

信用等级公告

联合[2008] 143 号

联合资信评估有限公司通过对华润股份有限公司 2008 年信用状况进行综合分析和评估, 确定

华润股份有限公司
2008 年企业主体长期信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零八年五月二十八日



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)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lianheratings.com.cn>

华润股份有限公司

2008 年企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2008 年 5 月 28 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	08 年 3 月
资产总额（亿元）	1369.83	1691.36	2237.65	2468.65
所有者权益（亿元）	372.37	436.37	548.03	626.06
长期债务（亿元）	262.13	255.35	353.93	350.32
全部债务（亿元）	462.64	571.29	728.43	736.40
主营业务收入（亿元）	794.18	1000.91	1128.24	297.86
净利润（亿元）	47.10	73.92	88.68	10.98
EBITDA（亿元）	127.27	186.04	249.64	--
主营业务利润率（%）	16.78	19.29	22.03	21.89
净资产收益率（%）	12.65	16.94	16.18	--
资产负债率（%）	54.88	55.29	55.43	55.73
全部债务资本化比率(%)	42.81	43.04	42.20	40.25
流动比率（%）	117.66	103.56	114.66	128.41
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；2008 年 1 季度报表根据新会计准则编制，其中所有者权益为归属于母公司所有者权益，主营业务收入为营业收入，净利润为归属于母公司所有者的净利润。

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、优势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，但其强大的资源整合能力及有效的财务管理有助于化解其信用风险，联合资信对公司的评级展望为稳定。

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，整体发展态势良好。

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、评估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。
- 华润股份企业主体长期信用等级自 2008 年 5 月 28 日至 2009 年 5 月 27 日有效;根据跟踪评级的结论,在有效期内华润股份的主体长期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、战略管理部、总务部、法律事务部和老干部工作部8大职能部门，截至2007年底，公司合并报表包括16家直接控股子公司（附表2）。

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：陈新华。

二、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）有限公司（以下简称“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（详见附件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（详见附件1）。

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，并在水外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。

三、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 13 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，其中两名由股东代表监事，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

母公司中国华润是中央直属的国有大型骨干企业之一，公司的实际控制人为国务院国资委。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。

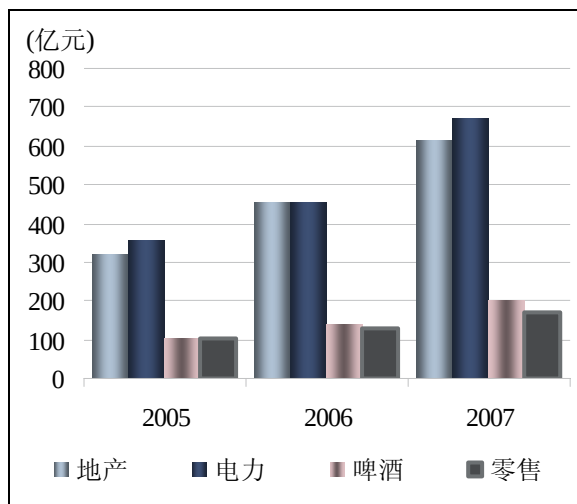
总的来看，公司法人治理结构基本完善，三层控股但由同一团队领导的管理方式运转顺畅，管理风险较低。

