

山东省商业集团总公司

2006 年 7.7 亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果:

A-1

评级时间:

2006 年 6 月 29 日

主要数据:

项 目	2003 年	2004 年	2005 年
资产总额(万元)	325961.30	543155.17	644483.80
所有者权益(万元)	80368.99	140706.94	192920.49
主营业务收入(万元)	249227.83	397854.50	515397.90
利润总额(万元)	10114.22	26859.57	31496.06
负债比率(%)	61.45	61.43	58.17
全部资本化比率(%)	52.40	39.47	40.69
净资产收益率(%)	2.94	4.64	2.62
流动比率(%)	90.78	92.98	94.22
EBITDA 利息倍数(倍)	4.89	7.04	8.14
债务保护倍数(倍)	0.11	0.11	0.16

分析员

丁继平 张志军

电话

8610-64912118

传真

8610-64912663

地址

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼
五矿大厦 16 层
100101

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

HTTP: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

山东省商业集团总公司(以下简称“公司”或“商业集团”)是由山东省商业厅整体转制而成的大型国有企业,2005年位列我国零售业30强,“银座”零售品牌在山东具有一定的影响力。医药方面,公司研发力量雄厚,有多项自主开发的专利。公司正在山东乃至全国进行零售业的布点,对外投资较多,为未来发展打下了良好的基础。公司近几年资产规模、主营业务收入保持了较快的增长势头,经营状况良好,财务状况正常,但债务负担偏重。总体看,本期短期融资券偿债风险较小。

优势

1、品牌优势。零售业“银座”品牌在山东乃至全国都有一定的影响;医药主要产品“润舒”、“润洁”滴眼液是国内知名品牌。

2、规模优势。公司零售业网点多,销售规模较大,且医药产品所占市场份额较大。

3、技术优势。医药方面拥有自主开发专利70多项,被评为“全国专利示范基地”。所属的山东省生物药物研究院,已连续7年被山东省科委评为“山东省一类研究院所”。

4、政府支持力度大。地方政府在资金、政策等方面都给予了很大扶持。

关注

1、公司目前债务负担相对较重,未来两年投资活动较多,有一定的财务压力。

2、公司部分资产收益不高,对整体盈利水平产生一定影响。

3、公司没完成公司制改造,未设立股东会 and 监事会。

一、发债主体概况

山东省商业集团总公司前身为山东省商业厅。经山东省人民政府（92）鲁政函179号文批准，山东省商业厅于1992年整体改制为山东省商业集团总公司，注册资本17435万元。公司经营范围为：国内商业及工业生产物资；房地产开发；许可范围内的设备安装工程施工及建筑设计等。

公司是山东省人民政府国有资产监督管理委员会100%控股的大型国有独资企业，目前尚未进行改制。

公司下设总经理办公室、财务会计部、人力资源部、发展部、政工部、业务部、审计部、老干部服务中心等8个职能部门。截止2005年底，公司拥有3个全资子公司、3个控股子公司、8个参股公司、6家托管企业、8家教育研究机构（见附件1）。

截止2005年底，公司（合并）资产总额644483.80万元，所有者权益192920.49万元，少数股东权益76685.46万元。2005年实现主营业务收入515397.90万元，利润总额31496.06万元，经营活动产生的现金流量净额10433.03万元，现金及现金等价物净增加额7557.26万元。公司现有员工8256人。

公司注册地址：山东省济南市山师东路4号；法定代表人：季绪绮。

二、本期短期融资券概况

公司计划2006年发行短期融资券7.7亿元，期限365天，面值为100元，折价发售，通过簿记建档集中配售的方式确定发行价格。本期融资券所募集资金将主要用于满足公司生产经营流动资金的需要。

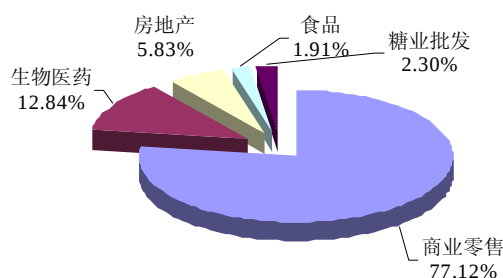
三、基础素质分析

1、经营规模

公司目前主要经营板块为零售业、生物制药、房地产等产业，其中以零售业为主（见图1）。

2005年公司主营业务收入为515397.90万元，其中零售业主营业务收入为397458.25万元，占77.12%。公司目前在济南、泰安、滨州、东营、淄博、日照、临沂、枣庄、潍坊、威海等地拥有21家分店、50多家连锁超市，经营面积50多万平方米。生物制药方面，生产经营主要由山东福瑞达医药集团公司负责，其下属有4家参股公司和1个研究院，主要产品是眼科用药、骨科用药、中药、保健品和化妆品。房地产业方面，目前公司有四个房地产公司，在北京等地土地储备达500多亩，正在开工建设的面积约40万平方米。公司其它产业主要包括糖业批发、食品生产等，这二个产业2005年主营业务收入均在亿元左右。

图1 2005年公司主营业务收入情况



2、人员素质

截止2005年底，公司员工总数为8256人。人员岗位构成与学历构成见图2、图3。岗位构成中，以售货员为主，符合公司以零售业为主的业务特点。按学历构成，公司本科及硕士以上学历占到64.99%，公司员工整体文化素质较高。

图2 按岗位划分的人员构成

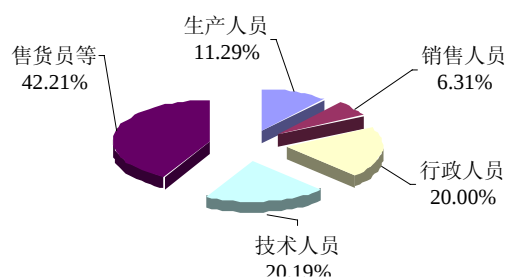
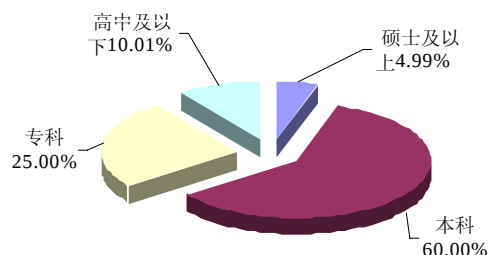


图3 按学历划分的人员构成



公司目前有高层管理人员8人。董事长兼党委书记季绪绮先生，工商管理硕士，高级经济师，曾任山东省五交化公司副总经理、山东省商业综合公司总经理、山东省商业大厦总经理、山东世界贸易中心总经理、公司副总经理、总经理等职。公司总经理王仁泉先生，研究生学历，高级经济师，曾任山东省百货公司计划科科长、办公室主任、副总经理，山东省日用工业品公司总经理、山东世界贸易中心副总经理、山东银座商城股份有限公司总经理、公司副总经理等职。公司高管大多具有多年的商业企业运作经验，实践经验丰富。同时，公司高管通过多年的磨合，整个团队的凝聚力较强。

总体来看，得益于公司教育产业对人才的培养，公司人员素质整体较高。公司高管团队具有较强的业务能力和管理能力，对公司未来发展将会起到积极的推动作用。

3、政策支持

在流通领域中，山东省人民政府将公司作为重点培育的产业集团之一，将省财政厅、省计委原供给商业集团的资金转为国有资本金，并协调将有关地市的地方商业企业国有资产划转到公司，支持公司把“银座”品牌做大做强。在省政府的支持下，目前已有多宗资产划转到公司。同时，隶属公司管理的科研院所和教育产业也得到了国家财政的支持。

四、企业管理分析

公司设有董事会，目前有董事5名，全部由山东省政府委派。董事会是公司资产经营管理的最高权力机关和协调决策中心。公司实行董事会领导下的总经理负责制。总经理受董事会委托负责日常的经营管理并接受董事的监督。副总经理和总会计师协助总经理工作。公司目前尚未进行改制，未设立股东会和监事会，考虑到公司的所有制背景及实际运作的情况，目前公司的治理结构现状对经营决策不会产生实质性的负面影响。

