

信用评级报告



联合资信评估有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

信用等级通知书

联合信评字[2007]141 号

中国华润总公司：

受贵公司委托，联合资信评估有限公司从基础素质、经营管理、财务状况和债权保护条款等方面对贵公司拟发行的 2007 年 10 亿元企业债券进行了分析和评估，经本公司资信评估委员会审定，本期债券的信用等级为 AAA。

特此通告。

联合资信评估有限公司

资信评估委员会

信评委主任(签字):

二零零七年五月八日

信用等级公告

联合[2007]141号

联合资信评估有限公司通过对中国华润总公司 2007 年 10 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

中国华润总公司
2007 年 10 亿元企业债券的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零零七年五月八日



中国华润总公司2007年 10亿元企业债券信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AAA

本期企业债券信用等级: AAA

评级时间:

2007年5月8日

主要数据:

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(亿元)	1076.76	1368.75	1693.89
所有者权益(亿元)	329.06	372.34	437.48
主营业务收入(亿元)	667.99	794.22	1002.77
利润总额(亿元)	46.05	75.23	119.28
资产负债率(%)	50.94	54.84	55.29
全部债务资本化比率(%)	41.16	36.25	45.58
净资产收益率(%)	5.88	12.52	16.99
流动比率(%)	127.75	117.95	105.75
EBITDA 利息倍数(倍)	10.66	7.83	8.82
债务保护倍数(倍)	0.12	0.17	0.19

分析员

刘小平

010-85679696-8830

liuxp@lianheratings.com.cn

张莉

010-85679696-8817

zhangli@lianheratings.com.cn

传真

010-85679228

地址

100022

北京市建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层

Http: //www.lianheratings.com.cn

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

评级观点

中国华润总公司(以下简称“中国华润”或“公司”)是国资委下属的大型国有独资企业,经营领域大多与大众生活息息相关,行业风险较小。经过多年的发展,公司业务体系日益清晰,形成基础设施及公用事业、地产及相关业务和日用消费品制造与分销三大经营领域。公司法人治理结构基本完善,管理水平较高。公司通过实行“集团多元化、利润中心专业化”的经营模式,分散了经营风险,近年来公司整体经营状况良好,经营风险小。公司目前资产规模大,资产质量良好,债务结构基本合理,主营业务获利能力较强,公司整体信用风险小。

本期债券由中国农业银行(以下简称“农行”)提供担保。农行作为我国四大国有商业银行之一,担保实力强。总体看,本期企业债券到期不能偿付的风险很小。

优势

1、公司整体经营规模大,市场化程度高,实行多元化经营,电力、地产、零售等多项主业业绩突出,具有较强的规模优势,抗风险能力强。

2、公司外部环境良好,可以得到政府有关部门支持。

3、品牌知名度高,销售网络覆盖面广,市场容量大。

4、公司所投资建设的电力工程陆续投入运营,可为公司带来稳定收益。

5、公司主营业务获利能力强,经营性现金流状况较好。

关注

1、公司所涉及行业较多,在某些领域的主导地位不突出。

2、近年来公司投资项目多,投资规模大。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国华润总公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与中国华润总公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估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。
- 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，未因中国华润总公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 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。
- 本评级报告引用的与企业相关的资料主要由企业提供，联合资信不保证所引用资料的真实性和完整性。
- 中国华润总公司 2007 年 10 亿元企业债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效，期间根据跟踪评级结论，评级结果可能发生变化。

一、发债主体概况

中国华润总公司（以下简称“中国华润”或“公司”）的前身是中国华润有限公司，成立于 1986 年，1993 年更名为中国华润总公司。1999 年 6 月，原国家外经贸部将其持有的华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）股权全部转由中国华润持有，中国华润成为华润集团的母公司。2003 年 3 月，原国家经济贸易委员会批准中国华润为国家授权投资的机构。2003 年 5 月，根据国资委的国资函[2003]20 号文，中国华润联合中国粮油食品（集团）有限公司、中国中化集团公司、中国五矿集团公司、中国华能集团四家股东发起设立华润股份有限公司（以下简称“华润股份”），并通过华润股份全资拥有华润集团。

截至 2006 年底，公司注册资本 96.62 亿元，全部为国家资本金。华润股份注册资本 164.67 亿元，其中中国华润持股 99.9842%；其他四家股东各持股 0.0039%。

公司是一家多元化的控股集团，目前主营业务已形成基础设施及公用事业、地产及相关业务和日用消费品制造与分销三大板块架构，经营范围涉及电力、地产、零售、啤酒、纺织、微电子等多个领域。

公司下设董事会办公室、人事部、财务部、审计部、企业开发部、总务部、特殊资产管理部和老干部工作部 8 大职能部门，截至 2006 年底，公司拥有华润股份等 4 家一级控股子公司（详见附件 1），以及华润集团等 18 家二级控股子公司。

截至 2006 年底，公司合并资产总额 1693.89 亿元，所有者权益 437.48 亿元；2006 年全年共实现主营业务收入 1002.77 亿元，利润总额 119.28 亿元。

公司地址：北京市东城区建国门北大街 8 号华润大厦 2701-2705。法定代表人：陈新华。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2007]602 号”文批准，公司计划于 2007 年发行人民币债券 10 亿元，债券期限为 10 年，采用固定利率。本期债券采用单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由中国农业银行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券筹集资金投资项目概况

本期债券所筹 10 亿元资金将全部用于湖南华润鲤鱼江发电 B 厂 2×60 万千瓦发电项目。上述项目新增装机容量 120 万千瓦，涉及投资总额 54.44 亿元，本期债券筹资金额占项目总投资的 18.37%。

湖南华润电力鲤鱼江 B 厂项目

国家发改委以发改能源[2005]1761 号文件同意建设该项目，总投资 54.44 亿元。该项目位于湖南省郴州市，建设两台 60 万千瓦燃煤发电机组，为西电东送项目之一，距广东省约 200 公里，该项目可利用当地资源缓解广东省缺电局面。该项目于 2005 年开工建设，计划于 2007 年投入商业运行，所发电力出售给南方电网公司下属的广东省电网。

三、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

中国华润是隶属于国资委的国有独资企业，是国家授权投资的机构。中国华润是华润股份的控股股东（持股比例 99.9842%），华润集团是华润股份的全资子公司。由此构成三层控股结构的华润体系。

在华润体系内部，目前实行的是“三位一体”的集团管理模式，中国华润、华润股份、华润集团是同一管理团队领导下的三层架构。

华润集团在香港注册，目前是华润体系的业务经营核心。华润集团历史悠久，前身是 1938

年在香港成立的“联合行”。20世纪80年代中期以前，华润集团一直是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。在中国外贸体制改革后，华润集团经过多次转型与整合，目前已发展成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。华润集团目前共有18个一级利润中心，在香港拥有华润电力控股有限公司（简称“华润电力”，股票代码“0836.HK”）、华润创业有限公司（简称“华润创业”，股票代码“0291.HK”）、华润置地有限公司（简称“华润置地”，股票代码“1109.HK”）、华润励致有限公司（简称“华润励致”，股票代码“1193.HK”）、4家控股上市公司，在内地拥有华润锦华股份有限公司（简称“华润锦华”，股票代码“000810.sz”）1家控股上市公司。

华润电力成立于2001年，于2003年11月在香港联合交易所上市，主要从事电力投资、建设、经营与管理。中国华润通过华润集团持有华润电力71.80%的股份。华润电力2006年完成发电量63388794兆瓦时，售电量59512429兆瓦时。截至2006年底，华润电力总资产为380.38亿港元，股东权益为152.85亿港元；2006年实现营业收入97.40亿港元，净利润27.33亿港元。

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、饮品、食品加工及经销、纺织及物业投资等业务。中国华润通过华润集团持有华润创业51.94%的股份。截至2006年底，华润创业总资产为477.54亿港元，股东权益为191.41亿港元；2006年实现营业收入654.37亿港元，净利润33.25亿港元。

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，主营业务为物业发展和物业出租，目前在北京、上海、成都、武汉、合肥设有地区公司，2004-2006年华润置地连续三年获得“中国蓝筹地产企业”的殊荣。中国华润通过华润集团持有华润置地67.07%的股份。截至2006年

