

信用等级公告

联合[2010] 462 号

联合资信评估有限公司通过对山东省商业集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

山东省商业集团有限公司
主体长期信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年八月六日



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

电话：(010) 85679686

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianheratings.com.cn

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）与山东省商业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东省商业集团有限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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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有限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有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、山东省商业集团有限公司主体长期信用等级自 2010 年 8 月 6 日至 2011 年 8 月 5 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一零年八月六日

山东省商业集团有限公司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：2010年8月6日

财务数据

项 目	2007年	2008年	2009年	10年3月
资产总额(亿元)	103.83	135.61	180.05	228.36
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	38.78	43.92	47.04	56.77
长期债务(亿元)	9.84	34.61	36.55	50.15
全部债务(亿元)	43.49	75.48	87.16	123.63
营业收入(亿元)	95.95	147.53	168.41	52.22
利润总额(亿元)	5.16	8.56	8.90	1.30
EBITDA(亿元)	8.37	17.48	18.20	---
营业利润率(%)	21.57	21.56	20.28	17.75
净资产收益率(%)	7.12	13.56	12.99	---
资产负债率(%)	62.65	67.61	73.87	75.14
全部债务资本化比率(%)	52.86	63.22	64.95	68.53
流动比率(%)	114.47	140.04	135.32	144.25
全部债务/EBITDA(倍)	5.20	4.32	4.79	---
EBITDA 利息倍数(倍)	5.12	5.07	5.21	---

分析师

丁继平 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”）是山东省国资委下属的国有独资企业，目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒等在内的多元化业务格局。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在政府支持、产业布局及其核心的商业零售业务在品牌知名度、区域市场占有率、门店资源等方面的综合优势。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可能给公司经营发展带来的不利影响。

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，但考虑到区域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，以及随着地产、医药、传媒等业务板块的逐步发展，公司收入和利润水平有望继续提高，整体的竞争实力和抗风险能力也将进一步增强。

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. 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。

关注

1. 国内零售行业竞争日趋激烈。
2. 公司房地产板块经营易受国家宏观调控的影响。

3. 公司债务负担相对较重，未来随着业务规模的快速扩张，存在一定的对外融资压力。

一、主体概况

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，2009年公司更为现名。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，转制以来，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、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3月底，公司资产总额228.36亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）56.77亿元；2010年1~3月，公司实现营业收入52.22亿元，利润总额1.30亿元。

公司注册地址：山东省济南市山师东路4号；法定代表人：季绪绮。

二、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。

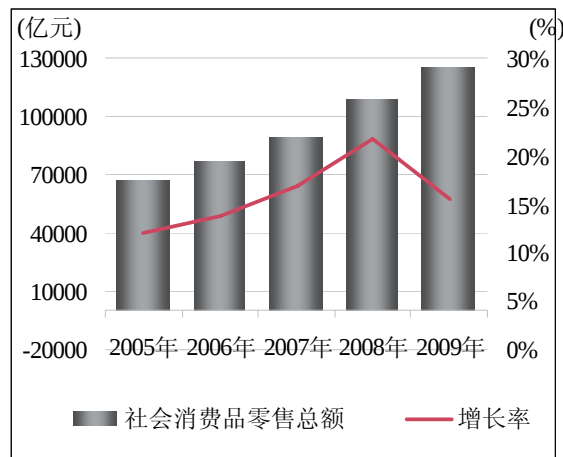
1. 行业现状

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，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2009年的12.53万亿元，年均增长12.9%；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、2008年中国经济受到自然灾害冲击和世界经济增速放缓的不利影响外。

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

根据《2009年国民经济和社会发展统计公报》，2009年社会消费品零售总额125343亿元，比上年增长15.5%。分地域看，城市消费品零售额85133亿元，增长15.5%；县及县以下消费品零售额40210亿元，增长15.7%。分行业看，批发和零售业零售额105413亿元，增长15.6%；住宿和餐饮业零售额17998亿元，增长16.8%；其他行业零售额1932亿元，增长2.5%。在限额以上批发和零售业零售额中，汽车类零售额比上年增长32.3%，粮油类增长13.0%，肉禽蛋类增长8.3%，服装类增长20.8%，日用品类增长15.6%，文化办公用品类增长6.7%，通讯器材类下降1.3%，化妆品类增长16.9%，金银珠宝类增长15.9%，中西药品类增长21.7%，家用电器和音像器材类增长12.3%，家具类增长35.5%，建筑及装潢材料类增长26.6%。

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,国内的零售行业仍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%。

连锁经营成为行业发展主导模式

2009年4月,中国连锁经营协会正式对外发布“2009中国连锁百强名单”。调查显示,2009年,连锁百强销售规模达到1.36万亿元,同比增长13.5%。百强企业门店总数达到13.7万个,门店总数增长18.9%。百强企业销售额占社会消费品零售总额的11%,与2008年基本持平。

表1 2009年中国连锁企业前50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	苏宁电器集团	11700267	14.3	941	15.9
2	国美电器有限公司	10680165	2.1	1170	-14.1
3	百联集团有限公司	9791537	3.8	6153	-4.1
4	大商集团有限公司	7053590	12.8	160	6.7
5	华润万家有限公司	6800000	6.6	2926	8.5
6	康成投资(中国)有限公司(大润发)	4043169	20.5	121	19.8
7	家乐福(中国)管理咨询服务有限公司	3660000	8.2	156	16.4
8	安徽省徽商集团有限公司	3437883	13.5	2884	15.5
9	沃尔玛(中国)投资有限公司	3400000	22.2	175	45.8
10	物美控股集团有限公司	3270000	6.7	2333	16.1
11	重庆商社(集团)有限公司	3004698	14.4	313	6.5
12	新合作商贸连锁集团有限公司	3000000	76.5	88653	24.8
13	百胜餐饮集团中国事业部	2880000	9.9	3200	18.5
14	农工商超市(集团)有限公司	2673800	0.2	3331	0.0
15	百思买(中国内地)	2570000		262	
16	山东省商业集团有限公司(银座集团)	2564116	37.0	206	25.6
17	合肥百货大楼集团股份有限公司	2090000	7.7	136	8.8
18	新一佳超市有限公司	1723600	-2.0	109	3.8
19	武汉中百集团股份有限公司	1685519	18.4	674	7.0
20	好又多管理咨询服务(上海)有限公司	1650000	0.6	104	0.0
21	宏图三胞高科技技术有限公司	1593775	-11.2	170	-11.5
22	文峰大世界连锁发展股份有限公司	1566457	11.1	978	7.2
23	利群集团股份有限公司	1516622	9.4	890	3.9
24	新世界百货中国有限公司	1500000	1.4	34	3.0

