

跟踪评级公告

联合[2010] 694 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东省商业集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，上调“10鲁商债”信用等级至AAA，并维持“10鲁商CP01” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月十三日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山东省商业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 鲁商债	7 亿元	2010/03/11-2017/03/10	AAA	AA ⁺
10 鲁商 CP01	15 亿元	2010/08/30-2011/08/29	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2010 年 12 月 13 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	10 年 6 月
现金类资产(亿元)	34.77	41.04	51.69
资产总额(亿元)	135.61	180.05	248.06
所有者权益(亿元)	43.92	47.04	58.08
短期债务(亿元)	34.61	36.55	53.80
全部债务(亿元)	75.48	87.16	130.71
营业收入(亿元)	147.53	168.41	107.28
利润总额(亿元)	8.56	8.90	3.26
EBITDA(亿元)	17.48	18.20	--
经营性净现金流(亿元)	4.12	4.57	2.00
营业利润率(%)	21.56	20.28	18.15
净资产收益率(%)	13.56	12.99	--
资产负债率(%)	67.61	73.87	76.59
全部债务资本化比率(%)	63.22	64.95	69.24
流动比率(%)	140.04	135.32	134.24
全部债务/EBITDA(倍)	4.32	4.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.07	5.21	--
经营现金流负债比(%)	7.22	5.07	--

注: 2010 年 1~6 月财务数据未经审计。

分析师

吕明远

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

山东省商业集团有限公司(以下简称“公司”)是山东省最大的商业零售企业,已形成了包括商业零售、生物制药、房地产、传媒、教育等板块在内多元化的业务格局。跟踪期内,公司主营零售业务保持了较快的扩张步伐,门店数量和经营覆盖区域持续拓展,营业收入规模大幅增长;制药、地产等辅业板块也实现较好发展,公司整体现金流状况得以进一步提升。同期内,快速扩张导致的大规模资本支出使公司债务负担进一步加重,但得益于零售及制药业较稳定的盈利和现金流状况,公司整体仍保持了较强的偿债能力。

随着业务规模的快速扩张,公司未来债务规模仍有上升的压力,但作为区域内大型的商业零售企业,公司行业地位突出,竞争实力强,主营零售业务未来发展前景良好,同时随着地产、医药、传媒等业务板块的逐步发展,多元化的业务格局将有助于进一步提升公司整体的竞争实力和抗风险能力。

跟踪期内,担保方山东省高速集团有限公司经营规模及资产总额实现快速扩张,资本结构明显改善,整体债务负担减轻,同时 EBITDA 及经营性现金流大幅增长,偿债能力进一步增强,联合资信将山东省高速集团有限公司主体长期信用等级上调为 AAA,评级展望为稳定。

综合以上,联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,上调“10 鲁商债”信用等级为 AAA,并维持“10 中鲁商 CP01” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒等产业在内的多元化业务格局,有助于分散单一业务的经营风险。

2. 公司是山东省零售行业的龙头企业，零售网点分布广泛，具备销售规模，“银座”品牌知名度高，区域竞争优势明显。
3. 跟踪期内，公司零售、制药及地产等业务板块均实现良好的发展，整体的经营规模和收入水平进一步提升。
4. 公司经营活动现金流对存续期内的债券保障能力强。
5. 跟踪期内，担保方山东省高速集团有限公司信用状况显著改善，进一步提升了“10鲁商债”本息偿付的安全性。

关注

1. 2010年以来，国家加大了对房地行业的政策调控，公司房地产板块发展面临一定不确定性。
2. 公司债务负担相对较重，未来随着业务规模的快速扩张，存在较大的对外融资压力。

一、企业概况

山东省商业集团有限公司（以下简称“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，2010年4月公司更为现名。公司为山东省人民政府国有资产监督管理委员会全资控股的大型国有独资企业，改制以来，公司现已形成以现代零售业为主业，以生物制药和房地产为重点行业的业务体系，产业布局涉及教育、传媒等众多行业。

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。公司下设总经理办公室、战略管理中心、投资管理中心、财务管理中心、人力资源管理中心、风险防控中心等6个职能部门。

截至2009年底，公司资产总额180.05亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）47.04亿元；2009年公司实现营业收入168.41亿元，利润总额8.90亿元。

截至2010年6月底，公司资产总额248.06亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）58.08亿元；2010年1~6月，公司实现营业收入107.28亿元，利润总额3.26亿元。

公司注册地址：山东省济南市山师东路4号；法定代表人：季绪琦。

二、经营分析

经营概况

目前，公司形成了包括商业零售、生物制药、房地产、传媒、教育等板块在内多元化的业务格局，其中商业零售、生物、制药和房地产业务是公司主要的收入来源和发展的重点领域。

2009年公司实现营业收入168.41亿元，其中主营业务收入162.87亿元。近年，得益于经

营网点拓展，公司零售业务收入持续快速增长，在营业收入中占比逐年提高，2009年占比为81.04%，公司主营业务突出。2009年，公司制药板块收入保持增长，房地产业务收入有所回落，食品及其他业务规模保持稳定，但收入占比均有所下滑。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况

	营业收入构成 (亿元)		毛利率(%)	
	2008年	2009年	2008年	2009年
零售业	113.15	136.48	18.54	17.34
生物制药业	5.80	7.17	81.72	79.92
房地产业	20.22	16.18	35.41	35.54
食品及其他	8.36	8.58	8.25	28.21
合计	147.53	168.41	22.76	22.31