底，华润置地总资产267.39亿港元，股东权益115.13亿港元；2006年实现营业收入39.37亿港元，净利润8.52亿港元。

华润励致于1994年11月在香港联合交易所上市，目前专注于IC设计、晶圆代工、IC测试封装、分立器件等半导体业务以及空调压缩机业务。中国华润通过华润集团持有华润励致70.39%的股份，截至2006年底，华润励致总资产为79.23亿港元，股东权益27.55亿港元；2006年实现营业收入34.51亿港元，净利润2.80亿港元。

华润锦华于1998年2月在深圳证券交易所上市，主要从事纺织品的生产与销售。目前华润创业通过其全资子公司华润纺织（集团）有限公司持有华润锦华51%的股份。截至2006年底，华润锦华总资产为8.50亿元，股东权益3.31亿元；2006年实现主营业务收入8.12亿元，净利润4317.97万元。

经过不断优化主业结构，公司多元化经营体系日益完善，主营业务已形成基础设施及公用事业、地产及相关业务和日用消费品制造与分销三大板块架构，经营范围涉及电力、地产、零售、啤酒、纺织、微电子等9个行业。截至2006年底，公司合并资产总额1693.89亿元，所有者权益437.48亿元；2006年全年共实现主营业务收入1002.77亿元，利润总额119.28亿元。公司经营规模大，整体竞争实力强。

2. 人员素质

中国华润现有员工超过10万人，其中年龄在30岁以下的占45.30%，年龄50岁以上占3.44%。员工中具有高中中专文化程度的79440人，占员工总数的79.44%；具有大专及以上学历文化程度的12440人，占员工总数的12.44%。总的来看，公司人员年龄结构合理，普遍较年轻，目前员工的整体水平能够满足业务需要。

公司现任高层领导大多在外贸或相关专业领域从事经营管理或政府工作多年，有较强的管理和决策能力，整体素质高。公司董事长陈

新华先生曾任中国土产畜产进出口总公司总经理、对外贸易经济合作部部长助理、副部长等职务，具有丰富的外贸行业管理经验和较高的市场驾驭能力。

公司总经理宋林先生，已在华润集团工作近 20 年，曾任华润石化（集团）有限公司副总经理、华润集团企业开发部总经理、华润集团副总经理等职务，管理经验丰富。

公司目前的一级利润中心共有经理人 200 多名，是公司的核心管理团队，平均年龄 42 岁，大多具有大学本科及以上学历，文化素质和专业素质均较高。

3. 政策支持

中国华润是中央直属的 171 家国有大型骨干中央企业之一，是国务院批准的授权投资机构，在国民经济总体布局中占有重要地位。

此外，由于历史的原因，公司在促进香港经济繁荣、保持香港社会稳定等方面发挥着较大的作用。改革开放后，华润对内地的窗口作用虽然逐步淡出，但目前港澳办、商务部、中联办仍利用公司开展多元化业务中形成的网络及资源上的优势，赋予中国华润有别于其他中资企业的特殊使命，配合国家对港政策。

因此，公司在发展过程中，能够得到中央及政府有关部门一如既往的支持。

四、管理分析

1. 管理体制

公司是由国务院国资委履行出资人职责的国有独资企业。国资委依照《公司法》和《企业国有资产管理暂行条例》等法律法规，对公司国有资产进行监督管理。国务院作为全部国有资产的出资者以其出资额为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任。

中国华润、华润股份、华润集团在股权上是母子公司的关系，目前实行“三位一体”的管理模式，由同一管理团队领导。中国华润、

和华润集团的董事长均由陈新华担任，是企业的法人代表。公司的董事长由中组部任免，实行董事会领导下的总经理负责制，总理由国资委任免。

管理架构方面，公司采用以扁平化管理原则为基础的利润中心管理模式，中国华润设有董事会办公室、人事部、财务部、审计部、企业开发部、总务部、特殊资产管理部和老干部工作部共 8 大职能部门，对下属利润中心实行服务、协调和管理。公司董事会下还设有 6S 管理委员会、战略管理委员会及薪酬管理委员会等 3 个专业委员会，作为决策支持机构。这些机构由公司的有关部门代表组成，是跨部门的咨询机构。

整体看，作为国有独资企业，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。

2. 管理水平

业务多元化、行业差异大，是中国华润对下属 18 个一级利润中心进行管理时面临的最大挑战。针对这一特殊性，公司一直注重培养和提高自身的行业选择和行业组合的战略管理能力、财务控制能力和财务风险防范能力、以财务表现为核心的资产管理能力、专业化管理能力、跨行业的内部统一管理能力和 6 大能力，以适应管理多元化企业的需要。

内部管理方面，公司实施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 管理体系”。围绕 6S 管理体系，公司制定了年度管理运作制度、投资管理运作制度、财务管理制度、审计制度、利润中心经理人岗位职责和操守规范、人力资源管理制度等一系列战略管理制度。

经过 7 年的正式运作，6S 管理体系目前已成为公司的核心管理手段。公司因此在管理方面取得的突出成绩主要体现在：①经营业务

得以梳理和整合，机构得到精简；②有效制止了整个集团投资失控的现象；③财务管理透明，财务漏洞得到防范；④以资本市场业绩评估标准为导向的新的财务业绩评价考核标准逐步形成。

总体看，作为一家多元化控股企业，中国华润十分重视企业内部管理。6S管理体系符合公司特点，经过多年实际运作，管理效果较明显。公司目前管理机制良好，内部管理水平较高，管理风险较低。

五、经营分析

1. 经营概况

由于历史的原因，公司形成了行业多元化的业务格局。1999年，中国华润决定从外贸领域退出时，当时的经营领域有近200个。近几年来，公司通过推进“集团多元化，利润中心专业化”的管理模式，关闭所有的贸易型公司和海外办事处，出售大量非控股及非核心业务企业，筛选出有业务前景的实业项目及公司，经过多次重组、合并，公司目前的主业已较为明晰，主要业务领域资产扩张较快，盈利规模普遍大幅提高。表1反映了2004-2006年公司9个行业的资产变化的基本情况，图1反映了2006年底公司资产的行业分布情况。从表1和图1可以看出，近年来公司水泥业务资产扩张速度最快，年平均增长率为54.92%；其次是电力业务，年均增长率为43.33%；资产增长速度较快的其他行业还有微电子、地产、零售、啤酒、石化等。纺织业务的相关资产增长较慢，食品业务的资产总额有所收缩。截至2006年底，电力和地产业务相关资产分别为454亿元、456亿元，占据了公司总资产的53%。

表1 近三年公司各业务领域资产规模（亿元）

行业	2004年	2005年	2006年	增长率%
地产	286	322	456	26.27
电力	221	356	454	43.33
啤酒	101	101	137	16.47

纺织	44	45	48	4.45
零售	86	101	129	22.47
石化	77	91	97	12.24
食品	65	53	39	-22.54
水泥	25	48	60	54.92
微电子	26	26	49	37.28
其他	146	209	228	24.97
合计	1077	1352	1697	25.53

注：部分数据尚未完全抵消，近三年统计口径一致。

图1 2006年底公司资产行业分布

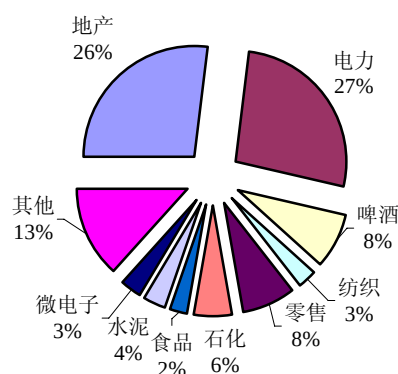


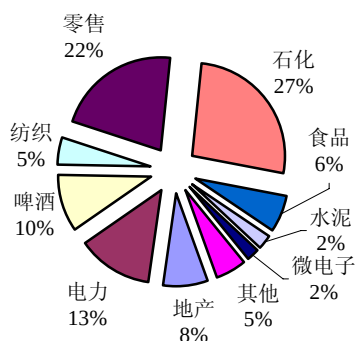
表2反映了2004-2006年公司9个行业的销售收入变化的基本情况，图2反映了2006年公司收入的行业分布情况。从表2和图2可以看出，石化、零售、电力业务是公司2006年销售收入中贡献最大的三个行业，电力则是公司近年来销售收入增长最快的行业，年平均增长率达149.69%。

