

信用等级公告

联合[2008] 025 号

联合资信评估有限公司通过对华润股份有限公司 2008 年 85 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

华润股份有限公司
2008 年 85 亿元公司债券的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零八年七月二十三日



华润股份有限公司

2008 年 85 亿元公司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

评级展望: 稳定

本期企业债券信用等级: AAA

本期企业债券发行额度: 85 亿元

本期企业债券发行期限: 10 年期, 60 亿元
15 年期, 25 亿元

评级时间: 2008 年 7 月 23 日

财务数据:

项 目	2005 年	2006 年	2007 年
资产总额 (亿元)	1369.83	1691.36	2237.65
所有者权益 (亿元)	372.37	436.37	548.03
长期债务 (亿元)	262.13	255.35	353.93
全部债务 (亿元)	462.64	571.29	728.43
主营业务收入 (亿元)	794.18	1000.91	1128.24
净利润 (亿元)	47.10	73.92	88.68
EBITDA (亿元)	127.27	186.04	249.64
主营业务利润率 (%)	16.78	19.29	22.03
净资产收益率 (%)	12.65	16.94	16.18
资产负债率 (%)	54.88	55.29	55.43
全部债务资本化比率 (%)	42.81	43.04	42.20
流动比率 (%)	117.66	103.56	114.66
全部债务/EBITDA (倍)	3.63	3.07	2.92
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.92	8.73	8.33

注: 所有者权益中不含少数股东权益。

分析师

张 莉

010-85679696-8817

zhangli@lianheratings.com.cn

刘小平

010-85679696-8830

liuxp@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(简称“联合资信”)对华润股份有限公司(简称“公司”)的评级反映了其在资产规模、主业成长性和获利能力、品牌以及管理方面的显著优势,联合资信也关注到公司涉及领域较多且产业关联度低、快速扩张对资金需求量大等因素对其整体偿债能力的不利影响。

未来中国个人消费市场需求增长空间较大,公司电力、地产、零售和啤酒等业务将贡献稳定收益;虽然公司仍有较大规模的资本性支出,但其有效的财务管理和资源整合能力有助于化解信用风险。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券由华润股份的母公司中国华润总公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。整体看,本期公司债券到期不能还本付息的风险很小。

优势

1、公司实行多元化经营,资产规模大,整体抗风险能力很强。

2、公司旗下品牌知名度高,销售网络覆盖面广,市场容量大。

3、公司电力、地产、零售和啤酒等核心业务规模优势明显,近年来业绩增长强劲,市场前景稳定。

4、公司主要业务集中在中国经济发展较快的重点城市,主营业务盈利能力强,整体发展态势较好。

关注

1、公司处于快速扩张期,资本性支出规模大。

2、医药板块涉及的重组资产较为庞杂,业

务整合具有挑战性。

3、受煤炭供应紧张和价格高企的影响，2008年首季度中国电力行业整体盈利水平明显下滑，公司电力板块经营业绩也将受此影响。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项使得联合资信评估有限公司（联合资信）与华润股份有限公司（华润股份）构成委托关系外，联合资信及参与本次评级的人员与华润股份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。
- 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。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华润股份提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 华润股份 2008 年 85 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效。根据跟踪评级的结论，在有效期内，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

华润股份有限公司（以下简称“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（以下简称“中国华润”）作为主发起人，联合中国粮油食品（集团）有限公司、中国中化集团公司、中国五矿集团公司、中国华能集团公司四家单位联合发起组建的股份有限公司。目前公司注册资本为人民币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，目前已形成基础设施及公用事业、地产及相关业务、日用消费品制造与分销、医药制造与分销四大板块并举的多元化经营架构，投资经营范围涉及电力、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2007年底，公司合并报表包括17家直接控股子公司（附表1）。

截至2007年底，公司合并资产总额2237.65亿元，所有者权益548.03亿元，少数股东权益449.36亿元；2007年实现主营业务收入1128.24亿元，净利润88.68亿元。

公司地址：北京市东城区建国门北大街8号华润大厦。法定代表人：宋林。

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批准，华润股份拟于2008年发行总额为85亿元的公司债券（简称“本期债券”）。本期债券分为两个品种，其中，10年期品种计划发行规模60亿元，采用固定利率；15年期品种计划发行规模25亿元，采用固定利率。本期债券按债券面值平价发

行，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息，最后一期利息随本金兑付时一起支付。

本期债券由华润股份母公司中国华润提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2、本期债券筹资项目概况

本期债券募集资金85亿元，其中，57亿元用于打造公司医药产业平台的股权兼并收购项目，该部分项目涉及资金总额约为95亿元；12.5亿元用于偿还短期银行贷款，调整公司的债务结构；15.5亿元用于公司医药企业股权收购后的整合以及打造医药产业平台所需的流动资金。

收购医药企业股权

根据国家有关部门批准，华润系统已与相关机构签署协议或备忘录，预计支付95亿元收购三九医药股份公司71.35%股权、上海医药集团公司（简称“上药集团”）50%股权、北京医药集团有限责任公司（简称“北药集团”）40%股权及上海医疗器械（集团）有限公司（简称“上械集团”）99%股权，公司拟以本期债券募集资金中的57亿元投入上述收购项目。

（1）拟投资40亿元用于收购三九企业集团（简称“三九集团”）的核心医药资产—三九医药股份公司71.35%股权

2007年初，根据国资委“国资评价[2007]243号”《关于华润（集团）有限公司对三九企业集团实施托管的通知》，华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”）以战略投资者身份开始重组三九集团。2007年7月，根据国资委“国资评价[2007]630号”《关于三九集团重组有关问题的批复》（和“国资评价[2007]682号”《关于三九集团重组中有关事项变更的批复》），华润医药集团有限公司与三九集团签订协议，通过收购新三九控股有限公司100%股权，获得三九集团的核心医药资产—三九医药股份公司71.35%股权，并将以此作为发展品牌中药的平台。该收购已经商务部“商资批[2007]1638号”《关于统一华润医药集团有限公

司并购新三九控股有限公司及增资的批复》批复。此次收购所需24亿元资金主要通过发行本期债券筹集。

(2) 拟投资20亿元用于收购北药集团50%股权

2006年2月,根据国资委“国资评价[2006]135号”《关于中国华润总公司对中国华源集团有限公司实施托管的通知》,选定中国华润作为中国华源集团有限公司(简称“华源集团”)的战略投资者,对华源集团实行委托管理。

华源集团原持有的北药集团50%股权,已被质押给国家开发银行。2006年12月,华润股份与北药集团相关股东、北京市国资委、北京市国有资产经营公司以及债权人国家开发银行达成一致,签署以20亿元收购北药集团50%股权的协议,该项收购于2006年12月获得北京市国资委批准。公司拟用本期债券募集资金中的12亿元投入该收购项目。

(3) 拟投资30亿元用于收购上药集团40%股权

华源集团原持有的上药集团40%股权,已被多家银行冻结。2006年10月,根据国资委“国资改革[2006]1387号”《关于中国华润总公司与中国华源集团有限公司重组的通知》,中国华润与多家债权人就华源集团持有上药集团40%股份冻结及债务偿还问题签署谅解备忘录,目前正与相关债权人积极协商。公司拟以30亿元收购华源集团所持上药集团40%的股权,并拟通过本期债券募集资金中的18亿元投入该收购项目。

(4) 拟投资5亿元用于收购上械集团99%股权

上械集团成立于1991年3月,在医疗器械行业具有一定的市场地位,2006年底经审计的净资产为4.25亿元,华源集团下属的中国华源生命产业有限公司持有其99%股权。2007年4月,华润股份与中国华源生命产业有限公司签署股权转让协议,收购其持有的上械集团99%股权并实施整合,收购整合资金约5亿元。目前股

权相关评估、转让、过户手续已办理完毕。公司拟以本期债券募集资金中的3亿元投入该收购项目。

通过上述收购兼并,公司将围绕化学普药制造、品牌中药和医药分销三大核心业务,促进现有医药产业资源的整合,打造大型央企医药产业平台。

偿还短期银行贷款

截至2007年12月底,华润股份尚有未到期的短期银行贷款金额122亿元。由于短期贷款比例较高,且均为浮息债务,不利于公司锁定中长期的财务成本。华润股份拟通过本次债券筹集资金中的12.5亿元偿还部分即将到期的银行借款,调整债务结构,支持公司长期发展。

补充流动资金

公司完成上述项目收购后,拟对收购的医药资产进行整合,建立集药品研发、生产制造、分销零售等上下游产业的大型医药产业平台。公司拟通过本期债券筹集资金中的15.5亿元为后续整合及建立医药产业平台所需的流动资金。

三、基础素质

1、规模与竞争力

华润股份的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。华润集团是华润股份的全资子公司。由此构成中国华润、华润股份和华润集团三层控股结构的华润体系(参见附件1)。

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（以下简称“华润电力”，股票代码“0836.HK”）、华润创业有限公司（以下简称“华润创业”，股票代码“0291.HK”）、华润置地有限公司（以下简称“华润置地”，股票代码“1109.HK”）、华润励致有限公司（以下简称“华润励致”，股票代码“1193.HK”）4家直接控股的上市公司，为一级利润中心的核心。

