

华润万家有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

项目组成员：刘婉茹 wrliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 3005 号

华润万家有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“15 华润万家 MTN001”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十八日

评级观点：中诚信国际维持华润万家有限公司（以下简称“华润万家”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“15 华润万家 MTN001”的信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司股东背景强大、超市领域地位领先、品牌和规模优势突出以及门店业态丰富等优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到零售行业经营压力加大、新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”或“疫情”）对零售行业带来进一步冲击、公司经营活动净现金流波动较大以及资产负债率保持在高位水平等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

华润万家（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	301.47	299.89	305.56	307.45
所有者权益合计（亿元）	43.55	52.39	54.40	56.22
总负债（亿元）	257.92	247.50	251.16	251.23
总债务（亿元）	26.97	40.16	18.36	18.70
营业总收入（亿元）	262.58	266.63	257.02	76.34
净利润（亿元）	0.37	2.02	2.16	1.83
EBIT（亿元）	4.01	6.02	5.36	--
EBITDA（亿元）	8.00	9.52	9.23	--
经营活动净现金流（亿元）	-15.63	5.51	20.20	-16.15
营业毛利率(%)	17.73	17.53	17.82	17.20
总资产收益率(%)	1.27	2.01	1.77	--
资产负债率(%)	85.55	82.53	82.20	81.71
总资本化比率(%)	38.24	43.39	25.23	24.96
总债务/EBITDA(X)	3.37	4.22	1.99	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.92	3.35	4.01	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：实体零售(C110201_2019_03)

华润万家有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力与效率(27%)	营业毛利率(%)*	17.70	7
	期间费用率(%)*	16.81	7
	总资产收益率(%)*	1.68	5
财务政策与偿债能力(28%)	总资本化比率(%)	25.23	10
	EBITDA/总债务(X)*	0.35	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	3.43	7
规模与多元化(45%)	总资产(亿元)	305.56	8
	营业总收入(亿元)*	262.07	8
	门店运营及多元化	8	8
打分结果			aa-
BCA			aa-
支持评级调整			2
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa-)的基础上考虑支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及对公司治理、会计标准及报表质量、流动性管理以及特殊事件风险等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用近三年平均值

正面

■ **股东背景强大。**公司是中央直属的国有控股企业集团——华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）旗下零售连锁企业。华润集团的间接控股股东中国华润有限公司位居 2019 年世界 500 强第 80 位，其强大的实力可为公司的经营发展提供有力支持。

■ **市场地位领先，品牌和规模优势突出。**公司旗下拥有“华润万家”等知名品牌，已连续多年在中国超市百强中排名第一。截至 2020 年 3 月末，公司旗下直属门店 341 家，并受托经营管理华润集团零售业务在中国内地布局的 3,000 多家门店，规模优势突出。

■ **门店业态丰富。**公司专业经营管理超市门店，截至 2020 年 3 月末公司旗下拥有大卖场、标准超市、便利店、Ole’精品超市和购物中心等多种业态，能够针对消费群体提供多样化的服务，满足不同层次的需求。

关注

■ **零售行业经营压力加大，且面临新冠疫情带来的进一步冲击。**2019 年以来，宏观经济增速放缓及市场竞争加剧等因素使得零售行业承压；近期发生的新冠疫情对零售行业带来进一步冲击。

■ **经营活动净现金流波动较大。**主要受托管门店资金往来及零售业务结算的影响，公司经营活动净现金流仍呈大幅波动态势，2019 年及 2020 年 1~3 月分别为 20.20 亿元和-16.15 亿元。

■ **资金管理模式使得公司资产负债率高企。**公司作为华润集团旗下零售板块资金集中管理的平台，承担着对托管门店资金上收下拨的职能，导致公司其他应收款及其他应付款项规模较大，资产负债率一直处于很高水平。截至 2019 年末，公司其他应收款中关联往来金额为 213.51 亿元，其他应付款中关联往来金额为 129.86 亿元；同期末公司资产负债率为 82.20%。

评级展望

中诚信国际认为，华润万家有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**零售业务盈利水平大幅下滑，债务规模大幅增长，或流动性压力大幅上升等。