资料来源：公司审计报告

2010年以来，公司零售业务仍保持了较快的扩张速度，门店数量不断增加，由此也带动了整体收入规模的持续增长，2010年1~6月，公司实现营业收入107.28亿元，为上年全年的63.70%。

商业零售

近年，随着国内居民收入和消费水平的逐年提高，中国零售行业呈持续快速增长态势，但2008年四季度开始，国内外宏观经济的波动在一定程度上加大消费者对未来收入预期的不确定性，减弱消费信心，2009年2月国内消费者信心指数和国内全社会商品零售总额增速均下降到近12月最低水平。2009年二季度以来，受益于相关宏观经济刺激政策，国内经济逐步企稳回升，国内社会商品零售总额增速在家电、汽车等大宗消费品的带动下也开始逐月提升。2009年国内实现社会消费品零售总额125343亿元，比上年增长15.5%，较2008年低约7个百分点，增速有所放缓。进入2010年，受益于实体经济的持续复苏，人均收入的稳步增长以及相关消费刺激政策的延续，国内的零售行业保持了良好的发展势头，2010年1~6月，社会消费

品零售总额72669亿元，同比增长18.2%，其中6月当月社会消费品零售总额为12330亿元，同比增长18.3%。

商业零售公司的核心主业，近年始终保持了较快的扩张速度，在中国连锁经营协会公布的“2009中国连锁百强名单”中，公司位居第16位。2009年公司零售业务实现收入136.48亿元，同比增长20.62%，毛利率水平较上年基本持平。

公司零售业的快速增长的主要原因：一方面是经营网点的增加。2009年公司新开分店18家，新增营业面积近50万平方米。截至2009年底，公司已在山东省16个地级市、河北省石家庄市、邢台市及河南濮阳等地拥有61家百货超市综合门店、128家连锁超市，7家家居专营店，7家汽车专营店，经营面积超过200万平方米，2010年以来，公司门店数量进一步拓展，截至6月底，公司百货超市复合门店数量已接近70家。

另一方面，公司围绕业态定位，加强经营调整，突出经营特色，尤其是针对开业多年的成熟老店，边调整边营业，老店市场份额不断扩大，经营优势进一步增强，保持较大的销售增幅。从各店的销售情况看，银座商城当年销售大幅增长，达到19.26亿元，成为当年唯一超过10亿元的门店。公司单店经营效益排在前六名的门店具体情况见表2。

表2 公司零售业主要经营网点情况（平方米，万元）

企业名称	经营面积	2008年销售额	2009年销售额
山东银座商城股份有限公司	47367	116367	192648.44
济南银座购物广场有限公司	21200	101357	99448.88
济南银座商城有限责任公司	13656	32872	37783.31
东营银座购物广场有限公司	36646	55719	55854.81
泰安银座商城有限公司	9388	42985	45617.52
淄博银座商城有限公司	25455	54062	56643.58
合计	153712	116367	192648.44

资料来源：公司提供

生物制药

医药行业是国民经济的重要组成部分，是

关系国计民生的行业之一。近年来，随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，中国医药行业总体保持了较高的增长速度。根据国家统计局数据，2009年1~11月，全国医药制造业实现销售收入7963.7亿元（未包含医疗器械），同比增长21.3%；利润总额808.2亿元，同比增长25.3%。2010年1~5月医药制造业销售收入和利润总额同比增长27.82%和38.79%，增速较2009年明显加快，且行业的利润增速快于收入增速。未来，在新医改方案推出的背景下，政府加大对医疗和医药体系的投入力度，将进一步促进医药行业的发展。

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，主导产品包括眼科、骨科中西药品、消毒与卫生护理用品、保健食品、医疗器械、医药与化工原料以及化妆品等。跟踪期内，公司眼科产品“润舒”、“润洁”滴眼液在国内市场份额在20%以上，透明质酸钠国内市场占有率在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，主导产品在细分市场的领先地位进一步巩固。

2010年公司下属医药制造企业获批为“国家级创新药物孵化基地”，该项目将获得国家1.1亿元的资金支持和山东省2亿元的贴息贷款，将有助于公司科研基础设施和开发能力的完善和提高。

房地产业务

房地产行业是国民经济的重要支柱产业，是宏观经济的晴雨表。2008年中国房地产行业开始进入调整期，各地房价出现一定程度的下滑，成交量则严重萎缩。2009年以来，宏观经济的逐步回暖和政府推进的宽松的信贷政策为房地产行业景气度的改善和房价上涨奠定了基础。根据国家统计局数据显示，2009年全国房屋销售稳步回升，商品房销售面积同比增长42.10%，销售额同比增长75.50%。2009年中国房地产行业以去库存化为主，上半年投资增长较缓，全年全国完成房地产开发投资36232亿

元,比上年增长 16.10%。经历 2008 年行业调整后需求的集中释放、宽松的信贷政策以及房价持续上涨的预期在带动成交量逐步回升的同时,也推高了房价,截至 2010 年 3 月底,在不到一年的时间,国内主要一线城市房价涨幅均超过 50%,根据国家统计局数据,2009 年全年商品住宅销售均价较 2008 年每平方米上涨超过 1000 元,远远超过此前上涨较快的 2006 年和 2007 年。2010 年一季度,全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 11.70%。

