

信用等级公告

联合[2009] 012 号

联合资信评估有限公司通过对山东省商业集团总公司及其拟发行的 2010 年度 7 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

山东省商业集团总公司
主体长期信用等级为
AA

山东省商业集团总公司
2010 年度 7 亿元企业债券的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年六月三日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东省商业集团总公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与山东省商业集团总公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、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，未因山东省商业集团总公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东省商业集团总公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、山东省商业集团总公司 2010 年度 7 亿元企业债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；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。

联合资信评估有限公司

二零零九年六月三日

山东省商业集团总公司

2010 年度 7 亿元企业债券信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA
评级展望: 稳定
本期债券信用等级: AA⁺
本期债券发行额度: 7 亿元
本期债券期限: 5+2 年

评级时间: 2009 年 6 月 3 日

财务数据

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
资产总额(亿元)	82.39	103.83	135.61
所有者权益(亿元)	29.20	38.78	43.92
长期债务(亿元)	12.31	9.84	34.61
全部债务(亿元)	32.08	43.49	75.48
营业收入(亿元)	79.92	95.95	147.53
利润总额(亿元)	4.30	5.16	8.56
EBITDA(亿元)	9.91	8.25	17.48
营业利润率(%)	24.16	21.57	21.56
净资产收益率(%)	9.66	7.12	13.56
资产负债率(%)	64.56	62.65	67.61
全部债务资本化比率(%)	52.35	52.86	63.22
流动比率(%)	116.20	114.47	140.04
全部债务/EBITDA(倍)	3.24	5.27	4.32
EBITDA 利息倍数(倍)	6.06	5.04	5.07
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.42	1.18	2.50

注: 公司从 2007 年开始执行新会计准则, 并对 2006 年数据进行了追溯调整。

分析师

丁继平 张志强
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(以下简称“联合资信”)对山东省商业集团总公司(以下简称“公司”)的评级, 反映了其作为山东省零售行业的龙头企业, 在产业布局、零售规模与品牌知名度、医药技术研发实力等方面的综合优势。同时, 联合资信也注意到零售行业竞争激烈、房地产行业经营易受国家宏观调控的影响、公司债务负担偏重等因素给公司可能带来的不利影响。

公司未来投资规模较大, 债务负担趋于加重, 但考虑到山东省经济的快速发展和居民消费能力增强, 公司在山东省零售行业中突出的市场地位, 以及随着投资项目的竣工, 公司收入和利润水平有望继续提高。联合资信对公司评级展望为稳定。

山东高速集团有限公司(以下简称“高速集团”)对本期债券提供了无条件不可撤销连带责任保证担保, 可以更好地保证本期债券本息的偿还。联合资信认为, 本期债券到期不能偿付的风险很低。

优势

1. 公司确立了以零售行业为主, 医药和房地产为辅的多元化经营产业布局, 未来发展趋势良好。
2. 公司是山东省零售行业的龙头企业, 零售网点多, 销售规模大, “银座”品牌知名度高, 区域竞争优势明显。
3. 公司在生物医药领域具备较强的技术优势, 拥有全国最大的眼科用药和透明质酸生产基地。
4. 近年来, 公司业务规模持续扩大, 资产和收入规模较快增长, 盈利水平有所提升。
5. 公司现金类资产和EBITDA, 对本期债券保

障程度高。

6. 本期债券由高速集团提供担保，高速集团担保实力强，可以进一步提升本期债券本息的安全性。

关注

1. 零售行业竞争激烈，国内外经济景气度下行可能会给公司经营带来负面影响。
2. 公司房地产板块经营易受国家宏观调控的影响，盈利增长可能受到一定程度的抑制。
3. 公司目前债务负担相对较重，未来两年计划投资规模较大，债务负担趋于进一步加重。

一、主体概况

山东省商业集团总公司(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。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。转制17年以来,公司现已形成以现代零售业为主业,以生化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、综合管理中心、风险防控中心等7个职能部门。截至2008年底,公司拥有12家全资、控股和参股子公司,2家托管企业,8家教育研究机构。

截至2008年底,公司资产总额135.61亿元,所有者权益合计(含少数股东权益)43.92亿元;2008年公司实现营业收入147.53亿元,净利润5.95亿元。

公司注册地址:山东省济南市山师东路4号;法定代表人:季缙绮。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2010年发行人民币债券7亿元,为7年期固定利率债券,并附公司上调票面利率选择权和投资人回售选择权。

公司有权决定在本期债券存续期的第5年末上调本期债券后2年的票面利率,调整幅度为0至100个基点(含本数)。

公司作出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后,投资者有权选择在回售登记期内进行登记,将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司,或选择继续持有本期

债券。

本期债券采用单利按年计息,不计复利,逾期不另计利息,计息方式为每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。

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。

2. 本期债券筹资项目概况

本期债券募集资金7亿元人民币,其中10000万元和39000万元分别用于连锁配送食品加工与服装生产项目和鲁商·泉城中心城市广场项目,分别占上述项目投资总额的28.57%和31.44%;14000万元用于补充公司营运资金;7000万元用于偿还银行贷款。

项目建设

连锁配送食品加工与服装生产项目由山东银座配送有限公司建设,经济南高新技术产业开发区管理委员会(济高备[2008]22号)文件备案,项目总占地约147.3亩(含代征道路),总建筑面积约85000平方米,主要建设食品加工厂房、服装生产厂房、办公及附属设施。项目总投资约35000万元,其中固定资产投资约31000万元。

鲁商·泉城中心城市广场项目由山东省鲁商置业有限公司建设,经济南市发展和改革委员会(济发改投资[2008]577号)文件核准,项目总建筑面积约18.27万平方米,主要建设内容包括商品公建及地下建筑设施等施工,同时进行道路、给排水、绿化等配套设施建设。项目总投资124050万元。

补充营运资金和偿还银行贷款

公司近年来业务规模扩张较快,资本性支出不断增长,补充营运资金有助于增强公司资产的流动性,将以发债资金14000万元补充营运资金。同时以发债资金7000万元偿还银行贷款。

三、行业分析

公司主营业务收入七成以上来源于商业零售，基本上集中在山东地区，零售行业状况对公司经营业绩影响较大。

1. 行业现状

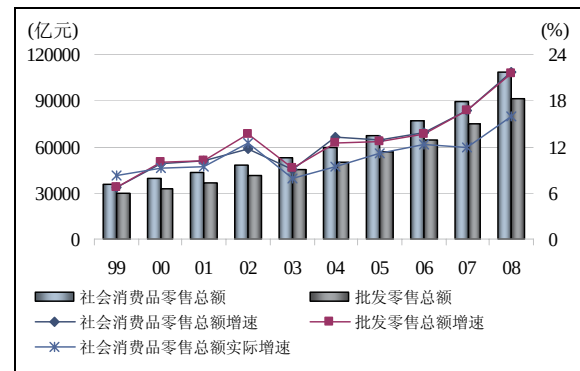
零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，随着国民经济的发展，零售业迅速占据了产业链的主导位置，在中国国民经济中占有相当重要的地位。同时，零售业也是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

近几年来，中国经济持续稳定快速发展，GDP增长率由2001年的8.3%增长至2007年的13.0%；国内贸易规模不断扩大，社会消费品零售总额由2001年的4.3万亿元增加到2007年的8.9万亿元，年均增长12.9%；批发和零售业值由2001年的3.6万亿元增加到2007年7.50万亿元，年均增长13.0%。零售行业作为中国第三产业中市场化程度较高的流通业，随着居民收入和消费水平的逐年提高，行业总体维持平稳、持续的高增长水平，除2003年受非典影响外。2007年，中国实现国内生产总值（GDP）257306亿元，按可比价格计算，增速提高了1.4个百分点。国内经济持续向好，以及受温和通货膨胀影响和劳动力工资提高、政府加强对中低收入阶层的转移支付使居民收入整体水平上升推动消费升级，2007年社会消费品零售总额同比增长16.75%（图1），增幅为1997年以来的新高，扣除价格因素同比增长11.95%，其中批发和零售业值同比增长16.66%。

2008年，通过采取系列宏观调控措施，中国经济虽然受到自然灾害冲击和世界经济增速放缓的不利影响，根据国家统计局初步核算，国内生产总值同比增长9.0%，较上年同期13%增速有较大回落，但仍保持平稳较快发展。2008年国内市场销售增长较快，城乡消费旺盛，居民消费价格指数（CPI）增长5.9%，较上年同期高1.1个百分点，社会消费品零售总额108488亿

元，同比增长21.61%，较上年同期加快4.86个百分点，扣除物价因素同比增长约16%。分地区看，城市消费品零售额73735亿元，增长22.1%，加快4.9个百分点；县及县以下消费品零售额34753亿元，增长20.7%，加快4.9个百分点。分行业看，批发和零售业消费品零售额91199亿元，增长21.5%；住宿和餐饮业消费品零售额15404亿元，增长24.7%。

图1 社会消费品零售与批发零售业总额



资料来源：国家统计局

2009年1~3月，中国社会消费品零售总额29398亿元，同比增长15.0%，扣除物价因素，实际增长15.9%。

连锁经营成为行业发展主导模式

根据中国连锁经营协会调查统计，2008年“中国连锁经营100强”销售规模达到11999亿元，同比增长18.4%；门店总数达到120775个，剔除特殊因素，门店总数增长10.6%，是10年来增幅最低的一年。“连锁百强”销售规模占社会消费品零售总额的比重连续四年突破10%，为11.1%。

表1 2008年中国连锁企业前20强基本情况

排序	企业名称	销售规模 (万元)	同比增幅 (%)	店铺数 (个)	同比增幅 (%)
1	国美电器集团	10459378	2.20	1362	33.50
2	苏宁电器集团	10234242	19.70	812	28.50
3	百联集团有限公司	9432939	8.30	6418	-0.60
4	华润万家有限公司	6380000	26.80	2698	10.10
5	大连大商集团有限公司	6255500	24.60	150	3.40
6	家乐福（中国）管理咨询服务有限公司	3381912	14.10	134	19.60
7	康成投资（中国）有限公司（大润发）	3356700	31.10	101	18.80
8	物美控股集团有限公司	3020002	8.10	2010	6.60

9	沃尔玛(中国)投资有限公司	2782197	30.60	123	20.60
10	农工商超市(集团)有限公司	2667544	20.70	3330	3.20
11	重庆商社(集团)有限公司	2625481	18.40	294	11.80
12	百胜餐饮集团中国事业部	2620000	21.90	2700	12.50
13	江苏五星电器有限公司	2300000	6.70	256	2.80
14	合肥百货大楼集团股份有限公司	1940000	23.80	125	26.30
15	山东省商业集团总公司 (银座集团)	1871594	34.80	164	69.10
16	宏图三胞高技术股份有限公司	1795432	17.90	195	25.80
17	新一佳超市有限公司	1749260	4.40	105	5.00
18	新合作商贸连锁集团有限公司	1700000	41.30	71061	36.70
19	好又多管理咨询服务(上海)有限公司	1640000	17.10	104	3.00
20	新世界百货中国有限公司	1480000	5.70	33	6.50

资料来源：中国连锁经营协会

在“连锁百强”中，国美电器集团以1045.9亿元销售规模、1362家店铺的业绩再次位居第一，苏宁电器集团、百联集团有限公司、华润万家有限公司、大连大商集团有限公司排名第二至五位。前五名企业排名情况与上年基本一致。

2. 行业关注

外商零售企业发展活跃，行业竞争加剧

随着2005年中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。2008年中国连锁百强中，沃尔玛、家乐福、TESCO乐购、麦德龙、百安居等19家国外品牌企业的销售额占“连锁百强”销售总额的20%，达到2426亿元，同比增长了17.6%；店铺数量增长了13.1%，达到4613家，占“连锁百强”总店铺数的6%。其中13家以大型超市为主要发展业态的外资企业共经营大型超市755家，一年中新开门店91家。店铺平均年销售额为2.3亿元。在快速开店的同时，外资企业通过独资经营和并购、向二三线城市拓展、加快本土化的转变和业态的创新，实现快速发展。

随着外资零售企业的扩张造成零售行业竞争的进一步加剧，国内零售企业面临着更为激烈的市场份额争夺。可以预见，零售类企业为

寻求适合的盈利模式必将历经优胜劣汰，内部整合、加快扩张步伐、优势内资零售企业和外资零售企业的并购扩张趋势将日益明显。

百强整体销售增速有所放缓，二、三线城市增长较快

2004~2008年，“连锁百强”企业的销售增幅分别为33%、32%、25%、21%和18%，保持较快的发展态势，但近年来增速有所放缓。

从区域分布看，二、三线城市的销售增幅普遍快于一线城市。2008年，有15家百强企业的销售增幅超过30%，其中8家总部在二、三线城市，另有5家为海外品牌。

百货店在百强中的地位仍然稳固，家电、家居建材增长趋缓

从业态情况看，2008年连锁百强中，以经营百货为主的连锁企业占据23个百强席位（2007年为22个），家电类和家居建材类分别有7家和4家进入百强。2008年，受国内经济增速有所放缓，百货、家电和家居建材连锁企业销售面临一定压力，其中百货企业通过加大促销力度、及时调整商品结构等措施，以10%的门店增幅带来21%的销售增长；而家电企业销售增幅和店铺增幅分别为7.1%和10.8%，家居建材企业分别为8.7%和14.1%，销售增长均明显低于店铺增长。

农村市场发展空间大，国内企业在农村市场竞争优势明显

据商务部统计，全国人口三分之二的农村，只消费了全国三分之一的商品，农民人均每天消费不到6元钱；县以下的零售店铺面积人均不足0.1平方米，相当于上海、北京等大城市的十分之一，农村消费品市场发展潜力很大。

目前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。据商务部统计，2007年“万村千乡市场工程”共投入政策资金5.1亿元，截至2007年11月底，全国2373家承办企业累计新建和改造农家店近26万家，新建和改造营业面积近2000万平方米。外资零售企业则主要瞄准大中城市，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竞争优势明显。

3. 产业政策

政府出台零售业相关政策法规涉及到并购、促销、工商关系、食品安全、农村商业、特许经营、分等定级等内容，从规划、规章、规定等多个层面，坚持规范与促进并举，成为零售业和连锁经营健康快速发展的外部助推力。

2004年6月1日，《外商投资商业领域管理办法》正式实施，外资加快了在中国零售业布局的进程。近两年中国零售业外资并购十分频繁，包括百思买、沃尔玛、特易购、百盛、百安居、家得宝等纷纷加快了投资步伐，零售业的竞争更趋激烈。

2005年5月，商务部与国家开发银行签订了《支持流通业发展开发性金融合作协议》（以下简称《协议》），在五年时间内，国家开发银行将提供500亿元政策性贷款支持流通业发展。

2006年商务部出台了《零售商供应商公平交易行为规范》，在一定程度上促进了零售商和供应商关系改善和商业零售业健康发展。

2007年3月19日公布的新《中华人民共和国企业所得税法》规定，2008年1月1日起，在中国的外资企业将与内资企业按25%的统一税率交纳企业所得税，“两税合一”将使中国批发零售业竞争力大大增强。

2007年5月1日，国务院通过的《商业特许经营管理条例》正式实施，对特许商从事商业特许经营活动的条件较2004年12月商务部颁布的《商业特许经营管理办法》更明确、更开放。

2008年9月，商务部发出通知，将外商投资商业企业的审批权下放到省级商务主管部门，自9月12日起执行。这将较大简化大型超市和其他外商投资商业企业的审批过程，国内零售企

业竞争压力加大。但另一方面，地方商业主管部门对本地商业格局更了解，有利于当地的整体商业规划。

4. 未来发展

2008年以来，受国际金融风暴影响，海外市场需求下降，同时国内经济面临下行风险，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，消费者信心指数已连续四个季度下滑，从一季度的94.8跌至四季度的90.0，预计未来社会消费增长速度将有所放缓。但考虑到，2008年11月，为促进宏观经济平稳较快增长，国务院决定实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，拟在2010年前投资4万亿元刺激经济增长，上述政策的实施有利于经济持续健康发展，并带动居民收入水平不断提高，保证社会消费平稳增长，加之中国消费市场是世界上潜力最大、增长最快的市场之一。因此，中国零售行业仍然具有良好的发展机会，但面临外资零售企业扩张和国内大型企业网络布点拓展造成竞争压力加大的挑战。

5. 山东省零售企业所处环境

据山东省统计局资料，2008年山东省实现生产总值（GDP）31072.1亿元，按可比价格计算，增长12.1%，高于全国9%的同比增幅。城乡居民收入保持较好增势，2008年，城镇居民人均可支配收入16305元，增长14.3%；农民人均纯收入5641元，增长13.2%。