评级历史关键信息

华润万家有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	15 华润万家 MTN001 (AA+)	2019/07/26	李廷蔚、刘星宇	中诚信国际零售行业评级方法 060200_2017_02	阅读全文
AA+/稳定	15 华润万家 MTN001 (AA+)	2015/09/08	蔡薇、肖爽、白茹	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (零售企业) CCXI_060200_2014_01	阅读全文

注：中诚信国际原口径。

同行业比较

部分零售企业主要指标对比表					
公司名称	门店数量	2019 年末总资产 (亿元)	2019 年末资产负债率 (%)	2019 年营业总收入 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)
中百集团	仓储超市：192 家 便民超市：707 家 便利店：415 家 百货：9 家 家电店：19 家	92.10	61.20	155.48	0.13
华润万家	(合并范围内) 大卖场：129 家 标准超市：181 家 便利店：19 家 精品超市：7 家 购物中心：2 家 (托管) 零售门店：3,000 余家	305.56	82.20	257.02	2.16

注：“中百集团”为“中百控股集团股份有限公司”简称；其中中百集团门店数量统计时点为 2019 年末，华润万家门店数量统计时点为 2020 年 3 月末。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
15 华润万家 MTN001	AA+	AA+	16.00	16.00	2015/12/11~2020/12/11

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠疫情的冲击下，2020年一季度GDP同比下滑6.8%，较上年末大幅回落12.9个百分点，自1992年公布季度GDP数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年GDP或同比增长2.5%左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。2020年3月，随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，宏观经济数据出现技术性修复。受2020年1~2月经济近乎“停摆”、3月国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致CPI高位运行，工业生产低迷PPI呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力

仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4月17日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

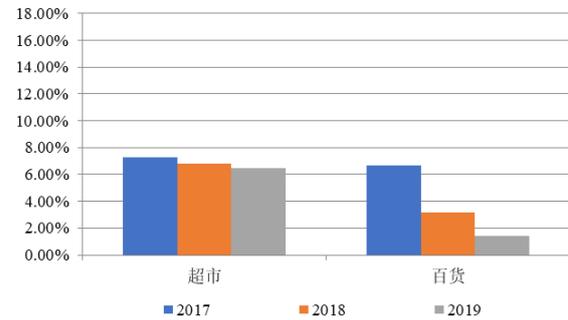
中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，宏观经济下行压力加大及新冠疫情等外部因素使得零售市场承压；细分业态之间的分化态势明显，网购渗透率有所提升

近年来，受宏观经济下行压力加大以及房地产支出的挤出效应等因素影响，我国居民消费支出增速整体呈下降趋势；2019 年以来，叠加中美贸易摩擦等外部因素影响，居民对未来经济预期不佳，消费趋于谨慎。2019 年，我国社会消费品零售总额为 411,649 亿元，同比名义增长 8.0%，增速较上年下降 1.0 个百分点。从商品来看，具备日常消费属性的商品对宏观经济形势等外部因素的敏感度更低；根据国家统计局发布数据，2019 年，粮油食品类、饮料类、烟酒类、日用品类、化妆品类商品零售额同比增速与上年持平或有所提升，而服装类、金银珠宝类及家用电器和音像器材类商品零售额同比增速均有所下降。从业态来看，2019 年限额以上零售业单位中的超市及百货零售额增速均进一步放缓，其中商品结构以生活必需品为主的超市销售情况比百货更加稳定，且网点扩张等因素使得超市业态零售额增速仍然处于较高水平；当期网购市场延续快速增长态势，我国实物商品网上零售额同比增长 19.5% 至 8.52 万亿元，占社会消费品零售总额的比重同比提高 2.3 个百分点至 20.7%。

