

跟踪评级公告

联合[2011] 761 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东省商业集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“10鲁商债”AAA和“11鲁商MTN1”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年九月二十九日
评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山东省商业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 鲁商债	7 亿元	2010/03/11-2017/03/10	AAA	AAA
11 鲁商 MTN1	8 亿元	2011/09/28-2014/09/28	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2011 年 9 月 29 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	11 年 6 月
现金类资产(亿元)	41.04	46.47	47.25
资产总额(亿元)	180.05	247.67	281.53
所有者权益(亿元)	47.04	75.35	77.57
短期债务(亿元)	36.55	50.80	60.04
全部债务(亿元)	87.16	103.16	122.43
营业收入(亿元)	168.41	223.68	133.36
利润总额(亿元)	8.90	11.63	3.51
EBITDA(亿元)	18.20	22.00	--
经营性净现金流(亿元)	4.57	5.42	1.08
营业利润率(%)	20.28	21.60	18.23
净资产收益率(%)	12.99	11.30	--
资产负债率(%)	73.87	69.58	72.45
全部债务资本化比率(%)	64.95	57.79	61.22
流动比率(%)	135.32	154.96	152.17
全部债务/EBITDA(倍)	4.79	4.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.21	4.79	--
经营现金流负债比(%)	5.07	4.78	--

注: 2011 年上半年财务数据未经审计。

分析师

王珂 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

跟踪期内, 山东省商业集团有限公司(以下简称“公司”)主营零售业务保持了较快的扩张步伐, 门店数量和经营覆盖区域持续拓展, 营业收入规模大幅增长; 制药、地产等辅业板块也实现较好发展。同期内, 快速扩张带来的大规模资本支出使公司有息债务规模上升, 但得益于零售及制药业较稳定的盈利状况, 公司整体仍保持了较强的偿债能力。

随着业务规模的快速扩张, 公司未来对外融资需求上升。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将进一步增强。

跟踪期内, 担保方山东省高速集团有限公司经营规模及资产总额较快增长, 保持了很强的偿债能力, 联合资信维持山东省高速集团有限公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

综合以上, 联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定, 维持“10 鲁商债”信用等级为 AAA, 维持“11 鲁商 MTN1”信用等级为 AA⁺。

优势

1. 公司是山东省零售行业的龙头企业, 零售网点分布广泛, 具备销售规模, “银座”品牌知名度高, 区域竞争优势明显。
2. 跟踪期内, 公司零售、制药及地产等业务板块均实现良好的发展, 整体的经营规模和收入水平进一步提升。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力较强。

4. 跟踪期内，担保方山东省高速集团有限公司信用状况保持稳定，进一步提升了“10鲁商债”本息偿付的安全性。

关注

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

一、企业概况

山东省商业集团有限公司（以下简称“公司”）前身为山东省商业厅，经山东省人民政府（92）鲁政函179号文批准，山东省商业厅于1992年整体改制为山东省商业集团总公司，2010年4月公司更为现名。公司为山东省人民政府国有资产监督管理委员会全资控股的大型国有独资企业，转制以来，公司现已形成以现代零售业为主业，以生物制药和房地产为重点行业的业务体系，产业布局涉及教育、传媒等众多行业。

公司经营范围为：国内商业及工业生产物资；房地产开发；许可范围内的设备安装工程施工及建筑设计等。公司下设总经理办公室、战略管理中心、投资管理中心、财务管理中心、人力资源管理中心、风险防控中心等6个职能部门。

截至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6月底，公司合并资产总额281.53亿元，所有者权益合计77.57亿元（含少数股东权益38.61亿元）；2011年1~6月，公司实现营业收入133.36亿元，利润总额3.51亿元。

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、经营分析

1. 经营概况

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

域。2010年以来，在核心的商业零售板块的带动下，公司收入规模保持较快增长。2010年公司实现营业收入223.68亿元，同比增长32.82%。

从收入构成来看，2010年零售业务仍为公司最主要的收入来源（占营业收入比重为81.00%）；制药业务收入较2009年有所增长（占营业收入比重为3.30%）；由于确认的销售收入增长，房地产业务收入较2009年增幅较大（占营业收入比重为13.49%）；公司对非主业资产的整合导致食品及其他业务收入规模有所回落（占营业收入比重为2.20%）。