表2 近三年公司各业务领域销售收入（亿元）

行业	2004年	2005年	2006年	增长率
地产	56.26	62.9	74	14.69
电力	20.21	60.3	126	149.69
啤酒	54.08	68.5	95	32.54
纺织	41	42.9	45	4.76
零售	141.08	163.6	207	21.13
石化	198.33	203.5	255	13.39
食品	73.81	81.6	61	-9.09
水泥	15.31	16.8	23	22.57
微电子	13.95	14.5	21	22.69
其他	53.96	73.7	51	-2.78
合计	667.99	788.3	948	19.13

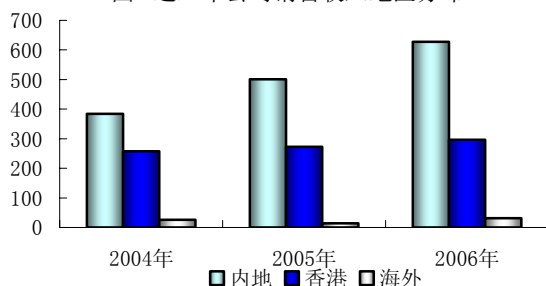
注：不完全统计，近三年统计口径一致。

图2 2006年公司销售收入行业分布



从销售收入的地区分布来看，公司最初的业务大多植根于香港。近年来，随着内地经济的快速发展，公司及时调整发展战略，在努力保持传统业务在香港经营稳定的情况下，大力拓展内地市场。食品、地产、石化、微电子等传统业务在内地获得了新的发展空间，啤酒、电力、水泥、纺织、零售等业务在内地迅速建立和发展起来，内地业务比重迅速上升。近三年公司销售收入的地区分布情况的变化如图 3 所示，2006 年公司销售收入中来自内地的贡献已占到 65.77%。

图3 近三年公司销售收入地区分布



2. 经营业务架构

公司是一家多元化的控股集团，经营业务主要在华润集团，目前主营业务已形成基础设施及公用事业、地产及相关业务和日用消费品制造与分销三大板块架构，经营范围涉及电力、地产、零售、食品、微电子、石化、啤酒、纺织、水泥等多个领域。

基础设施及公用事业板块

华润集团投资于大型基础设施和公用事业

始于 20 世纪 80 年代，目的是分散投资风险，赚取稳定的中长期投资回报。经过多年的发展，华润集团已将重点转移到与民生更为密切的公用事业上，这当中主要包括电力、石化业务。

(1) 电力业务

电力行业是国民经济和社会发展的基础和支柱产业。截至 2006 年，我国发电装机容量已达到 60958 万千瓦，发电量 28344 亿千瓦时，成为仅次于美国的世界第二大电力生产和消费国。“十五期间”我国装机容量，发电量和用电量均保持了较快的增长速度，尤其是 2003 年以后，增速加快，各项指标年均增长率均在 12% 以上。

2002 年电力体制改革实施以来，到 2006 年底为止我国已经基本形成了由国家电网公司、中国南方电网有限责任公司和一些独立的地方电网公司，以及华能、大唐、华电、中电投、国电集团、国投电力、国华电力、华润电力、粤电力、中广核等大型发电集团和地方发电企业组成的电力生产和供应格局。

在国民经济保持平稳快速增长的趋势下，预计 2007 年全国电力供需基本保持平衡，局部地区略有富余。按目前在建、拟建发电项目来看，到 2010 年，全国电力装机容量将达到 7.5 亿千瓦左右，电力需求将继续保持较快速度的增长。另一方面，电力企业面临生产成本上升的压力：2005 年全年，电煤价格处于高价位运行，2006 年上半年电煤价格继续上涨，此外，运输费用的调高、新建项目基本建设成本的上升等因素，使得电力企业运营成本整体上升，盈利能力降低。

中国华润于 1985 年起涉足电力行业，经过近 20 年的发展，在电力行业的投资规模迅速扩大，资产总量不断增长，电力业务已发展成公司的主营业务之一。

公司电力业务集中在华润电力。目前，华润电力参股和控股的项目包括徐州华润电力有限公司、河北衡水发电有限责任公司、浙江温州特鲁莱发电有限责任公司、广东广合电力有

限公司等多家火力发电企业，以及汕头丹南风能有限公司、广州华润热电有限公司、华润协鑫（北京）热电有限公司等几家清洁能源公司。华润电力的发展目标是成为中国处于领先地位的独立发电商，计划通过兴建新的电厂，扩建现有的部分电厂及通过收购兼并增加在电力行业的投资，以满足国内日益增长的电力需求。

截至 2006 年底，公司 2005 年度发行的 30 亿元企业债券所募集资金已全部投入使用，工程项目进展顺利，其中，河南洛阳首阳山电厂三期、河南驻马店古城电厂 2×30 万千瓦发电工程、河南登封电厂工程等项目已建成并投入运营，开始发挥经济效益。截至 2006 年底，华润电力包括在建及已投入商业运行的发电厂在内的权益装机容量达 1000 万千瓦，其中运营中的权益装机容量达 800.3 万千瓦。

（2）石化业务

华润石化（集团）有限公司（简称“华润石化”）是公司在石化行业的代表企业，华润集团附属公司共计持有其 55% 的股权。

华润石化在香港拥有 20 个车用加油站和石油气站，是香港最大的成品油分销商，占香港市场 35% 的份额。华润石化的青衣油库是香港储存量最大、设备最先进的油库。近年来，华润石化在内地业务发展迅速，目前在内地拥有 22 个加油站，市场涉及山东、江苏、广东等地。

地产及相关行业板块

目前公司的地产业务主要分布在香港、内地和泰国，业务范围包括民用住宅开发、商业地产发展、物业管理、建筑施工和建材供应等多样化的地产业态。

（1）地产业务

房地产行业是我国新的发展阶段的支柱产业之一，又是提供生活必需品的基础产业，产业关联度高，带动性强，与金融业联系密切，发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。目前，我国房地产业增加值占 GDP 的比例为 5.2%。

受宏观经济调控的影响，2005 年中国房地产开发投资增幅放缓，在保持连续 8 年增长，增幅连续 4 年保持在 20% 以上后，增幅首次低于 20%，比 2004 年回落 8.3 个百分点，低于全年城镇固定资产投资增幅 7.4 个百分点。2006 年以来，我国东部地区房地产业投资增幅开始回升，同时中西部地区增长幅度也已经高于 30%，全国再次呈现出房地产投资热的局面。未来几年，中国的经济有望继续保持良好的增长态势，将为房地产业的发展创造良好的经济环境。

中国华润地产行业代表企业主要为华润置地、泰国长春置地有限公司、华润营造（控股）有限公司（以下简称“华润营造（控股）”）、华润物业有限公司（以下简称“华润物业”）和华创物业（香港）有限公司（以下简称“华创物业”）。公司地产业务包括物业投资与出租、物业发展、建筑工程和酒店业务。公司投资与出租的物业主要集中在香港、北京、上海及泰国，其中在香港的物业主要由华润物业管理有限公司和华创物业有限公司经营。

华润置地是公司在物业发展业务方面的代表企业，在北京、上海、成都、武汉拥有多个物业发展项目，土地储备丰富，是中国最具规模的发展商之一；华润营造（控股）承接过多项香港和国内房屋建筑工程，旨在发展成为一流的建筑公司；华润物业、华创物业等物业出租业务为集团提供较高的经营利润及经营现金流入。

截至 2006 年底，华润置地地储备超达 819.9 万平方米（建筑面积），出租物业所占楼面面积近 54 万平方米，其中 31 万平方米为零售物业，15 万平方米为写字楼；在北京、上海、深圳、成都、武汉、合肥拥有八家地区公司，累计开发面积近 500 万平方米。

（2）水泥业务

华润水泥控股有限公司（简称“华润水泥”）是公司水泥行业的代表企业，2003 年在香港上市（股票代码“0712.HK”），华润集团持股 74%。

华润水泥是内地和香港两地水泥、混凝土行业中少数产业链完整、纵向一体化程度较高的企业之一。华润水泥在广西壮族自治区的南宁、平南及贵港设有水泥厂，产品主要销售给珠江三角洲客户。此外，华润水泥也在香港及华南地区生产混凝土及相关产品，制造及销售预制件产品。华润水泥 2005 年度净利润为 1253 万港元。