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。公司通过华润集团持有华润电力66.42%的股份。截至2007年底，华润电力总资产为638.15亿港元，股东权益为248.13亿港元；2007年实现营业收入168.30亿港元、净利润38.06亿港元（含少数股东损益）。在中国社会科学院工业经济研究所联合中国经营报社共同发布的2007年企业竞争力测评中，华润电力获选为“2007中国最具竞争力港股上市公司”，并在中国香港上市公司竞争力测评中名列第一。

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。公司通过华润集团持有华润创业51.69%的股份。截至2007年底，华润创业总资产606.91亿港元，股东权益301.64亿港元；2007年实现营业收入515.13亿港元、净利润54.70亿港元。在2007年4月《福布斯》杂志公布的“全球2000强企业”排名中，华润创业位于第1129位；在《亚洲金融》主办的“2007年度亚洲最佳企业（中国）”评选中，华润创业位于最佳企业管治第五名和最佳投资者关系第六位。

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，公司通过华润集团持有华润置地62.05%的股份。截至2007年底，华润置地总资产474.85

亿港元，股东权益236.12亿港元；2007年实现营业收入56.81亿港元、净利润14.75亿港元。2006年华润置地先后获得国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院联合评选出的“2006中国大陆在香港上市房地产公司综合实力TOP10”，和《新地产》杂志社授予的“第六届中国房地产上市公司10强”称号。

华润励致于1994年11月在香港联合交易所上市，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，公司通过华润集团持有华润励致69.24%的股份。截至2007年6月底，华润励致资产总额90.7亿港元，股东权益29.5亿港元；2007年实现营业收入42.64亿港元，净利润1.52亿港元。2007年8月，华润励致出售其业绩不理想的压缩机业务；并于2008年3月与其附属公司华润上华科技有限公司的半导体业务合并，组成华润微电子有限公司（0597.HK），继续扩充其半导体业务。

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，电力、地产、零售等多项主业业绩突出，公司具备规模优势，整体抗风险能力强。

2、人力资源

公司现任高管人员8人，均具有大专以上学历，并在外贸或相关专业领域从事管理工作多年。

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。公司总经理宋林先生，已在华润集团工作近20年，历任华润石化（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。

目前公司员工超过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%。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。

整体而言，公司高级管理人员具有丰富的管理经验，员工队伍年轻化，整体素质较高。

四、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。公司董事会由六名董事组成，由股东大会选举产生，其中董事长及副董事长各一人，由全体董事选举产生。公司监事会由三名监事组成，其中两名为股东代表监事，由股东大会选举产生；一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。

总的来看，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。

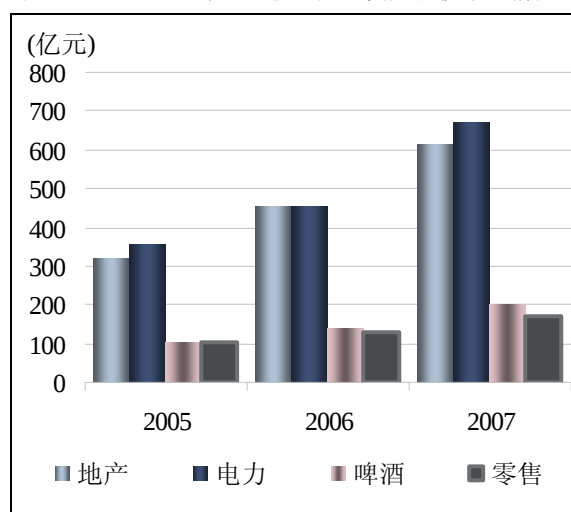
五、经营分析

1、经营现状

历经多年发展，目前公司业务已形成基础

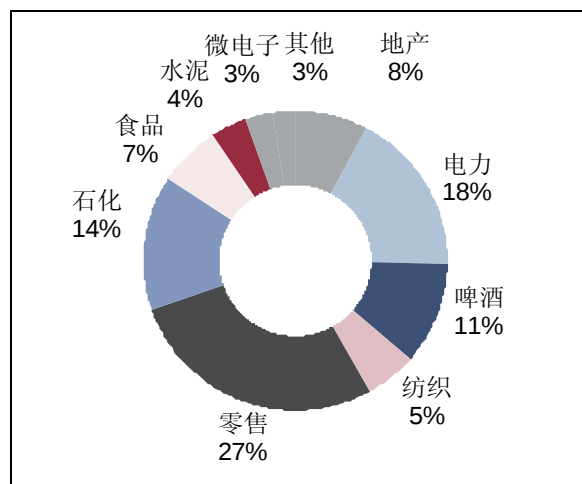
设施及公用事业、地产及相关业务、日用消费品制造与分销、医药制造与分销四大板块并举的多元化经营架构，业务涉及电力、地产、零售、食品、微电子、医药、燃气、啤酒、纺织、水泥等多个领域。作为经营核心的电力、地产、零售和啤酒行业，资产规模在整个产业集群分布中位居前四，并随着公司近年来投资力度不断加大，上述行业资产规模迅速攀升，其中啤酒和电力行业资产规模年均增长率分别高达40.72%和37.98%（图1）。

图1 2005-2007年公司核心产业资产规模增长情况



数据来源：公司提供

图2 2007年公司主营业务收入按行业分布



数据来源：公司提供。

注：公司2007年置入的燃气业务收入含在石化业务里面；2007年合并范围内的医药业务含在其他里面。

从 2007 年公司主营业务收入的行业分布情况看，零售、电力、地产、石化、啤酒 5 个行业贡献率较高（图 2），但石化业务由于缺乏上游资源的支持并未作为优势产业规划，2007 年 4 月公司已从石化领域退出。

基础设施及公用事业板块

（1）电力业务

近年来中国电力工业快速发展。据中国电力企业联合会最新统计，截至 2007 年底，中国发电装机容量 7.13 亿千瓦，同比增长 14.36%，受国家对电源项目进行调控的影响，电力行业投资过热的状况有所缓解，年装机容量增长率较上年下降近 8 个百分点，增速明显回落；2007 年全国发电量为 32559 亿千瓦时，同比增长 14.44%，全社会用电量 32458 亿千瓦时，同比增长 15.66%，中国是目前仅次于美国的世界第二大电力生产和消费国。

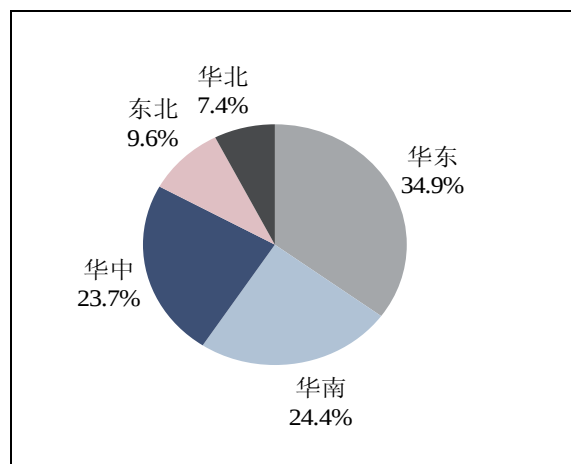
2006 年底，中国 6000 千瓦及以上各类发电企业 4000 余家，其中中国华能集团公司、中国大唐集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司和中国电力投资集团公司 5 大中央直属发电集团约占装机总量的 38.79%；国家开发投资公司、中国神华能源股份有限公司、中国长江三峡工程开发总公司、中国核工业集团公司、广东核电集团有限公司、华润电力等中央发电企业约占总装机容量的 10%；地方发电企业约占总装机容量的 45%；民营和外资发电企业约占总装机容量的 6.21%。

公司的电力投资和运营业务集中于华润电力。近年来，华润电力通过新建、扩建和收购兼并等方式经营规模迅速扩大，投资服务区域均分布在中国大陆经济发达地区和经济高速增长的地区（图 3），资源的合理布局有效保证了电厂机组利用小时维持在较高水平。

2007 年，华润电力有 10 台发电机组投入运行，其中包括 2 台 65 万千瓦燃煤机组、2 台 32.5 万千瓦燃煤热电联产机组、3 台 7 万千瓦水利发电机组、1 台 13.5 万千瓦燃煤机组及 2 台 18 万千瓦燃煤-蒸汽循环联产机组；同时收

购了 3 个电厂的股权。截至 2007 年底，华润电力旗下拥有运营的全资、控股和参股发电厂 26 家，权益装机容量合计 1250.5 万千瓦，其中 95% 以上已安装或正在安装脱硫装置；2007 年售电 526 亿千瓦时，同比增长 72.1%。