图 1：近年来我国限额以上零售业单位的超市及百货零售额增长情况



数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

近期爆发的新冠疫情对零售行业带来了一定的影响。分业态来看，超市企业受新型冠状病毒肺炎疫情的影响相对较小，其中货源渠道充足、供应链管理能力强企业仍然拥有较强的抗风险能力。部分生鲜超市及便利店在商品结构及区位方面的优势突出，通过结合线上销售及送货到家服务，使得销售规模大幅提升。同时，多地政府加强“稳物价、保供应”工作，并在货源组织等方面给予超市企业大力支持。百货及购物中心方面，受政府管制、居民规避聚集性场所的影响，疫情期间客流量骤减，服装及珠宝首饰等销售比重较大的商品营业额或将大幅下滑，加之人力及租金等刚性成本支出，百货及购物中心存在较大的盈利压力。从网络零售来看，居民对日用品及医疗卫生用品的囤货需求旺盛，带动线上生鲜、速食品、医药等品类的销售量快速扩张。其中，生鲜电商平台以较低的成本获取大量用户和流量，且在蔬菜和肉类订单量剧增的驱动下加大与供应商的对接力度，使其供应链体系进一步完善。同时，由于消费者居家时间大幅延长，直播带货等社交电商业态顺利推广，也有助于网购渠道迅速挤占零售市场份额。2020 年一季度，我国社会消费品零售总额为 78,580 亿元，同比名义下降 19.0%。同期，限额以上零售业单位中的超市零售额同比增长 1.9%，百货零售额同比下降 34.9%；实物商品网上零售额同比增加 5.9%，占社会消费品零售总额的比重进一步提升至 23.6%。

根据中国连锁经营协会统计数据，2019 年，中

国超市百强销售规模为 9,792 亿元,同比增长 4.1%; 门店总数为 2.6 万个,比上年增长 6.6%。从超市经营效率来看,2019 年超市百强的平效略有下滑,系受到电商分流、到店客流下降等因素影响; 同店可比销售平均增长 3.2%,其中中西部地区门店同比增幅明显高于东部区域。此外,超市百强前五名地位稳固,2019 年排名变化不大。

表 1: 2019 年中国超市百强前五名情况 (亿元、个)

排名	企业名称	销售规模	门店个数
1	华润万家	951.00	3,234
2	康城投资	947.00	414
3	永辉超市	931.50	1,440
4	沃尔玛	822.80	442
5	联华超市	546.30	3,381

注:“康城投资”为“康成投资(中国)有限公司”简称,是“大润发”品牌的运营主体;“永辉超市”为“永辉超市股份有限公司”简称;“沃尔玛”为“沃尔玛(中国)投资有限公司”简称;“联华超市”为“联华超市股份有限公司”简称。

资料来源:中国连锁经营协会,中诚信国际整理

中诚信国际认为,2019 年以来宏观经济形势及新冠疫情等因素使得零售行业仍然面临一定的压力,各细分零售业态之间的分化态势明显,其中百货及购物中心面临较大压力,超市业态经营相对稳定,而网络零售渗透率有所提升。目前国内疫情控制情况较好,复工复产有序推进且商品消费需求逐渐反弹,但仍需关注居民购买力变化及网络渗透率提升对实体零售企业经营的影响。

2019 年,公司超市板块收入有所回落,但合并及托管的超市业务继续保持领先地位; 新冠疫情期间,“华润万家”超市门店发挥了重要的民生保障作用

公司是国内较早开展大型综合超市业务的零售企业,主营业务突出。超市业态是公司零售业务的核心,近年来超市业务的收入规模均占公司总收入的 99% 以上。

公司超市板块主要运营“华润万家”品牌,门店类型涵盖大卖场、标准超市、便利店和 Ole’精品超市等。公司旗下超市网点分布于广东、浙江、湖南以及江苏等省份,其中广东和浙江的网点数量占比在 95% 以上。2019 年,受租约到期及亏损等因素

影响,公司关闭 10 家门店,并通过新开及合并关联法人主体旗下门店的方式新增 43 家门店; 2020 年 3 月末公司纳入合并的超市门店数量上升至 339 家,其中大卖场 129 家,标准超市 181 家,便利店 19 家和 Ole’精品超市 7 家,另外有 3 家门店全部采用出租的方式经营。丰富的超市业态使得公司能够针对消费群体提供多样化的服务,满足不同层次的需求。此外,公司旗下目前有 2 家购物中心,分别为深圳南山欢乐颂和合肥欢乐颂。从门店权属来看,截至 2020 年 3 月末,上述 341 家网点物业面积合计 211.58 万平方米,其中自有物业面积占比为 22.65%。

表 2: 近年来公司纳入合并范围的门店情况 (家、万平方米)

	2017	2018	2019	2020.3
门店数量	318	303	336	341
其中: 超市门店	316	301	334	339
购物中心	2	2	2	2
当年新开门店数量	--	14	30	4
当年关闭门店数量	--	15	10	1
股权变动导致增加数量	--	0	13	11
股权变动导致减少数量	--	14	0	9
营业面积	192	157	160	188