房价在短期内的过快上涨,再一次引发了决策层对房地产市场投资泡沫的担忧。因此,从 2009 年底开始国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策,各地方也纷纷出台相应的细化措施,房地产行业政策显著收紧。进入 2010 年二季度,随着相关调控政策效应的逐步显现,国内房地产市场尤其是一线城市和重点二线城市房价过快上涨趋势得到明显遏制,同时主要城市房地产市场成交量也出现明显萎缩。本次调控旨在打击投机和投资性的购房需求,长期看对自住需求不会产生明显的抑制作用,未来城镇化进程的推进和收入水平增长后带动的居住条件改善意愿会使国内房地产市场保持较大的刚性需求,长期内行业仍有望实现持续增长,但相关的行业政策也会在很大程度上影响行业中短期走势。

近几年,公司依托商业地产和零售经营的良好互动等有利因素,形成了自己独有的盈利模式,综合开发城市广场(大型地标式商业综合体)、花园住宅、生态别墅。

2006 年开始,公司对所属房地产项目公司进行整合,除山东银座地产有限公司集中精力推进大型购物中心业态项目建设外,公司将其它项目公司统一整合进入山东鲁商置业有限公司。2008 年底,公司以定向增发方式对 A 股上市公司山东万杰高科技股份有限公司(ST 万杰)进行重组,拟将主要的房地产业务注入该公司。至 2009 年上半年,该重组事项的核心交易已全部完成,公司房地产业务实现整合上市,ST 万

杰也于 2009 年 7 月更名为鲁商置业股份有限公司(SH600232,鲁商置业),交易完成后,公司及下属公司合计持有 ST 万杰 52.60% 的股份。

2009 年公司房地产业务实现收入 16.18 亿元,较 2008 年有所下滑,主要是 2009 年收入主要来自结转 2008 年,处于行业调整阶段所形成的预售额。2009 年公司房地产业务销售额大幅增加,但由于未达到交付标准,无法确认收入,形成大量预售款,2009 年公司预收款规模从年初的 0.31 亿元,增加至 20.32 亿元。2009 年公司房地产业务毛利率为 35.54%,较上年基本持平。

目前,公司在运作的地产项目主要包括总建筑面积 12.2 万平方米的泰安市银座综合广场,总建筑面积 38 万平方米的“鲁商国奥城”,总建筑面积 10 万平方米的泉城健身广场,总建筑面积为 25 万平方米的临沂银座综合体等项目以及位于济南、青岛、北京等地公寓住宅和别墅项目。

未来,公司房地产业务的投资方向转为重点开发与集团现有产业有协同的项目,投资方式由房产经营转为房产经营和地产经营并重。

2010 年 4 月以来,在国家相关调控政策的作用下,国内主要一、二线城市地产市场交易量萎缩,市场整体状况低迷,这将给公司房地产业务开展带来一定不利影响,但考虑到公司房地产项目中,综合类地产开发较多,主要是配合零售业进行展店,且“银座”品牌在山东市场有很好的品牌优势,公司房地产业务相比单纯的住宅地产开发企业所受影响相对较小。

总体上,跟踪期内,在核心的零售业务的带动下,公司整体的经营规模进一步扩张,综合毛利率水平基本稳定,保持了良好的发展态势。

2. 管理变动情况

跟踪期内,公司在治理结构和高管人员设置方面无重大变化。

三、财务分析

公司提供的2009年财务报表已经山东正源和信有限责任会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2010年1~6报表未审计。

截至2009年底，公司资产总额180.05亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）47.04亿元；2009年公司实现营业收入168.41亿元，利润总额8.90亿元。

截至2010年6月底，公司资产总额248.06亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）58.08亿元；2010年1~6月，公司实现营业收入107.28亿元，利润总额3.26亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司主营的零售业务保持了较快的扩张速度，门店数量大幅增加，由此也带动了收入规模的增长，2009年公司实现营业收入168.41亿元，同比增长20.60%。同期内，公司营业利润率为20.28%，较上年小幅下降，主要是收入占比较高的零售业务上半年收入行业经营压力上升影响，毛利率水平小幅下降。

2009年，公司成本费用控制较好，期间费用的收入占比有所下降，当年共发生期间费用26.87亿元，收入占比为15.95%。

2009年，公司收入规模增长较快，但受营业利润率小幅下降的影响，利润规模增长相对较缓，当年公司分别实现利润总额和净利润8.90亿元和6.11亿元，同比增幅分别为3.97%和2.63%。2009年公司净资产收益率和总资本收益率分别为12.99%和7.16%，较上年小幅下降。

2010年1~6月，在零售业务的带动下公司收入水平仍保持了较快的增速，实现营业收入107.28亿元，为上年全年的63.70%；公司营业利润率为18.15%，较上年进一步下降主要是由于毛利率相对较低的零售业务收入占比进一步提高，且零售业务自身的毛利率也受新门店增长较快，前期开办费用高等因素影响有所降低；