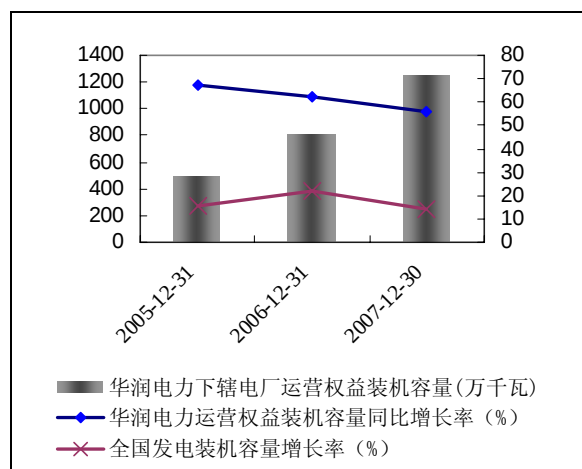
图 3 2007 年底运营权益装机容量区域分布



数据来源：上市公司公开披露信息

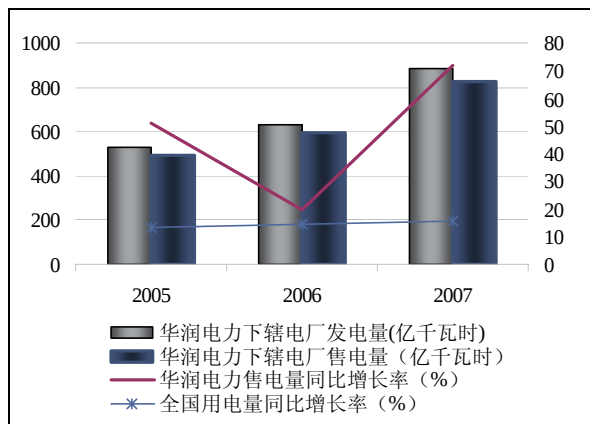
华润电力是近年来电力行业上市公司中装机容量增长最快的独立发电企业之一，权益装机容量和售电量增长率均高于全国行业平均水平（图 4、图 5）。2008 年华润电力仍有一批在建热点联产项目将投入运营，同时通过收购方式保持运营装机容量较高速增长，预计 2008 年底运营权益装机容量将达到 1500 万千瓦。

图 4 近年华润电力运营权益装机容量增长情况



数据来源：国家发改委、中电联合会、上市公司资料

图5 近年华润电力发电量和售电量增长情况



数据来源：国家发改委、中电联合会、上市公司资料

中国华润于2005年、2006年和2007年上半年分别发行了10年期30亿元（“05华润债”）、15年期30亿元（“06华润债”）和10年期10亿元（“07华润债”）的企业债券，有效降低了融资成本。截至2007年8月底，所募资金投入的电力项目已全部投入运营。2006年5月，公司首阳山电厂1号60万千瓦机组顺利通过168小时满负荷试运行，建设工期19个月，创中国电力行业60万千瓦级超临界机组最短工期记录；2007年6月，公司湖南鲤鱼江发电B厂1号65万千瓦机组顺利通过168小时满负荷试运行，建设工期18个月20天，再次刷新中国电力行业60万千瓦级机组最短工期记录，显示出行业领先的工程建设水平。

公司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，2007年在煤炭价格上升的情况下，公司标煤单价上升3.7%，低于中国电力企业联合会测算的全国电煤价格9%的平均涨幅。与此同时，由于大容量、高效率机组不断投入运营，公司平均煤耗率持续下降，提升了电力板块的盈利能力。

国家发改委的统计数据显示，2008年一季度全国发电量8051亿千瓦时，增长14%，减缓1.5个百分点，在发电量增速减缓的同时，受煤炭供应紧张和冰雪灾害损失的影响，电力企业效益较同期明显下降，电力行业面临严峻

考验。作为独立运营发电商，高企的煤价和国内通胀环境下难以实施的煤电联动等因素，将对公司电力板块短期盈利水平产生一定影响。

据中国电力企业联合会预测，2008年中国新投产装机规模将超过8500万千瓦，全社会用电量增长13%，电力供需形势基本平衡，机组利用小时可能面临一定的压力，但由于公司服务区域电力需求强劲，通过发挥大容量、高效率机组的优势，大部分电厂机组利用小时有望维持合理水平。长期来看，随着中国煤炭产能增加和大型铁路运输扩建工程陆续完工，煤炭供应紧张状况将得到改善；电力企业的竞争将更加集中于机组利用小时和成本控制能力。公司电力板块较大的经营规模、行业领先的工程建设水平、高效的生产运营管理和强大的融资能力有望继续支撑该板块业绩的增长。

（2）燃气业务

目前公司在中国大陆的华东地区拥有多个城市燃气公司，由华润集团的全资子公司华润燃气（集团）有限公司（简称“华润燃气”）负责经营，业务包括管道燃气、车用燃气、瓶装燃气及燃气器具销售等。华润燃气自2004年在苏州投资第一家城市管道燃气项目后，业务发展迅速，目前已在苏州、成都、南京、无锡、厦门、襄樊、岳阳等20多座大中城市投资了燃气企业，2006年燃气年销量约20亿立方米，用户超过250万户，已发展成为中国最大的燃气运营商之一。

2007年4月，中石化与华润集团和华润创业签署了华润香港油气和中石化内地燃气项目股权互换协议，中石化将获得华润集团和华润创业在香港的所有成品油营销业务，在香港拥有2座油库和34座油气站，而华润股份今后将获得中石化在内地城市燃气的股权。2007年6月，中石化与华润集团和华润创业已在香港完成了油气业务交接，意味着华润集团已从石化领域彻底退出。

中石化内地城市燃气业务的置入将进一步拓展华润燃气的势力范围，有助于提升该板块

的市场竞争力。

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

从 1998 年中国全面推进城镇居民住房制度改革以来，随着国民经济的增长，房地产投资规模不断增大，行业进入了快速发展阶段，平均年增长率均达到 20% 以上。中国房地产投资已成为拉动固定资产投资和促进国民经济发展的重要力量。2006 年中国全社会固定资产投资为 106970 亿元，其中房地产开发投资为 19382 亿元，同比增长 21.8%，占全社会固定资产投资总额的 17.64%，占 GDP 的比重达到 9.3%。2007 年上半年中国全社会固定资产投资为 54168 亿元，同比增长 25.9%，其中房地产开发投资为 9887 亿元，同比增长 28.5%；2007 年上半年房地产开发投资总额占全社会固定资产投资总额的 18.25%，占 GDP 的比重达到 9.26%。

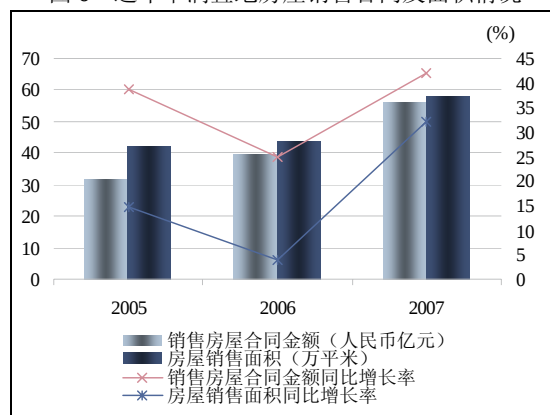
近年来中国房地产市场需求保持快速增长，同时受房价不断上涨和调控政策的影响，增速出现了一定的波动性。2006 年全国销售面积继续增长，但平均增长率略有下降，全年商品房销售面积为 60628 万平方米，同比增长 12.2%，较上年同期回落 3.1 个百分点，为近年来的最低点；同时销售额增幅明显放慢，2006 年商品房销售额为 20509 亿元，同比增长 18.5%，比上年同期回落 8.4 个百分点。进入 2007 年以来，市场需求又呈现加速增长态势。

公司地产行业企业主要有华润置地、泰国长春置地有限公司、华润营造（控股）有限公司、华润物业有限公司和华创物业（香港）有限公司。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。近年来华润置地销售房屋合同额和销售面积持续增长，但增速趋缓，而 2007 年增速又明显提升，两项增长率分别为 42% 和 32%，整体变化情况与行业趋势大致相同（图 6）。

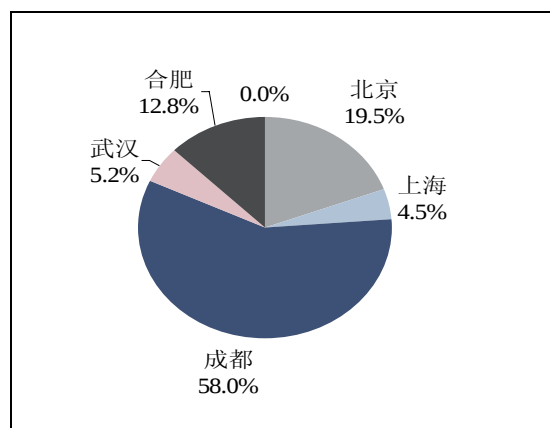
图 6 近年华润置地房屋销售合同及面积情况



数据来源：上市公司公开披露信息

从地产布局来看（图 7），2007 年华润置地共销售房屋面积 58.08 万平方米，大部分分布于中国一线和二线城市黄金地段。华润置地还在这些区域提供写字楼、车位等出租业务，以及配套物业管理服务，可获得稳定的租金和管理费来源。长期而言，这些物业投资有很大的资本增值空间，同时由于商业出租业务基本不受宏观调控的影响，可在一定程度上分散房地产开发投资的风险。