跟踪期内，公司业务综合毛利率保持了较好水平，其中商业零售业务仍是公司主要的利润来源，2010年该业务毛利率同比上升1.66个百分点；生物制药业务和房地产业务对公司利润有较大贡献，2010年毛利率同比略有下降，但仍保持了较高水平；受业务整合影响，公司食品及其他业务毛利率上升幅度较大。2010年，公司实现利润总额11.63亿元，同比增长30.72%。

2011年1~6月，在零售业务的带动下，公司业务收入保持了稳定的增长趋势，实现营业收入133.36亿元，为2010年全年的59.62%，实现利润总额3.51亿元；其中零售业务收入占比上升至91.72%，毛利率略有下降，为16.12%；制药业务收入占3.04%，毛利率下降至65.27%；房地产业务收入占比降至2.55%，毛利率降至29.41%。同期公司业务综合毛利率较2010年下降3.97个百分点，为19.20%，2011年1-6月，公司的综合毛利率为19.20%，较2010年度下降3.97个百分点，主要是由于行业季节性因素决定公司各业务板块上半年收益率较低，公司的高盈利时间段为下半年。

总体看，跟踪期内，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（%）		
	2009年	2010年	2011年1-6月	2009年	2010年	2011年1-6月
零售业	136.48	181.18	122.32	17.34	18.40	16.12
生物制药业	7.17	7.39	4.06	79.92	77.13	65.27
房地产业	16.18	30.18	3.4	35.54	33.86	29.41
食品及其他	8.58	4.93	3.58	28.21	52.33	46.06
合计	168.41	223.68	133.36	22.31	23.17	19.20

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. 零售业

行业分析

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，作为中国第三产业中市场化程度较高的零售行业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%。

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%。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。

根据中国连锁经营协会调查数据显示，2010年，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%。外资零售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，外商零售企业发展活跃，零售行业

竞争进一步加剧。

2010年，零售业百强企业面临的最大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。

未来随着国内宏观经济的持续稳定发展，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，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。外资零售企业业务的扩张，租金成本和人工成本等经营成本的上涨对国内零售企业的经营有一定影响。

经营分析

零售业一直是公司重点发展的核心业务。跟踪期内，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。在中国连锁经营协会公布的“2010中国连锁百强名单”中，公司位居第12位。2010年公司零售业务实现收入136.48亿元，同比增长20.62%，毛利率水平较上年基本持平。

公司零售业的快速增长的主要原因：一方面是经营网点的增加。2010年公司新开百货超市复合店11家、连锁超市20家、家电店11家、

购物中心2家、家居超市2家。同时，公司积极围绕周边省市选点布点，寻找商机，不断延伸经营网络，实施全国化发展战略。截至2011年6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87家百货超市复合门店、153家连锁超市，11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292.31万平方米。2011年以来，公司门店数量进一步拓展，截至6月底，公司百货超市复合门店数量已达87家。

另一方面，公司围绕业态定位，加强经营调整，突出经营特色，尤其是针对开业多年的成熟老店，边调整边营业，老店市场份额不断扩大，经营优势进一步增强，主要经营网点保持了较大的销售增幅。公司单店经营效益排在前六名的门店具体情况见表2。

表2 公司零售业主要经营网点情况(万平方米,万元)

企业名称	经营面积	销售额		
		2009年	2010年	11年1~6月
山东银座商城股份有限公司	4.20	192648.44	230914.84	94790.75
济南银座购物广场有限公司	2.27	99448.88	98878.28	50553.43
济南银座商城有限责任公司	1.37	37783.31	40549.62	22824.81
东营银座购物广场有限公司	3.81	55854.81	59887.96	35329.16
泰安银座商城有限公司	3.19	45617.52	58305.28	31984.33
淄博银座商城有限公司	3.14	56643.58	65155.02	40901.50

资料来源：公司提供

3. 生物制药业

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。根据国家统计局数据，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》，重点是扶持创新及技术提升、推进并购重组、提升行业集中度。

未来，在新医改方案推出的背景下，政府加大对医疗和医药体系的投入力度，将进一步促进医药行业的发展。

经营分析

公司生物制药的生产经营主要由山东福瑞达医药集团公司负责，主导产品包括眼科、骨科中西药品、消毒与卫生护理用品、保健食品、医疗器械、医药与化工原料以及化妆品等。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%。