25	武汉武商集团股份有限公司	1352248	17.6	75	27.1
26	长春欧亚集团股份有限公司	1347068	11.0	30	66.7
27	TESCO(中国内地)	1330000	15.7	79	29.5
28	北京王府井百货(集团)股份有限公司	1327000	10.6	19	18.8
29	易初莲花	1300000	0.0	77	1.3
30	百盛商业集团有限公司	1237000	15.7	44	10.0
31	锦江麦德龙现购自运有限公司	1202277	-4.9	42	10.5
32	石家庄北国人民集团有限责任公司	1167541	37.3	80	14.3
33	天虹商场股份有限公司	1161990	22.7	37	15.6
34	永辉超市股份有限公司	1021800	45.6	268	30.7
35	山东家家悦集团有限公司	1012021	18.6	489	7.2
36	北京京客隆商业集团股份有限公司	1006410	1.9	247	1.6
37	人人乐连锁商业集团股份有限公司	1003779	13.8	90	25.0
38	山东新星集团有限公司	987787	17.6	532	13.2
39	欧尚(中国)投资有限公司	986000	21.0	35	12.9
40	山东潍坊百货集团股份有限公司	952521	14.0	318	0.3
41	金鹰商贸集团有限公司	936000	33.9	17	30.8
42	江苏时代超市有限公司	929590	2.8	68	1.5
43	武汉中商集团股份有限公司	880687	14.2	42	2.4
44	永旺(中国内地)	861077	11.7	21	16.7
45	银泰百货(集团)有限公司	758659	34.9	22	46.7
46	郑州丹尼斯百货有限公司	710000	16.2	50	8.7
47	福建新华都购物广场股份有限公司	694678	29.2	75	44.2
48	北京新燕莎控股(集团)有限责任公司	690988	12.4	10	0.0
49	北京迪信通商贸有限公司	687255	4.0	1310	2.0
50	麦当劳(中国)有限公司	650000	6.6	1100	10.0

资料来源:中国连锁经营协会

在“连锁百强”中,苏宁电器集团以1170亿元的销售规模位居中国连锁百强榜首,国美电器集团、百联集团有限公司、大商集团有限公司、华润万家有限公司分别以1068亿元、979亿元、705亿元、680亿元的销售业绩排名第二至五位,山东省商业集团有限公司位居16位,排名较上年基本持平。

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。2009年,百强中外资企业如沃尔玛、家乐福、TESCO乐购、麦德龙、百安居等增幅明显高于内资,也高于外资2008年的增幅。20家外资企

业的销售和门店增长分别为20.4%和15.7%，2008年分别为17.6%和13.1%。外资企业业态相对单一，主要集中在大型超市业态。2009年，5家经营大型超市业态的外资企业共新开店115家，2008年上述5家企业新开大型超市68家，一年新开店数量增长了69%。外资企业的单店业绩也明显好于内资企业。内资大型超市企业2009年单店平均销售额为1.7亿元左右，而5家外资大型超市企业单店平均销售额为2.2亿元，如果扣除新开店因素，这一数字还将明显提高。

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。

二、三线城市增长较快

2009年，百强企业总部所在地位于北京、上海、广州、深圳的达47家。对不同区域百强企业的销售业绩比较可以看出，二三线城市百强增长明显高于一线城市。从百货、超市等业态中抽取上述一线城市10家企业和20家二三线城市区域型企业进行对比，一线城市百强的销售增长为5.3%，店铺增长为7.2%。二三线城市百强的销售增长和店铺增长分别为19.3%和14.7%。

百强企业中，销售增长在20%以上的企业共有24家，其中总部位于上述四地的企业仅有9家，占37%；销售增长低于10%的企业共有36家，总部位于以上四地的有24家，占67%。

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2009年底，全国近3000家承办企业累计新建和改造农家店近35万家，新建和改造营业面积近3500万平方米。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%的统一税率缴纳企业所得税，“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。

2009年1月6日中国银监会正式批准3家银行作为主要出资人筹建消费金融公司，这标志着在欧美发达国家信贷消费市场占据重要地位的金融业态，在中国开始起航。对于完善国内消费信贷市场，提高消费金融支持力度，刺激消费增长具有积极意义。

2009年8月，北京、上海等九个试点省市实行家电以旧换新政策，并有财政提供一定额度补贴，2010年6月根据有关通知，该政策将延续至2011年底，相关补贴政策不变。

4. 未来发展

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12月召开的中央经济工作会议中将促进国内需求特别是消费需求的持续增长作为2010年国内经济发展的重要目标之一，同时提出了要增强居民特别是低收入群众消费能力，完善促进消费的相关政策。未来政策对于扩大消费的支持仍将延续，且力度有望进一步加大，随国内宏观经济的进一步复苏国内

消费市场在中短期内有望继续保持乐观走势。

目前中国零售行业经济增加值占GDP的比重相比发达国家仍处于较低水平，大型零售企业的资产、收入、利润水平还不到国外零售巨头平均水平的3%，零售行业对中国经济增长的贡献较为有限。长期看，未来随着消费逐渐替代投资成为经济增长的主导力量，在居民收入持续增长、城市化进程逐步推进、社会保障体系逐步完善等多种因素促进下，可以预计消费品零售总额将保持较快的增长势头，零售业发展空间广阔。

5. 山东省零售企业所处环境

据山东省统计局资料，2009年山东省实现生产总值（GDP）33805.3亿元，按可比价格计算，增长11.9%，高于全国9.1%的同比增幅。城乡居民收入保持较好增势，2009年，城镇居民人均可支配收入17811元，增长9.2%；农民人均纯收入6119元，增长8.5%。

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。2009年，山东省实现社会消费品零售总额12363亿元，同比增长19.1%，扣除价格因素，实际增长19.8%，增幅均创近十年新高，城乡市场共同繁荣，分别实现零售额8038.5亿元和4324.5亿元，分别增长19.5%和18.4%。

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2009年底，山东省共拥有规模以上连锁零售企业超过110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。

三、基础素质分析

1. 公司规模竞争实力

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，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。

以“银座”品牌为代表的现代零售业是公司的核心主业，2009年公司零售业主营业务收入为136.48亿元，占营业收入的81.04%。公司目前是山东省最大的零售企业，零售板块共有门店203家，其中大型百货超市复合店61家、家居专业店7家、连锁超市128家，汽车专营店7家，总经营面积超过200万平方米。2008年和2009年公司分别位列中国连锁经营100强第15名和第16名。