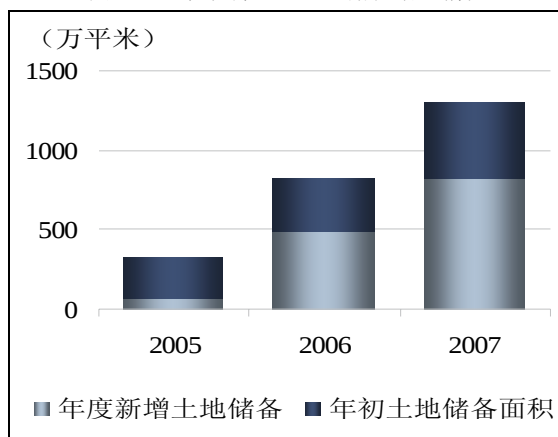
图 7 2007 年底华润置地房屋销售面积地区分布



数据来源：上市公司公开披露信息

近年来华润置地除积极参加“招拍挂”之外，加大了“合作、并购、旧城改造”等拿地方式，同时在倾斜于一线城市基础上，有战略有区别地进军二、三线城市，土地储备量高速扩张（图 8）。截至 2007 年底，华润置地累计获得土地储备 1779 万平方米（建筑面积），进入了包括北京、上海、深圳、成都、武汉、合肥、长沙、苏州、宁波、厦门在内的 16 个城市，为可持续发展奠定基础。随着全国发展战略布局的逐渐推进和二线城市的开发项目逐渐进入成熟期，2007 年北京地区的销售面积和销售合同额比例有所下降，资源配置更趋合理。

图 8 近年华润置地土地储备增长情况



数据来源：上市公司公开披露信息

根据各项目的完工程度，华润置地 2008 年可供销售面积约为 180 万平方米，大量的土地储备和陆续进入投资回报期的项目为华润置地后续年度利润和现金流入提供了有力保障。

国民经济增长、城市化和改善型购房需求等支撑房地产市场的动力具有长期性，预计整个市场在经历阶段性调整后，将步入稳定发展阶段，行业发展前景依然较好。另一方面，针对房地产投资过热现象，近两年中国不断加大宏观调控的力度，土地、资金等资源将向保障性住房建设倾斜，2007 年末以来政策效力逐渐显现，全国住房价格上涨总体趋缓。

长期而言，中国政府在土地供应、融资、税收和行业秩序等方面的宏观调控政策将促使行业整合加快，优化土地资源配置，但不断上

行的运营成本也将加大房地产企业的投资风险。联合资信认为，作为拥有资金、土地和品牌优势的大型企业集团，公司地产板块所面临的发展机遇总体大于挑战。

（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%。华润水泥业务范围涵盖矿山开采、熟料煅烧、水泥粉磨、商品混凝土及预制件生产等，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，目前在香港及中国内地拥有平南、贵港、南宁、东莞等 12 个水泥和混凝土生产企业。

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，华润水泥被华润集团回购下市，回购后仍专注于水泥业务，截至 2007 年底，华润水泥通过建线与并购方式在广西拥有了 8 条生产线，年产能增至 1600 万吨。

日用消费品板块

（1）零售业务

公司从事零售业务的代表企业主要为华润零售（集团）有限公司（简称“华润零售”）、华润物流（控股）有限公司（简称“华润物流”）和华润万家有限公司（简称“华润万家”）。

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。

华润万家是华润创业旗下在香港及中国内地经营连锁超级市场的旗舰企业，业务领域主要集中在华北、华东、华南三大片区，主营大卖场、生活超市、便利超市三种业态。

2004年5月，华润万家控股知名零售企业江苏苏果超市，网络规模迅速扩大。截至2007年底，华润万家（包括苏果超市在内）拥有门店数超过2539家，2007年实现销售额合计503亿元，在2008年3月国家商务部公布的“2007中国连锁经营100强企业榜”中名列第4。

2007年1月，华润股份与天津家世界连锁超市有限公司（简称“家世界”）的股东签署全部股权收购协议，并于2007年完成收购（更名为“天津华润万家生活超市有限公司”，简称“天津华润万家”）。家世界超市在华北、西北及东北地区内16个城市经营逾50间大卖场，其中在天津、西安、咸阳及兰州处于市场领先地位，收购后可弥补公司超市现有业务西北地区市场的空白，并有望巩固华北地区的营运优势。

（2）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。

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，经营规模迅速扩张，截至2007年底，华润啤酒旗下拥有啤酒厂超过50家，涵盖30多个区域啤酒品牌。

在大举并购的同时，公司实施差异化品牌策略取得显著成效，内涵式增长进一步拉动业绩持续攀升。2006年，华润啤酒总销量达到529万千升，同比增长34.4%，占到整个行业销量的15.1%，成为中国啤酒行业首家产销量突破500万千升的企业；2007年，中国内地啤酒总产量约3930万千升，前三位啤酒商合计占市场份额的41%。华润啤酒业务在四川、辽宁、安徽、江苏、浙江等地强劲的消费拉动下，2007

年总销量继续保持高速增长态势，销售694万千升，同比增长30.7%，占全国市场份额的17.65%。

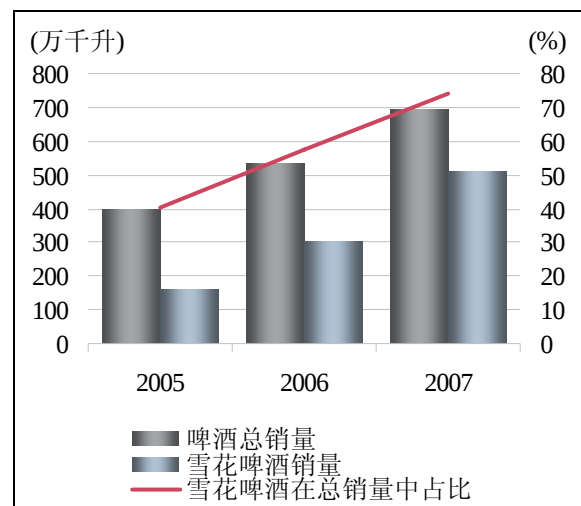
表1 2007年中国啤酒企业销量前三强

序号	企业名称	年销量（万千升）
1	华润雪花	694
2	青岛啤酒股份有限公司	505
3	北京燕京啤酒股份有限公司	402

数据来源：啤酒工业协会

其中，雪花品牌贡献率持续上升，在总销量中占比从2004年的34.27%增至2007年的73.80%。2007年单个品牌销量同比增长68.6%，品牌和市场地位进一步巩固（图9）。

图9 近年华润啤酒销量增长



数据来源：华润啤酒网站

未来几年，公司仍将通过对外收购、新厂投资和生产线改造三轨并进的方式实现产能扩张。随着雪花啤酒市场占有率的迅速攀升和品牌影响力的渗透，公司有望减少对外部收购的依赖。在中国个人消费市场强劲的需求拉动下，该业务仍有较大上升空间。

（3）食品加工及经销业务

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”牌优质鲜肉持续获得市场的高度认同。目前五丰行已在大陆的深圳和上海投资开展肉类加工和经销业务，2006年，“喜上喜”被评为深圳市知名品牌；“五丰上食”已初步形成遍布上海的销售网络，拥有专卖店、超市以及社会团购等近1000个销售终端。

（4）纺织业务

华润纺织（集团）有限公司（简称“华润纺织”）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纺织55%的股权。

华润纺织在内地拥有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。华润纺织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（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。

医药制造与分销板块

公司自2006年起正式进入医药领域。2006年，经国务院国资委选定，公司对华源集团和三九集团实行托管，已经收购了华源集团下属北药集团50%的股权，并拟通过收购新三九控

股有限公司全资持有三九集团。本次债券发行完成后，根据国资委的有关文件指示，还将继续推进对上药集团的收购。

根据中国医药商业协会的统计，三九集团在2005年中国医药制造企业收入前10强中列第8位，其优质资产集中于下属上市公司三九医药股份有限公司（股票代码：000999），业务涉及中成药、化学原料药与制剂等多个领域。

“999”品牌优势显著，旗下的三九胃泰系列、三九感冒灵系列、三九皮炎平软膏等产品在OTC药品市场中享有较高的知名度。

北药集团在2005年中国医药制造企业收入前10强中列第7位，其医药制造业务主要通过下属上市公司北京双鹤药业股份有限公司（股票代码：600062）、北京紫竹药业有限公司、北京医药股份有限公司等展开，其中北京医药股份有限公司在2005年中国医药流通企业前10强中排名第9位。

上药集团在2005年中国医药制造企业收入前10强中列第3位，下属上市公司上海市医药股份有限公司（股票代码：600849）在2005年中国医药流通企业前10强中排名第2位。上药集团的医药制造业务集中在消化代谢、心血管、抗感染和抗肿瘤四大领域；医药分销业务通过上海市医药股份有限公司、上海华氏大药房有限公司和上海雷允上药品连锁经营有限公司等展开，在上海市及华东地区具备明显的竞争优势。

公司于2007年8月成立了华润医药集团有限公司，用以整合三九集团、北药集团和上药集团的医药资产，作为公司打造医药产业的平台。目前华润医药集团总资产约200亿，旗下拥有北药集团、三九医药股份有限公司、华润东阿阿胶有限公司（简称“华润东阿阿胶”）、上海医药器械（集团）有限公司（简称“上械集团”）等企业，截至2007年底，合并报表范围内的企业为华润东阿阿胶和上械集团。