四、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）。

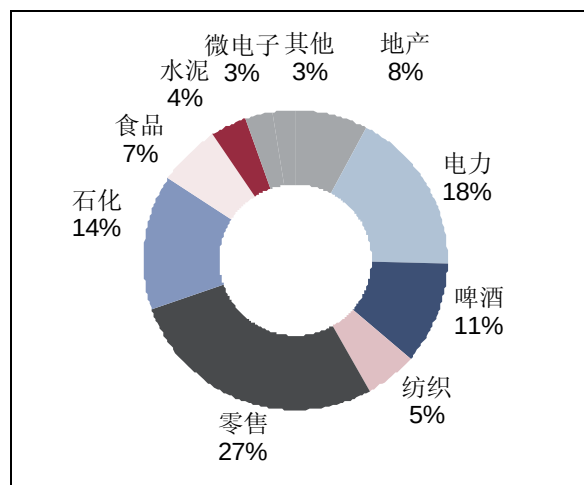
图1 2005-2007年公司核心产业资产规模增长情况



数据来源：公司提供

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。

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。

基础设施及公用事业板块

（1）电力业务

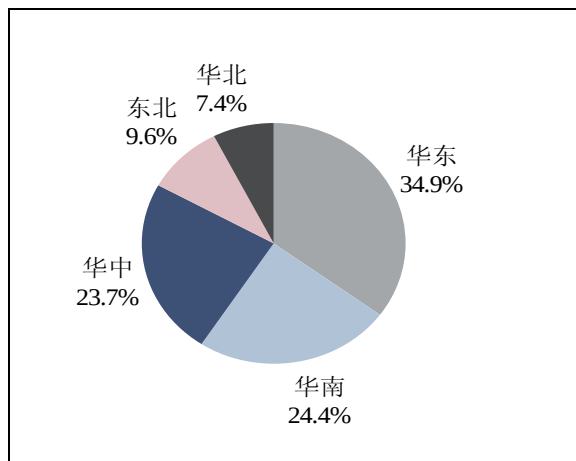
近年来中国电力工业快速发展。据中国电力企业联合会最新统计，截至2007年底，中国发电装机容量7.13亿千瓦，同比增长14.36%，受国家对电源项目进行调控的影响，电力行业投资过热的状况有所缓解，年装机容量增长率较上年下降近8个百分点，增速明显回落；2007年全国发电量为32559亿千瓦时，同比增长14.44%，全社会用电量32458亿千瓦时，同比增长15.66%，中国是目前仅次于美国的世界第二大电力生产和消费国。

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。

图 3 2007 年底运营权益装机容量区域分布

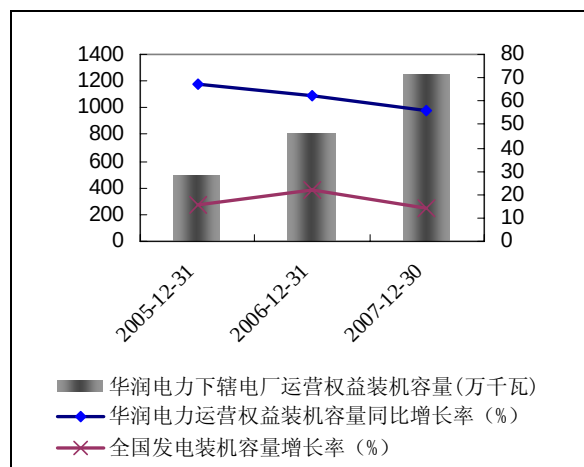


数据来源：上市公司公开披露信息

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 年全资和控股电厂合计售电 526 亿千瓦时，同比增长 72.1%。

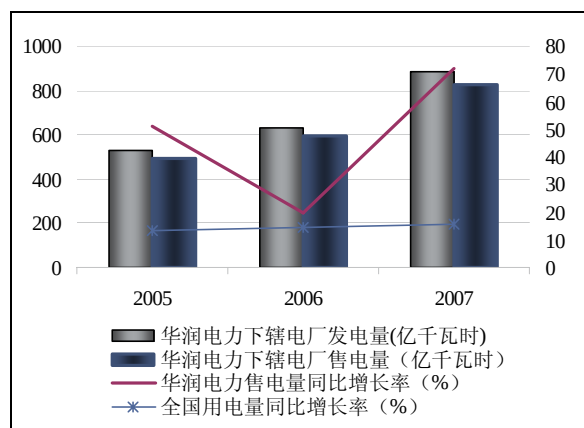
华润电力是近年来电力行业上市公司中装机容量增长最快的独立发电企业之一，权益装机容量和售电量增长率均高于全国行业平均水平（图 4、图 5）。2008 年华润电力仍有一批在建热点联产项目将投入运营，同时通过收购方式保持运营装机容量较高速增长，预计 2008 年底运营权益装机容量将达到 1500 万千瓦。

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 20.7 个月，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 4.4%，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仍有望维持合理水平。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 30 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 300 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%。

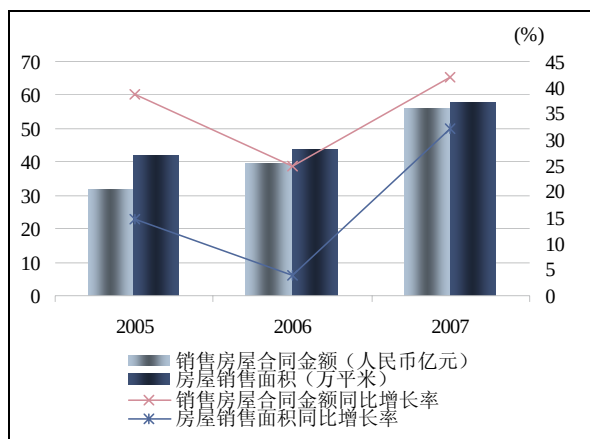
近年来中国房地产市场需求保持快速增长，同时受房价不断上涨和调控政策的影响，增速出现了一定的波动性。2006 年全国销售面积继续增长，但平均增长率略有下降，全年商