生物制药方面，公司下属的山东福瑞达医药集团是集科、工、贸于一体的大型医药企业，拥有6家下属企业和四家省级科研院所、三个省级实验室，所属行业涉及药品、消毒制剂、保健食品、食品、化妆品、医疗器械和原料药，拥有“润洁”、“润舒”、“施沛特”、“明仁”和“颐莲”等多个知名品牌。下属的山东博士伦福瑞达制药有限公司是目前国内最大的眼科药品生产基地，是中国制药工业100强企业，眼科主导产品“润洁”、“润舒”滴眼液在国内的市场占有率达到20%；骨科主导产品“施沛特”注射液在国内市场占有率接近80%。

公司房地产业务经营主体为A股上市公司鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”）。公司的房地产业务与公司零售、酒店等其他板块的有机结合，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，

近年年均开发量约为120万平方米，累计开发规模超过600万平方米，2009年鲁商置业实现合同销售额40亿元，实现营业收入25亿元。

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。季缙绮目前还兼任山东商会会长和中国商业联合会副会长。

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2009年底，公司共有职工23118人。从学历构成来看，大学专科以上占比95.52%；高中及以下学历占比4.48%。从年龄结构看，30岁以下占比58.93%；30~50岁占比37.47%；50岁及以上占比3.60%。

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；员工年龄结构合理，整体文化素质较高，能够满足公司发展要求。

3. 外部支持

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。

四、管理分析

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。

公司监事会由 5 名监事组成，设监事会主席 1 名，监事会包括股东代表和适当比例的职工代表，职工代表的比例不低于三分之一。

总体看，公司治理结构较为完善。

2. 管理体制

在管控体系方面，公司按照“控制权上移、经营权下放”的原则，集团本部立足战略及投资控股复合型管理的基本定位，主要发挥战略规划、搭建投融资平台、资产管理、资源协同和风险控制作用，集中精力思考和处理影响集团深远发展的重大问题，做到“财务集中、投资拢住、审计加强、用人管好、考核到位”。

从具体经营业务来讲，公司实行多元化投资、专业化运作，沿产业链把从事同类业务的子（分）公司组建为产业化集团，设立产业次集团总部，由集团授权对其所属单位进行管理；各产业次集团作为资产经营者，在接受公司本部战略管控的前提下，享有在授权范围内开展业务活动所需要的一切经营管理权。

在十五年的发展历程中，公司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，建立起了较为完善的内部管理体制。

公司下设办公室、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因为完成考核任务而调离原岗位。

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。

五、经营分析

1. 业务构成

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。2007~2009年在核心的商业零售板块的

带动下，公司收入规模保持较高增速，年均增速为32.49%，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，公司零售业务收入受经营网点持续较快增加影响，以年均43.94%的幅度增长，在营业收入中占比逐年提高，2009年占比为81.04%。2007~2009年，公司地产业务和制药业务呈现波动增长态势，2009年收入占比分别为4.26%和9.61%。近几年，随着公司对非主业资产的整合，食品及其他业务收入规模有所回落，占比营业收入比重也逐年下滑，2009年为5.09%。

现阶段，商业零售业务由于收入占比高，是公司主要的利润来源，2008年以来受国内宏观经济波动以及扩张较快，先期费用投入规模较大影响，公司商业零售板块毛利率呈逐年小幅下滑态势（2007年，公司零售业务毛利率显著低于其他年份，食品其他业务毛利率显著高于其他年份，主要是受统计口径影响）；公司制药板块收入规模不大，但由于利润空间大，且毛利率稳定对公司利润有较大贡献；近几年，公司地产业务规模波动增长，且保持了较高的毛利率，对公司利润贡献不断提高；受业务整合影响，公司其他业务毛利波动性较大。

总体看，公司收入持续较快增长，整体毛利率水平较为稳定，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 2007~2010年3月公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

	营业收入构成				毛利率			
	2007年	2008年	2009年	2010年1-3月	2007年	2008年	2009年	2010年1-3月
零售业	65.87	113.15	136.48	47.88	7.74	18.54	17.34	16.92
生物制药业	6.29	5.80	7.17	1.65	80.45	81.72	79.92	60.00
房地产业	4.87	20.22	16.18	1.45	15.40	35.41	35.54	40.00
食品及其他	18.91	8.36	8.58	1.24	56.85	8.25	28.21	3.23
合计	95.94	147.53	168.41	52.22	22.58	22.76	22.31	18.59

资料来源：公司年报

2. 商业零售

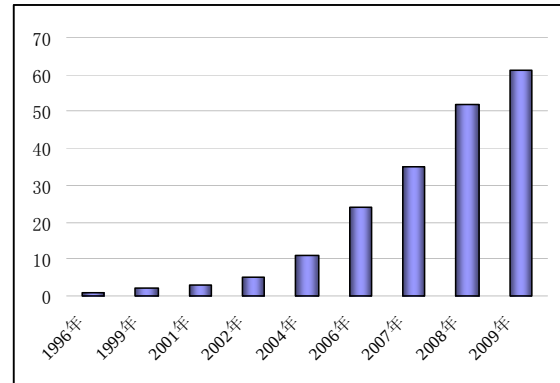
经营情况

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，门店数量不断拓展（图2）。2008年共开办分店16个，新增营业面积48万平方米，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5月底，公司百货超市复合门店数量已接近70家。

在网点拓展方面，公司大力实施立体化发展战略，深耕山东市场，在山东省内努力构筑“连片开发，密集渗透”的发展格局。目前，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，截至2009年底公司已在河北邢台、河北石家庄和河南濮阳拥有三家省外百货业态门店。

图2 公司历年百货超市复合门店数量变化



资料来源：公司提供

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近年销售情况

序号	企业名称	经营面积 (平方米)	销售额(万元)		
			2008年	2009年	2010年1-3月
1	山东银座商城股份有限公司	37252	116367	192648.44	63445.75
2	济南银座购物广场有限公司	21200	101357	99448.88	29165.68
3	济南银座商城有限责任公司	13656	32872	37783.31	12249.26
4	东营银座购物广场有限公司	33173	55719	55854.81	18212.83
5	泰安银座商城有限公司	15039	42985	45617.52	14919.96
6	淄博银座商城有限公司	29750	54062	56643.58	19928.48
7	济南银座北园购物广场有限公司	16321	25605	29022.34	10946.21
8	滨州银座购物广场有限公司	22833	35841	31314.54	9835.72
9	滕州银座商城有限公司	7007	12891	11189.84	2161.06
10	临沂银座商城有限公司	27075	37580	40969.99	12034.26
11	日照银座商城有限公司	16933	13581	17194.09	6039.51
12	淄博银座商城有限责任公司周村购物广场	16000	15925	56643.58	5979.07
13	银座集团股份有限公司潍坊银座商城	26336	14944	14917.18	4141.93
14	银座集团股份有限公司菏泽银座商城	20875	30084	34494.40	10814.67

