

信用等级公告

联合[2011] 266 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及其拟发行的 2011 年度第一期中期票据的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⁺

山东省商业集团有限公司

2011 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一一年六月二十日

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) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.liahecredit.com

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 2011 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付止有效，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

二零一一年六月二十日



山东省商业集团有限公司

2011 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 8 亿元

本期中期票据期限: 3 年

评级时间: 2011 年 6 月 20 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
资产总额(亿元)	135.61	180.05	247.67	253.94
所有者权益(亿元)	43.92	47.04	75.35	76.54
长期债务(亿元)	34.61	36.55	52.36	56.87
全部债务(亿元)	75.48	87.16	103.16	108.65
营业收入(亿元)	147.53	168.41	223.68	72.37
利润总额(亿元)	8.56	8.90	11.63	2.14
EBITDA(亿元)	17.48	18.20	22.00	---
经营性净现金流(亿元)	4.12	4.57	5.42	1.23
营业利润率(%)	21.56	20.28	21.60	17.56
净资产收益率(%)	13.56	12.99	11.30	---
资产负债率(%)	67.61	73.87	69.58	69.86
全部债务资本化比率(%)	63.22	64.95	57.79	58.67
流动比率(%)	140.04	135.32	154.96	158.53
全部债务/EBITDA(倍)	4.32	4.79	4.69	---
EBITDA 利息倍数(倍)	5.07	5.21	4.79	---
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.19	2.28	2.75	---

分析师

谢凌艳 丁继平

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具备政府支持、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,但考虑到山东省经济的快速发展和居民消费能力增强,公司在区域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。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

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。

5. 公司现金类资产充裕，EBITDA及经营性现金流入量对本期中期票据保障能力强。

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，改制以来，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2010年底，公司合并资产总额247.67亿元，所有者权益合计75.35亿元（含少数股东权益37.62亿元）；2010年公司实现营业收入223.68亿元，利润总额11.63亿元。

截至2011年3月底，公司合并资产总额253.94亿元，所有者权益合计76.54亿元（含少数股东权益38.16亿元）；2011年第一季度，公司实现营业收入72.37亿元，利润总额2.14亿元。

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、本期中期票据概况

公司计划于2011年发行第一期中期票据8亿元（以下简称“本期中期票据”），期限3年。本期中期票据无担保。

本期中期票据募集资金中的2亿元用于偿还银行贷款，优化公司融资结构；6亿元用于补充零售业的营运资金。

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，2010年公司零售业主营业务收入为181.18亿元，占营业收入的81.00%。公司目前是山东省最大的零售企业，截至2011年3月底，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82家百货超市复合门店、147家连锁超市，9家家居专营店，7家汽车专营店（6家4S店、1家城市展厅），经营面积超过270万平方米。2009年和2010年公司分别位列中国连锁经营100强第16名和第12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，2010年鲁商置业实现

营业收入30.18亿元，利润总额5.89亿元。

2. 人员素质

公司董事长兼党委书记季绪绮先生，工商管理硕士，高级经济师，曾任山东省五交化公司副总经理，山东省商业综合公司总经理，山东省商业大厦总经理，山东世界贸易中心总经理，公司副总经理、总经理等职。季绪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 13 名，其中总经理 1 名，纪委书记 1 名，副总经理 9 名，工会主席 1 名，总法律顾问 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 2010 年底，公司共有职工 23082 人。从学历构成来看，大学专科以上占比 91.52%；高中及以下学历占比 8.48%。从年龄结构看，30 岁以下占比 58.86%；30~50 岁占比 37.53%；50 岁及以上占比 3.61%。

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

近年来，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，年返还额近千万元。

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长远发展的重大问题，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。

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期目标责任考核。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。2008~2010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23.13%,2010年公司实现营业收入223.68亿元,其中主营业务收入216.21亿元。近年,公司零售业务经营网点持续较快增加,在营业收入中占比较高,2010年为81.00%。2008~2010年,公司制药业务收入逐年增加,2010年在营业收入中占3.30%;房地产业务呈波动趋势,2010年在营业收入中占13.49%。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,占营业收入比重也逐年下滑,2010年为2.20%。

商业零售业务是公司主要的利润来源,商业零售板块毛利率较稳定;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,公司房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。

2011年1~3月,公司实现营业收入72.37亿元,为2010年全年的32.25%;其中零售业务收入占比上升至92.81%,毛利率为17.37%;制药业务收入占2.47%,毛利率有所下滑,为

68.72%;房地产业务收入占比降至2.10%,毛利率为32.89%。

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1 公司营业收入构成情况

	营业收入(亿元)				毛利率(%)			
	2008年	2009年	2010年	2011年1-3月	2008年	2009年	2010年	2011年1-3月
零售业	113.15	136.48	181.18	67.17	18.54	17.34	18.40	17.37
生物制药业	5.80	7.17	7.39	1.79	81.72	79.92	77.13	68.72
房地产业	20.22	16.18	30.18	1.52	35.41	35.54	33.86	32.89
食品及其他	8.36	8.58	4.93	1.89	8.25	28.21	52.33	1.59
合计	147.53	168.41	223.68	72.37	22.76	22.31	23.17	18.56

注:(1)上表中零售业收入包括汽车销售收入,2010年汽车销售收入为21.42亿元;

(2)资料来源:公司年报。

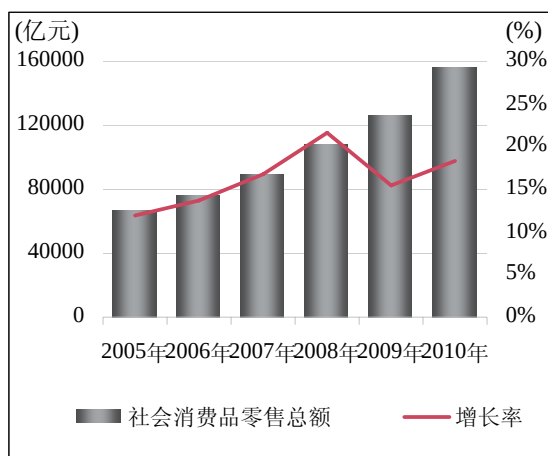
2. 商业零售

(1) 行业分析

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。

图1 社会消费品零售总额及增长率情况



资料来源:国家统计局

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,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。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。

根据《2010年国民经济和社会发展统计公报》,2010年社会消费品零售总额156998亿元,比上年增长18.3%,扣除价格因素,实际增长14.8%。按经营地统计,全年城镇消费品零售额136123亿元,同比增长18.7%;乡村消费品零售额20875亿元,同比增长16.2%。按消费形态统计,商品零售额139350亿元,同比增长18.4%;餐饮收入额17648亿元,同比增长18.1%。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34.8%,粮油类增长27.9%,肉禽蛋类增长21.7%,服装类增长25.8%,日用品类增长25.1%,文化办公用品类增长23.5%,通讯器材类增长21.8%,化妆品类增长16.6%,金银珠宝类增长46.0%,中西药品类增长23.5%,家用电器和音像器材类增长27.7%,家具类增长37.2%,建筑及装潢材料类增长32.3%。