跟踪期内，“润洁”、“润舒”滴眼液市场占有率保持在20%以上的较高水平。2010年“润舒”销售额达1.42亿元，“润洁”销售额达1.83亿元；骨科产品“施沛特”几乎垄断国内玻璃酸钠骨关节市场，“施沛特”（玻璃酸钠）注射液作为二新药于1995年正式上市以来，已累计超过150万患者使用，2010年销售额为0.58亿元，市场占有率在70%以上，已经成为治疗骨性关节炎的第一品牌。

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

4. 房地产业务

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。全国房地产市场在经历了2009年的繁荣后，2010年再次进入了政策密集调控期。自2010年4月国务院颁布“国十条”调控政策以来，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。

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。

2010 年中国城市化率为 50%左右，预计到 2020 年有望达到 60%，中国未来十年的快速城市化进程难以逆转，房地产行业依然处于上升期。中国住房的短缺局面尚未得到更本性改变，房地产刚性需求持续旺盛。在未来一段时期内，房地产调控行为将成为行业发展中的常态。

表 3 近年来公司房地产业务经营情况（鲁商置业）

项 目	2009 年度	2010 年度	2011 年 1~6 月
开工面积（万平方米）	54	134.36	63.97
竣工面积（万平方米）	57	63.42	19.13
签约销售面积（万平方米）	40	53.35	35.89

资料来源：公司提供

经营分析

公司房地产业务主要由鲁商置业股份有限公司（以下简称“鲁商置业”）运作，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。2010 年公司房地产业务实现收入 30.18 亿元，同比增长 86.53%，主要是本期确认了 2009 年大幅增加的销售额。2010 年公司房地产业务毛利率为 33.86%，较上年略有下滑。2011 年 1~6 月，公司房地产业务实现收入 3.4 亿元。

截至 2011 年 6 月底，鲁商置业在建的地产项目主要包括总建筑面积 74 万平方米的青岛鲁商中心燕儿岛，总建筑面积 43 万平方米的“鲁商国奥城”，总建筑面积 103.07 万平方米的鲁商常春藤，等项目以及位于济南、青岛、北京等地公寓住宅和别墅项目。

截至 2011 年 6 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金压力。

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

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。

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

三、财务分析

公司提供的2010年财务报表已经山东正源和信有限责任会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2011年上半年财务报表未经审计。

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6月底，公司合并资产总额281.53亿元，所有者权益合计77.57亿元（含少数股东权益38.61亿元）；2011年1~6月，公司实现营业收入133.36亿元，利润总额3.51亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司主营的零售业务保持了较快的扩张速度，门店数量增加也带动了收入规模的增长，2010年公司实现营业收入223.68亿元，同比增长32.82%。同期内，公司营业利润率为21.60%，较上年有所上升。

2010年，公司期间费用的收入占比有所上升，主要是零售业务扩张带来的销售费用上涨所致，当年共发生期间费用37.71亿元，占收入比重为16.86%，期间费用占比较高。

2010年公司分别实现利润总额和净利润11.63亿元和8.51亿元，同比增幅分别为30.72%和39.27%，主要来自零售业务收入的大幅增长以及利润较高的房地产项目销售收入的确认。2010年公司净资产收益率和总资本收益率分别为11.30%和7.34%，基本保持稳定。

2011年1~6月，在零售业务的带动下，公司业务收入保持了稳定的增长趋势，实现营业收入133.36亿元，为2010年全年的59.62%；公司营业利润率为18.23%，较上年有所下降，主要是由于毛利率相对较低的零售业务收入占比进一步提高；同期内，公司分别实现利润总额和净利润3.51亿元和2.21亿元，较上年分别同比增长7.67%和8.87%。

总体看，跟踪期内，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，保持了较强的盈利能力。

2. 现金流及保障

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；支付的其他与经营活动有关的现金139.22亿元，主要是公司进行店面扩张及房地产经营，参加土地竞拍，支付的土地保证金；经营活动的现金流量净额5.42亿元。从收入实现质量看，2010年公司现金收入比率为103.97%，同比下降23.73个百分点，现金回收质量有所下降。

投资活动现金流方面，2010年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模较大，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1~6月，经营性活动净现金流量为1.08亿元，同比下降45.80%，主要是支付的各项税费、保证金及其他与经营活动有关的现金增加；2011年1~6月投资活动现金流量净额分别为-7.85亿元；筹资活动产生的现金流量净额为7.48亿元。