15	新泰银座商城有限公司	14699	13557	15194.07	5041.05
16	泰安银座商城有限公司东湖店	10794	11284	10892.11	3658.93
17	济宁银座商城有限公司	25118	25930	28748.16	9421.77
18	邢台银座商城有限公司	20450	910	10999.96	3775.78
19	银座集团股份有限公司济南华信购物广场	15441	16068	17328.22	5972.88
20	莱芜银座商城有限公司	27400	14248	17465.03	6533.05
21	济南银座家居有限公司	24654	9256	9758.89	2200.52
合计		442006	681066	834128.94	256478.37

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强、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。

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。2009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。

物流是批发、零售业务的重要环节，对企业的运营成本和整体竞争实力有较大影响。近年来，公司在物流体系建设方面持续投入，于2008年投资新建物流配送中心，并对物流中心的操作系统、业务流程、制度体系等进行持续更新，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，为业务连锁经营模式扩张提供了强有力的物流配送支持。

经营优势

规模优势：2009年，公司零售业销售规模居全国第16名，经营网点覆盖山东省大部分地区，并实现了省外门店的布局。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，在山东市场具备显著的品牌优势。

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	2009年（实际）		2010年		2011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	61	126.66	82	173	100	215
家居专业店	7	1.60	9	2.08	11	2.77
超市	128	12.34	140	13.75	180	16.90
汽车专营店	7	20.16	8	21.5	9	25.37
合计	203	160.76	239	210.33	300	260.04

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。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%。近三年医药制造业销售收入增速平稳，保持在20%以上；相比于2007年的高增速，2008至2009年的利润增速有所放缓，回到正常水平。2010年1~2月医药制造业销售收入和利润总额同比增长28.35%和45.71%，增速较2009年明显加快，且行业的利润增速快于收入增速。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，2009年1~11月，实现收入753亿元、利润104亿元，较上年同期分别增长了26.93%和44.10%，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。

表5 医药制造业细分行业营业收入和利润总额

（单位：亿元，%）

分类	营业收入			利润总额		
	08年1~11月	09年1~11月	增长率	08年1~11月	09年1~11月	增长率
医药整体	6561	7964	21.29	645	808	25.34
化学原料药	1605	1777	15.04	129	148	14.18
化学药制剂	1947	2466	20.66	223	274	23.22
中药饮片	329	431	25.57	21	29	39.38
中成药	1420	1699	22.89	144	181	25.44
生物制药	642	753	26.93	72	104	44.10
医疗器械	636	794	18.53	67	88	31.87

资料来源：中国医药经济信息网

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。

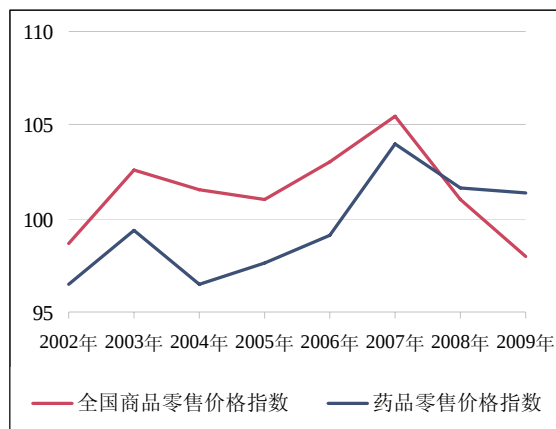
2009年4月，国务院原则通过了《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011年深化医药卫生体制改革实施方案》，明确2009-2011年各级政府预计投入8500亿元用于

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

从经济学角度看，医药产品属于缺乏弹性商品，在价格上以政府管制为主。目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的1000多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。自1997年以来，中国连续25次下调一些药品的最高零售价格。从图5可知，2002~2007年，中国药品价格相对于平均物价的涨幅是滞后的。但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调将不可避免地较大幅度转嫁给医药生产企业。

图3 药品与商品零售价格指数对比



资料来源：WIND资讯

2008年，政府有关部门对药价的控制由单纯的行政控制手段，转向从扩大定价范围、制定合理差比价、划分中央和省级定价权限、限制流通环节加价等十个方面对现行药品定价和管理机制进行调整，药品零售价格指数呈下降趋势。

从长期看，国家发改委已着手从体制上解决药品价格虚高的问题，国家对药品价格调整的频度将会降低，预计未来医药的出厂价和零售价均会呈下降趋势，具有研发实力和规模效

应的医药生产企业有望保持较好的经营业绩。

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6），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6 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
09年11月23日	《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》	根据药品创新程度差别控制销售利润；引导仿制药有序生产和竞争；控制流通环节差价率。

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7。

表7 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技术有限公司	从事生物工程技术在医药保健品等领域的应用、技术开发、生产	建有 500 吨冷库的蓬莱加工基地、GMP 标准的平度生产基地

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。

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：公司拥有山东省生物药物研究院、医药工业研究所、医疗器械研究所、医药工业设计院四个省级科研院所和国家糖工程技术研究中心、海洋药物工程技术研究中心两个国家级合作单位，科研面积近三万平方米，仪器设备总值近八千万元。现从事科研开发人员有200余人，其中高级职称占25%。近5年累计完成了近千项科研成果，获国家二类以上新药证书20余项，获新药及医疗器械注册证书共计50余项，国家授权专利60余项，其中20余项获国家重点新产品证书，承担国家、省部级课题近60余项，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。

近年来，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。目前，山东省药科学院“新药创制综合平台”筹建中，建成后单元平台的标准规范将与国际接轨，并与发达国家实现国际互认。另外，2010年公司下属企业获批为“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，公司科研基础设施和开发能力未来几年将大幅度完善和提高。

公司在技术研发方面的优势，成为其在国内生物医药技术领域保持领先地位的重要保障，也为公司未来发展提供了有力支撑。

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

行业现状

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。2007年底受国内外经济放缓、持续的货币紧缩等一系列宏观调控政策影响，房地产市场进入调整期。