连锁经营成为行业发展主导模式

2011年3月,中国连锁经营协会正式对外发布“2010中国连锁百强名单”。调查显示,2010年,连锁百强销售规模达到1.66万亿元,同比

增长21.2%，增幅高出社会消费品零售总额2.9个百分点；分别比2009年的13.5%和2008年的18.4%高出7.7和2.8个百分点。百强企业门店总数达到15万个，同比增长9.8%。百强企业销售额占到社会消费品零售总额的11%，与2009年基本持平。

在“连锁百强”中，苏宁电器集团以1562亿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1549亿元、1037亿元、862亿元、718亿元的销售业绩排名第二至第五位。百强最后一名的销售额为22亿元，比上年提高37%。公司下属的山东银座商城股份有限公司排名由16位上升至12位。

表2 2010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	苏宁电器集团	15622292	33.5	1342	41.4
2	国美电器有限公司	15490000	45.0	1346	15.0
3	百联集团有限公司	10369291	5.9	5809	-5.6
4	大连大商集团有限公司	8615769	22.1	170	6.3
5	华润万家有限公司	7180000	5.6	3155	7.8
6	康成投资(中国)有限公司(大润发)	5022500	24.2	143	18.2
7	家乐福(中国)管理咨询服务有限公司	4200000	14.8	182	16.7
8	安徽省徽商集团有限公司	4051974	17.9	2915	1.1
9	沃尔玛(中国)投资有限公司	4000000	17.6	219	25.1
10	重庆商社(集团)有限公司	3821585	27.2	319	1.9
11	物美控股集团有限公司	3750456	14.9	2578	10.5
12	山东银座商城股份有限公司	3700000	44.3	264	28.2
13	新合作商贸连锁集团有限公司	3560000	18.7	99321	12.0
14	百胜餐饮集团中国事业部	3360000	16.7	3500	9.4
15	农工商超市(集团)有限公司	2781359	4.0	3204	-3.8
16	百思买(中国内地)	2700000	5.1	277	5.7
17	合肥百货大楼集团股份有限公司	2490000	19.1	171	25.7
18	宏图三胞高科技技术有限公司	2008965	26.1	191	11.7
19	武汉中百集团股份有限公司	1923413	14.1	713	5.8
20	新世界百货中国有限公司	1790000	19.3	37	8.8

资料来源：中国连锁经营协会

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年以来，百强中外资企业如沃尔玛、家乐福、等增幅明显高于内资。外资企业业态相对单一，主要集中在大型超市业态。2010年，百强中的5家外资大型超市新增店铺140家，新开店数比上年增加了22%。外资企业总体保持较快的发展速度，且开店和销售增幅基本保持同步。2010年，店铺增幅超过20%的外资企业达到6家（2009年为2家）。

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。

百货店发展速度高于超市

2010年，以经营百货为主的连锁企业占据了三分之一的百强席位。35家主营百货的连锁企业的销售额和店铺数量平均增幅分别为23.2%和18.5%，明显高于超市连锁企业。并购成为百货企业扩张的重要方式，为数不少的百货企业在2010年进行了并购。

以超市为代表的快消品百强，2010年的销售规模和门店数量增幅分别为13.8%和4.5%（剔除个别特殊情况），店铺增幅低于2009年，但销售增幅比2009年有所提高（2009年分别为10.2%和9.5%）。

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。

经营成本大幅上涨

2010年，百强企业面临的困难是经营成本的提高，包括租金成本和人工成本。对优质网点资源的竞争、房地产价格飙升带来房租的大幅度上涨，企业租金成本明显提高，有限的利润被租金吞食，也造成企业新开门店数量的减缓。统计显示，2010年，连锁企业续约房租成本平均上涨约30%。

人工成本上升的直接体现是员工工资和福利的增长。对百强企业的抽样统计显示，2010年，人工成本平均上涨15%。此外，人员流失率高以及因此造成的招聘、培训等方面的投入也明显增加。

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。

未来发展

国内宏观经济的持续稳定发展，带动了消费市场的繁荣，拉动内需、促进消费等政策力度有望进一步加大。

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。

山东省零售企业所处环境

据山东省统计局资料，2010年山东省实现生产总值（GDP）39416.2亿元，按可比价格计算，同比增长12.5%。城乡居民收入保持较好增势，2010年山东省城镇居民人均可支配收入19946元，同比增长12.0%；农民人均纯收入6990元，同比增长14.2%。

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。2010年，山东省实现社会消费品零售总额14211.6亿元，同比增长18.6%。城镇市场零售额11388.4亿元，比上年增长19.5%；乡村市场零售额2823.2亿元，增长15.2%。餐饮收入1493.7亿元，增长19.7%；商品零售12717.9亿元，增长18.5%。在限额以上批发和零售企业中，金银珠宝类零售额110.2亿元，增长35.7%；家用电器和音像器材类零售额425.8亿元，增长36.3%；家具类零售额206.3亿元，增长36.9%；建筑及装潢材料类零售额151.1亿元，增长39.7%；机电产品及设备类零售额102.6亿元，增长49.2%；汽车类零售额1441.5亿元，增长31.5%。

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。

（2）公司零售业经营情况

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，门店数量不短拓展。2009年公司新开百货超市复合店14家，新增营业面积近40万平方米；2010年公司新开百货超市复合店19家、连锁超市20家、购物中心2家。截至2011年3月底，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82家百货超市复合门店、147家连锁超市，9家家居专营店，7家汽车专营店（6家4S店、1家城市展厅），经营面积超过270万平方米。

表3 2010年底公司汽车4S店情况

4S店名称	经销品牌	开业时间
山东银座天尊汽车有限公司	奥迪	2007.01.08
山东银座汽车贸易有限公司	一汽大众	1999.05.21
山东银座大众汽车有限公司	上海大众	2002.01.29
山东银座天福汽车有限公司	长安福特	2004.08.12
山东银座天通汽车有限公司	上海通用	2007.09.05
山东银座天锐汽车有限公司	斯柯达	2007.04.18

资料来源：公司提供

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2010年底公司已在河北邢台、河北石家庄和河南濮阳等地拥有11家省外百货超市复合店。

表 4 2008 年~2011 年第一季度公司零售业店面经营情况

店面种类	2008 年		2009 年		2010 年		2011.03.31	
	店面数 (家)	经营面积 (万平方米)	店面数 (家)	经营面积 (万平方米)	店面数 (家)	经营面积 (万平方米)	店面数 (家)	经营面积 (万平方米)
百货超市复合店	47	114.1	61	152.55	80	181.85	82	183.05
超市	102	4.85	122	5.84	142	6.5	147	6.7
家居店	6	30.65	7	37.53	9	54.03	9	54.03
家电店	0	0	10	2	21	4.08	27	4.75
购物中心	0	0	0	0	2	21.6	2	21.6
汽车	7	2.13	7	2.13	7	2.13	7	2.13

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本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 5 公司零售业主要经营网点销售情况