华润水泥自上市以来，年产能由 250 万吨提升至 2006 年的 1000 万吨，但受宏观调控与原材料价格如煤炭价格上涨等因素影响，经营环境困难，负债水平偏高，发展受到限制。2006 年 7 月，母公司华润集团通过其全资拥有的顺创投资有限公司将华润水泥回购下市。回购之后华润水泥继续从事其现有业务，计划在 2007 年底产能将超过 1500 万吨。

日用消费品板块

华润集团从事日用消费品制造与分销的利润中心共有 12 个，是华润集团中最大的一个行业群体，随着生产制造领域的专业化发展以及分销网络的完善，这些利润中心已成为市场上极具竞争力的企业。

(1) 零售业务

公司从事零售业务的代表企业主要为华润万家有限公司（以下简称“华润万家”，华润股份持股 35%）、华润零售（集团）有限公司（以下简称“华润零售”）和华润物流（控股）有限公司（以下简称“华润物流”）。

华润零售历史悠久，在香港经营零售业务，有中艺和华润堂等商号，是香港主要零售商之一；华润物流以配送及仓储为物流业务的发展方向，网络遍及香港和内地，拥有 16 家具有国际货运一级代理资格和无船承运人资格的全资子公司，能够提供专业化程度较高的零售分销物流服务。

华润万家主营内地市场的超市业务，业务领域主要集中在华北、华东、华南三大片区。2006 年度华润万家销售收入 378 亿元，店铺数达 2250 家，在 2007 年 3 月国家商务部公布的

“2006 中国连锁经营 100 强企业榜”中名列第四。

(2) 食品业务

五丰行有限公司（以下简称“五丰行”）是在公司食品行业的代表企业，华润集团附属公司共计持有其 55% 的股权。

五丰行已有 50 多年的历史，是香港最大的鲜活冷冻食品的进口商和分销商，是集食品研究、生产、加工、养殖、屠宰、批发、零售、运输和国际贸易于一体的综合性食品集团。五丰行目前已进入国内市场并在上海投资肉类加工项目。2006 年 1 月，由五丰行和上海锦江国际（集团）有限公司共同投资兴建的上海市第一家大型现代化肉类加工企业——上海五丰上食食品有限公司投入生产，年设计屠宰生猪 300 万头，可满足上海市猪肉消费的三分之一。

(3) 啤酒业务

华润雪花啤酒（中国）有限公司（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。

近年来华润啤酒并购活动频繁，经营规模扩张迅速。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% 的股权等多项资产。

2005 年，华润啤酒总销量 395 万千升，销售总额在全国排名第二；2006 年，华润啤酒总销量达到 530 万千升，占整个行业销量的 15.1%，成为中国啤酒行业首家产销量突破 500 万千升的企业。

目前，华润啤酒经营的啤酒生产企业已经达到 48 家，有 30 多个区域啤酒品牌，其中以“雪花啤酒”最为知名。

(4) 纺织业务

华润轻纺（集团）有限公司（简称“华润

轻纺”)是公司纺织行业的代表企业,华润集团所属公司共持有华润轻纺 55%的股权。

华润轻纺在内地拥有 16 家全资和控股生产企业,企业设备规模达 100 万纱锭、8000 台布机、6 条印染加工线,年产各类纱 11 万吨、各类布 2.3 亿米、印染加工 5000 万米,服装加工能力 100 万打,具有强大的货源基地、完整的贸易渠道和宽广的营销网络,是中国纺织行业最具实力的大型企业之一。华润轻纺的生产基地目前主要分布在山东和江苏,拥有内地和海外两个市场,高端产品主要针对欧、美、日等发达国家市场。

(5) 微电子业务

华润微电子(控股)有限公司(以下简称“华润微电子”)是集团控股的香港上市公司华润励致的下属高科技企业,主要从事集成电路、分立器件两大类产品的设计开发、晶片制造、测试及封装业务。华润微电子下属的无锡华润华晶微电子有限公司、华润半导体有限公司及无锡华润上华半导体有限公司拥有先进的 MOS 集成电路、双极集成电路和分立器件五条晶圆加工生产线,年产 4 英寸、5 英寸、6 英寸圆片近 150 万片;下属的无锡华润硅科微电子有限公司是国内五大集成电路设计公司之一。

除上述行业之外,华润还在通信、压缩机、基础建设等其他领域进行战略性投资。华润集团持有中国联通约 3%的股权,是其第二大股东。

总体来看,公司所涉及行业较多,现有行业都是经过公司历次整合筛选出来的,并且大多是发展历史较长、与大众生活息息相关的传统行业,行业稳定性较好,但专业化程度有待进一步提高。经过 60 多年的发展,公司在所属的较多业务领域内具有明显的规模优势和良好的市场形象。

3. 未来发展

在未来的发展中,公司将坚持“集团多元化、利润中心专业化”的经营模式,进而完善相关的行业战略、地域战略、组织战略、人才

战略和财务战略。

中国华润作为控股公司,职责是制定战略,任免主要经理人,负责财务政策、资金管理、预算和评价考核,协调内部资源;地域战略方面,公司将更加积极和广泛地参与国内投资和行业整合;行业战略方面,公司将选择增长性强和市场空间大的行业主力发展,努力进占行业领导者的地位;人才战略方面,公司将努力建立与“集团多元化,利润中心专业化”战略相匹配的人才组合、薪酬政策、激励机制、评价体系和培训策略;同时围绕合理有效控制风险,保证长期稳定发展,实现股东权益最大化为目标构建财务战略。

2006 年公司再度提出“再造一个华润”的目标,计划用 6-8 年的时间实现比 2005 年财政年度增长一倍的业绩。

未来几年,中国的经济有望继续保持良好的增长态势,公司的资产和市场多分布在香港以及中国内地的经济发达地区,从事的又主要为与人民生活息息相关的行业,居民可支配收入的稳步增加,会支撑公司继续保持较好发展势头。按照目前行业地位、市场占有率和盈利能力来看,公司有望保持未来的适度增长,具有良好的发展前景。

六、财务分析

2004-2006 年公司财务报表经德勤华永会计师事务所审计,该事务所以三年财务报表均出具了无保留意见的审计结论。

截至 2006 年底,公司合并资产总额 1693.89 亿元,所有者权益 437.48 亿元;2006 年全年共实现主营业务收入 1002.77 亿元,利润总额 119.28 亿元。

截至 2006 年底,公司本部资产总额 505.47 亿元,长期投资 487.00 亿元,所有者权益 439.61 亿元。2006 年度本部实现投资收益 76.26 亿元,利润总额 74.10 亿元。

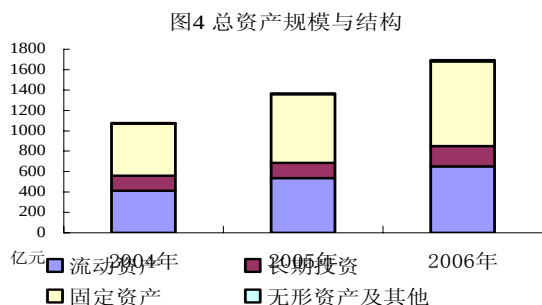
从二级控股子公司的合并范围来看,2004 年底,公司报表合并范围包括华润股份、华润

保险经纪有限公司（以下简称“华润保险”）2家直接控股子公司，以及华润集团、中国康力克进出口有限公司、中国南洋进出口有限公司等共10家通过华润股份间接控股子公司；2005年，华润股份分别从中国华润和华润集团购入华润保险、华京大厦两家公司，华润保险和华京大厦作为二级控股子公司纳入合并范围，此外，2005年华润股份通过外部购入和新设立的形式增加了徐州华鑫发电有限公司(注册资本48000万元，华润股份持股67%)、华润电力(江苏)有限公司（注册资本5000万元，华润股份持股60%）等合并单位；2006年公司合并报表新增华润租赁有限公司(注册资本2500万美元，公司持股60%)、沧州发电厂（注册资本5442万元，公司持股100%）和华氏有限公司（注册资本1美元，公司持股100%）等一级子公司，以及华润东阿阿胶有限公司（注册资本45277万元，华润股份持股54.62%）和沧州华峰热电有限公司（注册资本11000万元，华润股份持股60%）等二级控股子公司。由于公司经营规模大，近三年合并报表范围的变化对公司整体影响不大，公司2004-2006年的财务报表仍具有可比性。