资料来源:公司提供

经营效益方面,2019 年,主要由于促销力度减弱,公司可比门店销售额仍呈下降态势; 加之新开门店培育的影响,当期超市业务收入同比有所下降。中诚信国际将对公司超市门店运营效率情况保持关注。2019 年,南山欢乐颂购物中心和合肥欢乐颂购物中心合计实现营业收入 1.09 亿元,同比变化不大。

表 3: 近年来公司零售业务经营情况 (亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.1-3
营业收入	262.58	266.63	257.02	76.34
其中: 超市门店	261.11	265.60	255.93	76.20
购物中心	1.47	1.03	1.09	0.14
同店增速	1.75	-1.60	-1.60	-2.70

注:以上数据不包含公司受托管理经营且不在合并范围内的超市门店。
资料来源:公司提供

公司除直接经营旗下门店外,还受托经营或管理华润集团旗下零售业态在中国大陆地区的所有门店,未将其纳入合并范围。截至 2019 年末,华润

集团旗下的零售业务遍布全国 30 个省、自治区、直辖市和特别行政区，116 个地级以上城市，总计门店数达到 3,234 家，较年初小幅增加。公司合并及托管门店的经营规模优势及市场地位突出，2019 年公司在超市连锁百强中仍然位居第一。

新冠疫情期间，公司合并及托管的超市门店持续营业，各配送中心实行 24 小时不间断分拣运输，保证民生必需品在线上线下渠道的充足供应，承诺“保品质”、“不涨价”；此外，“华润万家”全国门店免除了招商租户在春节期间的租金。2020 年 1~3 月，公司合并范围内超市业务收入为 76.09 亿元，同比小幅增长。

2019 年以来，公司对物流配送中心进行整合优化，完善的物流体系继续对超市业务运营构成有力支撑

物流配送是公司超市业务市场竞争力的重要来源。公司在深圳、中山、广州、上海、南京及南昌等地拥有物流配送基地，并按层级和功能分为全国配送中心、区域配送中心、城市配送中心以及生鲜仓。2019 年以来，公司将 4 个家电仓整合至相应区域的干仓，将杭州配送中心与嘉善配送中心合并，并新增杭州冷链配送中心。截至 2020 年 3 月末，公司旗下的全国配送中心有 2 处，区域配送中心有 7 处，城市配送中心有 13 处，生鲜仓有 14 处。公司物流配送中心均为自用，层级分明且布局完善，为公司超市业务经营提供了有力支撑。

表 4：截至 2020 年 3 月末公司物流配送中心和仓库情况

权属	层级和功能	数量(处)	区域名称
自有	全国配送中心	1	嘉善配送中心
	区域配送中心	4	深圳平湖配送中心、天津配送中心、南京马群配送中心、西安配送中心
	城市配送中心	4	苏州配送中心、中山配送中心、淮安配送中心、银川配送中心
	生鲜仓	2	中山冷链配送中心、南京冷链配送中心
租赁	全国配送中心	1	深圳龙岗配送中心
	区域配送中心	3	沈阳配送中心、深圳龙华配

		送中心、香港配送中心
城市配送中心	9	北京配送中心、南昌配送中心、广州配送中心、长沙配送中心、南宁配送中心、成都配送中心、南京麒麟门配送中心、兰州配送中心、郑州配送中心
生鲜仓	12	上海冷链配送中心、沈阳冷链配送中心、天津冷链配送中心、苏州冷链配送中心、杭州冷链配送中心、南昌冷链配送中心、深圳冷链配送中心(含深圳果蔬仓)、广州冷链配送中心、西安冷链配送中心、北京冷链配送中心、香港冷链配送中心、嘉定冷链配送中心(干仓+冷仓)

资料来源：公司提供

公司在建项目包括物流仓储及购物中心项目，投资压力不大

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目为凤岗 DC 项目及湖州购物中心项目，总投资 15.50 亿元，已投资 8.11 亿元。上述两个项目均计划于 2020 年内完成投资，投资压力不大，中诚信国际将关注项目投运对公司盈利能力的影响。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况(亿元)

项目名称	用途	总投资	已投入	2020 年 4 月初至年底计划投资
凤岗 DC 项目	项目位于东莞市凤岗镇凤德岭村，定位为高效低成本的物流仓储项目	10.60	4.02	6.58
湖州购物中心	项目位于湖州经济开发区西南商住区的中心位置	4.90	4.09	0.81
合计		15.50	8.11	7.39