山东经济的快速发展和居民消费能力增强促进了消费品市场的繁荣。2008年，山东省实现社会消费品零售总额10381.2亿元，同比增长23.0%，扣除价格因素，实际增长17.3%，增幅均创近十年新高，城乡市场共同繁荣，分别实现零售额7913.5亿元和2467.7亿元，依次增长24.4%和18.9%，同比提高4.8和3.6个百分点。

从山东省内零售市场竞争格局看，目前已经有美国沃尔玛、法国家乐福、新加坡百盛等

十多家外商零售企业开店，业态包括大型综合超市、购物中心、专业连锁店等多种形式，同时，截至2007年底，山东省共拥有规模以上连锁零售企业111个，其中山东省商业集团总公司、利群集团股份有限公司、山东家家悦集团有限公司、山东潍坊百货集团股份有限公司、山东新星集团有限公司均排名中国连锁企业前50强。

总体上，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，加之山东经济中国有经济占主导地位，其受外部经济回落造成的波动影响较小，为省内零售业提供了良好的发展环境，但也面临外资零售企业扩张和国内企业网点拓展造成的较大竞争压力。

四、基础素质

1. 公司规模及竞争力

公司是1992年底由山东省商业厅整体改制组建的大型企业集团，是山东省零售行业的龙头企业，现已发展成以现代零售业为主业，以生化制药和房地产为重点行业，产业布局涉及教育、传媒等众多行业，资产总额逾百亿元的大型企业集团。目前，公司零售业分列2007年和2008年中国连锁经营100强第19名和第15名；生化制药中“润舒”、“润洁”滴眼液在其细分市场市场占有率为22%。

以“银座”品牌为代表的现代零售业是公司的主业。2008年公司零售业主营业务收入为113.15亿元，占主营业务收入78.87%，其中，公司目前在山东省15个地级市拥有52家分店、102家连锁超市，经营面积超过169万平方米。

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6家公司和山东药学院，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，公司在北京等地土地储备达570多亩，2008年度新开工面积83.90万平方米，竣工面积46.30万平方米，实现销售收入

20.22亿元。2006年11月，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山东鲁商置业有限公司，并以此为母体，成立公司房地产业次中心，全面负责现有房地产项目的运营工作，以更好地发挥公司房地产业规模优势，提高竞争能力。2008年底，公司通过重组ST万杰，将房地产业主要公司股权注入该公司，实现了房地产业务的上市。公司其它产业主要包括教育产业、传媒产业等，2008年教育产业实现主营业务收入2.91亿元，传媒产业为1.33亿元左右。

2. 人员素质

公司董事长兼党委书记季缙绮先生，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。

公司现有高级管理人员8名，其中总经理1名，纪委书记1名，副总经理5名，总经济师1名。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。

截至2007年底，公司共有职工10438人。从学历构成来看，大学专科以上占比75.03%；高中中专占比18.45%，高中以下占比6.51%。从年龄结构看，30岁以下占比52.55%；30~50岁占比43.06%；50岁及以上占比4.39%。

综上，公司高级管理人员大多具有多年的商业企业运作经验，实践经验丰富，员工队伍整体文化素质较高。

3. 股东支持

近些年，在国家大力扶持服务业的带动下，山东省人民政府将公司作为重点培育的产业集

团之一，作为全省商业零售业的资本整合平台，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，目前已有多个宗资产划转到公司。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。

公司是由原山东省商业厅整体改制而来，与山东省省委、省政府关系良好，省政府对公司也适时给予了一定的优惠政策。例如，目前公司所有离退休老干部（500 人左右）的工资福利均有财政拨款解决，每年财政帮助公司负担近 3000 万元。所得税方面，每年地方税务局按照 25% 的比例返还税收，年返还额近千万。

总体看，公司作为省政府商业整合的资本平台享受一定的优惠政策，发展的宏观政策环境较好。

五、企业管理

1. 治理结构

公司为国有独资公司，山东省国有资产管理委员会是公司唯一的投资主体。公司按照《公司法》和公司章程不断完善公司法人治理结构。公司不设股东会，董事会是公司的最高权力机构和决策机构，并行使股东会的一部分职权。公司董事会由 5 位董事组成，其中董事长 1 名，董事长是公司的法定代表人。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理负责公司的日常经营和管理工作。公司于 2007 年成立了监事会。

2. 管理制度

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。在十五年的发展历程中，公司的管理也得到了逐步规范和提高。围绕商品经营和资本运营两条线，在资产管理、经营者管理、财务管理等方面进行了一系列制

度改革。

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、综合管理中心、风险防控中心等 7 个职能部门。

资产管理方面，公司对子公司的资产实行委托经营，并建立完善的目标考核体系。委托经营以资产经营责任书的形式确定，责任书由集团法定代表人与受托企业经营者签订。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，建立以国际通用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，年初公司制订总体预算目标，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兑现。

经营者管理方面，公司对企业经营者实行任职目标责任考核。公司董事长每年年初与企业经营者签订年度资产经营责任书，依据经营标的、业绩分配、风险相配套的指标体系，每年考核一次，并据此由公司进行年薪兑现。考核确认亏损的，相应扣减个人缴纳和预留的风险抵押金。经营者一般每届任期为两年，完不成经营目标的不再聘用，公司先后有多名下属企业负责人被撤职。

财务管理方面，公司重点关注投资管理和资金管理。在投资管理上，公司明确：直属各单位无权决定对外投资，所有投资必须由投资单位进行可行性研究，提报公司总经理办公会讨论通过后方可实施；未经公司批准擅自向外投资的，集团将追究单位负责人的责任，由此产生的一切后果由单位负责人承担。在资金管理上，公司制定《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、应收款项预计损失，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；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。

总体看，公司管理体制合理，内部制度健全，运作较为规范，基础管理水平较高，管理风险较低。但监事会的作用有待进一步完善。

六、经营分析

1. 业务构成

公司主营业务主要由商业零售、生物制药和房地产业务构成。

2006~2008 年公司主营业务收入以年均 38.78% 的幅度快速增长，2008 年实现主营业务收入 1434741.47 万元，主营业务毛利率

22.99%；其中，零售业收入受经营网点持续较快增加影响，以年均 47.45% 的幅度增长，在主营业务收入中占比逐年提高，毛利率波动中上升，2008 年分别为 78.87% 和 18.53%；生物制药业收入规模变化不大，在主营业务收入中占比呈下降趋势，毛利率水平很高且较为稳定，2008 年分别为 7.01% 和 80.45%；房地产业收入年均增长率为 103.14%，在主营业务收入中占比有所波动，与其业务特点匹配，毛利率有所波动，2008 年分别为 14.09% 和 35.41%；食品及其他业务收入（包括教育、传媒、食品加工等业务收入）在主营业务收入中占比有较大下降，毛利率水平有较大下滑，2008 年分别为 3.00% 和 2.79%

总体看，公司收入持续较快增长，毛利率水平较高，零售业为公司的核心产业，也是公司重要的收入和利润来源。

表 2 公司主营业务收入构成*

业务分类	收入占比 (%)			收入增长率 (%)			主营业务毛利率 (%)		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
零售业	69.86	73.43	78.87	30.92	26.58	71.78	15.70	18.96	18.53
生物制药业	7.50	7.01	4.04	-15.56	12.52	-7.79	80.68	80.45	81.72
房地产业	6.58	5.43	14.09	63.33	-0.61	315.20	38.37	15.20	35.41
食品及其他	16.06	14.13	3.00	451.15	6.02	-66.09	30.52	10.88	2.79
合计	100.00	100.00	100.00	44.53	20.43	59.93	24.45	21.93	22.99

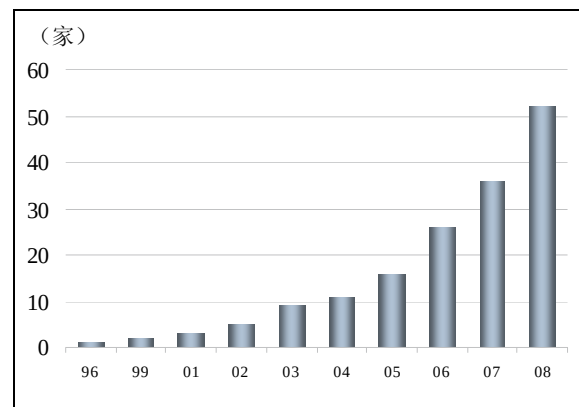
资料来源：公司提供；主营业务收入为营业收入减去其他业务收入。

2. 商业零售

经营情况

零售业一直是公司重点发展的核心业务。近几年来，公司依托“银座”品牌优势，以发展连锁经营为手段，积极实施扩张战略，不断延伸经营网络，零售业务保持了快速增长的态势（图2）。2008年共开办分店16个，新增营业面积48万平方米，创公司十几年发展之最。截至2008年底，公司已在山东省15个地级市拥有52家分店、102家连锁超市（经营面积4.6万平方米），经营面积超过169万平方米。2009年1~5月，公司新开分店7家，连锁超市13家。

图 2 公司历年门店数量变化



资料来源：公司提供

从网点分布看，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。另外，2007年7月，公司河北邢台店开业，实现了在山东省外市场的突破。

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3 零售业主要经营网点情况

序号	企业名称	经营面积 (平方米)	销售额(万元)		
			2007年	2008年	2009年1-3月
1	山东银座商城股份有限公司	37252	101380	116367	37731
2	济南银座购物广场有限公司	21200	80785	101357	29326
3	济南银座商城有限责任公司	13656	26915	32872	10798
4	东营银座购物广场有限公司	33173	51143	55719	16563
5	泰安银座商城有限公司	15039	41273	42985	12559
6	淄博银座商城有限公司	29750	46946	54062	17240
7	济南银座北园购物广场有限公司	16321	15727	25605	8443
8	滨州银座购物广场有限公司	22833	32815	35841	10484
9	滕州银座商城有限公司	7007	12409	12891	4070
10	临沂银座商城有限公司	27075	29876	37580	10901
11	日照银座商城有限公司	16933	9392	13581	1366
12	淄博银座商城有限责任公司周村购物广场	16000	13027	15925	5165
13	银座集团股份有限公司潍坊银座商城	26336	12096	14944	4228
14	银座集团股份有限公司菏泽银座商城	20875	19316	30084	9705
15	新泰银座商城有限公司	14699	10675	13557	4399
16	泰安银座商城有限公司东湖店	10794	11242	11284	3177
17	济宁银座商城有限公司	25118	14988	25930	7408
18	邢台银座商城有限公司	20450	3500	910	2837
19	银座集团股份有限公司济南华信购物广场	15441	4604	16068	4666
20	莱芜银座商城有限公司	27400	2461	14248	4621
21	济南银座家居有限公司	24654	6207	9256	3989
合计		442006	546778	681066	209676

资料来源：公司提供

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。

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。2008年公司零售业前五大供应商分别为：济南海尔工贸有限公司，济南盛德实业有限公司、山东慧佳科技有限公司、青岛海信电器股份有限公司和青岛传承贸易有限公司。公司采购集中度较低，这与零售业的经营特点相适应。

公司新配送中心一期工程已于2008年上半年建成，同时物流中心的管理系统、业务流程、制度体系等得到更新，使配送效率大幅提高，配送准确率接近100%，订单处理满足程度由过去的70%左右提高到95%以上，为业务扩张提供了强有力的物流配送支持。

经营优势

规模优势：2008年，公司零售业销售规模居全国第15名，经营网点覆盖山东省大部分地区，并实现了省外新开店。公司通过采取“总部—中心店—分店”式的连锁经营体制改革，坚持公司采购本部、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运营模式。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，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。

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，在山东市场具备很好的品牌优势。

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，实施差异化经营战略，做到“因地制宜”，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，继续坚持“区域集中、区域领先、立体开发”的战略，加快在青岛、烟台、威海地区和县域市场的经营网络覆盖。在地级市场，一方面完成在全省17地市的战略布局；一方面还将深入研究市场需求，探索“同

城分店”错位经营、优势互补、协同发展的格局，形成密集渗透的竞争态势，达到牢牢占领市场、控制市场的目的。在县级市场，将认真总结县级店的展店经验，研究适合县级和乡镇市场发展的经营模式、商品组合和经营定位，进一步加快县级市场的发展步伐。在展店方式上，在采取租赁模式的基础上，从长远受益着眼，重视自己建店；同时将进一步研究兼并联合策略，力争实现大的突破。积极拓展省外市场，重点抓好在周边省市的发展，参与全国市场的竞争与合作，尽快把银座打造成全国性的强势品牌。

在业态选择上，公司将以百货、大卖场和购物中心为主力业态，并拓展家居等专业店和汽车、家电等专卖店，实现错位发展、优势互补、协调联动，提升“银座”的竞争优势。同时，结合公司房地产业务，加快“SHOPPING MALL”的筹建和开业。

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。在加快扩张展店的同时，零售业还将做好已开店的经营调整工作，对部分主力门店在店堂环境、品类组合、商品结构等方面进行调整改造、提升档次，以更加迎合当地市场日益增长的消费需求。各新开分店也将进一步调整市场定位，提高竞争能力，确保销售稳步增长，牢牢占据竞争的主体地位。

在管理上，为更好的支持规模扩张，配送系统、信息系统和连锁体制等配套建设也将尽快建立完善。物流配送体系的建设，将结合区域扩张的特点和要求，着力构建通畅、高效的物流配送体系。信息系统建设将尽快建立以计算机管理为导向的流程管理模式，强化“进、销、存”系统的实时掌控和数据分析能力，做到及时、全面提供经营需要的各项数据分析，用信息化手段提高经营管理效率。连锁体制建设是零售业实施扩张发展战略的根本，公司将进一步完善“总部—中心店—分店”的组织体

制，为进一步做大做强零售业奠定体制基础。

公司零售业发展规划见表4。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4 公司零售业发展规划（单位：亿元）

目标业态	2008年（实际）		2009年		2010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	47	105.20	55	121.10	66	151.10
家居专业店	5	1.27	9	2.00	12	3.00
超市	102	8.76	166	12.90	254	18.90
汽车专营店	5	17.16	6	19.00	7	21.00
合计	159	132.39	236	155.00	339	194.00

资料来源：公司提供

3. 生物制药

（1）行业分析

行业发展前景看好

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。2007年，医药工业实现收入5988亿元、利润564亿元，同比增幅分别达到了26.41%和46.63%。2008年1~8月，医药工业实现收入4645亿元、利润460亿元，较上年同期分别增长了28.51%和38.93%。与国际相比，中国医药工业尚处于成长阶段，无论从规模还是资金、技术等方面依然存在较大差距，医药行业未来仍有较大的增长空间。

生物制药子行业方面，相对于传统医药行业，其市场集中度较高，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。中国生物制药行业起步较高，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制药产业倾斜。从行业层面，国内生物制药行业发展迅速，2008年1~8月，实现收入446亿元、利润57亿元，较上年同期分别增长了40.40%和57.29%，均高于医药

行业整体水平。近 20 年来，以基因工程、细胞工程、酶工程为代表的现代生物技术迅猛发展，目前全球正处于生物制药技术大规模产业化的开始阶段，预计 2020 年后将进入快速发展期，并逐步成为世界经济的主导产业之一。2006 年，国务院出台了《国家中长期科学和技术发展纲要（2006～2020 年）》指出，未来 15 年，中国要在生物技术领域部署一批前沿技术，包括靶标发现、动植物品种与药物分子设计、基因操作和蛋白质工程、基于干细胞的人体组织工程和新一代工业生物技术等。这一部署无疑为中国生物制药领域注入了一针强心剂，未来几年生物制药产业政策导向利好。

新医疗改革方案推出

2008 年 10 月 14 日，国家发改委发布的《关于深化医药卫生体制改革的意见（征求意见稿）》指出，要坚持公共医疗卫生的公益性质，强化政府责任和投入，健全制度体系，加强监督管理，建设覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。深化医改的总目标是：到 2020 年，基本建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度；普遍建立比较完善的公共卫生和医疗服务体系、医疗保障体系和比较规范的药品供应保障体系。

2009 年 1 月 21 日，国务院原则通过了《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》，明确 2009-2011 年各级政府预计投入 8500 亿元用于保障五项基本改革。政府加大对医疗和医药体系的投入力度，将有望促进医药行业未来三年保持平稳增长。

药品价格呈总体下降趋势

从 1997 年至今，国家发改委对药品价格进行了 25 次调整，绝大多数是药品降价，涉及近 2000 种化学药品和 300 多种中成药。整体药品价格有了较大下降，2002～2007 年，中国零售药品价格指数下降了 10% 左右，而同期中国 CPI 指数上涨了 18% 左右。

未来的药品降价可能采取轮动的方式，即每次降价涉及不同的产品。尽管单纯的药品降

价并不可能彻底解决“看病难、看病贵”的问题，但鉴于国内实际情况，这一政策还将继续。从长远来看，它将加速行业的整合，具有真正研发能力的企业将最终在行业的优胜劣汰中胜出。