目前公司是整个集团的管理中心和决策中心，不从事具体经营活动。

资产管理方面，公司对子公司的资产实行委托经营，并建立了完善的责任目标考核体系。责任目标包括经营责任目标体系和管理目标体系两部分，重点考核利润总额、国有资产增值率、经营规模等指标。考核方面，公司制订了《直属企业分类定级管理办法》，以规模大小确定企业类别，以效益高低划分企业级别，建立以财务指标为主体的企业分类定级考核评价体系。根据企业类别和级别，年初公司制订总体目标，通过签订资产经营责任书，分解下达给各子公司，年终根据公司《直属企业资产经营责任目标管理考核办法》对企业经营者进行目标考核，并据此对经营者实施奖惩。

在投资管理上，所有投资项目由投资单位进行可行性研究，报公司总经理办公会讨论通过后实施，以保证投资的安全性。在存货和应收账款管理上，公司制定了《库存商品管理考核规定》和《应收款项管理考核办法》，加大清欠压库力度，对超期（三个月）库存、应收款项预估损失，并与企业经营者的收入挂钩，从而盘活了资金，提高了存货和应收款项的周转率。在资金使用上，实行预算管理、计划控制，强化了公司内部资金的统一管理，提高了资金的使用效率；公司还出台了公司内部拆借资金和担保管理规定等办法，完善了资金拆借和担

保的审批手续、审批程序，降低了资金风险。

总体来看，公司目前尚未进行改制，未设立股东会和监事会，但目前公司的治理结构现状对经营决策不会产生实质性的负面影响；各项制度比较健全，并且可操作性较强，管理水平相对较高。

五、行业及经营分析

1、商业零售

(1) 行业分析

商业零售业增长迅速

零售业主要受国民收入水平和消费需求的影响。“十五”时期，在国民经济快速增长和国家扩大内需政策的影响下，国内市场销售规模不断扩大，增速持续加快。据商务部统计，2000~2005年，全国社会消费品零售总额年均实际增长11.1%，超过同期GDP年均增长1.6个百分点。2005年全国实现社会消费品零售总额67177亿元，比“九五”末期增长7成多，比上年增长12.9%，扣除价格因素，实际增长12.0%，其中，城市消费品零售总额增长13.6%，县及县以下消费品零售总额增长11.5%。

2005年我国人均社会消费品零售总额突破5000元，达到5153元，比2000年增长6成多，平均每天人均消费14.1元，比2000年增加6.66元，增长90%，其中，城镇居民人均每天消费22.4元，农村居民8.1元。

国内商业零售企业竞争压力加大

在零售业快速增长的大环境下，国内零售企业却面临着巨大的生存压力，这主要来自于外资的竞争。随着2005年我国商业领域的全面开放，外资进入中国已经呈现出一种快速增长的势头。仅2005年一年，商务部就批准了1027家外商投资商业企业，合同利用外资18.16亿元，开设店铺1660个。

从批准的商家数来看，这是过去12年总和314家的3倍。截止到2005年底，全球最大的11家商业流通集团已经全部进入中国市场。

国内商业零售企业在与国外商业零售企业的竞争中，处于劣势

与国外零售企业相比，国内零售企业商品周转慢，流通效率偏低。据商务部统计，目前，我国国有商业流动资本年平均周转约2.3次，而沃尔玛、家乐福等跨国零售企业年均周转次数可达20~30次。国内零售企业综合毛利率只有10%左右，而家乐福集团全球综合毛利率高达22.9%，在华企业毛利率达19%。目前，外资零售巨头已在中国形成领先优势，今后3~5年内将是其在我国大举扩张、联合、兼并和重组的关键时期，这给国内零售企业未来的生存发展带来一定的压力。

经营多元化，企业集中度提高，整体水平提升

“十五”以来，随着改革的深入、开放的扩大，流通主体加速向多元化方向发展，经营方式发生了新的变化，新兴业态不断兴起，产业活力明显增强。目前，已形成了大型百货商店、超市、专业店、专卖店、便利店等多种业态，连锁代理等多种经营方式共同发展的新型商业流通格局。2005年，在批发贸易业中，国有和集体企业所占比重下降到18.8%，个体工商户比重下降到11.7%，包括港澳台在内的外商投资商业比重上升到11%，私营企业比重上升到22.3%，股份制企业上升到34.6%。

随着商业零售企业并购和扩张加快，企业集中度提高，整体发展水平也得到提升。2005年连锁百强企业零售额占社会消费品零售总额的比重达10%以上，比2004年提高约1个百分点；2005年商务部重点监测的大型零售企业销售额增长16.98%，高于全社会平均水平；限额以上批发零售贸易企业商品零售额增长17.9%，高出全社会平均增幅5.0个百分点，占社会消费品零售总额的比重达到26.1%，比上年上升1.1个百分点。2005年全国前30家连锁企业销售额达4910亿元，比上年增长30.9%。

农村市场将有大的发展，国内企业在农村市场竞争优势明显

受惠于中央的“三农”政策，“十五”时期农村消费品市场呈现快速发展态势。2001~2005年农村地区社会消费品零售总额年均增长率为8.98%。2005年农村社会消费品零售总额达到22082亿元，是2000年的1.7倍。

国内零售企业在农村市场开拓方面已经获得了一定的发展，占有一定的优势。2005年，全国有1150家流通企业在777个县市进行“万村千乡市场工程”试点，已新建和改造7万多个标准化农家店，新增营业面积800万平方米。

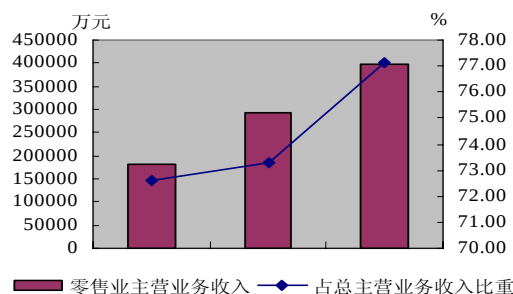
目前外资零售企业主要瞄准大中城市，并主要集中在连锁超市、大卖场、专卖店等主流业态，难以涉足中小城市和广大农村。加上政府对于有关项目以贴息、补助等形式予以扶持，以及国内零售企业的地缘优势，国内零售企业在农村市场发展空间相对较大。

（2）公司零售业经营情况分析

公司零售业的经营品牌是“银座”，近三年取得了很大的发展，主营业务收入年均增长率为119.61%，2005年达到397458.25万元，占公司主营业务收入的77.12%，见下图4。公司在零售业方面的盈利水平较高，近三年毛利率分别为15.32%、14.54%、15.32%，高于国内同行业10%左右的水平。

公司零售业的快速增长的原因主要是经营网点的增加。公司提出了“立足山东、面向全国，在山东精耕细作”的经营策略，加大了在山东省布点的力度。2005年共开办分店5个，新增营业面积近10万平方米。目前，公司在山东省拥有21家分店、50多家连锁超市，经营面积50多万平方米。同时，公司采取了资本运作的方式，以扩大营业规模，促进了公司零售业的发展。2004年9月，公司与台湾最大的零售企业——统一超商股份有限公司共同出资成立山东统一银座超市有限公司，合作开发山东乃至全国的便民超市业务。

图4 零售业近三年主营业务收入及占比情况



从表1可以看出，在网点分布上，公司零售业已覆盖山东省大部分地区，在部分地区同时设有几家分店，在网点布局上公司零售业在山东省已经取得了相对竞争优势。在店铺选择上，公司在开店前期做了大量调研工作，如运用城市规划、人口分布、住宅建设、小区开发、公路建设、公共交通等方面资料来确定商圈范围，在确定商圈的基础上再确定新开店铺的地址。从目前公司零售业店面地址上看，都处于当地的商圈中，这为公司零售业盈利打下了良好基础。在经营规模上，公司零售业经营设施与当地同行业其他企业相比，规模优势明显，同时公司在部分地区同时开设几家分店，整体规模优势凸现。在经营方式上，公司零售业采取百货、超市、购物中心等多种业态相结合的方式，综合优势较强。