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

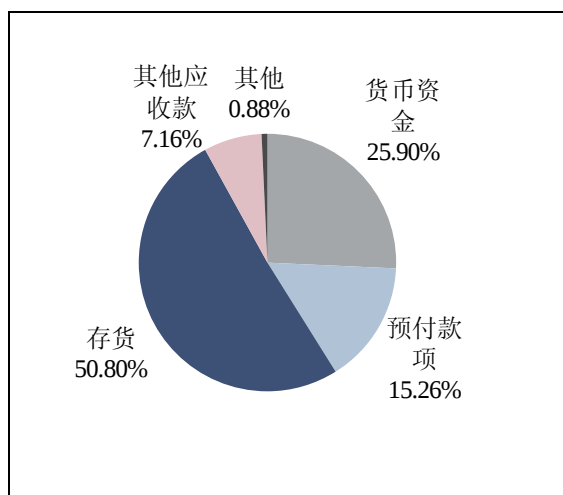
3. 资本结构

资产质量

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%，占比构成较上年变化不大。

截至 2010 年底，公司流动资产 175.85 亿元，同比增长 44.13%，主要来自预付款项和存货的增长，构成以货币资金、存货、其他应收款和预付款项为主。

图1 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，同比增长 12.91%，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，同比增长 46.67%，主要是公司开发的房地产项目增长较快，使得存货中的开发成本和开发产品出现较大增幅；构成主要为库存商品（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 6 月底，公司资产总额 281.53 亿元，较 2010 年底增长 13.67%，其中流动资产占 73.13%，非流动资产占 26.87%，资产构成与 2010 年底相比，基本保持稳定。截至 2011 年 6 月底，存货账面净额 129.46 亿元，较 2010 年

底增长 44.91%，主要是公司哈尔滨松江新城、青岛鲁商中心、济宁鲁商南池公馆等房地产项目土地款等转开发成本所致。

总体看，跟踪期内，公司货币资金充足，跟踪期内在房地产业务和零售业务发展的带动下，公司资产规模大幅增长，但存货和其他应收款数额增长较快且占比有所上升，整体资产质量一般。

负债和所有者权益

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 6 月底，公司所有者权益 77.57 亿元，较 2010 年底增长 2.95%。公司所有者权益稳定性较好。

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%（主要是商品房的预售款），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 6 月底，公司负债总额 203.96 亿元，较 2010 年底增长 18.36%，流动负债占比上升至 66.34%。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。

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%，较上年均有所下降。2011 年 6 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 72.45%、61.22%和 44.58%，与 2010 年底相比，公司债务负担有所上升。

总体看，跟踪期内，随着公司业务扩张迅速，债务规模增长较快，未来随着投资项目的开展，公司债务规模将会进一步上升。

4. 偿债能力

截至 2010 年底，公司流动比率和速动比率分别为 154.96%和 76.23%，分别同比增长 19.46 个百分点和 8.47 个百分点。2011 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 152.17%和 56.49%。2010 年公司经营现金流动负债比较 2009 年有所下降，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一般。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至 2011 年 6 月底，公司在各商业银行获得总授信额度为 231.65 亿元，其中 134.11 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，2007 年、2009 年、2010 年和 2011 年公司已如期兑付上述四期短期融资券，并于 2010 年发行 7 亿元企业债券，与 2011 年发行 8 亿元的中期票据，公司在资本市场具有较强的融资能力。

截至 2011 年 6 月底，公司对外担保额 31326.17 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。

截至 2011 年 6 月底，公司待偿还债券本金总额 15.00 亿元（7 亿元的“10 鲁商债”和 8 亿元的“11 鲁商 MTN1”）。2010 年公司经营活动现金

流入量345.46亿元，为待偿还债券本金总额的23.03倍；同期现金类资产为47.25亿元，为待偿还债券本金总额的3.15倍。2010年公司EBITDA为22.00亿元，为待偿还债券本金总额的1.47倍。现金类资产和经营活动现金流入量对公司待偿还债券的保障能力较强。

五、担保方担保能力分析

公司2010年发行的7亿元企业债券“10鲁商债”由山东高速集团有限公司（以下简称“高速集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 担保人主体概况