政策监管避免无序竞争

政府在加大医疗服务和保障的同时，对药品生产、采购、使用、配送等各环节加大了监管力度，严格企业和药品准入，加强质量监管，从源头上治理中国医药秩序混乱、价格虚高、不公平交易、商业贿赂严重等问题。一系列法规措施的出台和实施（表 5），将淘汰劣势企业，优势企业拥有更多的市场份额，有利于自身经营业绩的提升。

表 5 近期医药行业政策

实施时间	政策	影响
2007 年 5 月 1 日起	《处方管理办法》 （“一品两规”药品 招标）	统一通用名的药品， 同剂型不得超过两个
2007 年 10 月 1 日起	新《药品注册管理办法》	新药审批标准大大提高
2008 年 1 月 1 日起	新《药品 GMP 认证 检查评定标准》	药品生产过程要求更加严格

资料来源：联合资信整理

总体来看，虽然未来几年国内医药市场药品降价、成本费用压力仍然存在，但是程度会有所降低。同时，随着新医疗体制改革方案推出，医疗消费的群众基础进一步得到扩大，消费金额也将快速增长，终端消费的增长将带动医药行业的发展。产业结构优化及高科技含量药物的研发等将进一步提升中国医药行业的国际竞争力。总体看，中国医药行业总体发展前景看好。

（2）公司生物制药产业经营情况

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、山东福瑞达医疗器械有限公司、青岛海盾福瑞达生物工程有限公司等 6 家公司和山东省药科学院。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、医疗器械、医药与化工原料以及化妆品等。具体情况见表6。

表 6 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
山东福瑞达医疗器械有限公司	医用耗材、康复设备、介入治疗和妇产科等产品	超滑导尿管、XRL 型旋动式人工流产器均为国家级攻关项目
青岛海盾福瑞达生物工程有限公司	从事生物工程技术在医药保健品等领域地、GMP 标准的平度生产基地技术开发、生产	建有 500 吨冷库的蓬莱加工基地

资料来源：公司提供

公司在医药生产经营中，强化责任意识、质量意识，严格按照 GMP、GSP 规范要求进行管理，加强生产、仓储、运输过程的控制，优化流程。

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。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，公司拥有众多有专业知识、有营销技能、素质水平高的生物制药产品营销人员，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，将商品直接销售给承销商，迅速回收货款。

公司主要产品中，“润舒”滴眼液 2007 年销售额达 1.70 亿元，2008 年销售额为 1.90 亿元；“润洁”滴眼液 2007 年销售额达 1.90 亿元，2008 年销售额为 2.10 亿元；“施沛特”（玻璃酸钠）骨关节炎用药十多年来累计超过 150 万患者使用，2007 年销售额达 1.50 亿元，2008 年销售额为 1.80 亿元。

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，成为年销售额突破亿元的处方药，是该领域的第一品牌。

技术优势：2007 年上半年，公司对集团制药业各科研院所进行了整合，组建成立山东省药学科学院，下属山东省生物药物研究院、山东省医药工业研究所、山东省医疗器械研究所、山东省医药工业设计院四个研究院所；完成了近千项科研成果，100 多项成果获得国家、省部级奖励和发明专利，特别是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。院长凌沛学同志被省政府聘为“泰山学者”特聘专家。科研项目“玻璃酸钠及其药物制剂的研究开发”和“盐酸布替萘芬及其制剂的研究与开发”同时获得国家科技进步二等奖。

公司在药学研究方面拥有 3 个省级重点实验室。2007 年以来，公司实施了交联透明质酸软组织填充剂、环孢素眼植入剂、木二糖、眼用激素与抗生素的新复方制剂和水飞蓟素氧化苦参碱复盐的五个一类新药的开发项目；成功申报了“何梁何利基金科学与技术创新奖”和“山东省最高科学技术奖”等 4 项重大科技奖。

励，其中“颈痛颗粒系列中药产品”和“人工流产床”两项有望获得国家发改委专项补贴资金2000万元。上述研究成果较好的保持了公司在国内生物医药技术领域的领先地位，也增强了公司未来发展潜力。

发展规划

公司在医药产业的发展思路是：进一步加强资源整合力度，以新组建的药科学院为主体，对集团制药业各科研院所进行有效整合，加大高端人才引进力度，组建具有较强自主科研实力的集团制药业研发中心；争取收购1—2家药厂，打造具有相当规模的集团制药业生产基地；对现有负责不同药品、化妆品和器械的几支销售队伍进行整合，调整优化销售激励机制，构建涵盖全国市场的集团制药业销售网络；最终打造出一条“研发中心、生产基地、销售网络”一体化的集团制药业产业链；并以此为平台，形成一条拥有眼科药品、骨科药品、皮肤科药品、中药、化妆品、医疗器械等多个利润增长点的集团制药业产品链。

总体看来，公司生物制药发展前景广阔，但考虑到生物制药行业药品开发前期投入较大，科研时间长的特性，公司生物制药产业迅速扩大存在一定困难。

4. 房地产业

(1) 行业分析

房地产行业是国民经济的基础性传统行业之一，在国民经济中具有重要地位。

2007年在人民币升值、流动性过剩和房地产市场预期看好的背景下，资金通过各种途径进入房地产开发领域，以住宅为主的房地产开发投资明显加快。根据国家统计局的统计数据，2007年中国固定资产累计投资额137239亿元，增长24.76%；房地产开发投资完成25280亿元，增长30.16%，高出同期固定资产投资增长率5.40个百分点，占固定资产投资的比重为18.42%。

从土地供应情况看，2007年中国土地购置面积40609万平方米，虽然扭转了2005年、2006

年连续两年绝对值减少的局面，实现了11%的较大幅度增长，但部分企业在取得土地后，开发建设进程明显减慢。2007年中国完成土地开发面积26871万平方米，同比增长0.7%，与上年基本持平，增幅较上年下降了16.6个百分点；2007年完成土地开发面积占待开发土地面积为66.8%。

从房屋开发情况看，2007年中国商品房施工面积为235882万平方米，增长21.5%，增速上升3.5个百分点；新开工面积为94590万平方米，同比增长21.1%，增速提高4.2个百分点。2007年商品房竣工面积为58235.9万平方米，同比增长9.8%，增速加快1.1个百分点。2007年代表市场供应的三项指标增幅均有所提高。

从市场需求来看，2007年中国商品房销售面积、销售金额分别为76193万平方米和29604亿元，同比分别增长23.18%和42.15%；商品房销售面积与竣工面积之比达到1.31，高于2006年1.14的水平，市场呈现供不应求的局面。从市场价格来看，2007年中国房地产市场总体上价格涨幅较大，全年商品房平均销售价格为3885元/平方米，上涨14.9%。

从2007年四季度以来，政府出台了涉及土地、金融、税收和外资管理等一系列文件和政策（表7），对中国的房地产行业进行调控。自2007年四季度开始，中国大部分城市房地产市场出现了销售持续下降态势，楼市整体呈现低迷状态。

表7 2007年四季度以来房地产调控政策的情况

日期	政策
11月14日	财政部发布《廉租住房保障资金管理办法》。
11月19日	国土部、财政部、央行联合发布《土地储备管理办法》。
11月27日	建设部、发改委等七部门出台《廉租住房保障办法》。
11月30日	建设部、发改委等七部门发布《经济适用房管理办法》。
12月11日	央行、银监会发布《关于加强商业性房地产信贷管理的补充通知》。
2008年1月6日	国务院发布《关于促进节约集约用地的通知》。

资料来源：整理资料

在国家土地、信贷和税收等政策的影响下，加上全球金融风暴对国内经济带来的不利影响，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，显示调控政策已经产生了较大的效果。为保证房地产业持续健康发展，2008年下半年来，各地对房地产业的限制逐渐放松，降低交易税费、提高住房公积金贷款额度、大幅降低商业房贷利率等利好政策得以密集出台。

未来，在土地供给总体趋紧、城市化进程加快带动居民住宅需求增加的发展背景下，商品房供不应求的局面将在相当长的一段时间内持续存在。政府将抓住供给和需求两个着眼点，调节土地供应结构，以市场配置和政府保障两个途径来改善房地产当前存在的供求矛盾，这一方面有利于行业的长远、健康发展，同时也将使得行业的竞争加剧。

（2）公司房地产产业经营情况分析

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，开发住宅小区、商务楼盘和综合广场三种类型的项目，并在2006年11月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山东鲁商置业有限公司，并以此为母体，成立集团房地产业次集团，全面负责现有房地产项目的运营工作，以更好地发挥公司房地产业规模优势，提高竞争能力。

产品开发及销售

在住宅项目上，公司在青岛开发的“四季景园”住宅项目已经基本销售完毕，正在建设的项目有：济南30万平方米的“银座花园”住宅（名列“2006年齐鲁名盘50强”）三期工程；济南大学科技园主要配套住宅项目——89万平方米的“鲁商常春藤”二期工程；北京顺义区“蓝岸丽舍”别墅项目，占地面积570亩，于2008年11月取得一期及样板区《建设工程施工许可证》，成为国家宏观调控后北京首批取得施工许

可证的项目之一，2009年开始预售；重庆市北碚城南新区“云山原筑”别墅项目，占地面积363亩，于2008年12月动工。

在商务楼盘中，公司2004年在济南CBD核心位置，集科技、商贸于一体的商业物业——“银座数码广场”已销售完毕，成为了济南市山大路的地标性建筑。公司2004年在济南开发的“银座晶都”国际商住两用楼，规划建筑面积15万平方米，定位为CBD配套的大型综合服务型社区，项目已基本销售完毕。

在综合类地产开发中，公司依托零售业优势，进行组团式开发。以“银座”零售店聚集人气，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流，兼顾商业步行街、商铺、商务酒店的建设。公司正在建设的项目有：总建筑面积20万平方米的东营银座城市广场，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8万平方米的青岛银座商城，总建筑面积7万平方米的济南振兴街项目，总建筑面积4万平方米的德州银座商城，总建筑面积8.5万平方米的银座配送中心项目等。

东营银座城市广场开盘当天即完成200多套商铺的认购，为后期销售奠定了良好的基础。“鲁商国奥城”位于济南市奥体片区核心区域，作为该市东部新城重点项目，将建成集写字楼、酒店、商业、休闲、娱乐及银座商城主力店于一体的大型综合标志性城市建筑组群，目前已完成主体封顶，向华电国际实现了部分定向销售。泉城健身广场是山东省十一届全运会重点配套工程，于2008年11月动工。青岛银座商城项目是公司联合山东银座商城股份有限公司、银座集团股份有限公司收购青岛中房集团股份有限公司、青岛中房东方房地产开发有限公司持有的青岛乾豪房地产开发有限公司95%的股权及相应债权，总价款为7.1亿元（含3.6亿元股权及3.5亿元债权），该项目位于青岛最繁华的香港中路，将建设一座30层的写字楼和一座7

层的商场。济南振兴街项目将建成该市第一规模的大型购物中心（SHOPPING MALL）。银座配送中心项目，已完成一期工程，今后将加快建设常温、低温配送中心。

发展规划

公司按照积极稳妥的原则，把房地产投资区域逐步调整到山东，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。

公司将推进内部资源的整合，充分发挥自身在资金、管理、品牌等方面的优势，运作好现有项目，实施精品工程，不断提高知名度和美誉度。公司房地产主要项目开发情况见表8。

表8 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（建筑规模、总投资）	项目进度和资金落实情况	预计2009年预售（万元）
银座花园	住宅	2001.	银座久信	35 万m ² ，10 亿元	三期开发期	8000
北京蓝岸丽舍	别墅	2008	银座合智	18.7 万m ² ，13 亿元	一期部分封顶	34582
重庆云山原筑	别墅	2008	重庆鲁商	6 万m ² ，2.5 亿元	动工开发	15000
鲁商国奥城	商业	2008	鲁商置业	34 万m ² ，19 亿元	主体结构验收已完成，正进行内外装饰施工	18044
鲁商常春藤	住宅	2006	鲁商置业	89 万m ² ，24.8 亿元	一期正在进行竣工验收 二期框架主体已完成。	31000
东营银座城市广场	商业	2004	东营房地产	20 万m ² ，6.8 亿元	一期交付，二期开发	
泰安银座城市广场	商业	2006	泰安房地产	12.2 万m ² ，4.8 亿元	主体部分竣工	
济南银座晶都	商业	2004	银座地产	15 万m ²	竣工	
银座数码广场	商业	2004	商业房地产	7 万m ² ，2.5 亿元	竣工	850
青岛四季景园	住宅	2003	商业房地产	30 万m ² ，4 亿元	二期销售完毕	8595
泉城健身广场	商业	2008	鲁商置业	10 万m ² ，12.4 亿元	正在进行项目建设开发	40000
青岛银座商城项目	商业	2008	银座商城	8 万m ² ，9 亿元	正在进行项目建设开发	
济南振兴街项目	商业	2008	银座商城	7 万m ² ，6 亿元	正在进行项目建设开发	
德州银座商城项目	商业	2008	银座商城	4 万m ² ，1.2 亿元	正在进行项目建设开发	
银座配送中心项目	商业	2008	银座商城	8.5 万m ² ，3.5 亿元	正在进行项目建设开发	

资料来源：公司提供

2007 年 10 月，公司与 A 股上市公司 ST 万杰第一大股东万杰集团有限责任公司、淄博市人民政府及山东省人民政府国有资产监督管理委员会四方签署《山东万杰高科技股份有限公司资产重组框架协议》。2008 年 7 月，公司与山东省国有资产投资控股有限公司、淄博市城市资产运营有限公司，分别以 1.03 元、1.04 元和 1.06 元竞拍购得 ST 万杰 16000 万股、6500 万股、1215.625 万股，并完成了司法划转过户手续，公司持有 ST 万杰 29.84% 的股份，为第一大股东。2008 年 12 月，中国证监会核准了 ST 万杰重大资产置换方案，即分别向公司、山东银座集团投资有限责任公司、山东世界贸易中心、山东省通利商业管理服务中心、北京东方航华投资有限公司发行 36673.92 万股、3443.25 万股、3844.16 万股、118.16 万股、

2392.31 万股人民币普通股购买相关资产。2009 年 1 月 ST 万杰非公开发行股票的股份变更登记手续已办理完毕，公司及所属子公司合计持有 ST 万杰总股份的 52.60%，实现了公司房地产业务的整合上市，为其未来发展奠定了良好基础。

此外，联合资信注意到，目前房地产市场受国家宏观调控和经济增长放缓影响呈现低迷状态，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，有利于增强公司房地产业务竞争力。

5. 其他产业

(1) 教育产业

在原商业厅所属商业学校基础上，公司先后成功创办了山东商业职业技术学院、青岛酒店管理职业技术学院、山东烹饪高级技工学校等大专院校。山东商业职业技术学院现已成为山东省唯一一所全国示范性职业学院建设单位和全国重点职业技术学院；青岛酒店管理职业技术学院是全国第一家独立设置的酒店管理职业技术学院；山东烹饪高级技工学校在鲁菜的研发和制作方面享有盛誉。2008年公司所属院校进一步提升办学质量，招生数都较上年有所增长。

公司高度重视院校的发展。转体以来先后投资 4 亿多元用于扩大办学规模和改善办学条件。2003 年兴建的山东商业职业技术学院和青岛酒店管理职业技术学院两校的新校区共计占地 2000 余亩，建筑面积 30 多万平方米，可容纳在校生 2 万人。山东烹饪高级技工学校的 400 亩新校区正在快速建设之中。

公司还不断拓展办学空间，于2001年着手兴办了银座双语艺术幼儿园，是山东省首家、全国一流的智能化幼儿园，现拥有11所分园，社会声誉不断提高。

(2) 传媒产业

传媒业是公司产业的又一重要领域。公司于 2001 年创办的《山东商报》，是集新闻性、

娱乐性、可读性、服务性为一体的综合类报纸。创刊五年来，《山东商报》不仅已成为济南市场上零售量最大的报纸，而且覆盖到了济南、济宁、泰安、聊城、烟台、潍坊、淄博等十几个地市，日发行量近 30 万份。

依托药品和食品方面的研发与人才优势，2005 年 1 月，集团又将原《山东食品科技》杂志改版为半月刊《食品与药品》。由于改刊以来，办刊质量不断提高，发行量节节攀升，应广大读者的要求，《食品与药品》于 2006 年底进行了增刊，经济效益和社会效益开始显现。

6. 经营效率

2006年~2008年公司的销售债权周转次数整体加快，2008年为109.37次，公司应收款项回款情况较好；存货周转次数略有提升，2008年为4.98次；总资产周转次数加快，2008年为1.23次。公司整体经营效率较高。