中国华润作为投资控股型企业集团，对下属控股子公司的财务控制能力较强。以下以分析以2004-2006年合并报表为主。

1. 资产质量

(1) 资产规模

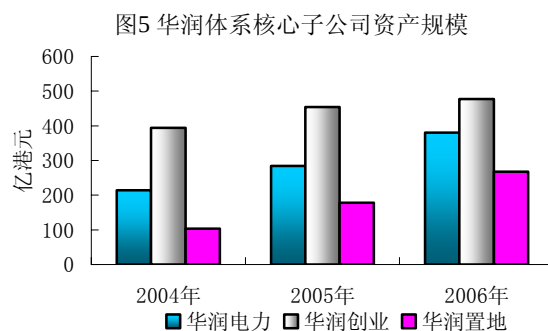


近年来，公司的资产规模呈持续快速增长态势（如图4所示）：2004-2006年底的合并资

产总额分别为1076.76亿元、1368.75万元和1693.89亿元，年平均增长率为25.42%。

作为华润体系的业务经营核心，华润集团的经营状况对公司的发展起到至关重要的作用，其下属核心上市公司的经营业绩则构成华润体系的重心所在。2004-2006年，华润集团旗下华润电力、华润创业、华润置地的资产规模变化趋势如图5所示。

可以看出，2004-2006年三家上市公司的资产规模均呈持续快速增长态势，华润电力、华润创业和华润置地的资产规模年平均涨幅分别为33.31%、10.11%和60.55%。截至2006年底，华润电力、华润创业、华润置地的总资产分别为380.38亿港元、477.54亿港元、267.39亿港元。近年来公司资产规模的快速增长直接源于旗下核心子公司的快速发展。



(2) 资产结构

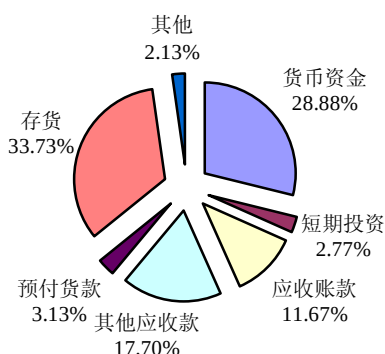
从近三年的资产构成情况来看，公司资产中比重最大的为固定资产，2004-2006年底占比分别为47.29%、49.19%和48.95%；其次为流动资产，2004-2006年底占比分别为38.19%、39.19%和38.46%；长期投资占比分别为13.96%、10.08%和11.81%；无形资产及其他长期资产在总资产中比重很小，近三年期末占比分别为0.56%、0.81%和0.78%。公司总体资产结构比较稳定。

流动资产

2006年底公司流动资产的结构如图6所示。在流动资产中占比重最大的是存货，占比为33.73%；其次为货币资金，占比为28.88%；

占比在5%以上的还有其他应收款和应收账款，占比分别为17.70%和11.67%。

图6 2006年底公司流动资产构成



截至2006年底，公司货币资金的账面余额为188.10亿元，年均增长率9.73%，货币资金充足。

截至2006年底，公司存货账面余额为222.74亿元，其中，房地产开发成本和房地产开发产品共计120.07亿元，占比为53.91%，累计计提跌价准备1.86亿元；原材料25.89亿元，占比为11.62%，累计计提跌价准备0.37亿元；在产品 and 库存商品共计57.65亿元，占比为25.88%，累计计提跌价准备0.80亿元。2006年底公司应收存货净额219.72亿元。

截至2006年底，公司其他应收款账面余额为125.42亿元。从账龄结构来看，1年以内的其他应收款占94.12%；3年以上的占比为1.52%。公司累计计提坏账准备10.11亿元。2006年底公司其他应收款净额115.31亿元。

截至2006年底，公司应收账款账面余额为84.16亿元。从账龄结构来看，1年以内的应收账款占90.70%；3年以上的占比为0.84%。公司累计计提坏账准备8.16亿元。2006年底公司应收账款净额76.00亿元。

总体看，公司货币资金充足，存货中以房地产企业和商业企业的存货为主，跌价准备计提较为充分，应收款项账龄结构健康，坏账准备计提较为充分，公司流动资产的质量较高。

非流动资产

截至2006年底，公司固定资产原值共计959.00亿元，其中机器设备原值为424.02亿元，占比为44.21%；房屋及建筑物原值为396.18亿元，占比为41.31%。其他固定资产还包括电子设备及器具、运输设备和油轮等。截至2006年底，公司固定资产累计折旧和累计减值准备分别为214.74亿元和16.23亿元。截至2006年底，公司在建工程101.19亿元，为建筑工程和技术改造工程，2006年底在在建工程中占比分别为92.30%和7.70%。

截至2006年底，公司长期投资账面余额为199.99亿元，全部为长期股权投资。长期股权投资主要为对广东广合电力有限公司、徐州华润电力有限公司等20余家联营公司的投资，以及对中国联通等20余家单位的其他股权投资，公司对长期股权投资累计计提减值准备3.11亿元。2006年公司按权益法确认联营公司的投资收益为17.35亿元，按成本法核算的被投资单位分派利润为1.16亿元，收益情况较好；2006年底公司长期债权投资减为零，主要是华润股份将持有的万科企业股份有限公司3.05亿元可转换债券于2006年行使其转股权，并将该可转债全部转换为股权。

截至2006年底，公司无形资产及其他长期资产13.28亿元。其中，无形资产6.39亿元，主要为商标使用权、土地使用权、工业产权及专有技术和开采权，占无形资产的比重分别为51.56%、22.46%、17.14%、8.84%；2006年底公司其他长期资产5.85亿元，为出租开发产品；2006年底公司长期待摊费用和股权分置流通权分别为0.57亿元和0.47亿元。

综合上述，公司资产规模大，流动性正常，资产整体质量较高。

2. 负债及所有者权益

2004-2006年，公司负债规模持续快速递增，三年底的负债总额分别为548.55亿元、750.60亿元和936.49亿元，年平均增长率为

30.66%。截至2006年底，公司负债中流动负债占65.77%，长期负债占34.23%，负债结构基本合理。

2004-2006年，公司流动负债规模逐年递增，三年底的流动负债合计分别为321.90亿元、454.80亿元和615.97亿元。截至2006年底，公司流动负债中短期借款占28.08%，应付账款占24.48%，其他应付款占14.69%，一年内到期的长期负债占21.07%，预收帐款占4.49%，应付票据占2.46%，其他占4.73%。

2004-2006年，公司长期负债规模逐年递增，三年底的长期负债合计分别为226.65亿元、295.80亿元和320.51亿元。截至2006年底，公司长期借款256.38亿元，占长期负债的79.99%；应付债券60.00亿元，占长期负债的18.72%，主要为公司2005年5月发行的30亿元10年期的企业债券（“05华润债”）和2006年3月发行的30亿元15年期的企业债券（“06华润债”）。

2004-2006年底公司所有者权益分别为329.06亿元、372.34亿元和437.48亿元，年平均增长率为15.30%，主要来源于未分配利润的增长。截至2006年底，公司所有权益中，实收资本、资本公积、未分配利润占比分别为22.08%、38.02%、41.54%；2006年底外币报表折算差额为-21.86亿元。近年来公司的资本结构如表3所示。

表3 资本结构

项目（亿元）	2004年	2005年	2006年	变动率（%）
所有者权益	329.06	372.34	437.48	15.30
少数股东权益	199.15	245.81	319.91	26.74
短期债务	144.61	199.73	317.92	48.27
长期债务	224.94	293.06	316.38	18.60
负债总额	548.55	750.60	936.49	30.66
资产总额	1076.76	1368.75	1693.89	25.42
指标(%)	2004年	2005年	2006年	平均值
长期债务资本化比率	29.87	32.16	29.46	30.50
全部债务资本化比率	41.16	44.36	45.58	43.70
资产负债比率	50.94	54.84	55.29	53.69

从表3的指标来看，近三年公司全部债务资本化比率有所上升，2006年底为45.58%；而长期债务资本化比率有所波动，2006年底为29.46%。

近年来由于公司负债规模持续递增且其增长幅度超过资产规模的增长，导致资产负债比率呈上升态势。2006年底公司资产负债比率由2004年底的50.94%增至55.29%。

