（占14.08%），主要为使用受限的各项保证金及法定准备金；截至2014年底，公司持有现金类资产（货币资金+交易性金融资产+应收票据）1195.24亿元，年均复合增长18.54%。公司持有

¹ 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。

现金充裕，可支配货币占比较高。

2012~2014年，随着收入规模不断扩大，公司应收账款逐年增长，年均复合增长15.41%。截至2014年底，公司应收账款账面余额为429.85亿元，计提坏账准备5.93亿元，账面价值423.91亿元，账龄在一年以内的应收账款占比为96%，账龄短；应收账款主要来源于医药、电力、燃气板块，占比分别为60.28%、18.45%和4.32%，公司近年来应收账款逐步增多，主要系下属医药、电力等板块规模扩张，销售收入逐年增长，应收账款也同步增加所致。

2012~2014年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长率为18.12%，其他应收款主要为公司在商品交易业务以外发生的各种应收、暂付、应收关联款项。截至2014年底，公司其他应收款为301.75亿元，同比增长48.83%，主要系随着公司业务规模的扩大，相关垫付金、备用金、保证金等款项同步增长所致。

2012~2014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持续保持较大规模，年均复合增长率为12.12%。截至2014年底，存货原值为1937.07亿元，其中房地产业务相关存货²占78.10%，公司存货净额1926.04亿元，共计提存货跌价准备11.03亿元（计提比例为0.57%），其中房地产业务相关存货计提跌价准备4.22亿元（计提比例为0.28%）。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

2012~2014年，公司非流动资产以年均15.97%的速度平稳增长，增速高于资产总额增速2.72个百分点，非流动资产的增加主要源于长期股权投资、投资性房地产、固定资产和商誉的增长；截至2014年底，公司非流动资产4530.35亿元，主要由长期股权投资（占11.58%）、投资性房地产（占11.02%）、固定资产（占40.38%）和无形资产（占9.27%）等构成。

2012~2014年，公司长期股权投资波动增

长，三年分别为463.82亿元、447.78亿元和524.49亿元。截至2014年底，公司长期股权投资原值527.87亿元，以对联营企业（占70.59%）、合营企业（占29.41%）的投资为主。2013年底，公司长期股权投资余额较2012年底减少16.04亿元，主要系山西华润大宁有限公司、太原华润煤业有限公司纳入合并后，抵消长期股权投资净额所致。公司参股企业主要系地产、金融、电力、燃气等相关产业，公司长期股权投资收益较高，质量较好。

2012~2014年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长率为32.03%，主要系由于公司加大持有型物业的投入以及投资性物业项目竣工转入所致，截至2014年底，公司投资性房地产为499.14亿元。

2012~2014年，公司固定资产逐步增长，年均复合增长率为12.06%，截至2014年底，公司固定资产原值为2670.25亿元，累计折旧和计提减值准备分别为733.98亿元和107.04亿元，固定资产净值为1829.23亿元，较2013年底增长20.86%，主要系由于公司积极拓展业务，增加固定资产投资、升级改造生产设备并加大了新项目的建设力度所致。2012~2014年，公司在建工程波动增长，三年分别为271.26亿元、423.63亿元和375.84亿元。公司2014年底在建工程原值409.36亿元，计提减值准备33.52亿元。

2012~2014年，公司无形资产波动增长，三年分别为283.15亿元、442.91亿元和420.17亿元，其中2013年底较2012年底增加159.76亿元，主要系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。截至2014年底，公司无形资产原值524.91亿元，主要为土地使用权（占40.06%）、采矿权及探矿权（占49.16%），累计摊销52.57亿元，计提减值准备52.17亿元。

2012~2014年，公司商誉逐年增长，年均复合增长率为13.64%，主要由于近年收购多家子公司导致；截至2014年底，公司商誉账面净值为354.37亿元，累计减值损失为42.57亿元，商

² 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。

誉账面净值为311.80亿元，主要系公司医药（占35.27%）、啤酒饮料（占23.84%）、零售（占27.31%）和电力能源（占4.38%）等几大板块形成的商誉。