同期内，公司分别实现利润总额和净利润3.26亿元和2.03亿元，较上年同比小幅减少。

2010年下半年，公司地产业务将有多个项目集中交付，由于地产业务整体毛利率较高，下半年随着前期预售额逐步确认为收入，公司整体的盈利状况有望得到明显改善。

2. 现金流及保障

2009年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为168.41亿元，同比增长27.83%，增速高于营业收入约13个百分点，主要是由于当年地产业务预售规模大增所致，由此也带动公司现金收入比提升至127.70%；同期，公司经营活动产生的现金流入为331.30亿元，较上年大幅增长，主要是下属地产公司参加土地竞标收到退还的保证金所导致的收到其他与经营活动有关的现金的增加。2009年，公司经营活动现金流增长明显，但由于增加了较多的土地储备，因此公司经营活动现金流净额未得到显著提升，为4.57亿元，较上年小幅增长11.07%。

2009年，公司投资活动收到现金仍保持在较低规模；同期内由于零售业务快速扩张及医药板块产能扩充建设投入较大，公司投资活动产生的现金流出和净流出均有明显增长，分别为25.67亿元和25.52亿元。公司投资支出所需资金除部分由经营净现金流量补充外，大部分仍由借款解决，2009年公司筹资活动产生现金净流入27.04亿元，较上年增长35.68%。

2010年上半年，公司销售商品和提供劳务收到现金为125.05亿元，现金收入比为116.56%，收入实现情况良好，经营活动产生的现金净流入为2.00亿元，经营活动获现能力保持稳定。同期内公司投资支出仍保持在高水平，投资活动产生现金净流出14.57亿元，公司对外部筹资依赖程度依然较高，上半年筹资活动产生现金净流入23.05亿元。

总体看，公司经营活动的现金获取能力稳定，但近年公司业务规模扩张较快，资本支出规模大，对外筹资依赖程度高。

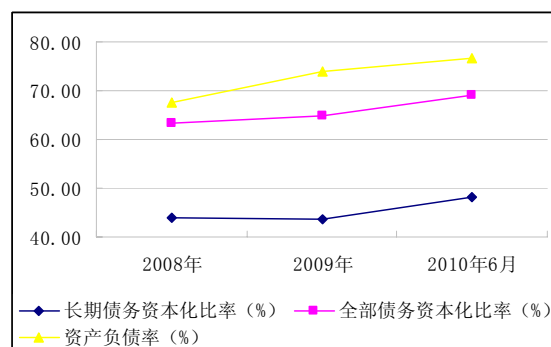
3. 资本结构

截至2009年底，公司资产总额180.05亿元，较上年底增长32.77%；资产构成有所变化，流动资产增长相对较快，占比较上年末提高了约9个百分点，截至2009年底，公司资产构成中流动资产占67.76%，非流动资产占32.24%。截至2009年底，公司流动资产合计122.01亿元，较上年末增长52.83%，增长主要来自房地产业务发展所致的存货（开发成本和开发产品）和预付款项（预付的土地款）的增长；随经营规模扩张，流动资产中货币资金、应收票据和应收款项等经营相关科目均有一定增长，但增量规模相对较小。截至2009年底，公司非流动资产合计58.04亿元，较上年末增长4.05%，主要来自下属的银座集团股份有限公司收购石家庄东方城市广场有限公司形成的商誉的增加，非流动资产其他科目变动不大，构成基本保持稳定。

截至2009年底，公司所有者权益合计47.04亿元，同比增长7.11%，主要来自所有者权益的增长，其他科目变动幅度不大。

跟踪期内，业务规模的快速扩张也进一步推高了公司的负债规模，截至2009年底，公司负债合计133.01亿元，同比增长45.05%，增长主要来自短期借款，房地产业务预售形成的预收账款，新发行的5亿元短期融资券（公司将短期融资券计入非流动负债中的应付债券科目），以及长期应付款中6.20亿元由山东省发改委和山东省财政厅下拨的支持公司项目建设的调控资金（该笔资金期限为8年，第1~5年只偿还利息，第6年起均衡还本付息）。由于当年新增负债中预收账款规模占比较大，因此公司债务规模增幅相对较小，截至2009年底公司债务为87.16亿元（由于长期应付款中6.20亿元调控资金需还本付息，因此也计入债务统计范围），同比增长15.47%，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为73.87%和64.95%，分别较上年底上升约6个和2个百分点。

图1 公司负债指标变化



资料来源：根据公司报表整理。

2010年1~6月，公司资产总额仍保持很快增长速度，截至2010年6月底合计248.06亿元，同比增长37.78%，主要来自货币资金增长，房地产业务投资加快和零售门店拓展形成的存货增加，以因收购事项形成的无形资产（土地使用权）的增长。截至2010年6月底，公司所有者权益合计58.07亿元，同比增长23.45%，增长主要来自下属银座商城非公开发行溢价形成的资本公积和未分配利润。同期内，公司负债总额同比增长42.84%，截至2010年6月底合计189.99亿元，主要来自长短期借款、新发行的企业债券和房地产业务预售形成的预收款的增长；短期借款的大幅增长主要是公司为偿还2010年8月4日到期的15亿元短期融资券归集资金，长期借款的大幅增长主要来自房地产业务的开发贷款。截至2010年6月，公司资产负债率和全部债务资本化比例分别为76.59%和69.24%，较上年末均有所上升。

总体看，跟踪期内在房地产业务和零售业务发展的带动下，公司资产规模大幅增长，但同时业务规模的快速扩张也使公司负债水平和债务负担均有所上升。

4. 偿债能力

截至2009年底，公司流动比率和速动比率分别为135.32%和67.76%。2010年6月底，流动比率和速动比率分别为134.23%和57.33%。2009年公司经营现金流动负债比为5.07%，较上年小幅下降。截至2010年6月底，