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。

截至2010年底，高速集团资产总计1374.88亿元，所有者权益393.01亿元；2010年实现营业总收入187.24亿元，利润总额 31.74亿元。

2. 经营状况

跟踪期内，山东省经济形式向好，经济发展呈现平稳增长态势。2010年山东省GDP和一般预算收入分别达到39416.2亿元和2749.3亿元，不断增强的财政实力带动了山东省交通运输业的平稳增长，在山东省综合交通运输体系中，以高速交通为重点的公路运输仍占据主导地位。作为山东省内最重要的高速公路建设主体，高速集团承担大量交通基础设施投资建设任务，未来发展前景良好。

2010年，高速集团实现营业总收入187.24亿元，同比增长22.03%。路桥收费为其最主要的收入来源，2010年实现收入69.34亿元，同比增长1.84%，占营业总收入的37.03%；2011年1~3月，随着区域经济的增长，高速集团路桥收费收入呈小幅增长态势，其中核心路产济青高速（含黄河二桥）和京福高速山东段分别实现收入5.93亿元和5.11亿元，合计占路桥收费收入总额超过了70%。此外，高速集团积极拓展省外市场，采取BOT的方式，以法人身份在四川省和河南省成功中标3条高速公路：许昌至禹州、许昌至亳州和乐山至自贡高速公路，合计里程273.31公里。高速公路项目建设方面，截至2011年3月底，高速集团在建高速公路454.89公里，概算总投资额303.02亿元，累计完成投资196.63亿元。

铁路项目运营方面，截至2010年底，高速集团运营管理地方铁路482公里，主要包括大莱龙铁路和益羊铁路等。2010年高速集团实现铁路运输服务收入11.02亿元，同比下降0.36%；2011年1~3月，高速集团实现铁路运输服务收入2.67亿元，铁路运输经营状况良好。

跟踪期内，高速集团控股的威海市商业银行（以下简称“威海银行”）业务发展稳定，经营状况良好。截至2010年底，威海银行资产总额519.72亿元，资产负债率95.03%，资本充足率为11%，不良贷款率为1.1%；2008~2010年，威海银行利息收入年均复合增长率超过了35%，2010年实现利息收入15.76亿元。

总体来看，跟踪期内，高速集团路桥收费业务继续保持高速增长趋势，收入及利润规模稳定增长；铁路运输及银行业务发展状况良好。未来高速集团将全面拓展公路、铁路、港航、路桥、房地产和金融等领域的业务，发展前景良好。

3. 财务状况

截至2010年底，高速集团资产总额为1374.88亿元，同比增长21.61%，主要来自威海

银行资产规模的不断扩大以及在建高速公路和铁路的增长。负债方面，随着在建项目的推进和威海银行存款的增加，高速集团负债规模快速增长，2010年底为981.86亿元，同比增长20.68%。截至2010年底，高速集团所有者权益合计393.01亿元，较上年增长了23.99%。截至2011年3月底，高速集团资产负债率为70.87%，不考虑纳入合并口径的威海银行，资产负债率为60%左右，在同行业中处于较低水平。

2010年高速集团实现营业总收入187.24亿元，同比增长22.03%，主要由于高速公路收费里程的增加以及施工结算和铁路运输业务的不断增长。由于新建路产的通行和路产养护费增加导致营业成本增长较快，由此导致了利润总额基本保持稳定。2010年，高速集团实现利润总额31.74亿元。

现金流方面，2010年高速集团经营性净现金流达到33.94亿元，同比下降60.97%，2010年，高速集团筹资活动净现金流分别为-81.11亿元和113.58亿元。总体看，高速集团经营活动获现能力有所减弱，但由于投资规模大，仍处在一定对外融资需求。

偿债能力方面，截至2010年底，高速集团流动比率和速动比率分别为57%和51%，比率偏低，但其现金类资产规模较大，合计170.69亿元，且流动负债中短期债务占比较低，经营现金流稳定性高，短期周转压力不大。总体看高速集团短期偿债能力较强。2010年得益于折旧和利息支出增加影响，EBITDA规模保持增长，合计65.89亿元，对利息支出和全部债务的保障倍数也有所增长，2010年EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务保护倍数分别为5.62倍和5.17倍。总体看，高速集团长期偿债能力较强。