7. 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。

公司 2009~2010 年的主要投资项目情况如表 9，预计共需资金安排 21.60 亿元，用于综合类零售业展店和配送中心建设，项目投资支出主要通过企业自筹、银行贷款等解决。

表9 公司主要投资项目情况

项目名称	项目概况	启动时间	投资总额	2008 年底完成投资	预计完工时间	资金安排		预计年收入
			(万元)	(万元)		2009 年	2010 年	(万元)
青岛银座项目	大型百货	2008.09	90000	63000	2009.5	27000		260000
济南振兴街项目	shoppingmall	2008	60000	10000	2009.9	50000		200000
泉城健身广场	商业百货	2008.11	124000	25000	2009.09	99000		110000
银座配送中心	物流配送	2008	35000	5000	2009.12	30000		80000
德州银座商城	商业百货	2008.11	24000	14000	2009.9	10000		50000
合计			333000	117000		216000		

资料来源：公司提供

表10 经营预测

项 目 (万元)	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
预计营业收入	1475273	1764486	2293832
预计利润总额	85589	91451	107832
预计净利润	59546	62943	70091
预计折旧	43461	47232	50679
预计摊销	11283	12914	13705
预计利息支出	34492	36768	51475
预计短期债务余额	326330	395305	442535
预计长期债务余额	246141	248424	248424
预计所有者权益	454491	469381	487631
预计资产总额	1372621	1416392	1492914
指 标	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
全部债务资本化比率 (%)	62.42	59.06	59.81
净资产收益率 (%)	13.10	12.05	15.32
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.07	4.44	4.05
全部债务/EBITDA (倍)	4.32	3.88	3.26

资料来源：公司提供

表 10 为公司提供的经营情况预测。公司预计 2008~2010 年营业收入、成本及税金等项目按年增长率不低于 30%，销售费用年增长率不高于 20%，考虑到零售新开店因素管理费用年增长率不高于 40%，考虑到融资规模不断扩大因素财务费用年增长率不高于 40%，投资收益及营业外收支项目按谨慎性原则基本每年保持不变，利润总额年均增长 16.76%。

随着公司展店步伐进一步加大及老店收入的自然增长，公司营业收入将保持较快增长，但零售行业激烈竞争和房地产业务易受国家宏观调控影响，公司盈利预测偏乐观。

债务负担方面，未来两年，依据公司目前盈利能力、经营性现金净流量保守估计，公司在通过自有积累投入后，计划新增债务规模基本能覆盖公司主要投资项目支出，但公司非零售业务投资项目和待规划项目仍需要一定投资支出。因此，联合资信认为公司对外部融资依赖性较强，债务负担趋于加重。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2006~2008年度财务报表已

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，公司报表按新会计准则编制。

2008年，公司新增纳入合并范围子公司1家，为山东万杰高科技股份有限公司；山东银座集团投资有限公司更名为鲁商集团有限公司。

截至2008年底，公司资产总额135.61亿元，所有者权益合计(含少数股东权益)43.92亿元；2008年公司实现营业收入147.53 亿元，净利润5.95亿元。

2. 资产质量

2006 年~2008 年，公司资产增长较快，年复合增长 28.30%，主要源自流动资产中货币资金和存货增加以及非流动资产中固定资产增加。截至 2008 年底，公司资产总额 135.61 亿元，其中流动资产占 58.87%，非流动资产占 41.13%，公司资产以流动资产为主，符合公司所处行业特点。

截至2008年底，公司流动资产79.83亿元，以货币资金、存货、其他应收款和预付款项为主，其在流动资产中的占比分别为 42.90%、

34.42%、15.50%和 5.40%。

截至 2008 年底,公司货币资金 34.24 亿元,公司货币资金比较充裕。

截至 2008 年底,公司应收账款余额 1.04 亿元。从账龄分析看,1 年以内的占 80.53%,1~2 年占 8.33%,截至 2008 年底,公司坏帐准备余额 0.14 亿元,其占应收账款余额的 13.18%;前五大债务人欠款金额占应收账款总额的 7.74%,应收账款较为分散。由于公司零售业主要采用现金结算,应收账款较少,其在公司资产中占比较小,其发生坏帐损失对公司资产影响小。

截至 2008 年底,公司其他应收款余额为 13.32 亿元,其中 1 年以内的占 44.21%,3 年以上的占 50.34%,其中前五大债务人欠款金额占其他应收款余额的 13.23%,公司其他应收款期限较长,集中度一般。

截至 2008 年底,公司预付账款 4.31 亿元,其中账龄在 1 年以内的占 90.67%,账龄超过 1 年的预付款主要为结算尾款。

2008 年底,公司存货 27.50 亿元,其中主要为库存商品(占 34.05%)、自制半成品及在产品(占 17.58%)、开发成本(占 36.76%)和开发产品(占 9.57%)。开发成本和开发产品主要是房地产项目开发所形成。

截至 2008 年底,公司长期股权投资 2.78 亿元,投资企业 17 家。

截至 2008 年底,公司固定资产净值 36.81 亿元,其中房屋及建筑物占 57.04%,机器设备占 18.26%。公司在建工程 8.26 亿元,主要零售业展店项目以及新校区建设项目。

截至 2008 年底,公司无形资产 4.48 亿元,其在资产总额中所占比重不大,主要是土地使用权、软件费用和专利权。

总体看,公司资产构成合理,以流动资产为主,符合零售企业特性。公司货币资金比较充足,应收账款所占比重较小且质量较高,但存货和其他应收款数额较大,整体资产质量一般。

3. 负债及股东权益

2006~2008 年,公司所有者权益年复合增长 22.65%,主要来自未分配利润、少数股东权益及实收资本的增长。2008 年公司实收资本增加 3.10 亿元,主要原因是:2008 年 10 月,公司根据山东省人民政府国有资产监督管理委员会鲁国资企改函[2008]111 号《关于山东银座集团投资有限公司国有产权无偿划转山东省商业集团总公司的批复》,将鲁商集团有限公司 2008 年 1 月 1 日 100%国有出资及享有的权益转增国家资本金;2008 年 12 月,根据山东省人民政府国有资产监督管理委员会鲁国资企改函[2008]224 号《关于进一步明确山东银座商城股份有限公司国有股权持有单位的批复》,将山东世界贸易中心持有的山东银座商城股份有限公司 50%的股权进行剥离,由公司持有并行使股权,公司以山东银座商城股份有限公司 2007 年 12 月 31 日 50%的权益转增国家资本金所致。

截至 2008 年底,公司所有者权益 43.92 亿元,其中实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 37.95%、9.62%和 10.26%,少数股东权益占 41.78%。

2008 年底,公司负债总额为 91.69 亿元,其中流动负债占 62.17%,非流动负债占 37.83%。流动负债中,短期借款占 57.25%,应付票据占 12.13%,其他应付款占 14.55%,应付账款占 9.29%。非流动负债中,长期借款占 70.95%,应付债券占 28.83%,应付债券为公司 2008 年 1 月发行 10 亿元短期融资券。2006 年~2008 年,公司债务水平明显上升,2008 年底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.61%、63.22%和 44.08%。

总体看,公司的负债以流动负债为主,符合零售企业的特性。近几年来,公司业务扩张迅速,负债水平增长较快,债务负担明显上升。

4. 盈利能力

2006年~2008年,公司营业收入年复合增长35.87%,主要来自商业零售收入的增长。2008年公司实现营业收入147.53亿元,其中商业零售收入占78.87%。

2006年~2008年,公司三项费用占营业收入的比重为18.88%、16.86%和16.10%,表明公司成本费用控制较好,但由于有息债务增加较多使得公司财务费用增长较快,年复合增长58.93%,高于营业收入的增长,对利润产生一定影响。

2008年公司实现利润总额8.56亿元,年复合增长41.04%。营业利润率、净资产收益率和总资产收益率分别为21.56%、7.88%和13.56%,公司盈利能力有所提升。

总体看,随着公司经营规模的不断扩大,公司收入和利润规模不断增长,整体盈利能力有所提升。

5. 偿债能力

截至2008年底,公司流动比率和速动比率分别为140.04%和91.84%。2006年~2008年公司经营现金流动负债比率有所波动,2008年为7.22%。考虑到公司现金类资产规模以及经营活动现金流入规模较大,公司短期偿债能力尚可。

2008年,公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为5.07倍和4.32倍,公司EBITDA对全部债务保障能力较强。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系,截至2008年底,公司在各商业银行获得总授信额度为81.46亿元,其中58.56亿元未使用,公司间接融资渠道正常。此外,公司于2006年及2008年成功发行2期短期融资券,2006年短期融资券公司已如期兑付。公司在资本市场具有较强的融资能力。

截至2008年底,公司对集团外贷款担保为73万元,是对济南市长清区热电中心提供担保。目前该担保贷款未到期。

八、本期债券的偿还

以2008年底公司财务数据为基准,不考虑其他因素,本期7亿元企业债券发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升为69.20%和65.25%,公司债务负担加重。

截至2008年底,公司现金类资产34.77亿元,为本期发行额度的4.97倍,现金类资产充裕,对本期债券的保障能力较强。

2008年公司EBITDA为17.48亿元,为本期债券发行额度的2.50倍,EBITDA对本期债券保障能力强。

公司2008年经营活动的现金流入量为173.56亿元,为本期债券的24.79倍,覆盖程度高;经营活动现金流净额为4.12亿元,为本期债券的0.59倍,覆盖程度一般。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

高速集团为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本期债券存续期及本期债券到期之日起2年内,如公司不能按期兑付债券本金及利息,担保人保证将债券的本金及利息,以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用,划入公司债券托管机构或主承销商指定的账户。

2. 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。

高速集团的经营范围：对高等级公路、桥梁的管理、经营、开发、维护；高等级公路、桥梁沿线的综合开发、经营；高等级公路的建设、收费；土木工程及通信工程的设计、咨询、科研、施工（以上须凭资质证书方可经营）；建筑材料销售；机电设备租赁；许可范围内的广告业务。

高速集团投资领域涉及高速公路、路桥施工、油料业务、道路材料生产和金融等领域，截至 2007 年底，纳入合并范围的控股企业 17 家。

截至 2007 年底，高速集团（合并）资产总额为 680.28 亿元，所有者权益为 166.36 亿元；2007 年高速集团实现营业收入 109.21 亿元，净利润 15.39 亿元。

2008 年 11 月，经联合资信评定，高速集团主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定（评级报告详见附件 9）。

以高速集团 2007 年底财务数据为基础，本期担保 7 亿元企业债券占其全部债务的 3.97%，对其现有债务影响小。

本期债券占高速集团 2007 年底资产总额的 1.03%、所有者权益的 4.21%，所占比例较低；占其 2007 年营业收入的 6.41%，净利润的 44.64%，经营活动现金净流量的 22.10%。此笔担保债务对高速集团影响不大。

总体看，高速集团担保实力较强，可提升本期债券的本息偿付的安全性。综合考虑担保人的主体长期信用级别与公司主体长期信用水平，联合资信给予公司本期债项的信用级别为 AA⁺。

十、综合评价

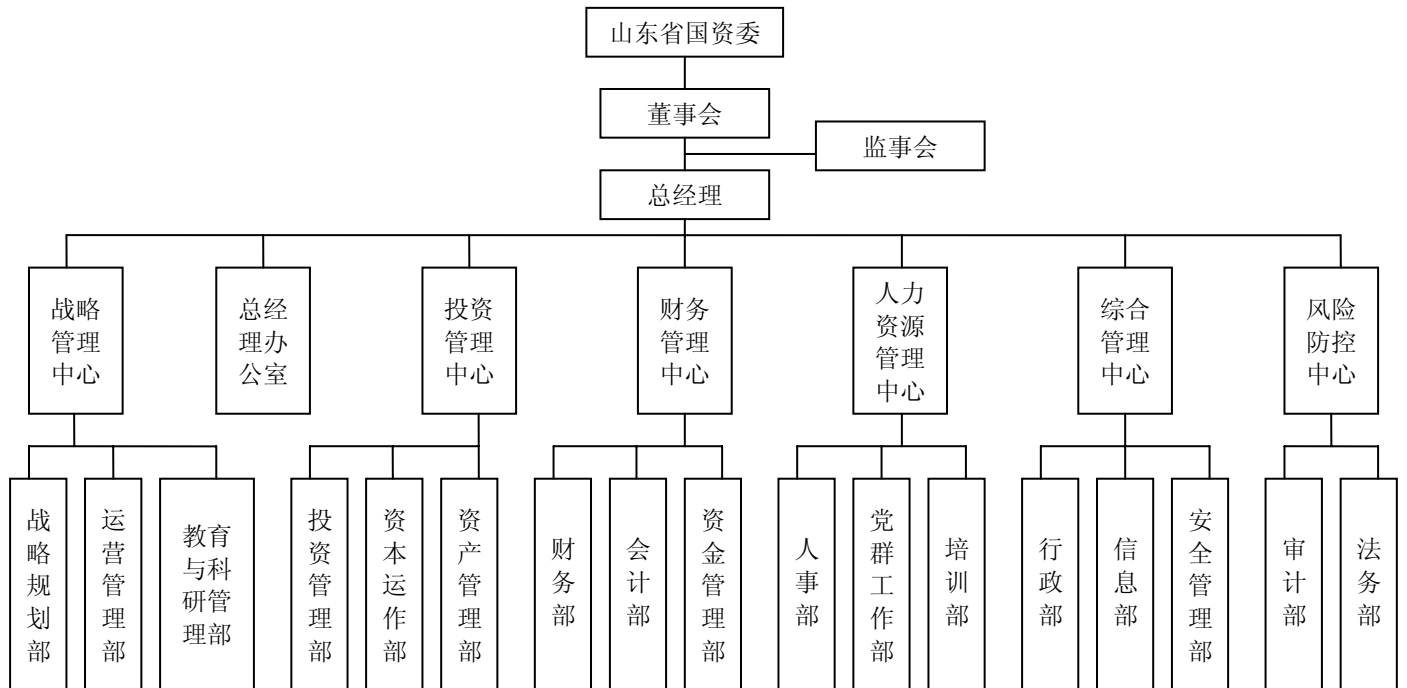
公司作为山东省零售行业的龙头企业，管理制度健全，管理水平较高，品牌优势和规模优势明显。同时，公司在生物制药方面，具备

良好的技术优势。

近年来，公司业务规模持续扩大，资产和收入规模较快增长，盈利水平维持稳定，经营活动产生的现金流量规模大；资产质量正常，债务负担偏重；未来投资规模较大，债务负担趋于增加，但考虑到山东经济的快速发展和居民消费能力增强，公司在山东省零售行业中突出的市场地位，以及随着投资项目的达产，公司收入和利润水平有望继续提高。综合来看，公司主体信用风险低。

高速集团对本期债券提供了无条件不可撤销连带责任保证担保，可以更好地保证本期债券本息的偿还。综合分析，本期企业债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 组织架构图



附件 2 公司 2008 年纳入合并报表范围的子企业及附属机构名称

1、纳入合并报表企业

序号	名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	主营业务
1	山东银座海亚科技有限公司	350.00	28.57	工业光电一体化产品研究与开发、生产销售
2	山东通利商业管理服务中心	50.00	100.00	企业管理的咨询服务及培训
3	山东银座圣洋物流中心有限公司	2,000.00	49.00	开办批发市场及场地租赁服务
4	山东商报社	1,520.75	42.46	出版<山东商报>及临时性国内报纸广告业务
5	银座集团股份有限公司	23,508.36	23.92	商业零售
6	济南银座奥森热电有限公司	2,000.00	51.00	供热、供冷、发电、供电
7	山东银座汽车有限公司	1,500.00	41.00	汽车及配件销售、汽车租赁、清洗、修理
8	山东万杰高科技股份有限公司	100,096.80	56.18	房地产开发与经营
9	山东福瑞达医药集团公司	2,000.00	100.00	生化药品、保健品、生物制品的生产及销售
10	山东日冷食品有限公司	2,141.67	35.00	生产冷冻加工食品、蔬菜等
11	山东银座商城股份有限公司	40,000.00	51.25	日用百货、烟(零售)酒、食品等
12	鲁商集团有限公司	21,290.50	100.00	对外投资; 房地产开发; 商业人才培训及技术咨询等

2、托管企业情况

序号	企业名称	实收资本(元)	注册地	汇总原因
1	山东省林工商总公司	14500000.00	济南市	托管, 实质控制
2	山东省牧工商总公司	31753617.81	济南市	托管, 实质控制

3、事业单位情况

序号	名称	开办资金(万元)
1	山东省商业职业技术学院	18,969.70
2	山东省烟台商业学校	1,332.00
3	青岛酒店管理职业技术学院	6,194.00
4	山东省商会	33.60
5	山东省生物药物研究院	6,696.00
6	山东省医药工业研究所	3,247.00
7	山东省医疗器械研究所	862.00
8	山东省商业经济研究所	49.80