上述收购完成后，公司医药板块将占据上海、北京和深圳三大主力市场，医药制造和分

销网络将在区域市场形成一定的竞争优势，部分产品在国内市场占据主导地位。同时，联合资信认为，公司拟收购的医药资产业务体系庞杂，涉及化学药、中药、医药保健品制造和医药商业等几乎所有医药子行业，并拥有多个成熟品牌，为公司有效整合相关资产以发挥战略协同性带来一定挑战。

总的来看，公司近年来通过把握中国经济增长的有利时机，加速了业务转型和并购整合，在电力、地产、零售和啤酒等核心业务领域品牌知名度高，销售网络覆盖程度广，市场竞争力持续得以巩固和提升；但目前公司涉及产业较多且关联度低，在水泥、纺织等领域的行业地位仍不够突出。

2、未来发展

2001年，公司提出了“再造一个华润”的战略目标：以2001年为基数，在5-8年内，在内地再建一个资产规模、经营规模、盈利规模和当时的华润集团大致相仿的一个新华润。截至2005年底，公司主要经营指标比2001年翻了一番，提前实现了“再造一个华润”的战略目标。

2007年初，公司再度提出“再造华润”的目标，计划用6-8年的时间实现比2005年年度增长一倍的业绩。公司将围绕电力、消费品、地产、医药等核心业务，适时展开资产重组和业务整合，全力推进优势行业的发展。

从未来宏观经济形势看，2008年，中国经济将经受流动性过剩、部分行业固定资产投资过热、结构性问题突出的物价上涨、美元持续疲软、石油等重要原材料价格持续走高、美国次贷危机波及全球等一系列不利因素的考验，经济增长可能在一定程度上放缓。但长期而言，中国个人消费市场需求增长空间很大，拉动经济增长的动力依然强劲，国民经济仍有望保持稳步增长，公司外部发展环境向好。根据目前公司目前的行业地位、市场占有率和近年的成

长性来判断，仍有较为广阔的发展空间，前景看好。

六、财务分析

公司2005-2007年财务报表经德勤华永会计师事务所审计并出具了无保留意见的审计结论。

2005-2007年，公司直接控股子公司合并范围的变化主要体现在当年收购的电力项目，并随着后续年度注入华润电力而改变体现方式；2007年年报合并范围还增加了天津华润万家、上械集团等新收购单位。

下文以分析2005-2007年合并报表为主，所用财务数据和指标参见附表2-5。

1、资产质量

2005-2007年，随着公司业务不断扩张，资产规模以27.80%的复合增长率保持快速增长。公司总体资产结构比较稳定，以流动资产和固定资产为主，2007年底两项资产比例分别为42.77%和41.19%，长期投资占15.48%，无形资产及其他资产比重很小。

2005-2007年，公司零售和地产业务快速扩张，存货增长较快导致流动资产年复合增长率达33.39%。2007年底公司流动资产958.36亿元，其中占比在5%以上的依次为存货（38.63%）、货币资金（28.31%）、其他应收款（16.36%）和应收账款（8.84%）。

2005-2007年，公司应收账款年均增长率20.38%，与主营业务收入增长率基本持平。从账龄结构看，1年以内的欠款占90.17%，3年以上的占比为0.53%。公司累计计提坏账准备6.32亿元，占欠款总额的7.02%；公司其他应收款年均增长率37.17%。其中1年以内的欠款占89.53%，3年以上的占比为2.25%。公司累计计提坏账准备14.50亿元，占欠款总额的8.48%。

2005-2007年，公司存货年均增长率53.37%，远高于主营业务收入的增长率。2007

年底公司存货主要为房地产开发成本和房地产开发产品（合计占63.28%）、与零售等商业相关的库存商品（占15.63%）以及与电力企业相关的原材料（9.43%）等，公司累计计提跌价准备3.14亿元。

2005-2007年，公司固定资产合计年均增长率16.99%。2007年底公司固定资产原值1081.13亿元，以机器设备（51.10%）和房屋建筑物（40.75%）为主，公司固定资产累计折旧和累计减值准备分别为240.73亿元和17.64亿元。2007年底公司在建工程98.79亿元，占固定资产合计的10.72%，为地产、啤酒、电力等行业的新建和技改工程。

综合看，公司资产规模大，流动性正常，整体质量较好。

2、负债及所有者权益

2005-2007年，公司收购活动和新建工程投资规模较大，负债规模持续快速递增，年复合增长率28.43%。2007年底，公司负债合计1240.26亿元，其中流动负债占67.38%，长期负债占32.62%，负债结构基本合理。

2005-2007年，公司流动负债年复合增长率35.19%，2007年底流动负债以短期借款（24.24%）、应付账款（19.44%）和一年内到期的长期负债（20.40%）为主。同期公司长期负债年复合增长率17.16%，2007年底长期负债主要为长期借款（87.52%）和长期应付款（12.42%），其中长期应付款主要是公司借入中国华润的50亿元10年期借款，为发行企业债融资。从负债构成来看，有息债务占总负债的62.79%。

2005-2007年，公司所有者权益年复合增长率为21.32%，主要源于盈利的增长。2007年底公司所有者权益中，以实收资本（30.05%）、资本公积（36.21%）和未分配利润（39.12%）为主。

2005-2007年，公司全部债务资本化比率和资产负债率基本保持稳定，2007年底分别为

42.20%和55.43%，债务负担基本合理。虽然公司负债规模扩大，但通过选择灵活的融资方式和资金补充渠道，仍将资本结构维持在较合理水平，财务管理优势显著。

3、盈利能力

2005-2007年，公司主营业务收入保持快速增长，主要源于电力、零售和啤酒业务的强劲增长，三年复合增长率为19.19%；由于成本和期间费用得到有效控制，营业利润年均增长71.85%。

公司盈利指标整体呈上升趋势，2007年主营业务利润率为22.03%，主业盈利能力强；同时受益于近年来公司对外投资收益情况较好，整体盈利水平高，2007年净资产收益率为16.18%。

未来几年，公司投资的电力、地产、零售、啤酒等业务仍有望保持增长态势，将为公司贡献稳定的收益，但医药板块的整合一定时期内对整体盈利能力的影响尚不明朗。

4、现金流量

伴随电力、地产、零售和啤酒等优势产业的稳步增长，2005-2007年公司经营活动产生的现金流入量逐年增长，年均增长率23.21%；同期受原材料、人力等成本上涨的影响，经营活动产生的现金流量净额呈减少趋势，分别为58.03亿元、52.99亿元和46.86亿元，但净额规模仍然较大；2007年公司现金收入比为105.76%，显示资金回笼情况基本正常。

近年来公司在电厂、地产、啤酒和零售领域涉及的新建、扩建以及收购项目较多，资本性支出规模大且持续增长，2005-2007年投资活动现金支出分别为193.40亿元、258.90亿元和367.65亿元；投资活动产生的现金流均体现为净流出且规模较大，主要通过外部融资解决。2005-2007年，公司通过银行借款、发行企业债、资本市场等多种方式的筹资活动获取现金净流入分别为88.29亿元和99.33亿元和258.25亿元。

公司处于快速扩张阶段，未来几年经营性现金流入量有望保持较快增长，但成本费用上涨对经营活动现金净流入增长的压力依然存在；投资活动方面，预计主要的资本性支出需求集中于医药企业的收购，资金需求将进一步扩大，短期内公司对外部融资的依赖性将继续增加。

5、偿债能力

2005-2007年，公司流动比率和速动比率窄幅波动，2007年底两项指标分别为114.66%和70.03%，考虑到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，公司短期支付能力基本正常。

公司利润总额大幅增长带动EBITDA的增长，大规模债务融资特别是长期债务的增长也使得利息支出同步攀升，EBITDA利息倍数基本稳定，2007年为8.34倍，EBITDA对利息支出的保护能力较强；同期公司EBITDA对全部债务的保护能力呈增强趋势，2007年全部债务/EBITDA值为2.92倍。综合考虑到公司的主营业务盈利和获现能力、库存资金规模以及融资能力等有利因素，公司对全部债务的还本付息能力很强。

截至2007年底，公司对外担保余额为87.92亿元，担保比率为8.81%。其中70亿元是为母公司中国华润发行企业债券“05华润债”、“06华润债”和“07华润债”的担保银行提供的反担保。三家担保行分别是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，预计形成负债的风险较小。

七、担保能力分析

本期债券由华润股份母公司中国华润总公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的

费用。

1、担保方主体长期信用等级以往评级概况

2007年5月8日，联合资信对担保方中国华润主体长期信用进行了首次评级，评定其主体长期信用等级为AAA（主体评级报告详见附件9）；2007年6月28日联合资信对中国华润主体、“05华润债”和“06华润债”进行了跟踪评级，维持主体长期信用等级AAA保持不变，评级展望为“稳定”。