金融危机以后政府推进的信贷宽松政策刺激了房地产业的复苏，自2009年以来，国内宏观经济稳步复苏，为房地产行业繁荣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%。全国

完成房地产开发投资36232亿元，比上年增长16.10%，其中商品住宅完成投资25619亿元，增长14.2%，占房地产开发投资的比重为70.7%。全国房地产开发企业完成土地购置面积31906万平方米，同比下降18.90%；完成土地开发面积23006万平方米，下降19.9%，主要是因为2009年中国房地产行业以去库存化为主，上半年投资增长极为缓慢所致。2010年一季度，全国共计完成房地产开发投资6,594亿元，同比增长35.1%；房屋新开工面积3.23亿平方米，同比增长60.8%；商品房销售额7,977亿元，同比增长57.7%。

根据国家统计局数据，2009年12月份，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨7.8%，环比上涨1.5%，创下全年月度最大环比涨幅；新建住宅销售价格同比上涨9.1%，环比上涨1.9%。2009年全年商品住宅销售均价较2008年每平米上涨超过1,000元，远远超过此前上涨较快的2006年和2007年。2010年一季度末，全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨11.70%。

房地产业是资金密集型的行业，对资金的规模和流动性要求比较高，此外，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。近年来，紧缩银根，严控土地闸门，土地实行“招拍挂”制度，致使房地产业的进入门槛越来越高。

从整个房地产市场看，该市场属于垄断竞争市场结构，但具体到区域或项目，房地产市场为寡头垄断市场，甚至是垄断市场。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟的房地产企业将成为市场的领导者。

产业政策

房地产行业具有明显的政策导向。由于前几年投资过热、投资需求旺盛，房地产行业泡沫不断积累，自2005年来国家采取了一系列的行政、金融等宏观调控政策来稳定房价、抑制

过分的需求。2007 年底房地产行业的非理性繁荣得到遏制，2008 年中国经济增长放缓，房地产行业深度调整，政府陆续出台了一系列新政策，为房地产市场复苏提供了有利的外部条件。

随着各项政策的落实推进，中国房地产市场开始逐步回暖，土地市场地王频现，市场供求失衡等问题也充分的暴露出来。为防止房地产市场投资泡沫的再度产生，2009 年 12 月 9 日以来，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，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。打击囤地、增加保障性住房用地等的土地政策和调整二套房首付最低比例限制及个人住房贷款利率等的货币政策仍然是政府调控房地产市场的主要手段。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。

未来发展

中国房地产业正处于向品牌化、专业化、规模化方向发展的转型时期，房地产业的增长方式正在由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

未来国内房地产行业将进入快速整合期，房地产行业竞争的重心将倾向融资能力及品牌影响力，品牌地产商将通过盈利模式复制及合作兼并等方式逐步扩大市场份额，行业集中度将逐步提高。随着城市居民改善居住环境及住宅自然折旧产生新的房产需求将持续增加，房地产市场稳定增长态势不会改变。

(2) 公司房地产产业经营情况

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，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。2008 年底，公司以定向增发方式完成了对 A 股上市公司山东万杰科技股份有限公司（ST 万杰）的重组，将主要的房地产业务注入该公司，实现了房地产业务的整合上市。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 7 月 ST 万杰更名为鲁商置业股份有限公司（SH600232，鲁商置业）。

产品开发及销售

公司“城市广场”产品系列，是指依托其多元化的产业背景，将“银座”品牌的大型旗舰店、商业步行街、写字楼、娱乐餐饮、星级酒店、高端公寓进行整合开发，打造地标式商业综合体，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 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商业综合体项目，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，总建筑面积为 25 万平方米的临沂银座综合体项目等。

公司的“花园住宅”产品系列为城市核心居住区的花园住宅，依托完备的城市服务配套，融和自然景观资源，打造城市生活中的怡居空间，目前项目主要集中在山东省内的济南、青岛、临沂等地。

公司的“生态别墅”产品系列为定位相对高端的城市自然风景区的高尚居所，独栋、双拼、联排、花园洋房等高端产品形成独具意境的低密度高尚社区。目前公司开发的别墅项目主要包括北京蓝岸丽舍、青岛一山一墅、重庆云山原筑、济南鲁商御龙湾等项目，公司现阶段开发的别墅项目，拿地时间早，土地成本较

低，具有较好的盈利前景。公司房地产主要项目开发情况见表 7。

发展规划

未来，公司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。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。以城市综合体与精品住宅为主的开发战略，集中精力做精品、做大盘；以北京、重庆为桥头堡，扩大省外项目储备，不断提高项目储备含金量和分布合理性，向全国性房地产开发企业迈进。未来3年，公司地产业务板块仍将保持较快发展，累计投资规模预计超过70亿元，会在一定程度上加大公司投资资金压力。

表 8 房地产主要项目开发情况

序号	项目名称	类型	开发时间	开发商	项目规模（建筑规模、总投资）	截至 2010 年 3 月项目进度
1	鲁商国奥城	商业	2008	鲁商置业	34 万 m ² ，19 亿元	已交付使用
2	泉城健身广场	商业	2008	鲁商置业	10 万 m ² ，12.4 亿元	已交付使用
3	青岛银座商城项目	商业	2008	银座股份	8 万 m ² ，9 亿元	主体建设
4	济南振兴街项目	商业	2008	银座股份	7 万 m ² ，6 亿元	主体封顶，内部装修
5	德州银座商城项目	商业	2008	银座商城	4 万 m ² ，1.2 亿元	主体建设，裙楼封顶，内部装修
6	银座配送中心项目	商业	2008	银座商城	8.5 万 m ² ，3.5 亿元	常温仓库投入使用，办公楼在建
7	威海银座商城项目	商业	2010	银座商城	6.5 万 m ² ，3.5 亿元	项目筹备期
8	烟台银座商城项目	商业	2010	银座商城	6.6 万 m ² ，2.3 亿元	主体封顶，内部装修
9	临沂银座商城项目	商业	2009	银座商城	25 万 m ² ，10 亿元	土石方施工
10	银座花园	住宅	2001	银座久信	35 万 m ² ，10 亿元	三期销售中
11	鲁商常春藤	住宅	2006	鲁商置业	89 万 m ² ，24.8 亿元	二期已交付使用
12	青岛四季景园	住宅	2003	商业房地产	30 万 m ² ，4 亿元	已交付使用
13	北京蓝岸丽舍	别墅	2008	银座合智	18.7 万 m ² ，13 亿元	一期竣工验收、二期主体封顶、三期
14	重庆云山原筑	别墅	2008	重庆鲁商	6 万 m ² ，2.5 亿元	一期销售中
15	青岛燕儿岛片区	商业	2009	鲁商置业	12.2 万 m ² ，总投资未定	完成一期土石方开挖