附件 3-1 2006~2008 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币元）

资产	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	1,549,947,881.62	2,545,419,905.29	3,424,426,363.60	48.64
交易性金融资产	28,549,358.96	17,760,934.05	7,150,556.20	-49.95
短期投资				
应收票据	24,800,625.87	48,777,385.11	44,965,777.04	34.65
应收账款	84,599,288.15	85,780,960.18	90,244,236.40	3.28
预付款项	461,019,454.46	540,586,556.36	431,082,393.72	-3.30
应收利息				
应收股利	10,270.00	632,839.13		
其他应收款	1,297,160,496.52	1,235,681,670.90	1,237,214,292.72	-2.34
存货	1,289,359,896.61	1,829,291,264.45	2,747,926,953.40	45.99
其他流动资产	5,071,323.07	7,019,343.07		-100.00
流动资产合计	4,740,518,595.26	6,310,950,858.54	7,983,010,573.08	29.77
非流动资产：				
可供出售金融资产				
持有至到期投资	250,000.00			
长期应收款				
长期股权投资	220,348,443.78	278,487,113.50	277,687,113.50	12.26
股权分置流通权				
投资性房地产				
固定资产	2,391,007,032.45	2,604,823,039.37	3,681,189,271.79	24.08
生产性生物资产				
在建工程	547,411,091.81	581,886,322.09	826,230,227.50	22.86
工程物资	313,056.83	471,155.14	226,192.19	-15.00
固定资产清理	-601,207.24			
油气资产				
无形资产	159,404,468.50	261,038,927.42	448,340,170.54	67.71
开发支出				
商誉	34,799,814	90,473,918.52	90,473,918.52	61.24
长期待摊费用	89,465,584.77	226,139,745.31	230,474,871.59	60.50
递延所得税资产	56,033,303.01	28,289,789.91	23,781,616.29	-34.85
其他非流动资产				
非流动资产合计	3,498,431,588.13	4,071,610,011.26	5,578,403,381.92	26.28
资产总计	8,238,950,183.39	10,382,560,869.80	13,561,413,955.00	28.30

附件 3-2 2006 年～2008 年合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	1,381,448,648.29	2,441,999,852.42	3,263,295,579.46	53.70
短期应付债券				
应付票据	479,838,390.00	544,274,230.11	691,495,578.11	20.05
应付账款	764,895,445.56	628,724,338.88	529,362,072.43	-16.81
预收款项	64,190,829.80	71,630,397.93	31,004,610.29	-30.50
应付职工薪酬	58,301,514.01	47,325,854.83	54,681,740.80	-3.15
应交税费	125,861,007.97	116,982,022.41	116,089,179.39	-3.96
应付利息		2,909,388.48	3,378,626.14	
应付股利	15,242,931.20	17,313,747.00	49,577,740.66	80.35
其他应付款	1,067,984,770.72	1,263,919,480.11	829,502,655.14	-11.87
一年内到期的非流动负债	115,450,000.00	378,000,000.00	132,000,000.00	6.93
其他流动负债	6,462,680.39			
流动负债合计	4,079,676,217.94	5,513,079,312.17	5,700,387,782.42	18.21
非流动负债：				
长期借款	461,240,000.00	984,240,000.00	2,461,406,000.00	131.01
应付债券	770,000,000.00		1,000,000,000.00	13.96
长期应付款				
递延收益				
专项应付款	8,254,616.20	7,631,600.00		
预计负债				
递延所得税负债	14,850.00	14,850.00	14,850.00	0.00
其他非流动负债			7,631,600.00	
非流动负债合计	1,239,509,466.20	991,886,450.00	3,469,052,450.00	67.29
负债合计	5,319,185,684.14	6,504,965,762.17	9,169,440,232.42	31.30
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	1,329,325,845.96	1,356,260,935.53	1,666,650,601.70	11.97
资本公积	616,165,751.13	866,904,075.95	422,588,557.34	-17.18
减：库存股				
盈余公积	9,860,412.38	15,119,706.84	17,240,456.52	32.23
未分配利润	126,373,941.83	139,008,632.85	450,662,186.79	88.84
归属于母公司所有者权益合计	2,081,725,951.30	2,377,293,351.17	2,557,141,802.35	10.83
少数股东权益	838,038,547.95	1,500,301,756.46	1,834,831,920.23	47.97
所有者权益（或股东权益）合计	2,919,764,499.25	3,877,595,107.63	4,391,973,722.58	22.65
负债和所有者权益（或股东权益）总计	8,238,950,183.39	10,382,560,869.80	13,561,413,955.00	28.30

附件 4 2006 年~2008 年合并利润表

(单位: 人民币元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、营业收入	7,991,703,437.51	9,594,590,649.36	14,752,729,331.59	35.87
减: 营业成本	5,995,411,789.18	7,428,181,743.25	11,395,366,536.08	37.87
营业税金及附加	65,701,007.06	97,087,462.85	176,575,713.13	63.94
销售费用	908,743,057.04	1,021,425,180.69	1,397,514,280.56	24.01
管理费用	474,449,385.86	441,675,361.87	661,615,331.76	18.09
财务费用	125,273,948.23	154,487,089.09	316,439,890.94	58.93
资产减值损失	8,028,353.00	1,697,228.30	20,372,108.75	59.30
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)		1,213,422.63	98,280.00	
投资收益 (损失以“—”号填列)	33,998,605.81	25,035,544.57	40,709,449.58	9.43
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益		3,783,332.05		
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	448,094,503.14	476,285,550.68	825,653,200.11	35.74
加: 营业外收入	7,471,762.63	73,237,243.73	47,856,881.03	153.08
减: 营业外支出	25,316,987.63	33,060,749.51	17,620,770.69	-16.57
其中: 非流动资产处置损失	2,799,083.95	3,617,813.93	4,249.33	-96.10
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	430,249,278.14	516,462,044.90	855,889,310.45	41.04
减: 所得税费用	148,064,667.82	240,481,570.03	260,425,592.88	32.62
加: 未确认的投资损失				
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	282,184,610.32	275,980,474.87	595,463,717.57	45.27
少数股东损益	195,436,515.32	258,919,303.22	262,679,747.62	15.93
五、归属于母公司所有者的净利润	86,748,095.00	17,061,171.65	332,783,969.95	95.86

附件 5-1 2006 年~2008 年合并现金流量表

(单位: 人民币元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 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	8,769,504,343.20	10,845,827,433.70	16,824,584,144.50	38.51
收到的税费返还	13,396,650.91	8,816,025.78	10,550,676.56	-11.26
收到其他与经营活动有关的现金	300,842,127.92	859,145,541.86	520,550,058.11	31.54
经营活动现金流入小计	9,083,743,122.03	11,713,789,001.34	17,355,684,879.17	38.23
购买商品、接受劳务支付的现金	6,515,945,247.78	9,059,815,039.88	14,099,110,010.60	47.10
支付给职工以及为职工支付的现金	392,738,669.89	480,950,412.01	518,775,677.40	14.93
支付的各项税费	466,347,796.15	599,623,966.15	664,090,321.24	19.33
支付其他与经营活动有关的现金	954,423,378.74	1,227,131,228.14	1,662,115,663.23	31.97
经营活动现金流出小计	8,329,455,092.56	11,367,520,646.18	16,944,091,672.47	42.63
经营活动产生的现金流量净额	754,288,029.47	346,268,355.16	411,593,206.70	-26.13
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	21,975,545.96	31,173,786.54	13,765,543.07	-20.85
取得投资收益收到的现金	33,998,605.81	21,252,212.52	18,412,419.73	-26.41
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	12,280,322.70	20,669,061.21	36,354,182.13	72.06
投资活动现金流入小计	68,254,474.47	73,095,060.27	68,532,144.93	0.20
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	456,826,242.95	458,803,831.60	1,582,879,252.48	86.14
投资支付的现金	14,464,000.00	156,218,074.55	7,039,882.01	-30.23
支付其他与投资活动有关的现金	6,841,666.54	2,056,659.99	3,906,457.56	-24.44
投资活动现金流出小计	478,131,909.49	617,078,566.14	1,593,825,592.05	82.58
投资活动产生的现金流量净额	-409,877,435.02	-543,983,505.87	-1,525,293,447.12	92.91
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	836,884,456.74	826,958,332.10		
取得借款收到的现金	1,739,331,551.08	2,822,480,317.87	5,540,000,000.00	78.47
收到其他与筹资活动有关的现金		3,107,718.22		
筹资活动现金流入小计	2,576,216,007.82	3,652,546,368.19	5,540,000,000.00	46.64
偿还债务支付的现金	1,787,443,426.05	2,061,954,070.00	3,101,011,095.54	31.72
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	243,518,582.96	365,962,571.52	411,284,464.26	29.96
支付其他与筹资活动有关的现金	78,275,035.36	31,840,281.29	35,024,309.42	-33.11
筹资活动现金流出小计	2,109,237,044.37	2,459,756,922.81	3,547,319,869.22	29.68
筹资活动产生的现金流量净额	466,978,963.45	1,192,789,445.38	1,992,680,130.78	106.57
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		397,729.00	26,567.95	
五、现金及现金等价物净增加额	811,389,557.90	995,472,023.67	879,006,458.31	4.08
加: 期初现金及现金等价物余额	738,558,323.72	1,549,947,881.62	2,545,419,905.29	85.65
六、期末现金及现金等价物余额	1,549,947,881.62	2,545,419,905.29	3,424,426,363.60	48.64

附件 5-2 2006 年~2008 年合并现金流量补充表

(单位: 人民币元)

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
归属于母公司所有者的净利润	86,748,094.81	17,061,171.48	332,783,969.79	95.86
加: 少数股东损益	195,436,515.32	258,919,303.22	262,679,747.62	15.93
加: 计提的资产减值准备	8,028,353.00	1,697,228.30	20,372,108.75	59.30
固定资产折旧	335,064,017.37	128,553,595.63	434,610,072.48	13.89
无形资产摊销	35,623,052.90	13,304,597.02	21,742,966.71	-21.87
长期待摊费用摊销	26,199,435.01	2,859,132.84	91,087,607.62	86.46
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	-16,762,056.97	-1,738,457.50	2,773,693.99	
公允价值变动损失(减:收益)			-98,280.00	
财务费用	138,474,475.66	163,509,182.54	344,099,281.86	57.64
投资损失(减:收益)	-13,485,226.42	-25,035,544.57	-40,709,449.58	73.75
递延所得税资产减少(减:增加)	-5,506,144.97	27,743,513.10	4,508,173.62	
存货的减少(减:增加)	-462,902,956.93	-539,931,367.84	-916,173,182.47	40.68
经营性应收项目的减少(减:增加)	169,561,025.71	-65,993,838.21	98,001,543.14	-23.98
经营性应付项目的增加(减:减少)	257,809,444.98	365,319,839.15	-244,085,046.83	
经营活动产生的现金流量净额	754,288,029.47	346,268,355.16	411,593,206.70	-26.13
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	1,549,947,881.62	2,545,419,905.29	3,424,426,363.60	48.64
减: 货币资金的期初余额	738,558,323.72	1,549,947,881.62	2,545,419,905.29	85.65
现金及现金等价物净增加额	811,389,557.90	995,472,023.67	879,006,458.31	4.08

附件 6 主要计算指标

项 目	2006 年	2007 年	2008 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	73.05	78.66	109.37
存货周转次数(次)	4.65	4.76	4.98
总资产周转次数(次)	0.97	1.03	1.23
盈利能力			
营业利润率(%)	24.16	21.57	21.56
总资本收益率(%)	6.86	5.34	7.88
净资产收益率(%)	9.66	7.12	13.56
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	29.66	20.24	44.08
全部债务资本化比率(%)	52.35	52.86	63.22
资产负债率(%)	64.56	62.65	67.61
偿债能力			
流动比率(%)	116.20	114.47	140.04
速动比率(%)	84.59	81.29	91.84
EBITDA 利息倍数(倍)	6.06	5.04	5.07
全部债务/EBITDA(倍)	3.24	5.27	4.32
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.42	1.18	2.50
现金流			
现金收入比(%)	109.73	113.04	114.04

注：公司从 2007 年开始执行新会计准则，并对 2006 年数据进行了追溯调整。

附件 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	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
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
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%
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
本期企业债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度

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

附件 8 中长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，中长期债券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

主体长期信用等级的设置及定义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 山东省商业集团总公司 2010 年度 7 亿元企业债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东省商业集团总公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。山东省商业集团总公司或者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，山东省商业集团总公司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山东省商业集团总公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现山东省商业集团总公司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。

如山东省商业集团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，直至山东省商业集团总公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山东省商业集团总公司、主管部门、交易机构等。



附件 9 担保人主体长期信用评级报告

山东高速集团有限公司

2009 年度企业主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁺
评级展望：稳定
评级时间：2008 年 11 月 3 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年
资产总额 (亿元)	407.24	507.16	680.28
所有者权益 (亿元)	138.57	150.56	166.36
长期债务 (亿元)	7.18	38.15	92.01
全部债务 (亿元)	28.53	92.13	176.15
营业收入 (亿元)	72.94	93.72	109.21
净利润 (亿元)	5.91	10.88	15.68
EBITDA (亿元)	14.13	28.46	43.19
经营现金流净额 (亿元)	12.81	48.86	31.68
营业利润率 (%)	22.65	30.93	34.10
净资产收益率 (%)	4.26	7.23	9.43
资产负债率 (%)	65.97	70.31	75.55
全部债务资本化比率 (%)	17.01	37.96	51.43
流动比率 (%)	63.82	67.05	65.97
全部债务/EBITDA (倍)	2.02	3.24	4.08
EBITDA 利息倍数 (倍)	32.53	14.25	11.40

注：所有者权益中包含少数股东权益

分析师

沈 磊

电话 010-85679696-8803

邮箱 shenlei@lianheratings.com.cn

梁秀国

电话 010-85679696-8829

邮箱 liangxg@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（以下简称“联合资信”）对山东高速集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为山东省交通基础设施运营的大型企业，拥有较强的区位优势、优良的路桥资产以及突出的盈利和获现能力。同时，联合资信也关注到高速公路收费制度容易受到国家宏观政策影响，铁路提速、油价波动都将影响车流量，增加了高速公路的收费的不确定性。

随着区域经济的发展，汽车保有量的增加，公司车辆交通费收入板块的盈利能力将进一步增强。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 山东省经济增长迅猛，是连接长三角和渤海湾的重要通道，货运和客运增长较快，为交通业的发展提供广阔的发展空间。

2. 公司作为山东省国有大型交通企业，在山东省区域经济发展中占有重要地位，得到地方政府的大力支持。

3. 公司目前经营的路桥资产质地优良，维护成本低，现金流稳定。

4. 公司已经形成了集高速公路收费、路桥施工、油料业务为一体的多元化经营格局，整体抗风险能力强。

关注

1. 高速公路收费制度容易受国家宏观政策的影响。

2. 随着铁路网络的扩展和铁路的提速，可能对公司已有路桥的车流量造成一定的分流影响。

3. 公司资本性支出大幅增长，债务负担增幅较大。

一、主体概况

山东高速集团有限公司（以下简称“公司”）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 月经公司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。

公司的经营范围：对高等级公路、桥梁的管理、经营、开发、维护；高等级公路、桥梁沿线的综合开发、经营；高等级公路的建设、收费；土木工程及通信工程的设计、咨询、科研、施工（以上须凭资质证书方可经营）；建筑材料销售；机电设备租赁；许可范围内的广告业务。

公司投资领域涉及高速公路、路桥施工、油料业务、道路材料生产和金融等领域，截至 2007 年底，纳入合并范围的控股企业 17 家（见附件 1）。公司内设办公室、政治部、监察室、人力资源部、投资企管部、财务部、审计考核部、安全管理部、收费管理部、养护管理部、技术工程部和工会等 12 个部门。

截至 2007 年底，公司（合并）资产总额为 680.28 亿元，所有者权益为 166.36 亿元；2007 年公司实现营业收入 109.21 亿元，净利润 15.39 亿元。