2、担保方主体长期信用概况

中国华润前身为成立于1986年的中国华润有限公司，1993年变更为现名。1999年6月，原国家外经贸部将其持有的华润集团全部股权转让由中国华润持有，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、中国华能集团公司四家股东发起设立华润股份（中国华润持股99.9842%），并通过华润股份全资拥有华润集团。

中国华润是中央直属的151家国有大型骨干企业之一，具有强大的资源整合力量和资本优势，近年来经营业绩和国资委考核指标良好，并得到政府和有关部门的大力支持。

中国华润在三层控股结构的华润体系中位于战略最高层。根据中国华润2007年经审计的年度财务数据（附件6），截至2007年底，中国华润合并资产总额2235.44亿元，净资产988.39亿元，资产负债率为55.79%；2007年实现主营业务收入1129.77亿元、净利润80.11亿元。

综合来看，中国华润和华润股份关联度高，财务状况趋同，因此中国华润对本期债券的担保能力与发行主体资信状况正相关。

八、综合评价

公司作为大型国有控股集团，投资领域与大众生活息息相关，旗下品牌知名度高，销售网络覆盖面广，核心业务具有一定的规模优势，在中国香港和内地均具有较强的竞争实力。

近年来公司把握住中国经济增长的有利时机，加速了业务转型和并购整合，在电力、地产、零售和啤酒等核心业务领域的市场竞争力持续得到巩固和提升。未来中国个人消费市场增长空间较大，整体市场环境有利于公司的发展。

公司资产质量较好，债务负担基本合理，主营业务获利能力强，整体偿债能力很强，主体信用风险低。

本期债券由中国华润提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。总体看，本期公司债券到期不能还本付息的风险很小。

附表 1 截至 2007 年底公司合并范围内直接与间接控股子公司

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 接持股比例
华润(集团)有限公司	香港	港币 90 亿元	100%	
中国康力克进出口有限公司	北京	人民币 7,480 万元	95%	5%
中国南洋进出口有限公司	北京	人民币 3,675 万元	80%	20%
中润国内贸易有限公司	北京	人民币 7,762 万元	80%	20%
华润国际招标有限公司	北京	人民币 800 万元	91%	9%
广东华夏货运有限公司	广州	美元 124 万元	51%	49%
深圳华夏货运有限公司	深圳	美元 160 万元	51%	49%
华润东阿阿胶有限公司	聊城	人民币 45,277 万元	56.62%	
华润保险经纪有限公司	深圳	人民币 1,000 万元	85%	15%
徐州华兴投资有限公司	江苏	人民币 60,561 万元	51%	
华润电力(江苏)有限公司	江苏	人民币 5,000 万元	60%	
深圳国际信托投资有限责任公司	深圳	人民币 263,000 万元	51%	
天津华润万家生活超市有限公司	天津	人民币 12,000 万元	100%	
上海华源复合新材料有限公司	上海	美元 654 万元	60%	
上海医疗器械(集团)有限公司	上海	人民币 12,500 万元	99%	1%
上海天诚创业发展有限公司	上海	人民币 15,000 万元	100%	
华润集团控股主要子公司	注册地	注册资本	公司直接 持股比例	公司间接 接持股比例
华润创业有限公司	香港	港币 30 亿元		51.69%
华润电力控股有限公司	香港	港币 100 亿元		66.42%
华润置地有限公司	开曼群岛	港币 5 亿元		62.05%
华润励致有限公司	百慕达	港币 6 亿元		69.24%

附表 2-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率（%）
流动资产				
货币资金	2043830.47	1865288.38	2709688.86	15.14
短期投资	187996.31	179152.09	48156.15	-49.39
应收票据	32529.75	124123.94	178790.18	125.84
应收股利	11653.63	7316.23	34948.17	73.17
应收利息	209.18	180.16	3086.71	284.14
短期贷款			51594.72	
应收账款	583955.55	756891.67	846250.29	20.38
其他应收款	832039.86	1146242.08	1565647.22	37.17
预付账款	112091.94	203963.35	439961.93	98.12
应收补贴款	709.27	3478.02	1689.02	54.32
存货	1571568.02	2196690.41	3696740.13	53.37
待摊费用	2469.6	3492.07	7011.54	68.50
流动资产合计	5379053.58	6486818.4	9583564.92	33.39
长期投资				
中长期贷款			76.02	
长期股权投资	1446394.21	2020604.85	3408230.84	53.76
长期债权投资	30480.74		44277.35	20.53
长期投资合计	1476874.95	2020604.85	3452584.21	53.15
合并差价	325959.7	442928.5	75587.7	74.66
固定资产				
固定资产原值	7311708.07	9558848.59	10811321.52	21.60
减：累计折旧	1752239.96	2129828.69	2407322.65	17.21
固定资产净值	5559468.1	7429019.9	8403998.87	22.95
减：固定资产减值准备	166303.03	162317.86	176363.06	2.98
固定资产净额	5393165.07	7266702.04	8227635.81	23.51
在建工程	1339840.78	1011023.8	987892.91	-14.13
固定资产合计	6733005.85	8277725.84	9215528.73	16.99
无形资产及其他资产				
无形资产	50990.41	62198.12	58851.69	7.43
长期待摊费用	107.07	3127.57	1120.15	223.45
其他长期资产	58244.06	58503.01	52875.80	-4.72
股权分置流通权		4664.29	11997.74	
无形资产及其他资产合计	109341.54	128493	124845.38	6.85
资产总计	13698275.92	16913642.09	22376523.22	27.80

附表 2-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	881117.88	1729663.19	2025668.83	51.62
应付票据	155466.68	151716.6	116505.72	-13.43
应付账款	1127812.55	1505091.94	1624379.76	20.01
预收账款	233141.05	274354.23	582116.28	58.01
应付工资	36316.01	46238.48	130681.18	89.70
应付福利费	6800.55	13190.54	41298.86	146.43
应付股利	2458.64	9223.52	73196.56	445.63
应交税金	43960.88	87625.33	159473.46	90.46
其他应交款	242.38	4130.36	2149.09	197.77
其他应付款	1009483.28	1034444	1851562.71	35.32
预提费用	106434.17	130385.23	148838.96	18.25
一年内到期的长期负债	968449.44	1278007.67	1602737.71	28.64
流动负债合计	4571683.51	6264071.08	8358609.12	35.19
长期负债				
长期借款	2615407.26	2553471.95	3539346.23	16.33
应付债券	5931.37			
长期应付款	324786.77	534131.77	502339.26	24.37
专项应付款		660	2285.44	
长期负债合计	2946125.41	3088263.72	4043970.94	17.16
负债合计	7517808.92	9352334.8	12402580.06	28.43
少数股东权益	2456753.39	3197632.28	4493597.48	35.26
股东权益				
实收资本	1646706.35	1646706.35	1646706.35	0.00
资本公积	1362525.9	1411505.13	1984721.47	20.69
盈余公积	90060.47	146731.56	260977.38	70.23
信托赔偿准备金			6051.98	
未分配利润	694918.02	1377404.51	2143873.14	75.66
外币报表折算差额	-70497.14	-218672.56	-561984.64	182.34
股东权益合计	3723713.61	4363675	5480345.68	21.32
负债及股东权益合计	13698275.92	16913642.09	22376523.22	27.80

附表 3 公司合并利润表

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	7941794.34	10009138.83	11282366.09	19.19
减: 主营业务成本	6521718.6	7927293.16	8605786.26	14.87
主营业务税金及附加	87133.76	151342.42	190623.04	47.91
二、主营业务利润	1332941.98	1930503.24	2485956.79	36.57
加: 其他业务利润	41943.84	8460.71	57342.72	16.92
减: 营业费用	588966.12	707850.95	1071193.83	34.86
管理费用	413750.42	438937.26	521102.64	12.23
财务费用	98543.1	45908.41	142931.19	20.43
三、营业利润	273626.17	746267.33	808071.85	71.85
加: 投资收益	368024.51	299951.73	820890.42	49.35
补贴收入	31797.5	16786.55	21238.91	-18.27
营业外收入	91552.46	127751.88	28518.37	-43.77
减: 营业外支出	8102.57	2231.4	15949.26	40.30
四、利润总额	756898.07	1188526.09	1662770.29	48.24
减: 所得税	66795.29	122974.8	160921.11	55.21
少数股东损益	219073.47	326393.7	615082.76	67.56
五、净利润	471029.31	739157.58	886766.42	37.24
加: 年初未分配利润	263418.11	694918.02	1377404.51	128.67
六、可供分配的利润	734447.42	1434075.6	2264170.93	75.60
减: 提取法定盈余公积	28607.82	56671.09	114245.81	99.84
提取信托业务赔偿准备金			6051.98	
提取法定公益金	10921.58			
七、未分配利润	694918.02	1377404.51	2143873.14	75.66

附表 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 万元)