注：湖州购物中心预披露事项于 2018 年 11 月 8 日期满，此后公司因公司决策调整，取消股权转让计划，转为续建，于 2019 年 12 月启动复工程序。

资料来源：公司提供

财务分析

以下分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)深圳分所审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年度合并财务报告以

及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。中诚信国际分析数据均采用公司各期财报的期末数据。

2019 年，随着超市门店收入下降，公司经营性业务利润同比有所减少；2020 年一季度，新冠疫情使得公司经营性业务利润仍呈下降态势

2019 年，公司营业总收入为 257.02 亿元，同比下降 3.60%，系受到超市门店收入减少的影响。同期，随着促销力度减弱，公司营业毛利率为 17.82%，同比略有上升。2020 年 1~3 月，在日用品消费增长的带动下，公司营业总收入同比小幅增加至 76.34 亿元；当期营业毛利率为 17.20%，同比下降 0.81 个百分点，主要系疫情期间公司减免商户租金且对商品价格进行控制的影响。

期间费用方面，2019 年，公司期间费用仍以销售费用和管理费用为主。同期，公司加大对销售人员薪酬及水电费等费用控制力度，使得销售费用同比小幅减少；管理费用同比小幅增加，主要系华润集团开始向公司收取信息软件系统使用费和维护费所致；当期公司外部债务利息支出及关联方利息收入均显著减少，财务费用同比有所下降。2019 年，公司期间费用合计同比小幅下降，而收入亦有所减少，因此期间费用率同比略有上升。2020 年 1~3 月，受新冠疫情影响，公司期间费用合计及期间费用率同比均小幅上升。

利润方面，2019 年，公司利润总额主要来源于经营性业务利润和营业外损益；其中经营性业务利润同比有所减少，主要受超市收入下降的影响；营业外损益主要来自供应商供货罚款和违约补偿款，当期该类收益同比有所增加；此外，2019 年投资收益同比减少，系银行理财收益下降所致。受上述因素影响，公司利润总额、EBIT 及 EBITDA 同比均小幅下降，总资产收益率亦有所降低。2020 年 1~3 月，公司利润总额为 2.17 亿元，其中经营性业务利润为 1.91 亿元，同比均有所下降，主要由于租金收入减少且成本费用上涨所致。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-3
期间费用合计	44.66	44.03	43.49	11.20
期间费用率(%)	17.01	16.52	16.92	14.68
经营性业务利润	1.20	2.11	1.94	1.91
投资收益	0.00	0.55	0.22	0.03
营业外损益	0.57	0.88	1.11	0.28
利润总额	1.27	3.18	3.06	2.17
EBIT	4.01	6.02	5.36	--
EBITDA	8.00	9.52	9.23	--
总资产收益率(%)	1.27	2.01	1.77	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年以来公司总资产及所有者权益小幅增加；受公司承担资金集中管理职能的影响，资产负债率仍然处于很高水平，但总资本化比率有所下降

2019 年末，公司总资产为较年初小幅上升，其中流动资产占比为 81.89%。从主要流动资产科目来看，公司货币资金以非受限资金为主，2019 年末货币资金较年初下降，系受到偿还债务等因素影响；由于公司作为华润集团旗下零售板块资金集中管理的平台，承担着对托管门店资金上收下拨的职能，导致公司其他应收款项规模较大，2019 年末其他应收款占资产的比重为 70.27%，其他应收款较年初有所增加，主要系公司对关联企业拨付资金增加所致；同期末存货较年初有所增长，主要系门店数量增加及旺季备货所致。此外，公司非流动资产以自有门店及物流配送中心为主，2019 年末非流动资产较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司总资产较年初小幅上升，系受到公司茅台酒等商品预付采购款增加等因素影响。

负债方面，2019 年末公司总负债较年初基本持平。受资金集中管理职能的影响，公司其他应付款亦保持在较大规模，2019 年末其他应付款较年初有所上升，系受公司对关联企业进行资金归集的影响；由于公司在 2019 年获得茅台全国商超卖场服务商资格并收到茅台酒预售款，2019 年末预收款项较年初有所增加；同期末应付账款较年初小幅下降。此外，由于公司根据门店资金归集情况调整外部债务规模，2019 年末公司总债务大幅下降；债务全部为短期债务，系由于中期票据转入一年内到期