公司注册地址：济南市舜耕路 21 号；法定代表人：孙亮。

二、行业分析

公司主营业务为公路投资与经营管理。

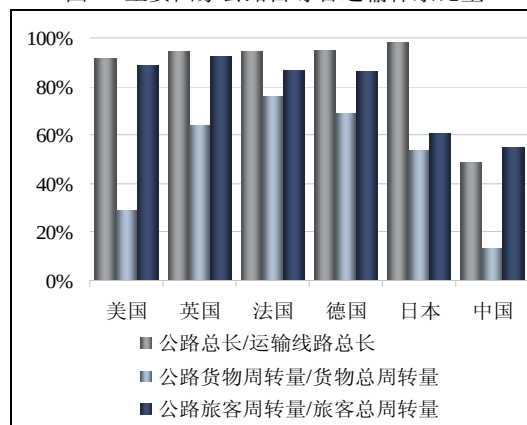
1. 公路行业

交通是国民经济的基础产业，公路交通是国家优先鼓励发展和重点支持的行业，一直受到中央和各地方政府的高度重视。

现代交通是由公路、铁路、水路、航空、管道等五种运输方式构成的综合运输体系，其中，公路交通在综合运输体系中占主导地位。公路交通作为最广泛、最普及的运输方式，在综合运输体系中具有基础性、先导性的作用。它不仅可以与其他运输方式组合来满足不同的运输需求，为机场、港口、铁路枢纽等提供便捷的集疏运条件，而且可以在铁路、水运、航空不能到达的地方提供更大范围的交通覆盖，充分体现了“覆盖面广、时效性强、机动灵活、门到门运输”的特点与优势。

近 20 多年来，中国公路建设呈现出快速增长的态势，取得了举世瞩目的成就。据交通部统计，截至 2007 年底，中国公路总里程达 358.37 万公里，较 2006 年增加 12.67 万公里。其中国道占 3.83%，省道占 7.12%，县道占 14.35%，乡道占 27.86%，专用公路占 1.59%，村道占 45.25%。中国高等级公路通车里程达 253.54 万公里，占公路总里程的 70.70%，较 2006 年末提高 4.7 个百分点。综合来看，近年来中国公路建设保持了稳定的增长态势。

图1 主要国家公路占综合运输体系比重



资料来源：国家统计局、各国统计年鉴（2004年）

在当前西方发达国家综合运输体系中，公路均居于明显的主导地位。通过与发达国家统

计数据的比较可以看出（参见图1），中国公路总量和运输量在综合运输体系中所占比重偏低，与世界主要发达国家还存在一定的差距。

2. 高速公路行业

高速公路是重要的国家资源，具有行车速度快、通行能力大、运输成本低、行车安全等特点，对于促进国家经济增长、提高生活质量以及维护国家安全有重要作用。

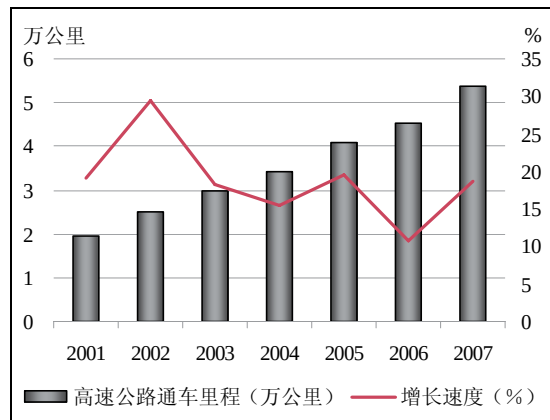
二十世纪二三十年代，意大利和德国修建了世界上最早的高速公路，但受经济发展程度和战争的影响，全球高速公路总体发展较为缓慢。二战结束后，伴随着经济的持续快速增长和汽车工业的兴起，美国、西欧、日本等西方发达国家相继进入了高速公路大规模发展的黄金时期。

相比西方发达国家的高速公路的建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。自1988年中国修建第一条沪嘉（上海—嘉定）高速公路以来，中国高速公路建设经历了三个发展阶段：1988～1992年为起步阶段，期间每年高速公路通车里程在50～250公里之间；1993～1997年为高速公路的第一个发展高潮，期间高速公路发展有了明显的加快，年通车里程保持在450～1400公里之间；1998年至今为高速公路的大发展时期，在国家积极财政政策的推动下，这一阶段年通车里程基本保持在3000～5000公里之间。

截至2005年底，中国“五纵七横”国道主干线（包括12条国道，总长5万公里，连接所有人口在100万以上的城市 and 绝大多数人口在50万以上的城市）建成已超过90%，2006年中国“五纵七横”国道主干线京沪公路天津段、沪瑞公路三穗至凯里段、连霍公路清水至嘉峪关段，西部省际通道阿北公路黄陵至延安段、兰磨公路思茅至小勐养段，国家高速公路网京承高速公路北京段二期、杭瑞高速公路景德镇至婺源段等重点项目相继建成通车。2007年，中国计划建成高速公路5000公里以上，并确保完

成“五纵七横”国道主干线系统最后2385公里的建设任务。从图2可以看出，2001年以来，中国高速公路通车里程一直保持较高的增长速度，据交通运输部报道，截至2007年底，中国高速公路通车里程达5.39万公里，仅次于美国位居世界第二位。

图2 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

加快高速公路建设是中国经济发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。从目前情况看，中国现有的高速公路仅能满足30%的需求，应该说对高速公路的需求还是突出的。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，高速公路的建设和发展速度最快，同时高速公路为这些地区带来的经济效益也十分显著。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是高速公路的重点需求区域。

高速公路的建设和发展是国家经济发展水平的风向标，中国高速公路的发展同世界还有一定的差距，主要表现在：从高速公路密度看，目前中国高速公路密度远低于发达国家水平；从连通城市看，中国目前仅连通50万人以上的城镇（而美国、德国已连通国内所有5万人以上的城镇，日本已连通所有10万人以上的城镇）；从便捷性和通畅性看，中国高速公路建设初期以连接主要城市为主，最近几年才转向大规模跨省贯通，但仍存在大量的“断头路”，中国高

速公路的网络化任务依然艰巨。

3. 高速公路收费政策

目前世界上的收费公路主要集中在欧洲（如法国、意大利及西班牙等国）和亚洲（如中国、日本、新加坡及马来西亚等国）。国外公路收费一般基于以下几种目的：一是筹集养护资金，以确保公路路况的完好，如美国的收费公路。二是调节交通流量，通过在某些较拥挤的高速公路征收通行费，引导车流量的走向，如新加坡等国。三是以偿还贷款或盈利为目的的经营性收费，如法国、意大利、日本等。

中国高速公路收费始于 20 世纪 80 年代初期，1981 年广东省政府采用收取通行费偿还借款的方式建设了广珠公路上的四座大桥和广深公路，开创了中国“贷款修路，收费还贷”的先河。1984 年，国务院通过了加快公路建设的三大政策：一是适当提高公路养路费征收标准，二是开始征收车辆购置附加费，三是允许集资、贷款修建公路，并允许通过收取过路过桥费的方式偿还集资或贷款。从此，中国收费公路开始迅速发展，公路交通建设出现跨越式发展。

据交通部统计，中国自实施收费公路政策以来，共筹集了 8000 多亿的建设资金，目前已建成的所有高速公路、70% 的一级公路、50% 的二级公路和 2/3 的千米以上大桥和隧道都是使用贷款修建的，如果不实施收费公路政策，中国公路建设将比现在滞后 20 年。可见，没有收费公路政策中国公路和国民经济的健康发展势必受到较大影响。

2004 年 12 月，交通部联合国家发改委下发了《印发关于降低车辆通行费收费标准的通知》，要求各省对 10 吨以上货车收费下调 20%~30%，这次收费调整引发了投资者对高速公路收费价格稳定和收费权能否得到长期保障的担忧。2005 年国家公布的《国家高速公路网规划》中指出，未来二十年中国将新建高速公路 4 万公里，静态投资需求约为 2 万亿元人民币（其中政府投资的比例预计为 10% 左右，

其余通过地方交通主管部门及直属单位、公路经营企业、民间机构、外资等多种渠道来实现）。从投资主体来看，一方面，地方交通主管部门及直属单位需要稳定的收入来偿还贷款，另一方面，公路经营企业、民间机构和外资机构要求稳定的投资回报。因此，从保证高速公路建设资金来源和保护投资者投资积极性角度看，国家在短期内频繁下调甚至取消高速公路通行费的可能性不大，未来一段时间内，高速公路收费模式仍将存在。

4. 发展规划

2005 年 1 月，中国公布了《国家高速公路网规划》，规划方案总体以“东部加密、中部成网、西部连通”为布局思路，建设“首都连接省会、省会彼此相通、连接主要地市、覆盖重要县市”的高速公路网络，要求做到东部地区平均 30 分钟上高速，中部地区平均 1 小时上高速，西部地区平均 2 小时上高速，2020 年高速公路总里程达到 8.5 万公里，连接所有人口在 20 万以上的城市，基本形成国家高速公路网（“7918 网”）。

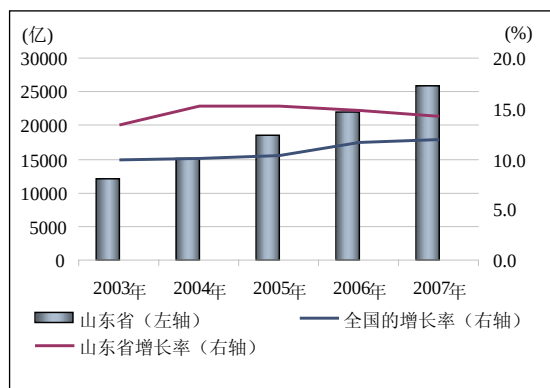
根据国家高速公路网的规划，到 2010 年，中国将建成高速公路 5~5.5 万公里，占规划总里程的 60% 左右，其中，东部地区约 1.8~2.0 万公里，中部地区约 1.6~1.7 万公里，西部地区约 1.6~1.8 万公里；到 2010 年，从国家高速公路网实现的效果上看，可以基本贯通“7918”当中的 14 条路，国家高速公路网总体上将实现“东网、中联、西通”的目标。

总体看，“十一五”期间，中国高速公路建设发展空间较大，高速公路发展前景良好。

5. 山东省高速公路建设情况

山东省是中国的经济大省，近年来山东省的生产总值增长速度一直都高于全国平均增长速度（见图 3）。根据山东省 2007 年统计公报，2007 年山东省实现国民生产总值 25887.7 亿元，较 2006 年增长 14.3%；人均国民生产总值 27723 元，较 2006 年增长 13.5%。

图3 2003年~2007年山东省GDP及增长率



资料来源：国家统计局

近年来，山东省高速公路发展迅猛，从1993年全省第一条高速公路——济南至青岛高速公路建成通车，到1999年成为全国第一个高速公路通车里程突破1000公里的省份，到目前已连续10年位居全国前列。根据山东省“十一五”规划，到2012年，山东将确保高速公路通车里程突破5000公里，基本建成以省会济南为枢纽，贯通各市、连接周边省份的“五纵四横一环”高等级公路网络；形成13个省际高速公路出口，打造“五大板块”区域内“两小时生活圈”，实现高速公路直接进港。

截至2007年底，山东省高速公路通车里程4033公里，较2006年增加629公里，居中国第二位。截至2007年底山东省民用汽车拥有量540.3万辆，较2006年增长11.9%，其中，私人轿车130.3万辆，增长37.4%，占轿车拥有量的78.8%。2007年山东省公路客运量和旅客周转量分别为15.9亿人和768.6亿人公里，分别增长13.1%和19.0%。在各种不同运输方式中，公路客运量和客运周转量都占有绝对优势，所占比重为95.78%和63.37%。公路货物运输增长快于客运，公路货运量和货物周转量分别为16.4亿吨和1069.3亿吨公里，分别较2006年增长19.9%和26.5%。

总体来讲，山东省的宏观经济环境、政府对高速公路的规划以及公路运输的空前发展都为山东省高速公路行业提供了广阔的发展空间。

6. 行业关注

在铁路运输的影响方面，由于铁路运输在成本上，尤其是长途运输要远远低于公路，未来铁路将是公路的直接竞争对手。2006年，国务院发文放宽了铁路投资主体的准入条件，允许民间资本和外资的介入，为铁路发展资金来源开拓了新的渠道。根据规划，“十一五”期间，中国快速客运网总规模将达到20000公里以上，形成覆盖全国的集装箱运输系统，铁路建设与运输效率将得到加强。而且，新一轮的铁路提速进一步缩短了客货运输的周转时间，增强了铁路运输的竞争力，对公路运输产生了一定冲击。但是从中国目前的经济增长状况来看，对运输的整体需求增长将高于铁路建设的增长速度，而且铁路建设投资周期长，未来几年内对高速公路运输分流影响不大。

关于开征燃油税，短期内会对运输需求有抑制和挤出效应，但车流量将很快恢复正常增长。随着燃油成本的上升，高速公路的节油优势将得到明显体现，因此预计将会有部分车辆从普通公路分流到高速公路上来。

表1 2006年至今山东省车辆分类与收费比率

类别	车型及规格		收费率（元/公里）			
	客车	货车	高速公路		普通路桥	
			客车	货车	客车	货车
第1类	≤7座	≤2吨	0.40	0.40	10	10
第2类	8座-19座	2吨-5吨(5吨)	0.50	0.72	15	15
第3类	20座-39座	5吨-10吨(10吨)	0.60	1	15	20
第4类	≥40座	10吨-15吨(15吨) 20英尺集装箱车	0.75	1.20	15	25
第5类	>15吨 40英尺集装箱车		30			

资料来源：公司提供

关于通行费收费标准，从2006年4月1日起山东省实行了新的通行费收费标准：①取消部分客车的月票优惠；②取消“二类客车按一类收费”；③将车辆分类由六类改为五类，新的

分类标准见表 1。这种收费制度作为一种治理超载方式为经营高速公路的公司广泛采用，对降低超载率和维修成本将发挥积极作用。虽然短期而言可能造成部分车辆分流而影响通行费收入，但长期来看，这种收费制度的积极作用将随着车辆的规范运营逐步显现。

三、公司基础素质

1. 公司规模

公司是山东省从事投资和经营收费路桥的主要基建公司，拥有山东省人民政府授予的设计、建造、改建、扩建、经营、收取通行费及其他费用、养护、管理和投资于山东省境内现有的、兴建中的或计划兴建的特定基础设施的权利，以及以上各项特许权的优先权。

表 2 公司运营收费路桥情况

名称	长度(公里)	状态	通车时间	到期
京福高速路山东段	377.38	通车	2000	-
潍坊-莱阳高速路	140.54	通车	1999	-
菏泽-关庄高速路	61.55	通车	2007.5	-
威海—乳山高速路	79.60	通车	2007.12	-
河南许昌—禹州市杨庄	39.07	通车	2007.12	2037
河南许昌—亳州周口	117.66	通车	2007.12	2037
小计 1	815.80			
济南-青岛高速路	318.30	通车	1999.11	2029.11
济莱高速	75.49	通车	2004.10	2034.10
小计 2	393.79			
胶州湾高速	68.00		-	-
青银路	88.46		-	-
东绕城	20.00		-	-
高速公路合计	1386.05			
泰安-曲阜一级公路	64.07	通车	1999.11	2025.11
济南黄河大桥	5.69	通车	1999.11	2017.11
滨州黄河大桥	6.00	通车	1999.11	2017.11
平阴黄河大桥	7.43	通车	1999.11	2017.11
其余路桥小计	83.19			

资料来源：公司提供

公司拥有的路桥资产集中在山东省发达地区，贯穿于山东东部工业走廊和半岛城市群的框架中，地理位置优越，具有良好的盈利能力和增长前景。

2. 人员素质

公司董事长马金忠先生，59 岁，曾任寿光县委副书记、县长，寿光市委书记，潍坊市委常委，枣庄市委书记、市委党校校长，2006 年 9 月至今任公司董事长。

公司总经理孙亮先生，研究生学历，工程技术应用研究员。曾任山东省交通厅计划财务处办事员、科员、副主任科员、主任科员、副处长、处长，山东省高速公路有限责任公司党委委员、董事、副总经理、总会计师，2005 年 10 月至今任公司董事、总经理、法人代表。

总体来看，公司的管理人员的整体素质较高，学历结构和从业经验能满足公司目前的发展需求。

四、公司管理

1. 公司治理

公司是经山东省人民政府批准成立、由山东省国有资产监督管理委员会履行出资人职责的国有大型企业集团。公司实行董事会领导下的总经理负责制，并按照《公司法》的要求，不断完善法人治理结构，规范公司运作。作为国有独资公司，公司重大问题的决策由集团公司办公会决定，同时，公司接受山东省国有资产监督管理委员会的领导和监督。

公司内设办公室、政治部、监察室、人力资源部、投资企管部、财务部、审计考核部、安全管理部、收费管理部、养护管理部、技术工程部和工会等 12 个部门。

整体来看，公司初步建立了符合公司投资、经营模式的法人治理结构。

2. 管理体制

公司建立了完备的信息管理体制和财务管理机制，通过财务预算和专项审计加强对下属子公司的管理。

在财务管理方面，公司根据《企业会计通则》和《公路经营企业会计制度》等国家相关

政策法规和公司有关的管理规定，结合公司的实际情况，制定并不断完善一系列的财务管理制度，公司制定了公司会计委派制实施办法，统收统支财务管理办法、货币资金管理办法、全面预算管理办法、基本建设财务管理办法、集中采购管理办法、会计电算化管理办法、会计基础工作规范化考核验收标准等内控制度。