表1 零售业主要经营网点情况

店名	经营规模	备注
银座商城店（济南市）	面积5万多平方米，经营品种16万多种	山东省规模最大的现代化大型购物中心
银座广场店（济南市）	面积4万多平方米，经营品种5万多种	山东省内首家以大型超市、精品百货、餐饮娱乐为经营特色的大型购物中心，国内单层面积最大的商场
银座商城八一店（济南市）	面积2万平方米，经营品种8万余种	济南市南部唯一的大型综合性购物中心。超市业态与精品百货相结合
银座购物广场北园店（济南市）	面积4.2万平方米，经营品种8万多种	济南市北部地区集购物、餐饮、休闲、娱乐、服务为一体大型购物中心
银座商城泰安店	面积2万多平方米，经营品种9万多种	公司开设的第一家异地分店，经营品种中30%以上为泰安市独家经营品牌
银座商城安丘店	面积1.6万多平方米，经营	安丘市面积最大，品种最多，集购物、休闲、餐饮、娱乐、

	品种8万多种	服务为一体大型综合购物中心
银座购物广场滨州店	面积3万平方米, 经营品种8万多种	滨州市规模最大的集购物、休闲、娱乐于一体的大型购物中心
银座购物广场东营店	面积3万多平方米, 经营品种10万多种	集购物、休闲、餐饮、服务为一体的大型购物中心
银座商城淄博店	面积5.6万平方米, 经营品种12万多种	淄博市规模最大的集购物、休闲、餐饮、娱乐为一体的大型购物中心。
银座购物广场五台店(东营)	面积2.3万多平方米, 经营品种7万多种	集购物、餐饮、休闲、服务为一体的大型购物中心
银座淄川店	面积2.4万平方米, 经营品种10万多种	大型综合购物中心
银座周村店(淄博市)	面积2万平方米, 经营品种10万多种	周村规模最大的大型购物中心
银座商城临沂店	面积4万平方米, 经营品种10万多种	临沂市面积最大, 品种最多的集购物、休闲、餐饮、娱乐、服务为一体的大型综合商城
银座日照店	面积3万平方米	日照市品种最多的集购物、休闲、餐饮、服务为一体的大型综合百货商场
日照银座购物广场	面积1.2万平方米, 经营品种3万多种	大型综合超市
银座购物广场平邑店	面积1.3万平方米, 经营品种8万多种	平邑县面积最大, 品种最多的集购物、休闲、餐饮、服务为一体的大型综合购物中心
银座商城青州店	面积2.6万平方米, 经营品种10万多种	青州市面积最大, 品种最多的集购物、休闲、餐饮、服务为一体的大型综合购物中心
济南银座家居店	面积5万平方米, 经营品种4万多种	在山东省建材家居业内率先荣获“山东省消费者满意单位”荣誉称号
银座家居淄博店	面积3.5万平方米	大型家居购物广场
银座家居威海店	面积3万平方米	大型家居购物广场

资料来源: 根据公司提供资料整理

经营模式

目前公司零售业的经营模式有: 联营、代销、经销、租赁等方式。联营主要是针对季节性、市场变化大的商品, 公司与厂家联合经营, 共同负责品牌质量管理、售后服务, 公司对厂家产品的适销率进行控制, 从销售收入中抽取一定的比例作为回报, 这样可有效地将经营风险转移到生产商; 代销是公司根据市场销售情况确定进货量, 进行销售; 经销主要是针对消费量比较大, 价格弹性小的大众商品, 公司在前期进行市场调研的前提下, 选择适销对

路的产品; 租赁是公司出租场地, 收取租金。通过不同的经营模式, 公司充分利用各种资源, 并且有效的降低了经营风险, 保证了公司的收益。

零售业发展的关键是根据市场的需求, 创新业态, 引导消费。现在, 公司“银座”零售业主要经营高档百货、购物广场、家居专卖店三种主力业态。百货店业态突出“高档为主、中档为辅”的市场定位和“主题化、特色化、品牌化、系列化”的经营特色, 满足了消费者的需求。购物广场业态是“银座”的经营独创, 采用“品牌专柜+大型超市”的经营方式, 适应了不同层次消费需求, 为企业经营锻造了独特的竞争优势。借鉴百货店的管理模式, 家居经营业态采取“商场化管理, 市场化经营”的方式, 目前已取得了初步成功。

商品采购

采购是零售业经营的重要环节, 对企业的运营成本有较大的影响。目前公司采取统一采购与分散采购相结合的方式。对超市, 因为商品大众化, 价格差异小, 采取统一采购的方式。统一采购具有以下优势: 一是通过招标方式, 可以低价采购, 降低成本; 二是采购量比较大, 在与供应商的谈判中, 议价能力较强; 三是新开门店在经营初期, 可以比较容易获得现有供应商的支持, 为新开门店实现盈利目标打下好的基础。对于百货, 采购体现个性化、区域化特点。对大件商品, 公司统一招标, 统一签订合同; 对于地方独有品牌, 分店可以自行采购, 如销售状况良好, 即可纳入总部的采购体系。这样既发挥了统一采购的优势, 又可以体现各地的特色优势。

目前公司与主要供货商保持了良好的关系, 货源供应稳定, 并且进价较低。2005年公司零售业前五大供应商分别为: 周大福珠宝金行有限公司、雀巢公司、宝洁公司、烟台喜旺食品集团和济南郑东恒远经贸有限公司, 其采购总额占公司当年采购额度的 5.56%, 公司采购集中度较低, 这与零售业的经营特点相适

应。

经营环境

山东省是经济大省，经济规模大，增长速度快，居民消费能力强，为公司零售业的发展提供了良好的经济环境。

据山东省统计局初步统计，2005年山东省实现生产总值（GDP）18468.3亿元，按可比价格计算，比上年增长15.2%，人均生产总值20044元，按可比价格计算增长14.5%。据抽样调查，2005年山东省城镇居民人均可支配收入突破万元，达到10744.8元，比上年增长13.8%，城镇居民人均消费性支出为7457.3元，增长11.7%，城镇在岗职工年平均工资16581.0元，增长15.7%；农民人均纯收入3930.6元，比上年增长12.1%，人均生活消费支出2735.8元，增长14.5%。

经济的快速发展和居民消费能力增强促使消费品市场持续繁荣。2005年山东省实现社会消费品零售总额6126.4亿元，比上年增长15.8%，其中城市市场实现零售额4548.6亿元，增长16.3%；农村市场实现零售额1577.8亿元，增长14.3%。

经营优势

规模优势：2005年，公司零售业销售收入位列全国30强，经营网点基本覆盖山东全省。另外，“银座”实施了“总部——分店”式的连锁经营体制改革，成立了采购本部、营运本部、财务本部、人力资源本部、企业发展本部和物业管理中心六大本部。总部将采购、财务、物流、人事权统一上收，内部实行统一采购、统一配送、统一结算，店铺只负责日常的营运销售。这样就可以充分发挥银座的规模优势，有利于实现规模效益。

管理优势：公司零售业在管理上有一套比较成熟的制度和执行机制，特别是在存货和应收账款的管理上，制定了《库存商品管理考核规定》和《应收款项管理考核办法》，并根据执行结果对经营者进行考核，有效提高了公司零售业存货和应收款项的周转率。从表2可以看