的非流动负债所致。截至 2020 年 3 月末，公司总负债及总债务较年初均基本持平。

2019 年以来，公司所有者权益呈小幅上升态势，系源于利润积累。2019 年，公司仍未进行股利分配。财务杠杆方面，受关联往来资金余额高企的影响，2019 年以来公司资产负债率依然处于很高水平，总资本化比率因外部债务减少而大幅下降。

表 7：近年来公司资产负债表科目及指标情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
资产科目				
货币资金	9.14	9.51	4.60	5.22
其他应收款	209.29	200.20	214.71	213.18
存货	18.84	20.52	25.20	18.63
投资性房地产	11.79	11.45	11.12	11.07
固定资产	20.10	17.29	17.82	17.62
无形资产	11.27	9.37	8.73	8.67
总资产	301.47	299.89	305.56	307.45
负债科目				
总债务	26.97	40.16	18.36	18.70
短期债务	11.01	24.18	18.36	18.70
应付账款	55.86	59.02	57.60	47.80
预收款项	18.01	19.31	24.37	22.71
其他应付款	150.70	122.41	143.46	154.29
总负债	257.92	247.50	251.16	251.23
所有者权益科目				
实收资本	33.77	33.77	33.77	33.77
资本公积	4.75	7.78	7.78	7.78
未分配利润	1.34	2.37	4.24	5.76
所有者权益合计	43.55	52.39	54.40	56.22
财务杠杆指标				
资产负债率	85.55%	82.53%	82.20%	81.71%
总资本化比率	38.24%	43.39%	25.23%	24.96%

注：2019 年末及 2020 年 3 月末，预收款项为合同负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年，公司相关偿债指标有所提升，但现金流水平受关联资金往来的影响仍然较大

2019 年，受公司与关联企业进行商品款结算以及收到茅台酒预售款的影响，公司经营活动净现金流同比大幅上升；当期筹资活动现金净流出规模仍然很大，主要系公司偿还债务及向关联企业拨付资金所致。2020 年 1~3 月，公司经营活动现金呈大幅净流出态势，系受到采购结算和关联资金往来等因素影响。

从偿债指标来看，2019 年，公司 EBITDA 同比小幅减少，但由于债务规模有所下降，EBITDA 对债务本息的保障能力有所提升；当期经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力大幅增强。2020 年 1~3 月，公司经营活动净现金流无法对债务本息形成有效覆盖。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	-15.63	5.51	20.20	-16.15
投资活动净现金流	-3.45	38.80	14.83	-8.86
筹资活动净现金流	16.58	-43.90	-40.01	25.55
经营活动净现金流/总债务	-0.58	0.14	1.10	-3.45*
经营活动净现金流/利息支出	-5.71	1.94	8.77	--
总债务/EBITDA	3.37	4.22	1.99	--
EBITDA 利息保障倍数	2.92	3.35	4.01	--

注：1、本报告对利息支出的计算不包含资本化利息；2、由于缺少相关数据，部分指标无法计算；3、带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信能够对公司整体偿债能力提供较好的支持，公司受限资产规模很小，且无重大诉讼及对外担保事项；中诚信国际将关注公司关联交易及资金管理情况

中诚信国际关注到，公司承担了“华润万家”超市门店商品统一采购的职能，与华润集团旗下的商品供应商和超市门店之间保持较大规模的关联交易。2019 年，公司向关联方销售货物金额共计 82.77 亿元，同比减少 5.13%；当期从关联方采购货物金额共计 18.92 亿元，同比大幅下降，主要受公司根据销量情况减少五丰等关联企业品牌商品的采购规模所致。此外，公司托管门店资金均由公司统一管理，2019 年接受来自关联方的资金 688.77 亿元，同比增加 3.88%；当期为关联方提供资金 704.98 亿元，同比下降 2.56%；截至 2019 年末，公司其他应收款中关联方规模为 213.51 亿元，其他应付款中关联方规模为 129.86 亿元，较年初均有所增加。从关联企业提供的资金拆借来看，2019 年末公司其他应付款中包含公司应付苏果超市有限公司借款本金 28.50 亿元及应付利原有限公司借款本金 12.90 亿元，年利率分别为 3.487% 和 0.00%，均无固定到期日。上述管理职能对公司资金平衡方面带来一定