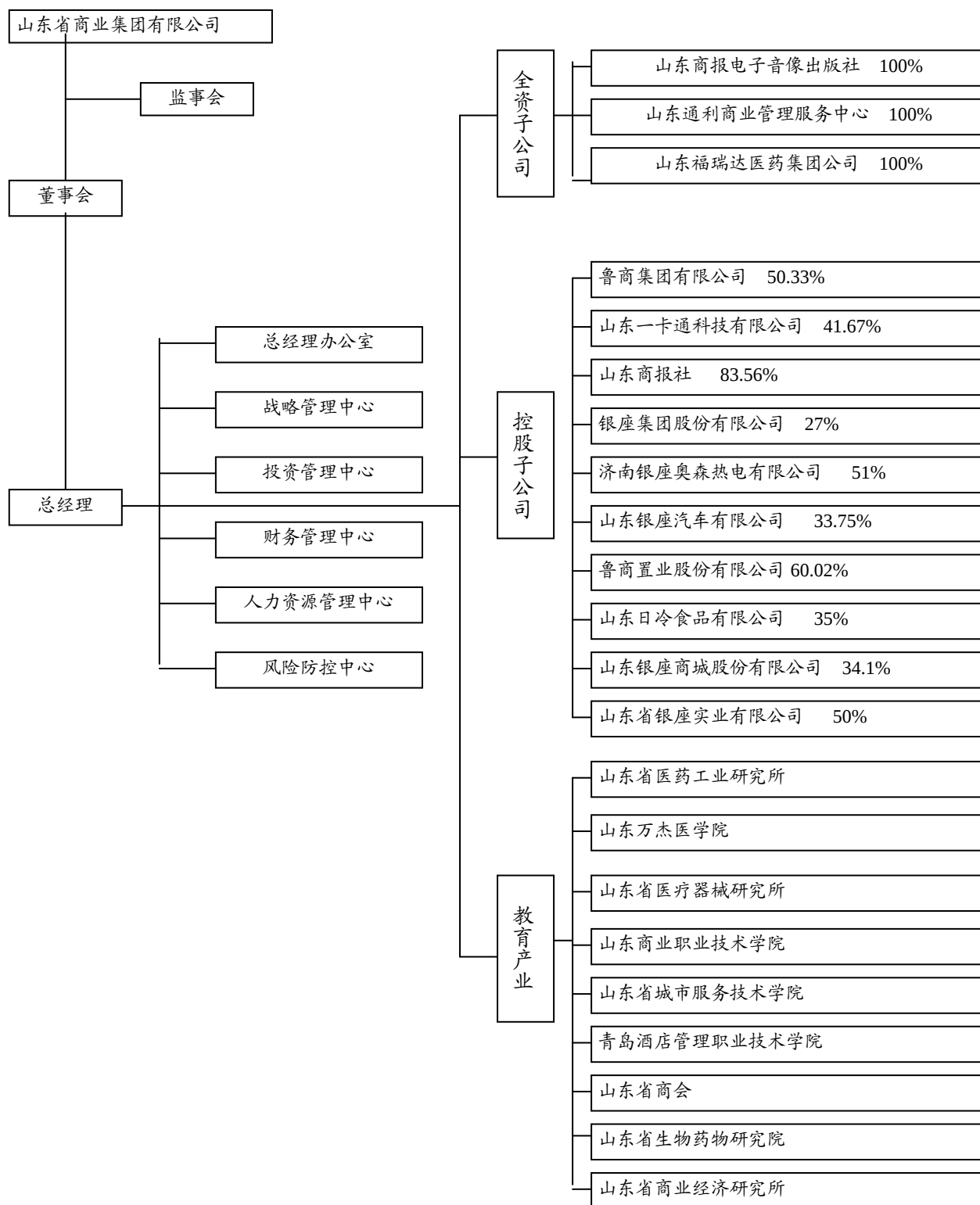
总体看，跟踪期内高速集团经营状况良好，收入规模及利润水平稳定增长，保持了较强的整体偿债能力。综上，联合资信维持高速集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

“10鲁商债”发行额度占高速集团2010年底资产总额的0.51%、所有者权益的1.69%，所

占比例低；占其2010年营业收入的3.74%，利润总额的22.05%，经营活动现金净流量的20.62%。总体看，高速集团担保实力很强，有助于提升“10鲁商债”本息偿付的安全性。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“10鲁商债”信用等级为AAA，并维持“11鲁商MTN 1”信用等级为AA⁺。