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

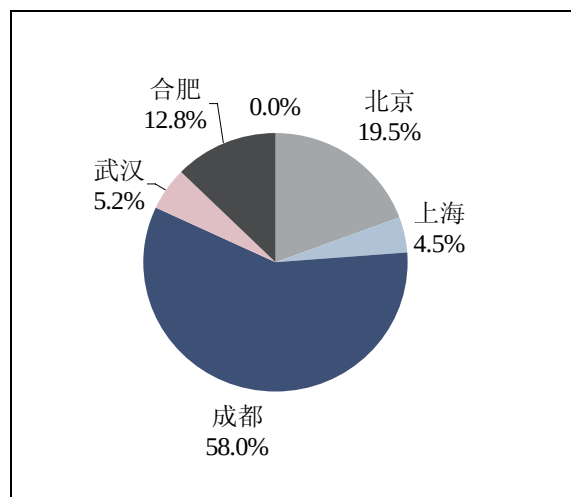


数据来源：上市公司公开披露信息

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。

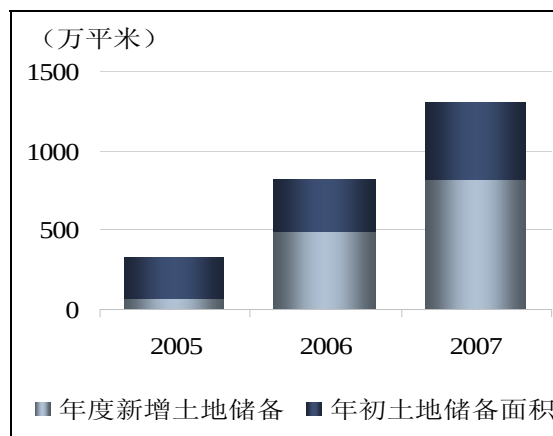
图 7 2007 年底华润置地房屋销售面积地区分布



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）拥有门店数约 2400 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 60 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

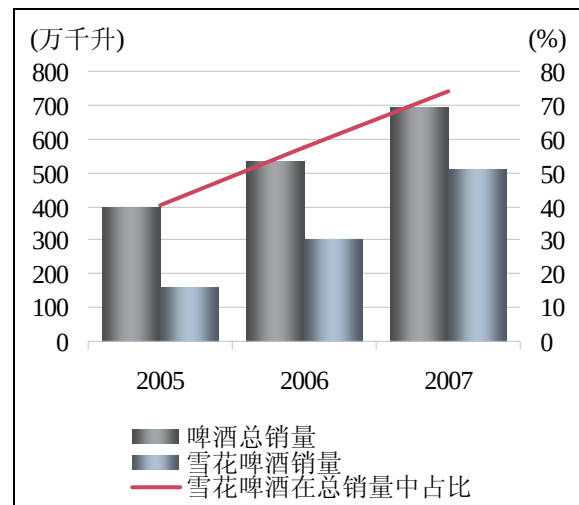
序号	企业名称	年销量（万千升）
1	华润雪花	694
2	青岛啤酒股份有限公司	505
3	北京燕京啤酒股份有限公司	402

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）。

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。

图 9 近年华润啤酒销量增长



数据来源：华润啤酒网站

（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，目前在内地企业设备规模达 110 万纱锭、6200 台布机、5 条印染加工线、18 条锦纶纺丝生产线、34 台加弹机，年产各类棉纱 11.5 万吨、各类坯布 1.8 亿米、锦纶丝 1.7 万吨，服装加工能力 1600 万件；氨纶、锦纶包芯丝年产 160 吨，高档袜品 1800 万双，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。2007年，华润纺织营业额达48亿港元，是中国纺织业最具规模的大型企业之一。

（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，公司对中国华源集团有限公司（简称“华源集团”）和三九企业集团（简称“三九集团”）实行托管，已经收购了华源集团下属北京医药集团有限责任公司（简称“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，该收购已获商务部“商资批[2007]1638号”文件批复。根据国资委“国资改革[2006]1387号”文件指示，公司还将推进对华源集团所持上海医药集团公司（简称“上药集团”）股权的收购。

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，在北京地区竞争优势明显。

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月成立了全资子公司华润医药集团有限公司（简称“华润医药集团”），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、食品加工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，中国个人消费品市场需求空间很大，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。

五、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3-5。

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91.84%，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10-15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、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70.43%，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8.33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。