出，与同行业上市公司相比，公司零售业在存货周转率与应收账款周转率这两个指标上，处于中上水平。这反映了公司零售业在存货与应收账款的管理上，存在较大的优势。

表2 零售业经营指标比较

证券简称	存货周转率(次)	应收账款周转率(次)
大厦股份	11.46	126.53
G 新世界	26.22	66.54
G 百联	14.79	84.35
新华百货	10.11	38.04
杭州解百	31.95	109.82
友谊B股	9.53	176.28
G 合百大	13.53	177.51
G 中商	5.26	101.18
苏宁电器	10.33	118.19
公司零售业	18.89	116.23

资料来源：根据公司提供资料和公开资料整理

融资优势：在融资上，公司一方面依靠企业积累、迅速扩张规模。另一方面利用证券市场，加快发展步伐。目前公司控股的上市公司——银座集团股份有限公司，现已成为沪深两市商业板块中的绩优企业，为零售业筹集发展所需资金搭建了好的资本平台。

品牌优势：“银座”品牌经营设施齐备，产品质量有保障，服务质量良好，得到了消费者的认可，在济南以至山东市场已经具备一定的品牌优势。

发展规划

公司未来在零售业的总体发展规划是：以规模扩张为主线，通过自建、租赁、兼并、联合等多种手段，多业态并举，在形成山东市场绝对竞争优势的基础上，开拓全国市场，使“银座”成为全国零售商业的强势品牌。

在区域拓展上，公司将首先在山东省所有地级市开办一家以上“银座”分店，一些市场成熟的市开设1~2家分号，在此基础上，逐步向县（乡）市场延伸，并适时向省外发展。

在业态选择上，公司将以百货和购物中心两种业态为重点，拓展家居专卖经营，实现错位发展、优势互补、协调联动，提升“银座”的竞争优势。

在发展方式上，公司将在租赁、自建的同时，运用收购、重组、兼并、合资、加盟、输出管理、策略联盟等方式，加快发展，迅速壮大规模。

在管理上，公司将强化总部分店模式，不断完善管理规范；成立配送中心，支持连锁业务的扩张；突出银座服务特色，不断提高顾客的信赖度；强化信息化建设，建立以计算机管理为导向的流程管理模式，用信息化手段提高经营管理水平；固化银座管理模式，进一步规范经营管理，保证新开店的成功。

公司零售业发展规划见表3。公司零售业销售收入增长很快，而支撑这种增长的是店铺数量的增加，其中超市增长量最大，但对销售额增长贡献最大的是百货超市复合店。

表3 公司零售业发展规划（单位：亿元）

目标 业态	2005年 (实际)		2006年		2007年	
	店铺 家数	销售额 (含税)	店铺 家数	销售额 (含税)	店铺 家数	销售额 (含税)
百货超市复合店	18	42	25	48	37	58
家居专业店	2	4	5	5.7	8	6
超市	40	1.5	70	4.3	150	5
汽车专营店		2.5		5		6
合计		50		63		75

资料来源：根据公司提供资料

2、生物制药

(1) 行业分析

行业发展前景看好

医药行业是永续增长的朝阳行业。相对于传统医药行业，生物医药产业的市场集中度较高，更有利于优势企业的发展壮大，形成一批细分领域的领导型企业。中国生物医药行业起

步较高，相对容易赶超世界水平。前几年艾滋病、非典型性肺炎、禽流感等危机频发加快了国内生物制药市场培育，国家政策明显向生物医药产业倾斜。从行业层面，国内生物制药行业发展迅速，2005年行业收入比上年增长18%，利润增长33%。随着国民经济的持续发展、人们生活水平的不断提高、人口的增长、社会的老龄化和农村医药市场的逐步扩大，我国对新的治疗方法和新的药物的需求将持续扩大。从整体上看，医药工业发展情况良好，未来发展前景看好。

药品价格呈总体下降趋势

近年来，国家对药品价格的控制加强，并且已采取多种措施降低药品的价格，使得药品价格降幅较大。2004年9月28日，国家发改委宣布降低22种药品的最高零售价格，平均降幅达40%左右，最大降幅达到63%。随着政府部门对药品价格干预的进一步加强，药品价格在未来将会进一步的下降。

农村市场成为销售拓展的重点

农村新型合作医疗制度的启动，使农村市场成为新热点。由于农村市场的药品零售尚处于待开发状态，留给药企发挥的空间较大。但是，由于我国农村市场区域广、消费水平低、产品销量小，医药企业开拓农村市场时必须具备一定的实力，大企业在这方面具备一定的优势。

行业竞争加剧

目前世界前20名的跨国制药公司都已在中国合资办厂，部分拥有自己的独资企业。我国最大的500家外资企业中，医药企业占14家。

面对外国制药公司的激烈竞争和政府有关质量标准的新规定，不具备规模优势和竞争力不强的中国医药企业在竞争中处于劣势地位。据统计，最近2年医药企业的数量大幅减少，目前已从2004年的5000多家降到3500家左右，降幅达四分之一以上。预计未来还会进一步下降。

(2) 公司生物制药产业经营情况分析

目前公司生物制药的生产经营主要由山东福瑞达医药集团公司负责，其下属有山东博士伦福瑞达制药有限公司、山东福瑞达生物工程有限公司、山东福瑞达生物化工有限公司、山东明仁福瑞达制药有限公司等4家参股公司和山东省生物药物研究院。主要产品是眼科、骨科中西药品、消毒与卫生护理用品、保健食品、医药与化工原料以及化妆品等。具体情况见表4。

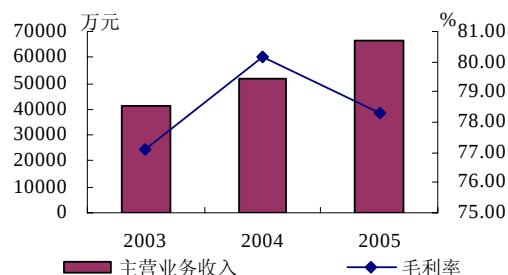
表4 医药产品生产情况

单位名称	产品	备注
山东福瑞达生物工程有限公司	消毒及个人护理品、健康食品、医疗器械和颐莲牌系列化妆品	颐莲化妆品现有10大系列50多个品种，在全国30多个大中城市500多家大型零售店销售
山东福瑞达生物化工有限公司	药用、食用和化妆品用透明质酸	年生产能力20吨，是国内最大的透明质酸生产基地。产品国内市场占有率70%以上，出口占总销量的50%以上
山东博士伦福瑞达制药有限公司	眼科药品、外科药品、皮肤科药品及内科药品	眼科用药占到国内市场20%以上，润舒滴眼液是国内市场第一个年销售额过亿元的眼科产品
山东明仁福瑞达制药有限公司	中药制剂，包括口服液、软膏、片剂、胶囊剂、颗粒剂等	颈痛颗粒是国家中药保护产品
山东省生物药物研究院	从事生物技术、生化药物、保健食品的研究开发和技术咨询服务	研究开发了国家二类新药一个，国家四类新药两个，五类新药一个，省批准新药八个

资料来源：根据企业提供资料整理

从图5可以看出，公司生物制药产业近年来主营业务收入年增长率保持在25%以上，2005年达到66169.24万元，同时，该产业的毛利率也保持在很高的水平，三年分别为77.12%、80.16%、78.33%。生物制药是公司主要的利润来源，2005年产生的净利润占公司净利润总额的90%以上。

图5 生物制药近三年经营情况



原料采购

公司在原料采购上严格控制质量，采取措施如下：一是坚持正规渠道进货，只从符合国家管理规定、具备生产资质的厂家采购。二是采购前对原料进行认真检验，以确保质量。三是在生产前，公司内部对采购原料再次进行检查，确保原料质量。同时，公司在采购原料时，进行充分的比价选择，在保证质量前提下做到成本最低。公司还对采购全过程进行监督、内部审计。公司目前与主要供应商保持了良好的关系。通过采取这些措施，有力的保证了原料质量和成本最低。