附件 1 山东省商业集团有限公司组织机构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 6 月
流动资产：				
货币资金	403355.98	455434.65	12.91	462566.07
交易性金融资产	731.59	719.73	-1.62	755.16
短期投资				
应收票据	6277.72	8594.40	36.90	9210.20
应收账款	17389.73	6057.75	-65.16	8918.55
预付款项	106908.26	268308.37	150.97	182192.51
应收利息				
应收股利				
其他应收款	76296.04	125984.59	65.13	100600.87
存货	609109.74	893384.15	46.67	1294577.51
其他流动资产				
流动资产合计	1220069.05	1758483.64	44.13	2058820.86
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	23893.44	26637.68	11.49	27473.32
股权分置流通权				
投资性房地产	584.26	555.27	-4.96	540.60
固定资产	359278.04	373872.22	4.06	377660.51
生产性生物资产				
在建工程	71698.67	44711.73	-37.64	72331.29
工程物资	18.78	324.64	1628.74	0.38
固定资产清理	1086.84	1087.89	0.10	1412.33
油气资产				
无形资产	42480.33	176118.98	314.59	175557.79
开发支出				
商誉	39871.39	40157.59	0.72	40157.59
长期待摊费用	27585.17	36163.56	31.10	40804.10
递延所得税资产	13918.32	18553.98	33.31	20500.12
其他非流动资产				
非流动资产合计	580419.09	718183.53	23.74	756438.04
资产总计	1800488.15	2476667.17	37.56	2815258.89

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债和所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 6 月
流动负债：				
短期借款	391754.87	423012.53	7.98	482213.18
应付票据	49985.00	13850.00	-72.29	
应付账款	66769.98	126876.32	90.02	200365.34
预收款项	203167.75	372756.47	83.47	462356.53
应付职工薪酬	4922.27	9281.91	88.57	10394.85
应交税费	30157.66	31239.81	3.59	-16497.61
应付利息	942.76	8715.29	824.44	1940.12
应付股利	6501.85	6108.39	-6.05	18359.41
其他应付款	83008.91	71848.52	-13.44	75596.01
一年内到期的非流动负债	64385.00	71105.00	10.44	89400.00
流动负债合计	901596.04	1134794.24	25.87	1352955.01
非流动负债：				
长期借款	215469.32	303582.65	40.89	403840.06
应付债券	150000.00	220000.00	46.67	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		
递延所得税负债	386.81	206.16	-46.70	206.16
其他非流动负债	600.00	600.00	0.00	600.00
非流动负债合计	428456.13	588388.81	37.33	686646.21
负债合计	1330052.17	1723183.05	29.56	2039601.22
所有者权益：				
实收资本（或股本）	168575.96	175354.06	4.02	175354.06
资本公积	33535.87	97504.37	190.75	97504.37
减：库存股				
盈余公积	1726.12	27217.77	1476.82	27217.77
未分配利润	57936.15	77239.83	33.32	89462.56
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	261774.10	377316.03	44.14	389538.76
少数股东权益	208661.87	376168.09	80.28	386118.91
所有者权益合计	470435.97	753484.12	60.17	775657.67
负债和所有者权益总计	1800488.15	2476667.17	37.56	2815258.89

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~6 月
一、营业收入	1684089.51	2236833.83	32.82	1333560.58
减: 营业成本	1308404.61	1718504.15	31.34	1077505.35
营业税金及附加	34091.25	35279.31	3.48	12926.32
销售费用	163215.04	232800.96	42.63	125276.78
管理费用	70482.70	98491.75	39.74	63717.02
财务费用	34981.62	45839.42	31.04	32273.04
资产减值损失	-7137.29	11163.61	-256.41	517.33
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	85.53	52.20	-38.97	0.05
投资收益 (损失以“—”号填列)	6857.85	6988.71	1.91	11453.48
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)	86994.95	101795.54	17.01	32798.28
加: 营业外收入	6530.54	18375.90	181.38	3597.55
减: 营业外支出	4538.13	3849.25	-15.18	1285.37
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00		
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	88987.35	116322.19	30.72	35110.46
减: 所得税费用	27873.93	31207.19	11.96	12936.91
加: 未确认的投资损失				22173.55
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	61113.42	85115.00	39.27	22173.55
少数股东损益	25824.47	39668.95	53.61	9950.83
五、归属于母公司所有者的净利润	35288.95	45446.05	28.78	12222.73