以2006年底的财务数据为基准，加上本期10亿元企业债券，如不考虑其他因素，预计公司资产负债比率将上升至55.55%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至45.97%和30.12%，与2006年底的指标相比上升幅度较小，债务负担仍处于合理范围。

3. 盈利能力

2004-2006年，公司主营业务收入年平均增长率22.52%，主营业务利润年平均增长率27.11%，均呈现快速增长趋势（表4），公司主营业务收入和利润增长主要源于石化、零售和电力业务销售收入的增长。

近三年公司对外投资较大，且投资收益状况良好，2006年公司各项投资收益合计30.54亿元。

从盈利指标看，近三年公司各项盈利指标整体呈上升趋势，2006年底公司主营业务利润率、总资本收益率以及净资产收益率分别为19.24%、9.21%和16.99%，公司整体盈利水平高。

表4 盈利能力

项目（亿元）	2004年	2005年	2006年	变动率（%）
主营业务收入	667.99	794.22	1002.77	22.52
主营业务利润	119.39	133.32	192.89	27.11
投资收益	19.63	37.06	30.54	24.72
利润总额	46.05	75.23	119.28	60.94
净利润	19.36	46.63	74.33	95.96
指标(%)	2004年	2005年	2006年	平均值
主营业务利润率	17.87	16.79	19.24	17.96
总资本收益率	5.36	7.63	9.21	7.40
净资产收益率	5.88	12.52	16.99	11.80

未来几年，由于电力行业的大部分投资项目已经进入投产期，将带来稳定的收益；同时，地产、啤酒等业务也将为公司带来较大的投资回报，公司的整体盈利能力有望进一步提升。

4. 现金流量

近年来公司现金流量的变化情况如表 5 所示。随着主营业务收入的增长，公司经营活动产生的现金流入逐年增长，年平均增长率为 21.56%。随着经营规模的扩张，公司生产经营支出增加，近年来经营活动产生的现金流出与流入的增长幅度基本持平。2004-2006 年经营活动产生的现金流量净额分别为 51.08 亿元、57.12 亿元和 53.27 亿元，年平均增长率为 2.13%，公司经营活动产生的现金流量净额规模较大，现金流状况较好；受经营性应收款项和应收票据增加的影响，在主营业务收入增长情况下，近三年公司现金收入比率有所下降，2004-2006 年公司现金收入比率分别为 100.08%、98.74%和 98.40%。

表5 现金流量

项目（亿元）	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
经营活动现金流入	671.04	795.71	991.59	21.56
经营活动现金流出	619.96	738.60	938.32	23.03
经营活动产生的现金流量净额	51.08	57.12	53.27	2.13
投资活动现金流入	32.64	89.67	93.82	69.54
投资活动现金流出	168.55	193.62	267.87	26.06
投资活动产生的现金流量净额	-135.92	-103.95	-174.05	
筹资活动现金流入	271.36	338.03	465.82	31.02
筹资活动现金流出	173.66	250.14	356.52	43.28
筹资活动产生的现金流量净额	97.70	87.89	109.29	5.77
现金及现金等价物净增加额	13.13	44.89	-14.21	
指标(%)	2004 年	2005 年	2006 年	平均值
现金收入比率	100.08	98.74	98.40	99.07

2004-2006年，公司投资活动产生的现金流

量净额分别为 -135.92 亿元、-103.95 亿元和 -174.05 亿元。近年来公司投资项目较多，投资力度不断加大，主要投资流向新建电厂、地产项目开发、新建水泥厂、啤酒和零售行业的并购、以及其他长期投资项目；现金流入主要包括出售非核心业务的子公司收回投资收到的现金、处置固定资产等长期资产所收到的现金，以及变现的投资收益。

2004-2006年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 97.90 亿元、87.89 亿元和 109.29 亿元。近年来随着公司投资规模持续增长，权益性融资和债权类融资呈增长趋势，外部融资成为公司近年来投资活动的重要资金来源。

5. 偿债能力

2004-2006年公司的流动比率和速动比率呈现下降的趋势（表6），2006年底公司流动比率为 105.75%，流动比率正常；由于华润置地土地存货较大导致近三年报表反映的速动比率偏低，2006年 70.08%。

2004-2006年公司利润总额的大幅增长导致 EBITDA 大幅增长，但由于利息支出的大幅增长，使得 EBITDA 利息倍数呈现波动，2006 年这一指标为 8.82 倍，EBITDA 对利息支出的保护能力仍然较强；近三年公司债务保护倍数逐年上升，2006 年为 0.19 倍；2006 年公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数均为负，2006 年为 -0.19 倍。

2006年底公司总债务余额为 644.30 亿元，不考虑其他因素，2007 年 10 亿元企业债券发行后的公司的总债务将为 654.30 亿元。本期企业债发行额度占此债务总额的 1.53%，对财务结构影响较小。

公司控股 5 家上市公司，且经营业绩良好，直接融资便利；公司与国内外多家商业银行建立有稳固的合作关系，间接融资渠道畅通。此外，由于公司的特殊地位，在融资方面能够得到国家有关部门的大力支持。因此，公司的综合融资能力很强。

表6 偿债能力

项目(亿元)	2004年	2005年	2006年	变动率(%)
EBITDA	80.28	126.98	186.49	52.41
利息支出	7.53	16.22	21.14	67.57
筹资活动前现金流量净额	-84.83	-46.84	-120.78	
指标	2004年	2005年	2006年	平均值
流动比率(%)	127.75	117.95	105.75	117.15
速动比率(%)	84.77	83.40	70.08	79.42
EBITDA 利息倍数(倍)	10.66	7.83	8.82	9.10
债务保护倍数(倍)	0.12	0.17	0.19	0.16
筹资活动前现金流量净额保护倍数(倍)	-0.23	-0.10	-0.19	-0.17

综合以上,我们认为,公司收入和经营活动现金流量规模较大,货币类资金充足,再加之公司较强的融资能力,公司对全部债务的还本付息能力很强,对本期债券的偿还能力很强,本期债券不能按期还本付息的风险很小。

七、债权保护条款分析

公司已与中国农业银行签订担保协议。我们的分析是建立在“中国农业银行为公司发行的本期债券提供无条件不可撤销的连带责任保证担保”的基础上。

1. 担保人行业分析

商业银行是储蓄与投资相互转化的主要中介,在国民经济发展中发挥着重要作用。2006年末中国银行业总资产高达 43.95 万亿元,同比增长 17.3%;总负债达 41.71 万亿元,同比增长 16.5%。银行在金融业中的主体地位进一步增强。

中国银行业的发展和监管呈现良好态势,稳健经营取得新成效,经营指标显著改善,所有者权益、税前利润、资本充足水平和损失准备金抵补率大幅提高。截至 2006 年三季度末,我国商业银行中资本充足率达标的已有 66 家,比年初增加 13 家;达标银行数量占比达

44.30%,达标银行资产占商业银行总资产的 73.58%。银行业总体实力和抗风险能力明显增强。

2006 年中国银行业总体风险状况进一步好转。银监会成立以来,一直把银行业不良贷款的下降作为监管工作的重中之重,积极推进银行业金融机构体制和机制改革,不断推动商业银行积极清收贷款和利用拨备核销贷款损失,提高信贷资产质量,连续 4 年实现了商业银行不良贷款余额和比例的“双下降”。据统计,2006 年 12 月末中国境内商业银行(包括国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行和外资银行)不良贷款余额 12549.2 亿元,比 2006 年初减少 584.4 亿元,不良贷款率为 7.09%,比 2006 年初下降 1.51 个百分点。主要商业银行(国有商业银行和股份制商业银行)不良贷款余额 11703.0 亿元,比 2006 年初减少 493.6 亿元,不良贷款率 7.51%,比 2006 年初下降 1.39 个百分点。其中,国有商业银行不良贷款余额 10534.9 亿元,比 2006 年初减少 189.9 亿元,不良贷款率 9.22%,比 2006 年初下降 1.28 个百分点。股份制商业银行不良贷款余额 1168.1 亿元,比 2006 年初增加 303.7 亿元,不良贷款率 2.81%,比 2006 年初下降 1.39 个百分点。