截至2015年9月底，公司资产总额10028.22亿元，较2014年底增长7.03%；其中流动资产占52.32%，比重较2014年底略有上升，资产结构仍以流动资产为主。流动资产中，随着业务规模的扩大，应收账款、预付账款和存货等科目进一步增长；非流动资产的增加主要来源于投资性房地产和固定资产增长的拉动作用。

总体来看，近年来公司业务规模不断扩大，资产总额实现较快增长。公司资产结构合理，现金类资产充裕，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

2012~2014年，受益于公司未分配利润的积累以及由于并购下属子公司扩大合并范围导致的少数股东权益增长，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长率为13.97%。截至2014年底，公司所有者权益2804.33亿元，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5.87%、9.27%、35.19%和49.27%。截至2015年9月底，公司所有者权益为3144.27亿元，较上年底增长12.12%，主要系未分配利润以及少数股东权益的增长所致。

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

2012~2014年，公司负债总额以年均12.95%的速度稳定增长。截至2014年底，公司负债总额6565.52亿元，其中流动负债占比67.49%，非流动负债占比32.51%，负债结构2013年底变化不大，始终以流动负债为主。

2012~2014年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长率为15.45%，增速高于负债总额增

速2.50个百分点，主要源于预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债的增长。截至2014年底，公司流动负债合计4431.38亿元，主要由应付账款（占17.24%）、预收款项（占20.40%）、其他应付款（占14.31%）、吸收存款和同业存放（17.70）和一年内到期的非流动负债（占9.63%）等构成。

2012~2014年，公司短期借款波动下降，分别为393.20亿元、408.63亿元和299.89亿元，公司短期借款主要以信用借款为主，2014年底占比77.05%；公司涉足金融业务板块，吸收存款及同业存放以年均27.17%的速度稳定增长，其中2013年底较2012年底大幅增长62.57%，主要系子公司华润银行业务发展持续快速增长，其存款规模也逐年增长，截至2014年底，公司吸收存款和同业存放为784.33亿元，其中吸收存款和同业存放分别占比72.82%和27.18%。

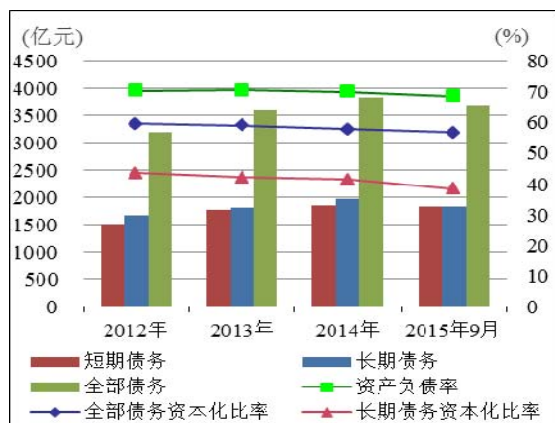
2012~2014年，公司应付账款和预收款项持续保持较大规模并以21.14%和23.14%的复合增长率稳定增长，其中预收款项的增长主要系由于随着公司在房地产、零售、水泥等业务板块迅速发展，预售物业定金、销售商品预收款等均大幅增加所致。截至2014年底，应付账款和预收款项分别为764.07亿元和903.78亿元；同期，其他应付款波动增长，截至2014年底，公司其他应付款为634.11亿元，较2013年同比增长30.60%，主要系房地产、电力、零售、医药、燃气等板块的其他应付款增多导致。

2012~2014年，公司非流动负债以年均8.23%的速度增长，增速低于总负债增速4.72个百分点。截至2014年底，公司非流动负债2134.14亿元，构成以长期借款（占61.80%）和应付债券（占31.29%）为主。

2012~2014年，公司有息债务规模持续增长，年均复合增长9.74%，低于资产总额和营业收入的增速。截至2014年底，公司全部债务为3838.77亿元，其中短期债务占48.25%，长期债务占51.75%，公司债务规模大，但债务结构相对合理；截至2014年底，公司全部债务资本化

比率和资产负债率为57.79%和70.07%，较2013年底略有下降，公司债务负担偏重。

图7 2012年以来公司债务情况



资料来源：公司财务报表

截至2015年9月底，公司负债总额为6883.95亿元，较2014年底增长4.85%，其中流动负债和非流动负债分别占69.20%和30.80%，流动负债比重较2014年底上升1.7个百分点；公司全部债务3843.63亿元，其中短期债务和长期债务分别占49.02%和50.98%，较2014年底变化不大；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为68.65%和55.00%，较2014年底有所下降。