项目	2005 年	2006 年	2007 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	7841792.58	9841486.66	11932675.12	23.36
收到的税费返还	481.91	6009.6	9752.60	349.86
收到的其他与经营活动有关的现金	80527.07	95808.33	85256.57	2.89
经营活动现金流入小计	7922801.57	9943304.59	12027684.29	23.21
购买商品、接受劳务支付的现金	5698400	7375451.57	9314396.15	27.85
支付给职工以及为职工支付的现金	438232.74	568636.9	737661.21	29.74
发放和收回的贷款本金净增加额			51586.72	
支付的各项税费	154979.29	238132.5	269277.05	31.81
支付的其他与经营活动有关的现金	1050931.45	1231155.75	1186151.45	6.24
经营活动现金流出小计	7342543.47	9413376.72	11559072.58	25.47
经营活动产生的现金流量净额	580258.09	529927.87	468611.72	-10.13
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	363489.67	208557.71	807028.57	49.00
取得投资收益收到的现金	180807.52	226309.84	220977.27	10.55
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	215259.16	394989.94	48171.15	-52.69
处置子公司收到的现金	107082.22	79044.07	402551.23	93.89
合并范围变化引起的净现金流入	15275.02	29053.72	75170.39	121.84
收到的其他与投资活动有关的现金			9296.84	
投资活动现金流入小计	881913.6	937955.27	1563195.46	33.14
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	1440479.82	1813397.26	2035131.85	18.86
投资支付的现金	436339.43	562030.28	1197064.64	65.63
购买子公司支付的现金	57217.78	213614.96	444299.93	178.66
投资活动现金流出小计	1934037.03	2589042.5	3676496.42	37.87
投资活动产生的现金流量净额	-1052123.42	-1651087.22	-2113300.96	41.73
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	255301.68	423989.9	1028262.16	100.69
取得借款收到的现金	3041066.53	4022222.57	7883613.23	61.01
收到的其他与筹资活动有关的现金	83921.92	110570.4	70171.49	-8.56
筹资活动现金流入小计	3380290.14	4556782.87	8982046.88	63.01
偿还债务所支付的现金	2191246.45	3092791.31	5803646.22	62.74
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	267578.12	438205	582835.31	47.59
支付的其他与筹资活动有关的现金	38568.84	32501.92	13070.73	-41.79
筹资活动现金流出小计	2497393.41	3563498.24	6399552.26	60.08
筹资活动产生的现金流量净额	882896.73	993284.63	2582494.63	71.03
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	38353.04	-27210.01	-94652.27	
五、现金及现金等价物净增加额	449384.43	-155084.73	843153.11	36.98

附表 4-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	471029.31	739157.58	886766.42	37.24
加: 少数股东损益	219073.47	326393.7	615082.76	67.56
减: 资产减值准备	50302.13	51708.08	273414.16	133.14
固定资产折旧	348557.86	451778.37	529237.17	23.22
无形资产摊销	4514.82	4431.63	4266.28	-2.79
长期待摊费用摊销	1971.4	2568.73	1261.91	-19.99
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的 损失(减:收益)	-91179.24	-124903.6	-22298.44	-50.55
待摊费用减少(减:增加)	-735.39	-948.19	-3519.37	118.76
预提费用增加(减:减少)	2748.23	20292.37	18453.74	159.13
财务费用	119108.68	189916.67	296262.64	57.71
投资损失(减:收益)	-375950.35	-314227.89	-1061122.43	68.00
存货的减少(减:增加)	-250258.18	-642853.03	-1527742.58	147.08
经营性应收项目的减少(减:增加)	-349369.89	-577919.68	-301193.24	-7.15
经营性应付项目的增加(减:减少)	430445.25	404533.13	761496.50	32.78
经营活动产生的现金流量净额	580258.09	529927.87	468611.72	-10.13
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1995288.1	1840203.37	2683356.48	15.97
减: 货币资金的期初余额	1545903.67	1995288.1	1840203.37	9.10
现金及现金等价物净增加额	449384.43	-155084.73	843153.11	36.98

附表 5 公司主要财务计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	14.47	13.37	11.92	13.25
存货周转次数(次)	4.41	4.21	2.92	3.85
总资产周转次数(次)	0.65	0.65	0.57	0.62
盈利能力				
主营业务利润率(%)	16.78	19.29	22.03	19.37
总资本收益率(%)	7.87	9.63	10.44	9.31
净资产收益率(%)	12.65	16.94	16.18	15.26
财务构成				
资产负债率(%)	54.88	55.29	55.43	55.20
全部债务资本化比率(%)	42.81	43.04	42.2	42.68
长期债务资本化比率(%)	29.78	25.24	26.19	27.07
偿债能力				
流动比率(%)	117.66	103.56	114.66	111.92
速动比率(%)	83.28	68.49	70.43	70.07
经营现金流流动负债比率(%)	12.69	8.46	5.61	8.92
EBITDA 利息倍数(倍)	7.92	8.73	8.33	8.33
全部债务/EBITDA(倍)	3.63	3.07	2.92	3.21
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.1	-0.2	-0.23	-0.18
现金流				
现金收入比率(%)	98.74	98.33	105.76	100.94
筹资活动前现金流量净额(亿元)	-47.19	-112.16	-164.47	--

附表 6-1 担保人 2007 年底合并资产负债表

(单位: 元)

资产		负债及所有者权益	
货币资金	27,152,337,139	短期借款	20,106,688,321
短期投资	381,561,485	应付票据	1,165,057,192
短期贷款	515,947,151	应付账款	16,284,900,309
应收票据	1,787,901,849	预收账款	5,847,095,458
应收股利	349,481,663	应付工资	1,307,064,476
应收利息	30,867,137	应付福利费	413,583,511
应收账款	8,494,369,051	应付股利	903,625,587
其他应收款	15,481,796,976	应交税金	1,598,578,301
预付账款	4,408,301,604	其他应交款	21,576,201
应收补贴款	16,890,237	其他应付款	16,712,581,303
存货	36,972,355,408	预提费用	1,488,415,429
待摊费用	70,193,507	一年内到期的长期负债	16,283,290,760
流动资产合计	95,662,003,207	流动负债合计	82,132,456,848
长期投资		长期负债	
中长期贷款	760,221	长期借款	35,463,975,506
长期股权投资	33,905,754,212	应付债券	7,000,000,000
其中: 合并价差	7,393,359,689	长期应付款	23,392,640
长期债权投资	442,773,465	专项应付款	49,241,677
长期投资合计	34,349,287,898	递延收益	35,834,098
固定资产		长期负债合计	42,572,443,921
固定资产原价	108,415,343,917	负债合计	44,952,948,358
减: 累计折旧	24,265,052,996	少数股东权益	35,463,975,506
固定资产净值	84,150,290,921		
减: 固定资产减值准备	1,763,630,569		
固定资产净额	82,386,660,352		
在建工程	9,879,492,494	所有者权益	
固定资产合计	92,266,152,846	实收资本	9,661,766,296
无形资产及其他资产		资本公积	22,364,342,951
无形资产	606,652,525	盈余公积	2,610,663,967
长期待摊费用	11,201,494	信托赔偿准备金	60,519,771
股权分置流通权	119,977,374	未分配利润	24,808,737,597
其他长期资产	528,757,989	外币报表折算差额	-5,619,846,376
无形资产及其他资产合计	1,266,589,382	所有者权益合计	53,886,184,206
资产合计	223,544,033,333	负债及所有者权益合计	223,544,033,333

附表 6-2 担保人 2007 年合并利润表

(单位：元)

主营业务收入	112,976,955,436
减：主营业务成本	86,240,057,990
主营业务税金及附加	1,906,773,570
主营业务利润	24,830,123,876
加：其他业务利润	557,160,817
减：营业费用	10,712,066,039
管理费用	5,977,393,876
财务费用	1,499,721,000
营业利润	7,198,103,778
加：投资收益	8,234,837,858
补贴收入	215,010,689
营业外收入	285,244,533
减：营业外支出	161,271,416
利润总额	15,771,925,442
减：所得税	1,609,279,753
少数股东损益	6,151,809,304
净利润	8,010,836,385
加：年初未分配利润	18,172,539,123
可供分配的利润	26,183,375,508
减：提取法定盈余公积	1,142,458,140
提取信托赔偿准备金	60,519,771
上交国有资本收益	171,660,000
未分配利润	24,808,737,597

附表 6-3 担保人 2007 年合并现金流量表

(单位: 元)