序号	企业名称	经营面积 (平方米)	开店时间	物业权属	经营方式	销售额(万元)
						2010 年
1	山东银座商城股份有限公司	41955	1996.6.22	自有	百货	230914.84
2	济南银座购物广场有限公司	22736	1999.10.31	租赁	百货+超市	98878.28
3	济南银座商城有限责任公司	13656	2002.9.28	租赁	百货	40549.62
4	东营银座购物广场有限公司	38142	2003.4.26	自有	百货+超市	59887.96
5	泰安银座商城有限公司	31892	2001.1.12	自有	百货+超市	58305.28
6	淄博银座商城有限责任公司	31367	2003.5.1	自有	百货+超市	65155.02
7	济南银座北园购物广场有限公司	28422	2002.9.15	自有	百货+超市	39051.45
8	滨州银座购物广场有限公司	17314	2003.1.18	租赁	百货+超市	32544.1
9	滕州银座商城有限公司分公司	20168	2009.8.28	自有	百货+超市	17241.82
10	临沂银座商城有限公司	31285	2005.1.18	自有	百货+超市	46667.45
11	日照银座商城有限公司	18987	2006.1.18	租赁	百货+超市	22958.97
12	淄博银座商城有限责任公司周村购物广场	19350	2006.5.28	自有	百货+超市	19677.86
13	银座集团股份有限公司潍坊银座商城	56567	2010.10.23	自有	购物中心	11378.53
14	银座集团股份有限公司菏泽银座商城	32495	2006.9.24	自有	百货+超市	41338.2
15	新泰银座商城有限公司	9258	2006.9.28	租赁	百货+超市	17548.3
16	泰安银座商城有限公司东湖店	12491	2006.12.16	租赁	百货+超市	12287.79
17	济宁银座商城有限公司	18586	2007.1.28	租赁	百货+超市	35273.76
18	邢台银座商城有限公司	19128	2007.7.20	租赁	百货+超市	14815.95
19	银座集团股份有限公司济南华信购物广场	17441	2007.9.12	租赁	百货+超市	20338.89
20	莱芜银座商城有限公司	27452	2007.10.28	自有	百货+超市	25116
21	济南银座家居有限公司	24654	2003.8.16	自有	家居	11030.38
22	石家庄东方购物广场	55000	2009.11.3	自有	百货+超市	78893.66
23	博山银座店	14094	2007.4.28	自有	百货+超市	16820.46
24	长清银座店	20498	2006.9.23	租赁	百货+超市	11546.41
25	章丘银座店	15097	2008.9.26	租赁	百货+超市	14522.49
26	济宁银座购物广场	23048	2008.10.30	自有	百货+超市	19307.62
27	莱芜银座钢城店	15700	2008.5.18	租赁	百货+超市	12283.05
28	滨州银座黄河店	23624	2009.6.12	自有	百货+超市	18751.84
29	银座燕山店	9594	2008.11.16	租赁	百货+超市	23506.70
30	濮阳银座店	18816	2009.1.16	租赁	百货+超市	11423.11
合计		728817	--	--	--	1128015.79

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，四种模式占营业收入的比重分别为63.5%、5%、30%和1.5%。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，并与生产厂家或商品委托方签定协议约定商品的进货价，公司按市场价格进行商品的销售，协议进货价与实际售价之间的差额即为公司的利润；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进行采购，再由公司的营业员进行销售；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。2010年公司零售业前五大供应商分别为：山东银福珠宝金行有限公司、绫致时装销售（天津）有限公司、青岛传承国际商贸有限公司济南分公司、山东济南烟草有限公司和山东鲁滨首饰集团有限公司。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，并对物流中心的管理系统、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：2010年，公司零售业销售规模居全国第12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（以下简称“银座股份”，证券代码为600858.SH，公司合并持股27%），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 and 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。

截至2011年3月底，公司商业地产主要在建工程为威海银座商城项目、振兴街购物中心和临沂银座商城。威海银座商城项目位于山东威海世昌大道一号原威海卫啤酒厂地，项目占地1.778万平方米，规划建筑面积6.01万平方米，其中地上五层，地下两层，总投资2.73亿元，将建成集高档购物、超市、娱乐为一体的大型综合商场。该项目已于2010年3月动工兴建，预计将于2011年末完工。2012年上半年正式营业。振兴街购物中心位于济南经十路，项目规划建筑面积48万平方米，总投资19.25亿元，将建成集办公、高档购物、精品超市的大型综合购物中

心，打造“济南家庭娱乐型购物中心”，目前购物中心主力店主体及内部墙体施工已经基本完成，现正在进行外墙的装饰和内部装修工作，预计2011年下半年可正式营业。临沂银座商城占地4万平方米，总投资约10亿元，项目规划建设面积约25万平方米。该项目聘请国外知名购

物中心设计公司担纲设计，致力于打造临沂首家与国际接轨的大型购物中心，是临沂市首个以商业为主的大型城市综合体项目。项目涵盖了高档百货店、超市、步行街、真冰溜冰场、影院、酒店式公寓等多种物业形态，预计可于2012上半年完工营业。

表6 截至2011年3月底公司商业地产主要在建工程（单位：万平方米/亿元）

项 目	占地面 积	建设期间	工程 进度	总投资	累计完成 投资	资金来源
威海银座商城	1.778	2010.3~ 2011.12	54%	2.7	1.46	银行贷款 1.2 亿元，其他为自有资金
振兴街购物中心	5.74	2008.12~ 2011.12	77%	19.25	14.74	开发贷款 7 亿（已到位 3.66 亿）；政府调控资金 2.6 亿；其他自筹
临沂银座商城	4	2009.10~ 2012.03	50%	9.5	3.9	银行贷款 2.5 亿元，其他自筹

3. 生物制药

(1) 行业分析

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。近年来中国医药企业实现的销售收入增长速度要远快于国民经济的增长速度，2009年医药工业实现销售收入 7963.70 亿元，同比增长 21.10%；实现利润总额 801.87 亿元，同比增长 24.3%，整体行业收入增速有所放缓，但盈利能力增强。2010 年医药行业增加值比上年增长 14.9%，增速与上年持平，其中生产化学药品原药同比增长 13.9%，中成药同比增长 21.6%。2010 年 1~11 月，医药行业实现利润 1156 亿元，同比增长 28.8%，增幅同比提高 2.9 个百分点。

与发达国家相比，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。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。《国民经济和社会发展规划纲要》提出要培育发展战略性新兴产业，生物产业重点发展生物医药、生物医学工程产品、生物农业、生物制造。未来几年生物制药产业政策导向利好。

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。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给医药生产企业的盈利产生一定影响。

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。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。中国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。2010年11月，工业和信息化部、卫生部、国家食品药品监督管理局联合发布了《关于加快医药行业结构调整的指导意见》，重点内容是扶持创新及技术提升、推进并购重组、提升行业集中度。

在医改背景的良好预期下，政策环境支持行业长期向好，医改带来的药品扩容、行业集中度的提高以及对研发创新型企业扶持的产业政策，将使优势企业获得良好的发展机遇。

综合看，预计医药行业在构建全民医疗保障制度和国内经济高增长的大背景下，未来几年中国医药工业发展前景良好。

（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。2010年公司生物制药收入7.39亿元，同比增长3.07%，其中医药生产收入占75.56%（主要包括润舒、润洁、颈痛片等产品），医药商业收入占24.44%。