公司所有的经济活动和业务都纳入了预算管理，实现事前预算、事中控制，事后决算考核，加强了公司经营活动过程中的预测、组织、控制，使公司的经济活动得以有序进行，可以保证公司各项经营目标的实现。公司实行货币资金统一收支。建立了以财务预算为核心的资金拨付制度。每年各部门根据公司的中长期规划，向公司财务部门包财务预算。财务预算工作由各企业的财务部门具体负责。下属企业对外投资、担保、借款均由集团公司董事会研究决定，下属企业原则上不对外投资和担保。

公司组织各类专项审计，在公司各类业务

的事前计划、事中控制、事后审计过程中，内部审计发挥预警作用。这对于公司准确把握下属公司及投资项目的风险信息发挥了一定积极影响。

总体看，公司的各项规章制度较为健全，公司治理水平较高。

五、经营分析

1. 经营现状

近年来随着山东省经济的快速发展，公司的营业收入也呈现出快速增长的发展趋势。2007 年公司实现主营业务收入 1088479.07 万元)，呈快速增长趋势。从收入构成看，以通行费收入占 49.98%、施工结算收入占 20.50%、油料收入占 16.03%；从各板块主营业务毛利润看，路桥通行收入、施工建设收入、油料收入对公司主营业务利润贡献较高（见表 3）。

表 3 2005~2007 年公司主营业务收入利润构成

主要业务	2005 年		2006 年		2007 年	
	毛利润	占主营业务毛利润比例	毛利润	占主营业务毛利润比例	毛利润	占主营业务毛利润比例
路桥通行费收入	51803	26.89%	243729	73.89%	333617	79.45%
施工建设收入	23594	12.25%	26553	8.05%	21217	5.05%
油料收入	6618	3.44%	11676	3.54%	15091	3.59%
商品销售收入	5829	3.03%	9465	2.87%	7135	1.70%
利息收入	11409	5.92%	20096	6.09%	24338	5.80%
金融企业往来收入	4745	2.46%	7801	2.37%	7336	1.75%
其他	88625	46.01%	10518	3.19%	11168	2.66%
合 计	192623	100.00%	329838	100.00%	419902	100.00%

资料来源：公司提供

通行费板块

（1）公司路桥资产概况

截至 2008 年 6 月底，公司运营的路桥包括：济青高速、济莱高速、104 国道泰曲段、济南黄河大桥、济南黄河二桥、滨州黄河大桥、平阴黄河大桥、京福高速路山东段、潍坊-莱阳高速路、菏泽-关庄高速路、威海-乳山高速路等。

济青高速是山东省第一条高速公路，于 1993 年建成通车，双向四车道，全长 318.3 公

里。济青高速公路西起济南市东北郊的大桥路，途经济南、滨州、淄博、潍坊和青岛五市（地）和 17 个县（市）、区，东到青岛北郊的西袁庄，是一条通行能力强、行车速度高、全封闭、全立交、控制出入、服务设施齐全的公路，上述五市 2007 年 GDP 总值合计达到 11822.13 亿元，占山东省 GDP 的 45.67%。济青高速横贯山东半岛，连接 5 条国道、15 条省干线公路，贯穿了山东的“工业走廊”，是连接山东省东部沿

海与内地的重要通道。2007 年济青高速公路收入 212655.66 万元，占车辆通行费的 78.77%，比去年同期增长 31.69%。2008 年 1~6 月，济青高速公路收入 110300.95 万元，较去年同期增长 16.04%，保持着强劲的增长势头。济莱高速公路西起济南市历城区港沟镇南，东至莱芜市西峪村，途经济南、莱芜两市的历城、章丘、莱城、莱芜高新区 4 个区（市），全长 76.3 公里，总投资 52 亿元，于 2007 年年底建成通车。济莱高速公路与国家重点公路青岛至兰州线的青岛至莱芜段相连，构成济青高速公路南线，同时又是国道主干线北京至上海公路山东段的重要辅线。路线设计双向六车道，设计时速 100 公里/小时。2008 年 1~6 月份，济莱高速公路实现车辆流量 58.89 万辆，交通费收入 4697.53 万元。总体看，该路线经过区域属于相对欠发达地区，通行量增长将经历较长的过程。

济南黄河二桥位于山东省济南市西郊，是京沪、京福高速山东重合段上横跨黄河的特大桥，也是跨越黄河的第一座高速公路桥梁，具有重要的战略地位。该桥于 1999 年 7 月 6 日开始通车，全长 5.75 公里，双向六车道，具有极大的增长潜力。济南黄河二桥是公司利用 A 股发行募集资金 6.8 亿元收购的资产，自 2002 年 4 月 17 日起该桥收费权归公司所有。2007 年济南黄河二桥实现车辆通行费收入 36556.50 万元，较 2006 年增长 27.64%，占公司总通行费收入的 13.54%。2008 年 1~6 月实现通行费收入 20334.19 万元，较 2007 年同比增长 19.06%，增长势头强劲。

“一路三桥”包括 104 国道泰曲公路、济南黄河大桥、滨州黄河大桥及平阴黄河大桥。泰曲一级公路为 104 国道的一段（104 国道是连接北京及福州的重要国家干线公路），双向四车道，设计时速 100 公里，全长 64.068 公里，于 1988 年建成通车，该桥连接泰安市及曲阜市，是江苏省、安徽省等其他南方省市到北京市、天津市及东北地区的必经之路。济南黄河大桥是一座跨越黄河的公路特大桥，位于济南

市东北部，大桥全长 2023.4 米，其中主桥长 488 米，引桥长 1535.4 米，车行道宽 15 米，双向四车道，于 1982 年 7 月建成通车。国道 104、308 及 220 线均通过该桥，它是山东省公路网中南北东西主要交通的咽喉部位，也是山东省“三纵、三横、一环”公路主框架中第二纵和第一横的交汇点，在公路网中具有十分重要的战略经济地位。滨州黄河大桥全长 2932.4 米，全宽 12 米，其中车行道宽 9 米，双向两车道，于 1987 年 10 月建成通车，是 205 国道上的一座跨越黄河的公路特大桥，位于山东省北部的滨州市南郊，是连接华东与华北地区的一座重要桥梁，对开发建设黄河三角洲，促进滨州及淄博两地的经济发展起着重要作用。平阴黄河大桥全长 1013 米，全宽 12 米，其中行车道宽 9 米，双向两车道。平阴黄河大桥于 1969 年 5 月开始建设，并于 1970 年 4 月建成通车，大桥是 105 国道上的一座跨越黄河的公路特大桥，位于山东省西部的济南和聊城交界地带。该桥是山东省西部的交通咽喉，担负着繁重的交通运输任务。2007 年一路三桥实现车辆通行费收入 20559.59 万元，较 2006 年减少 10.37%，主要是由于铁路提速的分流作用影响，占 2007 年公司车辆通行费收入的 7.62%。2008 年 1~6 月实现车辆通行费收入 7378.88 万元，占 2007 年收入的 35.89%。虽然一路三桥的通行费收入不甚理想，但是由于其在公司总通行费收入中占比不足 8%，因此总体影响不大。

（2）通行费收入

从收入规模看，随着山东省经济的高速发展，居民汽车保有量的增加，公路客运和货运的高速发展，公司的通行费收入呈现逐年递增的趋势（见表 4）。

在收费模式方面，济青高速公路和济南黄河二桥目前实行联网收费，其他一路三桥单独设置收费站。收费管理方面，公司设置了收费监控绩效考核指标，同时注重提高收费人员综合素质，加强收费管理，填补收费漏洞，提高通行费实现率，公司近年来收费管理水平和收

费工作质量有很大提高。

表 4 公司路桥的通行费收入（万元）

路段	2005 年	2006 年	2007 年
济青高速	184710.80	190139.13	253158.50
京福高速山东段	--	207145.58	235345.34
潍莱高速	--	16940.99	21412.39
一路三桥	17139.72	22939.21	20559.59
荷关高速	--	--	9707.59
济莱高速	--	--	186.43
威乳高速	--	--	154.35
合计	201850.52	437164.91	540524.19

资料来源：公司提供

山东省公路收费系统已实现联网统一收费核算，公司路产收费也纳入其中。收费拆账和结算有一定滞后性，同时公司与交通厅和山东高速集团有部分收费项目代收代缴，但属于经常性收支，对公司的经营没有实质性影响。

（3）成本控制

公司通行费收费业务的成本主要由路产折旧、公路维修费、员工工资、维修费等构成。其中，折旧、维修养护、职工工资就能占成本总额的 85%以上，所以公司为加强对成本的控制，主要是控制公路养护基建费用。公司历年重视养路基建工程建设，努力推进养护基建工作的程序化、标准化、规范化。公司设立养护基建部，按照“全面养护、科学管理、预防为主、防治结合、保证通畅”的方针，负责对公司所属道路、桥梁及其附属设施等进行养护管理，保证道路的安全畅通、质量优良。

近年来，公司近一步完善了养护管理方面的规章制度和文档标准，全面提升了养护规范化管理水平。并正式启用了济青高速公路综合养护管理系统、绿化管理系统和济南黄河大桥安全检测系统，初步实现了养护管理信息化、科学化。

路桥施工板块

公司路桥施工业务主要是由全资子公司山东高速路桥集团有限公司（以下简称“路桥集团”）承担。路桥集团的主营业务为等级公路、公路桥梁以及大型船闸、码头施工；兼营公路、

公路桥梁设备租赁。路桥集团具有国内最高等级的施工资质，共修建了国内外各级公路 55 条，长达 4000 多公里。近年来路桥集团在经营中积极立足省内市场，巩固省外市场，预计未来几年内，公司施工业务仍有继续向好的空间。

2007 年路桥集团实现收入 223149 万元，同比增长 8.56%，占公司主营业务收入的 20.50%；毛利润 21217 万元，同比下降 20.09%，占公司主营业务毛利润的 5.05%，公路施工业务对公司收入和利润的贡献降低。

油料业务板块

公司油料业务主要由控股子公司山东高速石化有限公司承担。2007 年该项业务实现收入 174469 万元，同比增长 31.96%，占公司主营业务收入的 16.03%；毛利润 15091 万元，同比增加 29.25%，占公司主营业务毛利润的 3.59%，收入和利润的增长较快。

其他业务

公司参控股子公司还从事其他一些业务，主要包括道路材料生产及金融业务。

公司道路材料生产业务主要是由旗下山东高速建设材料有限公司和山东高速青川天然沥青开发有限公司承担，主要产品为高速建材、岩沥青等产品。2007 年该项业务实现收入 53074 万元，同比下降 32.38%，占公司主营业务收入的 4.88%；毛利润 7135 万元，同比下降 24.62%，占公司主营业务毛利润额的 1.70%。

公司金融业务主要来自于控股子公司威海商业银行（以下简称“威海商行”），公司持股比例为 53.30%。2007 年公司主营业务实现收入 52715 万元，同比增加 35.68%，占公司主营业务收入的 4.84%；毛利润 24338 万元，同比增长 21.11%，占公司主营业务毛利润的 5.80%。

2. 经营效率

从经营效率指标看，2005~2007 年，公司销售债权周转次数逐年提高，近三年平均值为 17.46 次，2007 年为 19.23 次；存货周转次数逐年降低，近三年的平均值为 7.88 次，2007 年为

6.16 次；总资产的周转次数有所波动，近三年的总资产周转次数分别为 17.91 次、20.50 次和 18.39 次，平均值为 18.93 次。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2005~2007 年的财务报表经中磊会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2006 年公司的合并范围在 2005 年基础上增加了山东高速集团河南许禹公路有限公司、山东高速集团河南许亳公路有限公司、山东高速青川天然沥青开发有限公司、山东路桥驾驶员培训有限公司及山东高速集团四川乐宜公路有限公司，原山东高速道路材料有限公司已被山东高速建设材料有限公司吸收合并。2007 年公司的合并范围在 2006 年的基础上增加了山东高速集团工程咨询有限公司、山东高速集团青岛国际旅行社有限公司、山东高速集团青岛高速公路有限公司，其中山东省高速公路开发总公司和山东省鲁东高速公路开发有限公司被山东省高速公路服务区管理总公司吸收兼并。公司近年的合并范围变化不大，可比性较强。

截至 2007 年底，公司（合并）资产总额为 680.28 亿元，所有者权益为 166.36 亿元；2007 年公司实现营业收入 109.21 亿元，净利润 15.39 亿元。

以下财务分析以 2005~2007 年经审计的合并财务报表为主。

2. 资产质量

随公司近年来投资增加和合并范围变化公司的资产规模增长幅度较大，2005~2007 年公司资产总额年复合增长 29.25%，主要来自非流动资产的增长。截至 2007 年底，公司资产总额为 6802806.43 万元，其中流动资产和非流动资产分别占比 32.09%和 67.91%，公司资产以非流动资产为主。

2005~2007 年公司流动资产增长较快，年复合增长率为 22.93%，主要是合并范围增加所致。截至 2007 年底，公司流动资产 218.27 亿元，较 2006 年增长了 21.99%，其中货币资金占 29.24%，短期投资占 2.00%，应收账款占 2.41%，预付账款占 5.64%，应收股利占 3.57%，其他应收款占 12.83%，存货占 6.02%及其他流动资产占 38.28%。

截至 2007 年底，公司货币资金为 63.82 亿元，较 2006 年增长 25.78%，主要是由于公司营业收入增加及公司下属子公司威海商行的存款增加。

截至 2007 年底，公司短期投资 4.36 亿元，其中债券投资 1.40 亿元，中央银行债券 3.27 亿元，其它短期投资 0.59 亿元，计提减值准备 0.91 元。

截至 2007 年底，公司应收账款 5.27 亿元，计提坏账准备 0.16 亿元。从账龄上看，1 年以内占 56.19%，1~2 年占 27.86%，2~3 年占 9.02%，3 年以上占 6.93%，公司应收账款账龄以 1 年和 1~2 年为主，公司应收账款债务人前 7 名共占公司应收账款的 35.33%，集中度不高。截至 2007 年底公司其他应收款 28.00 亿元，计提坏账准备 1.08 亿元。从账龄上看，1 年以内占 54.53%，1~2 年占 22.24%，2~3 年占 0.55%，3 年以上占 23.68%。前 11 位债务人欠款总额占公司其他应收款的 34.29%，集中度一般。

2007 年，由于公司在建工程增加导致工程施工、开发成本和原材料增加导致公司存货增加为 13.14 亿元，较 2006 年增加 43.34%。其中原材料占 17.40%、工程施工占 40.19%和开发成本占 27.05%。

截至 2007 年，公司其他流动资产 83.56 亿元，其中短期贷款占 49.00%、贴现占 33.99%和委托贷款及委托投资占 14.27%构成。

2005~2007 年公司非流动资产增长迅速，年复合增长率为 32.59%。截至 2007 年底，公司非流动资产 462.01 亿元，其中长期股权投资占 4.54%、固定资产占 65.02%、在建工程占

10.64%、无形资产占 6.01%以及其他非流动资产占 10.85%。

截至 2007 年底，公司长期债权投资 20.97 亿元，其中主要由政策性金融债占 65.68%、国债占 18.10%以及央行票据占 16.22%。

截至 2007 年底，由于在建工程完工转入固定资产导致公司固定资产增加为 300.41 亿元，较 2006 年增长 52.44%。其中房屋及建筑物占 5.72%、机器设备占 4.60%和公路桥梁及构筑物占 85.39%。2007 年底，公司固定资产累计折旧 56.90 亿元，固定资产成新率为 84.09%。

截至 2007 年底，公司无形资产为 27.76 亿元，较 2006 年增长 248.16%，主要是由于 2007 年公司增加了胶州湾高速公路经营权。其中土地使用权占 26.44%、胶州湾高速公路经营权占 72.27%。

截至 2007 年底，公司在建工程 49.17 亿元，主要为青银高速路济南绕城北线工程项目、青岛海湾大桥项目、乐宜高速公路项目和北莱公路投资公司 264 项目。

截至 2007 年底，公司其他非流动资产为 50.11 亿元，其中长期贷款占 95.64%、逾期贷款占 4.46%。

整体来看，随着公司合并范围的扩大和营业收入规模的增加，公司资产规模增长较快，资产结构合理，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

截至 2007 年底，公司所有者权益 166.36 亿元，其中少数股东权益 43.26 亿元，归属于母公司的所有者权益 123.09 亿元，其中实收资本占 24.03%，资本公积占 53.80%，盈余公积占 6.24%，未分配利润占 16.39%，未确认投资损失占-0.46%。公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性较好。