资料来源：公司提供

联合资信注意到，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。

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 and 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。2009 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，从 2001 年开始进入幼教领域，山东银座英才幼儿园是公司直属的新型股份制、现代化幼教集团。独创的“方鼎式管理”模式、幼儿园之“十度”管理、创造性思维发展整合课程模式及在此模式下的浸透式双语教育模式、市场化运作、幼儿园全方位管理制度链融合独特教育理念的人文外观环境设计，形成了“小班化、双语化、艺术化、信息化、主题化、多元化、一体化、人文化”办园特色，现拥有 11 所分园，成为全国一流的智能化幼儿园。

（2）传媒产业

传媒业是近年来公司着力打造的重要产业，2009 年传媒板块收入约为 2.5 亿元。公司传媒板块的主体业务《山东商报》是山东省内主流强势媒体之一，是集新闻性、娱乐性、可读性、服务性为一体的综合类报纸，创刊于 1993 年，2001 年改版为全国发行的都市类报纸，目前平均每天读者群超过 100 万。

近年来，山东商报社在做精、做强、做稳、做大《山东商报》的基础上，开始涉足网络、杂志、电子音像出版、户外广告、动漫、手机报、DM 直投、广告代理、媒体直销、会展、票务、呼叫中心增值服务传媒相关业务领域，新成立的电子音像出版社和新收购的《新浪潮》、《精品》、《都市精品》、山东新闻网等正在运作之中，初步搭建起了涵盖多种媒体资源的全媒体格局。2010 年 5 月，公司整合旗下各传媒企业组建鲁商传媒（集团）有限公司，计划通过整合现有的报纸资源，建设全国“商报系”；整合杂志资源和渠道，在上海设立杂志运营总部，建设覆盖全国的杂志联盟；通过实施新媒体业务扩张，全力提升山东新闻网的影响力；依托鲁商集团的产业资源优势，做大做强户外广告业务等；致力打造集报、刊、网于一体的传媒新平台，并计划以此为主体在实现在国内资本市场的上市融资。

6. 经营效率

从经营效率指标来看，2007 年～2009 年，作为零售类企业，公司销售债权周转次数始终保持在较高水平，近三年的平均值为 92.87 次，2009 年为 90.57 次。2007～2008 年，公司存货周转次数保持相对稳定，2009 年受地产业务土地储备增长较快影响，公司存货周转次数有所下降，为 2.96 次。2007～2009 年，公司总资产周转次数小幅波动，2009 年为 1.07 次。

总体看，公司经营效率正常。

3. 未来发展

未来，公司将坚持“突出发展零售主业，重点抓好制药和房地产业，多业态协同发展”的总体思路和“以资本扩张为主线，兼并联合为重要手段”的发展模式，进一步加快发展步伐，迈入全国百强企业行业。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007～2009 年和 2010 年第一季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。

截至 2009 年底，公司合并资产总额 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 3 月底，公司合并资产总额 228.36 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）56.77 亿元；2010 年第一季度公司实现营业收入 52.22 亿元，利润总额 1.30 亿元。

2. 资产质量

2007 年～2009 年，公司资产增长较快，年复合增长 31.69%，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 2009 年底，公司资产总额 180.05

亿元，其中流动资产占 67.76%，非流动资产占 32.24%，公司资产以流动资产为主，符合公司所处行业特点。

截至 2009 年底，公司流动资产 122.01 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 33.06%、49.92%、6.25%和 8.76%。

截至 2009 年底，公司货币资金 40.33 亿元，公司货币资金比较充裕。

截至 2009 年底，公司应收账款余额 2.01 亿元。从账龄分析看，1 年以内的占 90.80%，1~2 年占 3.30%，截至 2009 年底，公司应收账款坏账准备余额 0.27 亿元，其占应收账款余额的 13.55%；前五大债务人欠款金额占应收账款总额的 29.60%。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，其发生坏账损失对公司资产影响小。

截至 2009 年底，公司其他应收款余额为 8.48 亿元，其中 1 年以内的占 84.48%，3 年以上的占 13.36%，其中前五大债务人欠款金额占其他应收款余额的 14.74%，集中度一般。

截至 2009 年底，公司预付账款 10.69 亿元，较上年大幅增长，主要地产业务下预防的土地转让价款和尚未结算的工程款，其中账龄在 1 年以内的占 61.85%，1~2 年占 34.87%。

2009 年底，公司存货 60.92 亿元，较上年有明显增长，主要是受地产业务存货增加的影响；从存货构成看主要包括库存商品（占 9.73%）、自制半成品及在产品（占 8.21%）、开发成本（占 64.90%）和开发产品（占 16.24%）。开发成本和开发产品主要是房地产项目开发所形成。

截至 2009 年底，公司长期股权投资 2.38 亿元，投资相对较分散，涉及 17 家投资单位，包括国泰君安证券股份有限公司和中国光大银行股份有限公司。

截至 2009 年底，公司固定资产净值 35.92 亿元，其中房屋及建筑物占 72.46%，机器设备占 14.43%。公司在建工程 7.17 亿元，主要零

售业展店项目以及新校区建设项目。

截至 2009 年底，公司无形资产 4.24 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。商誉 3.99 亿元，主要是公司之公司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所形成。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 228.36 亿元，较 2009 年底增长 26.83%，主要是流动资产中货币资金和存货增加较多所致，资产负债率占 72.73%，非流动资产占 27.27%，流动资产的占比提升较多。

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

2007~2009 年，公司所有者权益年复合增长 10.15%，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 2009 年底，公司所有者权益 47.04 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 35.83%、7.13%和 12.32%，少数股

东权益占 44.35%。2010 年 3 月底，公司所有者权益 56.77 亿元，较 2009 年底增长 20.67%，主要是少数股东权益增加所致。

2009 年底，公司负债总额为 133.01 亿元，其中流动负债占 67.79%，非流动负债占 32.21%。流动负债中，短期借款占 43.45%，应付票据占 5.54%，其他应付款占 9.21%，应付账款占 7.41%，预收账款占 22.53%。2009 年公司预收款项较上年有显著增加，主要是来自房地产业务预收的房款及零售业务购物卡。非流动负债中，长期借款占 50.29%，应付债券占 35.01%，应付债券为公司 2009 年 8 月发行 15 亿元短期融资券。专项应付款占 14.47%，主要是省级调控资金，根据山东省发展和改革委员会和山东省财政厅关于下达 2009 年第二批省调控资金使用计划（省级项目）的通知（鲁发改投资【2009】336 号，该资金期限 8 年，第 1-5 年只偿还利息，第六年起均衡还本付息。建设项目为济南全民健身广场、德州国贸广场（银座商城）项目、济南振兴街项目（银座购物中心）。