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	2150664.99	2325723.47	8.14	1395843.26
收到的税费返还	925.59		-100.00	
收到其他与经营活动有关的现金	1161364.58	1128911.40	-2.79	677188.51
经营活动现金流入小计	3312955.16	3454634.87	4.28	2073031.77
购买商品、接受劳务支付的现金	1766887.66	1815639.11	2.76	1108578.93
支付给职工以及为职工支付的现金	79166.37	82365.71	4.04	51483.53
支付的各项税费	90342.32	110218.88	22.00	69069.83
支付其他与经营活动有关的现金	1330841.45	1392202.53	4.61	833049.57
经营活动现金流出小计	3267237.80	3400426.22	4.08	2062181.86
经营活动产生的现金流量净额	45717.36	54208.64	18.57	10849.90
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金		5895.84		
取得投资收益收到的现金				135.72
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1599.65		-100.00	325.32
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	11.30		-100.00	
投资活动现金流入小计	1610.95	5895.84	265.99	461.04
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	214196.92	144457.24	-32.56	78145.23
投资支付的现金	17698.37	14740.62	-16.71	835.65
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	19973.63		-100.00	
支付其他与投资活动有关的现金	4912.70		-100.00	
投资活动现金流出小计	256781.62	159197.86	-38.00	78980.88
投资活动产生的现金流量净额	-255170.67	-153302.01	-39.92	-78519.84
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	3855.97	1250.00
取得借款收到的现金	929171.77	499610.59	-46.23	404736.61
收到其他与筹资活动有关的现金	60619.78		-100.00	
筹资活动现金流入小计	992191.71	594560.09	-40.08	405986.61
偿还债务支付的现金	591188.31	398139.87	-32.65	291372.89
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	67019.57	45248.18	-32.49	39812.37
支付其他与筹资活动有关的现金	63617.10		-100.00	
筹资活动现金流出小计	721824.98	443388.05	-38.57	331185.26
筹资活动产生的现金流量净额	270366.73	151172.05	-44.09	74801.35
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.08		-100.00	
五、现金及现金等价物净增加额	60913.34	52078.67	-14.50	7131.42
加: 期初现金及现金等价物余额	342442.64	403355.98	17.79	455434.65
六、期末现金及现金等价物余额	403355.98	455434.65	12.91	462566.07

附件 4-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	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	35288.95	45446.05	28.78
加: 少数股东损益	25824.47	39668.95	53.61
减: 未确认的投资损失			
加: 计提的资产减值准备	-7137.29	11163.61	-256.41
固定资产折旧	45074.74	23085.56	-48.78
无形资产摊销	7618.34	5634.20	-26.04
长期待摊费用摊销	5373.78	29037.17	440.35
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)	-1005.13		-100.00
固定资产报废损失			
公允价值变动损失(减: 收益)	-85.53	-52.20	-38.97
财务费用	34959.30	46414.26	32.77
投资损失(减:收益)	-6857.85	-6988.71	1.91
递延所得税资产减少(减: 增加)	-11540.16	-3894.32	-66.25
递延所得税负债增加(减: 减少)	385.33		-100.00
存货的减少(减:增加)	-334317.04	-244274.42	-26.93
经营性应收项目的减少(减:增加)	-26521.08	-104406.25	293.67
经营性应付项目的增加(减:减少)	278656.52	213374.74	-23.43
其他			
经营活动产生的现金流量净额	45717.36	54208.64	18.57
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	403355.98	455434.65	12.91
减: 货币资金的期初余额	342442.64	403355.98	17.79
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	60913.34	52078.67	-14.50

附件 5 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年 6 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	90.57	116.75	---
存货周转次数(次)	2.96	2.29	---
总资产周转次数(次)	1.07	1.05	---
现金收入比(%)	127.70	103.97	104.67
盈利能力			
营业利润率(%)	20.28	21.60	18.23
总资本收益率(%)	7.16	7.34	---
净资产收益率(%)	12.99	11.30	---
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	43.72	41.00	44.58
全部债务资本化比率(%)	64.95	57.79	61.22
资产负债率(%)	73.87	69.58	72.45
偿债能力			
流动比率(%)	135.32	154.96	152.17
速动比率(%)	67.76	76.23	56.49
经营现金流动负债比(%)	5.07	4.78	---
EBITDA 利息倍数(倍)	5.21	4.79	---
全部债务/EBITDA(倍)	4.79	4.69	---
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.24	-0.10	---
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-5.99	-2.16	----

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。