六、综合评价

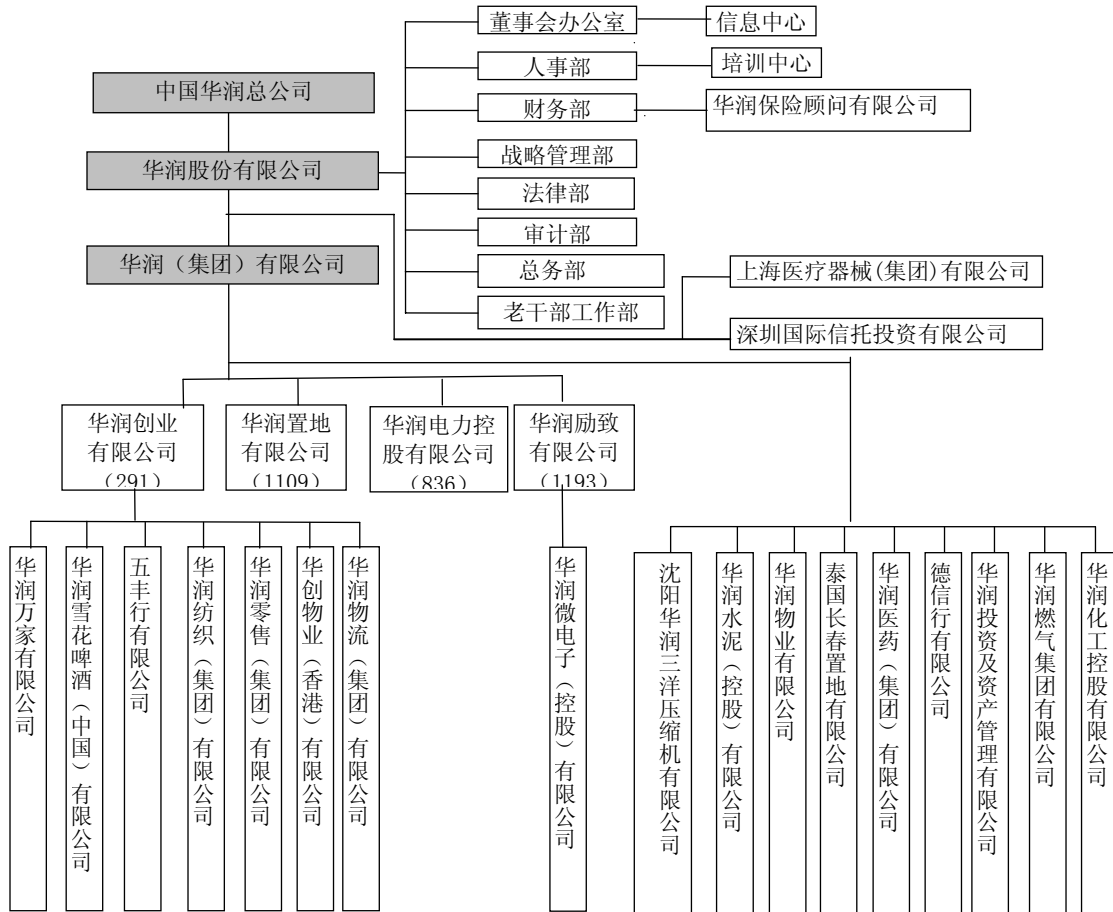
公司作为大型国有控股集团，投资领域与大众生活息息相关，旗下品牌知名度高，销售

网络覆盖面广,核心业务具备很强的规模优势,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。未来中国个人消费品市场需求增长空间较大,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,主体信用风险极低。

附件 1 华润体系一级利润中心



附表 2 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 3-1 公司 2005-2007 年合并资产负债表（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 3-2 公司 2005-2007 年合并资产负债表（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
其他应付款	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 4 公司 2005-2007 年合并利润表

(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 5-1 公司 2005-2007 年合并现金流量表

(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 5-2 公司 2005-2007 年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
经营性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 6-1 公司合并资产负债表（2008 年 3 月）