产品销售

目前，公司拥有200多支有专业知识、有营销技能、素质水平高的生物制药产品营销队伍，以国内大城市为中心设立了30多个业务办事处，营销网络覆盖全国。公司采取公司——承销商——分销商——终端客户的销售模式。公司将商品直接销售给承销商，迅速回收货款。公司销售人员、办事处以学术推广、广告营销方式了解消费者需求、促销商品。

经营优势

规模优势：从生产能力看，公司现已成为全国最大的眼科用药生产基地和透明质酸生产基地。从市场份额看，眼科产品“润舒”、“润洁”滴眼液已占国内整个眼科市场的20%以上；透明质酸国内市场占有率在70%以上；骨科产品施沛特已经占据国内玻璃酸钠骨关节市场80%以上的份额。

技术优势：从技术水平看，公司目前拥有医药方面的专利70多项，是“全国专利示范基地”；在透明质酸钠的研究和生产技术领域，处于国际先进水平，先后获国家科技进步二等奖、国家九五重点科技攻关优秀成果、山东省科技成果二等奖、济南市科学技术最高奖和国内贸易部科技进步一等奖等殊荣。

从研发实力看，所属公司的山东省生物药物研究院，已连续7年被山东省科委评为“山东省一类研究院所”，是省重点实验室、博士后工作站和博士学位培养点。目前该院现有在职人员78人，其中专业科研人员65人，具有副高以上职称21人，国家级有突出贡献中青年专家1人，享受国务院津贴2人，省级拔尖人才2人，该院还成立了以中科院院士蒋民华教授为主任委员的学术委员会。较强的研发实力为公司制药业的发展提供了坚实基础。

公司采取研、产、销三位一体的经营思路，以市场为导向，进行研究与技术转化，缩短了科研转化为产品的过程，更进一步确立了公司制药业在行业内的优势。

发展规划

公司在医药产业的发展思路是：延长产业链，延伸产品链，开发新产品、新项目，开辟新的战场，培植新的利润源，增强可持续发展能力；整合资金平台、资源平台，做大做强；促使公司内部医药研究机构优势互补、资源共享、协同发展，同时加大投入，强化科研力；涉足药品批零领域，树立现代流通理念，形成生产和销售相互促进局面。

3、房地产业

房地产业是我国新的发展阶段的一个重要支柱产业，在整体经济结构与促进经济发展中起着举足轻重的作用。我国的房地产业在经过了20多年市场化发展后，在国家一系列行业政策的指引下，正在逐步走向理性健康的发展轨道。

目前公司有山东省商业房地产开发公司、

山东银座地产有限公司、北京银座合智房地产开发有限公司、东营银座房地产公司等四家房地产公司，在北京等地储备土地500多亩，正在开工建设的面积约40万平方米。2005年公司房地产业实现主营业务收入30042.68万元，但由于房地产业务的特殊性，其收入规模和盈利水平波动性较大。

在项目开发上，公司除开发住宅小区外，主要配合银座展店开发商务楼盘和商业综合广场。在商务楼盘和综合广场开发上，采取“组团式开发”方式。以“银座”零售店带动地产升值，以开发住宅、写字楼等高附加值地产项目为主，同时考虑商业步行街、商铺、商务酒店的建设，长期回报与短期收益结合，以获取最佳经济效益。在住宅项目开发上，采取预售方式，降低了开发风险，加快了资金周转速度。

公司房地产业目前土地储备较多，在建规模较大，对资金的需求量较大。公司目前在房地产业重点是做好现有项目的开发和销售，原则上不再开工大的项目。公司房地产主要项目开发情况见表5。

表5 房地产主要项目开发情况

项目名称	类型	开发时间	开发商	项目规模	项目进展情况
青岛“四季景园”	住宅	2003	山东省商业房地产开发公司	建筑面积30万平方米	一期9万平方米已销售完毕，二期即将发售
北京顺义区别墅项目	住宅	2005	北京银座合智房地产开发有限公司	占地570亩	计划一期工程今年推向市场
济南“银座数码广场”	商务楼盘	2001	山东省商业房地产开发公司	建筑面积7万平方米，总投资2.5亿元	已建成运营
济南“银座晶都”	商住两用	2004	山东银座地产有限公司	建筑面积15万平方米	今年即将推向市场
东营银座城市广场	综合广场	2004	东营银座房地产开发有限公司	建筑面积25万平方米，总投资约7亿元	计划今年建成

资料来源：根据企业提供资料整理

4、经营效率

从表6可以看出，公司近三年资产总额增长很快，年均增长率为40.61%，主要是山东省国资委划拨资产和新投资项目所致；主营业务收入保持了较快的增长，年均增长率为43.80%，主要是由于零售业规模的扩大；主营业务成本与主营业务收入基本保持同比增长，主要原因是生物制药的成本较低并且波动不大，零售业商品进价与售价比值控制在一定范围内；管理费用有所波动，主要是由于2003年零售业将部分租赁费等应列入营业费用的项目列入了管理费用，近三年管理费用率、成本率的平均值分别为6.20%、94.21%，成本控制较好；销售债权周转次数2005年有较大的下降，主要是因为房地产销售部分形成应收账款较大和制药企业销售商品形成应收票据较大；存货周转次数总体较高，近三年平均为7.28次，主要原因：一是公司对存货的管理力度大；二是公司主业是零售业，而零售业的特征是存货周转较快，2005年存货周转次数有所下降主要是房地产项目形成的存货较多。总体来看，公司经营效率较高。

表 6 经营效率

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
资产总额	325961.30	543155.17	644483.80	40.61
主营业务收入	249227.83	397854.50	515397.90	43.80
主营业务成本	182062.92	300152.47	392252.50	46.78
管理费用	28883.71	10861.11	28169.25	-1.24
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	加权平均值
管理费用率 (%)	12.09	2.94	5.79	6.20
成本率 (%)	95.88	92.80	94.38	94.21
销售债权周转次数 (次)	91.48	78.45	42.81	63.24
存货周转次数 (次)	6.44	8.51	6.87	7.28
总资产周转次数 (次)	0.86	0.92	0.87	0.88

资料来源：根据公司年报整理

5. 未来发展

公司未来发展的总体思路是：以零售业为主业，重点抓好生化制药，多业态协同发展。公司的发展模式是：以资本扩张为主线，兼并

联合为重要手段。

表7是公司未来两年收入和盈利预测，销售收入的预测基础是以2005年销售收入为基准，年均增长30%。近三年公司主营业务收入年均增长率超过40%，其中主要是零售业的增长。从表3可以看出，未来公司零售业在店铺数量上将会有较大的增长。如果公司能够及时筹集到开店所需资金，并且新开设店铺营业额能保持目前现有店铺的水平，实现预测是有可能的。

表 7 公司收入和盈利预测

项目(单位: 万元)	2005 年 (实际)	2006 年	2007 年
预计销售收入	515397.90	670017.27	87022.46
预计利润总额	31496.06	49712.65	71631.43
预计净利润	5053.78	8832.86	12120.68

资料来源：根据公司提供资料

六、财务分析

1、财务概况

公司提供的2003年~2005年度财务报告已经中和正信会计师事务所有限公司审计，并出具了无保留意见的审计结论。2003年、2004年公司执行《商品流通企业会计制度》，2005年除托管企业山东省林工商总公司执行《商品流通企业会计制度》外，公司及下属单位执行《企业会计制度》。由于会计制度发生变更，本报告引用的2004年财务数据采用经调整的2005年年初数。2004年、2005年数据可比性相对较强。

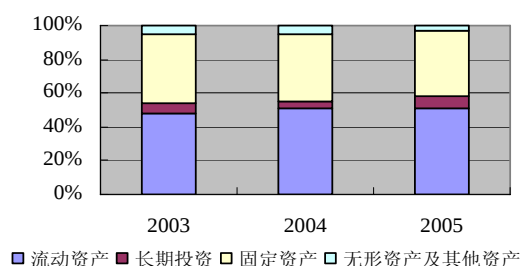
截止2005年12月31日，公司（合并）资产总额644483.80万元，负债总额374877.85万元，股东权益192920.49万元，少数股东权益76685.46万元。2005年实现主营业务收入515397.90万元，利润总额31496.06万元，现金及现金等价物净增加额7557.26万元。