公司现金类资产合计 51.69 亿元，为同期短期债务的 0.67 倍，对短期债务保障能力强。总体看，公司现金类资产规模大，经营活动现金流入量大，且流动负债中预售款占比较高，短期偿债能力较强。

2009年，公司EBITDA规模小幅增长，为18.20亿元，同年公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为5.21倍和4.79倍，较上年基本保持稳定，公司EBITDA对全部债务保障能力较强。

截至2009年底，公司对外担保额4015.05万元，主要是公司子公司鲁商置业股份有限公司的下属地产子公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保。

2009年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为331.30亿元、4.57亿元和18.20亿元，分别为待偿还债券（含2010年3月发行的7亿元企业债券和2010年8月发行的15亿元短期融资券）额度的15.06倍、0.21倍和0.83倍，公司对待偿还的债券具有较强的保障能力。

总体上，跟踪期内，公司业务规模快速扩张，整体盈利能力和偿债能力均保持相对稳定。

五、本期债券担保人情况

本期债券由山东高速集团有限公司（以下简称“高速集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 担保人主体信用状况

高速集团的前身是1997年6月成立的山东省高速公路有限公司。1997年6月，根据山东省人民政府的鲁政字[1999]136号文批准，并经山东省高速公路有限责任公司1997年7月召开的董事会决议通过，山东省高速公路有限公司企业性质变更为国有独资，名称变更为山东省高速公路有限责任公司。2004年12月经高速集团临时股东会决议通过变更为山东省高速公路集团有限公司，2008年3月变更为山东高速集团有

限公司，由山东省国有资产监督管理委员会履行出资人职责，注册资本63.63亿元。

高速集团是山东省主要的公路和铁路建设和运营主体，在区域市场地位突出，截至2010年6月末，高速集团运营管理山东省境内高速公路里程约1365公里，占山东省高速公路通车里程约32%，运营省外高速公路165公里。

截至 2009 年末，高速集团资产总计1130.55亿元，所有者权益316.95亿元，其中少数股东权益96.50亿元；2009年实现营业总收入153.48亿元，利润总额 23.67亿元。

经营情况

一直以来高速集团以高速公路、铁路的建设、运营、管理以及路桥建设施工为主业，现阶段路桥通行费收入和路桥施工收入其主要的收入来源。

表 3 高速集团主营构成及毛利情况（亿元，%）

	主营收入		毛利率	
	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年
通行费	63.01	68.08	44.90	53.05
施工	28.40	37.37	13.87	13.30
油料	19.92	13.74	15.44	9.55
铁路运输	9.24	11.06	11.86	11.97
商品销售	8.54	7.21	25.19	18.83
其他	4.48	4.96	51.38	44.42
合计	133.60	142.44	30.58	32.79

资料来源：根据公开资料整理

2009年高速集团主营业务收入保持稳定增长，其中路桥收费和施工结算收入在主营业务收入中仍然保持着较高的比例，铁路运输服务收入规模较快增长，而油料收入和商品销售收入规模和占比均出现下降，其中产品销售收入来自下属公司的建材、沥青等产品的销售；其他业务收入包括餐饮客房、监理咨询、物业管理，以及租赁等业务收入，但整体业务规模较小。

近年来，路桥收费业务一直是高速集团主营业务收入的主要来源，主要收费路段包括京福高速（京福高速山东段）、济南-青岛高速公

路（济青高速）含黄河二桥、济南绕城北线（青银北绕城高速）含黄河三桥、潍莱高速等。2009年，高速集团路桥收费业务总收入比2008年增加了5.07亿元，增长8.05%，占主营业务收入的比重有所提高，增长一方面来自建成路段车流量的增长，另一方面来自新增收费路段。由于2009年高速集团部分路桥实行了大修和改建，大修和改建成本增长较快，该项业务毛利润及毛利率水平平均比2008年有所下降。

2009年，随着承建省内交通基础项目的扩张，以及省外市场的拓展，高速集团路桥施工业务规模增长较快，对其收入和利润的贡献有所提高。高速集团全资下属公司山东高速路桥集团有限公司是其主要从事施工业务的经营主体，是国内首批19家公路工程施工总承包特级资质企业之一，共修建了国内外各级公路200多条，总里程长达5000多公里，目前主要承担的建设项目有四川乐山港进港大道、济宁省级旅游度假区市政基础设施、无棣蔡和项目、山西大呼高速、大同至右卫项目、青临高速项目、黑龙江绥化项目、新疆奎克高速项目、内蒙包头黄河湿地景观项目、内蒙八彦乌拉-新邱铁路项目、越南河内-海防高速公路、安哥拉社会住房项目、阿尔及利亚东西高速高速集团等。

近年，随着在建铁路项目的竣工通车，高速集团铁路运输服务收入将保持较快增长，2009年，共实现铁路运输服务收入11.06亿元，完成铁路运输货运量3033.5万吨，同比增长23.9%；货物周转量20.2亿吨公里，同比增长38.4%。高速集团下属铁路运营主体是山东省国资委重点发展的省内三家大型项目融资平台之一，代表山东省政府参与山东省铁路项目投资、建设和管理，主要负责山东省新建、改建3,800公里铁路的任务，参与建设京沪高速、黄大、德大、龙烟、青荣城际等8个铁路项目；并负责管理运营青（州）大（家洼）铁路、宅（科）羊（口）铁路、坪（上）岚（山）铁路、大（家洼）莱（州）龙（口）铁路等四条地方铁路。截止2009年末，高速集团运营管理铁路482公