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有限公司	从事生物工程技术在医药保健品等领域的技术开发、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

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008年底，为了刺激内需，稳定经济增长，改善民生，中国政府出台了多项信贷、消费政策，旨在维护房地产市场稳定，支持房地产行业平稳调整。在相关具体政策的拉动下，2009年中国完成房地产开发投资36232亿元，同比增长16.1%，其中住宅投资25619亿元，同比

增长 14.2%，商品房销售面积 93713 万平方米，同比增长 42.1%，其中住宅销售面积 85294 万平方米，同比增长 43.9%。房地产市场整体呈现快速复苏态势，市场需求有所释放，超过同期的开发投资规模增速。

2009 年房价也出现快速上涨态势，根据国土部下属中国土地勘测规划院全国城市地价监测组发布的《2009 年全国主要城市地价状况分析报告》，2009 年全年商品住宅销售均价 4474 元/平方米，较 2008 年每平米上涨超过 1000 元，远远超过此前上涨较快的 2006 年和 2007 年。

随着房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。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。

2010 年 4 月为抑制房地产价格的快速上涨，国家出台了更为严厉的房地产政策，发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，提出十条举措，称为房地产“新国十条”。主要内容包括：一、停发第三套房贷：对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况暂停发放购买第三套及以上住房贷款；二、遏制外地炒房者：对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款；三、政府问责机制强化执行力：要求各地区、各有关部门认真落实中央确定的房地产市场调控政策，建立考核问责机制，对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任。

2010 年 9 月，中国国土资源部表示将严格土地竞买人资格审查，土地闲置一年以上竞买人及其控股股东将被禁止拿地。同月，国务院批准，财政部、国家税务总局、住房和城乡建设

部五大部委联合发布房产调控新政策：包括限购令、差别化住房信贷政策、调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策、切实增加住房有效供给等五条措施。

2011 年 1 月 26 日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，第三轮房地产调控启动。其中房贷方面，二套房贷首付比例提至六成，限购令也推向了全国执行，开征房产税、扩大营业税征收范围，在房地产购买限制、持有成本和交易税费方面都进行了大范围调整。2011 年 1 月 27 日，中国上海和重庆宣布从 1 月 28 日起开征房产税，税率为 0.5%~1.2%。2011 年 1 月 27 日，中国财政部表示，自 2011 年 1 月 28 日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

对于房地产开发企业，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业，要在规定时间内一次性公开全部房源，严格按照申报价格，明码标价对外销售。住房城乡建设部门要会同有关部门，加大对捂盘惜售、囤积房源，散布虚假信息、扰乱市场秩序等违法违规行为的查处力度，加强对住房特别是保障性住房的工程质量安全监管。国土资源部门要严格土地出让价款的收缴，深化合同执行监管，加强对闲置土地的调查处理，严厉查处违法违规用地和囤地、炒地行为。

相关政策推出后，从国家统计局公布的数据看，房价上涨速度趋缓，2010 年全国商品房销售面积 10.43 亿平方米，同比增长 10.1%；商品房销售额 5.25 万亿元，同比增长 18.3%。2010 年全国房地产开发投资 48267 亿元，同比增长 33.2%；房屋新开工面积 16.38 亿平方米，同比增长 40.7%。房屋销售价格同比继续上涨，但涨幅回落。2010 年 12 月当月，全国 70 个大中城市房屋销售价格同比上涨 6.4%，涨幅比 11 月份缩小 1.3 个百分点。目前商品房成交量萎缩而成交价格仍在高位震荡，但调控政策累积效应可能会逐渐显现。

在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力度的背景下，开发商的资金链将受到影响，有助于促使其提高土地使用效率、加快项目周转，从而抑制房价非理性上涨，中长期有利于规范市场健康发展，但短期内市场也面临因需求观望而导致成交量萎缩的风险，区域市场走势将产生分化。

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。

(2) 公司房地产业经营情况

公司在 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，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高科技股份有限公司（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（以下简称“鲁商置业”，证券代码为 600232.SH，公司持股 60.02%）。

产品开发及销售

鲁商置业所开发项目业态涵盖了大型购物广场、商业步行街、住宅、写字楼、酒店等，形成“鲁商城市广场”、“鲁商花园住宅”、“鲁商生态别墅”三大产品系列。

表 8 近年来公司房地产业务经营情况

项 目	2008 年	2009 年	2010 年
开工面积（万平方米）	83.54	30.95	134.36
竣工面积（万平方米）	54.84	62.48	63.42
销售面积（万平方米）	34.39	38.97	27.05

资料来源：公司提供

鲁商城市广场主要依托公司商业零售的产业背景，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。目前已开发完成和在开发的有济南鲁商广场、泰安银座城市广场、济南银座晶都国际、济南银座数码广场、济南鲁商国奥城、东营银座城市广场、青岛鲁商中心等。

表 9 截至 2011 年 3 月底鲁商城市广场主要项目情况（单位：亿元/万平方米）

序号	名称	类别	规划建筑面积	总投资	累计完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度（批文情况）
1	济南鲁商广场项目	商业+办公	10	12.4	12.4	-	2008.08~2010.1	竣工、100%销售（五证齐全）
2	泰安银座城市广场	住宅+商业	12	3	3	-	2008.02~2009.09	竣工、100%销售（五证齐全）
3	济南银座晶都国际	商业+办公	15	7.3	7.3	-	2003.11~2008.12	竣工、100%销售（五证齐全）
4	济南鲁商国奥城项目	办公+商业+公寓	43	19	6	10	2008.07~2015.12	1#楼竣工，销售 100%；2#、6#楼在建预售中；3#、4#、5#规划设计阶段
5	东营银座城市广场	商业	11	5	5	4.6	2004.11~2013.12	一、二期竣工，销售 82.5%；三期未动工
6	青岛鲁商中心燕儿岛	住宅+商业	74.5	70	21.3	35	2010.04~2015.04	一期（住宅）在建，预售，销售 90%，二期在建

资料来源：公司提供

鲁商花园住宅是城市核心居住区的花园住宅，依托完备的城市服务配套，秉承地域人文

脉络，融和自然景观资源，打造城市生活中的怡居空间。目前已开发和在开发的主要有济南

鲁商常春藤、青岛四季景园、青岛动感世代、青岛蓝岸国际、临沂凤凰城。

表10 截至2011年3月底鲁商花园住宅主要项目情况（单位：亿元/万平方米）

序号	名称	类别	规划建筑面积	总投资	累计完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度（批文情况）
1	鲁商常春藤	住宅	103.07	34.8	22.2	12.6	2007.03~2014	一、二期已交房，三期已售完，四期在售（五证齐全）
2	青岛即墨动感世代	住宅	28.43	9.6	8.93	0.67	2003.12~2012.05	一期竣工，销售 95%；二期基本完工，销售 98%；
3	青岛鲁商蓝岸国际	住宅	35	16.02	10.5	5.52	2008.09~2013.04	一期竣工销售 100%，二期在售，销售 75%，三期在建
4	临沂鲁商凤凰城项目	住宅+商业	15.84	28	13.8	14.2	2007~2014	一期竣工销售 92%；二期在建，三期未开工