截止2005年12月31日，公司本部资产总额75952.02万元，所有者权益16571.87万元，负债总额59380.15万元。

2、资产构成

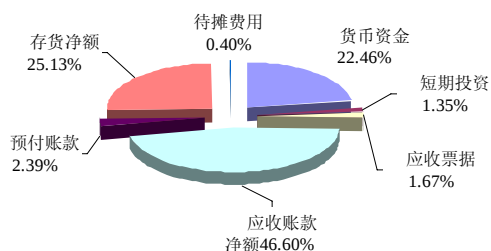
从图6可以看出，公司近三年资产构成变化不大，以流动资产和固定资产为主。截止2005年12月31日，公司流动资产、固定资产、长期投资和无形资产及其他资产占资产总额的比重分别为51.02%、38.97%、7.09%和2.92%，资产结构正常。

图6 公司近三年资产构成



截止2005年12月31日，流动资产中，货币资金、应收账款净额和存货分别占比为22.46%、46.60%和25.13%（见图7），其中应收账款净额占比较高。存货中主要是库存商品、自制半成品及在产品，占比分别达到56.56%、37.91%，而库存商品、自制半成品及在产品主要是房地产项目所形成的正在开发项目及已经开发完毕尚未销售的存货，占存货的72.59%。流动资产中，应收票据在近三年增长较快，主要是医药公司销售商品采用应收票据的收款方式所致。

图7 流动资产构成



应收账款近三年增长较快，年均增长率为114.03%，2005年底净额为10816.92万元，其中44.29%是应收房款，其余部分主要是医药产业应收货款，零售业由于主要采取现金交易方式，应收账款较少。从账龄分析看，应收账款

以1年以内的为主，占89.73%，1~2年的占7.64%，2年以上占2.63%。公司采用账龄分析法和个别认定法综合计提坏账准备，2005年底坏账准备余额为359.74万元，占应收账款总额的3.22%；前五大债务人欠款金额占应收账款总额的45.20%，应收账款的集中度较高。

2005年底其他应收款净额为142415.77万元，额度较大。从账龄分析看，1年以内的占47.17%，1~2年的占51.19%，整体账龄不长；2005年底坏账准备余额占其他应收款总额6.59%；前五大债务人欠款金额占其他应收款总额42.27%，其他应收款的集中度较高。

公司其他应收账款主要是：山东世界贸易中心借款29620万元、中国工商银行山东省分行欠款11170万元、临沂尚城置业有限公司和青岛星洲世源置业有限公司借款合计19315.99万元、山东省糖酒茶叶公司借款4338.14万元。其中山东世界贸易中心原系公司所属单位，其借款有内部借款合同，后因产权变动划归山东省国资委直接管理。山东世界贸易中心对公司的借款于2005年7月转借给北京银座合智房地产开发有限公司，目前该部分款项实际上是北京银座合智房地产开发有限公司对公司的借款，由于北京银座合智房地产公司是公司控股的子公司，因此该项借款不存在回收风险；中国工商银行山东省分行欠款为公司购买打折处理的资产包，承诺1年内将该资产包内的资产处理完毕后将款项归还公司，最低收益率为8%，目前期限已超过1年，资产包内的大部分资产正在重组转让处理中，预计半年内将全部处理完毕；临沂尚城置业有限公司和青岛星洲世源置业有限公司是公司全资子公司山东省商业房地产开发公司的参股公司，借款有内部借款合同，期限为1年，预计2006年底将收回全部本金及利息，借款利率为8%；山东省糖酒茶叶公司原属公司的全资公司，该公司位于济南大桥路169号的房产已划归公司所有（评估价值3050万元），另外还有部分股权已经移交公司资产管理中心，但相关划转手续尚未办理。

公司其余其他应收款全部为内部应收款，主要包括银座展店的前期投入资金、生物制药业外地办事处的周转金等，合计金额虽大，但不能回收的风险不大。

截止 2005 年 12 月 31 日，公司固定资产原值 257392.82 万元，累计折旧 36636.67 万元。现固定资产中，以房屋及建筑物为主，占比为 60.27%。固定资产在近三年增幅较大，年均增长率在 30%以上，主要原因是公司新开门店和山东省国资委划拨资产。

长期投资 and 无形资产所占比重不大，长期投资主要是对参股公司的股权投资。无形资产是土地使用权和专利权。

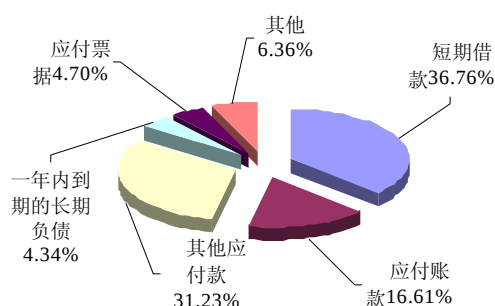
总体看，公司资产构成合理，以流动资产和固定资产为主，但其他应收款数额较大，整体资产质量一般。

3、负债和所有者权益构成

截止 2005 年底，公司负债总额为 374877.85 万元，负债总额年均增长率为 36.81%，主要源于流动负债的增长。负债总额年均增长率低于资产总额年均增长率（40.61%），使得近三年负债比率有所下降。截止 2005 年底，公司负债中流动负债和长期负债分别占 93.10%、6.90%，以流动负债为主。长期负债中，长期借款占 97.25%，长期借款分为抵押借款和保证借款，其中抵押借款的抵押物为公司房屋建筑物及土地使用权。长期负债中其他部分是专项应付款，专项应付款主要是挖潜改造资金、信息化工程专项拨款、新产品财政专项扶持基金。流动负债中，短期借款占 36.76%，其他应付款占 31.23%，应付账款占 16.61%（见图 8）。其他应付款所占比例较高，主要是公司零售业进行商品促销所形成。应付账款主要是应付货款和应付工程款。流动负债中，预提费用增长很快，近三年年均增长率为 44.41%，2005 年为 6716.39 万元，主要原因是医药产业根据业绩对人员进行奖励，预提年终奖 4424 万元，同时市场开发力度加大，预提市

场开发费 2003.09 万元。

图 8 流动负债构成



从表 8 看，截止 2005 年 12 月 31 日，公司负债比率、长期资本化比率、全部资本化比率分别为 58.17%、8.54%和 40.69%，近三年负债水平总体呈下降趋势，目前负债水平基本正常，但是短期债务比例相对较高。

截止 2005 年 12 月 31 日，公司股东权益为 192920.49 万元，其中以股本和资本公积为主，分别占 68.80%和 29.92%。股本近三年增长较快，年均增长率达到 72.60%，主要是由政府划拨资产及托管企业所引起。其中根据山东省机构编制委员会鲁编（2005）20 号文件，山东省医药工业研究所和山东省医疗器械研究所于 2005 年 10 月划转到公司；根据山东省国资委鲁国资产权函（2005）133 号文件，山东省永兴集团有限公司于 2005 年 11 月划转到山东银座集团投资有限责任公司；根据山东省国资委鲁国资企函（2005）44 号文件，山东省林工商总公司和山东省牧工商总公司将在托管一年后的 2006 年 7 月份划入公司；根据山东省国资委鲁国资企改函（2005）32 号文件，山东省国资委委托公司对山东银座集团投资有限责任公司进行经营管理，目前该公司主要经营管理人员为公司委派，公司拥有其实际控制权。上述企业纳入公司 2005 年合并报表范围。

除资产划入外，公司还有资产划出，2005 年 12 月 19 日，经山东省国资委鲁国资产权函（2005）151 号文件批准，公司全资子公司——山东世界贸易中心整体划转给山东省国资委，目前手续已办理完毕。山东世界贸易中心是山