里，在建358公里。

财务状况

公司2009年的审计报告由利安达会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2009年底，高速集团资产总额为1130.55亿元，较上年末大幅增长了40.92%，主要来自新增的路桥资产所致的固定资产和在建工程的增加，以及当年出资人（山东省国资委）注入土地资产所致的无形资产的增长。由此也导致2009年高速集团资产构成中非流动资产占比进一步上升至73.22%。

表 4 高速集团 2008 ~ 2009 年主要财务指标

	2008 年	2009 年
现金类资产（亿元）	68.69	108.09
资产总额（亿元）	802.28	1,130.55
所有者权益（亿元）	183.43	316.95
长期债务（亿元）	129.30	221.08
全部债务（亿元）	210.26	251.52
营业收入（亿元）	145.09	143.13
利润总额（亿元）	21.41	23.67
经营现金流净额（亿元）	59.56	86.57
筹资活动前现金流净额（亿元）	-21.54	-13.30
EBITDA（亿元）	52.23	63.72
资产负债率(%)	77.14	71.96
全部债务资本化比率(%)	53.41	44.24
营业利润率(%)	31.32	27.96
净资产收益率(%)	7.67	5.26
EBITDA 利息倍数（倍）	4.17	7.40
EBITDA 全部债务保护倍数(倍)	4.03	3.95
经营现金流负债比(%)	7.68	7.22

资料来源：高速集团审计报告

截至2009年底，高速集团所有者权益合计316.95亿元，较上年增长了133.53亿元，除部分来自未分配利润外，当年山东省政府划拨注入的土地使用权使其资本金增加77.11亿元，此外当年下属子公司增资扩股使其少数股东权益也有所增长。截至2009年底，高速集团负债总额为813.60亿元，较上年末增长31.47%，增速低于资产总额和权益规模的增速，当年其负债结构发生较大变化，由于短期借款大幅减少，流动负债占比下降了月8个百分点，截至2009年底

占比为32.96%。2009年高速集团整体的债务规模增幅相对较缓，增幅为19.62%，截至年末合计251.52亿元，其中长期债务占有较大比重，合计210.26亿元，占比为87.90%。当年，由于权益规模增长较快，高速集团整体的负债水平和债务负担均有所下降，截至2009年底分别为71.96%和44.24%。

2009年高速集团实现营业总收入153.48亿元，同比增长5.79%，其中营业收入143.13亿元，营业利润率27.96%，较上年有所下降，主要原因是高速集团对部分路桥实行了大修和改建，导致成本增长较快，另一方面也受新建项目折旧政策的影响。当年，营业利润率的下降以及财务费用的增长使高速集团整体盈利状况受到一定影响，分别实现利润总额和净利润23.67亿元和16.66亿元，同比降幅均超过10%。从利润构成看，投资收益及营业外收入占比不高，盈利主要来自经营性利润。2009年高速集团净资产收益率为5.26%，受利润下降和权益增长较快的影响较上年有明显下降。总体看，现阶段高速集团收入主要来自较稳定的通行费收入，利润规模较大，整体的盈利能力较强。

现金流方面，2009年高速集团经营性净现金流达到86.57亿元，同比增长45.35%，一方面是来自路桥业务的非付现成本，另一方面是由于当年其控股的威海银行经营规模扩大所产生的经营现金的增长。2009年，高速集团投资活动净现金流和筹资活动净现金流分别为-99.87亿元和52.32亿元。总体看，高速集团经营活动获现能力强，但由于投资规模大，仍处在一定对外融资需求。

偿债能力方面，截至2009年底高速集团流动比率和速动比率分别为55.30%和49.68%，比率偏低，但其现金类资产规模较大，合计108.09亿元，且流动负债中短期债务占比较低（不足10%），经营现金流稳定性高，短期周转压力不大。总体看高速集团短期偿债能力较强。2009年得益于折旧和利息支出增加影响，公司EBITDA规模保持增长，合计63.72亿元，对利