2005 年以来,经过重组改制,交通银行、中国建设银行、中国银行、中国工商银行先后在香港、上海挂牌上市交易。中行、建行、工行、交行等国有大行的成功改制上市将成为我国金融体系“大变革”的里程碑,我国银行业的整体素质和经营机制发生或开始发生根本性转变,奠定了我国金融业健康发展的格局。

2006 年 12 月 11 日,国务院颁布实施了《中华人民共和国外资银行管理条例》及相应《实施细则》,外资银行可以从事全面人民币业务,但外资银行采用分行模式仍只能从事部分人民币业务,外资银行如果要从事全面人民币业务,还需采用法人银行模式。可以看出,外资银行要在人民币业务领域对中资银行构成威胁还需

几年时间。

总体看来,我国银行业在良好的经营环境中,资产质量、盈利能力、管理水平有明显提高,外资银行的进入在短期内不会对中资银行构成全面威胁。

2. 担保人担保能力分析

中国农业银行是我国四大国有商业银行之一,是中国国内机构网络分布最广的银行。

农行实“一级法人体制”,总行对分支行实行垂直领导,所有分支行机构在总行授权、转授权或再转授权的范围之内经营,即统一法人、统一对外承担责任,按照“分级管理,授权经营”的方式经营。

目前农行网点遍布中国城乡,是国内网点最多、业务辐射范围最广的大型国有商业银行。业务领域已由最初的农村信贷、结算业务,发展成为品种齐全,本外币结合,能够办理国际、国内通行的各类金融业务。

截至 2005 年末,农行的资产总额为 47710.19 亿元,存款总额为 40368.54 亿元,贷款总额为 28292.91 亿元,所有者权益合计 796.07 亿元;2005 年实现经营利润 424.83 亿元,实现税前利润 78.78 亿元。截至 2005 年底,按贷款五级分类,农行不良贷款占比为 26.17%,较 2004 年下降 0.56%。2006 年,在《银行家》对世界 1000 家商业银行按一级资本的排名中,农行列第 60 位。农行连续多年入选《财富》“世界 500 强”企业,并首批取得 QFII 托管行资格。

据农行最新公布数据显示,2006 年农行境内外合并经营利润达到 581.00 亿元,较 2005 年增长 37.04%;截至 2006 年底,农行本外币存款为 47366.54 亿元,本外币贷款为 31378.91 亿元。2006 年,农行不良贷款占比为 23.44%,较 2005 年下降 2.73%,但距监管层 8%的要求还有较大差距。

农行的主要优势为:资产规模 and 市场份额较大,资金调度能力较强;业务网点广泛且覆盖率高;有一批业务熟练、经验丰富的管理人

员和业务人员。主要问题是体制与机制不灵活,效率不高,资产质量偏低,不良资产较大,资本充足率较低,冗员较多,有一定管理难度。

本期债券额度占农行 2006 年底存款总额的 0.021%,贷款总额的 0.032%,相当于 2006 年农行经营利润的 1.72%。立即偿还担保的本期债券对农行影响很小。

总的来看,农行作为我国四大商业银行,对国民经济的影响巨大,对我国金融体系举足轻重。本期债券由中国农业银行提供无条件不可撤销连带责任的担保,整体担保实力很强。

八、综合评价

中国华润是国资委下属的大型国有独资企业,市场化程度高,在香港和内地都具有较强实力。公司法人治理结构基本完善,目前的管理模式运转顺畅。作为一家多元化控股企业,公司十分重视企业内部管理,6S 管理体系符合公司经营特点,管理效果较明显。公司整体管理水平较高,管理风险小。

公司现有业务涉及范围广,大多是与大众生活息息相关的传统行业,行业稳定性较好。公司实行“集团多元化、利润中心专业化”的经营模式,经营风险分散,且在所属的较多业务领域内具有较大的规模优势,近年来整体经营状况良好。从财务状况来看,目前公司资产规模很大,资产质量较高;公司债务负担基本合理,有较强的盈利能力,整体偿债能力强。

本期债券由中国农业银行提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中国农业银行具有较强的整体实力,为本期债券提供的担保实力很强。

综上所述,本期债券到期不能还本付息的风险很小。

附件 1 截至 2006 年底公司直接控股与二级控股子公司

直接控股子公司全称	注册地	注册资本	公司直接持股比例	公司间接持股比例	是否合并
华润股份有限公司	北京	人民币 1,646,706.35 万元	99.9842%		是
华润租赁有限公司	北京	美元 2,500 万元	60%	40%	是
沧州发电厂	沧州	人民币 5,442 万元	100%		是
华氏有限公司	英属维尔金群岛	美元 1 元	100%		是

二级控股子公司全称	注册地	注册资本	华润股份直接持股比例	华润股份间接持股比例	
华润(集团)有限公司	香港	港币 90 亿元	100%		是
中国康力克进出口有限公司	北京	人民币 7,480 万元	95%	5%	是
中国南洋进出口有限公司	北京	人民币 3,675 万元	80%	20%	是
中润国内贸易有限公司	北京	人民币 7,762 万元	80%	20%	是
华润国际招标有限公司	北京	人民币 800 万元	91%	9%	是
华润建筑有限公司	北京	人民币 5,000 万元	90%	10%	是
北京华夏企业有限公司	北京	美元 139 万元	51%	49%	否
广东华夏货运有限公司	广州	美元 124 万元	51%	49%	是
深圳华夏货运有限公司	深圳	美元 160 万元	51%	49%	是
深圳南洋贸易有限公司	深圳	人民币 560 万元	89.30%	10.70%	否
华润东阿阿胶有限公司	聊城	人民币 45,277 万元	54.62%		是
华润保险经纪有限公司	深圳	人民币 1,000 万元	85%	15%	是
华京大厦	北京	人民币 768 万元	85%	15%	是
徐州华兴投资有限公司	江苏	人民币 60,561 万元	51%		是
徐州华鑫发电有限公司	江苏	人民币 48,000 万元	67%		是
华润电力(江苏)有限公司	江苏	人民币 5,000 万元	60%		是
沧州华峰热电有限公司	沧州	人民币 11,000 万元	60%		是
深圳国际信托投资有限公司	深圳	人民币 263,000 万元	51%		否

附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币亿元）

资 产	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	156.23	204.65	188.10	9.73
短期投资	1.93	16.06	18.25	207.15
减：短期投资跌价准备	0.25	0.26	0.23	-4.22
短期投资净额	1.69	15.80	18.02	226.97
应收票据	3.63	3.25	12.41	84.83
应收股利	0.97	1.17	0.73	-12.98
应收利息	0.02	0.03	0.02	7.05
应收账款	49.63	65.42	84.16	30.21
其他应收款	64.91	92.57	125.42	39.00
减：坏账准备	13.20	15.12	18.26	17.60
应收账款净额	101.34	142.88	191.31	37.39
预付账款	8.78	11.21	20.40	52.41
应收补贴款	0.05	0.07	0.35	159.87
存货	140.04	159.18	222.74	26.12
减：存货跌价准备	1.69	2.02	3.03	33.68
存货净额	138.35	157.16	219.72	26.02
待摊费用	0.17	0.25	0.35	42.09
待处理流动资产净损失	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的长期债权投资	0.00	0.00	0.00	
流动资产合计	411.23	536.47	651.40	25.86
长期投资				
长期股权投资	148.67	146.58	203.10	16.88
长期债权投资	3.05	3.05	0.00	-100.00
长期投资合计	151.72	149.63	203.10	15.70
减：长期投资减值准备	1.41	1.81	3.11	48.59
长期投资净额	150.31	147.82	199.99	15.35
合并价差	0.00	0.00	0.00	
固定资产				
固定资产原值	555.43	731.31	959.00	31.40
减：累计折旧	144.50	175.29	214.74	21.90
固定资产净值	410.93	556.02	744.26	34.58
固定资产净值减值准备	16.18	16.63	16.23	0.17
固定资产净额	394.75	539.39	728.03	35.80
工程物资	0.00	0.00	0.00	
在建工程	114.49	133.98	101.19	-5.99
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
待处理固定资产净损失	0.00	0.00	0.00	
固定资产合计	509.25	673.37	829.22	27.61
无形资产及其他资产				
无形资产	5.97	5.27	6.39	3.49
股权分置流通权	0.00	0.00	0.47	
长期待摊费用	0.01	0.01	0.57	733.79
其他长期资产	0.00	5.82	5.85	
无形资产及其他资产合计	5.98	11.11	13.28	49.08
递延税项				
递延税项借项	0.00	0.00	0.00	
资产总计	1076.76	1368.75	1693.89	25.42