东省政府委托公司筹建的形象工程，由于该项目完全依靠公司自有资金和银行借款建设，给公司带来巨大的财务负担，影响了公司未来发展。2005 年，山东省政府提出要将公司作大作强，做成山东省乃至全国流通领域的龙头企业，因此将影响公司发展的山东世界贸易中心的资产、债务全部划转给山东省国资委。这是公司成立以来的首次资产划出。

公司是山东省国资委 100%控股的未改制企业，在资产划拨上采取无偿划入划出方式，这使得公司资产稳定性相对较差，所有者权益有一定波动。

本期短期融资券拟发行额为 7.7 亿元，以 2005 年底财务数据为基础，预计发行后公司资产负债比率和全部资本化率模拟值将分别上升至 62.63 %和 49.29 %，公司债务负担偏重。

表8 财务构成

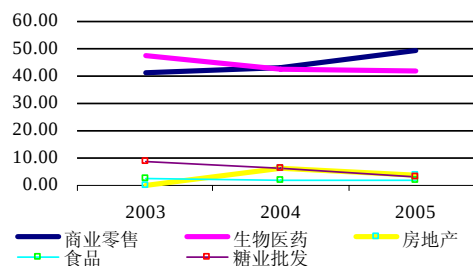
项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
所有者权益	80368.99	140706.94	192920.49	54.93
少数股东权益	45301.46	68802.72	76685.46	30.11
短期债务	111126.81	121479.01	159835.37	19.93
长期债务	27200.10	15145.00	25164.00	-3.82
负债总额	200290.85	333645.51	374877.85	36.81
资产总额	325961.30	543155.17	644483.80	40.61
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	加权平均值
长期资本化比率 (%)	17.79	6.74	8.54	9.85
全部资本化比率 (%)	52.40	39.47	40.69	42.67
负债比率 (%)	61.45	61.43	58.17	59.80

资料来源：根据公司年报整理

4、盈利能力

由于零售业规模的扩大，使得公司主营业务收入、主营业务利润近三年保持了较快的增长速度，年均增长率分别为 43.80%和 34.32%。在主营业务利润构成上，商业零售与生物医药占主营业务利润的大部分，两项合计占主营业务利润总额之比三年分别为 88.77%、85.84%、91.53%（见图 9）。

图 9 近三年主营业务利润构成



由于生物医药毛利率高，近三年公司主营业务利润率一直处于较高水平，平均值为 23.92%，主营业务的盈利能力较强，且盈利水平比较稳定；总资本收益率和净资产收益率近三年平均分别为 3.11%、3.29%，2005 年分别为 2.82%、2.62%（见表 9），盈利能力较弱。

公司近三年投资收益分别为-294.04 万元、-845.87 万元、720.78 万元，投资活动的收益水平一般，但有所提高。2005 年其他业务利润中，公司下属的学校研究所利润为-649.68 万元，影响了公司的整体收益水平。

表9 盈利能力

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
主营业务收入	249227.83	397854.50	515397.90	43.80
主营业务利润	65898.85	94064.92	118888.20	34.32
利润总额	10114.22	26859.57	31496.06	76.47
净利润	2361.35	6522.51	5053.78	46.29
利息支出	5824.57	5921.47	7744.29	15.31
少数股东权益	45301.46	68802.72	76685.46	30.11
所有者权益	80368.99	140706.94	192920.49	54.93
债务资本	138326.91	136624.01	184999.37	15.65
指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	加权平均值
主营业务利润率	26.44	23.64	23.07	23.92
总资本收益率	3.10	3.60	2.82	3.11
净资产收益率	2.94	4.64	2.62	3.29

资料来源：根据公司年报整理

5、现金流分析

从表 10 看，2005 年公司的现金收入比率为 105.70%，收入实现质量一般。销售商品、提供劳务收到的现金增长很快，年均增长率为 39.09%。近三年经营活动产生的现金流量净额有所波动，2004 年和 2005 年分别为 45734.77 万元和 10433.03 万元，2004 年由于支付的往来

款项较少而导致现金流量净额相对较大。2005 年投资活动产生的现金流量净额为-25215.13 万元，主要是长期股权投资和新开门店投入资金所致。2003 年、2005 年由于经营活动产生的现金流净额相对较少，不能覆盖投资活动产生的现金流净额，筹资活动前现金流净额为负。2005 年筹资活动产生的现金流量净额为 22339.36 万元，主要是短期借款的增加。2005 年公司现金及现金等价物净增加额为 7557.26 万元。

表 10 现金流量

项 目（万元）	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 （%）
销售商品、提供劳务收到的现金	281596.56	480489.77	544768.29	39.09
经营活动产生的现金流量净额	8433.28	45734.77	10433.03	11.23
投资活动产生的现金流量净额	-15903.99	-26317.86	-25215.13	—
筹资活动前现金流量净额	-7470.71	19416.91	-14782.10	—
筹资活动产生的现金流量净额	33552.57	-5945.01	22339.36	-18.40
现金及现金等价物净增加额	26081.86	13471.90	7557.26	-46.17
指 标（%）	2003 年	2004 年	2005 年	加权 平均值
现金收入比率（%）	112.99	120.77	105.70	113.15

资料来源：根据公司年报整理

表 11 是公司未来两年现金流预测。预测的依据主要是：①经营活动考虑到零售业新开店带来的收入和医药新建生产基地带来的收入。2006 年及 2007 年公司拟开零售门店 19 家，2006 年新开 7 家，2007 年新开 12 家，预计每家门店营业额在 2 亿元左右；另外是医药扩大规模，新建 2 个生产基地；②投资活动主要是新开店和医药新建科研楼及 2 个生产基地；另外还有房地产开发项目的投入；③筹资活动考虑了 2006 年拟发短期融资券对现金流入流出的影响。

随着零售业新开店的增加和医药生产规模的扩大，经营活动产生的现金流量净额增加很快；2006 年公司投资活动支出相对较大，相应的，2006 年对资金的需求也处于一个高峰，

2006 年预计筹资活动产生的现金流量净额为 49951.34 万元；但随着经营活动获利能力的不断增强和投资需求的减少，2007 年公司对筹资活动的需求下降较快。总的看来，未来两年公司经营活动现金流量净额逐年增长，对保持整体资金平衡起到主要作用。

表 11 现金流预测

项目（万元）	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 （%）
一、经营活动产生的现金流量				
现金流入小计	578380.78	751891.73	977455.98	30.00
现金流出小计	567947.75	727891.13	936288.72	28.40
经营活动产生的现金流量净额	10433.03	24000.60	41167.26	98.64
二、投资活动产生的现金流量				
现金流入小计	9660.85	9870.63	10356.71	3.54
现金流出小计	34875.98	72138.23	52765.64	23.00
投资活动产生的现金流量净额	-25215.13	-62267.60	-42408.93	29.69
三、筹资活动产生的现金流量				
现金流入小计	157967.30	243469.33	216410.13	17.05
现金流出小计	135627.94	193517.99	215123.23	25.94
筹资活动产生的现金流量净额	22339.36	49951.34	1286.90	-76.00
四、汇率变动对现金的影响		4.39		
五、现金及现金等价物净增加额	7557.26	11688.73	45.23	-92.26

资料来源：根据公司提供资料

6、偿债能力

从表 12 看，公司近三年流动比率有所上升，三年平均值达到 92.66%。速动比率由于存货增加较多，2005 年为 73.73%，短期支付能力偏弱。

近三年公司 EBITDA 利息倍数明显增加，三年分别为 4.89 倍、7.04 倍、8.14 倍，债务保护倍数有所增加，2005 年为 0.16 倍。筹资活动前现金流量净额利息偿还能力三年平均值为 -0.23 倍，对利息的保护弱，筹资活动前现金流量净额债务保护倍数三年平均为 -0.01 倍，2005