的挑战，中诚信国际将对此予以关注。

公司与金融机构保持了较好的合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司及控股子公司获得授信额度 151.20 亿元，未使用的额度为 139.74 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司受限资产为货币资金 778.89 万元。或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司不存在重大未决诉讼及对外担保情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的资料，2017 年~2020 年 3 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司在华润集团内部的定位明确，市场竞争力突出，可获得股东的大力支持

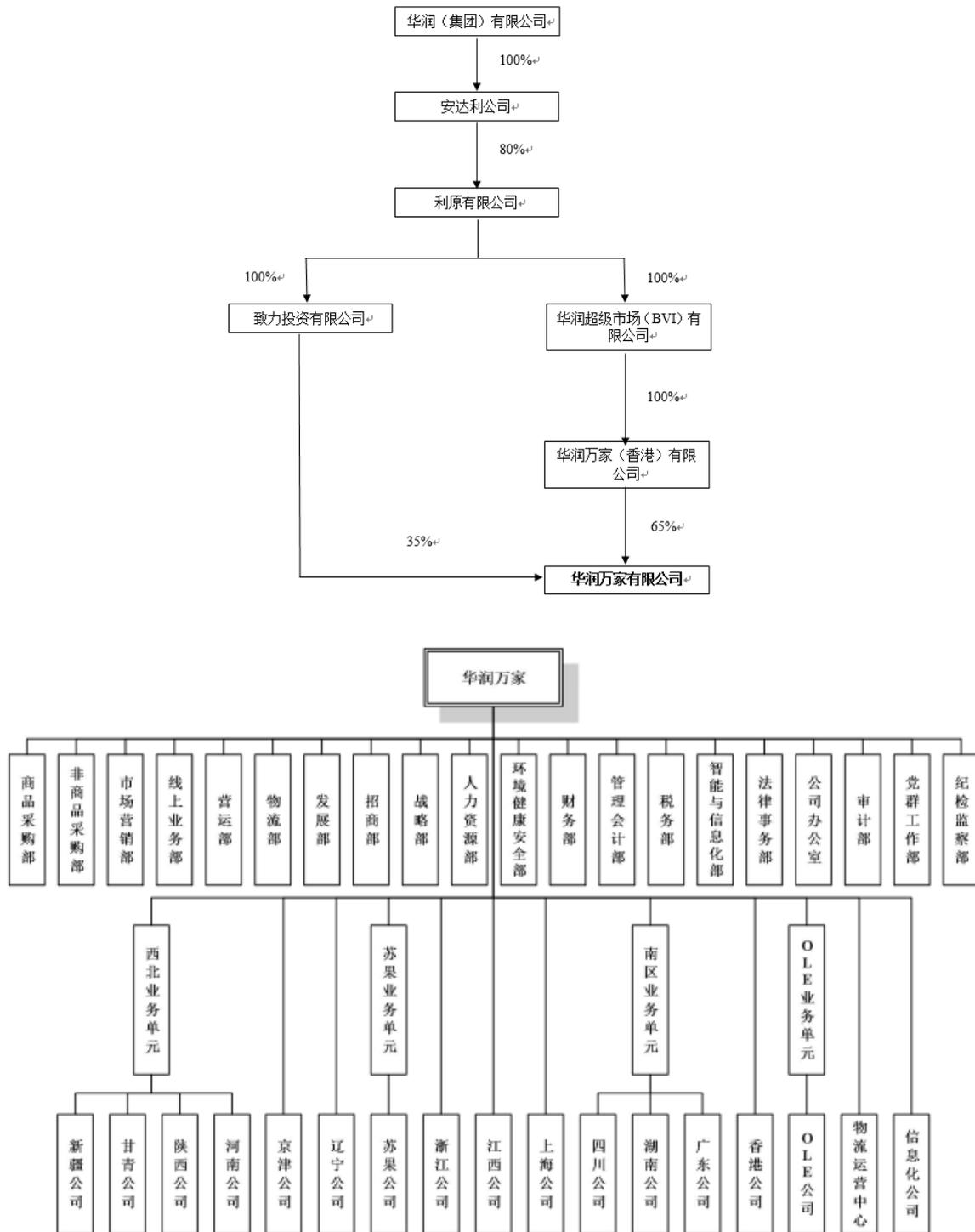
公司是中央直属的国有控股企业集团——华润集团旗下零售板块的核心运营主体。华润集团的间接控股股东中国华润有限公司位居 2019 年世界 500 强第 80 位，其强大的实力可为公司的经营发展提供有力支持。