2005~2007 年公司的负债总额有较大增长，年复合增长率为 38.30%，主要由于公司长短期借款大幅增加及公司控股子公司威海商行的负债业务并入公司报表所致。截至 2007 年

底，公司负债合计为 513.92 亿元，其中流动负债占 64.38%，非流动负债占 35.62%。

截至 2007 年底，公司流动负债合计 330.87 亿元，主要主要由短期借款（20.74%）、应付账款（12.11%）、其他应付款（26.35%）和其他流动负债（35.18%）构成。

截至 2007 年底，公司短期借款为 68.63 亿元，主要由于公司向银行借款增加。相应 2007 年底公司应付账款为 40.08 亿元，较期初增长 91.69%。公司 2007 年其他应付款为 87.20 亿元，较期初增长 15.55%。公司 2007 年其他流动负债 116.40 亿元，较期初增长 0.84%，主要是将公司控股子公司威海商行的负债业务归入此科目之下，以及下属子公司山东高速股份有限公司发行 10 亿元短期融资券也纳入本科目。

截至 2007 年底，公司非流动负债为 183.05 亿元，主要由长期借款（36.39%）、应付债券（13.88%）、长期应付款（11.11%）和其他非流动负债（35.83%）构成。

截至 2007 年底公司长期借款为 66.61 亿元，较期初增长 139.17%，主要是向银行借款增加；应付债券为 25.40 亿元，由公司于 2006 年 4 月发行的 10 亿元企业债和于 2007 年 11 月发行的 15 亿元企业债构成，主要用于青岛海湾大桥项目、青银高速公路济南绕城北线项目、威海至乳山高速公路项目、菏泽至关庄高速公路项目等；长期应付款为 20.35 亿元，主要由胶州湾高速路未来待摊收益构成。其他非流动负债 65.59 亿元，较期初增长 31.49%，主要是公司控股子公司威海市商业银行的负债业务纳入该科目之下。

公司近三年债务规模大幅提高，主要用于用于青岛海湾大桥项目、青银高速公路济南绕城北线项目、威海至乳山高速公路项目、菏泽至关庄高速公路项目和济南至莱芜高速公路工程等项目。截至 2007 年底，公司全部债务合计 176.15 亿元，其中短期债务为 84.14 亿元，长期债务 92.01 亿元。公司的资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为

75.55%、35.61%和 51.43%，相比去年同期的 70.31%、20.22%和 37.96%，公司的债务负担加重。

4. 盈利能力

2007 年公司实现营业收入增长为 109.21 亿元，较 2006 年增长 16.52%。2007 年公司营业利润率为 34.10%，较 2006 年的 30.93% 有所上升。

2007 年公司实现利润总额和净利润分别为 24.43 亿元和 15.39 亿元，分别较 2006 年增长 44.64% 和 45.25%；净资产收益率和总资本收益率分别为 9.43% 和 5.86%，较 2006 年的 7.23% 和 5.54% 有所提高，整体盈利能力增强。

总体看，公司的盈利能力较强。

5. 现金流分析

从经营活动来看，随着合并范围增加和各板块经营收入规模的扩大，公司经营活动现金流入量不断提高。2005~2007 年，公司经营活动产生的现金流入的年复合增长率为 27.18%，有较大增长；2007 年公司的经营活动现金流入 132.44 亿元，较 2006 年减少了 4.39%，主要是由于收到其他与经营活动有关的现金减少；2007 年公司的经营活动现金流出 100.76 亿元，较 2006 年增加 12.38%，主要是由于支付的各项税费增加；2007 年公司的经营活动产生的现金流量净额为 31.68 亿元，较 2006 年减少 35.16%。2007 年公司的现金收入比为 114.01%，虽然较 2006 年的 144.18% 有所下降，但收入实现的保障能力依然较强。

从投资活动来看，近年随着公司投资规模增加，公司的投资活动现金流出额也迅速增加。2005~2007 年公司投资活动产生的现金流量的年复合增长率为 102.65%；2007 年公司投资活动产生的现金流入量为 18.92 亿元，较 2006 年增长 233.69%；2007 年投资活动产生的现金流出量为 89.46 亿元，较 2006 年增长 13.87%；2007 年公司投资活动产生的现金流量净额为

-70.54 亿元，较 2006 年的 -72.89 亿元有所改善。

从筹资活动来看，近年公司的筹资规模不断扩大，2005~2007 年公司筹资活动产生的现金流入量的年复合增长率为 120.96%；2007 年公司筹资活动产生的现金流入量为 116.81 亿元，较 2006 年增长 62.89%，公司的筹资活动主要是以银行和发行企业债为主；2007 年公司筹资活动现金流量净额为 51.86 亿元，较 2006 年增长了 74.97%。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司 2005~2007 年公司流动比率和速动比率略有波动，三年的加权平均值分别为 65.86% 和 62.41%，2007 年分别为 65.97% 和 62.00%。从经营活动现金流入对流动负债的覆盖程度看，2005~2007 年公司经营现金流入量对流动负债比分别为 36.18%、51.901% 和 40.03%，公司经营产生的现金流入量对公司短期债务的保护能力较强。总体来看，公司短期支付压力较小。

从长期偿债能力指标看，2005~2007 年公司 EBITDA 有较大增长，年复合增长 74.85%，2007 年公司的 EBITDA 为 43.19 亿元，较 2006 年增长 51.76%，主要是由于公司盈利能力增强及公司的利息支出增加。2007 年公司的 EBITDA 利息倍数提高为 11.40 倍，较 2005 年的 32.53 倍大幅下降，但 EBITDA 对利息的覆盖程度仍较高。2007 年公司全部债务/EBITDA 为 4.08 倍，较 2005 年的 2.02 倍有所上升，公司的长期债务偿还能力减弱，但仍保持适宜的整体偿债能力。

截至 2007 年底，公司对外担保 21.06 亿元，担保比率为 12.66%，目前被担保企业经营正常，或有负债风险较低。

七、综合评价

高速公路基础设施行业是国家优先鼓励发展和重点扶持的行业，伴随着国民经济的持续

稳步增长，行业将继续处于上升周期，发展前景看好。

公司拥有的路桥资产集中在山东省发达地区，贯穿于山东东部工业走廊和半岛城市群的框架中，地理位置优越，具有良好的盈利能力和增长前景。伴随着山东省经济的快速发展、人均汽车拥有量逐步上升、收费制度改革带来的正面效果的显现，公司拥有的收费高速公路的车流量和通行费收入存在较大的发展空间。目前公司已形成了路桥施工板块和油料业务等核心板块，公司的盈利能力逐步增强。

公司治理结构基本完善，近年来总体经营状况良好，营业收入稳步增长，盈利能力逐步增强，目前债务负担较重，整体偿债能力较强。

总体看，公司整体信用风险很低。

附件 1 公司 2007 年合并范围

序号	企业名称	投资金额(万元)	持股比例 (%)	级次	企业类型
1	山东高速公路股份有限公司	489104.83	58.82	二	境内非金融子企业
2	山东省路桥集团有限公司	64343.68	100.00	二	境内非金融子企业
3	山东省高速公路服务区管理总公司	42091.57	100.00	二	境内非金融子企业
4	威海市商业银行股份有限公司	76272.48	53.30	二	境内金融子企业
5	威海市通达资产管理有限公司	0.00	90.00	二	境内非金融子企业
6	山东高速集团四川乐宜公路有限公司	21000.00	100.00	二	境内非金融子企业
7	山东省高速公路建设材料有限公司	7014.72	61.63	二	境内非金融子企业
8	山东高速石化有限公司	3279.15	55.00	二	境内非金融子企业
9	山东省交通运输管理服务中心	2238.57	100.00	二	境内非金融子企业
10	山东高速紫光智能交通有限公司	516.94	65.00	二	境内非金融子企业
11	山东高速集团青岛高速公路有限公司	98594.00	100.00	二	境内非金融子企业
12	山东高速集团河南许禹公路有限公司	32646.04	100.00	二	境内非金融子企业
13	山东高速集团河南许亳公路有限公司	108993.26	100.00	二	境内非金融子企业
14	山东高速青川天然沥青开发有限公司	3746.87	51.00	二	境内非金融子企业
15	山东高速置业发展有限公司	21576.10	100.00	二	境内非金融子企业
16	山东高速集团工程咨询有限公司	2324.87	100.00	二	境内非金融子企业
17	山东高速集团青岛国际旅行社有限公司	101.33	60.00	二	境内非金融子企业

附表 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	457802.63	507421.54	638235.50	18.07
交易性金融资产				
短期投资	179906.35	77680.00	43567.74	
应收票据	205.92	203.00	52.00	-49.75
应收账款	51222.57	60593.96	52711.99	1.44
预付款项	43753.31	67052.88	123172.56	67.78
应收利息				
应收股利	74368.38	75910.87	77975.40	2.40
其他应收款	224222.50	356562.95	280016.84	11.75
存货	49945.70	91648.79	131371.61	62.18
待摊费用	146.75	324.78	48.48	
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	362834.58	551933.98	835585.72	51.75
流动资产合计	1444408.68	1789332.74	2182737.84	22.93
非流动资产：				
长期债权投资	62994.90	109981.35	209694.23	82.45
长期应收款				
长期股权投资	55633.92	123514.62	42599.46	-12.50
股权分置流通权		25400.35	25416.08	
投资性房地产			1500.97	
固定资产	1856360.26	1970646.11	3004130.80	27.21
在建工程	215973.44	450469.01	491731.79	50.89
固定资产清理	7.65	9.46	14.67	38.51
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	79731.07	79745.37	277642.01	86.61
开发支出				
商誉				
合并价差		26702.48	42771.68	
长期待摊费用	4718.65	18876.44	23472.84	123.04
递延所得税资产				
其他非流动资产	352573.17	476953.39	501094.06	19.22
非流动资产合计	2627993.06	3282298.59	4620068.59	32.59
资产总计	4072401.74	5071631.33	6802806.43	29.25

附表 2-2 资产负债表（负债和所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	185047.50	409782.25	686334.96	92.59
交易性金融负债				
应付票据	18411.63	29980.00	42170.63	51.34
应付账款	114018.76	209101.56	400818.12	87.49
预收款项	33629.29	50825.13	19413.25	-24.02
应付职工薪酬	9092.88	18244.75	28566.18	77.25
应交税费	25378.38	40225.50	65050.96	60.10
应付利息	19.35	1023.10	16116.64	2785.82
应付股利	19796.19	569.87	1128.21	-76.13
其他应付款	915064.50	754614.64	871983.21	-2.38
预提费用	416.44	120.10	263.51	-20.45
一年内到期的非流动负债	10000.00		12900.00	13.58
其他流动负债	932457.05	1154231.51	1163975.57	11.73
流动负债合计	2263331.96	2668718.41	3308721.26	20.91
非流动负债：				
长期借款	71830.00	278510.00	666117.66	204.52
应付债券		102987.95	254001.90	
长期应付款	1985.49	2810.64	203459.61	912.29
专项应付款	38.48	4020.00	43979.50	3280.80
预计负债				
递延所得税负债	11238.27	10145.27	7043.14	-20.83
其他非流动负债	338320.12	498838.21	655900.89	39.24
非流动负债合计	423412.36	897312.07	1830502.71	107.92
负债合计	2686744.32	3566030.48	5139223.96	38.30
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	295856.91	295856.91	295856.91	
资本公积	646829.44	659063.03	662299.31	1.19
减：库存股				
盈余公积	44524.55	57504.35	76871.19	31.40
为确认投资损失		-2877.66	-5783.45	
未分配利润	91004.20	119053.26	201703.98	48.88
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	1078215.10	1128599.89	1230947.93	6.85
少数股东权益	307442.32	377000.96	432634.54	18.63
所有者权益（或股东权益）合计	1385657.42	1505600.86	1663582.47	9.57
负债和所有者权益（或股东权益）总计	4072401.74	5071631.33	6802806.43	29.25

附表 3 利润及利润分配表

（单位：人民币万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)
一、营业收入	729408.22	937219.70	1092073.15	22.36
减：营业成本	544090.41	619124.48	686776.69	12.35
营业税金及附加	20100.13	28233.56	32870.87	27.88
销售费用	5611.24	8787.20	9539.61	30.39
管理费用	58632.60	84786.77	88562.95	22.90
财务费用	1440.02	19773.83	36518.42	403.58
资产减值损失				
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）	-701.62	-6822.31	4016.99	
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		822.05	606.37	
汇兑收益（损益以“－”号添列）				
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	98832.20	169691.56	241821.60	56.42
加：营业外收入	2322.92	7712.57	10181.42	109.36
减：营业外支出	1859.43	8523.19	7733.99	103.94
其中：非流动资产处置损失		342.77	576.57	
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	99295.69	168880.93	244269.03	56.84
减：所得税费用	40226.91	62927.42	90369.51	49.88
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	59068.78	105953.52	153899.53	61.41
其中：归属于母公司所有者的净利润	31103.41	67332.82	102017.55	81.11
少数股东损益	27965.37	41498.36	54787.77	39.97

附表 4 现金流量表

(单位: 人民币万元)

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	796411.50	1351284.20	1245061.37	25.03
收到的税费返还	57.75	191.86	167.70	70.41
收到其他与经营活动有关的现金	22346.60	33721.53	79182.33	88.24
经营活动现金流入小计	818815.85	1385197.59	1324411.40	27.18
购买商品、接受劳务支付的现金	506839.70	728751.62	754673.81	22.02
支付给职工以及为职工支付的现金	47368.60	56486.10	67220.69	19.13
支付的各项税费	56813.80	83896.33	113096.19	41.09
支付其他与经营活动有关的现金	79661.12	27448.23	72610.29	-4.53
经营活动现金流出小计	690683.23	896582.28	1007600.99	20.78
经营活动产生的现金流量净额	128132.62	488615.31	316810.41	57.24
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	258.34	455.07	160286.97	2390.86
取得投资收益收到的现金	885.88	5564.58	5232.56	143.04
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	550.96	79.44	983.94	33.64
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金	44386.89	50605.37	22739.83	-28.42
投资活动现金流入小计	46082.07	56704.45	189243.29	102.65
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	170176.18	508244.35	572505.18	83.42
投资支付的现金	87320.40	222637.93	262475.33	73.37
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		53800.00	37488.19	
支付其他与投资活动有关的现金	14214.27	913.82	22147.80	24.83
投资活动现金流出小计	271710.85	785596.10	894616.49	81.45
投资活动产生的现金流量净额	-225628.78	-728891.64	-705373.21	76.81
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	26151.29	47549.71	21481.27	-9.37
取得借款收到的现金	211600.00	645184.00	1123425.81	130.42
收到其他与筹资活动有关的现金	1501.28	24404.73	23210.28	293.20
筹资活动现金流入小计	239252.57	717138.44	1168117.37	120.96
偿还债务支付的现金	119447.77	306453.42	560314.04	116.58
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15546.41	96974.06	85527.81	134.55
支付其他与筹资活动有关的现金	3735.77	17289.50	3713.37	-0.30
筹资活动现金流出小计	138729.95	420716.98	649555.21	116.38
筹资活动产生的现金流量净额	100522.62	296421.45	518562.16	127.13
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			0.10	
五、现金及现金等价物净增加额	3026.46	56145.12	129999.46	555.39
加: 期初现金及现金等价物余额	446064.45	449090.92	505236.04	6.43
六、期末现金及现金等价物余额	449090.92	505236.04	635235.50	18.93

附件 5 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	加权平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	14.18	16.70	19.23	17.46
存货周转次数(次)	10.89	8.75	6.16	7.88
总资产周转次数(次)	0.18	0.20	0.18	0.19
盈利能力				
营业利润率(%)	22.65	30.93	34.10	30.86
总资本收益率(%)	3.79	5.54	5.86	5.35
净资产收益率(%)	4.26	7.23	9.43	7.73
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	4.93	20.22	35.61	24.86
全部债务资本化比率(%)	17.07	37.96	51.43	40.52
资产负债率(%)	65.97	70.31	75.55	72.06
偿债能力				
流动比率(%)	63.82	67.05	65.97	65.86
速动比率(%)	61.61	63.61	62.00	62.41
EBITDA 利息倍数(倍)	32.53	14.25	11.40	16.48
全部债务/EBITDA(倍)	2.02	3.24	4.08	3.41
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.34	-0.29	-0.23	-0.27
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-22.45	-12.03	-10.26	-13.23
现金流				
现金收入比(%)	109.19	144.18	114.01	122.10
利润现金比率(%)	216.92	448.97	202.04	279.09
筹资活动前产生的现金流量净额(万元)	-97496.16	-240276.33	-388562.80	-285863.53

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	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) / (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

附件 7 企业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，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