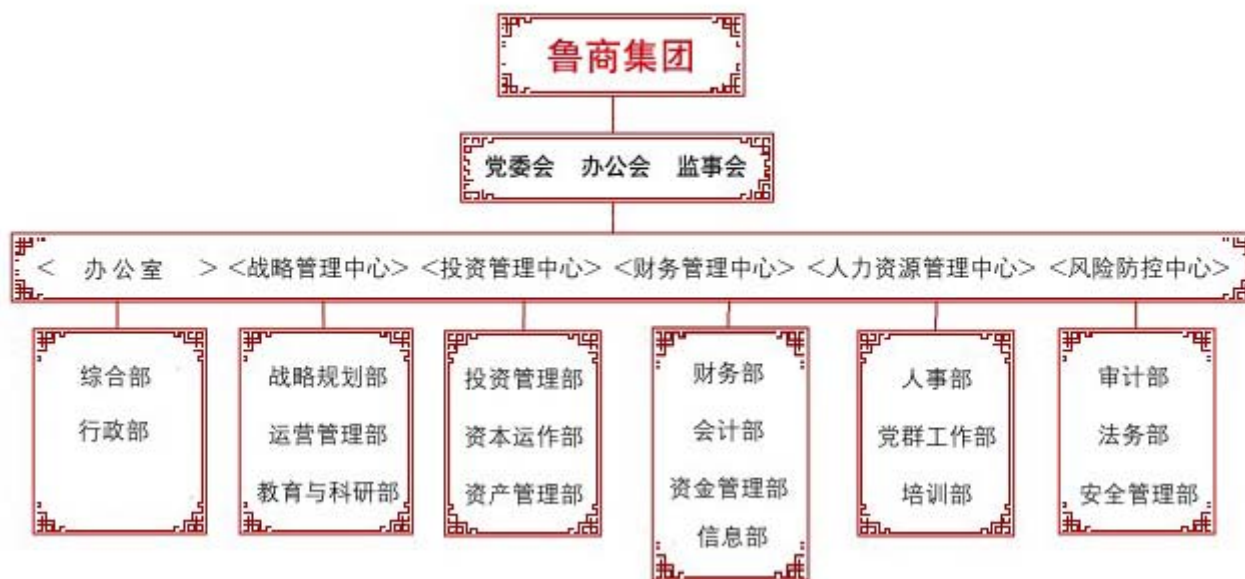
息支出和全部债务的保障倍数也有所增长强，2009年EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务保护倍数分别为7.40倍和3.95倍。总体看，高速集团长期偿债能力较强。

总体看，跟踪期内高速集团经营规模及资产总额实现快速扩张，资本结构明显改善，整体债务负担减轻，同时EBITDA及经营性现金流大幅增长，偿债能力进一步增强。综上，联合资信将高速集团主体长期信用等级上调为AAA，评级展望为稳定。

“10鲁商债”发行额度占高速集团2009年底资产总额的0.62%、所有者权益的2.21%，所占比例低；占其2009年营业收入的4.89%，利润总额的29.57%，经营活动现金净流量的8.09%。总体看，高速集团担保实力较强，可进一步提升10鲁商债本息偿付的安全性。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，上调“10鲁商债”信用等级为AAA，并维持“10鲁商CP01” A-1的信用等级。

附件 1 山东省商业集团有限公司组织机构图



附件 2-1 公司资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
货币资金	342442.64	403355.98	508166.43
交易性金融资产	715.06	731.59	721.01
短期投资			
应收票据	4496.58	6277.72	8012.42
应收账款	9024.42	17389.73	30971.26
预付款项	43108.24	106908.26	108780.99
应收利息			
应收股利			
其他应收款	123721.43	76296.04	84963.58
存货	274792.70	609109.74	994634.74
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产			
流动资产合计	798301.06	1220069.05	1736250.43
非流动资产：			
可供出售金融资产		3.85	
持有至到期投资			
长期应收款			
长期股权投资	27768.71	23893.44	24008.90
股权分置流通权			
投资性房地产		584.26	569.60
固定资产	368118.93	359278.04	372784.29
生产性生物资产			
在建工程	82623.02	71698.67	99353.42
工程物资	22.62	18.78	-0.30
固定资产清理		1086.84	14670.10
油气资产			
无形资产	44834.02	42480.33	140376.54
开发支出			
商誉	9047.39	39871.39	39871.39
长期待摊费用	23047.49	27585.17	38832.19
递延所得税资产	2378.16	13918.32	13924.03
其他非流动资产			
非流动资产合计	557840.34	580419.09	744390.17
资产总计	1356141.40	1800488.15	2480640.60

附件 2-2 公司资产负债表（负债和所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
流动负债：			
短期借款	326329.56	391754.87	625608.04
短期应付债券			
应付票据	69149.56	49985.00	65620.00
应付账款	52936.21	66769.98	93031.03
预收款项	3100.46	203167.75	309764.92
应付职工薪酬	5468.17	4922.27	8816.58
应交税费	11608.92	30157.66	3699.04
应付利息	337.86	942.76	9213.69
应付股利	4957.77	6501.85	11388.36
其他应付款	82950.27	83008.91	88485.39
一年内到期的非流动负债	13200.00	64385.00	77900.00
其他流动负债			
流动负债合计	570038.78	901596.04	1293527.04
非流动负债：			
长期借款	246140.60	215469.32	317956.16
应付债券	100000.00	150000.00	220000.00
长期应付款		62000.00	62000.00
递延收益			
专项应付款			
预计负债			
递延所得税负债	1.49	386.81	386.81
其他非流动负债	763.16	600.00	6000.00
非流动负债合计	346905.25	428456.13	606342.97
负债合计	916944.02	1330052.17	1899870.01
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（或股本）	166665.06	168575.96	168575.96
资本公积	42258.86	33535.87	66697.20
减：库存股			
盈余公积	1724.05	1726.12	1726.12
未分配利润	45066.22	57936.15	70031.41
外币报表折算差额			
归属于母公司所有者权益合计	255714.18	261774.10	307030.69
少数股东权益	183483.19	208661.87	273739.91
所有者权益（或股东权益）合计	439197.37	470435.97	580770.59
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1356141.40	1800488.15	2480640.60