资料来源：公司提供

鲁商生态别墅为城市自然风景区的高尚居所，倡导与自然山水的相融相生，将“生态”理念引入规划开发中，以富有建筑张力的独栋、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。现主要开发北京蓝岸丽舍、重庆云山原筑、济南鲁商御龙湾、青岛一山一墅等项目。

表11 截至2011年3月底鲁商生态别墅项目情况（单位：亿元/万平方米）

序号	名称	类别	规划建筑面积	总投资	累计完成投资	未来三年拟投资	建设期间	进度（批文情况）
1	济南鲁商御龙湾	别墅	16.18	13.2	5.6	7.6	2009.2~2014	一期已交房，二期在售，三期准备销售（五证齐全）
2	青岛即墨一山一墅	别墅	9.61	4.8	1.98	2.82	2008.09~2013.04	一期竣工，销售 100%，二期在售，销售 50%。
3	北京顺义蓝岸丽舍项目	别墅	5.78	13	9	4	2008.09~2013.04	一期竣工，销售 100%，二期、三期、8栋花园洋房在建，6栋花园洋房未开工
4	重庆云山原筑	别墅	7.5	2.5	2.2	0.3	2008.11~2012.12	一期已交房，二期在售，三期准备销售（五证齐全）

资料来源：公司提供

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；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。

截至2011年3月底，公司拥有土地储备174.72万平方米，其中商业地产项目占地37.5万平方米。公司土地储备主要集中在山东省内和哈尔滨，大部分土地储备均为住宅、商业综合类开发用地，纯住宅项目仅为锦州的10万平方米土地。未来3年，公司地产业务板块仍将保持较快发展，累计投资规模预计在100亿元左右，会在一定程度上加大公司投资资金压力。

表12 截至2011年3月底公司土地储备情况

土地储备项目	开发类型	土地面积（万 m ² ）	其中：商业地产项目占地面积（万 m ² ）	未开发建筑面积（万 m ² ）	取得方式	土地成本（万元）	取得时间
青岛燕儿岛	城市综合体	12.22	5.5	56.3	挂牌	508493	2009年3月
烟台项目	商业、住宅	5.8	2.1	5.0	转让	20000	2009年10月

济宁·鲁商瑶院	商业、住宅	14.1	1.0	30.2	挂牌	42350	2010年8月
哈尔滨项目	商业、住宅	84.6	20.0	215	挂牌	456746	2010年11月
锦州·鲁商锦麟湾	住宅	10.0	0.0	10.0	挂牌	11166	2010年12月
青岛午山项目	商业、住宅	48	8.9	71.2	挂牌	500000	2011年1月
合计	--	174.72	37.5	387.7	--		--

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。2010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、呼叫中心增值服务等传媒相关业务领域，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，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，2008年~2010年分别为109.11次、90.57次和116.75次。2008~2010年，公司存货周转次数逐年下降，2009年受地产业务土地储备增长较快影响，公司存货周转次数下降至2.96次，2010年为2.29次。2008~2010年，公司总资产周转次数较稳定，2010年为1.05次。

总体看，公司经营效率正常。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2008~2009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，2010年度财务报表已经山东天恒信有限责任会计师事务所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2011年一季度财务数据未经审计。

截至2010年底，公司合并资产总额247.67亿元，所有者权益合计75.35亿元（含少数股东权益37.62亿元）；2010年公司实现营业收入223.68亿元，利润总额11.63亿元。

截至2011年3月底，公司合并资产总额253.94亿元，所有者权益合计76.54亿元（含少数股东权益38.16亿元）；2011年第一季度，公司实现营业收入72.37亿元，利润总额2.14亿元。

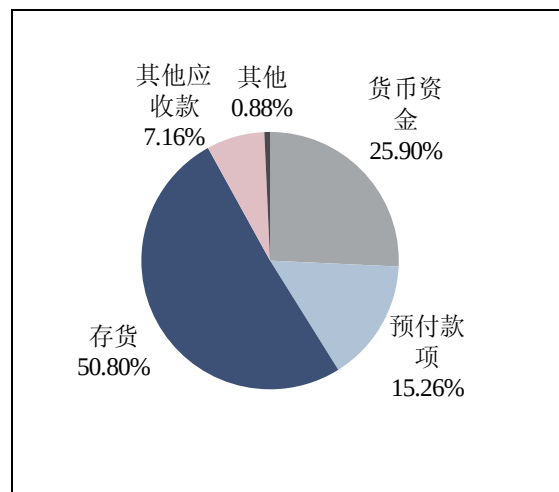
2. 资产质量

2008年~2010年，公司资产总额年复合增长35.14%，主要源自流动资产中预付款项和存货增加以及非流动资产中无形资产增加。截至2010年底，公司资产总额247.67亿元，其中流动资产占71.00%，非流动资产占29.00%，公司资产以流动资产为主，符合公司所处行业特点。

截至2010年底，公司流动资产175.85亿

元，以货币资金、存货、其他应收款和预付款项为主。

图2 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2010年底，公司货币资金45.54亿元，公司货币资金比较充裕。

截至2010年底，公司应收账款余额0.96亿元。从账龄分析看，1年以内的占53.44%，1~2年占30.58%，截至2010年底，公司应收账款坏账准备余额0.36亿元，其占应收账款余额的37.03%；前五大债务人欠款金额占应收账款总额的80.35%。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，提取坏账准备高，其发生坏账损失对公司资产影响小。

截至2010年底，公司其他应收款余额为14.78亿元，其中1年以内的占91.41%，3年以上的占7.62%，坏账提取准备为14.75%；前五大债务人为济南市房地产业协会、山东创业投资公司、青岛恒达信投资管理公司、济南市国土资源局等，欠款金额合计占其他应收款余额的17.74%，集中度一般。

截至2010年底，公司预付账款26.83亿元，其中账龄在1年以内的占52.80%（主要为预付土地出让金和竞拍保证金等），1~2年占33.55%（主要为尚未结算的预付工程款）。

截至2010年底，公司存货89.35亿元，其中主要为库存商品（占4.73%）、自制半成品及

在产品（占 18.32%）、开发成本（占 61.70%）和开发产品（占 15.18%）。开发成本和开发产品主要是房地产项目开发所形成。

截至 2010 年底，公司非流动资产 71.82 亿元，同比增长 23.74%；非流动资产构成中固定资产和无形资产占比较大，分别占 52.06%和 24.52%。

截至 2010 年底，公司长期股权投资 2.66 亿元，主要是对国泰君安证券股份有限公司、长城齐鲁酒店投资管理公司、山东省投资担保有限公司等公司的股权投资。

截至 2010 年底，公司固定资产原值 52.16 亿元，计提累计折旧和减值准备共 14.77 亿元。公司固定资产净值 37.39 亿元，其中房屋及建筑物占 72.93%，机器设备占 13.88%。公司在建工程 4.47 亿元，主要零售业展店项目以及新校区建设项目。