（单位：元）

项目	期末数	项目	期末数
货币资金	25,602,091,380.42	短期借款	38,607,202,490.07
交易性金融资产		交易性金融负债	
应收票据		应付票据	
应收账款	33,227,880,435.91	应付账款	43,131,941,452.09
预付款项		预收款项	
结算备付金		向中央银行借款	
拆出资金		吸收存款及同业存放	
应收利息		拆入资金	
应收股利		应付职工薪酬	
应收保费		应交税费	519,030,555.18
应收分保账款		应付利息	
应收分保合同准备金		应付股利	
其他应收款	510,890,528.16	卖出回购金融资产款	
买入返售金融资产		应付手续费及佣金	
存货	47,355,012,549.53	其他应付款	1,672,835,269.04
一年内到期的非流动资产		应付分保账款	
其他流动资产	1,118,277,200.72	保险合同准备金	
流动资产合计	107,814,152,094.74	代理买卖证券款	
可供出售金融资产	3,780,286,147.75	代理承销证券款	
持有至到期投资		一年内到期的非流动负债	
长期应收款	1,149,244,211.48	其他流动负债	27,500,103.18
长期股权投资	22,878,208,205.97	流动负债合计	83,958,509,869.55
投资性房地产		长期借款	35,032,357,159.19
发放贷款及垫款		应付债券	
固定资产	82,534,815,771.49	长期应付款	
在建工程		专项应付款	
工程物资		预计负债	
固定资产清理		递延所得税负债	3,039,858,377.64
生产性生物资产		其他非流动负债	15,536,074,347.46
油气资产		非流动负债合计	53,608,289,884.28
无形资产	5,193,997,612.00	负债合计	137,566,799,753.83
开发支出		实收资本（或股本）	16,467,063,526.00
商誉	9,571,145,426.78	资本公积	21,563,828,210.97
长期待摊费用		减：库存股	
递延所得税资产	556,571,022.89	盈余公积	965,258,652.00
其他非流动资产		一般风险准备	60,519,771.00
非流动资产合计		未分配利润	24,817,779,307.45
		外币报表折算差额	-1,267,974,223.29
		归属于母公司所有者权益合计	62,606,475,244.13
		少数股东权益	46,691,617,087.13
		所有者权益合计	109,298,092,331.27
资产总计	246,864,892,085.10	负债和所有者权益总计	246,864,892,085.10

附表 6-2 公司合并利润表（2008 年 1-3 月）

（单位：元）

项目	
一、营业收入	29,785,565,293.60
减：营业成本	23,265,258,545.14
营业税金及附加	
销售费用	3,010,452,819.16
管理费用	1,187,068,847.99
财务费用	760,087,642.42
资产减值损失	
其他	
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	
投资收益（损失以“－”号填列）	605,069,627.03
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	80,196,433.93
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	2,167,767,065.93
加：营业外收入	142,285,519.52
减：营业外支出	1,375,985.98
其中：非流动资产处置损失	
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	2,308,676,599.47
减：所得税费用	320,339,857.82
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	1,988,336,741.65
减：* 少数股东损益	890,083,747.20
五、归属于母公司所有者的净利润	1,098,252,994.45

附表 6-3 公司合并现金流量表（2008 年 1-3 月）

（单位：元）

项目	
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	
收到的税费返还	
收到其他与经营活动有关的现金	
经营活动现金流入小计	
购买商品、接受劳务支付的现金	
支付给职工以及为职工支付的现金	
支付的各项税费	
支付其他与经营活动有关的现金	
经营活动现金流出小计	
经营活动产生的现金流量净额	-714,360,568.28
二、投资活动产生的现金流量：	
收回投资收到的现金	
取得投资收益收到的现金	114,565,380.16
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	39,266,201.90
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	952,212,680.28
收到其他与投资活动有关的现金	233,518,388.17
投资活动现金流入小计	1,339,562,650.51
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,947,678,823.33
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	633,825,662.45
支付其他与投资活动有关的现金	6,288,025,169.49
投资活动现金流出小计	9,869,529,655.27
投资活动产生的现金流量净额	-8,529,967,004.76
三、筹资活动产生的现金流量：	
吸收投资收到的现金	
取得借款收到的现金	21,656,705,596.59
收到其他与筹资活动有关的现金	47,973,145.90
筹资活动现金流入小计	21,704,678,742.49
偿还债务支付的现金	11,931,559,296.25
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,098,600,494.04
支付其他与筹资活动有关的现金	434,897,761.57
筹资活动现金流出小计	13,465,057,551.87
筹资活动产生的现金流量净额	8,239,621,190.62
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-2,322,880,385.41
五、现金及现金等价物净增加额	-1,318,174,002.99
加：期初现金及现金等价物余额	26,833,564,763.00
六、期末现金及现金等价物余额	25,515,390,760.01

附表 7 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 8 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率*	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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
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

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

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附表 9 企业主体信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，企业主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

联合资信评估有限公司关于 华润股份有限公司 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。

华润股份有限公司（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及相关信息，如发现华润股份出现重大变化，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，据以确认或调整企业主体长期信用等级。

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，如华润股份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

二零零八年五月二十八日