年为-0.08 倍，对债务的保护弱。

若本期短期融资券发行成功，按 2005 年底的财务数据，公司经营活动产生的现金流量净额为本期短期融资券的 0.14 倍。考虑到公司新开店项目在未来两年开始经营，因此公司盈利和获现能力将逐步提高，结合公司的现金流预测数据，可以看出，2006 年和 2007 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期短期融资券的 0.31 倍和 0.53 倍，对本期短期融资券的覆盖能力增加。

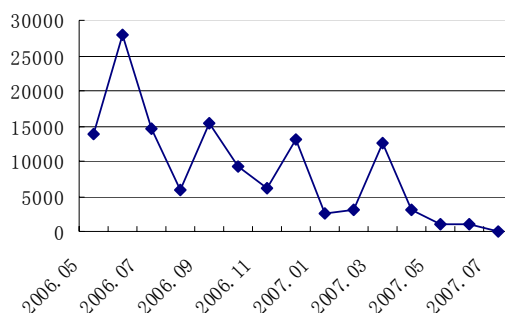
表12 偿债能力

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
流动资产	157137.88	276856.26	328839.50	44.66
流动负债	173089.87	297770.02	348999.86	42.00
折旧	10515.62	6576.58	11795.96	5.91
摊销	2056.21	2332.32	11988.93	141.47
利息支出	5824.57	5921.47	7744.29	15.31
利润总额	10114.22	26859.57	31496.06	76.47
EBITDA	28510.63	41689.93	63025.24	48.68
筹资活动前现金流量净额	-7470.71	19416.91	-14782.10	—
债务资本	138326.91	136624.01	184999.37	15.65
当年应偿还的债务本金	111126.81	121479.01	159835.37	19.93
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	加权 平均值
流动比率 (%)	90.78	92.98	94.22	93.16
速动比率 (%)	68.23	82.40	70.54	73.64
EBITDA 利息 倍数	4.89	7.04	8.14	7.16
债务保护倍数 (倍)	0.11	0.11	0.16	0.14
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.05	0.14	-0.08	-0.01
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-1.28	3.28	-1.91	-0.23
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	-0.06	0.15	-0.09	-0.01

资料来源：根据公司年报整理

图10反映的是截止2006年5月底，据公司初步统计的未来15个月内现有债务的偿还期限分布情况。从图10可以看出，大额的债务偿还主要分布在2006年7月，其后债务偿还规模相对稳定。可以看出，公司现有债务的偿还期限和数额的分布对本期短期融资券的偿付安排有利。

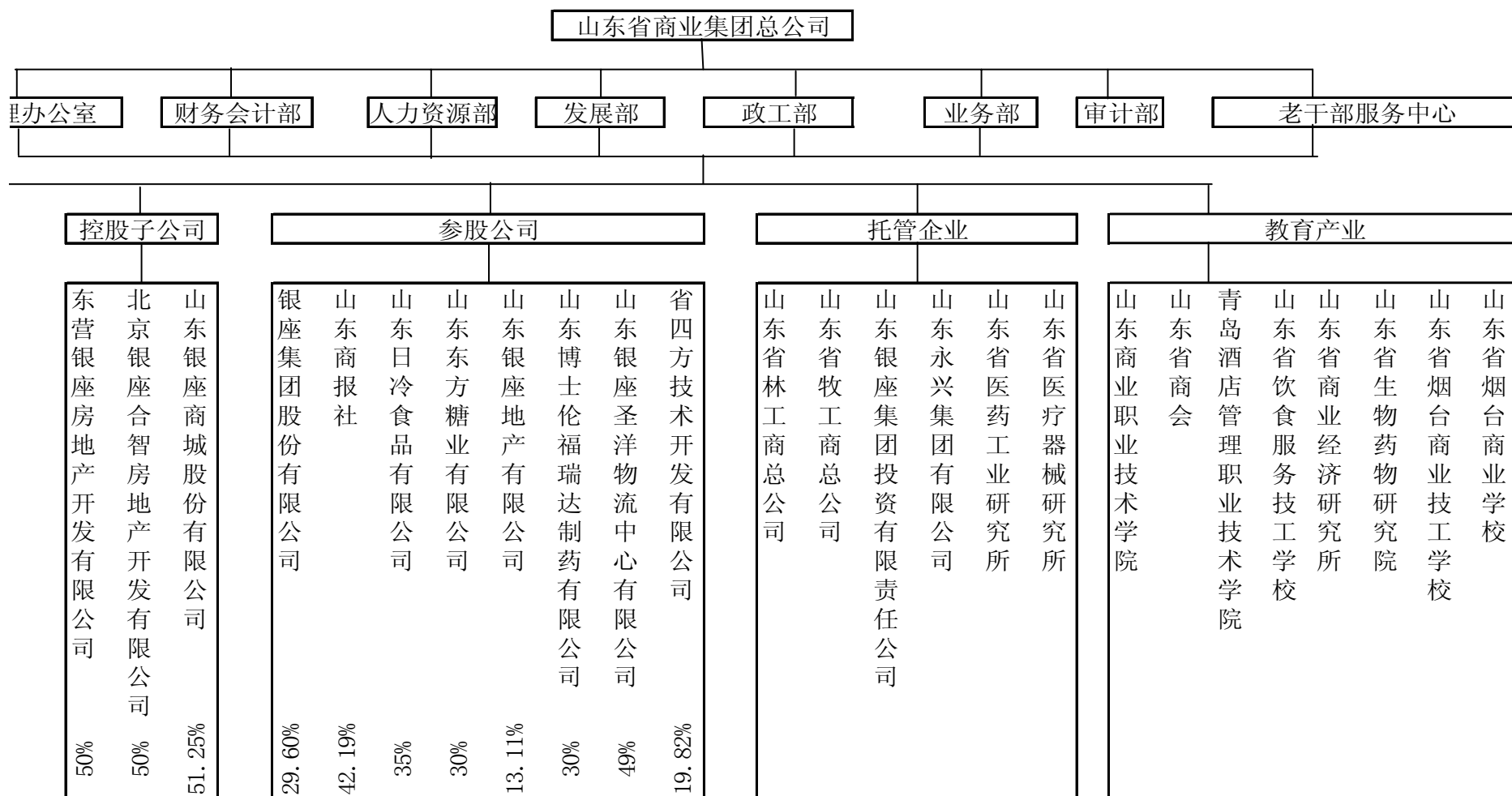
图10 公司未来债务偿还期限和数额分布



资料来源：根据公司提供资料

截止 2006 年 5 月底，公司在商业银行所获得的综合授信额度为 21.18 亿元，目前尚未使用的余额为 3.34 亿元，全部为流动性授信。

综上所述，公司在零售、医药等行业具有一定的竞争优势，“银座”零售品牌优势和规模优势明显，医药方面技术优势凸现。公司目前对外投资活动较多，为未来发展打下了良好基础。公司近几年资产规模、主营业务收入保持了较快的增长势头，经营状况良好，财务状况正常，但公司债务负担偏重，整体收益水平不高；公司没完成公司制改造，未设立股东会和监事会。政府对公司支持力度大。总体看，本期短期融资券偿债风险较小。



附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1】 ×100%
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (应收账款+应收票据) 年初年末平均数
存货周转次数	主营业务成本/存货年初年末平均数
总资产周转次数	主营业务收入净额/资产总计年初年末平均数
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%
总资本收益率	(净利润+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%
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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ 支出利息
债务保护倍数	期内 (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	
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-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)
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额

附件 7 融资券级别设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的《中国人民银行信用评级管理指导意见》(银发〔2006〕95 号)的有关规定,银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级,符号表示分别为: A-1、A-2、A-3、B、C、D,每一个信用等级均不进行微调。等级含义如下表:

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券,其还本付息能力最强,安全性最高
A-2	还本付息能力较强,安全性较高
A-3	还本付息能力一般,安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低,有一定的违约风险
C	还本付息能力很低,违约风险较高
D	不能按期还本付息