公司依托“华润万家”等品牌的良好运营，已连续多年在中国超市百强中排名第一；截至 2020 年 3 月末，公司旗下直属门店 341 家，并受托经营管理华润集团零售业务在中国内地布局的 3,000 多家门店。此外，公司承担了直属及托管门店资金集中管理的职能，并获得来自关联企业的借款支持。在疫情防控期间，公司在保障百姓日常防护、保证市场物资供应、维护价格稳定等方面做出了重要贡献，获得了企业社保减免、医保减征及经营补贴等方面的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持华润万家有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“15 华润万家 MTN001”的信用等级为 **AA⁺**。

附一：华润万家有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：华润万家有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	91,388.31	95,145.95	46,040.57	52,205.03
应收账款净额	34,366.12	18,987.30	10,611.78	4,648.11
其他应收款	2,092,906.33	2,002,020.69	2,147,081.37	2,131,827.03
存货净额	188,407.30	205,243.51	252,011.95	186,267.59
长期投资	880.79	822.25	728.35	696.90
固定资产	201,039.24	172,914.79	178,207.51	176,203.56
在建工程	38,153.32	61,090.92	72,907.93	73,615.99
无形资产	112,674.74	93,694.86	87,274.06	86,721.54
总资产	3,014,739.57	2,998,864.00	3,055,560.74	3,074,514.75
其他应付款	1,506,975.20	1,224,141.90	1,434,645.54	1,542,936.30
短期债务	110,094.56	241,843.49	183,551.54	187,022.19
长期债务	159,608.21	159,736.31	0.00	0.00
总债务	269,702.77	401,579.80	183,551.54	187,022.19
净债务	178,314.46	306,433.85	137,510.97	134,817.15
总负债	2,579,192.40	2,474,951.65	2,511,605.92	2,512,287.98
费用化利息支出	27,378.27	28,421.87	23,029.80	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	435,547.17	523,912.35	543,954.82	562,226.77
营业总收入	2,625,754.18	2,666,262.45	2,570,167.16	763,387.38
经营性业务利润	12,030.18	21,080.80	19,431.06	19,082.49
投资收益	-14.19	5,497.80	2,194.50	300.72
净利润	3,721.20	20,224.76	21,566.78	18,271.95
EBIT	40,087.65	60,222.06	53,641.83	--
EBITDA	79,978.31	95,211.27	92,271.97	--
经营活动产生现金净流量	-156,292.85	55,117.40	202,027.87	-161,489.87
投资活动产生现金净流量	-34,507.83	388,044.72	148,266.47	-88,592.91
筹资活动产生现金净流量	165,785.11	-439,037.92	-400,065.49	255,468.35
资本支出	36,791.92	36,430.69	36,233.20	12,912.69
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	17.73	17.53	17.82	17.20
期间费用率(%)	17.01	16.52	16.92	14.68
EBITDA 利润率(%)	3.05	3.57	3.59	--
总资产收益率(%)	1.27	2.01	1.77	--
净资产收益率(%)	0.90	4.27	4.04	13.21*
流动比率(X)	1.02	1.07	1.01	1.01
速动比率(X)	0.94	0.98	0.90	0.94
存货周转率(X)	10.31	11.14	9.24	11.54*
应收账款周转率(X)	86.76	101.61	173.67	400.21*
资产负债率(%)	85.55	82.53	82.20	81.71
总资本化比率(%)	38.24	43.39	25.23	24.96
短期债务/总债务(%)	40.82	60.22	100.00	100.00
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.58	0.14	1.10	-3.45*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-1.42	0.23	1.10	-3.45*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-5.71	1.94	8.77	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-68.10	9.06	103.02	-345.64*
总债务/EBITDA(X)	3.37	4.22	1.99	--
EBITDA/短期债务(X)	0.73	0.39	0.50	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.92	3.35	4.01	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.46	2.12	2.33	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、将合同负债计入预收款项；3、本报告对利息支出的计算不包含资本化利息；4、由于缺少相关数据，部分指标无法计算；5、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。