一、经营活动产生的现金流量		现金流量补充资料	
销售商品、提供劳务收到的现金	119,537,473,670		
收到的税费返还	99,028,856	将净利润调节为经营活动的现	
收到的其他与经营活动有关的现金	890,304,567	净利润	8,010,836,385
经营活动现金流入小计	120,526,807,093	加: 计提(转回)的资产减值	3,548,990,700
购买商品、接受劳务支付的现金	93,334,469,699	固定资产折旧	5,310,074,028
支付给职工以及为职工支付的现金	7,419,042,124	无形资产摊销	35,972,725
发放和收回的贷款本金净增加额	515,867,151	待摊费用的减少(减: 增加)	-35,238,806
支付的各项税费	2,700,862,087	长期待摊费用摊销	38,671,781
支付的其他与经营活动有关的现金	11,879,830,080	预提费用的增加(减: 减少)	184,563,169
经营活动现金流出小计	115,850,071,141	处置固定资产、无形资产和其	-221,382,683
经营活动产生的现金流量净额	4,676,735,952	财务费用	3,258,419,722
二、投资活动产生的现金流量		投资损失(减: 收益)	-10,637,157,976
收回投资所收到的现金	8,489,447,763	少数股东收益(减: 损失)	6,151,809,304
出售子公司所收到的现金	4,025,512,300	存货的减少(减: 增加)	-15,282,379,957
取得投资收益所收到的现金	2,249,993,772	经营性应收项目的减少(减:	-2,837,257,215
处置固定资产、无形资产和其他资产收到的现金	481,864,746	经营性应付项目的增加(减:	7,150,814,775
收到其他与投资活动有关的现金	92,968,397	经营活动产生的现金流净额	4,676,735,952
合并范围变更收到的现金	751,703,934	以非现金资产清偿购买子公司	51,787,341
投资活动现金流入小计	16,091,490,912	无偿划拨的长期投资	-
购建固定资产无形资产及其他资产所支付的现金	20,364,204,209	现金及现金等价物净增加情况	
投资所支付的现金	13,018,116,750	货币资金的年末余额	26,862,522,843
购买子公司所支付的现金	4,444,652,840	减: 货币资金的年初余额	18,532,423,166
支付的其他与投资活动有关的现金		现金及现金等价物净增加(减)	8,330,099,677
投资活动现金流出小计	37,826,973,799		
投资活动产生的现金流量净额	-21,735,482,887		
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金	11,283,121,637		
取得借款所收到的现金	78,906,132,332		
收到的其他与筹资活动有关的现金	446,581,842		
筹资活动现金流入小计	90,635,835,811		
偿付债务所支付的现金	58,350,219,166		
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	5,793,671,803		
支付的其他与筹资活动有关的现金	156,575,524		
筹资活动现金流出小计	64,300,466,493		
筹资活动产生的现金流量净额	26,335,369,318		
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响额	-946,522,706		
五、现金及现金等价物净增加额	8,330,099,677		

附表 7 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% (2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (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%
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%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/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8 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。

关于华润股份有限公司 2008 年 85 亿元公司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。

华润股份有限公司(以下简称“华润股份”)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。华润股份或担保方如发生重大变化,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华润股份的经营管理状况、担保方及本期债券的相关信息,如发现华润股份或担保方出现重大变化,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。

如华润股份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,直至华润股份提供相关资料。

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华润股份、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零零八年七月二十三日



附件 9 中国华润总公司企业主体长期信用评级分析报告

中国华润总公司

企业主体长期信用评级分析报告

评级结果:

企业主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

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
资产负债比率(%)	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

分析师

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

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.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。

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。

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。法定代表人：陈新华（2008年更改为宋林）。

二、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。

三、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，总经理由国资委任免。

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等 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。

四、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

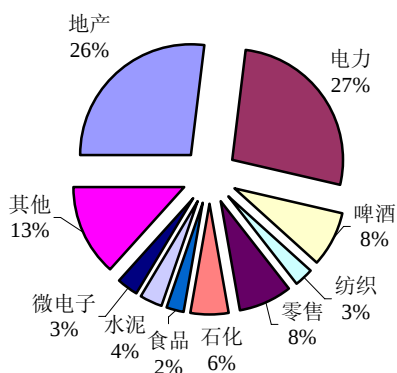


表 2 反映了 2004-2006 年公司 9 个行业的销售收入变化的基本情况，图 2 反映了 2006 年公司收入的行业分布情况。从表 2 和图 2 可以看出，石化、零售、电力业务是公司 2006 年销售收入中贡献最大的三个行业，电力则是公司近年来销售收入增长最快的行业，年平均增长

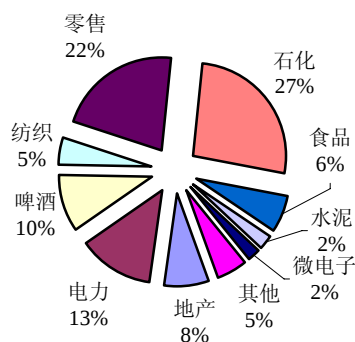
率达 149.69%。

表 2 近三年公司各业务领域销售收入（亿元）

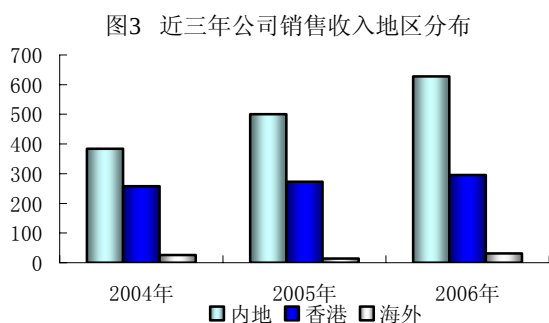
行业	2004 年	2005 年	2006 年	增长率
地产	56.26	62.9	74	14.69
电力	20.21	60.3	126	149.69
啤酒	54.08	68.5	95	32.54
纺织	41	42.9	45	4.76
零售	141.08	163.6	207	21.13
石化	198.33	203.5	255	13.39
食品	73.81	81.6	61	-9.09
水泥	15.31	16.8	23	22.57
微电子	13.95	14.5	21	22.69
其他	53.96	73.7	51	-2.78
合计	667.99	788.3	948	19.13

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%。



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，制造及销售预制品产品。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、完整的贸易渠道和广泛的营销网络，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、基础设施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 and 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。

五、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，该事务所对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。

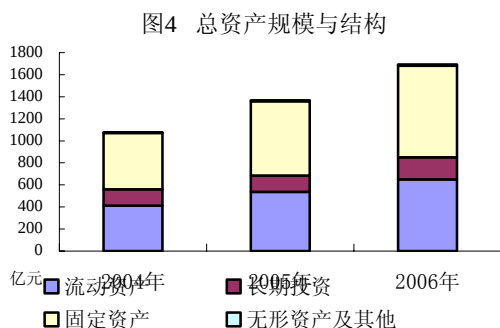
从二级控股子公司的合并范围来看，2004年底，公司报表合并范围包括华润股份、华润保险经纪有限公司（以下简称“华润保险”）2家直接控股子公司，以及华润集团、中国康力克进出口有限公司、中国南洋进出口有限公司等共10家通过华润股份间接控股子公司；2005年，华润股份分别从中国华润和华润集团购入华润保险、华京大厦两家公司，华润保险和华京大厦作为二级控股子公司纳入合并范围，此外，2005年华润股份通过外部购入和新设立的形式增加了徐州华鑫发电有限公司（注册资本48000万元，华润股份持股67%）、华润电力（江苏）有限公司（注册资本5000万元，华润股份持股60%）等合并单位；2006年公司合并报表新增华润租赁有限公司（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,所用财务数据和指标参见附表2-5。

1. 资产质量

(1) 资产规模

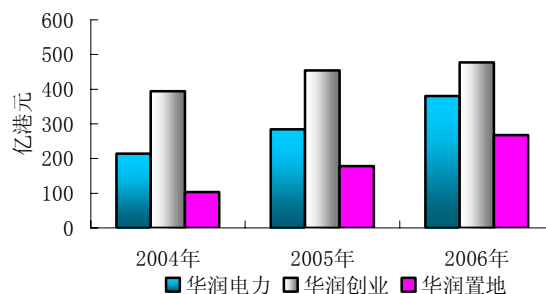


近年来公司的资产规模呈持续快速增长态势(如图4所示):2004-2006年底的合并资产总额分别为1076.76亿元、1368.75万元和1693.89亿元,年平均增长率为25.42%。

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,华润集团旗下的华润电力、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。

图5 华润体系核心子公司资产规模



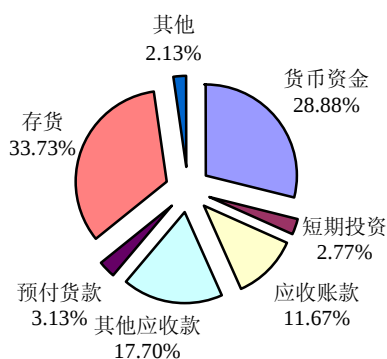
(2) 资产结构

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；在产品和库存商品共计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2007年6月11日成功发行的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，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。

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

随着主营业务收入的增加，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%。

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，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。

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。

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。

六、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。

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 4-2 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	
经营性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	

附表 5 主要财务指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	14.16	13.03	12.14	13.11
存货周转次数(次)	4.47	4.36	4.16	4.33
总资产周转次数(次)	0.74	0.65	0.65	0.68
盈利能力				
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
现金收入比率(%)	100.08	98.74	98.40	99.07
财务构成				
资产负债率(%)	50.94	54.84	55.29	53.69
全部债务资本化比率(%)	41.16	44.36	45.58	43.70
长期债务资本化比率(%)	29.87	32.16	29.46	30.50
偿债能力				
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债务保护倍数(倍)	-0.23	-0.10	-0.19	-0.17

附件 6 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= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
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

附表 7 企业主体信用等级设置及其含义

企业主体长期信用等级划分成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。

联合资信评估有限公司关于 中国华润总公司 企业主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信将在正式出具评级报告后第 6 个月进行定期跟踪，并在企业主体长期信用等级有效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，应及时通知中国华润总公司并提供有关资料。

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，中国华润总公司将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整企业主体长期信用等级。

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，如中国华润总公司主体长期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