截至 2010 年底，公司无形资产 17.61 亿元，主要是土地使用权、软件费用和专利权，其增长主要源自土地使用权的增长。公司商誉 4.01 亿元，主要是子公司银座股份收购石家庄东方城市广场有限公司以及公司之子公司《山东商报》社收购济南伊特网络信息有限公司所形成。

截至 2011 年 3 月底，公司资产总额 253.94 亿元，较 2010 年底增长 2.53%，其中流动资产占 71.20%，非流动资产占 28.80%，资产构成与 2010 年底相比，基本保持稳定。

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

2008~2010 年，公司所有者权益年复合增长 30.98%，主要来自未分配利润、少数股东权益及资本公积的增长，主要是下属子公司银座股份 2010 年 3 月定向增发所致。

截至 2010 年底，公司所有者权益 75.35 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 23.27%、12.94%和 10.25%，少数股东权益占 49.92%。截至 2011 年 3 月底，公司所有者权益 76.54 亿元，较 2010 年底增长 1.58%。公司权益稳定性较好。

截至 2010 年底，公司负债总额为 172.32 亿元，其中流动负债占 65.85%，非流动负债占 34.15%。公司流动负债中，短期借款占 37.28%，应付票据占 1.22%，其他应付款占 6.33%，应付账款占 11.18%，预收帐款占 32.85%，一年内到期的非流动负债占 6.27%。

截至 2010 年底，公司非流动负债 58.84 亿元，其中长期借款占 51.60%，应付债券占 37.39%。应付债券为公司 2010 年 8 月发行 15 亿元短期融资券以及 2010 年 3 月发行的 7 亿元企业债券。长期应付款占 10.54%，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 2010 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）。

截至 2011 年 3 月底，公司负债总额 177.40 亿元，较 2010 年底增长 2.95%，非流动负债占比上升至 35.71%。与 2010 年底相比，公司流动负债与非流动负债的构成变化不大。

2008 年~2010 年，公司债务水平总体下降，2010 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 69.58%、57.79%和 41.00%。2011 年 3 月底，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 69.86%、58.67%和 42.63%，与 2010 年底相比变化不大。

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，债务规模增长较快，但债务负担下降，

未来随着投资项目的开展，公司债务负担将会上升。

4. 盈利能力

2008年~2010年，公司营业收入年复合增长23.13%，主要来自商业零售收入的增长。2010年公司实现营业收入223.68亿元，其中商业零售收入占81.00%。

2008年~2010年，公司三项费用占营业收入的比重为16.10%、15.95%和16.86%，其中销售费用占比较大。2010年公司实现营业外收入1.84亿元，较2009年增加1.18亿元，主要源于非流动资产处置利得收入增加。

2008年~2010年，公司利润总额年复合增长16.58%，2010年为11.63亿元。2010年公司营业利润率、净资产收益率和总资本收益率分别为21.60%、11.30%和7.34%，公司主业盈利能力较强。

2011年第一季度，公司实现营业收入72.37亿元，利润总额2.14亿元，分别为2010年全年的32.25%和18.39%；营业利润率有所下降，为17.56%。

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，整体盈利能力较强。

5. 现金流分析

2008年~2010年，公司经营活动产生的现金流入量规模较大，年复合增长41.08%。2010年公司的销售商品、提供劳务收到现金232.57亿元；收到的其他与经营活动有关的现金112.89亿元，主要是下属地产公司参加土地竞标收到返还的保证金；经营活动的现金流量净额5.42亿元。从收入实现质量看，三年公司现金收入比率分别为114.04%、127.70%和103.97%，现金回收质量有所下降。

投资活动现金流方面，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大，2010年为14.45亿元，投资活动现金流

出量为15.92亿元；同时投资活动现金流入量规模相对较小，使投资活动产生的现金净流出量仍保持较大规模，为15.33亿元。

2010年公司筹资活动前现金流量净额为-9.91亿元，经营活动产生的现金流量净额不能满足投资支出。2010年，公司对外筹资规模有所下降，2010年公司筹资活动产生的现金流量净额为15.12亿元，其中筹资活动现金流入主要包括银行借款、发行短期融资券和吸收投资，筹资活动流出主要是偿还银行借款及分配股利或偿付利息。

2011年1~3月，公司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和筹资活动产生的现金流量净额分别为1.23亿元、-3.83亿元和2.71亿元。

综合以上，随着公司经营规模扩大，公司经营活动产生的现金流入规模扩大，经营活动获现能力较好，但公司展店方面的投资规模较大，公司对外部融资依赖性较大。

6. 偿债能力

2008年~2010年，公司流动比率和速动比率有所波动，2010年底分别为154.96%和76.23%。2011年3月底，公司流动比率和速动比率分别为158.53%和71.85%。2008年~2010年，公司经营现金流动负债比有所下降，2010年为4.78%。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。

2010年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA分别为4.79倍和4.69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2011年3月底，公司在各商业银行获得总授信额度为233.17亿元，其中153.40亿元未使用，公司间接融资渠道正常。此外，公司于2006年、2008年、2009年和2010年成功发行4期短期融资券，2006年、2008年和2009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2010年底，公司对外担保额17599.37万元，主要是子公司鲁商置业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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据的发行对负债的影响

公司本期中期票据拟发行额度为8亿元，占2011年3月底公司全部债务的7.36%，对公司现有债务的影响较小。

截至2011年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为69.86%和58.67%，以公司2011年3月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至70.78%和60.38%，公司债务负担将进一步加重。考虑到本期中期票据将置换部分银行借款，公司债务负担可能比预计的略低。

2. 本期中期票据偿债能力分析

截至2011年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产和应收票据合计）46.39亿元，为本期中期票据的5.80倍。公司现金类资产对本期中期票据保障能力强。

2008年～2010年，公司EBITDA分别为17.48亿元、18.20亿元和22.00亿元，分别为本期中期票据发行额的2.19倍、2.28倍和2.75倍。

2008年～2010年，公司经营活动产生的现金流入分别为173.56亿元、331.30亿元和345.46亿元，分别为本期中期票据发行额的21.69倍、41.41倍和43.18倍；经营活动产生的现金流量净额分别为4.12亿元、4.57亿元和5.42亿元，分别为本期中期票据发行额的0.51倍、0.57倍和0.68倍，整体上经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度高，但经营活动现金流量净额对本期中期票据覆盖程度一般。