附件 3 公司利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年 1~6 月
一、营业收入	1475272.93	1684089.51	1072806.48
减: 营业成本	1139536.65	1308404.61	868239.02
营业税金及附加	17657.57	34091.25	9905.19
销售费用	139751.43	163215.04	97569.98
管理费用	66161.53	70482.70	44395.16
财务费用	31643.99	34981.62	21043.61
资产减值损失	2037.21	-7137.29	301.51
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	9.83	85.53	0.08
投资收益 (损失以“—”号填列)	4070.94	6857.85	719.55
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益			
汇兑收益 (损益以“—”号添列)			
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	82565.32	86994.95	32071.63
加: 营业外收入	4785.69	6530.54	1688.39
减: 营业外支出	1762.08	4538.13	1139.99
其中: 非流动资产处置损失	0.42		
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	85588.93	88987.35	32620.03
减: 所得税费用	26042.56	27873.93	12280.44
加: 未确认的投资损失			
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	59546.37	61113.42	20339.59
少数股东损益	26267.97	25824.47	8244.34
五、归属于母公司所有者的净利润	33278.40	35288.95	12095.25

附件 4-1 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年 1~6 月
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	1682458.41	2150664.99	1250452.24
收到的税费返还	1055.07	925.59	436.81
收到其他与经营活动有关的现金	52055.01	1161364.58	598625.63
经营活动现金流入小计	1735568.49	3312955.16	1849514.68
购买商品、接受劳务支付的现金	1409911.00	1766887.66	1208428.94
支付给职工以及为职工支付的现金	51877.57	79166.37	41083.51
支付的各项税费	66409.03	90342.32	49169.87
支付其他与经营活动有关的现金	166211.57	1330841.45	530815.84
经营活动现金流出小计	1694409.17	3267237.80	1829498.15
经营活动产生的现金流量净额	41159.32	45717.36	20016.53
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	1376.55		
取得投资收益收到的现金	1841.24		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3635.42	1599.65	625.38
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		11.30	
收到其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流入小计	6853.21	1610.95	625.38
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	158287.93	214196.92	128462.59
投资支付的现金	703.99	17698.37	13467.71
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		19973.63	
支付其他与投资活动有关的现金	390.65	4912.70	4458.98
投资活动现金流出小计	159382.56	256781.62	146389.28
投资活动产生的现金流量净额	-152529.34	-255170.67	-145763.90
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金		2400.16	65680.00
取得借款收到的现金	554000.00	929171.77	408590.01
收到其他与筹资活动有关的现金		60619.78	70000.00
筹资活动现金流入小计	554000.00	992191.71	544270.01
偿还债务支付的现金	310101.11	591188.31	228674.52
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	41128.45	67019.57	32212.54
支付其他与筹资活动有关的现金	3502.43	63617.10	52825.28
筹资活动现金流出小计	354731.99	721824.98	313712.33
筹资活动产生的现金流量净额	199268.01	270366.73	230557.68
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	2.66	-0.08	0.14
五、现金及现金等价物净增加额	87900.65	60913.34	104810.45
加: 期初现金及现金等价物余额	254541.99	342442.64	403355.98
六、期末现金及现金等价物余额	342442.64	403355.98	508166.43

附件 4-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年
1、将净利润调为经营活动现金流量:		
归属于母公司所有者的净利润	33278.40	35288.95
加: 少数股东损益	26267.97	25824.47
减: 未确认的投资损失		
加: 计提的资产减值准备	2037.21	-7137.29
固定资产折旧	43461.01	45074.74
无形资产摊销	2174.30	7618.34
长期待摊费用摊销	9108.76	5373.78
待摊费用减少(减:增加)		
预提费用增加(减:减少)		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	277.37	-1005.13
固定资产报废损失		
公允价值变动损失(减:收益)	-9.83	-85.53
财务费用	34409.93	34959.30
投资损失(减:收益)	-4070.94	-6857.85
递延所得税资产减少(减:增加)	450.82	-11540.16
递延所得税负债增加(减:减少)		385.33
存货的减少(减:增加)	-91617.32	-334317.04
经营性应收项目的减少(减:增加)	9800.15	-26521.08
经营性应付项目的增加(减:减少)	-24408.50	278656.52
其他		
经营活动产生的现金流量净额	41159.32	45717.36
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动		
债务转为资本		
一年内到期的可转换公司债券		
融资租入固定资产		
3、现金及现金等价物净增加情况		
货币资金的期末余额	342442.64	403355.98
减: 货币资金的期初余额	254541.99	342442.64
加: 现金等价物的期末余额		
减: 现金等价物的期初余额		
现金及现金等价物净增加额	87900.65	60913.34

附件 5 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	109.37	90.57	--
存货周转次数(次)	4.98	2.96	--
总资产周转次数(次)	1.23	1.07	--
现金收入比(%)	114.04	127.70	116.56
盈利能力			
营业利润率(%)	21.56	20.28	18.15
总资本收益率(%)	7.88	7.16	--
净资产收益率(%)	13.56	12.99	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	44.08	43.72	48.09
全部债务资本化比率(%)	63.22	64.95	69.24
资产负债率(%)	67.61	73.87	76.59
偿债能力			
流动比率(%)	140.04	135.32	134.23
速动比率(%)	91.84	67.76	57.33
经营现金流动负债比(%)	7.22	5.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.07	5.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.32	4.79	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	-0.24	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.23	-5.99	--

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	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (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%
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	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: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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

附件 7 主体长期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，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 8 短期债券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，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。

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