2007 年~2009 年，公司债务水平明显上升，2009 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 73.87%、64.95%和 43.72%。2010 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.14%和 68.53%，较 2009 年底显著上升。

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

2007 年~2009 年，公司营业收入年复合增长 32.49%，主要来自商业零售收入的增长。2009 年公司实现营业收入 168.41 亿元，其中商业零售收入占 81.04%。

2007 年~2009 年，公司三项费用占营业收入的比重为 16.86%、16.10%和 15.95%，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 50.48%，高于营业收入的增长，对利润产生一定影响。

2009 年公司实现利润总额 8.90 亿元，年复合增长 31.26%。营业利润率、净资产收益率和总资产收益率分别为 20.28%、12.99%和 7.16%，公司盈利能力整体有所提升。

2010 年第一季度，公司实现营业收入 52.22 亿元，利润总额 1.30 亿元，分别占 2009 年全年的 31.01%和 14.63%，营业利润率为 17.75%，公司盈利能力有所下降。

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，整体盈利能力整体有所提升。

5. 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 3 月底，流动比率和速动比率分别为 144.25%和 72.02%。2007 年~2009 年公司经营现金流动负债比率有所波动，2009 年为 5.07%。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。

2009 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 5.21 倍和 4.79 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 2010 年 3 月底，公司在各商业银行获得总授信额度为 161.92 亿元，其中 68.77 亿元未使用，公司间接融资渠道正常。此外，公司于 2006 年、2008 年和 2009 年成功发行 3 期短期融资券，2006 年和 2008 年短期融资券公司已如期兑付，并于 2010 年发行 7 亿元企业债券，公司在资本市场具有较强的融资能力。

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。

七、综合评价

公司是山东省国资委全资直属的大型企业集团，目前形成了包括商业零售、生物制药、房地产、教育、传媒在内的多元化业务格局，核心的商业零售业务在山东及周边市场以具备了显著的品牌优势和规模优势，整体的竞争实力强。

近年来，公司业务规模持续扩大，资产和收入规模较快增长，盈利水平逐步提升，经营活动产生的现金流量规模大；资产质量正常，债务负担较重；未来随着业务规模的快速扩张，存在一定的对外融资压力。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，以及随着地产、医药、传媒等业务板块的逐步发展，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。

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	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
货币资金	254541.99	342442.64	403355.98	25.88	564198.39
交易性金融资产	1776.09	715.06	731.59	-35.82	709.87
短期投资					
应收票据	4877.74	4496.58	6277.72	13.45	6623.23
应收账款	8578.10	9024.42	17389.73	42.38	28812.99
预付款项	54058.66	43108.24	106908.26	40.63	132044.73
应收利息					
应收股利	63.28				
其他应收款	123568.17	123721.43	76296.04	-21.42	96923.49
存货	182929.13	274792.70	609109.74	82.48	831586.60
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	701.93				
流动资产合计	631095.09	798301.06	1220069.05	39.04	1660899.30
非流动资产：					
可供出售金融资产			3.85		2.52
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	27848.71	27768.71	23893.44	-7.37	23958.40
股权分置流通权					
投资性房地产			584.26		2053.01
固定资产	260482.30	368118.93	359278.04	17.44	389397.23
生产性生物资产					
在建工程	58188.63	82623.02	71698.67	11.00	77077.02
工程物资	47.12	22.62	18.78	-36.87	2.00
固定资产清理			1086.84		1086.84
油气资产					
无形资产	26103.89	44834.02	42480.33	27.57	44716.24
开发支出					
商誉	9047.39	9047.39	39871.39	109.93	39871.39
长期待摊费用	22613.97	23047.49	27585.17	10.45	30724.79
递延所得税资产	2828.98	2378.16	13918.32	121.81	13832.30
其他非流动资产					
非流动资产合计	407161.00	557840.34	580419.09	19.40	622721.74
资产总计	1038256.09	1356141.40	1800488.15	31.69	2283621.04

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	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动负债：					
短期借款	244199.99	326329.56	391754.87	26.66	588807.31
短期应付债券					
应付票据	54427.42	69149.56	49985.00	-4.17	84745.00
应付账款	62872.43	52936.21	66769.98	3.05	62839.46
预收款项	7163.04	3100.46	203167.75	432.57	250144.77
应付职工薪酬	4732.59	5468.17	4922.27	1.98	5827.30
应交税费	11698.20	11608.92	30157.66	60.56	14574.38
应付利息	290.94	337.86	942.76	80.01	874.54
应付股利	1731.37	4957.77	6501.85	93.79	5300.58
其他应付款	126391.95	82950.27	83008.91	-18.96	77133.94
一年内到期的非流动负债	37800.00	13200.00	64385.00	30.51	61185.00
其他流动负债					
流动负债合计	551307.93	570038.78	901596.04	27.88	1151432.27
非流动负债：					
长期借款	98424.00	246140.60	215469.32	47.96	281515.16
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	763.16				
预计负债					
递延所得税负债	1.49	1.49	386.81	1513.94	386.81
其他非流动负债		763.16	600.00		600.00
非流动负债合计	99188.65	346905.25	428456.13	107.84	564501.97
负债合计	650496.58	916944.02	1330052.17	42.99	1715934.24
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	135626.09	166665.06	168575.96	11.49	168575.96
资本公积	86690.41	42258.86	33535.87	-37.80	66697.20
减：库存股					
盈余公积	1698.83	1724.05	1726.12	0.80	1726.12
未分配利润	13714.00	45066.22	57936.15	105.54	62144.51
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	237729.34	255714.18	261774.10	4.94	299143.80
少数股东权益	150030.18	183483.19	208661.87	17.93	268543.00
所有者权益（或股东权益）合计	387759.51	439197.37	470435.97	10.15	567686.80