附件 2-2 资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：人民币亿元）

负债及所有者权益	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	79.76	88.11	172.97	47.26
应付票据	6.45	15.55	15.17	53.35
应付账款	75.01	112.78	150.81	41.79
预收账款	25.58	23.31	27.67	4.00
代销商品款	0.00	0.00	0.00	
应付工资	2.57	3.63	4.64	34.28
应付福利费	0.57	0.69	1.35	53.83
应付股利	0.07	0.25	0.92	250.76
应交税金	3.51	4.40	8.74	57.95
其他应交款	0.02	0.02	0.41	409.97
其他应付款	59.76	99.33	90.46	23.04
预提费用	10.20	10.65	13.04	13.09
一年内到期的长期负债	58.40	96.07	129.78	49.07
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	321.90	454.80	615.97	38.33
长期负债				
长期借款	203.03	261.54	256.38	12.37
应付债券	21.91	31.51	60.00	65.49
长期应付款	1.68	2.48	3.41	42.43
专项应付款	0.00	0.26	0.33	
递延收益	0.00	0.00	0.39	
其他长期负债	0.03	0.00	0.00	-100.00
长期负债合计	226.65	295.80	320.51	18.92
递延税项				
递延税项贷款	0.00	0.00	0.00	
负债合计	548.55	750.60	936.49	30.66
少数股东权益	199.15	245.81	319.91	26.74
股东权益				
实收资本	96.62	96.62	96.62	0.00
资本公积	155.83	160.70	166.33	3.31
盈余公积	5.06	9.01	14.68	70.36
未分配利润	70.39	113.06	181.73	60.68
外币报表折算差额	1.16	-7.05	-21.87	
股东权益合计	329.06	372.34	437.48	15.30
负债及股东权益合计	1076.76	1368.75	1693.89	25.42

附件 3 利润及利润分配表

(单位: 人民币亿元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	667.99	794.22	1002.77	22.52
减: 折扣与折让	0.00	0.00	0.00	
主营业务收入净额	667.99	794.22	1002.77	22.52
减: 主营业务成本	540.17	652.19	794.73	21.30
主营业务税金及附加	8.42	8.72	15.15	34.13
二、主营业务利润	119.39	133.32	192.89	27.11
加: 其他业务利润	7.31	4.19	0.85	-65.94
减: 存货跌价损失	0.00	0.00	0.00	
营业费用	53.81	58.90	70.80	14.70
管理费用	42.61	41.69	44.15	1.79
财务费用	6.09	10.29	4.29	-16.04
三、营业利润	24.19	26.64	74.50	75.49
加: 投资收益	19.63	37.06	30.54	24.72
补贴收入	1.47	3.18	1.69	7.17
营业外收入	0.94	9.16	12.78	269.27
减: 营业外支出	0.18	0.81	0.23	12.82
其他支出	0.00	0.00	0.00	
加: 以前年度调整	0.00	0.00	0.00	
四、利润总额	46.05	75.23	119.28	60.94
减: 所得税	5.44	6.68	12.30	50.29
减: 少数股东损益	21.25	21.91	32.65	23.96
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	
五、净利润	19.36	46.63	74.33	95.96
加: 年初未分配利润	53.13	70.39	113.06	45.88
盈余公积转入数	0.00	0.00	0.00	
减: 合资企业提取奖福基金	0.00	0.00	0.00	
其他调整因素	0.00	0.00	0.00	
六、可供分配的利润	72.48	117.02	187.39	60.79
减: 提取法定盈余公积	1.54	2.86	5.67	91.65
提取法定公益金	0.55	1.09	0.00	-100.00
应付财政部利润	0.00	0.00	0.00	
转增国家资本金	0.00	0.00	0.00	
七、未分配利润	70.39	113.06	181.73	60.68

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币亿元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	668.50	784.18	986.71	21.49
收到的租金	0.00	0.00	0.00	
收到的税费返还	0.22	0.05	0.61	65.98
收到的其他与经营活动有关的现金	2.31	11.49	4.27	35.89
现金流入小计	671.04	795.71	991.59	21.56
购买商品、接受劳务支付的现金	491.04	569.84	739.32	22.70
经营租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
支付给职工以及为职工支付的现金	41.65	43.91	57.23	17.22
支付的各项税费	12.68	15.50	23.99	37.58
支付的其他与经营活动有关的现金	74.59	109.35	117.77	25.65
现金流出小计	619.96	738.60	938.32	23.03
经营活动产生的现金流量净额	51.08	57.12	53.27	2.13
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	12.30	36.35	20.86	30.23
处置子公司及其他经营单位的净现金流入	0.00	10.71	7.90	
取得投资收益所收到的现金	13.78	18.08	22.63	28.14
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	6.55	21.53	39.50	145.54
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	1.47	0.01	
合并范围变更收到的现金	0.00	1.54	2.91	
现金流入小计	32.64	89.67	93.82	69.54
购买子公司及其他经营单位的净现金流入	15.75	5.79	20.98	15.42
处置子公司流出的现金	1.32	0.00	0.00	-100.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	131.77	144.05	181.40	17.33
投资所支付的现金	19.72	40.63	62.58	78.17
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	3.15	2.91	
现金流出小计	168.55	193.62	267.87	26.06
投资活动产生的现金流量净额	-135.92	-103.95	-174.05	13.16
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资所收到的现金	5.27	55.53	72.40	270.49
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	
借款所收到的现金	263.21	274.11	382.27	20.51
收到的其他与筹资活动有关的现金	2.89	8.39	11.15	96.61
现金流入小计	271.36	338.03	465.82	31.02
偿还债务所支付的现金	160.02	219.12	309.58	39.09
发生筹资费用所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	13.63	26.84	43.57	78.82
融资租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
减少注册资本所支付的现金	0.00	0.00	0.00	
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.01	4.17	3.37	1482.87
现金流出小计	173.66	250.14	356.52	43.28
筹资活动产生的现金流量净额	97.70	87.89	109.29	5.77
四、汇率变动对现金的影响	0.27	3.84	-2.72	
五、现金及现金等价物净增加额	13.13	44.89	-14.21	

附件 4-1 现金流量表补充资料

(单位: 人民币亿元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
非货币交易换入固定资产	0.46	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
以非现金资产清偿购买子公司对价	2.67	1.22	0.00	
无偿划拨的长期投资			1.36	6.94
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	19.36	46.63	74.33	112.60
加: 少数股东损益	21.25	21.91	32.65	63.43
计提的资产减值准备	3.52	5.03	6.45	150.65
固定资产折旧	26.22	34.88	45.36	39.77
无形资产摊销	0.43	0.46	0.45	6.47
长期待摊费用摊销	0.06	0.20	0.26	1.68
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	-0.92	-9.12	-12.42	
待摊费用减少(减:增加)	0.14	-0.07	-0.10	
预提费用增加(减:减少)	2.57	0.26	2.39	
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	7.26	12.37	12.69	38.52
投资损失(减:收益)	-20.04	-37.85	-31.97	29.17
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	
存货的减少(减:增加)	-17.16	-25.03	-61.95	83.09
经营性应收项目的减少(减:增加)	-15.72	-38.44	-46.55	178.78
经营性应付项目的增加(减:减少)	24.10	45.88	31.68	22.46
其他	0.00	0.00	0.00	
经营活动产生的现金流量净额	51.08	57.12	53.27	18.42
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	154.64	199.54	185.32	14.44
减: 货币资金的期初余额	141.51	154.64	199.54	39.33
现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	13.13	44.89	-14.21	

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	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+利息支出+少数股东损益) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务= (长期债务+短期债务)

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

附件6 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

企业主体长期信用等级的定义同长期债。

关于中国华润总公司 2007 年 10 亿元企业债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信将在本期债券发行后第 12 个月发布及于每年公司年报公布后的一个月内进行定期跟踪评级，并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

中国华润总公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国华润总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，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中国华润总公司的经营管理状况及本期债券的相关信息，如发现中国华润总公司出现重大变化，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，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如中国华润总公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国华润总公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券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中国华润总公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零零七年五月八日