总体看，公司有息债务逐年增长，债务规模较大，但是债务结构较为合理，考虑到近年来业务规模不断扩大，债务负担可控。

4. 盈利能力

2012~2014年，随着公司在医药、消费品、电力、房地产等业务板块上新项目的投资新建、收购与兼并以及经营规模的扩张，公司营业收入以年均18.08%的速度持续增长，2014年实现4614.12亿元；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，2014年增至24.10%。同期，公司期间费用以年均17.05%的速度增长，2014年为708.65亿元（销售费用、管理费用和财务费用分别占58.45%、32.44%和9.11%），公司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。

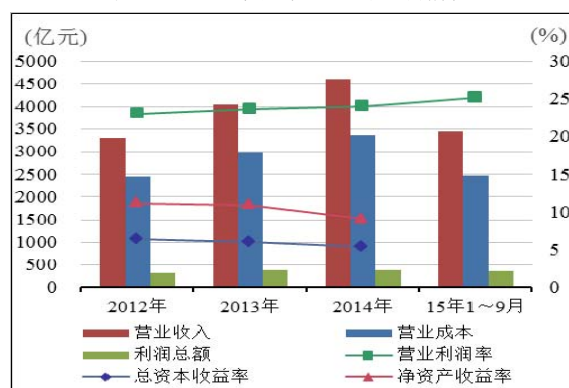
2012~2014年，公司投资收益逐年增长，三年分别为64.50亿元、69.25亿元和85.54亿元。

联营企业投资收益为公司投资收益的主要来源，近年来保持稳定增长，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22.17亿元、81.81亿元和134.53亿元，2013年计提增长主要源于对机器设备计提的45.21亿元减值准备，2014年计提减值准备大幅增加，主要包括对电力分部下煤业资产组的采矿权及探矿权计提51.02亿元的减值准备以及华润信托·焱金1号产品全额计提减值准备20亿元。同期，公司分别实现营业外收入28.54亿元、23.64亿元和25.67亿元，主要包括项目补贴、税收返还、电价补贴等形成的政府补助。公司投资收益和营业外收入对整体利润形成良好的补充（2014年合计占利润总额的29.33%）。

2012~2014年，公司利润总额以年均9.70%的速度稳定增长，利润总额的增速低于营业收入增速8.39个百分点，主要系受到2014年公司计提大额减值准备所致。同期，公司总资本收益率和净资产收益率持续下滑，2014年分别为5.35%和9.10%。

2015年1~9月，公司分别实现营业收入和利润总额3459.97亿元和366.73亿元，分别为2014年全年水平的74.99%和96.71%；营业利润率为25.24%，相比2014年小幅提升1.15个百分点。

图8 2012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，2012~2014年，销售商品、提供劳务收到的现金以年均12.57%的速度增长，带动经营活动现金流入量以年均10.73%的速度增长，主要得益于公司旗下电力、零售、燃气、医药等板块均可为公司带来较为稳定的现金流，2014年上述两者分别为4614.69亿元和4913.77亿元。同期，公司经营活动现金流量净额有所波动，三年分别为443.57亿元、473.30亿元和299.48亿元。2012~2014年，公司现金收入比存在波动，分别为110.04%、102.37%和100.01%，收现质量有所下降。总体看，公司经营活动现金流入规模大，经营获现水平较好。

投资活动方面，2012~2014年，公司投资活动现金流入逐年减少，三年分别为634.99亿元、419.42亿元和256.10亿元，主要为收回投资收到的现金；现金流出主要为项目建设和投资支出，三年分别为904.21亿元、795.49亿元和669.14亿元，公司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，三年分别为-269.22亿元、-376.07亿元和-413.04亿元，投资活动缺口较大。同期，公司筹资前现金净流量分别为174.36亿元、97.24亿元和-113.56亿元，经营活动获取现金逐步无法满足投资支出的缺口，融资压力逐步上升。