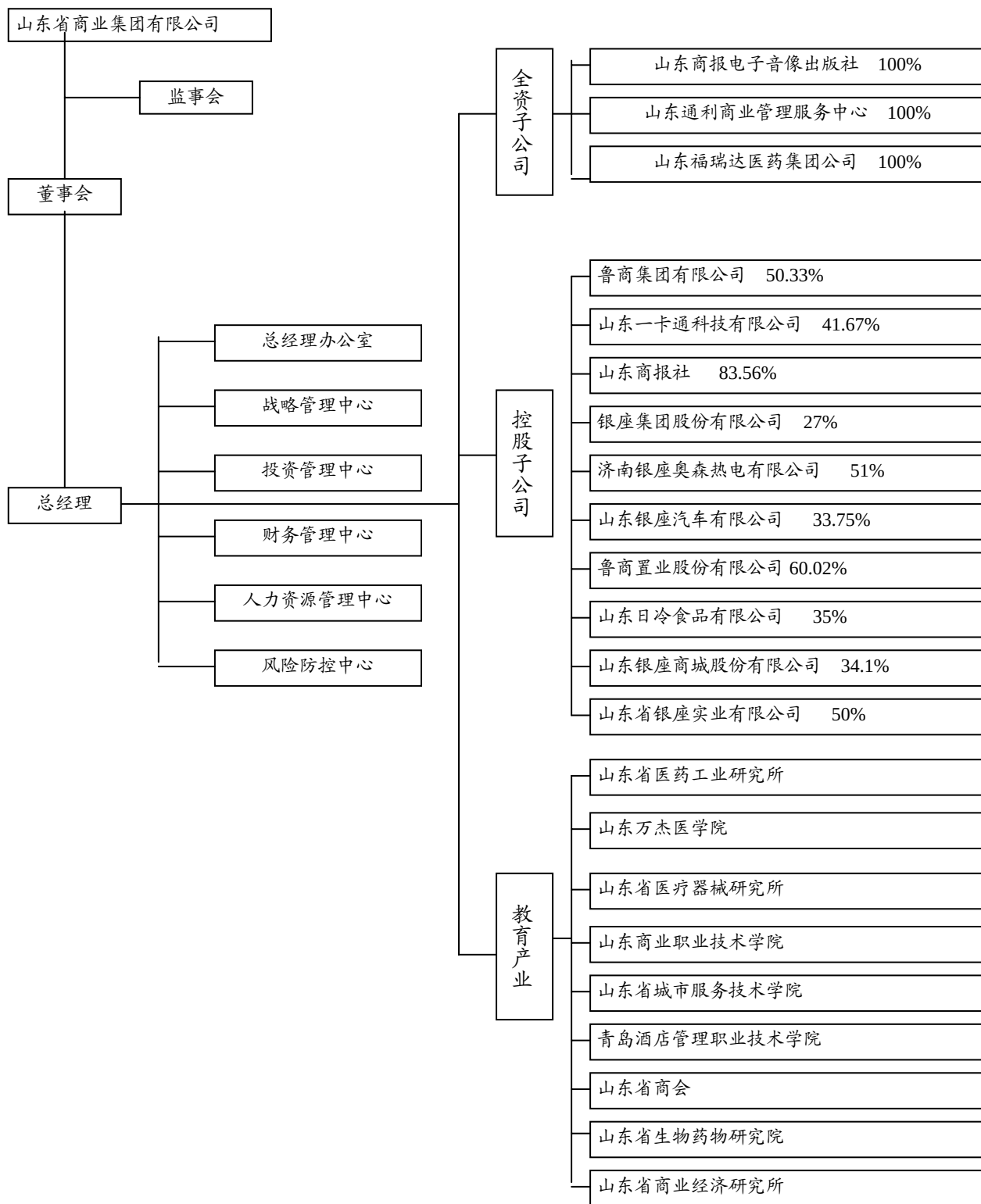
八、综合评价

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已具备了显著的品牌优势和规模优势，整体竞争实力强。

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，公司主体信用风险很低。

公司现金类资产充裕，经营活动现金流入量大，对本期拟发行中期票据覆盖程度好；公司直接、间接融资渠道畅通。综合看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

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）

资产	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动资产：					
货币资金	342442.64	403355.98	455434.65	15.32	456571.88
交易性金融资产	715.06	731.59	719.73	0.33	713.54
短期投资					
应收票据	4496.58	6277.72	8594.40	38.25	6565.14
应收账款	9024.42	17389.73	6057.75	-18.07	8616.05
预付款项	43108.24	106908.26	268308.37	149.48	245805.10
应收利息					
应收股利					
其他应收款	123721.43	76296.04	125984.59	0.91	101238.92
存货	274792.70	609109.74	893384.15	80.31	988569.52
其他流动资产					
流动资产合计	798301.06	1220069.05	1758483.64	48.42	1808080.15
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	27768.71	23893.44	26637.68	-2.06	26757.52
股权分置流通权					
投资性房地产		584.26	555.27	--	541.59
固定资产	368118.93	359278.04	373872.22	0.78	376247.35
生产性生物资产					
在建工程	82623.02	71698.67	44711.73	-26.44	55468.14
工程物资	22.62	18.78	324.64	278.84	0.25
固定资产清理		1086.84	1087.89	--	1092.27
油气资产					
无形资产	44834.02	42480.33	176118.98	98.20	175186.10
开发支出					
商誉	9047.39	39871.39	40157.59	110.68	40157.59
长期待摊费用	23047.49	27585.17	36163.56	25.26	38128.71
递延所得税资产	2378.16	13918.32	18553.98	179.32	17720.10
其他非流动资产					
非流动资产合计	557840.34	580419.09	718183.53	13.47	731299.63
资产总计	1356141.40	1800488.15	2476667.17	35.14	2539379.78

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）

负债和所有者权益	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动负债：					
短期借款	326329.56	391754.87	423012.53	13.85	430755.93
应付票据	69149.56	49985.00	13850.00	-55.25	25885.20
应付账款	52936.21	66769.98	126876.32	54.82	117120.66
预收款项	3100.46	203167.75	372756.47	996.48	413681.77
应付职工薪酬	5468.17	4922.27	9281.91	30.29	9255.75
应交税费	11608.92	30157.66	31239.81	64.04	-7277.49
应付利息	337.86	942.76	8715.29	407.89	2016.35
应付股利	4957.77	6501.85	6108.39	11.00	18594.86
其他应付款	82950.27	83008.91	71848.52	-6.93	69311.98
一年内到期的非流动负债	13200.00	64385.00	71105.00	132.09	61200.00
流动负债合计	570038.78	901596.04	1134794.24	41.09	1140545.00
非流动负债：					
长期借款	246140.60	215469.32	303582.65	11.06	348674.06
应付债券	100000.00	150000.00	220000.00	48.32	220000.00
长期应付款		62000.00	62000.00		62000.00
递延收益					
专项应付款					
预计负债			2000.00		2000.00
递延所得税负债	1.49	386.81	206.16	1078.25	206.16
其他非流动负债	763.16	600.00	600.00	-11.33	600.00
非流动负债合计	346905.25	428456.13	588388.81	30.23	633480.21
负债合计	916944.02	1330052.17	1723183.05	37.09	1774025.22
所有者权益：					
实收资本（或股本）	166665.06	168575.96	175354.06	2.57	175354.06
资本公积	42258.86	33535.87	97504.37	51.90	97504.37
减：库存股					
盈余公积	1724.05	1726.12	27217.77	297.33	27217.77
未分配利润	45066.22	57936.15	77239.83	30.92	83649.87
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	255714.18	261774.10	377316.03	21.47	383726.07
少数股东权益	183483.19	208661.87	376168.09	43.18	381628.49
所有者权益合计	439197.37	470435.97	753484.12	30.98	765354.56
负债和所有者权益总计	1356141.40	1800488.15	2476667.17	35.14	2539379.78