附件 3 公司利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 月
一、营业收入	959459.06	1475272.93	1684089.51	32.49	522216.06
减: 营业成本	742818.17	1139536.65	1308404.61	32.72	425122.00
营业税金及附加	9708.75	17657.57	34091.25	87.39	4421.21
销售费用	102142.52	139751.43	163215.04	26.41	50606.84
管理费用	44167.54	66161.53	70482.70	26.33	18279.65
财务费用	15448.71	31643.99	34981.62	50.48	11224.23
资产减值损失	169.72	2037.21	-7137.29		-108.79
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	121.34	9.83	85.53	-16.05	0.08
投资收益 (损失以“—”号填列)	2503.55	4070.94	6857.85	65.51	64.95
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	378.33				
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	47628.56	82565.32	86994.95	35.15	12735.94
加: 营业外收入	7323.72	4785.69	6530.54	-5.57	905.21
减: 营业外支出	3306.07	1762.08	4538.13	17.16	619.54
其中: 非流动资产处置损失	361.78	0.42		-100.00	
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	51646.20	85588.93	88987.35	31.26	13021.62
减: 所得税费用	24048.16	26042.56	27873.93	7.66	5765.82
加: 未确认的投资损失					
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	27598.05	59546.37	61113.42	48.81	7255.79
少数股东损益	25891.93	26267.97	25824.47	-0.13	3047.43
五、归属于母公司所有者的净利润	1706.12	33278.40	35288.95	354.79	4208.36

附件 4-1 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1~3 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	1084582.74	1682458.41	2150664.99	40.82	577738.58
收到的税费返还	881.60	1055.07	925.59	2.46	253.27
收到其他与经营活动有关的现金	85914.55	52055.01	1161364.58	267.66	271338.75
经营活动现金流入小计	1171378.90	1735568.49	3312955.16	68.17	849330.60
购买商品、接受劳务支付的现金	905981.50	1409911.00	1766887.66	39.65	582648.96
支付给职工以及为职工支付的现金	48095.04	51877.57	79166.37	28.30	19923.52
支付的各项税费	59962.40	66409.03	90342.32	22.75	25770.31
支付其他与经营活动有关的现金	122713.12	166211.57	1330841.45	229.32	195506.79
经营活动现金流出小计	1136752.06	1694409.17	3267237.80	69.53	823849.58
经营活动产生的现金流量净额	34626.84	41159.32	45717.36	14.90	25481.02
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	3117.38	1376.55		-100.00	
取得投资收益收到的现金	2125.22	1841.24		-100.00	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2066.91	3635.42	1599.65	-12.03	402.57
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	7309.51	6853.21	1610.95	-53.05	402.57
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	45880.38	158287.93	214196.92	116.07	92662.05
投资支付的现金	15621.81	703.99	17698.37	6.44	
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	205.67	390.65	4912.70	388.74	
投资活动现金流出小计	61707.86	159382.56	256781.62	103.99	92662.05
投资活动产生的现金流量净额	-54398.35	-152529.34	-255170.67	116.58	-92259.48
	-19771.52	-111370.02	-209453.31	225.48	
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	65695.83		2400.16	-80.89	65680.00
取得借款收到的现金	282248.03	554000.00	929171.77	81.44	294072.39
收到其他与筹资活动有关的现金	310.77		60619.78	1296.65	
筹资活动现金流入小计	348254.64	554000.00	992191.71	68.79	359752.39
偿还债务支付的现金	206195.41	310101.11	591188.31	69.33	117074.52
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	19596.26	41128.45	67019.57	84.93	14045.13
支付其他与筹资活动有关的现金	3184.03	3502.43	63617.10	346.99	1012.28
筹资活动现金流出小计	228975.69	354731.99	721824.98	77.55	132131.92
筹资活动产生的现金流量净额	119278.94	199268.01	270366.73	50.55	227620.46
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	39.77	2.66	-0.08		0.41
五、现金及现金等价物净增加额	99547.20	87900.65	60913.34	-21.78	160842.41
加: 期初现金及现金等价物余额	154994.79	254541.99	342442.64	48.64	403355.98
六、期末现金及现金等价物余额	254541.99	342442.64	403355.98	25.88	564198.39

附件 4-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
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	1706.12	33278.40	35288.95	354.79
加: 少数股东损益	25891.93	26267.97	25824.47	-0.13
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的资产减值准备	169.72	2037.21	-7137.29	
固定资产折旧	12855.36	43461.01	45074.74	87.25
无形资产摊销	1330.46	2174.30	7618.34	139.29
长期待摊费用摊销	1470.68	9108.76	5373.78	91.15
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	-173.85	277.37	-1005.13	140.45
固定资产报废损失				
公允价值变动损失(减:收益)	-121.34	-9.83	-85.53	-16.05
财务费用	16310.85	34409.93	34959.30	46.40
投资损失(减:收益)	-2503.55	-4070.94	-6857.85	65.51
递延所得税资产减少(减:增加)	2774.35	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)	-53993.14	-91617.32	-334317.04	148.83
经营性应收项目的减少(减:增加)	-7744.08	9800.15	-26521.08	85.06
经营性应付项目的增加(减:减少)	36653.33	-24408.50	278656.52	175.73
其他				
经营活动产生的现金流量净额	34626.84	41159.32	45717.36	14.90
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	254541.99	342442.64	403355.98	25.88
减: 货币资金的期初余额	154994.79	254541.99	342442.64	48.64
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	99547.20	87900.65	60913.34	-21.78

附件 5 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	78.66	109.37	90.57	--
存货周转次数(次)	4.76	4.98	2.96	--
总资产周转次数(次)	1.03	1.23	1.07	--
现金收入比(%)	113.04	114.04	127.70	110.63
盈利能力				
营业利润率(%)	21.57	21.56	20.28	17.75
总资本收益率(%)	5.34	7.88	7.16	--
净资产收益率(%)	7.12	13.56	12.99	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	20.24	44.08	43.72	46.91
全部债务资本化比率(%)	52.86	63.22	64.95	68.53
资产负债率(%)	62.65	67.61	73.87	75.14
偿债能力				
流动比率(%)	114.47	140.04	135.32	144.25
速动比率(%)	81.29	91.84	67.76	72.02
经营现金流动负债比(%)	6.28	7.22	5.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.12	5.07	5.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.20	4.32	4.79	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.05	-0.15	-0.24	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.21	-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

联合资信评估有限公司关于 山东省商业集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在山东省商业集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山东省商业集团有限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。山东省商业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知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有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山东省商业集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，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，据以确认或调整主体长期信用等级。

如山东省商业集团有限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有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如山东省商业集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山东省商业集团有限公司、主管部门、交易机构等。