筹资活动方面，随着融资压力的上升，2012~2014年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长22.95%，2014年为1584.44亿元，主要为取得借款的现金流入；筹资活动现金流量净额三年分别为22.40亿元、2.72亿元和101.61，随着融资压力的上升，呈现大幅的增长。

2015年1~9月，公司现金收入比为112.06%，较2014年上升12.05个百分点，收现质量有所提升，经营活动现金流量净额为414.03亿元，为2014年全年水平的1.38倍；投资活动和筹资活动现金流量净额分别为-195.56亿元和26.93亿

元。

整体看，公司经营活动现金流入规模大，获取现金能力有所下降，随着公司近年来新开工项目增多，投资活动资金支出缺口增大，使得公司融资压力上升。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014年，公司流动比率和速动比率呈下降趋势，三年加权平均值为111.59%和68.35%，2014年底为109.21%和65.75%，2015年9月底较2014年底有所上升，分别为110.14%和67.47%。同期，经营现金流动负债比持续下降，加权均值为9.55%，2014年为6.76%，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，2012~2014年，公司EBITDA以年均8.03%的速度持续性增长，2014年为637.06亿元；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5.96倍和5.77倍，2014年为6.03倍和5.83倍。公司长期偿债能力很强。

截至2014年底，公司对外担保余额为313.05亿元，担保比率为11.16%；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³以及为其他公司提供的担保。

截至2015年9月底，公司本部获得主要合作银行授信总额为295.00亿元（包含贷款授信和债券投资授信），未使用额度为147.40亿元；同时，公司下辖多家上市公司，直接、间接融资渠道通畅。

³ 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。

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2016年1月28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1笔已结清的关注类贷款，现已正常收回，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60亿元，分别占2015年9月底全部债务和长期债务的1.56%和3.06%，本期中期票据的发行对现有债务规模影响小。

截至2015年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为68.65%和55.00%，以公司2015年三季度报表财务数据为基础，同时考虑到公司预计发行60亿元的期限为3年2016年第一期中期票据，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69.02%和55.76%，债务指标变动极小。同时，考虑到本期中期票据募集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

2012~2014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66.80倍、77.78倍和81.90倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据额度的7.39倍、7.89倍和4.99倍；EBITDA分别为本期中期票据额度的9.10倍、10.14倍和10.62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。