附件 3 公司利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 第一季度
一、营业收入	1475272.93	1684089.51	2236833.83	23.13	723704.69
减: 营业成本	1139536.65	1308404.61	1718504.15	22.80	589351.97
营业税金及附加	17657.57	34091.25	35279.31	41.35	7285.18
销售费用	139751.43	163215.04	232800.96	29.07	60605.90
管理费用	66161.53	70482.70	98491.75	22.01	30326.07
财务费用	31643.99	34981.62	45839.42	20.36	15797.31
资产减值损失	2037.21	-7137.29	11163.61	134.09	-321.41
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	9.83	85.53	52.20	130.46	0.02
投资收益 (损失以“—”号填列)	4070.94	6857.85	6988.71	31.02	566.17
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	82565.32	86994.95	101795.54	11.04	21225.86
加: 营业外收入	4785.69	6530.54	18375.90	95.95	1117.73
减: 营业外支出	1762.08	4538.13	3849.25	47.80	950.75
其中: 非流动资产处置损失	0.42	0.00	0.00		
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	85588.93	88987.35	116322.19	16.58	21392.85
减: 所得税费用	26042.56	27873.93	31207.19	9.47	9522.40
加: 未确认的投资损失					
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	59546.37	61113.42	85115.00	19.56	11870.45
少数股东损益	26267.97	25824.47	39668.95	22.89	5460.41
五、归属于母公司所有者的净利润	33278.40	35288.95	45446.05	16.86	6410.04

附件 4-1 公司现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 第一季度
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	1682458.41	2150664.99	2325723.47	17.57	695843.01
收到的税费返还	1055.07	925.59			
收到其他与经营活动有关的现金	52055.01	1161364.58	1128911.40	365.69	301188.57
经营活动现金流入小计	1735568.49	3312955.16	3454634.87	41.08	997031.57
购买商品、接受劳务支付的现金	1409911.00	1766887.66	1815639.11	13.48	528578.94
支付给职工以及为职工支付的现金	51877.57	79166.37	82365.71	26.00	24083.59
支付的各项税费	66409.03	90342.32	110218.88	28.83	48969.88
支付其他与经营活动有关的现金	166211.57	1330841.45	1392202.53	189.41	383049.53
经营活动现金流出小计	1694409.17	3267237.80	3400426.22	41.66	984681.93
经营活动产生的现金流量净额	41159.32	45717.36	54208.64	14.76	12349.64
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	1376.55		5895.84	106.96	
取得投资收益收到的现金	1841.24				15.72
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3635.42	1599.65			125.33
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		11.30			
投资活动现金流入小计	6853.21	1610.95	5895.84	-7.25	141.05
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	158287.93	214196.92	144457.24	-4.47	38445.24
投资支付的现金	703.99	17698.37	14740.62	357.59	
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		19973.63			
支付其他与投资活动有关的现金	390.65	4912.70			
投资活动现金流出小计	159382.56	256781.62	159197.86	-0.06	38445.24
投资活动产生的现金流量净额	-152529.34	-255170.67	-153302.01	0.25	-38304.19
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		2400.16	94949.50		1250.00
取得借款收到的现金	554000.00	929171.77	499610.59	-5.04	138021.00
收到其他与筹资活动有关的现金		60619.78			
筹资活动现金流入小计	554000.00	992191.71	594560.09	3.60	139271.00
偿还债务支付的现金	310101.11	591188.31	398139.87	13.31	93366.85
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	41128.45	67019.57	45248.18	4.89	18812.37
支付其他与筹资活动有关的现金	3502.43	63617.10			
筹资活动现金流出小计	354731.99	721824.98	443388.05	11.80	112179.22
筹资活动产生的现金流量净额	199268.01	270366.73	151172.05	-12.90	27091.78
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	2.66	-0.08			
五、现金及现金等价物净增加额	87900.65	60913.34	52078.67	-23.03	1137.23
加: 期初现金及现金等价物余额	254541.99	342442.64	403355.98	25.88	455434.65
六、期末现金及现金等价物余额	342442.64	403355.98	455434.65	15.32	456571.88

附件 4-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2008 年	2009 年	2010 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	33278.40	35288.95	45446.05	16.86
加: 少数股东损益	26267.97	25824.47	39668.95	22.89
减: 未确认的投资损失				
加: 计提的资产减值准备	2037.21	-7137.29	11163.61	134.09
固定资产折旧	43461.01	45074.74	23085.56	-27.12
无形资产摊销	2174.30	7618.34	5634.20	60.97
长期待摊费用摊销	9108.76	5373.78	29037.17	78.54
待摊费用减少(减:增加)				
预提费用增加(减:减少)				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	277.37	-1005.13		
固定资产报废损失				
公允价值变动损失(减: 收益)	-9.83	-85.53	-52.20	130.46
财务费用	34409.93	34959.30	46414.26	16.14
投资损失(减:收益)	-4070.94	-6857.85	-6988.71	
递延所得税资产减少(减: 增加)	450.82	-11540.16	-3894.32	
递延所得税负债增加(减: 减少)		385.33		
存货的减少(减:增加)	-91617.32	-334317.04	-244274.42	63.29
经营性应收项目的减少(减:增加)	9800.15	-26521.08	-104406.25	
经营性应付项目的增加(减:减少)	-24408.50	278656.52	213374.74	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	41159.32	45717.36	54208.64	14.76
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				
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	342442.64	403355.98	455434.65	15.32
减: 货币资金的期初余额	254541.99	342442.64	403355.98	25.88
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	87900.65	60913.34	52078.67	-23.03

附件 5 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	109.11	90.57	116.75	---
存货周转次数(次)	4.15	2.96	2.29	---
总资产周转次数(次)	1.09	1.07	1.05	---
现金收入比(%)	114.04	127.70	103.97	96.15
盈利能力				
营业利润率(%)	21.56	20.28	21.60	17.56
总资本收益率(%)	7.88	7.16	7.34	---
净资产收益率(%)	13.56	12.99	11.30	---
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	44.08	43.72	41.00	42.63
全部债务资本化比率(%)	63.22	64.95	57.79	58.67
资产负债率(%)	67.61	73.87	69.58	69.86
偿债能力				
流动比率(%)	140.04	135.32	154.96	158.53
速动比率(%)	91.84	67.76	76.23	71.85
经营现金流动负债比(%)	7.22	5.07	4.78	---
EBITDA 利息倍数(倍)	5.07	5.21	4.79	---
全部债务/EBITDA(倍)	4.32	4.79	4.69	---
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	-0.24	-0.10	---
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.23	-5.99	-2.16	----
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	2.19	2.28	2.75	---
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	21.69	41.41	43.18	---
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.51	0.57	0.68	---
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.39	-2.62	-1.24	---

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
现金收入比	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	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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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 中长期债券信用等级的定义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 山东省商业集团有限公司 2011 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，山东省商业集团有限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。