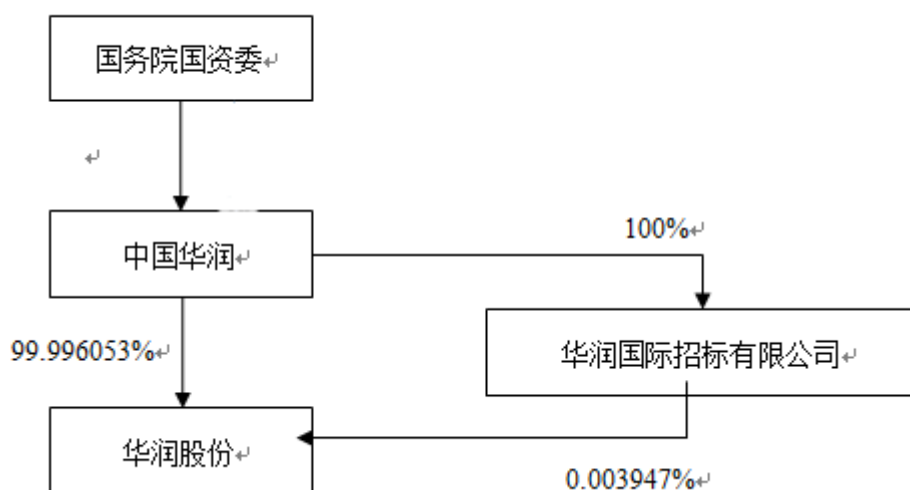
十、结论

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。

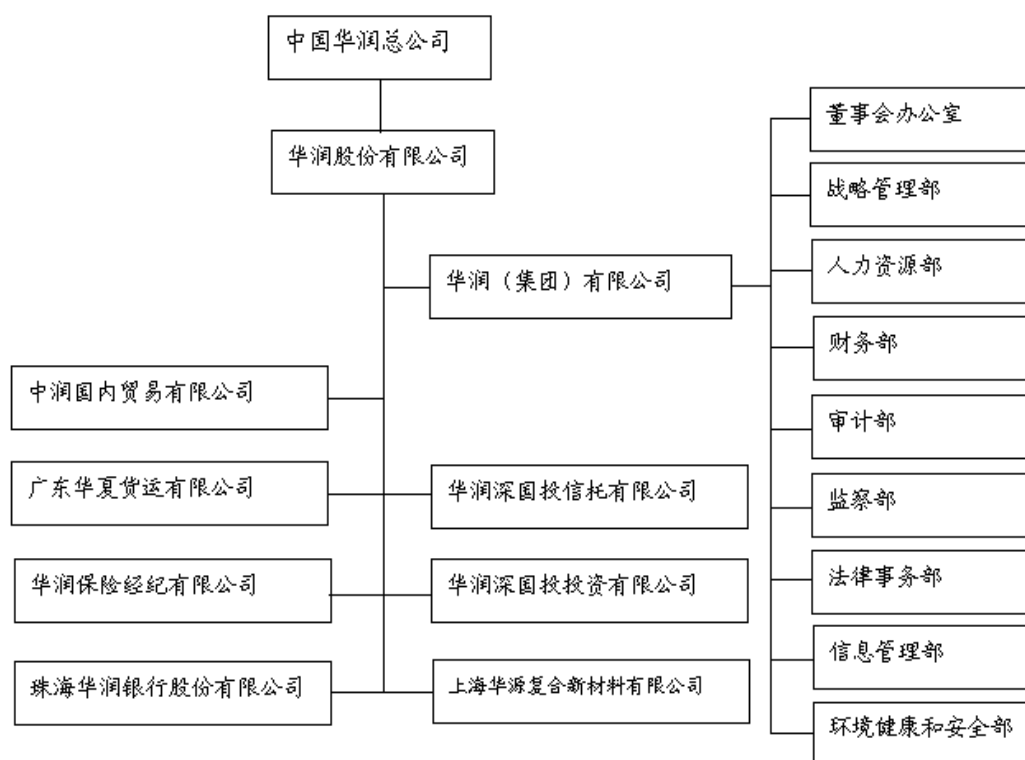
随着业务规模的扩大，公司资产和收入规模持续性增长，多元化经营布局体现了较强的抗风险能力，利润水平不断增强。公司整体资产质量较好，债务结构合理，债务负担可控，具有很强的整体偿债能力。综合看，公司主体信用风险极低。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	756.58	963.19	1038.89	1451.80
资产总额(亿元)	7305.46	8490.32	9369.85	10028.22
所有者权益(亿元)	2159.08	2491.59	2804.33	3144.27
短期债务(亿元)	1519.89	1779.86	1852.04	1884.24
长期债务(亿元)	1667.81	1820.00	1986.73	1959.38
全部债务(亿元)	3187.70	3599.86	3838.77	3843.63
营业收入(亿元)	3309.10	4055.48	4614.12	3459.97
利润总额(亿元)	315.15	367.56	379.22	366.73
EBITDA(亿元)	545.91	608.48	637.06	--
经营性净现金流(亿元)	443.57	473.30	299.48	414.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.06	9.61	9.65	--
存货周转次数(次)	1.82	1.87	1.88	--
总资产周转次数(次)	0.50	0.51	0.52	--
现金收入比(%)	110.04	102.37	100.01	112.06
营业利润率(%)	23.12	23.72	24.10	25.24
总资本收益率(%)	6.37	5.98	5.35	--
净资产收益率(%)	11.18	10.91	9.10	--
长期债务资本化比率(%)	43.58	42.21	41.47	38.39
全部债务资本化比率(%)	59.62	59.10	57.79	55.00
资产负债率(%)	70.45	70.65	70.07	68.65
流动比率(%)	118.42	111.01	109.21	110.14
速动比率(%)	72.33	70.03	65.75	67.47
经营现金流动负债比(%)	13.34	11.68	6.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.22	6.03	5.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.84	5.92	6.03	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	66.80	77.78	81.90	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	7.39	7.89	4.99	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	9.10	10.14	10.62	--

注：2015 年三季度财务数据未经审计；

2015 年 9 月底现金类资产未剔除受限货币资金。

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% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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 2016 年度第二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
二零一六年一月二十八日

